

公司研究 | 点评报告 | 华鲁恒升（600426.SH）

景气承压，公司经营保持稳健

报告要点

公司发布 2025 一季报，2025Q1 实现收入 77.7 亿元（同比-2.6%，环比-14.1%），实现归属净利润 7.1 亿元（同比-33.7%，环比-17.2%），实现归属扣非净利润 7.0 亿元（同比-34.2%，环比-13.3%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911



王明

SAC: S0490521030001

SFC: BVA881

华鲁恒升 (600426.SH)

2025-04-28

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

景气承压，公司经营保持稳健

事件描述

公司发布 2025 一季报，2025Q1 实现收入 77.7 亿元（同比-2.6%，环比-14.1%），实现归属净利润 7.1 亿元（同比-33.7%，环比-17.2%），实现归属扣非净利润 7.0 亿元（同比-34.2%，环比-13.3%）。

事件评论

- **一季度景气回落产品销量有所回落，季度业绩环比有所下滑。价格**，公司主要产品 25Q1 市场价格环比变化：尿素 (-2.5%)、DMF (-1.7%)、己二酸 (-2.1%)、醋酸 (1.9%)、辛醇 (-12.4%)、己内酰胺 (-3.8%)、尼龙 6 (-6.3%)、三聚氰胺 (-10.7%)、DMC (-14.2%)、草酸 (-6.5%)。**销售**，24Q4 公司荆州基地 52 万吨/年尿素产能投产放量，25Q1 有机胺系列产品、化学肥料、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品销量环比分别变化-11.1%、-3.9%、-20.7%与 1.9%。**成本**，公司主要原材料烟煤、纯苯、丙烯 25Q1 市场价格环比变化-18.4%、-0.8%、-0.5%。一季度煤价回落明显，带动产品价格整体下行，但下行幅度有所分化，25Q1 公司毛利率 16.3%，环比增长 1.2 pct，净利率 9.9%，环比持平。
- **景气低迷加速行业产能出清，荆州新项目放量带来增量。**公司主要产品 25Q2（截至 2025.4.20）市场价格环比变化：尿素 (7.9%)、DMF (9.3%)、己二酸 (-9.4%)、醋酸 (-4.6%)、辛醇 (-1.3%)、己内酰胺 (-9.0%)、尼龙 6 (-7.3%)、三聚氰胺 (1.1%)、DMC (3.3%)、草酸 (-5.8%)，国际贸易冲突、终端需求疲软叠加行业新产能释放导致部分产品价格进一步回落。展望后市，稳健增长的农业内需、印标等海外需求，以及电厂脱销和车用等工业需求支撑下，尿素有望恢复合理利润；己二酸在下游 PBAT、PA66、己二腈国产化等新需求拉动，盈利有望回升；醋酸在下游 PTA、EVA 和己内酰胺需求增长驱动下，价格有望抬升；DMC/草酸下游新能源需求前景广阔，新增产能有望得到逐步消化。公司主要原材料烟煤、纯苯、丙烯 2025Q2 市场价格环比变化-11.4%、-13.9%、-2.9%，核心原料煤炭降价明显。**总体来看**，公司目前处于周期底部位置，随着终端需求的持续改善，以及落后产能出清，叠加荆州基地新产能陆续释放，原材料价格回落，经营情况有望逐步改善。
- **新项目不断落地，中长期继续看好公司未来成长。**德州本部在煤炭指标有限的背景下，公司积极开拓下游精细化工新材料产品，提高产品附加值，酰胺原料优化升级、20 万吨二元酸如期推进。第二基地荆州开辟增长新一极，系列项目陆续落地，支撑长期成长，目前荆州一期项目建成投产顺利达效，二期项目稳步推进，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目顺利投产。
- **公司具备领先的生产工程化能力，产品具备显著的成本优势，德州本部与荆州基地拟投资项目支撑未来发展，多元化产品组合，一定程度上或将平移经营波动。**预计 2025-2027 年归属净利润分别为 37.2/41.6/47.0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期；
- 2、新项目进度低于预期。

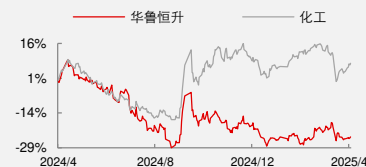
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	20.97
总股本(万股)	212,322
流通A股/B股(万股)	211,918/0
每股净资产(元)	14.95
近12月最高/最低价(元)	31.90/19.73

注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《经营稳健增长，彰显龙头本色》2025-03-30
- 《检修叠加景气回落，三季度阶段性承压》2024-11-03
- 《产销稳步增长，业绩表现靓丽》2024-08-24



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。公司产品下游主要应用于建筑及工业涂料，下游整体需求恢复向好，但力度如果不及预期可能会对公司经营造成影响。
- 2、新项目进度低于预期。如果项目投资所需资金不能及时到位、项目延期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况，项目的实际运营情况将无法达到预期状态，可能给项目的预期效益带来较大影响，进而影响公司的经营业绩。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	34226	31985	36441	39321	货币资金	1398	2132	2282	2444
营业成本	27821	25622	29313	31451	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6405	6363	7128	7871	应收账款	84	78	89	96
%营业收入	19%	20%	20%	20%	存货	1319	1462	1697	1702
营业税金及附加	201	192	219	236	预付账款	641	590	675	725
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	3933	3915	3928	3928
销售费用	89	83	95	102	流动资产合计	7374	8178	8672	8895
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	335	320	364	354	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	30056	38679	44182	51275
研发费用	661	576	656	708	无形资产	2367	2683	3050	3392
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	220	600	665	665	递延所得税资产	51	51	51	51
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他非流动资产	6808	6608	6408	6608
加: 资产减值损失	-28	0	0	0	资产总计	46658	56199	62364	70222
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	0	1574	1772	2434
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2304	3029	2946	3440
投资收益	-32	-30	-34	-37	预收账款	0	0	0	0
营业利润	5008	4851	5423	6123	应付职工薪酬	227	224	248	271
%营业收入	15%	15%	15%	16%	应交税费	188	259	247	293
营业外收支	7	0	0	0	其他流动负债	2808	2588	2823	3016
利润总额	5015	4851	5423	6123	流动负债合计	5526	7675	8037	9453
%营业收入	15%	15%	15%	16%	长期借款	8224	10224	10224	10224
所得税费用	836	849	949	1072	应付债券	0	0	0	0
净利润	4178	4002	4474	5052	递延所得税负债	17	17	17	17
归属于母公司所有者的净利润	3903	3722	4161	4698	其他非流动负债	63	63	63	63
少数股东损益	276	280	313	354	负债合计	13830	17980	18341	19757
EPS (元)	1.84	1.75	1.96	2.21	归属于母公司所有者权益	31018	36129	41620	47708
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1810	2090	2403	2757
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	32828	38219	44023	50464
经营活动现金流净额	4968	7442	7511	8857	负债及股东权益	46658	56199	62364	70222
取得投资收益收回现金	0	-30	-34	-37	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1536	-9853	-7060	-8456	每股收益	1.84	1.75	1.96	2.21
其他	-3538	200	200	-200	每股经营现金流	2.34	3.51	3.54	4.17
投资活动现金流净额	-5075	-9683	-6894	-8693	市盈率	11.41	11.96	10.70	9.48
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.44	1.23	1.07	0.93
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.63	7.39	6.68	6.30
银行贷款增加 (减少)	676	3574	197	662	总资产收益率	8.4%	6.6%	6.7%	6.7%
筹资成本	-2218	-600	-665	-665	净资产收益率	12.6%	10.3%	10.0%	9.8%
其他	1154	0	0	0	净利率	11.4%	11.6%	11.4%	11.9%
筹资活动现金流净额	-388	2975	-467	-2	资产负债率	29.6%	32.0%	29.4%	28.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-495	734	150	162	总资产周转率	0.73	0.57	0.58	0.56

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。