

## 公司研究

## 主要产品价格下跌，24H2 及 25Q1 业绩下滑

——鲁西化工（000830.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评

## 买入（维持）

当前价：10.84 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

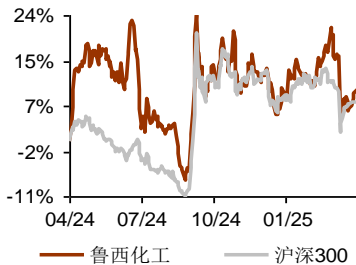
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	19.10
总市值(亿元):	207.06
一年最低/最高(元):	9.59/13.76
近3月换手率:	62.05%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.14	-8.23	-7.51
绝对	-11.03	-8.76	-3.34

资料来源：Wind

## 要点

**事件 1:** 公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 297.63 亿元，同比增长 17.37%；实现归母净利润 20.29 亿元，同比增长 148%；实现扣非后归母净利润 19.62 亿元，同比增长 127%。2024Q4，公司单季度实现营收 81.84 亿元，同比增长 10.36%，环比增长 8.57%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 45.5%，环比增长 12.46%。

**事件 2:** 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 72.90 亿元，同比增长 7.96%，环比减少 10.92%；实际归母净利润 4.13 亿元，同比减少 27.30%，环比减少 9.04%。

## 点评：

**主要产品价格下跌，24H2 及 25Q1 公司业绩下滑。** 2024 年，公司化工新材料业务实现营收 204 亿元，同比增长 26.8%，对应业务毛利率同比提升 1.4pct 至 15.9%；基础化工产品业务实现营收 58.0 亿元，同比减少 7.4%，对应业务毛利率同比提升 2.7pct 至 16.6%；化肥业务实现营收 30.7 亿元，同比增长 17.9%，对应业务毛利率同比下降 1.4pct 至 5.8%。分季度来看，由于 24H2 公司化工新材料及基础化工业务中主要产品价格的下跌，公司 24H2 业绩相较于 24H1 有所回落。根据百川盈孚数据，24H2 国内 PC、PA6、辛醇、有机硅 DMC、DMF 销售均价相较于 24H1 分别下跌 1.1%、10.5%、19.4%、8.8%、11.8%。此外，得益于煤炭等原材料价格的下跌，2024 年公司整体销售毛利率同比提升 1.4pct。25Q1，公司部分主要产品价格进一步下跌，致使公司营收及利润减少。根据百川盈孚数据，25Q1 国内 PC、PA6、辛醇、二氯甲烷、一氯甲烷、DMF 销售均价环比下跌 1.3%、6.3%、12.8%、11.9%、4.0%、2.6%。由于相关产品价格的下跌，25Q1 公司单季度毛利率环比下降 0.6pct 至 12.6%。

**严控安全管控，新增产能项目进行顺利。** 在生产管理方面，公司严控安全管控不放松，压实安全生产责任，严格风险管控。2024 年 9 月，受 2023 年生产事故影响的双氧水装置（30 万吨/年）恢复生产。在新增产能项目方面，2024 年 9 月公司 60 万吨己内酰胺·尼龙 6 一期工程顺利投产，并于年内实现满负荷运行。2025 年 3 月，公司 40 万吨/年有机硅项目投产。此外，公司乙烯下游一体化项目、15 万吨丙酸等项目有序推进中。2025 年，公司主要产品生产目标为生产产品 1350 万吨（包含内部互为原料自用部分），较 2024 年目标提升 40.6%。

**盈利预测、估值与评级：** 由于 24H2 公司主要产品价格的下跌，公司业绩低于此前预期。考虑到当前公司主要产品仍呈现下跌趋势，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.56（前值为 25.01）/23.25（前值为 29.22）/26.43 亿元。公司一体化优势明显，产业链具备韧性，维持“买入”评级。

**风险提示：** 产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争加剧，环保及安全生产风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	25,358	29,763	33,205	37,437	42,259
营业收入增长率	-16.47%	17.37%	11.56%	12.75%	12.88%
归母净利润 (百万元)	819	2,029	2,056	2,325	2,643
归母净利润增长率	-74.05%	147.79%	1.32%	13.12%	13.67%
EPS (元)	0.43	1.06	1.08	1.22	1.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.85%	10.86%	10.24%	10.71%	11.20%
P/E	25	10	10	9	8
P/B	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-28, 2023 年公司总股本为 19.16 亿股, 2024 年及以后公司总股本为 19.10 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,358	29,763	33,205	37,437	42,259
营业成本	21,948	25,350	28,732	32,394	36,564
折旧和摊销	2,249	2,224	2,362	2,455	2,536
税金及附加	192	238	265	299	337
销售费用	48	62	69	78	88
管理费用	597	574	641	722	815
研发费用	933	960	1,096	1,235	1,395
财务费用	251	159	146	146	134
投资收益	3	5	5	5	5
营业利润	1,133	2,434	2,504	2,841	3,238
利润总额	1,053	2,502	2,571	2,909	3,306
所得税	233	471	514	582	661
净利润	820	2,031	2,057	2,327	2,645
少数股东损益	1	2	2	2	2
归属母公司净利润	819	2,029	2,056	2,325	2,643
EPS(元)	0.43	1.06	1.08	1.22	1.38

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,865	3,939	4,479	4,805	5,212
净利润	819	2,029	2,056	2,325	2,643
折旧摊销	2,249	2,224	2,362	2,455	2,536
净营运资金增加	1,358	-561	172	225	220
其他	-561	247	-110	-201	-188
投资活动产生现金流	-3,428	-2,414	-1,991	-1,515	-1,015
净资本支出	-3,432	-2,431	-2,020	-1,520	-1,020
长期投资变化	47	47	0	0	0
其他资产变化	-43	-30	29	5	5
融资活动现金流	-336	-1,199	-2,380	-3,028	-401
股本变化	-3	-6	0	0	0
债务净变化	3,361	-1,575	-1,565	-2,205	500
无息负债变化	-2,053	768	192	182	244
净现金流	108	339	109	261	3,796

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.4%	14.8%	13.5%	13.5%	13.5%
EBITDA 率	17.9%	17.8%	15.1%	14.5%	14.0%
EBIT 率	8.8%	10.2%	8.0%	8.0%	8.0%
税前净利润率	4.2%	8.4%	7.7%	7.8%	7.8%
归母净利润率	3.2%	6.8%	6.2%	6.2%	6.3%
ROA	2.3%	5.6%	5.7%	6.5%	6.9%
ROE (摊薄)	4.8%	10.9%	10.2%	10.7%	11.2%
经营性 ROIC	5.5%	7.9%	6.8%	7.9%	9.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	48%	44%	39%	38%
流动比率	0.18	0.29	0.39	0.65	1.27
速动比率	0.06	0.12	0.16	0.28	0.87
归母权益/有息债务	1.21	1.50	1.85	2.51	2.58
有形资产/有息债务	2.28	2.64	3.03	3.76	3.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	35,282	36,268	36,283	35,911	38,533
货币资金	394	721	830	1,091	4,887
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	35	46	51	57	65
应收票据	0	3	3	4	4
其他应收款 (合计)	36	45	51	57	65
存货	1,597	1,737	1,981	2,246	2,547
其他流动资产	180	305	305	305	305
流动资产合计	2,479	3,027	3,409	3,971	8,111
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	47	47	47	47	47
固定资产	20,009	23,186	22,761	22,032	20,951
在建工程	7,169	4,557	4,468	4,138	3,629
无形资产	2,322	2,358	2,331	2,304	2,278
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,260	1,159	1,159	1,159	1,159
非流动资产合计	32,804	33,241	32,875	31,939	30,423
总负债	18,260	17,452	16,079	14,056	14,800
短期借款	8,256	4,770	2,705	0	0
应付账款	1,447	1,516	1,580	1,684	1,828
应付票据	301	176	200	225	254
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	66	1,069	1,069	1,069	1,069
流动负债合计	13,880	10,543	8,670	6,147	6,391
长期借款	2,272	3,921	4,421	4,921	5,421
应付债券	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	443	367	367	367	367
非流动负债合计	4,380	6,909	7,409	7,909	8,409
股东权益	17,023	18,816	20,205	21,855	23,734
股本	1,916	1,910	1,910	1,910	1,910
公积金	5,915	5,845	5,845	5,845	5,845
未分配利润	9,121	10,917	12,304	13,952	15,829
归属母公司权益	16,896	18,681	20,068	21,716	23,593
少数股东权益	127	135	137	138	140

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.19%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
管理费用率	2.35%	1.93%	1.93%	1.93%	1.93%
财务费用率	0.99%	0.54%	0.44%	0.39%	0.32%
研发费用率	3.68%	3.23%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	22%	19%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.13	0.35	0.35	0.40	0.46
每股经营现金流	2.02	2.06	2.35	2.52	2.73
每股净资产	8.82	9.78	10.51	11.37	12.35
每股销售收入	13.23	15.58	17.38	19.60	22.12

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	10	10	9	8
PB	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.9	6.4	6.3	5.4	4.4
股息率	1.2%	3.2%	3.3%	3.7%	4.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP