

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.49
总股本/流通股本(亿股)	5.49 / 5.49
总市值/流通市值(亿元)	80 / 80
52周内最高/最低价	15.04 / 7.26
资产负债率(%)	34.3%
市盈率	-289.80
第一大股东	山西新华防护器材有限公司
	责任公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 王煜童
SAC 登记编号: S1340523070004
Email: wangyutong@cnpsec.com

北化股份(002246)

硝化棉需求增长供给收缩，公司业绩拐点确立

● 事件

2025年1-4月，我国硝化棉出口数量为760万吨，同比增长39%；出口金额为2.50亿元，同比增长86%；平均单价为3.28万/吨，同比增长34%。

● 点评

1、硝化棉业务毛利创新高，业绩拐点已现。2024年，公司实现营业收入19.47亿元，同比下降9.83%，归母净利润-0.28亿元，同比下降150.99%，业绩下滑原因在2024年季报中描述为专项订货产品退还多付价款所致，子公司山西新华防化2024年亏损1.83亿元。硝化棉业务实现营收7.03亿元，同比下降5.84%，毛利率31.24%，虽因公司主动关停西安产线导致营收下降，但毛利创近年来新高，国外市场实现营收2.62亿元，毛利率达40.16%。公司2025年经营目标为实现营收26亿元，预计同比增长34%，实现利润总额1.4亿元，预计同比增长412%。2025年一季度，公司实现营收4.44亿元，同比增长50%，实现归母净利润0.30亿元，同比增长365%，主要是主要原因是硝化棉产品、防化产品的收入规模增加所致，业绩拐点已现。

2、硝化棉需求增长供给收缩，公司作为全球硝化棉龙头企业、世界硝化棉制造商协会三家执委之一有望充分受益。①全球弹药需求增长，带动硝化棉需求旺盛。德国军工巨头莱茵金属在2025年4月7日披露新闻，拟收购Hagedorn-NC公司，该公司为民用领域生产工业硝化棉逾百年，在此次收购过程中，其生产的相关部分将转为军事用途，尤其是为155毫米火炮弹药提供推进剂，Hagedorn-NC公司在民用领域的现有客户暂时将继续获得供应，未来几个月，公司计划将生产转为军用级硝化棉，通过此次收购，莱茵金属供应链中的战略短缺问题得以解决。北化股份2025年关联交易预计公告中披露，2025年预计向关联人销售产品8.93亿元，同比增长33%，其中向泸州北方、西安惠安、山西兴安、辽宁庆阳等销售含能硝化棉及其他产品均有不同程度增长。②从全球范围来看，硝化棉总产能从2023年的26.1万吨降至2024年的19.8万吨，产能减少24%，国内硝化棉总产能也出现了大幅下降。2024年5月9日，湖北雪飞化工有限公司硝化棉生产煮洗工段3名工人在煮洗作业过程中，一煮洗锅发生爆炸，造成3人死亡；2025年5月30日，衡水市武邑县建民纤维素有限公司煮洗车间发生爆炸，事故造成5人死亡，2人受伤，另外，北化股份主动关停西安硝化棉生产线，硝化棉产能从5.5万吨/年下降至3万吨/年。③在硝化棉需求旺盛、供给缩减的情况下，硝化棉企业盈利能力

得到大幅提升。从中国海关数据来看，2024 年中国硝化棉出口 4.12 亿，单价 2.65 万/吨，出口单价同比增长 12%。2025 年 1-4 月，我国硝化棉出口数量为 760 万吨，同比增长 39%；出口金额为 2.50 亿元，同比增长 86%；平均单价为 3.28 万/吨，同比增长 34%，呈现量价齐升态势。

3、长期来看，军用硝化棉出口、民用硝化棉应用于烟花市场空间广阔。我们认为，在全球弹药需求不断增长态势下，军用硝化棉出口前景广阔，另外，民用硝化棉有望应用于环保烟花，将打开巨大的新市场。公司 2020 年发表学术论文《室内烟花用硝化纤维素的制备工艺及其性能研究》，2023 年已经完成烟花用硝化棉的产业化工艺包设计，推动烟花发射药向无硫、无烟或微烟的环保方向发展。据统计，浏阳现有烟花爆竹生产企业 431 家，花炮产业 2024 年实现总产值 502.2 亿元，国内市场占有率约 60%，出口约占全国 70%，可见硝化棉代替烟花用黑火药市场空间巨大。

4、防护器材与工业泵业务有望增长。公司防化及环保产业随着国内经济进一步回暖，活性炭及催化剂和环保装备需求将增长；特种工业泵行业总体形势向好，在烟气脱硫、磷化工、海外市场仍然有较为稳定的需求，矿业冶金新市场需求有一定增长。

5、内生与外延发展并重。截至 2025 年 3 月 31 日，公司在手现金 12.96 亿元，交易性金融资产 2.47 亿元，公司将积极论证闲置募集资金投向规划，统筹推动三大产业板块协同发展；另外，公司控股股东中国北方化学研究院集团有限公司旗下泸州北方化学工业有限公司、西安北方惠安化学工业有限公司、山西北方兴安化学工业有限公司、辽宁庆阳特种化工有限公司 2024 年合计营收达 78.47 亿元，净利润 8.9 亿元，盈利能力较强。

6、我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 26.10、32.12、38.72 亿元，实现归母净利润 1.37、3.00、4.28 亿元，当前股价对应 PE 分别为 58、26、19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

1、硝化棉全球扩产导致竞争加剧；2、硝化棉市场拓展低于预期；3、公司外延发展低于预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1947	2610	3212	3872
增长率 (%)	-9.83	34.03	23.10	20.52
EBITDA (百万元)	39.38	220.32	398.10	533.19
归属母公司净利润 (百万元)	-28.31	136.60	300.42	427.53
增长率 (%)	-150.99	582.59	119.93	42.31
EPS (元/股)	-0.05	0.25	0.55	0.78
市盈率 (P/E)	-281.06	58.24	26.48	18.61
市净率 (P/B)	2.81	2.68	2.44	2.16
EV/EBITDA	108.22	28.91	15.42	10.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1947	2610	3212	3872	营业收入	-9.8%	34.0%	23.1%	20.5%
营业成本	1571	1964	2337	2803	营业利润	-250.4%	393.4%	139.0%	43.8%
税金及附加	23	30	37	45	归属于母公司净利润	-151.0%	582.6%	119.9%	42.3%
销售费用	89	104	128	155	获利能力				
管理费用	234	269	283	297	毛利率	19.3%	24.7%	27.2%	27.6%
研发费用	116	150	158	166	净利率	-1.5%	5.2%	9.4%	11.0%
财务费用	-29	-25	-28	-29	ROE	-1.0%	4.6%	9.2%	11.6%
资产减值损失	-29	-13	-16	-19	ROIC	-2.9%	3.2%	7.6%	9.9%
营业利润	-44	130	310	446	偿债能力				
营业外收入	13	13	13	13	资产负债率	34.3%	37.9%	39.6%	40.8%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.19	2.08	2.05	2.08
利润总额	-34	141	321	457	营运能力				
所得税	2	14	32	46	应收账款周转率	3.05	3.75	4.03	4.01
净利润	-35	126	289	411	存货周转率	3.99	5.01	5.04	5.19
归母净利润	-28	137	300	428	总资产周转率	0.43	0.54	0.60	0.64
每股收益(元)	-0.05	0.25	0.55	0.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.05	0.25	0.55	0.78
货币资金	1383	1658	1890	2356	每股净资产	5.15	5.40	5.94	6.71
交易性金融资产	246	246	246	246	估值比率				
应收票据及应收账款	993	1143	1402	1686	PE	-281.06	58.24	26.48	18.61
预付款项	23	29	35	42	PB	2.81	2.68	2.44	2.16
存货	354	429	497	583	现金流量表				
流动资产合计	3150	3707	4317	5211	净利润	-35	126	289	411
固定资产	873	778	772	677	折旧和摊销	124	105	105	105
在建工程	102	107	112	118	营运资本变动	-4	41	-77	-56
无形资产	295	295	295	295	其他	-5	6	7	9
非流动资产合计	1418	1329	1329	1240	经营活动现金流净额	79	279	324	469
资产总计	4567	5036	5646	6451	资本开支	-40	-4	-94	-3
短期借款	12	12	12	12	其他	-240	3	5	5
应付票据及应付账款	987	1234	1469	1761	投资活动现金流净额	-280	-1	-89	2
其他流动负债	442	540	630	735	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1441	1786	2110	2508	债务融资	12	-2	0	0
其他	127	125	125	125	其他	-33	-1	-3	-5
非流动负债合计	127	125	125	125	筹资活动现金流净额	-21	-2	-3	-5
负债合计	1569	1911	2235	2633	现金及现金等价物净增加额	-216	275	232	467
股本	549	549	549	549					
资本公积金	1119	1119	1119	1119					
未分配利润	1073	1187	1440	1799					
少数股东权益	170	159	148	131					
其他	88	110	155	219					
所有者权益合计	2999	3125	3411	3818					
负债和所有者权益总计	4567	5036	5646	6451					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048