

细分行业龙头公司，硝化棉核防护共振向上

北化股份 (002246.SZ)

核心观点

在全球硝化棉市场中，北化股份占据着领先地位，2004 年以来持续保持了产销规模全球领先的行业地位。硝化棉系列产品在国内市场占有率约 40%，国际市场占有率约 15%。当前硝化棉军品需求快速增长，全球供给出现一定缺口，带来出口价格持续增长，为公司硝化棉板块带来业绩弹性。我们认为在国际冲突不断，我国军贸实力逐步增强的大背景下，公司硝化棉业务以及防化产品需求保持旺盛。

北方化学工业股份有限公司隶属于兵器工业集团中国北方化学研究院集团有限公司。形成以硝化棉为核心的纤维素及其衍生物产业、以活性炭为基础的防化及环保产业和以渣浆泵为核心的特种工业泵产业“三元主业”的三大产业新格局。

在全球硝化棉市场中，北化股份占据着领先地位，2004 年以来持续保持了产销规模全球领先的行业地位。硝化棉系列产品在国内市场占有率约 40%，国际市场占有率约 15%。当前硝化棉军品需求快速增长，全球供给出现一定缺口，带来出口价格持续增长，为公司硝化棉板块带来业绩弹性。

地缘冲突提升防化产品需求，细分板块龙头迎来增长拐点。军品需求方面，地缘冲突与核生化威胁升级导致防化服需求增长。民品需求方面，近年来，随着“双碳”目标，对各行各业的节能减排和环境保护提出了更高的要求。作为国内唯一的核生化防护企业，北化股份在防化及环保产业具有不可替代的地位。

环保带来持续需求，公司特种泵业具有核心竞争力。2025 年，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预计有较快增长。公司下属子公司襄阳五二五泵业正加快建设 7500 吨年绿色智能铸造产线，提升公司市场份额和竞争力。

我们认为在国际冲突不断，我国军贸实力逐步增强的大背景下，公司硝化棉业务以及防化产品需求保持旺盛。我们预计公司 2025-2027 年净利润为 1.51、2.47、3.49 亿元，同比增长为扭亏、63.22%、41.65%，EPS 为 0.28、0.45、0.64，对应 PE 为 53、32、23 倍。维持“买入”评级。

维持

买入

黎韬扬

litaoyang@csc.com.cn

010-56135187

SAC 编号:S1440516090001

王春阳

wangchunyang@csc.com.cn

010-56135191

SAC 编号:S1440520090001

发布日期：2025 年 07 月 08 日

当前股价：12.73 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.97/16.44	28.59/27.35	24.07/15.16
12 月最高/最低价 (元)		12.99/7.26
总股本 (万股)		54,903.48
流通 A 股 (万股)		54,903.48
总市值 (亿元)		78.18
流通市值 (亿元)		78.18
近 3 月日均成交量 (万)		1634.66
主要股东		
山西新华防护器材有限责任公司		18.06%

股价表现



相关研究报告

【中信建投国防军工】北化股份
25.05.13 (002246):一季报业绩高增，硝化棉龙头
迎来拐点

目录

一、公司简介：兵器工业军民通用化学品公司，三主业均为细分龙头.....	1
1.1 发展历程：多次资产注入，形成“三元主业”产业格局.....	1
1.2 股权结构：兵器工业集团下属公司，北方化学研究院上市平台.....	1
1.3 公司业务：硝化棉全球领先，防化特种泵业齐头并进.....	2
1.4 公司业绩：近年来业绩较为稳定，2025 年业绩预计触底回升.....	4
二、行业分析：硝化棉主业量价齐升，防化及特种泵业需求旺盛.....	5
2.1 硝化棉业务：军民两用化学品，公司市占率处于龙头地位.....	5
2.2 防化产品：地缘冲突提升防化产品需求，细分板块龙头迎来增长拐点.....	9
2.3 特种泵业：环保带来持续需求，公司产品具有核心竞争力.....	13
三、盈利预测.....	15
风险分析.....	17
报表预测.....	18

一、公司简介：兵器工业军民通用化学品公司，三主业均为细分龙头

1.1 发展历程：多次资产注入，形成“三元主业”产业格局

北方化学工业股份有限公司隶属于兵器工业集团中国北方化学研究院集团有限公司。形成以硝化棉为核心的纤维素及其衍生物产业、以活性炭为基础的防化及环保产业和以渣浆泵为核心的特种工业泵产业“三元主业”的三大产业新格局。主要产品为硝化棉系列产品、工业泵、防护器材、活性炭及其深加工、环保器材。2008 年上市，2013 年收购特种泵业公司襄阳五二五泵业有限公司，2017 年收购山西新华有限责任公司。

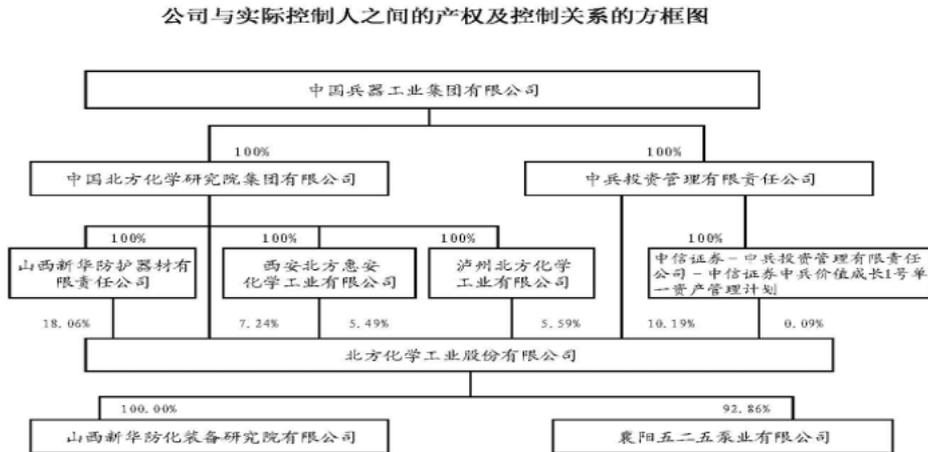
图表1：公司发展历程



数据来源：公司官网及公司公告，中信建投

1.2 股权结构：兵器工业集团下属公司，北方化学研究院上市平台

兵器集团下属公司，公司整体股权结构较稳定。公司实际控制人为中国兵器工业集团有限公司。其中第一大股东为山西新华防护器材有限责任公司，持股比例为 18.06%，与 2024 年年报相比持股比例不变。公司前五大股东均为中国兵器工业下属公司，分别为山西新华防护器材有限责任公司，中兵投资管理有限责任公司，中国北方化学研究院集团有限公司，泸州北方化学工业有限公司和西安北方惠安化学工业有限公司，前五大股东持股比例总和达 46.57%。其中，山西新华防护器材有限责任公司，泸州北方化学工业有限公司和西安北方惠安化学工业有限公司隶属于中国北方化学研究院集团有限公司，公司是北方化学研究院上市平台。

图表2： 公司股权结构


数据来源：公司年报，中信建投证券

1.3 公司业务：硝化棉全球领先，防化特种泵业齐头并进

硝化棉业务：2024 年公司实现销售收入 7.03 亿元同比下降 5.84%，占公司营业收入比例为 36.09%。硝化棉业务近几年基本保持稳定状态，营收绝对值在 6-8 亿之间，但是毛利率显著提升，从 2020 年的 8.43% 提升到 2024 年的 31.24%，主要是产品结构发生较大变化。公司可生产三大系列、四种润湿剂、80 多种牌号的硝化棉产品，工业硝化棉广泛应用于防务、涂料、赛璐珞等领域及高端彩印、环保烟花、人工影响天气、生物医用膜等新质领域，已成长为行业内产品型谱最全的硝化棉制造商。营销网络遍布亚洲、欧洲、非洲、中东、南美、北美、大洋洲等 50 多个国家和地区，是荷兰阿克苏·诺贝尔，美国宣伟、太阳化学，德国拜耳，日本迪爱生等世界 500 强的“优秀供应商”，2004 年以来持续保持了产销规模全球领先的行业地位。

防化及环保业务：防护器材业务近几年下滑较大，2024 年实现营收 3.29 亿元，同比下降 35.93%，销售占比为 16.88%。活性炭收入为 0.81 亿元，销售占比为 4.17%。2024 年防护业务子公司出现亏损，此前毛利率维持在 30% 左右。公司下属子公司山西新华防化装备研究院有限公司是我国唯一的“核化生”三防器材科研、生产单位。近年来，随着环境污染形势日益严峻，国家加快了大气污染防治、水污染治理、土壤污染修复等方面政策的出台，为新增和升级改造现有的环保设备提供较大的市场空间。加之国家经济发展、环保政策导向、行业技术创新等因素影响，我国环保行业整体发展迅速，环保装备产品呈现增长态势。预计 2025 年，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。

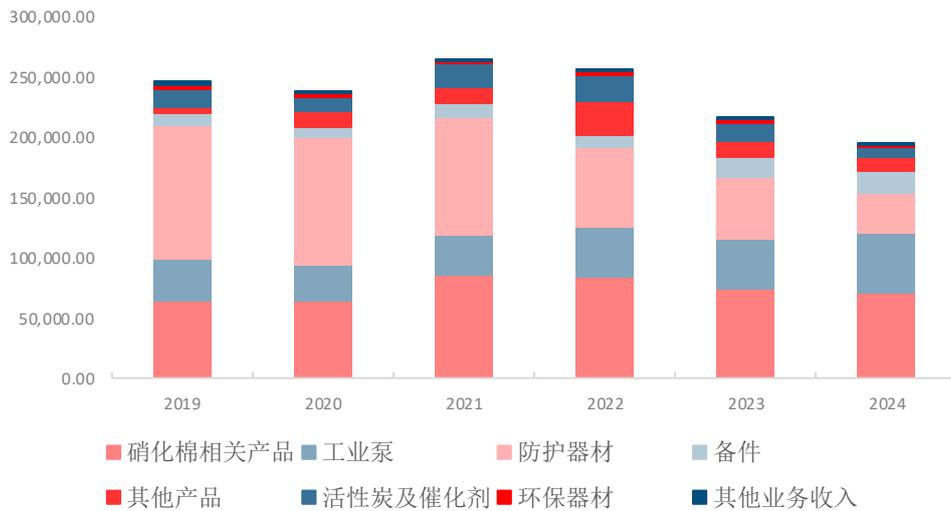
特种工业泵业务：工业用泵 2024 年实现销售收入 5 亿元，同比提升 21.33%，销售占比为 25.83%。毛利率近几年稳中有升，从 2020 年的 17.47% 提升到 2024 年的 18.48%。公司下属子公司襄阳五二五泵业有限公司集研发、制造、销售与服务于一体，是国家高新技术企业。公司拥有 40 多年的特种工业泵研发和制造经验，产品广泛应用于磷化工、烟气脱硫、矿业、冶金等领域，在烟气脱硫、磷复肥用泵细分市场长期保持市场占有率领先地位，在新的矿业冶金行业市场与多家头部企业建立战略合作关系，市场占有率逐年提升。

图表3： 公司主要产品情况

产品	所属细分行业	主要上游原材料	主要下游应用领域
硝化棉	有机化学原料制造	精制棉、硝酸、酒精	发射药及推进剂、硝基漆、油墨、赛璐珞制品、粘合剂、皮革油、指甲油等领域
活性炭及催化剂	煤化工	原煤、焦油	工业尾气及污水处理、空气净化、脱色、除味等
防护器材	劳保	橡胶、纸、复合阻隔材料	劳动保护、特种防护、工业有毒有害作业场所防护
环保器材	环保	钢铁、活性炭、催化剂、机电、自控设备	工业尾气净化、工业废水提标处理

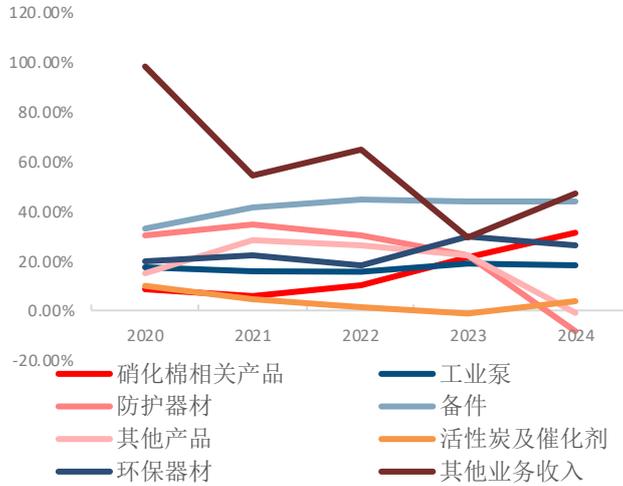
资料来源：公司年报，中信建投证券

图表4： 公司主营产品营业收入及占比



数据来源：公司公告，中信建投证券

图表5： 公司主要板块毛利率情况



数据来源：公司公告，中信建投证券

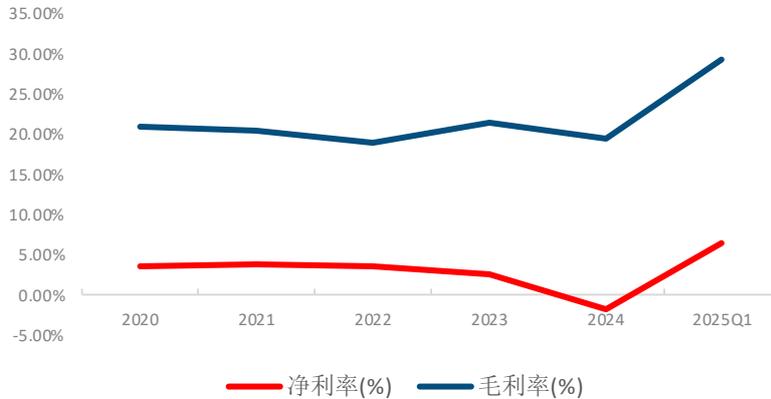
1.4 公司业绩：近年来业绩较为稳定，2025 年业绩预计触底回升

公司近年来经营稳健，2020-2024 年营业收入整体保持稳定。2024 年实现营业收入 19.47 亿元，同比下降 9.83%。2025 年第一季度业绩出现回升，实现营业收入 4.44 亿元，同比增长 49.50%。盈利能力方面，2024 年由于防化装备军品审价等影响，公司利润出现亏损。2024 年公司归母净利润为-0.28 亿元，同比下降 150.99%。防化装备研究院 2024 年实现销售收入 5.57 亿元，同比减少 33.32%，净利润-1.83 亿元，同比减少 1.75 亿元。2025 年第一季度公司业绩企稳回升，一季度实现归母净利润为 0.3 亿元，同比增长 365.32%，毛利率回升到 29.24%。预计 2025 年行业复苏，公司初步拟定的 2025 年经营目标为：实现营业收入 26 亿元，利润总额 1.40 亿元。

图表6： 公司历年营收、归母净利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，中信建投证券

图表7： 公司历年净利率、毛利率情况


数据来源：公司公告，中信建投证券

二、行业分析：硝化棉主业量价齐升，防化及特种泵业需求旺盛

2.1 硝化棉业务：军民两用化学品，公司市占率处于龙头地位

北化股份的核心业务为硝化棉业务。多年来，硝化棉业务一直是公司营收和利润的重要支柱。在全球硝化棉市场中，北化股份占据着领先地位，2004 年以来持续保持了产销规模全球领先的行业地位。硝化棉系列产品在国内市场占有率约 40%，国际市场占有率约 15%。

硝化棉又名硝化纤维素或纤维素硝酸酯，属于纤维素衍生物中的纤维素酯类，是纤维素与硝酸酯化反应的产物，结构上为高分子聚合物，呈白色纤维状，可降解难溶于水，溶于丙酮、乙醚乙醇混合溶液，易燃，无烟，瞬间放出大量气体。硝化棉最初应用于军事领域，是制造枪炮发射药的主要原材料，为现代武器的发展奠定了基础。之后，人们发现部分品种硝化棉具有良好的成膜性能，可以用于金属、木材等材料的表面涂层，自此硝化棉开始在民用行业大量应用。随着家居装饰业、汽车工业、油墨工业的发展，硝化棉工业迎来了极大的发展机遇。并且随着科技的不断发展，硝化棉的应用领域还在不断扩张。

目前市面上的硝化棉按照用途主要分为两类：作为军品的含能硝化棉，含氮量较高（通常高于 12.5%），用于制造炸药、枪炮发射药、火箭推进剂等军事用途；以及含氮量较低（低于 12.5%），作为民品的工业硝化棉，主要用于涂料、油墨、赛璐珞制品、粘合剂、皮革油、指甲油等民用领域。民用中低氮硝化棉中，逾 90% 投向涂料与凹版油墨。军用方面，硝化棉是制造枪炮发射药、火箭推进剂、爆炸物等的关键原材料。硝化棉其出色的燃速、低残余和成型稳定性，使其成为单基/双基/三基火炮弹药不可替代的基本组成。以 155 毫米榴弹炮为例，单枚炮弹通常装填 6×1kg 的硝化棉发射药包。随着全球经济的逐步复苏以及地缘政治冲突，这些行业对硝化棉的需求呈现出稳定增长的态势。

图表8： 硝化棉主要用途

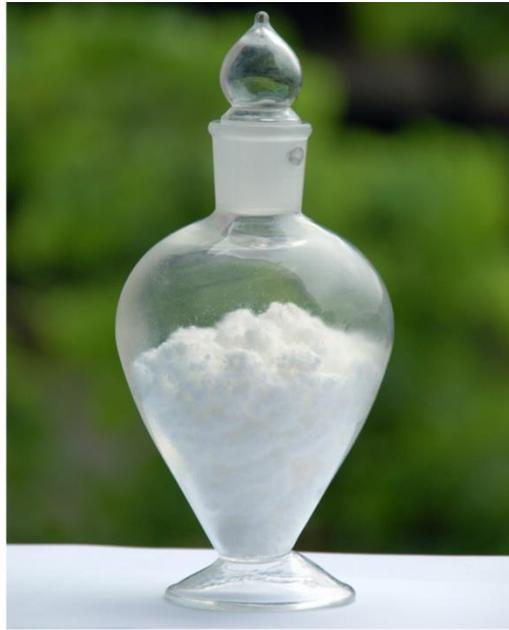
军用	炮弹	155 mm 榴弹炮模块化发射药包 双基固体火箭/导弹推进剂
	训练弹等	120 mm 迫击炮增量装药 & 智能炮弹可编程药包 训练弹、空包弹、曳光发射剂
	手枪	步枪 / 手枪 / 霰弹枪无烟火药（单基、双基、球形粉）
		侧流式（LFA）诊断试纸 NC 膜
		医用/食品可降解阻隔膜
民用		凹版油墨、木器/皮革/金属通用涂料
		指甲油、美甲底/面漆
		赛璐珞制品——乒乓球、吉他拨片、玩具人偶
		低档粘合剂、火柴头、焰火星剂

资料来源：公司年报，华经产业研究院，中信建投证券

硝化棉是军民两用的特殊化工产品，易燃，在生产、销售过程中要求严格的安全措施和管理。目前我国对硝化棉的生产、销售实行严格的许可证制度。依据《中华人民共和国危险化学品安全管理条例》及《工业硝化棉产品生产许可证换（发）证实施细则》等法规规定，我国硝化棉的生产企业需具备《安全生产许可证》和《全国工业产品生产许可证》，销售企业需具备《中华人民共和国危险化学品经营许可证》。

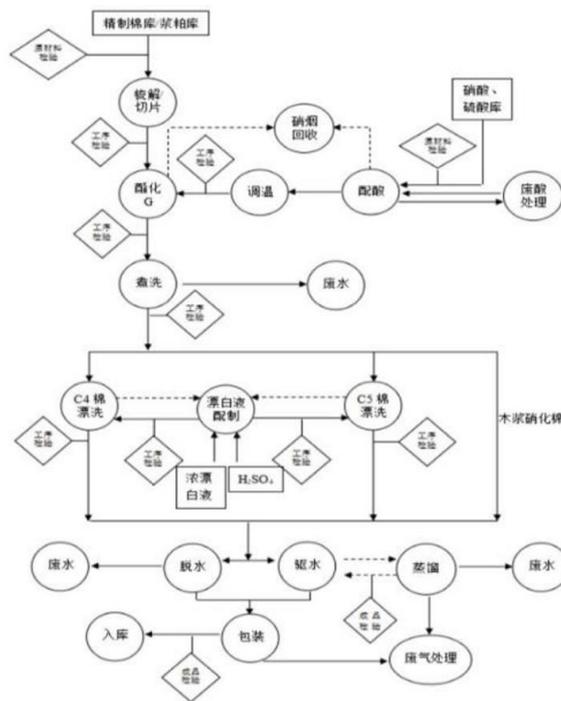
2025 年中国硝化棉行业在安全事故要求进一步严格。5 月 30 日河北衡水武邑建民纤维素年产 6 000t 低氮硝化棉装置发生煮洗釜爆炸造成 5 死 2 伤，继湖北雪飞等厂前年事故后再次压缩国内有效产能。应急管理部随后在《2025 年危险化学品安全监管工作要点》中将硝化纤维素纳入重大危险源“消地协作”检查重点，要求企业强化异常工况处置和在线监控，多省同步把硝化棉列入重点监管目录。同时中国纤维素行业协会 6 月 10 日在泸州召开硝化棉安全生产专项工作会，启动隐患排查团体标准制定并通报事故教训，推动全行业自律与技术改造升级。

图表9：硝化棉



数据来源：公司官网，中信建投证券

图表10：硝化棉系列产品生产工艺流程



数据来源：公司年报招股说明书，中信建投证券

根据 GlobeNewswire 预测，到 2024 年全球硝化棉市场规模大约为 8.68 亿美元，预计到 2032 年可达 12.58 亿美元，年复合增速（CAGR）4.7 - 5%。全球硝化棉需求结构呈现“民用稳定、军用提速、亚太集中”的特点，民用领域主要下游为涂料与油墨等应用。涂料行业方面，以硝基漆为代表的油性涂料需求基本稳定。油墨行业方面，近年高端彩印市场保持较快增长态势，主要需求为低氮低粘、质量高、流动好的高品质产品。在军事层面，由于全球不稳定因素持续存在，俄乌战争、中东冲突等国际军事冲突的持续，极大地刺激了对常规武器弹药的需求，进而带动了含能棉等军工用硝化棉的需求迅猛增长。此外，各类导弹等新型武器的研发与生产，也进一步扩大了对硝化棉的需求缺口。地域上，亚太已占全球消费 45.6%，中国需求增速较快。

硝化棉的产能方面，全球总产能因安全及环保关停由 26.1 万吨骤降至 19.8 万吨（-24%）。全球硝化棉（Nitrocellulose）市场主要生产商有北化股份、英国的 Nobel Nc、巴西的 Nitro Quimica 等企业，排名前三的企业占全球市场约 42% 的份额。中国和欧洲是主要生产市场，占全球 64% 的市场份额。北化拥有 3 万吨民用产能，英国的 Nobel NC 的年产能约为 3 万吨产能。从产品类型来看，M 级硝化棉所占份额最大，约为 60%。涂料和油漆是最主要的应用，占比约为 49%。在供给端，近年来国内硝化棉产能历经大幅调整，2024 年国内总产能从 2021 年的 16.4 万吨急剧下降至 7 万吨。这主要源于行业内部分企业近年来因环保压力、技术落后等因素被迫退出市场。

欧洲民品转产军用带来民用产能缺口。莱茵金属 2025 年 4 月收购 Hagedorn-NC，将全部民用产能改造为军用品，以解决供应链中的战略短缺问题。Hagedorn-NC 主要生产工业级硝化纤维素（nitrocellulose）。其产品广泛应用于涂料、印刷油墨、指甲油等民用领域，硝含量最高可达 12.6%。公司目标是到 2027 年，将 155mm 大口径炮弹年产能提升至 110 万发。这一变化可能导致欧洲民用硝化棉供给存在缺口，为北化提供了潜在发展空间。欧洲虽计划新增 1200 吨硝化棉产能并预计于 2025 年投产，但这对于庞大的全球市场需求而言，仅能起到部分缓解作用。

全球硝化棉行业正处在“需求增长+供给受限”的拐点。受供需关系的显著影响，硝化棉价格波动较为剧烈。2021 年以来，我国初级形状的硝酸纤维素出口单价持续攀升。随着供需缺口的进一步扩大，市场预期硝化棉价格有望继续上行。2025 年 5 月份，国内出口价格为 5 美元/kg（约为 3.6 万元/吨），同比提高 42%。国外价格方面，由于所需产品不同，各个国家硝化棉价格差距较大 2025 年一季度美国产业级报价 6 050 美元/吨（4.36 万元/吨），法国 5 845 美元/吨，印度仅 2 840 美元/吨。

图表 11：中国初级形状的硝酸纤维素出口数量（吨）



数据来源：wind, 中信建投证券

图表12: 中国初级形状硝酸纤维素出口平均单价



数据来源: wind, 中信建投证券

北化股份在硝化棉技术研发方面投入巨大, 拥有多项专利技术和专有技术, 技术水平涵盖从特高秒到特低秒的 70 余种型号, 能够满足不同客户的多样化需求。公司还是全球唯一为国际比赛用乒乓球生产企业提供原料硝化棉的厂家, 以及国内唯一一家可以同时提供乙醇、异丙醇、丁醇作润湿剂硝化棉的制造商。这些独特的技术优势使得公司在高端硝化棉市场具有较强的竞争力, 能够吸引众多国际知名企业成为其客户, 如阿克苏诺贝尔、拜耳等世界 500 强企业均与公司建立了长期稳定的合作关系。

近年来, 硝化棉技术持续升级, 正由传统高能材料向更安全、环保、智能的方向发展。在制备工艺上, 采用密闭连续化生产流程, 大幅提升了生产安全性和效率, 降低了残酸残碱和环境排放; 在配方体系中, 通过与硝酸甘油 (NG) 结合形成双基推进剂, 并引入交联剂、高能填料或新型增塑剂, 双基推进剂比黑火药能量高 3-4 倍, 且产烟仅为后者的 10 %。不仅显著提升了能量密度和低温机械性能, 也增强了燃烧稳定性和储存安全性。

民用市场的拓展方向, 北化股份正以“环保、低碳、高端化”三线并进, 全面拓展高端烟花、人工影响天气等市场。硝化棉与目前传统烟花用黑火药对比具有环保、能量高、储存更为安全等特点。公司 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。未来硝化棉代替烟花用黑火药市场空间巨大。

2.2 防化产品: 地缘冲突提升防化产品需求, 细分板块龙头迎来增长拐点

公司防化产品及活性炭催化剂业务由控股子公司山西新华防化装备研究院有限公司承担, 新华是北化股份全资控股的专业化防化企业, 前身可追溯至 1953 年“一五”期间建设的化学防护科研生产基地。公司现注册资本 1.5 亿元, 总资产超过 21 亿元, 拥有八个专业研究所和一个计量测试中心, 累计主导或参与制定八十余项国标、军标, 并获得两百余件授权专利, 科研与检测能力在国内防化行业处于制高点。多年来, 企业始终承担军队以及国家重大工程的三防装备配套任务, 其产品列装陆、海、空等多军兵种, 并为“神舟”飞船及“天宫”空间站提供舱内空气净化和应急防护装置。2024 年, 公司防化板块实现营业收入 5.57 亿元, 同比减少 33.32%, 净利润-1.83 亿元, 同比减少 1.75 亿元。

围绕“三防”体系(防护核、化学、生物武器袭击), 新华防化已形成从核心吸附材料到整机装备的完整链条。煤基与木基双路线生产的活性炭和浸渍炭, 为滤毒罐、人防滤器、工业尾气治理等提供高效吸附介质; 贵金属负载及多污染物协同催化剂, 则面向钢铁、水泥等高排放行业的尾气深度净化需求。在整机装备方面, 企

业批量生产过滤式和正压式个人防护器材，同时向地下掩体、指挥所、人防工程交付集体防护系统，形成了“个人—集体—空间”三级防护格局。近年来，公司新设侦检及洗消研究方向，快速检测仪、洗消车、透明防雾视窗等样机相继下线，产品谱系正由“滤毒—净化”向“监测—洗消”延伸。如在国家级综合性应急救援实战演习“应急使命·2025”中，公司产品“手持傅里叶红外有害化学物质检测仪”在国家危险化学品应急救援实训濮阳基地的高难度实战测试中表现卓越。

公司产品包括个体防护、集体防护、环保装置、活性炭和催化剂。个体防护主要包括各类型防毒面具、防毒衣、呼吸罐等，集体防护包括空气净化器等，环保装置包括吸附装置、脱硫脱硝装置、活性炭再生装置等。

图表13: 新华防毒面具



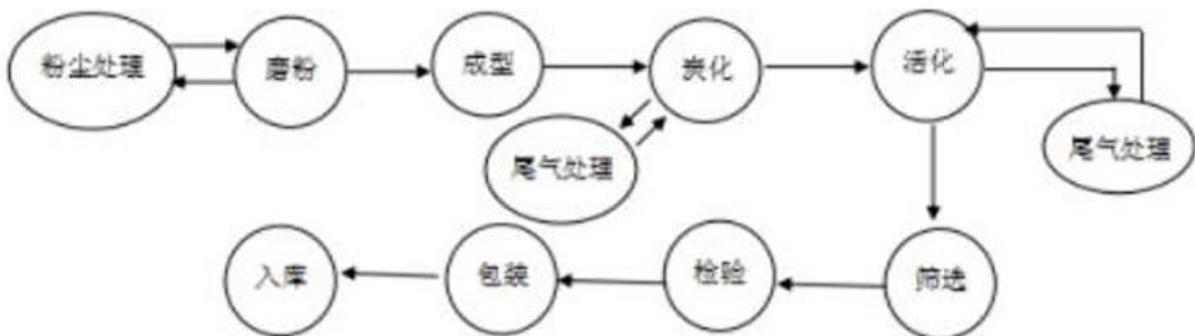
图表14: 活性炭



数据来源: 新华公司官网, 中信建投证券

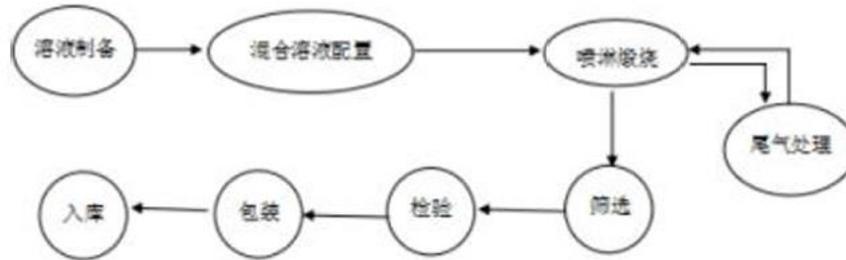
数据来源: 新华公司官网, 中信建投证券

图表15: 活性炭工艺流程说明



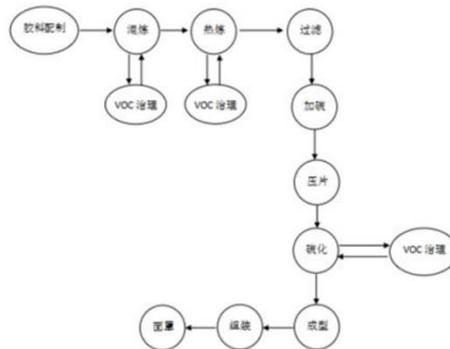
数据来源: 公司年报, 中信建投证券

图表16: 催化剂工艺生产流程说明



数据来源: 公司年报, 中信建投证券

图表17: 防毒面具罩体生产工艺流程说明:



数据来源: 公司年报, 中信建投证券

作为国内唯一的核生化防护企业, 北化股份在防化及环保产业具有不可替代的地位。公司承担着国家重要的防化装备研发和生产任务, 装备覆盖诸军兵种, 并为神舟飞船、天宫空间站提供先进的空间净化与应急防护装备。这种在国防领域的特殊地位, 使得公司在技术研发、资金支持等方面能够获得国家的大力扶持, 进一步巩固了其在行业内的竞争优势。公司防毒面具产线已完成全自动改造, 设计年产能五十万具; 活性炭及催化剂综合产能三千吨。行业内主要公司包括华强科技等, 从两者的防化板块对比来看, 北化在规模和利润水平上优于华强科技。

图表18: 北化股份与华强科技防化板块对比

	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
北化股份 防化营收 (万元)	32,871.05	51,302.33	66,391.28	97,160.01	104,570.87	110,829.82	100,731.66	55,997.15
华强科技	18,967.55	16,556.96	18,390.29	36,761.04	53,850.53	137,545.31	42,143.36	26,988.35

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

防化营收

(万元)

北化股份	-8.34	22.45	30.07	34.55	30.15	32.23	34.91	28.36
防化毛利 率 (%)								
华强科技	16.32	14.50	23.12	42.72	31.60	19.21	27.01	30.74
防化利率 (%)								

资料来源: ifind, 中信建投证券

全球防化防护装备市场 2024 年规模约 215.5 亿美元, 并预计到 2033 年可增长至 331.1 亿美元, 年复合增速 4.6% 左右; 其中中国到 2029 年预计将独占东亚 CBRN 装备需求的 52.4%, 成为地区最大买家。除了军用装备, 关键原料活性炭与催化剂在环保与应急场景的用量同样庞大: 全球活性炭市场 2024 年规模约 57 亿美元, 预计 2032 年突破 100 亿美元, 年均增速近 9%; 中国本土市场 2023 年已达 8.65 亿美元, 预测到 2030 年超过 11 亿美元, 年均增速约 4%。由此可见, 国内外防化产品的直接装备与核心材料合计市场容量的复合增长将为相关企业提供了稳定扩张空间。

图表19: 2018-2030 年中国活性炭市场规模 (百万美元):


数据来源: grandviewresearch.com, 中信建投证券

军品需求方面, 地缘冲突与核生化威胁升级导致防化服需求增长。国际局势动荡不安, 伊朗核设施遇袭等事件凸显核防护刚性需求, 各国加速部署核生化防护体系, 预期公司防化服新增需求将迎来增长。与此同时, 更新需求也有较大空间, 一般来讲, 防化服有效期 3-5 年, 为公司防化服业务带来周期性的更新需求。

民品需求方面, 近年来, 随着“双碳”目标, 对各行各业的节能减排和环境保护提出了更高的要求。在环保领域, 随着环保政策的日益严格, 各类工业企业对环保设备的需求持续增长。活性炭及催化剂作为重要的环保材料, 广泛应用于工业废气处理、污水处理等领域。北化股份在活性炭及防护器材业务板块具备一定的技术

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

优势和市场份额，有望受益于环保产业的快速发展。在工业领域，企业需要加大对环保设备的投入，以降低污染物排放，实现绿色生产。北化股份的活性炭及催化剂等环保产品，在工业废气处理、污水处理等环节发挥着重要作用。随着“双碳”目标的逐步推进，工业企业对这些环保产品的需求将持续增长，为公司的环保业务带来广阔的市场空间。近年来，我国环保法规不断完善，对企业的环保合规要求日益严格。对于一些污染排放不达标企业，采取了严厉的处罚措施，包括停产整顿、高额罚款等。这使得企业不得不重视环保工作，加大对环保设备和技术的投入。北化股份凭借其在环保领域的技术优势和产品质量，能够为企业提供符合环保法规要求的解决方案，从而在环保市场中获得更多的发展机会。

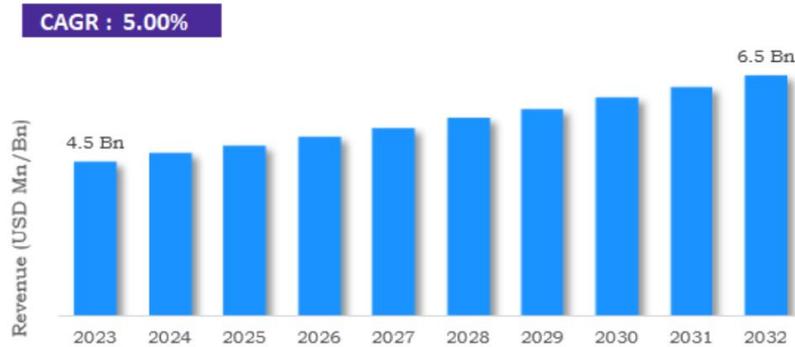
2.3 特种泵业：环保带来持续需求，公司产品具有核心竞争力

公司特种工业泵板块主体为其控股子公司襄阳五二五泵业有限公司。五二五泵业有限公司是北化股份控股 92.86% 的核心子公司，集国家高新技术企业、国家专精特新重点“小巨人”、制造业单项冠军和国家级工业设计中心等资质于一身，奠定了其在特种工业泵细分领域的领先身份。公司具备四十多年的研发制造经验，是国内唯一引进国外耐腐蚀、耐磨蚀泵设计制造技术和特种钢冶炼铸造技术企业。年生产特种工业泵 12000 台，特种钢铸件 8000 吨。具有核心材料铸造优势，参与制定特种钢材料国家标准。“五二五及图”为国家驰名商标，“五二五”牌渣浆泵为“湖北省名牌产品”。

特种工业泵因其能适应高温、高压、强腐蚀、高粘度、含有固体颗粒以及易燃易爆等多种极端或特殊工况，在工业领域得到广泛应用。主要的下游包括磷化工、电力、石化、矿山、冶金、制浆造纸、船舶。高端制造金属（镍、钴、锂等）是当前矿产资源最主要的投资领域，有色金属湿法冶炼领域需要用到大量耐腐耐磨渣浆泵，金属选矿是渣浆泵消耗的最大市场；随着国家环保治理标准的提高，未来几年预计有部分燃煤电厂烟气脱硫重点项目开工建设，另外现有烟气脱硫领域存量泵的升级换代和备品备件更换，维护服务市场需求将呈现增长。

2025 年，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，矿业冶金等市场需求增速较快。主要由环保减排、能源转型材料、海外工程出口与资源开发四大领域驱动：在环保端，湿法烟气脱硫（FGD）系统市场 2024 年规模约 96-122 亿美元，预计 2032 年升至 140-150 亿美元，年复合增速 4-5%，直接拉动循环浆液泵更新与新增订单；其次，新能源材料链条中的磷化工需求旺盛，磷酸市场 2025 年将突破 550 亿美元，而受 LFP 电池崛起影响的高纯湿法磷酸（PPA）维持 6%+ 增速；IEA 统计 2023 年 LFP 已占全球电动汽车电池容量逾 40%，成为泵企在耐腐蚀合金与衬胶泵领域的重要增长源。最后，在矿业冶金端，全球矿业泵市场 2024 年约 71 亿美元，预计 2034 年达 115 亿美元（CAGR 4.9%）。2020-2023 年印尼镍产量占比已从 34% 升至 52%，铜、镍扩产叠加 ESG 导向显著抬升渣浆泵、脱水泵需求。

全球泵行业产值约为 596.8 亿美元（2024 年），其中特种泵主要服务于高温、高压、强腐蚀等苛刻工况，占比约 7-8%，但因技术壁垒高而保持更快增速；具体来看，研究机构 Zion 与 CMI 分别测算 2023-2024 年全球特种泵市场规模为 45 亿美元与 42 亿美元，并预计到 2032 年将提升至 61-65 亿美元，年复合增长率约 5%。在区域结构上，亚太已成为核心增长极；以离心泵这一体量最大子类为例，中国在亚太市场的份额高达 45.8%。若按这一占比折算，当前中国特种泵年销售额大约 10-12 亿美元（约 70-90 亿元人民币），占全球份额近四分之一，并受“工业绿色升级”“能源转型”等政策拉动，年增速有望保持 6% 以上。

图表20： 2023 年至 2032 年全球特种泵规模预测


数据来源: zionmarketresearch.com, 中信建投证券

五二五泵业有限公司在特种工业泵领域具备技术和市场优势。特种工业泵广泛应用于化工、矿山、冶金、电力等多行业，行业竞争激烈但市场空间广阔。泵业公司为国家高新技术企业，拥有多项核心技术，如双相不锈钢冶炼与铸造技术等，产品性能、质量优势明显，不仅在国内市场广泛应用，还出口至欧美国家。在技术发展趋势上，随着工业自动化水平的不断提高和节能环保要求的日益严格，特种工业泵行业的技术发展呈现出智能化、高效节能的趋势。智能化方面，通过引入先进的传感器和控制系统，实现对泵运行状态的实时监测和远程控制，提高了设备的运行可靠性和管理效率。高效节能方面，通过优化泵的设计结构、采用新型材料等方式，降低泵的能耗，提高能源利用效率。北化股份的泵业公司积极顺应技术发展趋势，加大研发投入，不断推出符合市场需求的新产品。公司仅在 2024 年上半年开发新泵 30 个，试制 10 个型号，性能达到设计指标，显示出其强大的研发能力和对市场需求的快速响应能力。

公司深耕特种泵研发制造逾 40 年，是国内唯一同时掌握耐腐蚀泵设计制造和特种钢冶炼铸造两项关键技术的企业；现已形成 30 余个系列、650 余种规格的产品谱系，并支持按工况定制来满足客户个性化需求。凭借材料与制造壁垒，525 泵业在磷化工用泵市场占有率约 70%，在烟气脱硫(FGD)用泵市场占有率约 40%，产品远销 40 多个国家和地区，处于细分赛道龙头地位。2024 年公司实现营业收入 6.83 亿元，同比增长 18.85%；净利润 2,964 万元，同比下降 6.46%，显示收入保持较快增长、利润受成本波动影响有所承压。

技术创新方面，公司相继研制出填补国内空白的“中高温矿浆预热器给料泵”，通过行业鉴定并达到部分国际领先指标；陶瓷泵产业化突破金属泵耐磨耐蚀瓶颈，已完成多场景验证；面向极端腐蚀工况的碳纤维材料泵则进一步提升了高温、高腐蚀场景的可靠性和寿命。公司正从“产品制造商”向“综合解决方案与智能服务商”转型：一方面建设绿色智能铸造生产线并推广泵组在线监测与系统运维服务，另一方面以“国内领先、国际一流的全系列特种工业泵综合解决方案提供商”为定位。

未来泵业公司以转型升级为抓手，以数智工程技术为基础，聚焦生产线设备运行监控及故障诊断运维管理，推动企业向“系统服务+智能化服务”的产业链高端延伸，加快建设 7500 吨年绿色智能铸造产线，提升公司市场份额和竞争力。北化股份“十五五”战略明确将五二五泵业定位为特种工业泵产业链链长，要求由“国产替代”迈向“原创引领”，业务形态从单纯制造升级为系统化、智能化服务，并借“一带一路”持续扩大海外市场，致力于打造国内领先、国际一流的全系列特种工业泵综合解决方案供应商。围绕 2025 年前后烟气脱硫、磷化工与海外 EPC 等稳固需求，以及矿业、冶金等增量市场，公司以“数智工程技术”为抓手，加快建设 7500

吨/年绿色智能铸造产线，完善陶瓷泵中试平台，同步推进碳化硅复合陶瓷泵、高性能碳纤维泵等项目；泵业公司已获评湖北省先进级智能工厂，通过在线监测与远程诊断输出成套服务，并在矿山冶金、备件服务及外贸市场实现突破。特泵板块在国内环保改造、资源冶炼升级及“一带一路”基建投资带动下，有望持续放量并成为公司未来增长的核心引擎。

三、盈利预测

我们认为在国际冲突不断，我国军贸实力逐步增强的大背景下，公司硝化棉业务以及防化产品需求保持旺盛。公司预计 2025 年关联交易向关联人销售产品较 2024 年实际发生额提升 44%，2025 年公司初步拟定的经营目标为实现营业收入 26 亿元，同比增长 33.47%，利润总额 1.40 亿元。显示公司对于 2025 年发展具有较强信心。我们预计公司 2025-2027 年净利润为 1.51、2.47、3.49 亿元，同比增长为扭亏、63.22%、41.65%，EPS 为 0.28、0.45、0.64，对应 PE 为 53、32、23 倍。维持“买入”评级。

图表 21：北化股份分板块营收预测表

百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
硝化棉相关产品	销售收入	702.77	996.71	1,393.21	1,793.68
	成本	483.24	659.71	902.16	1,156.45
	销售收入增长率	-5.84%	41.83%	39.78%	28.74%
	毛利率	31.24%	33.81%	35.25%	35.53%
工业泵	销售收入	502.83	628.54	785.67	982.09
	成本	409.92	512.38	640.48	800.60
	销售收入增长率	21.33%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	18.48%	18.48%	18.48%	18.48%
防护器材	销售收入	328.71	476.63	667.28	900.83
	成本	356.11	381.30	533.83	720.66
	销售收入增长率	-35.93%	45.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	-8.34%	20.00%	20.00%	20.00%
备件	销售收入	178.66	205.46	236.28	271.72
	成本	100.61	115.71	133.07	153.03
	销售收入增长率	13.22%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	43.68%	43.68%	43.68%	43.68%
其他产品	销售收入	116.26	116.26	116.26	116.26
	成本	117.37	93.01	93.01	93.01
	销售收入增长率	-11.79%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-0.96%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: ifind, 中信建投

图表22： 北化股份盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,947.05	2,541.42	3,316.52	4,182.40
同比（%）	-9.83	30.53	30.50	26.11
净利润（百万元）	-28.31	151.06	246.55	349.24
同比（%）	-150.99	633.66	63.22	41.65
EPS（元）	-0.05	0.28	0.45	0.64
P/E	-280.86	52.63	32.24	22.76

资料来源: ifind, 中信建投, PE 对应7月3日收盘价

风险分析

- 1、公司防务产品受到地缘政治、宏观环境、军贸政策的影响，近期国际政治、军事形势复杂多变，若宏观经济以及政策出现较大变化会对公司经营产生影响。
- 2、公司部分产品价格受下游客户影响较大，若销售价格出现较大下降会对公司业绩产生不利影响。
- 3、公司原材料涉及棉花、硝酸等大宗商品，大宗商品价格波动明显，若大宗商品价格出现上涨可能会对公司业绩产生不利影响。
- 4、公司属于特殊化学品生产领域，产能拓展需要国家相关部门批准，若产能不能拓展可能会影响公司业绩。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,112.54	3,149.82	3,578.28	4,429.05	5,440.80
现金	1,608.84	1,383.32	1,637.71	1,979.15	2,417.93
应收票据及应收账款合计	1,003.53	1,105.82	1,187.15	1,549.22	1,953.69
其他应收款	31.95	35.37	36.90	48.15	60.72
预付账款	32.00	23.47	34.60	45.15	56.94
存货	433.37	353.95	430.59	554.37	696.65
其他流动资产	2.84	247.89	251.34	253.00	254.86
非流动资产	1,456.82	1,417.60	1,222.37	1,024.48	823.97
长期投资	20.76	20.54	22.49	24.44	26.39
固定资产	1,052.77	927.36	796.42	662.81	526.54
无形资产	303.98	295.09	245.91	196.73	147.55
其他非流动资产	79.31	174.60	157.55	140.50	123.50
资产总计	4,569.36	4,567.42	4,800.65	5,453.52	6,264.76
流动负债	1,368.71	1,441.18	1,558.33	2,007.66	2,521.42
短期借款	0.00	12.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	846.16	987.19	1,007.14	1,296.66	1,629.46
其他流动负债	522.55	441.98	551.19	711.01	891.96
非流动负债	143.36	127.46	107.70	89.53	72.96
长期借款	60.24	56.41	36.66	18.48	1.91
其他非流动负债	83.12	71.05	71.05	71.05	71.05
负债合计	1,512.07	1,568.64	1,666.03	2,097.19	2,594.38
少数股东权益	176.49	169.53	174.53	182.70	194.27
股本	549.03	549.03	549.03	549.03	549.03
资本公积	1,115.26	1,119.06	1,119.06	1,119.06	1,119.06
留存收益	1,216.50	1,161.16	1,291.99	1,505.54	1,808.02
归属母公司股东权益	2,880.79	2,829.25	2,960.08	3,173.63	3,476.11
负债和股东权益	4,569.36	4,567.42	4,800.65	5,453.52	6,264.76

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-114.89	79.37	295.84	379.87	487.14
净利润	52.43	-35.45	156.06	254.72	360.82
折旧摊销	115.78	123.95	197.18	199.84	202.46
财务费用	-26.71	-28.55	-2.77	-4.99	-7.20
投资损失	-9.40	-5.02	-9.33	-9.33	-9.33
营运资金变动	-299.78	-4.10	-44.92	-59.98	-59.22
其他经营现金流	52.78	28.54	-0.39	-0.39	-0.39
投资活动现金流	278.41	-279.89	7.77	7.77	7.77
资本支出	34.07	70.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	230.00	-245.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	14.34	-104.97	7.77	7.77	7.77
筹资活动现金流	-42.18	-21.09	-49.22	-46.19	-56.13
短期借款	0.00	12.01	-12.01	0.00	0.00
长期借款	-9.57	-3.83	-19.76	-18.18	-16.57
其他筹资现金流	-32.61	-29.27	-17.46	-28.02	-39.56
现金净增加额	124.21	-216.04	254.39	341.45	438.78

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,159.22	1,947.05	2,541.42	3,316.52	4,182.40
营业成本	1,695.45	1,571.16	1,879.94	2,420.37	3,041.58
营业税金及附加	19.67	22.64	22.96	29.97	37.79
销售费用	73.86	88.76	86.41	106.13	125.47
管理费用	275.83	234.24	292.26	364.82	439.15
研发费用	83.10	115.55	116.91	142.61	167.30
财务费用	-26.71	-28.55	-2.77	-4.99	-7.20
资产减值损失	-3.54	-29.03	-17.60	-22.97	-28.97
信用减值损失	-28.90	-6.78	-8.84	-11.54	-14.55
其他收益	15.89	30.50	21.60	21.60	21.60
公允价值变动收益	0.00	0.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.40	5.02	9.33	9.33	9.33
资产处置收益	-1.44	11.91	2.64	2.64	2.64
营业利润	29.43	-44.25	152.83	256.68	368.36
营业外收入	21.11	12.61	12.96	12.96	12.96
营业外支出	1.76	1.93	1.52	1.52	1.52
利润总额	48.78	-33.57	164.28	268.13	379.81
所得税	-3.65	1.89	8.21	13.41	18.99
净利润	52.43	-35.45	156.06	254.72	360.82
少数股东损益	-3.08	-7.15	5.00	8.17	11.57
归属母公司净利润	55.51	-28.31	151.06	246.55	349.24
EBITDA	137.85	61.84	358.69	462.98	575.07
EPS (元)	0.10	-0.05	0.28	0.45	0.64

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-15.61	-9.83	30.53	30.50	26.11
营业利润(%)	-67.61	-250.36	445.37	67.95	43.51
归属于母公司净利润(%)	-40.33	-150.99	633.66	63.22	41.65
获利能力					
毛利率(%)	21.48	19.31	26.03	27.02	27.28
净利率(%)	2.57	-1.45	5.94	7.43	8.35
ROE(%)	1.93	-1.00	5.10	7.77	10.05
ROIC(%)	0.28	-5.24	8.58	15.35	23.00
偿债能力					
资产负债率(%)	33.09	34.34	34.70	38.46	41.41
净负债比率(%)	-50.65	-43.85	-51.08	-58.42	-65.82
流动比率	2.27	2.19	2.30	2.21	2.16
速动比率	1.93	1.92	1.99	1.90	1.86
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.43	0.53	0.61	0.67
应收账款周转率	2.97	2.47	3.07	3.07	3.07
应付账款周转率	2.77	2.38	2.75	2.75	2.75
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	-0.05	0.28	0.45	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.14	0.54	0.69	0.89
每股净资产(最新摊薄)	5.25	5.15	5.39	5.78	6.33
估值比率					
P/E	143.21	-280.86	52.63	32.24	22.76
P/B	2.76	2.81	2.69	2.51	2.29
EV/EBITDA	24.23	70.76	18.21	13.51	10.26

分析师介绍

黎韬扬

研发部执行总经理、军工与新材料团队首席分析师，北京大学硕士。2015-2017 年新财富、水晶球、Wind 军工行业第一名团队核心成员，2018-2022 年水晶球军工行业上榜，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名，2019-2022 年金牛奖最佳军工行业分析团队，2018-2022 年新财富军工行业上榜、入围。

王春阳

清华大学工商管理硕士，上海交通大学船舶与海洋工程学士，3 年船舶单位工作经验。2018-2022 年水晶球军工行业上榜团队核心成员，2018-2020 年 Wind 军工行业第一名团队核心成员，2019-2022 年金牛奖最佳军工行业分析团队核心成员，2018-2022 年新财富军工行业上榜、入围团队核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk