

股票投资评级

买入 | 维持

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)	14.42
总股本/流通股本(亿股)	5.49 / 5.49
总市值/流通市值(亿元)	79 / 79
52周内最高/最低价	15.31 / 7.26
资产负债率(%)	34.3%
市盈率	-288.40
第一大股东	山西新华防护器材有限公司

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)

收入增长毛利提升，上半年业绩较快增长

● 事件

7月14日，公司发布2025年上半年业绩预告，公司上半年实现归母净利润为0.98-1.11亿元，同比增长183%-220%。

● 点评

1、收入增长毛利提升，公司业绩实现较快增长。2025年上半年，公司实现归母净利润为0.98-1.11亿元，同比增长183%-220%，业绩变动主要原因是收入同比增长、产品毛利率水平提高。公司2025Q1实现归母净利润0.30亿元，2025Q2单季预计为0.68-0.81亿，环比进一步大幅提升，业绩拐点凸显。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，我们认为，以目前公司经营情况推断，公司大概率将超额完成全年利润总额计划。

2、硝化棉需求增长供给收缩，硝化棉出口量价齐升。2025年1-5月，我国硝化棉出口金额为3.27亿元，同比增长99%；平均单价为3.37万/吨，同比增长37%，硝化棉出口量价齐升；其中，5月单月国内硝化棉出口单月金额达0.78亿元，环比进一步提升，单价达3.66万/吨，再创近期新高。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。

3、我们预计未来国内硝化棉出口价格或进一步上涨，公司市占率有望进一步提升。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，国内硝化棉产能进一步收缩，公司市占率有望进一步提升，另外供给的进一步收缩或将导致价格进一步上涨。

4、硝化棉不是周期性化工品，而是有长期成长属性。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。公司于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。

5、公司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。

6、公司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。

7、我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 26.59、32.74、39.46 亿元，实现归母净利润 1.86、3.20、4.51 亿元，当前股价对应 PE 分别为 43、25、18 倍，维持“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	2659	3274	3946
增长率(%)	-9.83	36.55	23.14	20.51
EBITDA（百万元）	39.38	270.92	418.51	557.74
归属母公司净利润（百万元）	-28.31	185.78	319.72	451.02
增长率(%)	-150.99	756.32	72.10	41.07
EPS(元/股)	-0.05	0.34	0.58	0.82
市盈率（P/E）	-279.70	42.62	24.76	17.55
市净率（P/B）	2.80	2.63	2.38	2.10
EV/EBITDA	108.22	23.29	14.45	9.97

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	2659	3274	3946	营业收入	-9.8%	36.6%	23.1%	20.5%
营业成本	1571	1957	2374	2848	营业利润	-250.4%	507.8%	83.4%	42.4%
税金及附加	23	31	38	46	归属于母公司净利润	-151.0%	756.3%	72.1%	41.1%
销售费用	89	106	131	158	获利能力				
管理费用	234	269	283	297	毛利率	19.3%	26.4%	27.5%	27.8%
研发费用	116	153	161	169	净利率	-1.5%	7.0%	9.8%	11.4%
财务费用	-29	-25	-28	-29	ROE	-1.0%	6.2%	9.6%	11.9%
资产减值损失	-29	-13	-12	-17	ROIC	-2.9%	4.6%	8.0%	10.2%
营业利润	-44	180	331	471	偿债能力				
营业外收入	13	13	13	13	资产负债率	34.3%	37.6%	39.5%	40.6%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.19	2.10	2.06	2.09
利润总额	-34	191	342	482	营运能力				
所得税	2	19	34	48	应收账款周转率	3.05	3.79	4.04	4.02
净利润	-35	172	307	434	存货周转率	3.99	5.01	5.07	5.14
归母净利润	-28	186	320	451	总资产周转率	0.43	0.55	0.61	0.64
每股收益(元)	-0.05	0.34	0.58	0.82	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.05	0.34	0.58	0.82
货币资金	1383	1679	1944	2429	每股净资产	5.15	5.49	6.07	6.88
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	1164	1426	1716	PE	-279.70	42.62	24.76	17.55
预付款项	23	29	35	43	PB	2.80	2.63	2.38	2.10
存货	354	427	509	599	现金流量表				
流动资产合计	3150	3750	4413	5335	净利润	-35	172	307	434
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	16	-60	-57
无形资产	295	295	295	295	其他	-5	8	5	7
非流动资产合计	1418	1329	1329	1240	经营活动现金流净额	79	300	357	488
资产总计	4567	5079	5742	6575	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	1229	1492	1789	投资活动现金流净额	-280	-1	-89	2
其他流动负债	442	543	639	745	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1441	1784	2143	2547	债务融资	12	-2	0	0
其他	127	125	125	125	其他	-33	-1	-4	-5
非流动负债合计	127	125	125	125	筹资活动现金流净额	-21	-3	-4	-5
负债合计	1569	1909	2268	2672	现金及现金等价物净增加额	-216	296	265	485
股本	549	549	549	549					
资本公积金	1119	1119	1119	1119					
未分配利润	1073	1229	1497	1876					
少数股东权益	170	156	143	126					
其他	88	118	166	233					
所有者权益合计	2999	3170	3474	3904					
负债和所有者权益总计	4567	5079	5742	6575					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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