

博源化工（000683.SZ）

Q2 业绩超预期，天然碱项目或打开公司成长空间

2025 年 08 月 10 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

宋梓荣（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

songzirong@kysec.cn

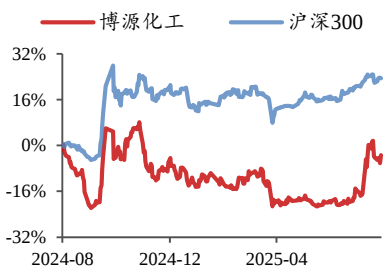
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790525070002

日期	2025/8/8
当前股价(元)	5.79
一年最高最低(元)	7.41/4.72
总市值(亿元)	215.31
流通市值(亿元)	192.15
总股本(亿股)	37.19
流通股本(亿股)	33.19
近 3 个月换手率(%)	102.75

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《天然碱成本优势渐显，看好公司新建项目成长性——公司信息更新报告》

-2025.4.29

《Q3 投资收益环比大幅增长，公司业绩超预期——公司信息更新报告》

-2024.10.30

● Q2 业绩超预期，天然碱项目或打开公司成长空间，维持“买入”评级

2025 年 H1，公司实现营业收入 59.16 亿元，同比-16.31%，实现归母净利润 7.43 亿元，同比-38.57%。2025 年 Q2 单季度，公司实现营业收入 30.48 亿元，实现归母净利润 4.03 亿元，环比+18.96%，同比-36.95%。2025 年 Q2，动力煤价格下跌，公司尿素价差环比扩大，天然碱成本优势尽显，支撑公司归母净利润环比超预期增长。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计实现归母净利分别为 17.00、20.80、21.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.46、0.56、0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 12.7、10.4、10.1 倍。随着阿拉善二期天然碱项目和 120 万吨小苏打项目建设投产，我们认为公司有望进一步打开成长空间，维持公司“买入”评级。

● 2025 年 Q2 尿素价差扩大，天然碱成本优势显现，支撑公司业绩环比增长

根据百川盈孚，2025 年 Q2，动力煤方面，内蒙动力煤均价为 704 元/吨，环比-9.97%；尿素方面，内蒙尿素均价为 1,753，环比+4.27%，我们测算尿素价差为 909 元/吨，环比+22.26%；纯碱方面，河南重、轻碱均价分别为 1,421、1,252 元/吨，环比分别-1.75%、-7.98%；银根化工重、轻碱均价分别为 1,084、1,055 元/吨，环比分别-6.55%、-7.88%。公司主要投资净收益来自于参股的蒙大矿业，2025 年 Q2 单季度投资净收益环比仅-3.10%，变化不大。我们测算 2024 年公司纯碱吨营业成本为 741 元/吨，同比-12.31%。Q2 随着尿素价差环比扩大，公司天然碱成本优势显现，共同同步支撑公司归母净利润实现超预期的环比增长。

● 公司天然碱二期项目预计 2025 年底投料试车，看好公司成长

公司阿拉善天然碱项目二期拟建 280 万吨纯碱和 40 万吨小苏打，预计 2025 年底投料试车。同时银根化工拟依托阿拉善天然碱项目生产过程中产生的二氧化碳气体及含碱母液，结合风电、光伏发电等绿电资源，规划建设碳回收综合利用 120 万吨小苏打项目，项目计划总投资 35.60 亿元，实现对内蒙天然碱项目产能进一步“吃干榨净”，在反内卷趋势下，看好公司作为天然碱龙头长期成长，在激烈竞争中脱颖而出。

● 风险提示：宏观经济复苏不及预期、项目建设不及预期、下游需求疲弱。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,044	13,264	13,403	16,634	17,670
YOY(%)	9.6	10.1	1.0	24.1	6.2
归母净利润(百万元)	1,410	1,811	1,700	2,079	2,142
YOY(%)	-47.0	28.5	-6.1	22.3	3.0
毛利率(%)	41.1	40.9	35.7	35.1	34.1
净利率(%)	17.8	21.7	20.1	19.8	19.2
ROE(%)	12.0	14.6	12.1	13.1	12.2
EPS(摊薄/元)	0.38	0.49	0.46	0.56	0.58
P/E(倍)	15.3	11.9	12.7	10.4	10.1
P/B(倍)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7321	6543	7103	8014	8026	营业收入	12044	13264	13403	16634	17670
现金	3568	3800	4324	4765	5062	营业成本	7094	7836	8615	10798	11642
应收票据及应收账款	60	51	61	78	70	营业税金及附加	240	236	248	304	325
其他应收款	204	82	207	152	230	营业费用	232	382	268	324	336
预付账款	95	89	96	134	111	管理费用	838	989	938	1148	1219
存货	535	772	665	1137	805	研发费用	151	124	140	167	180
其他流动资产	2859	1749	1749	1749	1749	财务费用	317	374	166	134	98
非流动资产	26773	29333	29291	33290	34157	资产减值损失	-63	-102	0	0	0
长期投资	3742	4246	5157	6069	6981	其他收益	27	20	21	21	22
固定资产	17729	19323	19147	22386	22588	公允价值变动收益	-7	-73	-40	-56	-48
无形资产	1478	1573	1620	1518	1561	投资净收益	550	463	413	413	413
其他非流动资产	3825	4191	3367	3317	3026	资产处置收益	0	-4	-4	-4	-4
资产总计	34094	35876	36394	41304	42183	营业利润	3680	3603	3394	4106	4225
流动负债	8516	9913	8650	11244	10146	营业外收入	6	21	21	21	21
短期借款	2460	1601	1601	2272	2149	营业外支出	1034	221	221	221	221
应付票据及应付账款	3110	3687	3785	5581	4517	利润总额	2652	3402	3194	3906	4025
其他流动负债	2946	4625	3264	3391	3481	所得税	508	529	496	607	626
非流动负债	7647	6340	5445	4973	4098	净利润	2144	2874	2697	3299	3399
长期借款	4342	3947	3052	2579	1704	少数股东损益	734	1062	997	1220	1257
其他非流动负债	3305	2394	2394	2394	2394	归属母公司净利润	1410	1811	1700	2079	2142
负债合计	16163	16254	14095	16217	14244	EBITDA	4038	5163	4777	5678	6025
少数股东权益	4445	5127	6124	7344	8600	EPS(元)	0.38	0.49	0.46	0.56	0.58
股本	3740	3739	3719	3719	3719	主要财务比率					
资本公积	573	733	733	733	733	成长能力					
留存收益	9519	10203	12176	14428	16653	营业收入(%)	9.6	10.1	1.0	24.1	6.2
归属母公司股东权益	13486	14496	16175	17743	19339	营业利润(%)	-0.6	-2.1	-5.8	21.0	2.9
负债和股东权益	34094	35876	36394	41304	42183	归属于母公司净利润(%)	-47.0	28.5	-6.1	22.3	3.0
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	3141	4507	4349	6144	4381	毛利率(%)	41.1	40.9	35.7	35.1	34.1
净利润	2144	2874	2697	3299	3399	净利率(%)	17.8	21.7	20.1	19.8	19.2
折旧摊销	1058	1517	1484	1690	1935	ROE(%)	12.0	14.6	12.1	13.1	12.2
财务费用	317	374	166	134	98	ROIC(%)	15.2	21.8	23.5	27.3	29.5
投资损失	-550	-463	-413	-413	-413	偿债能力					
营运资金变动	96	-209	395	1399	-662	资产负债率(%)	47.4	45.3	38.7	39.3	33.8
其他经营现金流	76	415	20	35	24	净负债比率(%)	37.7	27.1	9.9	8.2	2.7
投资活动现金流	-3616	-1319	-1074	-5336	-2441	流动比率	0.9	0.7	0.8	0.7	0.8
资本支出	3680	1339	531	4777	1890	速动比率	0.6	0.4	0.6	0.5	0.6
长期投资	35	-160	-912	-912	-912	营运能力					
其他投资现金流	29	179	369	352	361	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
筹资活动现金流	1890	-2897	-2751	-1039	-1520	应收账款周转率	150.6	240.1	240.1	240.1	240.1
短期借款	-213	-860	0	672	-124	应付账款周转率	3.0	2.8	2.8	2.8	2.8
长期借款	2257	-395	-895	-473	-875	每股指标(元)					
普通股增加	118	-1	-20	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.49	0.46	0.56	0.58
资本公积增加	370	159	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.21	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-642	-1800	-1835	-1238	-521	每股净资产(最新摊薄)	3.63	3.90	4.36	4.78	5.21
现金净增加额	1415	293	525	-231	420	估值比率					
						P/E	15.3	11.9	12.7	10.4	10.1
						P/B	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	8.1	6.2	6.2	5.4	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn