公司研究 | 点评报告 | 博源化工（000683.SZ）

Q2 业绩环比实现增长，天然碱龙头韧性十足

报告要点

公司 2025 半年度实现收入 59.2 亿元（同比-16.3%），实现归属净利润 7.4 亿元（同比-38.6%），实现归属扣非净利润 7.4 亿元（同比-38.5%）。2025Q2 实现收入 30.5 亿元（同比-19.6%，环比+6.3%），实现归属净利润 4.0 亿元（同比-36.9%，环比+19.0%），实现归属扣非净利润 4.1 亿元（同比-36.2%，环比+22.1%）。

分析师及联系人

马太

SAC：S0490516100002

SFC：BUT911

李禹默

SAC：S0490525060002

博源化工（000683.SZ）

Q2 业绩环比实现增长，天然碱龙头韧性十足

事件描述

公司 2025 半年度实现收入 59.2 亿元（同比-16.3%），实现归属净利润 7.4 亿元（同比-38.6%），实现归属扣非净利润 7.4 亿元（同比-38.5%）。2025Q2 实现收入 30.5 亿元（同比-19.6%，环比+6.3%），实现归属净利润 4.0 亿元（同比-36.9%，环比+19.0%），实现归属扣非净利润 4.1 亿元（同比-36.2%，环比+22.1%）。

事件评论

- **景气下滑，2025H1 业绩同比下降。**受产品供需格局不佳影响，公司主要产品价格 2025 年同比下滑较为明显，根据百川盈孚，2025H1 国内重质纯碱、轻质纯碱、小苏打、尿素参考均价（含税）分别为 1473 元/吨、1363 元/吨、1397 元/吨、1828 元/吨，分别同比-34.2%、-34.7%、-23.7%、-20.2%。2025H1 公司碱业（小苏打、纯碱）、尿素毛利率分别为 36.6%、19.3%，分别同比-19.1pct、-7.2pct，随着银根矿业一期产线达产，公司纯碱、小苏打生产规模提升，但产品景气下行导致业绩同比承压。

- **Q2 纯碱、小苏打景气触底，尿素边际改善，业绩环比改善。**二季度，公司纯碱、小苏打产品价格边际下滑不明显，尿素价格有所回升。根据百川盈孚，2025Q2 国内重质纯碱、轻质纯碱、小苏打、尿素参考均价（含税）分别为 1448 元/吨、1315 元/吨、1316 元/吨、1894 元/吨，均价环比一季度分别-3.3%、-6.7%、-10.9%、+7.5%，纯碱及小苏打价格较 Q1 小幅下滑，尿素价格较 Q1 有所回升。景气分化，整体业绩有所改善。

- **纯碱有“反内卷”抓手，景气有触底反弹可能。**能耗和装置改造或是“反内卷”抓手。纯碱能耗标杆、基准产能占比仍距发改委的指导建议有差距（2020 年）。此外，纯碱行业 20 年以上装置占比达 31%，比重在化工子行业中相当高。如果政策后续跟进，纯碱或是化工“反内卷”的重点行业。

- **安全边际强，成长性卓越，看好博源化工的长期投资机会。**当前景气触底，价格价差接近历史最低，有安全边际。相关上市公司近几个季度普遍触及亏损。2024 年以来，纯碱业务占总体比例较大的上市公司业绩呈现震荡下行，除博源化工外，出现过单季亏损（扣非归母净利润）。博源化工具备 3 大看点：成长性、高分红潜力（基于成本优势，盈利有久期）、涨价弹性期权。公司近年分红慷慨，股息支付率高，2024 年分红对应股息率超过 5%，且近年负债率呈下降趋势，预计未来现金流充沛。预计随着二期项目投产贡献增量，公司能保持较强分红潜力，有望实现可观股息率的同时，还有不错的涨价弹性作为期权。预计 25-27 年公司业绩分别为 14.7、20.9、24.1 亿元，维持“买入”投资评级。

风险提示

1、安全环保生产风险；

2、项目建设进度不及预期。

公司基础数据

当前股价(元)	5.79
总股本(万股)	371,874
流通A股/B股(万股)	331,871/0
每股净资产(元)	3.82
近12月最高/最低价(元)	7.41/4.72

注：股价为 2025 年 8 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：Wind

相关研究

•《景气底部，天然碱龙头业绩韧性依旧》2025-04-27

•《银根矿业一期达产，天然碱龙头乘风破浪》2024-11-03

•《阿碱持续推进，龙头披荆斩棘》2024-07-31

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、安全环保生产风险：如果出现安全生产事故或者环保事故，对公司生产经营甚至长期发展都会产生影响。

2、项目建设进度不及预期：如果公司项目投产达产进度不及预期，可能会导致业绩释放节奏偏慢。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**13264**	**11994**	**14459**	**15305**
营业成本	7836	8690	9760	10025
毛利	**5428**	**3304**	**4699**	**5279**
%营业收入	41%	28%	32%	34%
营业税金及附加	236	231	273	288
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	382	240	289	306
%营业收入	3%	2%	2%	2%
管理费用	989	871	1052	1118
%营业收入	7%	7%	7%	7%
研发费用	124	136	157	165
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	374	0	0	0
%营业收入	3%	0%	0%	0%
加：资产减值损失	-102	0	0	0
信用减值损失	-23	0	0	0
公允价值变动收益	-73	0	0	0
投资收益	463	404	250	262
营业利润	**3603**	**2248**	**3200**	**3686**
%营业收入	27%	19%	22%	24%
营业外收支	-200	0	0	0
利润总额	**3402**	**2248**	**3200**	**3686**
%营业收入	26%	19%	22%	24%
所得税费用	529	292	416	479
净利润	2874	1956	2784	3207
归属于母公司所有者的净利润	**1811**	**1467**	**2088**	**2405**
少数股东损益	1062	489	696	802
EPS（元）	**0.49**	**0.39**	**0.56**	**0.65**

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	**4507**	**3524**	**4805**	**5012**
取得投资收益收回现金	5	404	250	262
长期股权投资	-504	-597	-569	-568
资本性支出	-1164	-4341	-4867	-6334
其他	344	-66	-77	-82
投资活动现金流净额	**-1319**	**-4599**	**-5263**	**-6721**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	28	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-1255	-1601	1432	1378
筹资成本	-1666	0	0	0
其他	-5	0	0	0
筹资活动现金流净额	**-2897**	**-1601**	**1432**	**1378**
现金净流量（不含汇率变动影响）	**291**	**-2676**	**974**	**-330**

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3800	1124	2098	1767
交易性金融资产	166	166	166	166
应收账款	51	145	118	133
存货	772	690	831	857
预付账款	89	117	124	128
其他流动资产	1665	2094	2147	2145
流动资产合计	**6543**	**4335**	**5483**	**5196**
长期股权投资	4246	4842	5412	5979
投资性房地产	383	383	389	399
固定资产合计	19323	19764	19614	18957
无形资产	1573	1813	2071	2296
商誉	3	3	3	3
递延所得税资产	97	97	97	97
其他非流动资产	3707	5708	8708	13707
资产总计	**35876**	**36945**	**41778**	**46635**
短期贷款	1601	0	1432	2810
应付款项	3180	3288	3732	3859
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	245	256	286	298
应交税费	122	181	193	203
其他流动负债	4765	5302	5433	5557
流动负债合计	**9913**	**9026**	**11076**	**12726**
长期借款	3947	3947	3947	3947
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	2382	2382	2382	2382
负债合计	**16254**	**15367**	**17416**	**19066**
归属于母公司所有者权益	14496	15962	18050	20456
少数股东权益	5127	5615	6311	7113
股东权益	**19622**	**21578**	**24361**	**27569**
负债及股东权益	**35876**	**36945**	**41778**	**46635**

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.49	0.39	0.56	0.65
每股经营现金流	1.21	0.95	1.29	1.35
市盈率	11.41	14.68	10.31	8.95
市净率	1.44	1.35	1.19	1.05
EV/EBITDA	4.82	7.56	5.74	5.54
总资产收益率	5.0%	4.0%	5.0%	5.2%
净资产收益率	12.5%	9.2%	11.6%	11.8%
净利率	13.7%	12.2%	14.4%	15.7%
资产负债率	45.3%	41.6%	41.7%	40.9%
总资产周转率	0.37	0.32	0.35	0.33

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	看　　好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
	中　　性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
	看　　淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	
	买　　入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
	增　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间
	中　　性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
	减　　持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430023）

北京
Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C /（100020）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。