

基础化工

2025 年 08 月 13 日

博源化工 (000683)

——Q2 业绩超预期，行业底部天然碱超额盈利凸显

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司公告：**公司发布 2025 年中报，2025H1 公司实现营业收入 59.16 亿元 (YoY-16.31%)，归母净利润 7.43 亿元 (YoY-38.57%)，扣非归母净利润 7.43 亿元 (YoY-38.49%)；其中 2025Q2 实现营业收入 30.48 亿元 (YoY-23.31%，QoQ+6.26%)，归母净利润 4.03 亿元 (YoY-36.95%，QoQ+18.96%)，扣非归母净利润 4.09 亿元 (YoY-36.18%，QoQ+22.09%)，业绩超预期。
- **天然碱产销环比增加+核心产品价格差扩大，25Q2 业绩逆势增长。**据公司公告，2025H1 公司共生产各类产品 515.71 万吨 (+84.11 万吨)，其中纯碱 339.46 万吨 (YoY+67.52 万吨)，小苏打 73.97 万吨 (YoY+7.15 万吨)，尿素 88.23 万吨 (YoY+4.21 万吨)，其他自产产品 14.05 万吨，纯碱和小苏打产量大幅提升的主要原因是控股子公司银根矿业阿拉善天然碱项目一期 (500 万吨纯碱+40 万吨小苏打) 全部达产，产能逐步释放，2025H1 银根矿业实现营业收入 28.7 亿元，净利润 6.8 亿元，净利率约 24%，比中源化学高 17pct。据百川盈孚数据，2025Q2 重碱、轻碱、小苏打、尿素均价分别为 1446、1315、1316、1852 元/吨，分别同比-33.52%、-35.40%、-27.23%、-17.34%，分别环比-3.38%、-6.69%、-10.91%、+5.33%，主要原料动力煤均价 549 元/吨，同比-23.11%，环比-12.14%，核心产品价格差环比有所扩大，盈利有所修复，2025Q2 销售毛利率 34.52% (YoY-9.73pct，QoQ+5.63pct)，2025Q2 销售净利率 19.20% (YoY-7.08pct，QoQ+2.04pct)。当前纯碱行业绝大部分企业已处于亏损状态，公司天然碱工艺成本优势显著，底部利润坚实，盈利韧性凸显。
- **阿拉善天然碱二期 (280 万吨纯碱+40 万吨小苏打) 2025 年底投产，继续延伸投资建设碳回收综合利用 120 万吨小苏打，未来高成长可期。**据公司公告，基于生产工艺和产能结构的部分优化，阿拉善天然碱项目一期产能调整为 500 万吨纯碱+40 万吨小苏打；二期调整为 280 万吨纯碱+40 万吨小苏打。天然碱项目一期于 2023 年 6 月投料试车，目前已全面达产。天然碱项目二期规划投资约 55 亿元，于 2023 年 12 月启动建设，预计 2025 年底建成，二期建设将逐步扩大公司天然碱业务规模，成本优势还将进一步提升。此外，银根化工拟规划建设碳回收综合利用 120 万吨/年小苏打项目，项目计划总投资 35.6 亿元，目前已取得阿拉善右旗下发的《项目备案告知书》，建设周期约 20 个月；该项目依托已建成的阿拉善天然碱开发利用项目和绿电资源，响应国家碳减排的政策，原料用气是回收纯碱生产过程尾气中的二氧化碳，充分回收天然碱加工过程中产生的含碱母液，实现物料的循环利用，项目建设能够充分发挥资源优势，建成现代化的绿色碱业基地。
- **投资分析意见：**维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15、22、26 亿元，当前市值对应 PE 分别为 14、10、8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上行；产品价格大幅下行；下游需求不及预期；银根矿业天然碱项目投产不及预期；参股子公司蒙大矿业涉及诉讼的风险；5 月 23 日，公司就深圳证券交易所上市公司管理部下发的《关于对内蒙古远兴能源股份有限公司 2023 年年报的问询函》进行回复，关注相关风险。

财务数据及盈利预测

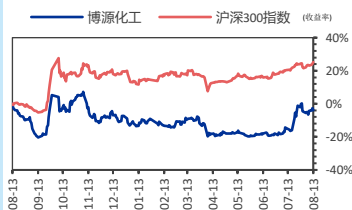
	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	13,264	5,916	12,325	15,596	16,784
同比增长率 (%)	10.1	-16.3	-7.1	26.5	7.6
归母净利润 (百万元)	1,811	743	1,530	2,196	2,570
同比增长率 (%)	28.5	-38.6	-15.5	43.5	17.0
每股收益 (元/股)	0.49	0.20	0.41	0.59	0.69
毛利率 (%)	40.9	31.8	33.9	37.0	38.9
ROE (%)	12.5	5.2	9.8	12.3	12.6
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 08 月 13 日
收盘价 (元)	5.82
一年内最高/最低 (元)	7.41/4.72
市净率	1.5
股息率 (分红/股价)	5.15
流通 A 股市值 (百万元)	19,315
上证指数/深证成指	3,683.46/11,551.36
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据：	2025 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	3.82
资产负债率%	49.60
总股本/流通 A 股 (百万)	3,719/3,319
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com

联系人

任杰
(8621)23297818x
renjie@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,044	13,264	12,325	15,596	16,784
其中：营业收入	12,044	13,264	12,325	15,596	16,784
减：营业成本	7,094	7,836	8,144	9,833	10,254
减：税金及附加	240	236	220	278	299
主营业务利润	4,710	5,192	3,961	5,485	6,231
减：销售费用	232	382	355	450	484
减：管理费用	838	989	863	1,092	1,175
减：研发费用	151	124	115	146	157
减：财务费用	317	374	317	243	163
经营性利润	3,172	3,323	2,311	3,554	4,252
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	3	-23	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-63	-102	0	0	0
加：投资收益及其他	577	483	468	468	468
营业利润	3,680	3,603	2,775	4,019	4,716
加：营业外净收入	-1,028	-200	0	0	0
利润总额	2,652	3,402	2,775	4,019	4,716
减：所得税	508	529	346	533	637
净利润	2,144	2,874	2,429	3,486	4,079
少数股东损益	734	1,062	899	1,290	1,509
归属于母公司所有者的净利润	1,410	1,811	1,530	2,196	2,570

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。