

鲁西化工（000830.SZ）

短期盈利承压，营收稳增显韧性

优于大市

核心观点

公司 2025 年上半年营收同比增长，归母净利同比下滑。2025 年上半年公司实现营收 147.4 亿元（同比+5.0%），归母净利润 7.6 亿元（同比-34.8%）；其中二季度营收 74.5 亿元（同比+2.2%，环比+2.2%），归母净利润 3.5 亿元（同比-41.9%，环比-15.1%）；毛利率/净利率为 13.2%/4.7%，期间费用率 5.8%。利润下滑主要因化工新材料板块受原料价格波动及下游需求疲软影响，叠加部分产品竞争加剧致盈利空间压缩。

核心业务化工新材料营收同比增长，毛利率下滑。公司化工新材料业务 2025 年上半年营收 97.4 亿元（占比 66.1%，同比+2.4%），毛利率 11.4%（同比-9.8pct）。多元醇仍为公司利润核心来源，上半年公司销售多元醇/六氟丙烯等氟材料/己内酰胺/聚碳酸酯的全资子公司净利润分别为 2.36/0.63/-1.69/-1.38 亿元。2025 年上半年，聚碳酸酯、尼龙 6、多元醇、有机硅等产品受下游需求疲弱、供给竞争加剧等影响价格偏弱、利润压缩。氟材料产品表现分化，聚四氟乙烯价格同比下滑，聚全氟乙丙烯价格同比提升，六氟丙烯价格震荡，二氟甲烷（R32）因配额收紧持续供不应求、价格走高。据卓创资讯，二季度 R32 市场均价 50269 元（同比+49%，环比+14%），公司拥有 R32 产能 3 万吨，2025 年生产配额 4143 吨（其中内用 2726 吨）。

基础化工板块营收与毛利率均同比提升。2025 年上半年公司基础化工业务营收 29.6 亿元（占比 20.1%，同比+5.1%），毛利率 22.1%（同比+8.8pct），营收与毛利率均改善。上半年公司销售甲酸/氯甲烷/DMF 的全资子公司净利润分别为 1.36/0.96/-0.15 亿元。甲酸盈利相对较好，二季度甲酸市场均价 2764 元/吨（同比+5%）；甲烷氯化物行业，二氯甲烷因下游制冷剂 R32 需求旺季及锂电池隔膜行业增速较快，开工较好，价格高于去年同期，一氯甲烷、三氯甲烷则表现低迷；氯碱行业中，烧碱因下游氧化铝产能利用率大幅提升需求增长，价格明显高于去年同期，关联产品液氯价格偏低限制开工率。

化肥板块营收同比增长，盈利能力略降。化肥业务 2025 年上半年营收 17.8 亿元（占比 12.1%，同比+22.4%），毛利率 5.8%（同比-1.6pct）。报告期内，化肥产品产销量增加，主要得益于新项目副产硫酸铵产销量提升及复合肥市场行情带动，但受成本等因素影响，毛利率小幅下滑。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧风险等。

投资建议：公司产业链丰富，盈利弹性较大，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.47/14.60/15.90 亿元，对应每股收益为 0.76/0.76/0.83 元，对应当前股价 PE 为 17.1/17.0/15.6 X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,358	29,763	31,917	34,690	37,502
(+/-%)	-16.5%	17.4%	7.2%	8.7%	8.1%
归母净利润(百万元)	819	2029	1447	1460	1590
(+/-%)	-74.1%	147.8%	-28.7%	0.9%	8.9%
每股收益(元)	0.43	1.06	0.76	0.76	0.83
EBIT Margin	6.5%	8.7%	7.6%	6.8%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	10.9%	7.4%	7.2%	7.5%
市盈率 (PE)	30.4	12.2	17.1	17.0	15.6
EV/EBITDA	11.1	8.8	8.3	7.7	7.7
市净率 (PB)	1.47	1.33	1.27	1.22	1.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.98 元
总市值/流通市值	24794/24716 百万元
52 周最高价/最低价	13.76/9.59 元
近 3 个月日均成交额	266.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《鲁西化工（000830.SZ）-2024 年归母净利高增，主营产品量利齐升》——2025-04-30
- 《鲁西化工（000830.SZ）-二季度净利环比提升，化工新材料盈利改善》——2024-08-29
- 《鲁西化工（000830.SZ）-上半年净利同比大增，丁辛醇贡献主要增量》——2024-07-08
- 《鲁西化工（000830.SZ）-化工平台型企业，产品景气度有望回暖》——2024-06-07

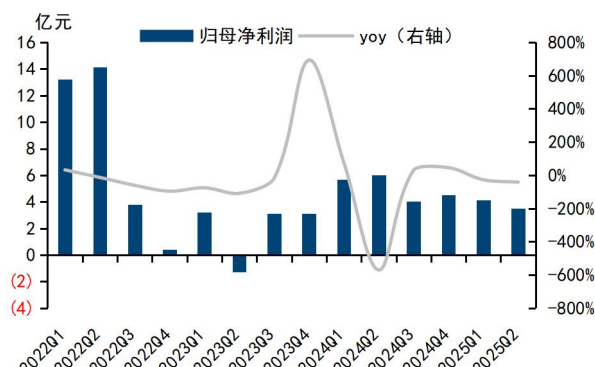
公司 2025 年上半年营收同比增长，归母净利同比下滑。2025 年上半年公司实现营收 147.4 亿元（同比+5.0%），归母净利润 7.6 亿元（同比-34.8%），扣非归母净利润 6.9 亿元（同比-43.0%）；2025 年二季度营收 74.5 亿元（同比+2.2%，环比+2.2%），归母净利润 3.5 亿元（同比-41.9%，环比-15.1%），扣非归母净利润 3.0 亿元（同比-51.5%，环比-20.9%）。毛利率为 13.2%（同比-4.4pct，环比+0.6pct），净利率为 4.7%（同比-3.6pct，环比-0.9pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.3%、1.6%、3.3%、0.6%，总费用率 5.8%（同比-0.7pct，环比+0.9pct）。利润下滑主要因化工新材料板块受原料价格波动及下游需求疲软影响，叠加部分产品竞争加剧致盈利空间压缩。

图1：鲁西化工单季度营业收入（亿元）及同比增速



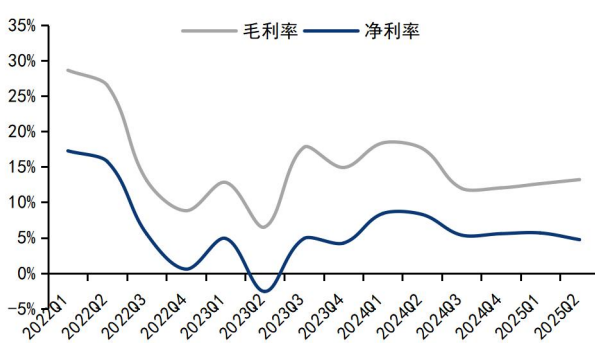
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：鲁西化工单季度归母净利润（亿元）及同比增速



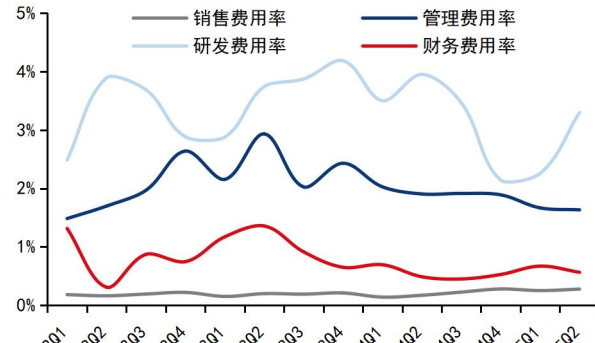
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：鲁西化工单季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：鲁西化工单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

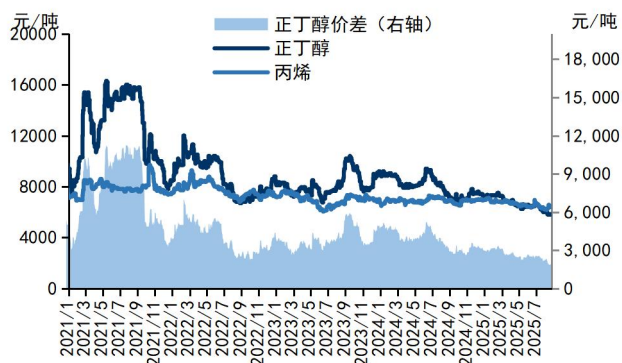
核心业务化工新材料营收同比增长，毛利率下滑。公司化工新材料业务 2025 年上半年营收 97.4 亿元（占比 66.1%，同比+2.4%），毛利率 11.4%（同比-9.8pct）。多元醇仍为公司利润核心来源，上半年公司销售多元醇/六氟丙烯等氟材料/己内酰胺/聚碳酸酯的全资子公司净利润分别为 2.36/0.63/-1.69/-1.38 亿元。2025 年上半年，聚碳酸酯原料双酚 A 产能扩张及成本倒挂，国内消费量无明显变化；尼龙 6 行业因纯苯价格波动、纺织出口受限及产能增加，竞争加剧；多元醇下游房地产、基建行业需求减少，价格持续下滑，利润压缩；有机硅受传统行业房地产低迷及新产能释放影响，DMC 等中间体价格在二季度明显下滑；氟材料产品表

现分化，聚四氟乙烯价格同比下滑，聚全氟乙丙烯价格同比提升，六氟丙烯价格震荡，二氟甲烷（R32）因配额收紧持续供不应求、价格走高，据卓创资讯，二季度 R32 市场均价 50269 元（同比+49%，环比+14%）。公司拥有 R32 产能 3 万吨，2025 年生产配额 4143 吨（其中内用生产配额 2726 吨），根据今年 4 月 25 日公司公告的《氟产品框架合作协议》，其生产的 R32 产品除公司自用外，全部委托关联方中化蓝天集团有限公司统一销售。

基础化工板块营收与毛利率均同比提升。2025 年上半年公司基础化工业务营收 29.6 亿元（占比 20.1%，同比+5.1%），毛利率 22.1%（同比+8.8pct），营收与毛利率均改善。上半年公司销售甲酸/氯甲烷/DMF 的全资子公司净利润分别为 1.36/0.96/-0.15 亿元。甲酸盈利相对较好，二季度甲酸市场均价 2764 元/吨（同比+5%，环比-11%）；甲烷氯化物行业有新产能释放，二氯甲烷因下游制冷剂 R32 需求旺季及锂电池隔膜行业增速较快，开工较好，价格高于去年同期，一氯甲烷、三氯甲烷价格则因下游需求偏弱表现低迷；DMF 因停车检修装置复产致供应充足，下游浆料等行业开工率低，市场价格持续走低；氯碱行业中，烧碱因下游氧化铝产能利用率大幅提升需求增长，价格明显高于去年同期，关联产品液氯价格偏低限制开工率。

化肥板块营收同比增长，盈利能力略降。化肥业务 2025 年上半年营收 17.8 亿元（占比 12.1%，同比+22.4%），毛利率 5.8%（同比-1.6pct），营收增长但盈利能力略有下降。报告期内，化肥产品产销量增加，主要得益于新项目副产硫酸铵产销量提升及复合肥市场行情带动，但受成本等因素影响，毛利率小幅下滑。

图5: 正丁醇价格及价差（元/吨）



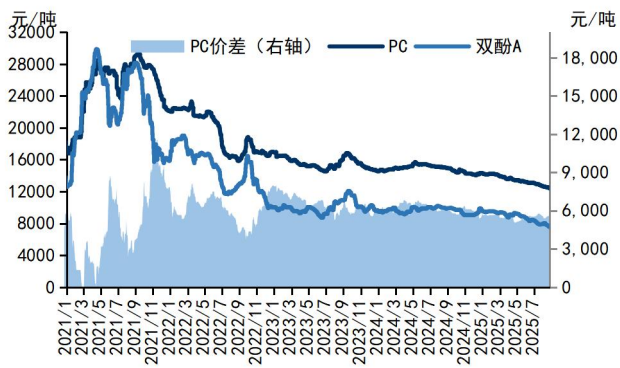
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 辛醇价格及价差（元/吨）



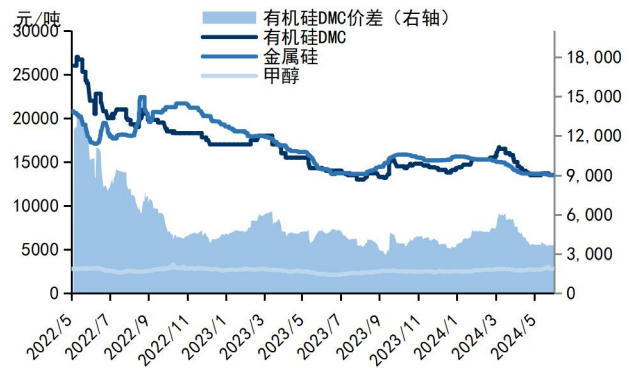
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 聚碳酸酯(PC) 价格及价差(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 有机硅 DMC 价格及价差(元/吨)



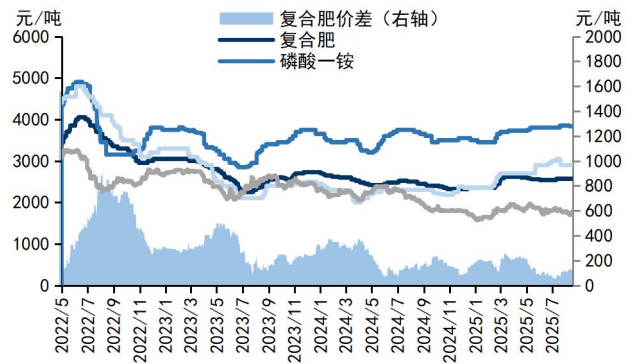
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 二氯甲烷价格及价差(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 复合肥价格及价差(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司产业链丰富，盈利弹性较大，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.47/14.60/15.90 亿元，对应每股收益为 0.76/0.76/0.83 元，对应当前股价 PE 为 17.1/17.0/15.6 X，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	总市值(百万元)	EPS			PE			PB(MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.68	52,401.07	1.84	2.06	2.19	13.4	12.0	11.3	1.7
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	14.00	15,239.31	0.61	1.04	1.42	22.9	13.5	9.9	2.1
600409.SH	三友化工	无评级	5.92	12,220.95	0.24	0.32	0.41	24.5	18.5	14.3	0.9
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.98	24,794.04	1.07	0.76	0.76	12.2	17.1	17.0	1.3

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 8 月 21 日, 无评级公司盈利预测来源于 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	394	721	3865	3021	3995	营业收入	25358	29763	31917	34690	37502
应收款项	69	94	101	104	116	营业成本	21948	25350	27461	30202	32998
存货净额	1597	1737	1924	2128	2294	营业税金及附加	192	238	249	274	294
其他流动资产	419	475	611	597	654	销售费用	48	62	63	70	75
流动资产合计	2479	3027	6501	5851	7060	管理费用	597	574	613	629	690
固定资产	27476	27971	24359	23935	24156	研发费用	933	960	1102	1158	1274
无形资产及其他	2322	2358	2279	2201	2122	财务费用	251	159	278	208	179
投资性房地产	2959	2866	2866	2866	2866	投资收益	3	5	5	5	5
长期股权投资	47	47	45	43	42	资产减值及公允价值变动	(427)	(229)	(328)	(328)	0
资产总计	35282	36268	36051	34896	36246	其他收入	(764)	(721)	(1102)	(1158)	(1274)
短期借款及交易性金融负债	10719	6495	5005	3000	3000	营业利润	1133	2434	1828	1825	1997
应付款项	1748	1692	1821	2143	2238	营业外净收支	(80)	68	(6)	(6)	(6)
其他流动负债	1413	2356	2763	2592	3065	利润总额	1053	2502	1822	1819	1991
流动负债合计	13880	10543	9588	7734	8304	所得税费用	233	471	373	358	400
长期借款及应付债券	3272	5921	5921	5921	5921	少数股东损益	1	2	2	2	2
其他长期负债	1108	988	929	824	730	归属于母公司净利润	819	2029	1447	1460	1590
长期负债合计	4380	6909	6850	6745	6650	现金流量表（百万元）					
负债合计	18260	17452	16438	14479	14954	净利润	819	2029	1447	1460	1590
少数股东权益	127	135	136	137	138	资产减值准备	96	(192)	4321	576	(84)
股东权益	16896	18681	19477	20280	21154	折旧摊销	2249	2224	2512	2771	3009
负债和股东权益总计	35282	36268	36051	34896	36246	公允价值变动损失	427	229	328	328	0
关键财务与估值指标						财务费用	251	159	278	208	179
每股收益	0.43	1.06	0.76	0.76	0.83	营运资本变动	(1769)	434	4491	428	156
每股红利	0.87	0.31	0.34	0.34	0.37	其它	(97)	193	(4320)	(575)	85
每股净资产	8.82	9.78	10.20	10.62	11.07	经营活动现金流	1725	4917	8779	4988	4755
ROIC	4%	7%	6%	7%	6%	资本开支	0	(2155)	(3495)	(3172)	(3067)
ROE	5%	11%	7%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	13%	15%	14%	13%	12%	投资活动现金流	4	(2155)	(3493)	(3171)	(3066)
EBIT Margin	6%	9%	8%	7%	6%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	15%	15%	14%	负债净变化	1293	1649	0	0	0
收入增长	-16%	17%	7%	9%	8%	支付股利、利息	(1671)	(585)	(651)	(657)	(715)
净利润增长率	-74%	148%	-29%	1%	9%	其它融资现金流	(880)	(4562)	(1490)	(2005)	0
资产负债率	52%	48%	46%	42%	42%	融资活动现金流	(1630)	(2435)	(2141)	(2662)	(715)
股息率	6.7%	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	现金净变动	99	327	3144	(845)	975
P/E	30.4	12.2	17.1	17.0	15.6	货币资金的期初余额	295	394	721	3865	3021
P/B	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	货币资金的期末余额	394	721	3865	3021	3995
EV/EBITDA	11.1	8.8	8.3	7.7	7.7	企业自由现金流	0	2596	5440	1920	1834
						权益自由现金流	0	(318)	3728	(252)	1691

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032