

华鲁恒升（600426.SH）

二季度盈利环比改善，新项目稳步推进

优于大市

核心观点

公司2025年二季度盈利环比改善。公司2025年二季度营收79.9亿元（同比-11.2%，环比+2.8%），归母净利润8.6亿元（同比-25.6%，环比+21.9%）；毛利率为19.6%（同比-1.0pct，环比+3.3pct），净利率为12.0%（同比-1.9pct，环比+2.1pct）；期间费用率4.5%（同比+1.1pct，环比+0.4pct）。业绩环比提升主要得益于主营产品销量增长及部分产品价格修复。

二季度主营产品销量提升。得益于新项目达产及技改扩能，二季度新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量73.97/143.07/14.60/40.32万吨，同比+7%/+30%/-0.2%/+4%，环比+11%/-2%/+8%/+20%；对应营收38.66/19.81/5.94/8.86亿元，占比48%/25%/7%/11%，新能源新材料营收占比较高。2025年8月，荆州基地一体化项目部分装置顺利投产，新增20万吨/年BD0、5万吨/年NMP产能，进一步完善产业链布局。

上半年化肥和醋酸板块毛利率相对较高，煤价下跌助力公司成本下降。上半年公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品毛利率为9%/31%/12%/33%，同比-7/-4/+4/+6pct。化肥板块和醋酸及衍生品盈利水平相对较高，成为重要支撑。二季度公司主要产品及原材料价格多下行，尿素/辛醇/己内酰胺/醋酸价格1877/7549/9180/2498元/吨，同比-17%/-23%/-30%/-19%，环比+8%/-3%/-13%/-10%；价差869/3351/1063/1131元/吨，同比-27%/-37%/-55%/-30%，环比+26%/+1%/-18%/-11%。尿素市场因春耕需求环比上涨，叠加煤价下跌价差环比提升；辛醇、己内酰胺、醋酸市场受供求关系影响价格下滑。原料端，二季度陕西神木烟煤坑口价588元/吨（同比-29%，环比-16%），煤价延续下跌趋势，助力公司成本下降。

公司提质增效重回报，积极推进新项目。公司推进“提质增效重回报”行动方案，通过优化运营管理提升企业效益。2025年半年度公司拟每10股派现2.50元（含税），增加分红频次且保持稳定；公司拟2-3亿元回购股份用于注销，截至六月末已斥资4809.98万元回购230万股。另外，公司拟投资30.39亿元建设气化平台升级改造项目，将有助于提升生产效率和能源利用水平，增强核心竞争力。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司成本优势相对稳固，新产能助销量增长，然而由于下游需求偏弱，且公司产品多数面临供给过剩压力，我们下调公司2025-2027年公司归母净利润预测为33.94/40.20/43.58亿元（原值为43.7/46.5/47.8亿元），对应EPS为1.60/1.89/2.05元，对应当前股价PE为15.5/13.1/12.1X，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)	27,260	34,226	32,241	34,046	36,123
(+/-%)	-9.9%	25.6%	-5.8%	5.6%	6.1%
归母净利润(百万元)	3576	3903	3394	4020	4358
(+/-%)	-43.1%	9.1%	-13.0%	18.5%	8.4%
每股收益(元)	1.68	1.84	1.60	1.89	2.05
EBIT Margin	16.6%	15.0%	14.4%	15.8%	15.8%
净资产收益率(ROE)	12.4%	12.6%	10.3%	11.6%	11.8%
市盈率(PE)	14.7	13.5	15.5	13.1	12.1
EV/EBITDA	10.3	8.4	8.4	7.5	7.1
市净率(PB)	1.82	1.70	1.60	1.51	1.43

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	24.78元
总市值/流通市值	52613/52513百万元
52周最高价/最低价	28.78/19.73元
近3个月日均成交额	410.23百万元

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

- 《华鲁恒升（600426.SH）-四季度归母净利同环比提升，多项目持续推进》——2025-03-29
- 《华鲁恒升（600426.SH）-20万吨己二酸装置投产，尼龙66项目推进》——2024-12-12
- 《华鲁恒升（600426.SH）-二季度净利同环比提升，荆州项目进展顺利》——2024-08-22
- 《华鲁恒升（600426.SH）-一季度营收净利双增，低成本竞争战略不改》——2024-04-25
- 《华鲁恒升（600426.SH）-业绩短期承压，新产能顺利投放》——2024-03-31

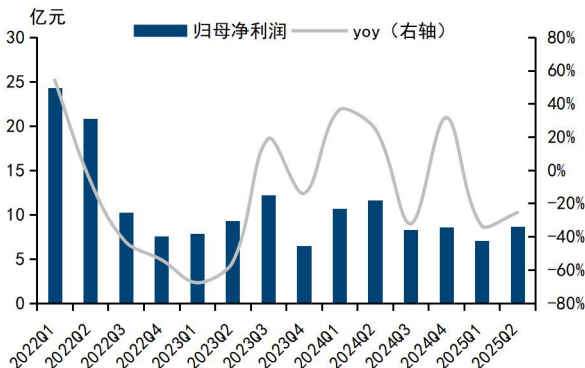
公司 2025 年二季度盈利环比改善。公司 2025 年二季度营收 79.9 亿元（同比-11.2%，环比+2.8%），归母净利润 8.6 亿元（同比-25.6%，环比+21.9%），扣非归母净利润 8.6 亿元（同比-26.7%，环比+21.7%）。毛利率为 19.6%（同比-1.0pct，环比+3.3pct），净利率为 12.0%（同比-1.9pct，环比+2.1pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.3%、1.0%、2.4%、0.8%，总费用率 4.5%（同比+1.1pct，环比+0.4pct）。业绩环比提升主要得益于主营产品销量增长及部分产品价格修复。

图1：华鲁恒升季度营业收入（亿元）



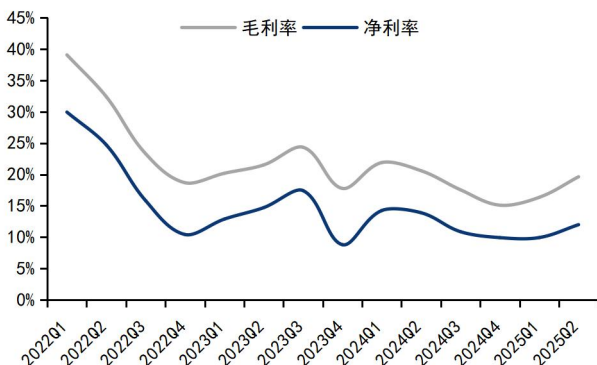
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华鲁恒升季度归母净利润（亿元）



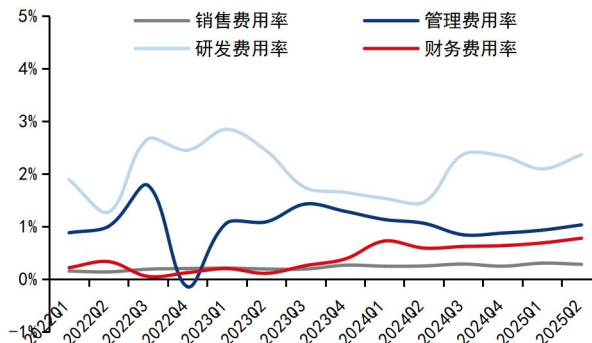
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华鲁恒升季度毛利率、净利率



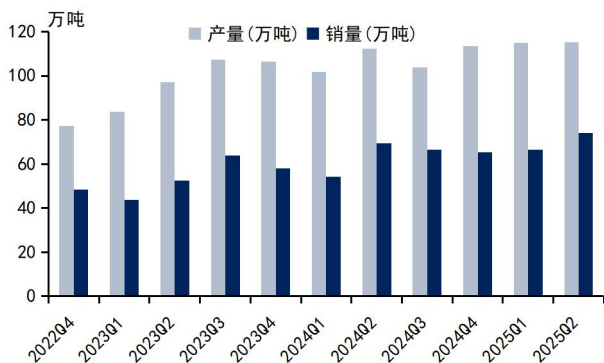
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华鲁恒升季度销售、管理、研发、财务费用率

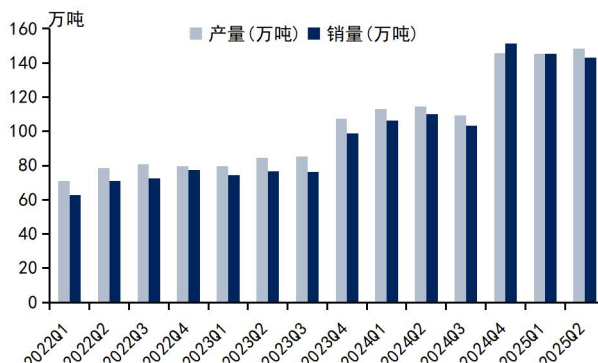


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

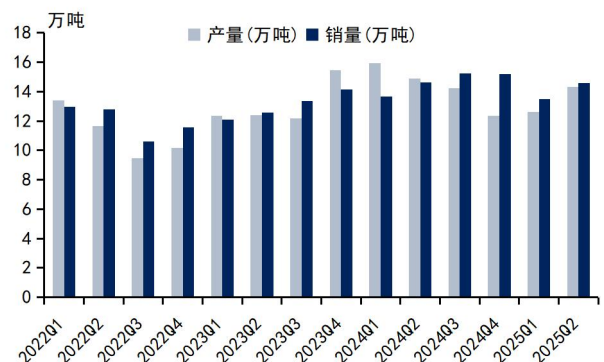
二季度主营产品销量提升。得益于新项目达产及技改扩能，二季度新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量 73.97/143.07/14.60/40.32 万吨，同比分别 +7%/+30%/-0.2%/+4%，环比分别 +11%/-2%/+8%/+20%；对应营收分别为 38.66/19.81/5.94/8.86 亿元，占比分别为 48%/25%/7%/11%，新能源新材料主导营收。2025 年 8 月，控股子公司华鲁恒升(荆州)有限公司一体化项目部分装置顺利投产，新增 20 万吨/年 BDO、5 万吨/年 NMP 产能，进一步完善产业链布局。

图5: 华鲁恒升新能源新材料相关产品产销量 (万吨)


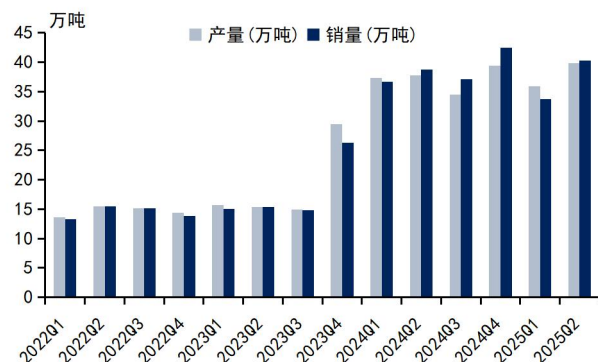
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 华鲁恒升肥料产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 华鲁恒升有机胺产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

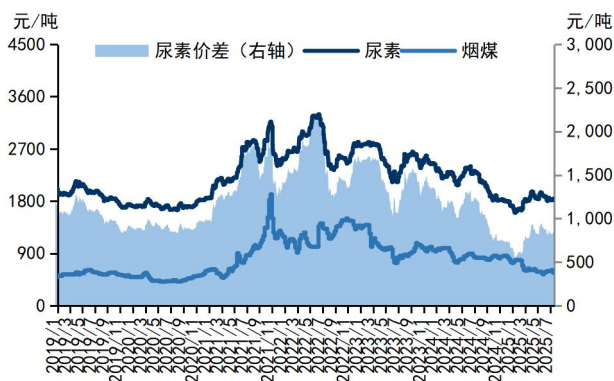
图8: 华鲁恒升醋酸及衍生品产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上半年化肥和醋酸板块毛利率相对较高, 煤价下跌助力公司成本下降。上半年公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品毛利率为 9%/31%/12%/33%, 同比-7/-4/+4/+6 pct。化肥板块和醋酸及衍生品盈利水平相对较高, 成为重要支撑。二季度公司主要产品及原材料价格多呈下行趋势, 尿素/辛醇/己内酰胺/醋酸价格 1877/7549/9180/2498 元/吨, 同比-17%/-23%/-30%/-19%, 环比+8%/-3%/-13%/-10%; 价差 869/3351/1063/1131 元/吨, 同比-27%/-37%/-55%/-30%, 环比+26%/+1%/-18%/-11%。尿素市场因春耕需求环比上涨; 辛醇在丙烯成本支撑弱化与下游需求疲软双重挤压下价格震荡走低; 己内酰胺、醋酸市场受供求关系影响价格整体呈下滑趋势。原料端, 二季度陕西神木烟煤坑口价 588 元/吨 (同比-29%, 环比-16%), 煤价延续下跌趋势助力公司成本下降, 尿素价差环比提升。预计 2025 年我国煤炭保持供需宽松, 煤价中枢或仍将下移。

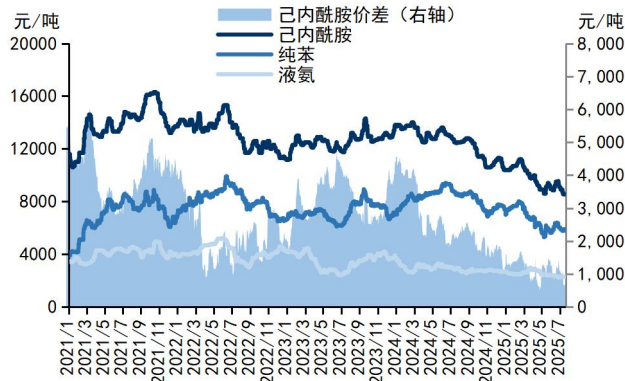
公司提质增效重回报, 积极推进新项目。公司推进“提质增效重回报”行动方案, 通过优化运营管理提升企业效益。2025 年半年度公司拟每 10 股派现 2.50 元 (含税), 增加分红频次且保持稳定; 公司拟 2-3 亿元回购股份用于注销, 截至六月末已斥资 4809.98 万元回购 230 万股。另外, 公司拟投资 30.39 亿元建设气化平台升级改造项目, 将有助于提升生产效率和能源利用水平, 增强核心竞争力。

图9: 尿素价格及价差 (元/吨)



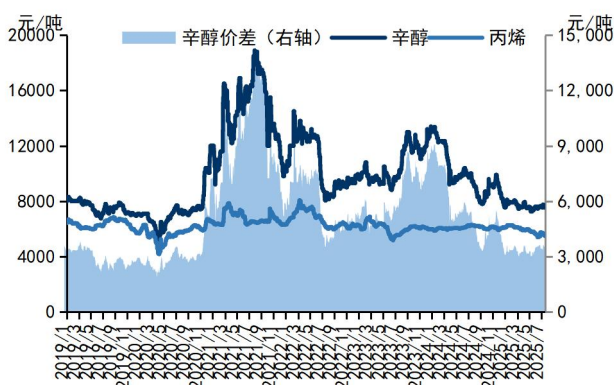
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 己内酰胺价格及价差 (元/吨)



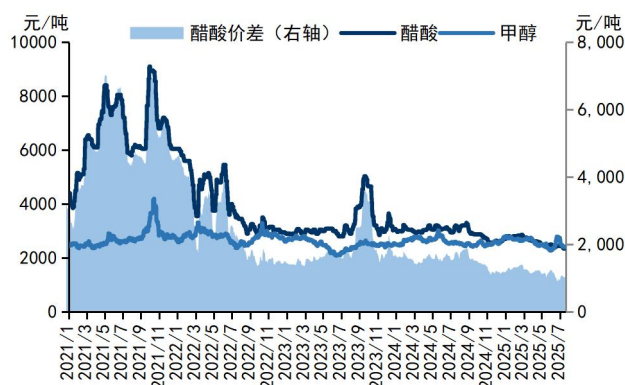
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 辛醇价格及价差 (元/吨)



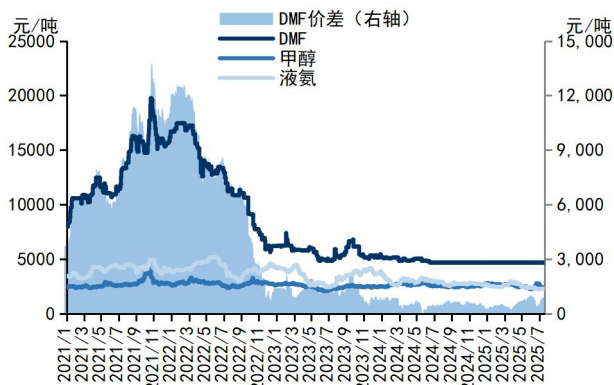
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 醋酸价格及价差 (元/吨)



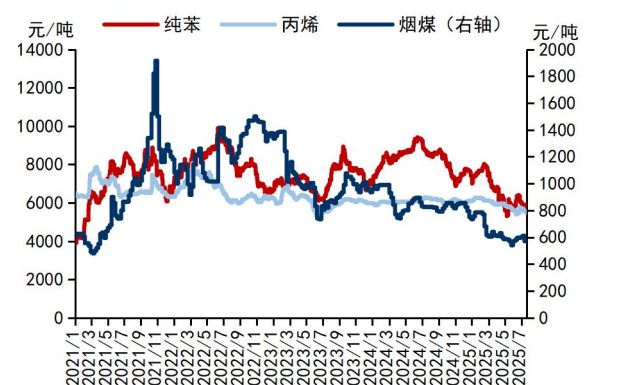
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: DMF 价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 纯苯、丙烯、烟煤市场价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司成本优势相对稳固, 新产能助销量增长, 然而由于下游需求偏弱, 且公司产品多数面临供给过剩压力, 我们下调公司 2025-2027 年公司归母净利润预测为 33.94/40.20/43.58 亿元 (原值为 43.7/46.5/47.8 亿元), 对应 EPS 为 1.60/1.89/2.05

元，对应当前股价 PE 为 15.5/13.1/12.1X，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	
600989.SH	宝丰能源	优于大市	16.27	119,313.77	0.87	1.66	1.69	18.7	9.8	9.6	2.7
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	12.94	24,717.63	1.07	0.76	0.76	12.2	17.0	17.0	1.3
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	13.95	15,184.88	0.61	1.04	1.42	22.8	13.4	9.8	2.0
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.78	52,613.39	1.84	1.60	1.89	13.5	15.5	13.1	1.7

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 22 日。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2041	1398	2252	5916	9499	营业收入	27260	34226	32241	34046	36123
应收款项	75	136	128	121	139	营业成本	21576	27821	26270	27244	28953
存货净额	1493	1319	1448	1518	1511	营业税金及附加	190	201	216	222	230
其他流动资产	4313	4522	4582	4908	5038	销售费用	60	89	70	79	85
流动资产合计	7923	7374	8410	12463	16186	管理费用	336	335	386	417	418
固定资产	32142	34888	35712	34310	32733	研发费用	578	661	652	690	720
无形资产及其他	1947	2367	2273	2178	2083	财务费用	68	220	312	250	162
投资性房地产	2040	2028	2028	2028	2028	投资收益	8	(32)	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(40)	(28)	(31)	(33)	0
资产总计	44051	46658	48423	50979	53030	其他收入	(570)	(492)	(652)	(690)	(720)
短期借款及交易性金融负债	482	1198	718	799	905	营业利润	4428	5008	4309	5117	5560
应付款项	3807	3149	3092	3598	3464	营业外净收支	(148)	7	0	0	0
其他流动负债	1499	1179	1523	1503	1486	利润总额	4281	5015	4309	5117	5560
流动负债合计	5788	5526	5333	5900	5855	所得税费用	658	836	678	815	896
长期借款及应付债券	7348	8224	8224	8224	8224	少数股东损益	47	276	237	281	306
其他长期负债	478	80	99	47	(97)	归属于母公司净利润	3576	3903	3394	4020	4358
长期负债合计	7826	8305	8324	8271	8127	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13614	13830	13657	14170	13982	净利润	3576	3903	3394	4020	4358
少数股东权益	1547	1810	1936	2070	2216	资产减值准备	36	(6)	33	4	(3)
股东权益	28891	31018	32830	34739	36832	折旧摊销	1889	2748	3206	3460	3674
负债和股东权益总计	44051	46658	48423	50979	53030	公允价值变动损失	40	28	31	33	0
						财务费用	68	220	312	250	162
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	3939	(1464)	159	47	(436)
每股收益	1.68	1.84	1.60	1.89	2.05	其它	(14)	125	93	129	149
每股红利	0.91	1.04	0.75	0.99	1.07	经营活动现金流	9464	5333	6916	7694	7743
每股净资产	13.61	14.61	15.46	16.36	17.35	资本开支	(13375)	(5411)	(4000)	(2000)	(2000)
ROIC	11%	10%	9%	10%	12%	其它投资现金流	1406	0	0	0	0
ROE	12%	13%	10%	12%	12%	投资活动现金流	(11969)	(5411)	(4000)	(2000)	(2000)
毛利率	21%	19%	19%	20%	20%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	15%	14%	16%	16%	负债净变化	4092	876	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	24%	26%	26%	支付股利、利息	(1935)	(2218)	(1582)	(2111)	(2266)
收入增长	-10%	26%	-6%	6%	6%	其它融资现金流	(1624)	2119	(480)	82	106
净利润增长率	-43%	9%	-13%	18%	8%	融资活动现金流	2697	(565)	(2062)	(2030)	(2160)
资产负债率	34%	34%	32%	32%	31%	现金净变动	193	(643)	854	3664	3583
股息率	3.7%	4.2%	3.0%	4.0%	4.3%	货币资金的期初余额	1849	2041	1398	2252	5916
P/E	14.7	13.5	15.5	13.1	12.1	货币资金的期末余额	2041	1398	2252	5916	9499
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	137	3281	6042	6034
EV/EBITDA	10.3	8.4	8.4	7.5	7.1	权益自由现金流	0	3132	2538	5913	6004

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