

2025年08月25日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中期分红回馈股东，新项目推进助力长期成长

—华鲁恒升（600426.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

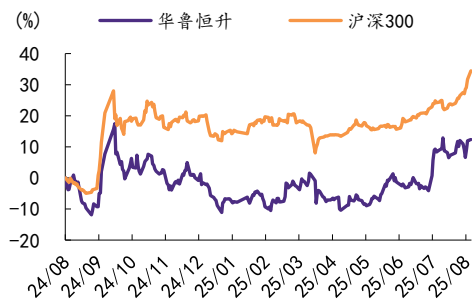
分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：覃前 S1050124070019
qinqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-25

| | |
|------------|------------|
| 当前股价(元) | 26.06 |
| 总市值(亿元) | 553 |
| 总股本(百万股) | 2123 |
| 流通股本(百万股) | 2119 |
| 52周价格范围(元) | 19.88-26.6 |
| 日均成交额(百万元) | 422.68 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《华鲁恒升（600426）：新项目增量落地，业绩实现稳健增长》2025-04-01
- 《华鲁恒升（600426）：装置检修叠加产品利差收窄，公司Q3业绩承压》2024-11-08
- 《华鲁恒升（600426）：产能放量构筑业绩，增收扩盈持续发力》2024-08-24

华鲁恒升发布2025年半年度报告：公司2025年上半年实现营业收入157.64亿元，同比-7.14%；实现归母净利润15.69亿元，同比-29.47%。

分季度来看，2025Q2单季度实现营业收入79.92亿元，同比-11.17%，环比+2.84%；实现归母净利润8.62亿元，同比-25.62%，环比+21.95%。

投资要点

25H1 公司利润同比下降主因价格承压

2025H1 公司利润同比下降的原因为公司主要产品价格承压下行，且销量增长未能抵消价格降幅。公司主要业务板块包括新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺、醋酸及衍生品等：新能源材料方面，公司拥有PA6产能20万吨、己内酰胺产能30万吨、己二酸产能52.66万吨、异辛醇产能20万吨、碳酸二甲酯产能60万吨；肥料方面，拥有尿素产能307万吨；有机胺系列产品方面，拥有DMF产能48万吨；醋酸及衍生品方面，拥有醋酸产能150万吨。

25H1 财务费用率基本稳定，现金流同比减少

期间费用方面，公司2025年上半年销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.04/-0.11/+0.08/+0.73pct。销售费用率上升主要因销售人员工资增加；研发费用率上升主要因费用化研发投入增加。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额同比减少19.84%，主要因产品销售收入下降致现金流入减少。

半年度分红回馈股东，新项目继续稳步推进

2025H1 公司稳定保持分红政策，半年度现金分红积极回馈股东，每股派发现金红利0.25元，现金分红合计5.3亿元，股利支付率为33.76%。

此外，2025上半年公司统筹推进项目规划、加速新项目落地、高效推进两地项目投产，形成多层次项目梯队。酰胺原料优化升级项目建成投，为产业链延伸奠定坚实基础；20万吨/年二元酸项目、荆州恒升BDO和NMP一体化项目均已接近收尾阶段，同时多个储备项目已启动前期准备工作为公司高

质量发展积极争取资源要素。

当前国际经济环境和格局深度调整，“内卷式”竞争加剧。在当前复杂严峻的形势下，公司将进一步加大技术投入，根据行业趋势和市场需求，突破关键核心技术，培育壮大新质生产力。同时坚持目标导向和效益导向，继续抓好现有工艺装置的研究，聚焦集约利用、控潜降耗、节能减排、提质增盈、在线优化创新，巩固低成本竞争优势。

■ 盈利预测

考虑到公司主要产品价格承压，本次略下调盈利预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.45、42.42、48.22 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15.2、13.0、11.5 倍，但考虑到公司新项目稳步推进，仍有望维持业绩韧性，因此维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

下游需求波动风险；产品价格下跌风险；原材料价格上涨风险；新建项目不及预期等风险。

| 预测指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 34,226 | 34,851 | 37,003 | 40,048 |
| 增长率（%） | 25.6% | 1.8% | 6.2% | 8.2% |
| 归母净利润（百万元） | 3,903 | 3,645 | 4,242 | 4,822 |
| 增长率（%） | 9.1% | -6.6% | 16.4% | 13.7% |
| 摊薄每股收益（元） | 1.84 | 1.72 | 2.00 | 2.27 |
| ROE（%） | 11.9% | 10.5% | 11.5% | 12.3% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 1,398 | 5,350 | 9,469 | 13,754 |
| 应收款 | 136 | 138 | 147 | 159 |
| 存货 | 1,319 | 1,373 | 1,441 | 1,551 |
| 其他流动资产 | 4,522 | 4,604 | 4,889 | 5,291 |
| 流动资产合计 | 7,374 | 11,466 | 15,945 | 20,755 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 30,056 | 30,526 | 29,481 | 27,911 |
| 在建工程 | 4,123 | 1,649 | 660 | 264 |
| 无形资产 | 2,367 | 2,249 | 2,131 | 2,018 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 2,737 | 2,737 | 2,737 | 2,737 |
| 非流动资产合计 | 39,283 | 37,161 | 35,008 | 32,930 |
| 资产总计 | 46,658 | 48,627 | 50,953 | 53,685 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款、票据 | 3,149 | 3,278 | 3,440 | 3,702 |
| 其他流动负债 | 1,848 | 1,848 | 1,848 | 1,848 |
| 流动负债合计 | 5,526 | 5,664 | 5,859 | 6,169 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 8,224 | 8,224 | 8,224 | 8,224 |
| 其他非流动负债 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 非流动负债合计 | 8,305 | 8,305 | 8,305 | 8,305 |
| 负债合计 | 13,830 | 13,969 | 14,164 | 14,474 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 2,123 | 2,123 | 2,123 | 2,123 |
| 股东权益 | 32,828 | 34,658 | 36,789 | 39,211 |
| 负债和所有者权益 | 46,658 | 48,627 | 50,953 | 53,685 |

| 现金流量表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 4178 | 3902 | 4542 | 5162 |
| 少数股东权益 | 276 | 257 | 300 | 341 |
| 折旧摊销 | 2748 | 2122 | 2148 | 2072 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -2233 | -1 | -166 | -215 |
| 经营活动现金净流量 | 4968 | 6281 | 6824 | 7360 |
| 投资活动现金净流量 | -5075 | 2004 | 2035 | 1965 |
| 筹资活动现金净流量 | 4059 | -2071 | -2411 | -2740 |
| 现金流量净额 | 3,952 | 6,213 | 6,448 | 6,585 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 34,226 | 34,851 | 37,003 | 40,048 |
| 营业成本 | 27,821 | 28,753 | 30,172 | 32,478 |
| 营业税金及附加 | 201 | 205 | 218 | 236 |
| 销售费用 | 89 | 91 | 96 | 104 |
| 管理费用 | 335 | 341 | 362 | 392 |
| 财务费用 | 220 | 220 | 105 | -15 |
| 研发费用 | 661 | 673 | 714 | 773 |
| 费用合计 | 1,305 | 1,325 | 1,278 | 1,254 |
| 资产减值损失 | -28 | -28 | -28 | -28 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -32 | -32 | -32 | -32 |
| 营业利润 | 5,008 | 4,677 | 5,445 | 6,189 |
| 加:营业外收入 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 减:营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 5,015 | 4,683 | 5,451 | 6,196 |
| 所得税费用 | 836 | 781 | 909 | 1,033 |
| 净利润 | 4,178 | 3,902 | 4,542 | 5,162 |
| 少数股东损益 | 276 | 257 | 300 | 341 |
| 归母净利润 | 3,903 | 3,645 | 4,242 | 4,822 |

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 25.6% | 1.8% | 6.2% | 8.2% |
| 归母净利润增长率 | 9.1% | -6.6% | 16.4% | 13.7% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 18.7% | 17.5% | 18.5% | 18.9% |
| 四项费用/营收 | 3.8% | 3.8% | 3.5% | 3.1% |
| 净利率 | 12.2% | 11.2% | 12.3% | 12.9% |
| ROE | 11.9% | 10.5% | 11.5% | 12.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 29.6% | 28.7% | 27.8% | 27.0% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 251.8 | 251.8 | 251.8 | 251.8 |
| 存货周转率 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 21.1 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 1.84 | 1.72 | 2.00 | 2.27 |
| P/E | 14.2 | 15.2 | 13.0 | 11.5 |
| P/S | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。