

华鲁恒升 (600426.SH)

公司快报

业绩环比改善，稳步推进新项目

基础化工 | 氮肥III

投资评级

增持(维持)

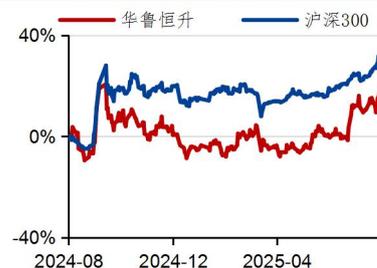
股价(2025-08-25)

26.06元

交易数据

总市值(百万元)	55,331.11
流通市值(百万元)	55,225.74
总股本(百万股)	2,123.22
流通股本(百万股)	2,119.18
12个月价格区间	25.78/20.22

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.37	14.1	-16.12
绝对收益	9.08	29.22	18.2

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.cn

相关报告

 华鲁恒升: 业绩稳中有增, 经营韧性凸显-
 华金证券-化工-公司快报-华鲁恒升
 2025.4.20

 华鲁恒升: 产销显著提升, 业绩持续增长-
 华金证券-化工-公司快报-华鲁恒升
 2024.9.6

投资要点

◆ **事件:** 华鲁恒升发布 2025 年中报, 2025 上半年实现营收 157.64 亿元, 同比下降 7.14%; 归母净利润 15.69 亿元, 同比下降 29.47%; 扣非归母净利润 15.59 亿元, 同比下降 30.29%; 毛利率 18.01%, 同比下滑 3.19pct; 净利率 10.98%, 同比下滑 3.08pct。25Q2 单季度, 实现营收 79.92 亿元, 同比下降 11.17%, 环比增长 2.84%; 归母净利润 8.62 亿元, 同比下降 25.62%, 环比增长 21.95%; 扣非归母净利润 8.56 亿元, 同比下降 26.73%, 环比增长 21.73%; 毛利率 19.63%, 同比下滑 0.96pct, 环比提升 3.28pct; 净利率 12.00%, 同比下滑 1.9pct, 环比提升 2.06pct。

◆ **顶住市场压力, 降本增效, 巩固低成本优势。** 2025 年上半年, 化工行业整体面临较大经营压力, 受产能过剩、原材料价格波动等因素影响, 化工品价格呈现下跌态势, 因此, 公司从产品结构调整、区域布局优化等多维度发力, 同时积极探索海外市场力求破局。分板块看, 2025 年上半年公司新能源材料相关产品、肥料、醋酸及衍生品、有机胺收入分别为 76.20、38.79、17.06、11.55 亿元, 同比变化-8.39%、6.43%、-16.33%、-8.53%; 毛利率分别为 8.47%、30.04%、33.41%、11.98%, 同比变化-7.03pct、-4.54pct、6.77pct、3.74pct。展望后市, 逆全球化趋势导致产业链受损, 叠加需求减少、产能过剩、同质化竞争严重, 化工行业的形势越发复杂。华鲁将进一步加大技术投入, 培育壮大新质生产力, 同时依托洁净煤气化技术, 打造柔性多联产运行模式, 挖潜降耗巩固低成本竞争优势。通过工艺优化改造、有效气体回收、强化 VOCs 及“三废”治理等举措, 实现超低超净排放优化, 上半年平台体系及主要产品煤耗、电耗、汽耗等指标均优于年初目标。

◆ **主动适应市场, 推进新项目提升产能。** 公司深度挖掘产销联动价值, 凝聚优质客户, 深耕终端市场。化肥板块应政策机遇优化调整, 化工板块以市场为导向优化渠道调整价格, 核心产品市场占有率均保持高位, 巩固了行业领导地位与话语权。同时公司高效推进两地项目投产, 夯实产业链延伸基础。截止 2025 中报, 公司拥有尼龙 6、己内酰胺、己二酸、异辛醇、碳酸二甲酯、尿素、DMF、醋酸产能分别为 20、30、52.66、20、60、307、48、150 万吨。酰胺原料优化升级项目已建成投产, 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。

◆ **投资建议:** 华鲁恒升为煤化工行业龙头公司, 具有一头多线柔性联产和低成本优势, 基于自身产业链协同随下游市场变化持续拓展产品线, 随经济复苏周期回暖带来业绩弹性。我们维持盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入分别为 366.10/388.02/409.59 亿元, 同比分别增长 7.0%/6.0%/5.6%, 归母净利润分别为 43.68/48.87/53.09 亿元, 同比分别增长 11.9%/11.9%/8.6%, 对应 PE 分别为 12.7x/11.3x/10.4x; 维持“增持”评级。

◆ **风险提示:** 新增扩产超预期; 贸易摩擦风险; 下游需求不及预期; 原材料大幅波动; 项目建设不及预期。



财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	36,610	38,802	40,959
YoY(%)	-9.9	25.6	7.0	6.0	5.6
归母净利润(百万元)	3,576	3,903	4,368	4,887	5,309
YoY(%)	-43.1	9.1	11.9	11.9	8.6
毛利率(%)	20.9	18.7	19.0	19.8	20.2
EPS(摊薄/元)	1.68	1.84	2.06	2.30	2.50
ROE(%)	11.9	12.7	12.0	12.2	12.0
P/E(倍)	15.5	14.2	12.7	11.3	10.4
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
净利率(%)	13.1	11.4	11.9	12.6	13.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	8237	8588	9229	营业收入	27260	34226	36610	38802	40959
现金	2041	1398	1773	1866	2482	营业成本	21576	27821	29657	31132	32698
应收票据及应收账款	73	134	110	125	124	营业税金及附加	190	201	230	255	263
预付账款	492	641	823	901	919	营业费用	60	89	92	97	102
存货	1493	1319	1647	1812	1821	管理费用	336	335	366	388	410
其他流动资产	3823	3883	3883	3884	3883	研发费用	578	661	732	776	819
非流动资产	36129	39283	43119	45094	48084	财务费用	68	220	209	163	103
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-36	-56	-49	-49	-57
固定资产	28941	30056	32251	33886	35431	公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019	投资净收益	8	-32	0	0	0
其他非流动资产	5241	6859	8292	8410	9634	营业利润	4428	5008	5275	5942	6507
资产总计	44051	46658	51356	53682	57313	营业外收入	8	7	0	0	0
流动负债	5788	5526	6646	6651	7277	营业外支出	156	1	0	0	0
短期借款	200	0	0	0	0	利润总额	4281	5015	5275	5942	6507
应付票据及应付账款	3807	3149	3298	3469	3639	所得税	658	836	820	932	1029
其他流动负债	1781	2377	3347	3181	3638	税后利润	3622	4178	4455	5010	5477
非流动负债	7826	8305	7427	5906	4469	少数股东损益	47	276	87	123	168
长期借款	7348	8224	7347	5826	4389	归属母公司净利润	3576	3903	4368	4887	5309
其他非流动负债	478	80	80	80	80	EBITDA	6769	8315	8168	9173	10070
负债合计	13614	13830	14073	12557	11746						
少数股东权益	1547	1810	1897	2020	2188	主要财务比率					
股本	2123	2123	2123	2123	2123	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425	成长能力					
留存收益	24581	26573	29603	33009	36734	营业收入(%)	-9.9	25.6	7.0	6.0	5.6
归属母公司股东权益	28891	31018	35386	39105	43379	营业利润(%)	-41.8	13.1	5.3	12.6	9.5
负债和股东权益	44051	46658	51356	53682	57313	归属于母公司净利润(%)	-43.1	9.1	11.9	11.9	8.6
						获利能力					
						毛利率(%)	20.9	18.7	19.0	19.8	20.2
						净利率(%)	13.1	11.4	11.9	12.6	13.0
						ROE(%)	11.9	12.7	12.0	12.2	12.0
						ROIC(%)	10.9	11.3	10.4	11.0	11.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.9	29.6	27.4	23.4	20.5
						流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
						速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	488.1	331.4	300.0	330.0	330.0
						应付账款周转率	7.9	8.0	9.2	9.2	9.2
						估值比率					
						P/E	15.5	14.2	12.7	11.3	10.4
						P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
						EV/EBITDA	9.3	7.8	7.9	6.9	6.1

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn