

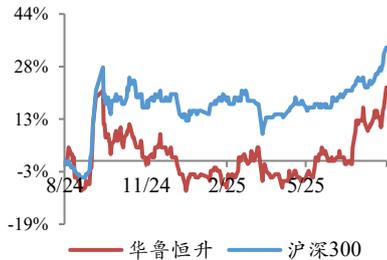
25Q2 业绩环比持续增长，新项目布局稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-26

收盘价（元）	26.06
近 12 个月最高/最低（元）	28.78/19.73
总股本（百万股）	2,123
流通股本（百万股）	2,119
流通股比例（%）	99.81
总市值（亿元）	553
流通市值（亿元）	552

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

- 四季度业绩环比改善，看好周期底部业绩弹性 2025-04-05
- 华鲁恒升：Q3 业绩短期承压，新产能落地持续成长 2024-11-01
- Q2 业绩环比改善，新产能落地持续成长 2024-08-28

主要观点：

● 事件描述

2025 年 8 月 23 日，公司发布半年度报告。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%；实现扣非归母净利润 15.59 亿元，同比-30.29%。公司 25 年 Q2 实现营收 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%；实现扣非归母净利润 8.56 亿元，同比-26.73%/环比+21.73%。

● 主营盈利环比改善，产品景气度开始上行

公司 25 年 Q2 业绩同比降幅较大，主要原因仍是行业低迷，主要产品价格持续走低；Q2 业绩环比上升，主要原因是尿素销量价格齐升，原材料煤炭价格下降，缓解部分盈利压力。公司 25Q2 营收 79.92 亿元（环比+2.84%），归母净利润 8.62 亿元（环比+21.95%），毛利率和净利率分别提升至 19.63%和 12.00%（环比+3.28%/+2.06%）。

主要产品方面，根据百川盈孚数据，25Q2 尿素均价 1804.29 元/吨，价格同比-18.35%/环比+5.30%，价格环比上涨受到春节假期结束、春耕期间需求旺盛的影响。公司上半年尿素销量 288.40 万吨，同比+33.21%，共实现营收 38.79 亿元（占总营收 24.60%），同比+6.45%。其他主要产品受产能过剩、需求偏弱、同质竞争加剧局面的影响，价格仍然下行，25 年 Q2 公司产品辛醇/己内酰胺/醋酸价格分别为 7600.00/9193.13/2669.12 元/吨，同比分别-22.63%/-29.74%/-20.49%，环比分别-2.95%/-12.65%/-7.86%，公司依据市场情况，灵活调整产品结构以最大化效益，将产销重心向尿素转移，缓解其余产品价格下行带来的压力。此外，公司坚持以销带产，25Q2 新能源新材料/化学肥料/有机胺/醋酸及衍生品销量分别为 73.97/143.07/14.60/40.32 万吨，同比分别+6.52%/+29.80%/-0.21%/+3.89%，环比分别+11.38%/-1.56%/+8.07%/+19.57%，表明公司面对市场低谷期仍能稳住经营、扩量增盈。

原材料成本方面，煤炭价格延续下跌趋势，25Q2 陕西神木烟煤坑口价 511.68 元/吨，同比-30.23%/环比-14.95%，助力公司进一步降低成本，扩大利润空间。

● 股份回购持续进行，高股息彰显回报诚意

公司强化股东回报机制，通过分红与回购优化资本结构。2025 年半年度拟每 10 股派现 2.50 元（含税），占归母净利润 33.76%。叠加股份回购计划（拟 2-3 亿元用于注销），截至 7 月末已斥资 7689.62 万元回购 350 万股，占总股本比例 0.16%。公司上半年经营活动产

生现金流 23.31 亿元，股权自由现金流 18.64 亿元，为公司回购股份、传递盈利信心、吸引长期投资者打下基础，支撑分红与投资需求。

● **研发高投入支撑产业链升级，新能源材料布局加速落地**

公司聚焦于工艺优化及新产品开发，加码研发，同时新增产能深化新能源材料与精细化工布局。公司上半年研发费用 3.52 亿元，同比大增 38.35%，坚持“精强主业、精准投资”战略，近 5 年研发投入超 50 亿元，项目投资近 300 亿元，实现 10 余个高端化工项目，推动产业链纵向延伸。2025 年 8 月荆州基地 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP、3 万吨 PBAT 产能已进入试生产阶段，进一步完善“新能源材料-精细化学品”一体化布局。同时，德州基地 20 万吨二元酸项目预计 25 年年底试车投产，公司预计投资 30.39 亿元启动气化平台升级改造项 目，提升能源利用效率及成本竞争力。当前新能源新材料营收占比已达 48%，成为第一大业务板块，高附加值产品集群逐步成型。

● **投资建议**

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 43.58、48.78、53.62 亿元。对应 PE 分别为 13、11、10 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34226	35791	38720	39604
收入同比 (%)	25.6%	4.6%	8.2%	2.3%
归属母公司净利润	3903	4358	4878	5362
净利润同比 (%)	9.1%	11.7%	11.9%	9.9%
毛利率 (%)	18.7%	19.8%	21.0%	22.5%
ROE (%)	12.6%	12.5%	12.3%	11.9%
每股收益 (元)	1.84	2.05	2.30	2.53
P/E	11.74	12.70	11.34	10.32
P/B	1.48	1.59	1.39	1.23
EV/EBITDA	6.68	6.75	5.75	5.08

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7374	8806	11349	13747	营业收入	34226	35791	38720	39604
现金	1398	1785	4115	6509	营业成本	27821	28715	30606	30708
应收账款	84	76	86	88	营业税金及附加	201	231	246	250
其他应收款	2	2	2	3	销售费用	89	83	93	95
预付账款	641	728	740	749	管理费用	335	374	408	411
存货	1319	1604	1692	1663	财务费用	220	339	369	298
其他流动资产	3931	4610	4714	4736	资产减值损失	-28	-3	-1	-2
非流动资产	39283	44137	48383	51795	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-32	130	141	0
固定资产	30056	33726	37140	39473	营业利润	5008	5480	6391	7051
无形资产	2367	2688	3023	3368	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	6859	7723	8220	8955	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	46658	52943	59731	65542	利润总额	5015	5480	6391	7051
流动负债	5526	6753	7166	7046	所得税	836	876	1030	1140
短期借款	0	0	0	0	净利润	4178	4603	5361	5911
应付账款	2304	3021	3238	3125	少数股东损益	276	245	483	549
其他流动负债	3222	3732	3928	3920	归属母公司净利润	3903	4358	4878	5362
非流动负债	8305	9305	10300	10300	EBITDA	8073	9536	10950	11938
长期借款	8224	9224	10224	10224	EPS (元)	1.84	2.05	2.30	2.53
其他非流动负债	80	81	76	76					
负债合计	13830	16058	17466	17346					
少数股东权益	1810	2054	2537	3086					
股本	2123	2123	2123	2123					
资本公积	2425	2434	2434	2434					
留存收益	26470	30273	35171	40553					
归属母公司股东权	31018	34830	39728	45110					
负债和股东权益	46658	52943	59731	65542					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	4968	8471	10062	10839	成长能力				
净利润	4178	4603	5361	5911	营业收入	25.6%	4.6%	8.2%	
折旧摊销	2812	3717	4191	4589	营业利润	13.1%	9.4%	16.6%	
财务费用	240	395	440	462	归属于母公司净利	9.1%	11.7%	11.9%	
投资损失	0	-130	-141	0	获利能力				
营运资金变动	-2312	-123	210	-125	毛利率 (%)	18.7%	19.8%	21.0%	
其他经营现金流	6540	4736	5152	6038	净利率 (%)	11.4%	12.2%	12.6%	
投资活动现金流	-5075	-8461	-8307	-8003	ROE (%)	12.6%	12.5%	12.3%	
资本支出	-5075	-8389	-8439	-8003	ROIC (%)	10.4%	10.3%	10.5%	
长期投资	0	-10	-10	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-62	141	0	资产负债率 (%)	29.6%	30.3%	29.2%	
筹资活动现金流	-388	370	555	-462	净负债比率 (%)	42.1%	43.5%	41.3%	
短期借款	-200	0	0	0	流动比率	1.33	1.30	1.58	
长期借款	876	1000	1000	0	速动比率	0.62	0.66	0.96	
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	40	9	0	0	总资产周转率	0.75	0.72	0.69	
其他筹资现金流	-1104	-638	-445	-462	应收账款周转率	486.90	447.26	476.25	
现金净增加额	-476	387	2330	2394	应付账款周转率	9.90	10.79	9.78	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。