

基础化工

2025年08月28日

华鲁恒升 (600426)

——业绩符合预期，Q2 产品量利齐升，未来规划清晰，成长路径确定性高

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司公告：**公司 2025 年上半年实现营业总收入 157.64 亿元 (YoY-7.14%)，归属于母公司股东的净利润 15.69 亿元 (YoY-29.47%)，扣非归母净利润 15.59 亿元 (YoY-30.29%)，业绩基本符合预期。其中，25Q2 实现营业总收入 79.92 亿元 (YoY-11.17%，QoQ+2.84%)，归属于母公司股东的净利润 8.62 亿元 (YoY-25.62%，QoQ+21.95%)，扣非归母净利润 8.56 亿元 (YoY-26.73%，QoQ+21.73%)，业绩符合预期。
- **25Q2 产品价差明显修复，节后补库产销明显提升。**25Q2 节后随下游补库需求开启，叠加煤炭成本回落，价差及出货量均有所回暖，公司业绩呈现量利齐升趋势。
- **1) 25Q2 节后补库需求提升，出货环比回暖，同比投产项目贡献增量。**节后随下游开工提升，补库需求陆续体现，Q2 肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品销量环比分别变动-1.6%、+8.1%、+19.6%、+11.4%，仅肥料板块开工略有波动，其余产品出货均明显回暖。同比来看，20 万吨/年己二酸、52 万吨/年尿素等项目陆续投产贡献增量，肥料、新材料相关产品 Q2 销量同比分别增长 29.8%、6.5%
- **2) 补库需求支撑产品景气回暖，煤炭成本回落盈利明显改善。**根据百川资讯统计，25Q2 原料煤、燃料煤市场均价环比分别下滑 12.7%、11.6%至 643、498 元/吨，成本端明显缓解，支撑 Q2 价差回暖。主要产品尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺、草酸平均 Q2 价差分位数分别为 24%、5%、10%、14%、3%、12%、4%、3%，环比 Q1 尿素、DMC、己二酸价差走扩，支撑单季度毛利率环比提升 3.28pct 至 19.63%，但整体仍处于历史底部区间。
- **3) 费用端维持平稳。**Q2 销售、管理、研发、财务费用分别环比变动-111、+1008、+2613、+873 万元，研发费用季度间确认节奏不同，环比有比较明显提升。同时，投资损失及资产减值合计达 1204 万元，对利润端有一定影响。
- **低成本核心优势不断巩固，“双航母”发展模式基本形成。**荆州基地方面，当前已全面开车生产，后续将立即启动一批高端化工项目，其中 16 万吨/年密封胶树脂 (配套 52 万吨/年尿素) 已于 2024 年四季度建成投产，20 万吨/年 BDO 及 5 万吨/年 NMP 项目进入试生产阶段，后续 20 万吨/年甲酸及 30 万吨/年 TDI 项目预计 2025-2027 年分批投产；德州基地方面，20 万吨/年己二酸项目 2024 年陆续投产，同时 20 万吨/年草酸项目 25 年陆续投产，此外后续德州第一、二套合成气老装置将陆续技改优化，效率有望赶超荆州基地，延续公司低成本核心思路，整体竞争壁垒有望进一步巩固。
- **国内化工品“反内卷”政策陆续出台，行业格局确定性优化。**政策端强调反内卷，加强价格调控监管机制，工信部将推动重点行业调结构、优供给、淘汰落后产能。由于大部分国内传统煤化工产品属于“两高”类限制性产品，随“反内卷”政策端逐步发力，部分落后、高能耗及高污染产能均将面临强制性升级换代压力，加快中小产能的出清，行业格局将确定性优化。
- **盈利预测与投资评级：**由于供给端压力较大，虽然“反内卷”政策发力但仍需时间，我们下调公司 2025 年盈利预测，预计实现归母净利润 35.2 亿元 (调整前为 39.71 亿元)，维持公司 2026-2027 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 46.4、54.9 亿元，对应 PE 估值分别为 16X、12X、10X。根据 wind 统计，公司自 2020 年 8 月 28 日至今五年 PB 估值中枢为 2.58X，当前 PB 估值为 1.754X，具备较高安全边际，维持买入评级。
- **核心假设风险：**产品价格大幅波动；原料价格大幅上涨；新项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	34,226	15,764	35,356	37,585	39,314
同比增长率 (%)	25.6	-7.1	3.3	6.3	4.6
归母净利润 (百万元)	3,903	1,569	3,515	4,638	5,488
同比增长率 (%)	9.1	-29.5	-9.9	31.9	18.3
每股收益 (元/股)	1.84	0.74	1.66	2.18	2.58
毛利率 (%)	18.7	18.0	17.4	19.9	21.6
ROE (%)	12.6	4.9	10.6	12.7	13.7
市盈率	14		16	12	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025年08月27日

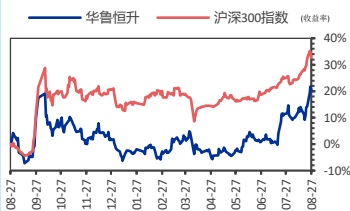
收盘价 (元)	26.40
一年内最高/最低 (元)	28.78/19.73
市净率	1.8
股息率% (分红/股价)	2.27
流通 A 股市值 (百万元)	55,946
上证指数/深证成指	3,800.35/12,295.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产 (元)	15.06
资产负债率%	29.70
总股本/流通 A 股 (百万)	2,123/2,119
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

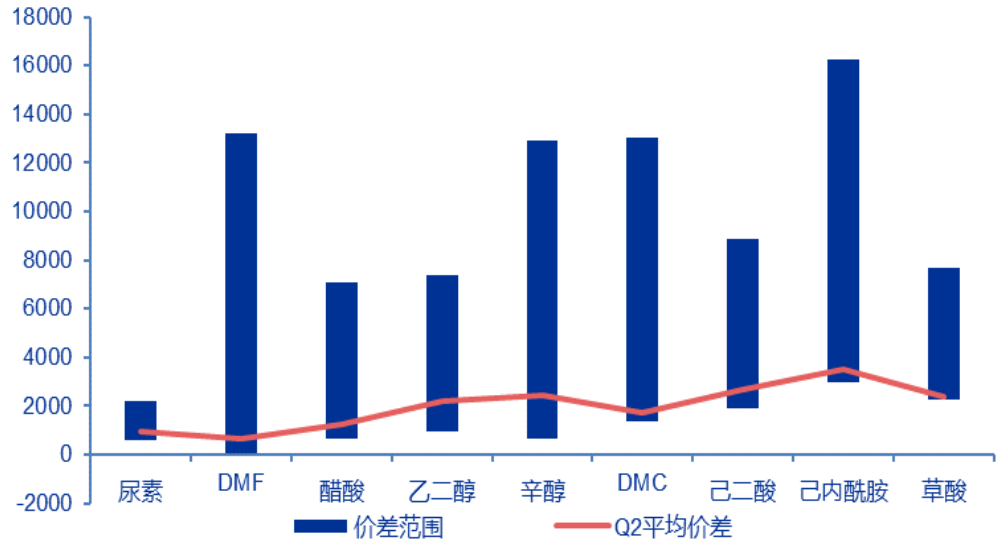
联系人

陈悦
(8621)23297818x
chenyue@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

图 1：华鲁恒升二季度主要产品价差历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,260	34,226	35,356	37,585	39,314
其中：营业收入	27,260	34,226	35,356	37,585	39,314
减：营业成本	21,576	27,821	29,191	30,092	30,811
减：税金及附加	190	201	208	221	231
主营业务利润	5,494	6,204	5,957	7,272	8,272
减：销售费用	60	89	283	301	157
减：管理费用	336	335	346	368	385
减：研发费用	578	661	707	752	747
减：财务费用	68	220	253	215	173
经营性利润	4,452	4,899	4,368	5,636	6,810
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-2	-28	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-33	-28	0	0	0
加：投资收益及其他	18	165	28	126	50
营业利润	4,428	5,008	4,396	5,762	6,859
加：营业外净收入	-148	7	0	0	0
利润总额	4,281	5,015	4,396	5,762	6,859
减：所得税	658	836	724	949	1,137
净利润	3,622	4,178	3,672	4,813	5,722
少数股东损益	47	276	156	176	235
归属于母公司所有者的净利润	3,576	3,903	3,515	4,638	5,488

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。