

信义山证汇通天下

证券研究报告

氮肥

华鲁恒升（600426.SH）

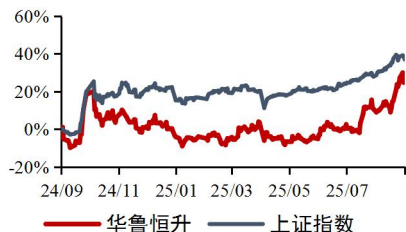
买入-B(维持)

上半年主营产品销量增长，Q2 业绩环比改善明显

2025 年 9 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025 年 9 月 3 日

收盘价（元）：	27.15
年内最高/最低（元）：	28.78/19.73
流通 A 股/总股本（亿）：	21.19/21.23
流通 A 股市值（亿）：	575.36
总市值（亿）：	576.45

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.74
摊薄每股收益(元)：	0.74
每股净资产(元)：	15.99
净资产收益率(%)：	5.10

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 21 日，公司发布《2025 半年度业绩报告》，2025H1，实现营业收入 157.6 亿元，同比-7.1%，实现归母净利润 15.7 亿元，同比-29.5%，扣非归母净利润 15.6 亿元，同比-30.3%。其中，2025Q2 实现营业收入 79.9 亿元，同环比分别-11.2%/+2.8%，实现归母净利润 8.6 亿元，同环比分别-25.6%/+21.9%，扣非归母净利润为 8.6 亿元，同环比分别-26.7%/+21.7%。

事件点评

➢ 上半年新材料新能源产品和化学肥料销量双位数增长，Q2 盈利水平改善。2025H1，公司新材料新能源产品、化学肥料、有机胺产品、醋酸及衍生品营收分别为 76.2/ 38.8/ 11.6/ 17.1 亿元，同比分别-8.4%/ +6.4%/ -8.6%/ -16.3%，销量分别为 140.4/ 288.4/ 28.1/ 74.0 万吨，同比分别+13.6%/ +33.2%/ -0.6%/ -1.9%，产品毛利率分别为 8.5%/ 30.0%/ 12.0%/ 33.4%，同比分别-7.0/-4.5/ +3.7/ +6.8pct。

➢ Q2 盈利水平改善，成本控制优势凸显。2025H1，公司销售毛利率和净利率分别为 18.0%/ 11.0%，同比分别-3.2/ -3.1pct。其中，2025Q2，公司销售毛利率和净利率分别为 19.6%/ 12.0%，环比分别提升 3.3/ 2.1 pct。公司具有较强的成本控制优势，以煤气化平台为基础，构筑一体化调控中枢，构建多产业链协同运营模式，持续节能降耗，通过持续的技术改造和精益管理，实现降本增效。

➢ 统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。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。

投资建议

➢ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 42.2/48.9/56.0 亿元，对应 PE 分别为 14/12/10 倍。看好公司一体化产业链布局，成本控制优势，维持“买入-B”评级。

风险提示

➢ 市场开拓不及预期；原材料价格大幅波动；产能建设进度不及预期；技术失密或核心技术人员流失等。

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	36,598	39,653	42,028



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



	YoY(%)	-9.9	25.6	6.9	8.3	6.0
净利润(百万元)		3,576	3,903	4,223	4,886	5,604
	YoY(%)	-43.1	9.1	8.2	15.7	14.7
毛利率(%)		20.9	18.7	18.0	19.0	20.3
EPS(摊薄/元)		1.68	1.84	1.99	2.30	2.64
ROE(%)		11.9	12.7	11.8	12.3	12.6
P/E(倍)		16.1	14.8	13.6	11.8	10.3
P/B(倍)		2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
净利率(%)		13.1	11.4	11.5	12.3	13.3

资料来源：最闻，山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	7239	7563	10310
现金	2041	1398	835	1254	3602
应收票据及应收账款	73	134	138	156	155
预付账款	492	641	690	752	834
存货	1493	1319	1716	1532	1852
其他流动资产	3823	3883	3861	3869	3866
非流动资产	36129	39283	43813	47845	50521
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30056	31278	33243	34802
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019
其他非流动资产	5241	6859	9958	11803	12700
资产总计	44051	46658	51052	55408	60830
流动负债	5788	5526	6869	7198	8055
短期借款	200	0	53	63	79
应付票据及应付账款	3807	3149	3523	3617	3823
其他流动负债	1781	2377	3294	3517	4153
非流动负债	7826	8305	7684	7340	6760
长期借款	7348	8224	7379	7135	6490
其他非流动负债	478	80	304	206	270
负债合计	13614	13830	14553	14538	14815
少数股东权益	1547	1810	1894	2017	2195
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425
留存收益	24581	26573	29780	33479	37763
归属母公司股东权益	28891	31018	34605	38853	43821
负债和股东权益	44051	46658	51052	55408	60830

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4715	4968	7413	8303	9561
净利润	3622	4178	4308	5009	5782
折旧摊销	2053	2800	2668	3029	3435
财务费用	68	220	207	231	282
投资损失	-8	32	12	22	17
营运资金变动	-841	-2369	217	12	44
其他经营现金流	-179	106	1	-0	0
投资活动现金流	-7280	-5075	-7213	-7081	-6129
筹资活动现金流	2658	-388	-763	-803	-1083
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	1.99	2.30	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.34	3.49	3.91	4.50
每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	16.30	18.30	20.64

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	36598	39653	42028
营业成本	21576	27821	30023	32131	33483
营业税金及附加	190	201	219	237	252
营业费用	60	89	95	103	109
管理费用	336	335	347	372	353
研发费用	578	661	695	734	765
财务费用	68	220	207	231	282
资产减值损失	-36	-56	-49	-50	-58
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
投资净收益	8	-32	-12	-22	-17
营业利润	4428	5008	5086	5927	6858
营业外收入	8	7	16	15	11
营业外支出	156	1	1	1	1
利润总额	4281	5015	5100	5940	6869
所得税	658	836	792	932	1087
税后利润	3622	4178	4308	5009	5782
少数股东损益	47	276	84	123	178
归属母公司净利润	3576	3903	4223	4886	5604
EBITDA	6769	8315	7994	9181	10460

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-9.9	25.6	6.9	8.3	6.0
营业利润(%)	-41.8	13.1	1.5	16.5	15.7
归属于母公司净利润(%)	-43.1	9.1	8.2	15.7	14.7
获利能力					
毛利率(%)	20.9	18.7	18.0	19.0	20.3
净利率(%)	13.1	11.4	11.5	12.3	13.3
ROE(%)	11.9	12.7	11.8	12.3	12.6
ROIC(%)	10.9	11.3	10.2	10.7	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	29.6	28.5	26.2	24.4
流动比率	1.4	1.3	1.1	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.1	0.2	0.5
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	270.0	270.0	270.0
应付账款周转率	7.9	8.0	9.0	9.0	9.0
估值比率					
P/E	16.1	14.8	13.6	11.8	10.3
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.6	8.1	8.5	7.4	6.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履

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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

