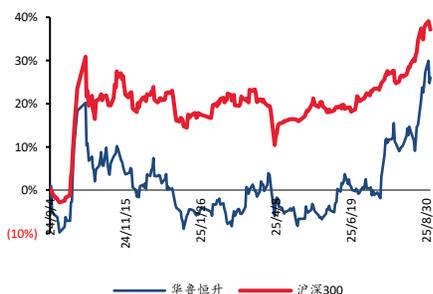


华鲁恒升 2025 年中报点评： 周期底部致公司业绩短期承压，“一体两翼”成长路径清晰

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	21.23/21.19
总市值/流通(亿元)	576.45/575.36
12个月内最高/最低价(元)	28.78/19.73

相关研究报告

<<华鲁恒升 2024 年报点评：双基地效能提升，公司业绩韧性凸显>>—2025-04-03

<<一季度业绩回升，荆州基地支撑公司长期成长>>—2024-05-10

<<荆州基地首批项目顺利投产，助力公司行稳致远>>—2023-11-29

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523010001

事件：公司发布 2025 年中报，期内实现营业收入 157.64 亿元，同比减少 7.14%；实现归母净利润 15.69 亿元，同比下滑 29.47%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。

点评：

周期底部令公司业绩承压。2025 上半年，公司实现营业收入 157.64 亿元，同比减少 7.14%；实现归母净利润 15.69 亿元，同比下滑 29.47%。二季度单季营收 79.92 亿元，环比增长 2.8%；归母净利润 8.62 亿元，环比增长 21.9%，主要得益于煤炭等原料成本回落、部分产品价格企稳以及新增产能的释放，业绩回升势头初显。分业务看，新能源新材料相关产品收入同比下降 8.39%，毛利率下降 7.03 个百分点至 8.47%，行业竞争加剧与成本压力增加是主要影响因素；尿素业务收入增长 6.43%，是公司业绩的主要支撑，但毛利率下滑 4.54 个百分点至 30.04%；己内酰胺、己二腈等新材料产品由于新增产能集中释放，仍面临较大竞争压力。

“一体两翼”战略深化发展，未来成长路径清晰。公司在建及规划项目稳步推进，酰胺原料优化升级项目建成投产，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。公司公告投资约 30 亿元对德州本部一、二期煤气化平台进行升级改造，以先进的四喷嘴大型气化炉替换老旧装置，内部测算该技改项目投产后每年有望贡献 6-7 亿元的利润增量，有望于 2026 年底建成投产。荆州 30 万吨 TDI 项目作为未来重要增长点，其核心前置手续“光气资质”已取得政策突破，为项目落地扫清障碍。

投资建议：华鲁恒升是国内煤化工的龙头企业，依托一头多线柔性联产平台实现效益最大化。预计公司 2025-2027 年实现 EPS 分别为 1.72 元、2.03 元和 2.26 元。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格剧烈波动；需求下滑；项目进展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	34,226	34,712	37,582	40,382
营业收入增长率(%)	25.55%	1.42%	8.27%	7.45%
归母净利(百万元)	3,903	3,661	4,301	4,803
净利润增长率(%)	9.14%	-6.19%	17.48%	11.68%
摊薄每股收益(元)	1.84	1.72	2.03	2.26
市盈率(PE)	11.74	15.75	13.40	12.00

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,041	1,398	7,492	14,959	22,992
应收和预付款项	565	774	792	848	908
存货	1,493	1,319	1,351	1,444	1,544
其他流动资产	3,823	3,883	4,572	5,486	6,266
流动资产合计	7,923	7,374	14,207	22,738	31,710
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	28,941	30,056	30,735	29,721	27,693
在建工程	3,201	4,831	2,916	1,808	1,204
无形资产开发支出	1,947	2,367	2,472	2,635	2,805
长期待摊费用	300	272	351	460	513
其他非流动资产	9,662	9,131	16,150	24,681	33,654
资产总计	44,051	46,658	52,624	59,305	65,869
短期借款	200	0	0	0	0
应付和预收款项	3,807	3,149	3,225	3,448	3,685
长期借款	7,348	8,224	10,397	12,777	14,587
其他负债	2,258	2,457	2,797	2,891	2,989
负债合计	13,614	13,830	16,419	19,116	21,261
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123
资本公积	2,386	2,425	2,425	2,425	2,425
留存收益	24,581	26,573	29,792	33,472	37,552
归母公司股东权益	28,891	31,018	34,136	37,817	41,897
少数股东权益	1,547	1,810	2,068	2,372	2,711
股东权益合计	30,438	32,828	36,205	40,189	44,608
负债和股东权益	44,051	46,658	52,624	59,305	65,869

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,715	4,968	7,671	8,606	9,536
投资性现金流	-7,280	-5,075	-3,254	-2,564	-2,196
融资性现金流	2,658	-388	1,589	1,423	722
现金增加额	101	-476	6,013	7,465	8,062

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,260	34,226	34,712	37,582	40,382
营业成本	21,576	27,821	28,492	30,466	32,561
营业税金及附加	190	201	204	221	238
销售费用	60	89	90	98	105
管理费用	336	335	340	368	395
财务费用	68	220	267	275	263
资产减值损失	-33	-28	0	0	0
投资收益	8	-32	-32	-35	-38
公允价值变动	-6	0	0	0	0
营业利润	4,428	5,008	4,816	5,611	6,235
其他非经营损益	-148	7	-111	-84	-63
利润总额	4,281	5,015	4,704	5,526	6,172
所得税	658	836	785	922	1,029
净利润	3,622	4,178	3,920	4,605	5,142
少数股东损益	47	276	259	304	339
归母股东净利润	3,576	3,903	3,661	4,301	4,803

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.85%	18.71%	17.92%	18.94%	19.37%
销售净利率	13.12%	11.40%	10.55%	11.44%	11.89%
销售收入增长率	-9.87%	25.55%	1.42%	8.27%	7.45%
EBIT 增长率	-41.17%	17.04%	-5.50%	16.70%	10.93%
净利润增长率	-43.14%	9.14%	-6.19%	17.48%	11.68%
ROE	12.38%	12.58%	10.72%	11.37%	11.46%
ROA	9.16%	9.21%	7.90%	8.23%	8.22%
ROIC	9.94%	10.36%	8.60%	8.86%	8.82%
EPS (X)	1.69	1.84	1.72	2.03	2.26
PE (X)	16.34	11.74	15.75	13.40	12.00
PB (X)	2.03	1.48	1.69	1.52	1.38
PS (X)	2.15	1.34	1.66	1.53	1.43
EV/EBITDA (X)	9.81	6.68	6.95	5.65	4.65

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。