

华鲁恒升（600426.SH）

三季度业绩同比小幅下降，以量补价降低业绩压力

事件：公司发布 2025 年三季报，报告期内实现营业收入 235.52 亿元，同比下降 6.46%，归母净利润 23.74 亿元，同比下降 22.14%，扣非净利润 23.56 亿元，同比下降 22.98%；其中三季度单季实现收入 77.89 亿元，同比下降 5.07%，环比下降 2.54%，归母净利润 8.05 亿元，同比下降 2.38%，环比下降 6.61%。

□核心产品销售均价同比均下跌，以量补价降低业绩压力。2025 年前三季度，公司综合毛利率 18.38%，同比下降 1.63 pct，新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销售均价同比分别下跌 17.6%、18.0%、6.4%、18.8%，但随着荆州基地和德州基地新项目投产放量，新能源新材料相关产品、化学肥料销量同比分别增长 13.8%、35.4%，以量补价减缓了业绩下滑压力。公司着眼节能降耗和挖潜增盈，持续开展标杆管理、精细化管理，抓好在线优化创新，提升智能化管控水平，降低操作频次，有效减少能耗，平台体系及主要产品煤耗、电耗、汽耗等指标均表现较好。

□三季度主要产品价格环比下跌，销量环比有所增长。第三季度，公司综合毛利率 19.1%，同比提高 1.6 pct，环比下降 0.5 pct，公司新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销售均价环比 2025Q2 分别下跌 0.86%、2.95%、4.54%、8.74%，尽管部分生产装置停车检修，但三季度上述产品的销量环比 2025Q2 分别增长 2.69%、1.27%、8.29%、0.05%。生产成本端，三季度动力煤、原料煤市场均价环比二季度小幅上涨，纯苯、丙烯市场均价环比二季度小幅上涨。

□高效推进两地项目投产，规划新项目打开未来成长空间。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，多个储备项目已启动前期准备工作。公司酰胺原料优化升级项目建成投产，年产 20 万吨二元酸项目 9 月顺利投产；根据最新公告，荆州基地年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目部分装置已打通流程，生产出合格产品，进入试生产阶段。同时公司计划投资 30.39 亿元，建设气化平台升级改造项项目，进一步增强公司未来成长性。

□维持“强烈推荐”投资评级。由于部分产品价格偏低，我们调整盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润分别为 32.39 亿、37.97 亿、44.01 亿元，EPS 分别为 1.53、1.79、2.07 元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、12 倍，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：产品价格下跌、原材料价格上涨，新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	27260	34226	32199	36628	40867
同比增长	-10%	26%	-6%	14%	12%
营业利润(百万元)	4428	5008	4156	4872	5647
同比增长	-42%	13%	-17%	17%	16%
归母净利润(百万元)	3576	3903	3239	3797	4401
同比增长	-43%	9%	-17%	17%	16%
每股收益(元)	1.68	1.84	1.53	1.79	2.07
PE	15.0	13.7	16.6	14.1	12.2
PB	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

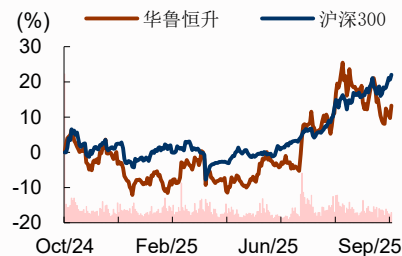
当前股价：25.27 元

基础数据

总股本（百万股）	2123
已上市流通股（百万股）	2119
总市值（十亿元）	53.7
流通市值（十亿元）	53.6
每股净资产（MRQ）	15.4
ROE（TTM）	9.9
资产负债率	29.6%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	27	7
相对表现	-4	2	-14



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《华鲁恒升（600426）一、二季度业绩环比提升，新项目投产贡献增量》2025-08-26
- 2、《华鲁恒升（600426）一主要产品价格同比下跌，一季度业绩有所下降》2025-04-27
- 3、《华鲁恒升（600426）一行业低迷期仍保持稳健增长，积极推进新项目建设》2025-03-31

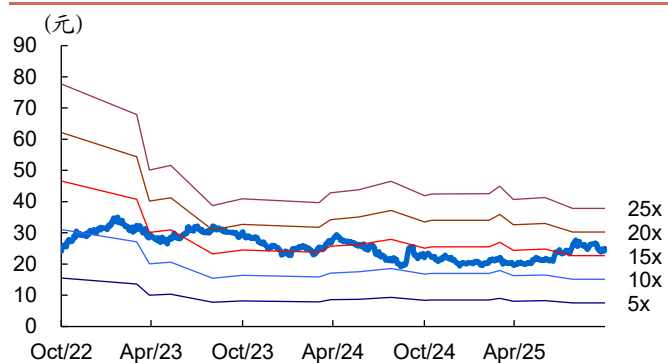
周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

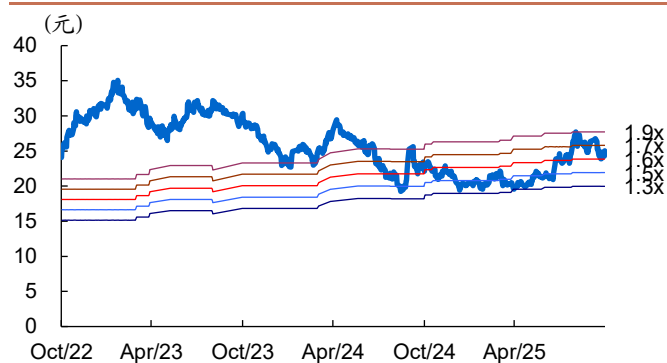
caochengan@cmschina.com.cn

图 1：华鲁恒升历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：华鲁恒升历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	7447	10312	13681
现金	2041	1398	1810	3905	6545
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	16	50	47	53	59
应收款项	57	84	64	72	81
其它应收款	2	2	2	3	3
存货	1493	1319	1258	1427	1584
其他	4313	4522	4266	4851	5409
非流动资产	36129	39283	40056	40766	41418
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30056	31120	32087	32965
无形资产商誉	1947	2367	2131	1918	1726
其他	5241	6859	6805	6762	6727
资产总计	44051	46658	47503	51078	55099
流动负债	5788	5526	4177	4659	5108
短期借款	200	0	0	0	0
应付账款	3807	3149	3022	3428	3806
预收账款	676	529	507	575	639
其他	1105	1848	648	656	663
长期负债	7826	8305	8305	8305	8305
长期借款	7348	8224	8224	8224	8224
其他	478	80	80	80	80
负债合计	13614	13830	12482	12963	13412
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积金	2181	2303	2303	2303	2303
留存收益	24587	26592	28557	31382	34644
少数股东权益	1547	1810	2038	2306	2617
归属于母公司所有者权益	28891	31018	32983	35808	39070
负债及权益合计	44051	46658	47503	51078	55099

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4715	4968	6774	6920	7596
净利润	3622	4178	3467	4065	4711
折旧摊销	2053	2800	3041	3103	3162
财务费用	91	240	241	204	168
投资收益	(25)	0	(165)	(165)	(165)
营运资金变动	(1005)	(2248)	194	(291)	(284)
其它	(21)	(2)	(5)	4	3
投资活动现金流	(7280)	(5075)	(3649)	(3649)	(3649)
资本支出	(8711)	(5081)	(3814)	(3814)	(3814)
其他投资	1431	6	165	165	165
筹资活动现金流	2658	(388)	(2712)	(1175)	(1307)
借款变动	4116	2024	(1198)	0	0
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	86	122	0	0	0
股利分配	(1699)	(1911)	(1274)	(972)	(1139)
其他	155	(623)	(241)	(204)	(168)
现金净增加额	94	(495)	412	2095	2640

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27260	34226	32199	36628	40867
营业成本	21576	27821	26702	30285	33625
营业税金及附加	190	201	190	216	241
营业费用	60	89	84	95	106
管理费用	336	335	315	359	400
研发费用	578	661	622	707	789
财务费用	68	220	241	204	168
资产减值损失	(36)	(56)	(56)	(56)	(56)
公允价值变动收益	(6)	0	0	0	0
其他收益	10	197	197	197	197
投资收益	8	(32)	(32)	(32)	(32)
营业利润	4428	5008	4156	4872	5647
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	156	1	1	1	1
利润总额	4281	5015	4163	4879	5654
所得税	658	836	695	814	942
少数股东损益	47	276	229	268	311
归属于母公司净利润	3576	3903	3239	3797	4401

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-10%	26%	-6%	14%	12%
营业利润	-42%	13%	-17%	17%	16%
归母净利润	-43%	9%	-17%	17%	16%
获利能力					
毛利率	20.9%	18.7%	17.1%	17.3%	17.7%
净利率	13.1%	11.4%	10.1%	10.4%	10.8%
ROE	12.8%	13.0%	10.1%	11.0%	11.8%
ROIC	10.9%	10.8%	8.6%	9.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	30.9%	29.6%	26.3%	25.4%	24.3%
净负债比率	17.8%	20.2%	17.3%	16.1%	14.9%
流动比率	1.4	1.3	1.8	2.2	2.7
速动比率	1.1	1.1	1.5	1.9	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
存货周转率	16.2	19.8	20.7	22.6	22.3
应收账款周转率	488.0	331.0	264.0	310.0	307.0
应付账款周转率	7.9	8.0	8.7	9.4	9.3
每股资料(元)					
EPS	1.68	1.84	1.53	1.79	2.07
每股经营净现金	2.22	2.34	3.19	3.26	3.58
每股净资产	13.61	14.61	15.53	16.86	18.40
每股股利	0.60	0.60	0.46	0.54	0.62
估值比率					
PE	15.0	13.7	16.6	14.1	12.2
PB	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	10.5	8.4	8.9	8.1	7.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。