

华鲁恒升 (600426.SH)

Q3 业绩超预期，看好公司周期底部成长

2025 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

宋梓荣（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

songzirong@kysec.cn

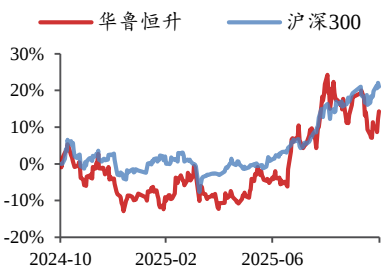
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790525070002

日期	2025/10/30
当前股价(元)	25.75
一年最高最低(元)	28.25/19.73
总市值(亿元)	546.73
流通市值(亿元)	545.76
总股本(亿股)	21.23
流通股本(亿股)	21.19
近 3 个月换手率(%)	55.32

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 归母净利润环比增长，投建技改项目或提高效益 ——公司信息更新报告》-2025.8.26

《Q1 归母净利润仅小幅小跌，底部回购彰显发展信心 ——公司信息更新报告》-2025.4.29

《双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期 ——公司信息更新报告》-2025.3.31

● Q3 业绩超预期，看好公司周期底部成长，维持“买入”评级

2025 年前三季度，公司实现营收 235.52 亿元，同比-6.46%；实现归母净利 23.74 亿元，同比-22.14%。Q3 单季度，公司实现归母净利润 8.05 亿元，同比-2.38%，环比-6.61%，好于预期。Q3 动力煤价格环比虽略有上升，但是上升幅度较小，对公司成本抬升有限；同时二元酸项目和 BDO 项目在 Q3 投产，贡献部分业绩增量，冲抵了部分检修项目的影响。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 34.70、45.55、56.79 亿元，EPS 分别为 1.63、2.15、2.67 元/股，当前股价对应 PE 分别为 15.8、12.0、9.6 倍。公司拟投建技改项目提高效益和 TDI 项目，看好公司周期底部成长，维持公司“买入”评级。

● 2025 年 Q3 煤价环比略上行，公司新项目投产，归母净利润环比仅略下行

据 Wind 数据及我们测算，2025 年 Q3，动力煤均价 643 元/吨，环比下降+4.61%，同比下降 21.18%。环比上行幅度有限，公司成本压力上升幅度较小。产品方面，主营产品尿素、醋酸、己二酸、草酸、DMC、合成氨、辛醇、CPL、BDO 等产品平均价格分别为 1,734、2,422、7,037、2,871、3,660、2,539、7,318、8,894、7,983 元/吨，环比分别-6.62%、-9.43%、-2.10%、-4.03%、+3.28%、-4.28%、-1.98%、-4.86%、-1.44%；均价价差分别为 736、1,156、1,509、1,806、2,685、1,362、2,008、1,550、2,722 元/吨，环比分别-17.69%、-20.09%、-6.86%、-8.09%、+2.92%、-10.70%、-6.38%、-19.81%、+6.66%。包括尿素在内的多数主营产品 Q3 价差环比下跌，公司归母净利润环比下降。根据公司 8 月 23 日公告，20 万吨 BDO 一体化项目建成投产；9 月 9 日，20 万吨二元酸项目建成投产，为公司 Q3 贡献业绩增量。

● 公司拟投建煤气化平台改造项目与 TDI 项目，看好公司周期底部成长

公司德州基地拟投资建设气化平台升级改造项目，通过技术升级提高规模效益，项目预计总投资为 30.39 亿元，建设周期为 18 个月。根据环评报告，公司在荆州拟建 30 万吨 TDI 项目，预计项目总投资为 54.88 亿元，主要建设 30 万吨/年 TDI 装置等产能及配套装置，预计 2027 年底竣工，看好公司周期底部成长。

● 风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,260	34,226	31,836	32,266	32,912
YOY(%)	-9.9	25.6	-7.0	1.4	2.0
归母净利润(百万元)	3,576	3,903	3,470	4,555	5,679
YOY(%)	-43.1	9.1	-11.1	31.2	24.7
毛利率(%)	20.9	18.7	16.8	20.3	23.5
净利率(%)	13.3	12.2	11.1	14.5	17.8
ROE(%)	11.9	12.7	9.9	11.9	13.4
EPS(摊薄/元)	1.68	1.84	1.63	2.15	2.67
P/E(倍)	15.3	14.0	15.8	12.0	9.6
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	13080	15623	20395	营业收入	27260	34226	31836	32266	32912
现金	2041	1398	7369	9706	14714	营业成本	21576	27821	26474	25712	25165
应收票据及应收账款	73	134	59	136	62	营业税金及附加	190	201	200	212	212
其他应收款	2	2	2	2	2	营业费用	60	89	83	84	86
预付账款	492	641	413	655	435	管理费用	336	335	312	316	322
存货	1493	1319	1357	1242	1302	研发费用	578	661	593	640	650
其他流动资产	3821	3881	3881	3881	3881	财务费用	68	220	-29	-265	-488
非流动资产	36129	39283	35082	33400	31774	资产减值损失	-33	-28	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	10	197	62	76	86
固定资产	28941	30057	26911	25748	24531	公允价值变动收益	-6	0	-1	-2	-2
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019	投资净收益	8	-32	11	6	-2
其他非流动资产	5241	6859	5594	4854	4225	资产处置收益	-0.03	0.06	0.08	0.07	0.04
资产总计	44051	46658	48162	49023	52170	营业利润	4428	5008	4269	5641	7041
流动负债	5788	5526	6351	5770	6206	营业外收入	8	7	16	15	11
短期借款	200	0	0	0	0	营业外支出	156	1	95	118	92
应付票据及应付账款	3807	3149	3471	2958	3334	利润总额	4281	5015	4190	5538	6960
其他流动负债	1781	2377	2880	2812	2872	所得税	658	836	651	869	1101
非流动负债	7826	8305	6080	4180	2266	净利润	3622	4178	3540	4669	5859
长期借款	7348	8224	6000	4100	2186	少数股东损益	47	276	69	115	180
其他非流动负债	478	80	80	80	80	归属母公司净利润	3576	3903	3470	4555	5679
负债合计	13614	13830	12431	9950	8472	EBITDA	6769	8315	6795	8019	9393
少数股东权益	1547	1810	1879	1994	2174	EPS(元)	1.68	1.84	1.63	2.15	2.67
股本	2123	2123	2123	2123	2123	主要财务比率					
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425	成长能力					
留存收益	24581	26573	29208	32658	36999	营业收入(%)	-9.9	25.6	-7.0	1.4	2.0
归属母公司股东权益	28891	31018	33852	37079	41524	营业利润(%)	-41.8	13.1	-14.7	32.1	24.8
负债和股东权益	44051	46658	48162	49023	52170	归属于母公司净利润(%)	-43.1	9.1	-11.1	31.2	24.7
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	4715	4968	6642	6180	8737	毛利率(%)	20.9	18.7	16.8	20.3	23.5
净利润	3622	4178	3540	4669	5859	净利率(%)	13.3	12.2	11.1	14.5	17.8
折旧摊销	2053	2800	2498	2567	2691	ROE(%)	11.9	12.7	9.9	11.9	13.4
财务费用	68	220	-29	-265	-488	ROIC(%)	12.0	12.1	10.9	14.3	19.0
投资损失	-8	32	-11	-6	2	偿债能力					
营运资金变动	-841	-2369	650	-779	679	资产负债率(%)	30.9	29.6	25.8	20.3	16.2
其他经营现金流	-179	106	-5	-6	-6	净负债比率(%)	19.1	24.5	0.8	-10.1	-24.9
投资活动现金流	-7280	-5075	1714	-881	-1070	流动比率	1.4	1.3	2.1	2.7	3.3
资本支出	8711	5081	-1704	886	1066	速动比率	0.8	0.6	1.5	2.0	2.7
长期投资	1400	0	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	31	6	10	5	-4	总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
筹资活动现金流	2658	-388	-2385	-2962	-2660	应收账款周转率	570.8	486.9	486.9	486.9	486.9
短期借款	200	-200	0	0	0	应付账款周转率	8.7	9.9	9.9	9.9	9.9
长期借款	4092	876	-2224	-1900	-1914	每股指标(元)					
普通股增加	0	-0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.68	1.84	1.63	2.15	2.67
资本公积增加	67	40	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.34	3.13	2.91	4.11
其他筹资现金流	-1701	-1104	-161	-1062	-746	每股净资产(最新摊薄)	13.61	14.61	15.94	17.46	19.56
现金净增加额	101	-476	5971	2338	5007	估值比率					
						P/E	15.3	14.0	15.8	12.0	9.6
						P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3
						EV/EBITDA	9.2	7.8	8.4	6.6	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn