

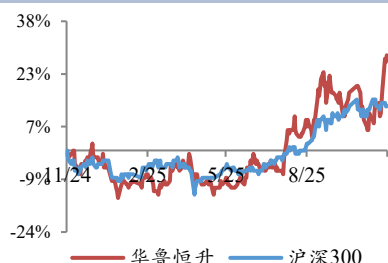
Q3 主营产品盈利承压，新材料项目持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-13

收盘价（元） 28.66
近 12 个月最高/最低（元） 29.23/19.73
总股本（百万股） 2,123
流通股本（百万股） 2,119
流通股比例（%） 99.82
总市值（亿元） 609
流通市值（亿元） 607

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1.25Q2 业绩环比持续增长，新项目布局稳步推进 2025-08-27

2.四季度业绩环比改善，看好周期底部业绩弹性 2025-04-05

主要观点：

● 事件描述

2025 年 10 月 29 日，公司发布 2025 年三季报，公司前三季度实现营收 235.52 亿元，同比-6.46%；实现归母净利润 23.74 亿元，同比-22.14%，实现扣非归母净利润 23.56 亿元，同比-22.98%。Q3 单季度，公司实现营收 77.89 亿元，同比-5.07%，环比-2.54%；实现归母净利润 8.05 亿元，同比-2.38%，环比-6.60%；实现扣非归母净利润 7.97 亿元，同比-3.12%，环比-6.91%。

● 主要产品价格下行，以量补价彰显业绩韧性

受市场供需、原材料波动、政策调整等因素影响，主要产品价格承压，公司依托销量增长与原材料价格下跌带来的成本优势，部分冲抵产品价格下行对业绩的拖累。2025 年前三季度公司新能源新材料相关产品、化学肥料、有机胺系列产品、醋酸及衍生品销量分别为 216.34、433.29、43.29、114.38 万吨，同比分别+13.84%、+35.45%、+0.87%、+1.64%；分别实现营收 115.56、58.26、17.69、25.15 亿元，分别同比-6.17%、+11.01%、-5.55%、-17.49%。由于上游纯苯、双氧水、液氨等主要原料价格持续下跌，下游农业种植、增塑剂等行业需求疲软，供给持续过剩，主要产品价格持续下跌。公司尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯的均价分别为 1755、6460、9095、6850、8675、2320、4070 元/吨，同比分别-12.25%、-31.42%、-28.64%、-18.45%、-22.51%、-20.55%、-8.44%。碳酸二甲酯由于部分主流工厂停车检修、临近国庆下游行业集中备货，短期内价格出现反弹，压缩同比降幅。原料端，原料煤、苯、丙烯的均价分别为 690、5930、6005 元/吨，同比分别-18.20%、-19.81%、-2.36%，原料价格下跌缓解部分业绩压力。

● 新项目投产对冲检修影响，三季度毛利率稳中有升

2025 年 8 月 2 日至 31 日，公司对部分生产装置进行停车检修；8 月 23 日，控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司（以下简称“控股子公司”）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正式投产；9 月 9 日，公司 20 万吨/年二元酸项目正式投产。两大新项目投产为业绩贡献增量，冲抵检修带来的影响，公司 Q3 毛利率 18.38%，环比增长 2.1 个百分点。

● 深化双基地产业链布局，巩固新能源材料市场

公司德州及荆州基地各项目有序推进，在深化原有产业链的同时，积极开拓新能源与化工新材料市场。德州基地方面，一季度公司酰胺原料优化升级项目顺利投产，年产饱和脂环醇 20 万吨，副产

环己烷 4.28 万吨。三季度华鲁恒升工业园西区新投建的 20 万吨/年二元酸项目两条生产线相继调试开车，项目投资 8.67 亿元，建成后总产能达到 70 万吨，进一步扩大了市场份额，巩固了在锂电池上游细分行业中的全球领先地位。荆州基地方面，三季度公司年产 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正式投产，目前，公司拥有尼龙 6 (PA6) 产能 20 万吨/年、己内酰胺产能 30 万吨/年、己二酸产能 52.66 万吨/年、异辛醇产能 20 万吨/年以及碳酸二甲酯产能 60 万吨/年；碳酸二甲酯产品在下游行业国内市场占有率达 35%，碳酸甲乙酯市场占有率为 30%，二元酸市场占有率达 70%。公司通过多线延伸产业链条，实现了从传统煤化工向高端新材料和新能源领域的跨越发展。

● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 43.58、48.88、53.72 亿元。对应 PE 分别为 14、12、11 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 新能源材料需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34226	35791	38720	39604
收入同比 (%)	25.6%	4.6%	8.2%	2.3%
归属母公司净利润	3903	4358	4888	5372
净利润同比 (%)	9.1%	11.7%	12.1%	9.9%
毛利率 (%)	18.7%	19.8%	21.0%	22.5%
ROE (%)	12.6%	12.5%	12.3%	11.9%
每股收益 (元)	1.84	2.05	2.30	2.53
P/E	11.74	13.96	12.45	11.33
P/B	1.48	1.75	1.53	1.35
EV/EBITDA	6.68	7.30	6.24	5.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7374	9092	11644	14053	营业收入	34226	35791	38720	39604
现金	1398	2071	4411	6814	营业成本	27821	28715	30606	30708
应收账款	84	76	86	88	营业税金及附加	201	231	246	250
其他应收款	2	2	2	3	销售费用	89	83	93	95
预付账款	641	728	740	749	管理费用	335	374	408	411
存货	1319	1604	1692	1663	财务费用	220	339	357	286
其他流动资产	3931	4610	4714	4736	资产减值损失	-28	-3	-1	-2
非流动资产	39283	43960	48207	51619	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-32	130	141	0
固定资产	30056	33726	37140	39473	营业利润	5008	5480	6402	7063
无形资产	2367	2688	3023	3368	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	6859	7547	8044	8779	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	46658	53053	59851	65671	利润总额	5015	5480	6402	7063
流动负债	5526	6807	7220	7100	所得税	836	876	1032	1142
短期借款	0	0	0	0	净利润	4178	4603	5370	5921
应付账款	2304	3021	3238	3125	少数股东损益	276	245	483	549
其他流动负债	3222	3786	3982	3974	归属母公司净利润	3903	4358	4888	5372
非流动负债	8305	9356	10351	10351	EBITDA	8073	9536	10950	11938
长期借款	8224	9224	10224	10224	EPS (元)	1.84	2.05	2.30	2.53
其他非流动负债	80	132	127	127					
负债合计	13830	16163	17571	17451	主要财务比率				
少数股东权益	1810	2054	2537	3086	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	2123	2123	2123	2123	成长能力				
资本公积	2425	2438	2438	2438	营业收入	25.6%	4.6%	8.2%	2.3%
留存收益	26470	30274	35181	40573	营业利润	13.1%	9.4%	16.8%	10.3%
归属母公司股东权	31018	34835	39743	45134	归属于母公司净利	9.1%	11.7%	12.1%	9.9%
负债和股东权益	46658	53053	59851	65671	获利能力				
					毛利率 (%)	18.7%	19.8%	21.0%	22.5%
					净利率 (%)	11.4%	12.2%	12.6%	13.6%
					ROE (%)	12.6%	12.5%	12.3%	11.9%
					ROIC (%)	10.4%	10.2%	10.5%	10.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	29.6%	30.5%	29.4%	26.6%
					净负债比率 (%)	42.1%	43.8%	41.6%	36.2%
					流动比率	1.33	1.34	1.61	1.98
					速动比率	0.62	0.70	1.00	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.72	0.69	0.63
					应收账款周转率	486.90	447.26	476.25	453.30
					应付账款周转率	9.90	10.79	9.78	9.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.84	2.05	2.30	2.53
					每股经营现金流薄)	2.34	3.99	4.74	5.11
					每股净资产	14.61	16.41	18.72	21.26
					估值比率				
					P/E	11.74	13.96	12.45	11.33
					P/B	1.48	1.75	1.53	1.35
					EV/EBITDA	6.68	7.30	6.24	5.52

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。