

华鲁恒升 (600426.SH)

公司业绩短期承压，看好公司产业链布局完善

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27,260	34,226	34,423	38,571	39,880
增长率 yoy (%)	-9.9	25.6	0.6	12.1	3.4
归母净利润 (百万元)	3,576	3,903	3,455	4,369	5,238
增长率 yoy (%)	-43.1	9.1	-11.5	26.4	19.9
ROE (%)	11.9	12.7	9.9	11.5	12.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.68	1.84	1.63	2.06	2.47
P/E (倍)	16.7	15.3	17.3	13.7	11.4
P/B (倍)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 10 月 29 日，华鲁恒升发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度收入为 235.52 亿元，同比下降 6.46%；归母净利润为 23.74 亿元，同比下降 22.14%；扣非归母净利润为 23.56 亿元，同比下降 22.98%。对应公司 3Q25 营业收入为 77.89 亿元，环比下降 2.54%；归母净利润为 8.05 亿元，环比下降 6.61%。

点评：主要产品量升价跌，公司前三季度业绩短期承压。公司 2025 年前三季度新能源新材料相关产品/化学肥料/醋酸及衍生品/有机胺营业收入分别为 115.56/58.26/25.15/17.69 亿元，同比变化分别为 -6.17%/11.01%/-17.49%/-5.55%。整体毛利率为 18.38%，同比下降 1.63pcts。我们认为公司利润下滑的主要原因为产品价格低迷，销量的提升削减了部分影响。此外，公司于 8 月 2 日对一套煤气化装置及部分产品生产装置进行停车检修，8 月 31 日完成检修复产，亦对业绩产生一定影响。

产销量方面，公司 2025 年前三季度新能源新材料相关产品/化学肥料/有机胺系列产品/醋酸及衍生品前三季度产量分别为 357.35/439.14/42.42/115.49 万吨，同比变化分别为 12.40%/30.16%/-5.88%/5.30%；销量分别为 216.34/433.29/43.92/114.38 万吨，同比变化分别为 13.84%/35.45%/0.87%/1.64%。

产品价格方面，整体而言，公司主要产品前三季度价格表现较弱。2025 年前三季度公司尿素价格区间均值为 1755 元/吨，同比下降 12.25%；异辛醇价格区间均值为 6460 元/吨，同比下降 31.42%；尼龙 6 价格区间均值为 9095 元/吨，同比下降 28.64%；己二酸价格区间均值为 6850 元/吨，同比下降 18.45%；己内酰胺价格区间均值为 8675 元/吨，同比下降 22.51%；醋酸价格区间均值为 2320 元/吨，同比下降 20.55%；碳酸二甲酯价格区间均值为 4070 元/吨，同比下降 8.44%。

原材料价格方面，2025 年前三季度原料煤价格区间均值为 690 元/吨，同比下降 18.20%；苯价格区间均值为 5930 元/吨，同比下降 19.81%；丙烯价格区间均值为 6005 元/吨，同比下降 2.36%。

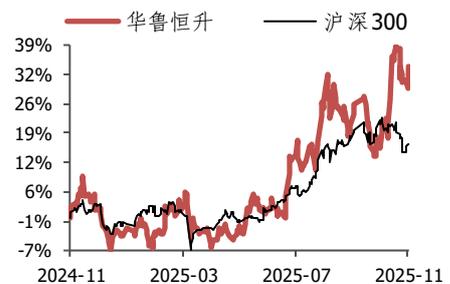
费用方面，公司 2025 年前三季度销售费用同比上升 4.52%，销售费用率为

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2025 年 11 月 27 日收盘价 (元)	28.09
总市值 (百万元)	59,641.25
流通市值 (百万元)	59,535.53
总股本 (百万股)	2,123.22
流通股本 (百万股)	2,119.46
近 3 月日均成交额 (百万元)	515.56

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

分析师 林森

执业证书编号：S1070525070002

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《公司业绩短期承压，看好公司产业链上下游布局》
2025-09-09
- 《以量补价推动整体业绩提升，看好荆州二期项目逐步投产-华鲁恒升 2024 年报及 2025 年一季报点评》
2025-05-15

0.29%，同比上升 0.03pcts；财务费用同比上升 13.22%，财务费用率为 0.78%，同比上升 0.13pcts；管理费用同比下降 5.86%，管理费用率为 1.02%，同比无变化；研发费用同比上升 17.58%，研发费用率为 2.24%，同比上升 0.46pcts。

公司各项活动产生的现金流净额波动较大。2025 年前三季度公司经营性活动产生的现金流净额为 32.99 亿元，同比下降 15.23%；投资活动产生的现金流净额为 -29.21 亿元，同比上升 18.68%；筹资活动产生的现金流净额为 2.23 亿元，同比上升 160.86%。期末现金及等价物余额为 20.05 亿元，同比上升 10.11%。应收账款同比下降 10.43%，应收账款周转率有所下降，从 2024 年同期的 420.60 次下降到 336.24 次；存货同比上升 9.72%，存货周转率有所下降，从 2024 年同期的 13.88 次下降到 13.42 次。

公司产业链布局逐步完善，多个项目年内投产。根据公司一体化项目部分装置投产公告披露，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部分装置已打通流程，具体包括 BDO、NMP 相关装置，可新增 20 万吨/年 BDO、5 万吨/年 NMP 产品生产能力。项目建成投产可进一步丰富公司产品结构，提高其综合竞争力。根据公司项目投产公告披露，公司 20 万吨/年二元酸项目已打通全部流程，进入试生产阶段，项目建成投产可进一步提高产品产能，优化提高运营效率，增加产品市场占有率，提升竞争能力。我们看好公司产业链布局的逐步完善，整体竞争力将进一步增强。

投资建议：我们预计华鲁恒升 2025-2027 年收入分别为 344.23/385.71/398.80 亿元，同比增长 0.6%/12.1%/3.4%，归母净利润分别为 34.55/43.69/52.28 亿元，同比增长 -11.5%/26.4%/19.9%，对应 EPS 分别为 1.63/2.06/2.47 元。结合公司 11 月 27 日收盘价，对应 PE 分别为 17/14/11 倍。我们看好公司产业链布局的逐步完善，整体竞争力将进一步增强，维持“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险、国际贸易壁垒不断增加的风险、国内外市场竞争加剧风险、汇率波动风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7923	7374	11924	11912	16190
现金	2041	1398	5880	5480	10065
应收票据及应收账款	73	134	74	159	82
其他应收款	2	2	2	3	2
预付账款	492	641	499	778	542
存货	1493	1319	1589	1611	1617
其他流动资产	3821	3881	3881	3881	3881
非流动资产	36129	39283	37149	38726	36965
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	28941	30056	30177	32523	31233
无形资产	1947	2367	2576	2798	3019
其他非流动资产	5241	6859	4395	3405	2713
资产总计	44051	46658	49073	50638	53155
流动负债	5788	5526	6959	6789	7082
短期借款	200	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3807	3149	4043	3872	4115
其他流动负债	1781	2377	2915	2916	2968
非流动负债	7826	8305	6365	4912	2928
长期借款	7348	8224	6285	4832	2848
其他非流动负债	478	80	80	80	80
负债合计	13614	13830	13324	11701	10011
少数股东权益	1547	1810	1879	1989	2155
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2386	2425	2425	2425	2425
留存收益	24581	26573	29197	32506	36510
归属母公司股东权益	28891	31018	33870	36948	40990
负债和股东权益	44051	46658	49073	50638	53155

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	7495	7197	9574
净利润	3622	4178	3525	4479	5404
折旧摊销	2053	2800	2891	3276	3633
财务费用	68	220	138	16	-105
投资损失	-8	32	-11	-6	2
营运资金变动	-841	-2369	899	-631	576
其他经营现金流	-179	106	54	64	64
投资活动现金流	-7280	-5075	-747	-4848	-1876
资本支出	8711	5081	757	4853	1873
长期投资	1400	0	0	0	0
其他投资现金流	31	6	10	5	-4
筹资活动现金流	2658	-388	-2267	-2749	-3113
短期借款	200	-200	0	0	0
长期借款	4092	876	-1939	-1453	-1984
普通股增加	0	-0.1	0	0	0
资本公积增加	67	40	0	0	0
其他筹资现金流	-1701	-1104	-328	-1296	-1129
现金净增加额	101	-476	4482	-400	4585

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27260	34226	34423	38571	39880
营业成本	21576	27821	28765	31660	31944
营业税金及附加	190	201	216	254	256
销售费用	60	89	76	84	92
管理费用	336	335	354	396	425
研发费用	578	661	641	765	787
财务费用	68	220	138	16	-105
资产和信用减值损失	-36	-56	-53	-62	-62
其他收益	10	197	62	76	86
公允价值变动收益	-6	0	-1	-2	-2
投资净收益	8	-32	11	6	-2
资产处置收益	-0.03	0.06	0	0	0
营业利润	4428	5008	4252	5415	6501
营业外收入	8	7	16	15	11
营业外支出	156	1	95	118	92
利润总额	4281	5015	4172	5312	6420
所得税	658	836	648	833	1016
净利润	3622	4178	3525	4479	5404
少数股东损益	46.53	276	69.13	110	166
归属母公司净利润	3576	3903	3455	4369	5238
EBITDA	6404	8050	7198	8605	9951
EPS (元/股)	1.68	1.84	1.63	2.06	2.47

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	0.6	12.1	3.4
营业利润 (%)	-41.8	13.1	-15.1	27.4	20.0
归属母公司净利润 (%)	-43.1	9.1	-11.5	26.4	19.9
获利能力					
毛利率 (%)	20.9	18.7	16.4	17.9	19.9
净利率 (%)	13.3	12.2	10.2	11.6	13.6
ROE (%)	11.9	12.7	9.9	11.5	12.6
ROIC (%)	10.0	10.8	8.7	10.3	11.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.9	29.6	27.2	23.1	18.8
净负债比率 (%)	19.1	24.5	5.8	2.7	-12.8
流动比率	1.4	1.3	1.7	1.8	2.3
速动比率	0.8	0.6	1.1	1.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	570.8	486.9	486.9	486.9	486.9
应付账款周转率	8.7	9.9	9.9	9.9	9.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.68	1.84	1.63	2.06	2.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.22	2.34	3.53	3.39	4.51
每股净资产 (最新摊薄)	13.61	14.61	15.94	17.37	19.25
估值比率					
P/E	16.7	15.3	17.3	13.7	11.4
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.5	8.6	8.8	7.3	5.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686