

华鲁恒升 (600426.SH)

四季度净利同环比提升，油煤价差走扩助盈利修复延续

优于大市

核心观点

公司 2025 年四季度盈利同环比提升。公司 2025 年营收 309.7 亿元（同比-9.5%），归母净利润 33.2 亿元（同比-15.0%）；其中，四季度营收 74.2 亿元（同比-18.0%，环比-4.8%），归母净利润 9.4 亿元（同比+10.3%，环比+17.0%），毛利率/净利率为 21.6%/14.0%，期间费用率 7.2%（同比+3.0pct，环比+2.6pct）。行业反内卷推动下公司部分主营产品价差回暖，叠加成本管控成效显著，四季度盈利同环比双增。

四季度主营产品产销量稳步增长，产能持续释放。得益于荆州基地一体化项目全面投产及本部装置高效运行，四季度新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量 83.89/141.86/14.67/41.85 万吨，同比+29%/-6%/-3%/-2%，环比+10%/-2%/-7%/+4%；对应营收 40.01/14.80/5.92/8.72 亿元，占总营收比例 54%/20%/8%/12%。2025 年公司酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目相继建成，BDO 和 NMP 一体化项目装置顺利投产，气化平台升级改造项目开工建设，其他技改项目正在稳步推进。

四季度部分主营产品价差提升。2025 年四季度尿素/己内酰胺/醋酸/DMF/碳酸二甲酯市场均价 1663/8712/2414/4700/3874 元/吨，环比-6%/-0.1%/+4%/0%/+2%；对应价差分别为 660/1085/1222/1192/1810 元/吨，环比-24%/+52%/+21%/+25%/+10%。尿素受新增产能释放与行业库存高企影响，价格环比小幅下挫，价差收窄；己内酰胺、醋酸、DMF、碳酸二甲酯价格稳中有升，受益于行业反内卷带来的落后产能出清叠加原料成本下行，叠加部分产品下游需求边际回暖，价差均环比提升。原料端，四季度陕西神木烟煤坑口价 738 元/吨（同比-11%，环比+18%），同比仍下行。

油煤价差走扩放大煤化工成本优势，公司盈利弹性可期。2026 年一季度，地缘冲突推动国际油价大幅冲高，布伦特原油价格突破 100 美元/桶，油煤价差显著走扩，煤化工相对油化工的成本优势持续放大。公司异辛醇、己二酸、己内酰胺、碳酸二甲酯等核心产品，依托煤头路线稳定的成本结构，在产品价格跟随油价上行的同时，盈利改善。叠加中东供给扰动强化产品供给端支撑，行业供需格局持续优化，预计一季度公司盈利将在四季度修复基础上进一步提升，业绩弹性继续释放。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司成本优势稳固，油煤价差走扩将助力盈利弹性释放，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测，新增 2028 年盈利预测，即 2026-2028 年归母净利润预测为 47.40/49.58/52.34 亿元（原 2026-2027 年为 40.20/43.58 亿元），对应 EPS 为 2.23/2.34/2.46 元，当前股价对应 PE 为 16.7/15.9/15.1X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,226	30,969	37,209	39,851	41,843
(+/-%)	25.6%	-9.5%	20.2%	7.1%	5.0%
归母净利润(百万元)	3903	3315	4740	4958	5234
(+/-%)	9.1%	-15.0%	43.0%	4.6%	5.6%
每股收益(元)	1.84	1.56	2.23	2.34	2.46
EBIT Margin	15.0%	14.3%	17.5%	16.9%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	12.6%	10.0%	13.4%	13.1%	13.0%
市盈率 (PE)	20.2	23.8	16.7	15.9	15.1
EV/EBITDA	11.8	12.2	9.3	9.0	8.7
市净率 (PB)	2.54	2.39	2.23	2.09	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

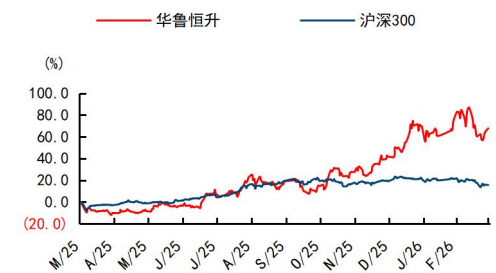
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	37.17 元
总市值/流通市值	78919/78908 百万元
52 周最高价/最低价	44.10/19.88 元
近 3 个月日均成交额	1114.44 百万元

市场走势



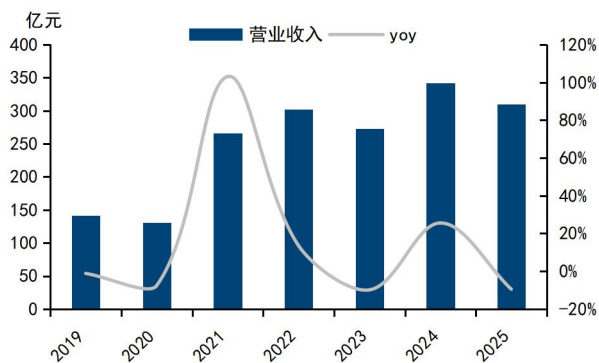
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 三季度归母净利润下滑，主营产品量升价降》——2025-10-30
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 二季度盈利环比改善，新项目稳步推进》——2025-08-23
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 四季度归母净利润同环比提升，多项目持续推进》——2025-03-29
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 20 万吨己二酸装置投产，尼龙 66 项目推进》——2024-12-12
- 《华鲁恒升 (600426.SH) - 二季度净利同环比提升，荆州项目进展顺利》——2024-08-22

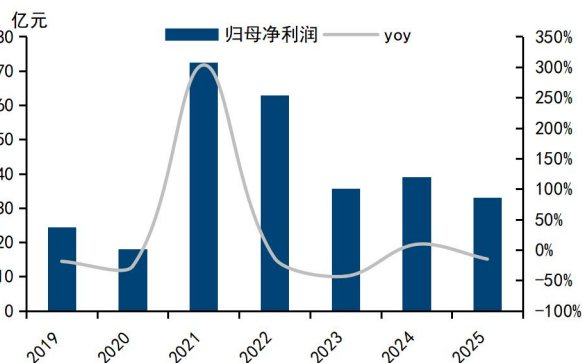
公司 2025 年四季度盈利同环比提升。公司 2025 年营收 309.7 亿元（同比-9.5%），归母净利润 33.2 亿元（同比-15.0%）；其中，四季度营收 74.2 亿元（同比-18.0%，环比-4.8%），归母净利润 9.4 亿元（同比+10.3%，环比+17.0%），毛利率 21.6%（同比+6.5pct，环比+2.5pct），净利率 14.0%（同比+4.0pct，环比+2.6pct），期间费用率 7.2%（同比+3.0pct，环比+2.6pct）。行业反内卷推动下公司部分主营产品价差回暖，叠加成本管控成效显著，四季度盈利同环比双增。

图1：华鲁恒升营业收入（亿元）



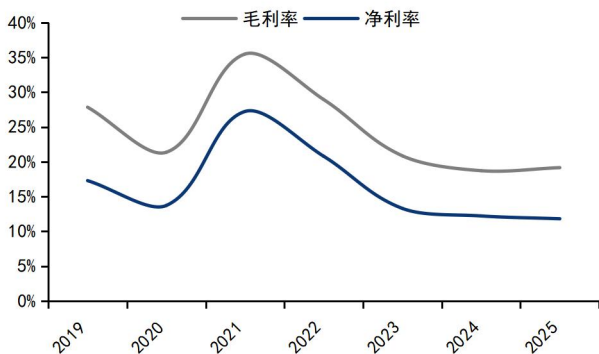
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华鲁恒升归母净利润（亿元）



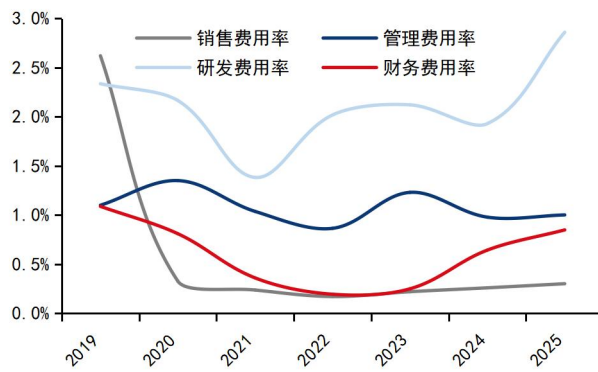
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华鲁恒升毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华鲁恒升销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

四季度主营产品产销量稳步增长，产能持续释放。得益于荆州基地一体化项目全面投产及本部装置高效运行，四季度新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量 83.89/141.86/14.67/41.85 万吨，同比+29%/-6%/-3%/-2%，环比+10%/-2%/-7%/+4%；产量 131.10/151.29/20.20/42.19 万吨，同比 +16%/+4%/+64%/+7%，环比 +3%/+4%/+30%/+6%；对应营收 40.01/14.80/5.92/8.72 亿元，占总营收比例 54%/20%/8%/12%，新能源新材料仍为第一大营收板块。2025 年公司酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目相继建成，BDO 和 NMP 一体化项目装置顺利投产，气化平台升级改造项目开工建设，其他技改项目正在稳步推进。

四季度部分主营产品价差提升。2025 年四季度尿素/己内酰胺/醋酸/DMF/碳酸二甲酯市场均价 1663/8712/2414/4700/3874 元/吨，同比-8%/-20%/-9%/0%/-8%，环比-6%/-0.1%/+4%/0%/+2%；对应价差分别为 660/1085/1222/1192/1810 元/吨，同比

-6%/-36%/-2%/+127%/+2%，环比-24%/+52%/+21%/+25%/+10%。尿素受新增产能释放与行业库存高企影响，价格环比小幅下挫，价差收窄；己内酰胺、醋酸、DMF、碳酸二甲酯价格稳中有升，受益于行业反内卷带来的落后产能出清叠加原料成本下行，叠加部分产品下游需求边际回暖，价差均环比提升。原料端，四季度陕西神木烟煤坑口价 738 元/吨（同比-11%，环比+18%），公司核心成本控制优势始终稳固，支撑四季度盈利修复。

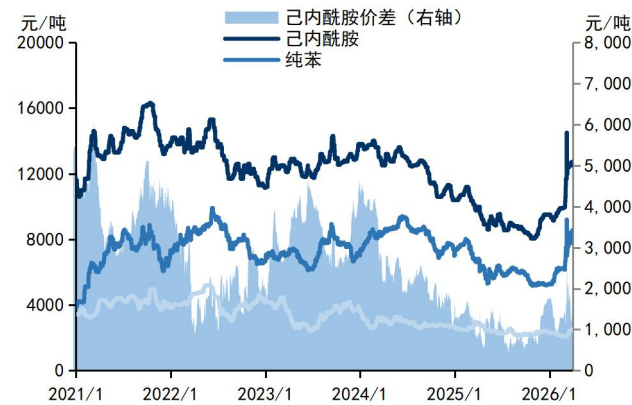
油煤价差走扩放大煤化工成本优势，公司盈利弹性可期。2026 年一季度，地缘冲突推动国际油价大幅冲高，布伦特原油价格突破 100 美元/桶，油煤价差显著走扩，煤化工相对油化工的成本优势持续放大。公司异辛醇、己二酸、己内酰胺、碳酸二甲酯等核心产品，依托煤头路线稳定的成本结构，在产品价格跟随油价上行的同时，盈利改善。叠加中东供给扰动强化产品供给端支撑，行业供需格局持续优化，预计一季度公司盈利将在四季度修复基础上进一步提升，业绩弹性继续释放。

图5: 尿素价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 己内酰胺价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 辛醇价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 醋酸价格及价差（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9: 己二酸价格及价差（元/吨）

图10: 纯苯、丙烯、烟煤市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司成本优势稳固，油煤价差走扩将助力盈利弹性释放，我们上调公司2026-2027年归母净利润预测，新增2028年盈利预测，即2026-2028年归母净利润预测为47.40/49.58/52.34亿元（原2026-2027年为40.20/43.58亿元），对应EPS为2.23/2.34/2.46元，当前股价对应PE为16.7/15.9/15.1X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600989.SH	宝丰能源	优于大市	30.15	221,100.80	0.87	1.56	1.85	34.7	19.3	16.3	4.6
000830.SZ	鲁西化工	优于大市	16.90	32,182.99	1.07	0.76	0.76	15.9	22.2	22.2	1.7
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	17.29	18,815.82	0.61	1.32	1.42	28.3	13.1	12.2	3.2
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	37.17	78,918.85	1.84	1.56	2.23	20.2	23.8	16.7	2.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2026年3月30日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1398	2085	5124	7992	11391	营业收入	34226	30969	37209	39851	41843
应收款项	136	53	64	99	83	营业成本	27821	25037	29027	31363	32973
存货净额	1319	1493	1679	1723	1904	营业税金及附加	201	219	247	261	283
其他流动资产	4522	5253	5705	6045	6620	销售费用	89	93	97	109	117
流动资产合计	7374	8885	12572	15858	19998	管理费用	335	310	456	456	476
固定资产	34888	35455	35005	34394	33625	研发费用	661	886	857	942	1050
无形资产及其他	2367	2857	2742	2628	2514	财务费用	220	263	299	211	141
投资性房地产	2028	1981	1981	1981	1981	投资收益	(32)	(20)	(14)	(14)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(28)	(25)	(31)	(28)	0
资产总计	46658	49177	52300	54862	58118	其他收入	(492)	(750)	(857)	(942)	(1050)
短期借款及交易性金融负债	1198	2773	1484	1818	2025	营业利润	5008	4251	6179	6466	6790
应付款项	3149	1615	3353	3055	3060	营业外净收支	7	11	9	9	9
其他流动负债	1179	1377	1589	1591	1772	利润总额	5015	4262	6188	6475	6799
流动负债合计	5526	5765	6427	6464	6857	所得税费用	836	607	955	1000	1022
长期借款及应付债券	8224	8139	8139	8139	8139	少数股东损益	276	340	494	517	543
其他长期负债	80	122	77	(56)	(102)	归属于母公司净利润	3903	3315	4740	4958	5234
长期负债合计	8305	8262	8216	8083	8037	现金流量表 (百万元)					
负债合计	13830	14027	14643	14547	14895	净利润	3903	3315	4740	4958	5234
少数股东权益	1810	2070	2307	2558	2831	资产减值准备	(6)	(3)	40	2	(3)
股东权益	31018	33080	35350	37757	40393	折旧摊销	2748	3173	3494	3695	3886
负债和股东权益总计	46658	49177	52300	54862	58118	公允价值变动损失	28	25	31	28	0
关键财务与估值指标						财务费用	220	263	299	211	141
每股收益	1.84	1.56	2.23	2.34	2.46	营运资本变动	(1464)	(2072)	1297	(848)	(601)
每股红利	1.04	0.71	1.16	1.20	1.22	其它	125	188	197	249	276
每股净资产	14.61	15.58	16.65	17.78	19.02	经营活动现金流	5333	4627	9797	8084	8792
ROIC	10%	8%	12%	13%	13%	资本开支	(5411)	(3655)	(3000)	(3000)	(3000)
ROE	13%	10%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	19%	22%	21%	21%	投资活动现金流	(5411)	(3655)	(3000)	(3000)	(3000)
EBIT Margin	15%	14%	18%	17%	17%	权益性融资	19	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	27%	26%	26%	负债净变化	876	(85)	0	0	0
收入增长	26%	-10%	20%	7%	5%	支付股利、利息	(2218)	(1505)	(2470)	(2551)	(2599)
净利润增长率	9%	-15%	43%	5%	6%	其它融资现金流	2100	2895	(1289)	334	207
资产负债率	34%	33%	32%	31%	30%	融资活动现金流	(565)	(285)	(3759)	(2217)	(2392)
股息率	2.8%	1.9%	3.1%	3.2%	3.3%	现金净变动	(643)	687	3039	2868	3400
P/E	20.2	23.8	16.7	15.9	15.1	货币资金的期初余额	2041	1398	2085	5124	7992
P/B	2.5	2.4	2.2	2.1	2.0	货币资金的期末余额	1398	2085	5124	7992	11391
EV/EBITDA	11.8	12.2	9.3	9.0	8.7	企业自由现金流	0	1239	7308	5529	6185
						权益自由现金流	0	4050	5766	5685	6273

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032