

2026年04月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

量增价跌盈利承压，项目扩产蓄势未来

—华鲁恒升（600426.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

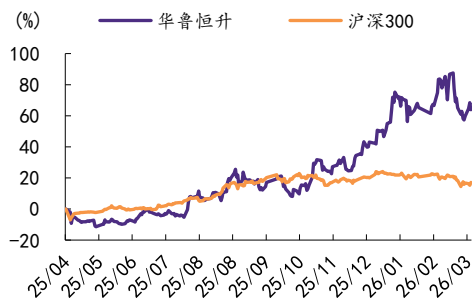
分析师：卢昊 S1050526020001
luhao@cfsc.com.cn
联系人：高铭谦 S1050124080006
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2026-04-01

当前股价（元）	36.5
总市值（亿元）	775
总股本（百万股）	2123
流通股本（百万股）	2123
52周价格范围（元）	20.03-41.41
日均成交额（百万元）	608.45

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《华鲁恒升（600426）：中期分红回馈股东，新项目推进助力长期成长》2025-08-26
- 《华鲁恒升（600426）：新项目增量落地，业绩实现稳健增长》2025-04-01
- 《华鲁恒升（600426）：装置检修叠加产品利差收窄，公司Q3业绩承压》2024-11-08

华鲁恒升发布 2025 年年度业绩报告：2025 年公司实现营业总收入 309.69 亿元，同比下滑 9.52%；实现归母净利润 33.15 亿元，同比下滑 15.04%。其中，公司 2025Q4 单季度实现营业收入 74.16 亿元，同比下滑 18.01%，环比下滑 4.78%；实现归母净利润 9.42 亿元，同比增长 10.29%，环比增长 16.96%。

投资要点

价格下跌拖累盈利

2025 年公司盈利能力有所下滑，主要是市场供需失衡导致产品价格同比下滑影响所致。全球化工行业调整下，结构性产能过剩与下游需求不足并存，供需失衡导致公司 DMF、醋酸、尿素等主要产品季度均价在 2025 年内分别下滑 5.09%、13.73%、5.91%。价格劣势下，公司采取以量补价策略。公司化肥和醋酸两大类产品产量同比增加 22.19%、5.80%；销量同比增加 22.07%、0.77%。从业绩上看，尿素产品营收基本持平去年，同比增长 0.12%；醋酸及衍生品营收同比下滑 16.78%。尽管公司核心原材料煤炭原材料采购价格同比下降 18%，并且实施了以量补价，但未能有效对冲降价压力，进而导致公司整体盈利水平遭到拖累。

费用率全线攀升，经营性现金流入承压

期间费用方面，公司 2025 年产销高增，业务量明显放大，同时收入减少导致费用率上升。公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比变化+0.04/+0.02/+0.21/+0.93pct。其中财务费用变动主要是本期借款利息支出增加以及汇率变动导致汇兑收益减少所致，研发费用主要是本期费用化研发投入增加所致。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 41.98 亿元，同比下降 15.51%，主要是本期产品销售收入减少导致收到的现金流入减少所致。

项目建设提速，产能矩阵扩容

公司资本开支持续加码，重点项目密集落地，产业链一体化纵深推进。荆州基地方面，2025 年 2 月酰胺原料优化升级项目投产，新增饱和脂环醇 20 万吨/年、副产环己烷 4.28 万吨/年产能；8 月 BDO-NMP 一体化项目顺利投产，新增 20 万吨/

年 BDO、5 万吨/年 NMP 产能，公司借此切入新能源材料高景气赛道；20 万吨/年二元酸项目于 9 月投产，新材料产品矩阵进一步丰富；30 万吨 TDI 项目已立项，总投资 54.88 亿元，预计 2027 年底竣工。德州本部技改升级同步推进，气化平台改造项目开工建设。随着公司“荆州扩能+德州升级”双轮驱动格局成型，新产能分阶段爬坡将贡献业绩增量。

■ 盈利预测

公司业绩短期承压，多个新项目顺利投产带来可观的盈利修复预期。测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 45.45、53.83、56.82 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17.1、14.4、13.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

原材料和产品价格大幅波动；项目建设进度不及预期；下游需求不及预期。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	30,969	35,999	38,552	41,948
增长率（%）	-9.5%	16.2%	7.1%	8.8%
归母净利润（百万元）	3,315	4,545	5,385	5,682
增长率（%）	-15.0%	37.1%	18.5%	5.5%
摊薄每股收益（元）	1.56	2.14	2.54	2.68
ROE（%）	9.4%	11.9%	12.9%	12.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:					营业收入	30,969	35,999	38,552	41,948
现金及现金等价物	2,085	6,656	12,071	17,451	营业成本	25,037	28,294	29,793	32,793
应收款	53	62	66	72	营业税金及附加	219	255	273	297
存货	1,493	1,702	1,793	1,973	销售费用	93	109	116	127
其他流动资产	5,253	6,107	6,540	7,116	管理费用	310	361	386	420
流动资产合计	8,885	14,527	20,470	26,612	财务费用	263	211	59	-91
非流动资产:					研发费用	886	1,030	1,103	1,200
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,552	1,710	1,664	1,655
固定资产	32,994	32,198	30,613	28,797	资产减值损失	-25	-25	-25	-25
在建工程	2,340	936	374	150	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,857	2,714	2,571	2,435	投资收益	-20	-20	-20	-20
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	4,251	5,832	6,912	7,294
其他非流动资产	2,102	2,102	2,102	2,102	加:营业外收入	14	14	14	14
非流动资产合计	40,292	37,950	35,661	33,484	减:营业外支出	2	2	2	2
资产总计	49,177	52,477	56,131	60,096	利润总额	4,262	5,843	6,923	7,305
流动负债:					所得税费用	607	832	985	1,040
短期借款	776	776	776	776	净利润	3,656	5,011	5,938	6,265
应付账款、票据	1,615	1,841	1,939	2,134	少数股东损益	340	466	552	583
其他流动负债	2,605	2,605	2,605	2,605	归母净利润	3,315	4,545	5,385	5,682
流动负债合计	5,765	6,117	6,278	6,557					
非流动负债:					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	8,139	8,139	8,139	8,139	成长性				
其他非流动负债	122	122	122	122	营业收入增长率	-9.5%	16.2%	7.1%	8.8%
非流动负债合计	8,262	8,262	8,262	8,262	归母净利润增长率	-15.0%	37.1%	18.5%	5.5%
负债合计	14,027	14,378	14,540	14,819	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.2%	21.4%	22.7%	21.8%
股本	2,123	2,123	2,123	2,123	四项费用/营收	5.0%	4.7%	4.3%	3.9%
股东权益	35,150	38,098	41,591	45,277	净利率	11.8%	13.9%	15.4%	14.9%
负债和所有者权益	49,177	52,477	56,131	60,096	ROE	9.4%	11.9%	12.9%	12.5%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	28.5%	27.4%	25.9%	24.7%
净利润	3656	5011	5938	6265	营运能力				
少数股东权益	340	466	552	583	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	3173	2342	2282	2169	应收账款周转率	579.9	579.9	579.9	579.9
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	16.8	16.8	16.8	16.8
营运资金变动	-2971	-720	-367	-483	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	4198	7100	8406	8535	EPS	1.56	2.14	2.54	2.68
投资活动现金净流量	-3646	2200	2147	2041	P/E	23.4	17.1	14.4	13.6
筹资活动现金净流量	4018	-2063	-2445	-2579	P/S	2.5	2.2	2.0	1.8
现金流量净额	4,570	7,236	8,108	7,996	P/B	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。