

## 基础化工

2026年04月14日

# 北化股份 (002246)

## ——硝化棉量利齐升带动利润高增，公司 2025 年业绩符合市场预期

报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

市场数据：2026年04月13日

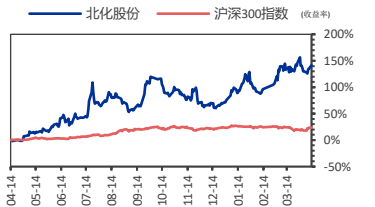
收盘价 (元)	25.02
一年内最高/最低 (元)	27.02/9.51
市净率	4.5
股息率% (分红/股价)	0.18
流通 A 股市值 (百万元)	13,737
上证指数/深证成指	3,988.56/14,407.86

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年12月31日

每股净资产 (元)	5.56
资产负债率%	37.91
总股本/流通 A 股 (百万)	549/549
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《北化股份 (002246) 深度：火工品系列报告之二：硝化棉领军企业，产品出海有望带动业绩高增》 2026/03/26

## 证券分析师

韩强 A0230518060003  
hanqiang@swsresearch.com  
武雨桐 A0230520090001  
wuyt@swsresearch.com  
穆少阳 A0230524070009  
musy@swsresearch.com

## 研究支持

达邵炜 A0230526030002  
dasw@swsresearch.com

## 联系人

达邵炜 A0230526030002  
dasw@swsresearch.com



申万宏源研究服务号

## 事件：

- **公司公布 2025 年业绩报告。**公司 2025 年全年实现营收 27.50 亿元 (yoy+41.26%)，实现归母净利润 2.63 亿元，同比实现扭亏为盈。公司 2025 年 Q4 实现营收 9.15 亿元 (yoy+41.61%，qoq+29.97%)，实现归母净利润 0.75 亿元 (yoy+309.46%，qoq-8.54%)。公司 2025 年业绩符合市场预期。

## 点评：

- **硝化棉业务量价齐升，公司 25 年收入实现高增。**公司 2025 年实现营收 27.50 亿元 (yoy+41.26%)，同比实现高增，我们分析认为：1) 分业务看，报告期内公司硝化棉相关产品实现营收 10.11 亿元 (yoy+43.85%)，防护器材实现营收 7.67 亿元 (yoy+133.42%)，工业泵实现营收 5.34 亿元 (yoy+6.23%)，硝化棉业务收入同比高增，系报告期内公司产线升级改造带动硝化棉产量提升，叠加下游需求旺盛带动销量同比增加，25 年公司硝化棉销量为 4.57 万吨，较 24 年增加 28.14%。同时公司有序调节产品结构，带动产品均价上涨，2025 年公司硝化棉产品平均单价为 2.21 万元/吨，较 24 年增加 12.25%；2) 分业务主体看，报告期内母公司实现营收 10.19 亿元 (yoy+43.90%)，子公司新华防护实现营收 10.18 亿元 (yoy+82.68%)，五二五泵业实现营收 7.21 亿元 (yoy+5.59%)，母公司及新华防护营收增幅显著；3) 分地区看，报告期内公司国外地区实现营收 3.96 亿元 (yoy+51.20%)，系公司持续拓展海外客户，巩固外贸市场占有率。我们认为，海外军费开支增加叠加地缘政治冲突催化，硝化棉配套需求持续提升，叠加近年来供给端维持稳定，硝化棉供需缺口支撑价格持续上行，考虑到 26 年至今硝化棉海关出海价格较 25 年大幅提升，产品溢价弹性显著，叠加公司南充厂区有序扩产，公司未来收入增速有望进一步提升。
- **基于母公司报表分析，公司硝化棉业务 25 年下半年净利率环比显著提升。**母公司主要从事硝化棉生产，具体来看：1) 报告期内母公司实现净利润 2.37 亿元 (yoy+99.51%)，其中 2025 年下半年实现净利润 1.51 亿元，较 24 年同期增加 79.44%，较 25 年上半年增加 76.20%，母公司 25 年下半年净利润同比及环比显著提升；2) 基于净利率分析，2025 年下半年母公司净利率为 25.68%，较 2024 年同期增加 5.20pcts，较 2025 年上半年增加 5.77pcts，公司硝化棉业务 25 年下半年净利率提升显著。伴随硝化棉价格持续上行，公司硝化棉主业净利率有望持续提升，带动业绩加速增长。
- **基于合并报表分析，公司 2025 年业绩符合市场预期。**具体来看：1) 公司 2025 年毛利率为 29.37%，较 2024 年增加 10.06pcts，分业务看，公司 25 年硝化棉相关产品毛利率较 24 年增加 10.81pcts 至 42.04%，防护器材产品毛利率较 24 年增加 33.87pcts 至 25.53%，工业泵业务毛利率较 24 年降低 3.46pcts 至 15.01%，硝化棉主业及防护器材业务带动公司毛利率提升；2) 公司 2025 年净利率为 9.16%，较 2024 年增加 10.98pcts，系公司毛利率提升的同时，费用率进一步降低，公司 2025 年期间费用率较 2024 年降低 3.38pcts 至 17.67%。伴随硝化棉业务带动盈利能力持续提升，公司 2026 年利润有望维持高增趋势。
- **存货及合同负债环比维持高位，行业高景气支撑业绩高增。**截至 25 年底，公司合同负债为 1.06 亿元，环比增长 24.71%，存货为 3.39 亿元，维持 25Q3 以来的高位。我们分析认为，1) 合同负债环比增长反映公司下游需求旺盛，在手订单饱满；2) 存货环比维持高位，系公司有序生产交付。行业高景气下游需求持续释放，伴随公司产品陆续交付确收转化为收入，公司业绩有望逐季兑现。
- **硝化棉市场供需格局重塑，产品溢价带动公司业绩加速回升。**1) 海外军费开支增加带动硝化棉全球需求持续上行，叠加近年来硝化棉供给总量维持稳定，供需缺口支撑出海产品涨价持续；2) 25 年初以来硝化棉出海价格大幅增长，产品溢价弹性可观；3) 公司背靠兵器集团北化研究院，硝化棉全球份额居前，且持续拓展海外市场，有望充分受益于硝化棉出海溢价；4) 公司持续扩产带动业绩加速增长。根据公司 26 年 1 月公告，公司于四川南充扩产 1 万吨硝化棉产能，用于满足外贸硝化棉新增需求，伴随产线建成投产，有望带动业绩加速增长。
- **上调公司盈利预测并维持“买入”评级。**考虑到海外需求旺盛带动硝化棉价格持续上行，上调公司 2026E-27E 年盈利预测为 4.74/7.11 亿元 (原值为 4.47/5.85 亿元)，新增 2028E 年盈利预测为 10.28 亿元，当前市值对应各年 PE 分别为 29/19/13 倍。硝化棉产品溢价弹性可观，叠加公司扩产进展顺利，量价齐升有望带动业绩加速回升，因此维持“买入”评级。
- 风险提示：硝化棉海外需求不及预期、硝化棉价格波动风险、原材料价格波动风险

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,947	2,750	3,472	4,330	5,495
同比增长率 (%)	-9.8	41.3	26.2	24.7	26.9
归母净利润 (百万元)	-28	263	474	711	1,028
同比增长率 (%)	-151.0	-	80.1	50.2	44.5
每股收益 (元/股)	-0.05	0.48	0.86	1.30	1.87
毛利率 (%)	19.3	29.4	35.6	39.2	41.6
ROE (%)	-1.0	8.6	13.6	17.3	20.6
市盈率	-485	52	29	19	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,947	2,750	3,472	4,330	5,495
其中：营业收入	1,947	2,750	3,472	4,330	5,495
减：营业成本	1,571	1,943	2,237	2,631	3,208
减：税金及附加	23	26	31	43	55
主营业务利润	353	781	1,204	1,656	2,232
减：销售费用	89	92	122	147	192
减：管理费用	234	265	358	437	550
减：研发费用	116	142	191	260	330
减：财务费用	-29	-13	-2	-2	-2
经营性利润	-57	295	535	814	1,162
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-7	-7	-21	-40	-32
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-29	-20	-19	-3	-1
加：投资收益及其他	35	26	41	36	35
营业利润	-44	296	540	810	1,168
加：营业外净收入	11	11	8	8	8
利润总额	-34	307	548	818	1,176
减：所得税	2	55	88	128	173
净利润	-35	252	460	689	1,003
少数股东损益	-7	-11	-14	-22	-25
归属于母公司所有者的净利润	-28	263	474	711	1,028

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。