

# 华鲁恒升 (600426.SH)

## 周期筑底+高油价，煤化工龙头持续受益

**事件：主业周期筑底，25Q4 盈利指标改善。**2025 年公司实现营业收入 309.69 亿元，同比-9.5%；实现归母净利润 33.15 亿元，同比-15.0%；实现扣非归母净利润 32.88 亿元，同比-15.0%。受益于化工反内卷以及公司成本优势，25Q4 单季度公司实现营业收入 74.16 亿元，实现归母净利润 9.42 亿元，同比+10.3%、环比+17.0%。

**业务拆分：产销体量稳健增长。**

- ✓ **新能源材料：**2025 年实现营收 155.6 亿元，同比-5.3%；毛利率 10.71%，同比-2.4pct。2025 年产量 488 万吨，同比+13.2%；销量 300 万吨，同比+17.6%；
- ✓ **有机胺：**2025 年实现营收 23.6 亿元，同比-6.0%；毛利率 14.19%，同比+7.7pct。2025 年产量 63 万吨，同比+9.1%；销量 59 万吨，同比基本持平；
- ✓ **化学肥料：**2025 年实现营收 73.1 亿元，同比基本持平；毛利率 32.30%，同比+2.4pct。2025 年产量 590 万吨，同比+22.2%；销量 575 万吨，同比+22.1%；
- ✓ **醋酸及衍生品：**2025 年实现营收 33.9 亿元，同比-16.8%；毛利率 29.70%，同比+2.1pct。2025 年产量 158 万吨，同比+5.8%；销量 156 万吨，同比+0.8%。

**积极推进项目建设，成本优势显著。**报告期内，公司积极推进项目建设，发展势头再添动能。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。公司具有较强成本优势，项目建设做到技术领先、投资可控、投产高效；生产发挥柔性联产优势，深挖装置与系统潜力，优化公用工程，持续节能降耗，提高资源综合利用率；积极推动德州本部及荆州恒升“一体两翼”、“双航母”发展，提升综合盈利能力。

**盈利预测。**公司是国内煤化工龙头，成本优势显著，受益于中东地缘局势带来的油价上涨，公司路线成本优势持续放大。预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 364.13/386.73/415.27 亿元，归母净利润分别为 48.29/53.83/59.18 亿元，对应 PE 分别为 17.0/15.2/13.8 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格超预期波动，产品供求格局超预期恶化，环保及安全生产风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,226	30,969	36,413	38,673	41,527
增长率 yoy (%)	25.6	-9.5	17.6	6.2	7.4
归母净利润(百万元)	3,903	3,315	4,829	5,383	5,918
增长率 yoy (%)	9.1	-15.0	45.7	11.5	9.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.84	1.56	2.27	2.54	2.79
净资产收益率(%)	12.6	10.0	13.3	13.5	13.4
P/E(倍)	21.0	24.7	17.0	15.2	13.8
P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.0	1.9

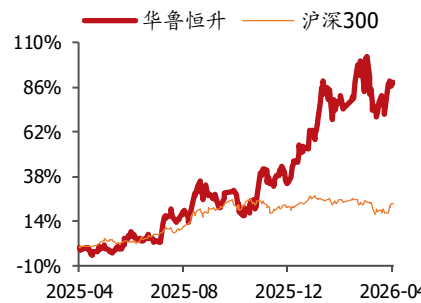
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 13 日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	农化制品
前次评级	买入
04 月 13 日收盘价(元)	38.56
总市值(百万元)	81,870.08
总股本(百万股)	2,123.19
其中自由流通股(%)	99.99
30 日日均成交量(百万股)	35.18

#### 股价走势



#### 作者

分析师 尹乐川  
执业证书编号：S0680523110002  
邮箱：yinlechuan@gszq.com

#### 相关研究

- 《华鲁恒升(600426.SH)：荆州主产品满负荷，盈利环比显著增长》 2024-04-29
- 《华鲁恒升(600426.SH)：荆州基地投产贡献增量，全年业绩阶段性承压》 2024-04-01
- 《华鲁恒升(600426.SH)：Q1 业绩符合预期，煤化工龙头周期底部韧性较强》 2023-04-26

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	7374	8885	12923	17231	22729
现金	1398	2085	5758	9691	14856
应收票据及应收账款	134	49	86	81	91
其他应收款	2	4	4	5	5
预付账款	641	865	867	953	1007
存货	1319	1493	1568	1695	1801
其他流动资产	3881	4388	4640	4807	4969
<b>非流动资产</b>	39283	40292	40292	40292	40292
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	30056	32994	32994	32994	32994
无形资产	2367	2857	2857	2857	2857
其他非流动资产	6859	4442	4442	4442	4442
<b>资产总计</b>	46658	49177	53215	57524	63021
<b>流动负债</b>	5526	5765	6526	6614	6928
短期借款	0	776	776	776	776
应付票据及应付账款	3149	1615	2278	2243	2460
其他流动负债	2377	3374	3472	3595	3692
<b>非流动负债</b>	8305	8262	8262	8262	8262
长期借款	8224	8139	8139	8139	8139
其他非流动负债	80	122	122	122	122
<b>负债合计</b>	13830	14027	14788	14876	15189
少数股东权益	1810	2070	2513	3026	3583
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积	2425	2442	2442	2442	2442
留存收益	26573	28723	32017	35682	39710
归属母公司股东权益	31018	33080	36341	40006	44034
<b>负债和股东权益</b>	46658	49177	53215	57524	63021

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4968	4198	6841	6825	8346
净利润	4178	3656	5272	5896	6475
折旧摊销	2812	3240	3564	3920	4312
财务费用	240	271	283	292	295
投资损失	0	-1	27	27	30
营运资金变动	-2312	-3010	-2061	-3061	-2512
其他经营现金流	50	42	-245	-250	-254
<b>投资活动现金流</b>	-5075	-3646	-2944	-2653	-2918
资本支出	-5075	-3646	-2917	-2625	-2888
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-27	-27	-30
<b>筹资活动现金流</b>	-388	80	-231	-240	-263
短期借款	-200	776	0	0	0
长期借款	876	-85	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	40	17	0	0	0
其他筹资现金流	-1104	-628	-231	-240	-263
<b>现金净增加额</b>	-476	639	3672	3933	5166

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	34226	30969	36413	38673	41527
营业成本	27821	25037	28220	29778	31893
营业税金及附加	201	219	243	264	281
营业费用	89	93	127	129	141
管理费用	335	310	401	413	448
研发费用	661	886	1092	1044	1038
财务费用	220	263	283	292	295
资产减值损失	-28	-25	-13	-16	-20
其他收益	197	153	190	198	214
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-32	-20	-27	-27	-30
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	5008	4251	6197	6909	7596
营业外收入	7	14	12	12	12
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	5015	4262	6206	6919	7606
所得税	836	607	934	1022	1131
<b>净利润</b>	4178	3656	5272	5896	6475
少数股东损益	276	340	443	513	557
<b>归属母公司净利润</b>	3903	3315	4829	5383	5918
EBITDA	8073	7774	10053	11131	12213
EPS (元/股)	1.84	1.56	2.27	2.54	2.79

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.6	-9.5	17.6	6.2	7.4
营业利润(%)	13.1	-15.1	45.8	11.5	9.9
归属母公司净利润(%)	9.1	-15.0	45.7	11.5	9.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	18.7	19.2	22.5	23.0	23.2
净利率(%)	11.4	10.7	13.3	13.9	14.3
ROE(%)	12.6	10.0	13.3	13.5	13.4
ROIC(%)	10.4	8.4	11.1	11.4	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.6	28.5	27.8	25.9	24.1
净负债比率(%)	24.6	25.2	13.4	2.9	-8.2
流动比率	1.3	1.5	2.0	2.6	3.3
速动比率	0.6	0.7	1.2	1.8	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	486.9	540.8	860.7	738.3	770.1
应付账款周转率	9.9	13.8	18.2	16.8	17.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.84	1.56	2.27	2.54	2.79
每股经营现金流(最新摊薄)	2.34	1.98	3.22	3.21	3.93
每股净资产(最新摊薄)	14.61	15.58	17.12	18.84	20.74
<b>估值比率</b>					
P/E	21.0	24.7	17.0	15.2	13.8
P/B	2.6	2.5	2.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.7	9.7	8.7	7.5	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 13 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com