

经营韧性凸显，产业链延伸推进

核心观点

- **成本优势对冲周期下行压力。**2025 年化工行业景气在供需矛盾中持续承压，然而公司在下行期依旧展现出较强的韧性。2025 年公司营业收入 309.69 亿元，同比下降 9.52%；归母净利润 33.15 亿元，同比下降 15.04%。我们依据市场价格测算的公司 2025 年收入指数同比下滑 9.85%，与公司实际情况基本拟合；然而毛利润指数同比下滑 28.10%，公司实际情况明显优于理论水平，我们认为背后正是公司成本优势带来的平滑周期波动的能力。微观层面上，剔除原料成本的波动，随着公司两大基地产销量提升，公司肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料板块的单吨直接人工和制造费用成本基本呈现同比下行趋势，共同支撑生产成本的下降。近期地缘冲突导致的能源通胀已推动大宗化工品景气显著修复，公司主要产品也出现了明显上涨；但我们更加看好的是在化工品快速上涨背后，公司作为本土煤化工龙头对国内供应链安全的重要压舱石意义。
- **荆州基地全面发力，产业链延伸持续进行。**公司成长的核心动能已由单一基地转向“德州+荆州”双头并进。荆州基地作为第二增长极成效显著，其 2025 年营业收入达 85.39 亿元，净利润达 11.34 亿元，同比均实现增长。产业链延伸方面，随着 20 万吨二元酸、BDO/NMP 一体化以及酰胺原料优化项目陆续投产，公司进一步加强了在新能源新材料等成长性赛道的市场地位。尤其是在前期我们深度报告《从电池巨头加码高压实铁锂布局看草酸景气向上机遇》所看好的草酸行业，公司已成为绝对龙头。此外，公司德州基地气化平台升级改造项目已开工建设，德州运河恒升化工产业园区今年初也获得扩区批复，内外部的进展有望进一步夯实公司本部基本盘并打开新的增长空间。

盈利预测与投资建议

- 近期化工品受地缘冲突催化景气普遍上行，我们适当调整公司产品、原材料价格以及部分产品的产销量预测。我们预测公司 26-28 年 EPS 分别为 2.25、2.61、2.68 元（原 26-27 年预测为 2.16、2.41 元），根据可比公司 26 年 19 倍市盈率，给以公司目标价 42.75 元并维持买入评级。

风险提示

- 产品和原材料价格波动风险；项目建设不及预期风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	34,226	30,969	36,507	39,043	39,559
同比增长(%)	25.6%	-9.5%	17.9%	6.9%	1.3%
营业利润(百万元)	5,008	4,251	6,218	7,206	7,373
同比增长(%)	13.1%	-15.1%	46.3%	15.9%	2.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,903	3,315	4,785	5,550	5,681
同比增长(%)	9.1%	-15.0%	44.3%	16.0%	2.3%
每股收益(元)	1.84	1.56	2.25	2.61	2.68
毛利率(%)	18.7%	19.2%	23.0%	24.4%	24.5%
净利率(%)	11.4%	10.7%	13.1%	14.2%	14.4%
净资产收益率(%)	13.0%	10.3%	13.7%	14.3%	13.3%
市盈率	19.3	22.8	15.8	13.6	13.3
市净率	2.4	2.3	2.1	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年04月15日）	35.55 元
目标价格	42.75 元
52 周最高价/最低价	44.1/19.42 元
总股本/流通 A 股（万股）	212,319/212,291
A 股市值（百万元）	75,479
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2026 年 04 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.42	-14.15	3.8	75.16
相对表现%	-9.37	-14.49	5.19	50.59
沪深 300%	1.95	0.34	-1.39	24.57



证券分析师

万里扬 执业证书编号：S0860519090003
wanliyang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

景气底部保持业绩韧性，一体化平台优势有望持续提升 2025-08-30
盈利基本盘扎实，新材料项目贡献增长 2025-04-16

表 1：可比公司估值（截至 2026/4/15）

可比公司	最新价格	每股收益（元）				市盈率			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
万华化学	89.08	4.16	3.99	5.19	6.23	21.40	22.33	17.16	14.29
荣盛石化	12.19	0.07	0.17	0.34	0.48	168.14	72.56	36.02	25.56
扬农化工	78.00	2.97	3.17	3.99	4.65	26.30	24.59	19.55	16.79
宝丰能源	28.43	0.86	1.55	2.05	2.20	32.90	18.37	13.86	12.91
鲁西化工	15.94	1.07	0.65	1.17	1.40	14.96	24.50	13.57	11.38
万凯新材	29.37	-0.52	0.24	1.12	1.59	-56.81	122.32	26.24	18.51
调整后平均						23.89	35.99	19.20	15.62

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,398	2,085	5,862	10,707	18,049	营业收入	34,226	30,969	36,507	39,043	39,559
应收票据、账款及款项融资	2,023	1,982	84	90	92	营业成本	27,821	25,037	28,115	29,517	29,852
预付账款	641	865	852	911	923	销售费用	89	93	97	103	105
存货	1,319	1,493	1,505	1,580	1,598	管理费用	335	310	323	356	390
其他	1,994	2,459	2,460	2,460	2,460	研发费用	661	886	1,044	1,117	1,132
流动资产合计	7,374	8,885	10,763	15,748	23,122	财务费用	220	263	430	431	400
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	56	43	31	44	39
固定资产	30,056	32,994	33,616	35,091	36,220	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,123	2,340	5,306	4,755	1,203	投资净收益	(32)	(20)	(20)	(22)	(19)
无形资产	2,367	2,857	2,804	2,751	2,698	其他	(4)	(66)	(229)	(247)	(250)
其他	2,737	2,102	2,049	1,996	1,943	营业利润	5,008	4,251	6,218	7,206	7,373
非流动资产合计	39,283	40,292	43,775	44,592	42,063	营业外收入	7	14	14	14	14
资产总计	46,658	49,177	54,538	60,341	65,185	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	0	776	0	0	0	利润总额	5,015	4,262	6,229	7,217	7,385
应付票据及应付账款	3,149	1,615	1,813	1,904	1,925	所得税	836	607	934	1,083	1,108
其他	2,377	3,374	3,457	3,519	3,532	净利润	4,178	3,656	5,294	6,135	6,277
流动负债合计	5,526	5,765	5,270	5,423	5,458	少数股东损益	276	340	510	584	596
长期借款	8,224	8,139	9,760	10,805	11,113	归属于母公司净利润	3,903	3,315	4,785	5,550	5,681
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.84	1.56	2.25	2.61	2.68
其他	80	122	122	122	122						
非流动负债合计	8,305	8,262	9,882	10,927	11,235	主要财务比率					
负债合计	13,830	14,027	15,152	16,351	16,693		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	1,810	2,070	2,580	3,164	3,760	成长能力					
实收资本(或股本)	2,123	2,123	2,123	2,123	2,123	营业收入	25.6%	-9.5%	17.9%	6.9%	1.3%
资本公积	2,303	2,216	2,219	2,219	2,219	营业利润	13.1%	-15.1%	46.3%	15.9%	2.3%
留存收益	26,573	28,723	32,446	36,466	40,371	归属于母公司净利润	9.1%	-15.0%	44.3%	16.0%	2.3%
其他	19	18	18	18	18	获利能力					
股东权益合计	32,828	35,150	39,386	43,990	48,491	毛利率	18.7%	19.2%	23.0%	24.4%	24.5%
负债和股东权益总计	46,658	49,177	54,538	60,341	65,185	净利率	11.4%	10.7%	13.1%	14.2%	14.4%
						ROE	13.0%	10.3%	13.7%	14.3%	13.3%
						ROIC	10.8%	8.8%	11.6%	12.0%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	29.6%	28.5%	27.8%	27.1%	25.6%
净利润	4,178	3,656	5,294	6,135	6,277	净负债率	24.4%	25.1%	15.0%	4.8%	0.0%
折旧摊销	2,779	3,202	3,004	3,350	3,748	流动比率	1.33	1.54	2.04	2.90	4.24
财务费用	220	263	430	431	400	速动比率	1.09	1.28	1.75	2.61	3.94
投资损失	32	20	20	22	19	营运能力					
营运资金变动	(1,070)	(2,201)	2,220	6	3	应收账款周转率	457.7	508.3	732.3	563.2	548.2
其它	(1,172)	(741)	31	44	39	存货周转率	19.4	17.5	18.5	18.7	18.4
经营活动现金流	4,968	4,198	11,001	9,988	10,487	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
资本支出	(5,816)	(4,102)	(6,504)	(4,204)	(1,258)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	1.84	1.56	2.25	2.61	2.68
其他	741	456	(20)	(22)	(19)	每股经营现金流	2.34	1.98	5.18	4.70	4.94
投资活动现金流	(5,075)	(3,646)	(6,524)	(4,226)	(1,277)	每股净资产	14.61	15.58	17.34	19.23	21.07
债权融资	1,792	769	1,566	1,045	308	估值比率					
股权融资	122	(87)	3	0	0	市盈率	19.3	22.8	15.8	13.6	13.3
其他	(2,302)	(602)	(2,268)	(1,962)	(2,176)	市净率	2.4	2.3	2.1	1.8	1.7
筹资活动现金流	(388)	80	(700)	(917)	(1,868)	EV/EBITDA	10.5	10.9	8.7	7.7	7.3
汇率变动影响	19	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.1	18.7	12.7	11.0	10.8
现金净增加额	(476)	639	3,777	4,845	7,342						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。