

纯碱龙头短期承压，持续夯实产能与成本优势

核心观点

2025 年度公司围绕天然碱和煤制尿素两大业务板块，统筹存量提效和增量赋能，积极应对行业需求不振、供给深度洗牌的不利局面。25Q4 公司控股子公司银根矿业二期天然碱生产线投料试车，26Q1 控股子公司博源银根水务取得新增水权，伴随配套完善及新产能爬坡放量，公司将进一步奠定在纯碱行业的产能规模优势及成本优势。我们看好公司凭借资源禀赋与产能优势，在行业周期底部进一步巩固龙头地位。

事件

- 1) 公司发布 2025 年报，全年实现营收 120.75 亿元，同比-8.97%；归母净利润 9.42 亿元，同比-47.98%；扣非净利润 12.16 亿元，同比-41.33%。
- 2) 公司同步公告 2025 年度利润分配预案，拟每 10 股派现 3 元（含税），以总股本 37.17 亿股测算，合计派现约 11.15 亿元，股利支付率达 118.35%。
- 3) 公司发布 2026 年一季报，2026Q1 实现营收 27.18 亿元，同比-5.25%，环比-20.49%；归母净利润 4.20 亿元，同比+23.85%，环比+450.57%。

简评

分板块经营方面，2025 年公司纯碱/小苏打/尿素板块分别实现营业收入 74.60/15.31/28.95 亿元，yoy-9.33%/-20.37%/+0.30%；销量 709.77/147.77/190.88 万吨，yoy+23.39%/+1.18%/+20.81%；毛利率 34.03%/39.14%/17.50%，yoy-14.15%/-7.48%/-2.36PCT。其中，纯碱受光伏玻璃增速放缓、浮法玻璃产销低迷影响，价格承压下行，毛利率下滑明显；小苏打市场行情弱势运行，销售均价同比下降；尿素价格宽幅震荡，主要受市场供需影响，毛利率小幅下降。公司全年分别录得毛利率/净利率 30.46%/12.24%，同比-10.46%/-9.43PCT，盈利中枢承压下行。

博源化工 (000683.SZ)

维持

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

郑轶

zhengyil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030007

发布日期：2026 年 04 月 23 日

当前股价：8.99 元

目标价格 6 个月：11.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.63/6.40	4.66/5.35	77.67/53.00
12 月最高/最低价 (元)			9.96/4.74
总股本 (万股)			371,683.16
流通 A 股 (万股)			334,211.20
总市值 (亿元)			334.14
流通市值 (亿元)			300.46
近 3 月日均成交量 (万)			5669.59
主要股东			
内蒙古博源控股集团有限公司			30.20%

股价表现



2025 年公司坚持“承压扩张，成本优化”的运营策略，对亏损产业实施长期停产，并在行业低谷期逆势扩张，释放在建产能，进一步巩固公司国内纯碱、小苏打行业的龙头地位。25Q4 公司控股子公司银根矿业二期纯碱生产线投料试车，阶段性投产调试导致整体产能利用率偏低，叠加纯碱价格低位运行，对公司利润造成较大影响。同时，公司对子公司苏尼特碱业实施长期停产，影响归母净利润约 2.83 亿元。我们看好公司在碱业突出的成本优势与产能优势，公司纯碱与小苏打在建产能均位居国内第一，采用天然碱法制纯碱，较联碱法、氨碱法具有明显的成本和低碳优势。中长期看，公司 280 万吨/年纯碱装置已于 2025 年底投料试车，160 万吨/年小苏打项目计划 2026 年中建成，产能将持续扩张。

26Q1 经营稳健，子公司取得新增水权，天然碱项目用水获得保障。报告期内，公司保持稳健经营，银根矿业二期纯碱爬产运行。公司合并毛利率恢复至 32.51%，同比/环比分别+3.62/5.46PCT。3 月 25 日，公司控股子公司内蒙古博源银根水务取得水权合计 1100 万立方米/年。本次水权交易后，阿拉善塔木素天然碱项目累计取得水权 2150 万立方米/年，满足项目用水需要。我们看好公司在碱业突出的产能优势与成本优势，期待天然碱项目落地后产能的进一步扩张。

公司资源储备丰厚，产业链一体化布局完善。当下公司拥有安棚、吴城、塔木素三大天然碱矿区，保有储量丰富，持有蒙大矿业 34% 股权，煤炭资源保障有力。公司构建了“国家级平台+专业科研团队+成果转化落地”的一体化研发体系，持有有效专利 126 项。展望未来，纯碱行业短期仍面临供应宽松压力，但天然碱法凭借成本优势有望持续扩大市场份额。随着阿拉善天然碱项目二期产能逐步释放、水权问题解决，公司纯碱、小苏打产销量有望持续增长。

盈利预测及核心投资观点：我们预测公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 18.5/22.7/24.7 亿元，EPS 分别为 0.50/0.61/0.66 元，对应当前 PE 分别为 18.1x/14.7x/13.5x。我们看好公司凭借资源禀赋与产能优势，在行业周期底部进一步巩固龙头地位，静待需求回暖。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,263.92	12,074.67	13,807.23	15,424.18	16,195.39
YoY(%)	10.13	-8.97	14.35	11.71	5.00
净利润(百万元)	1,811.20	942.17	1,848.55	2,270.40	2,470.51
YoY(%)	28.46	-47.98	96.20	22.82	8.81
毛利率(%)	40.92	30.46	35.27	36.78	36.78
销售净利率(%)	13.66	7.80	13.39	14.72	15.25
ROE(%)	12.49	7.50	13.90	15.98	16.26
EPS(摊薄/元)	0.49	0.25	0.50	0.61	0.66
P/E(倍)	18.45	35.47	18.08	14.72	13.53
P/B(倍)	2.31	2.66	2.51	2.35	2.20

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

(1) 产品及原材料价格波动超预期风险：公司核心收入及利润来源为纯碱、尿素、小苏打等产品，这些大宗化学品价格受全球宏观经济、粮食价格、能源成本及供需关系影响显著，具有强周期性。若原材料及产品价格大幅波动，可能影响公司部分板块的盈利能力。

(2) 环保治理及安全生产风险：当前，我国大力推动节能减排、环境保护及可持续发展，同时化工企业工艺流程复杂，在生产、运输过程中存在一定的安全风险。随着国家对安全生产和环保的不断重视，有关标准和要求可能进一步提高，公司可能面临资金和技术投入增加，经营成本上升的压力，若公司不能及时适应政策变化，生产和发展将会受到限制。此外，虽然公司已经建立了较完善的安全生产管理体系、事故预警和处理机制以及安全教育培训体系，并注重结合实际情况不断改进，但不排除因操作不当、设备故障和自然条件变化等导致事故发生的可能，从而影响公司正常生产经营

(3) 产能扩张导致的市场风险：截至 2025 年报披露日，公司在产纯碱产能 680 万吨，同时公司 280 万吨/年纯碱装置于 2025 年 12 月投料试车，产能爬坡逐步释放中。产能规模的扩大对公司产供销协同能力以及市场开拓能力提出了更高要求，若市场发生重大变化或者市场拓展不理想，可能出现产能扩张导致的市场风险。

分析师介绍

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

郑轶

石化能源及化工团队分析师，清华大学化学工程与工业生物工程学士、英国伦敦大学学院金融工程硕士。曾任职于西部证券、华创证券研究所，2026 年加入中信建投证券研究发展部石化能源及化工团队，研究领域包括轮胎、化肥、磷化工、煤化工、氯碱、合成生物学等方向。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员），2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员）。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk