

## 华鲁恒升 (600426.SH)

强烈推荐 (维持)

### 一季度业绩符合预期, 核心产品景气度大幅向上

事件: 公司发布 2026 年一季报, 报告期内实现营业收入 83.44 亿元, 同比增长 7.36%, 环比增长 12.50%, 归母净利润 11.17 亿元, 同比增长 57.96%, 环比增长 18.59%, 扣非净利润 11.13 亿元, 同比增长 58.27%, 环比增长 19.33%。

□ 一季度盈利能力提升明显, 推动经营业绩大幅增长。2026 年一季度, 公司综合毛利率 22.3%, 同比提高 5.9 pct, 环比提高 0.7 pct, 相比于去年同期, 公司新能源新材料相关产品收入 45.6 亿元(+21.3%), 销量 83.8 万吨(+26.2%), 销售均价 5434 元/吨(-3.9%); 化学肥料收入 19.1 亿元(+0.4%), 销量 136.6 万吨(-6.0%)、销售均价 1395 元/吨(+6.8%); 有机胺系列产品收入 5.4 亿元(-4.6%), 销量 13.4 万吨(-0.7%)、销售均价 3990 元/吨(-3.9%); 醋酸及衍生品收入 9.0 亿元(+10.1%), 销量 38 万吨(+12.7%)、销售均价 2376 元/吨(-2.3%)。

□ 一季度核心产品价格环比上涨为主, 二季度价格进一步上涨。2026 年一季度, 公司主要产品市场均价环比 2025Q4 以上涨为主, 其中尿素(+8.0%)、DMF(+13.2%)、醋酸(+14.2%)、己二酸(+28.3%)、草酸(+13.9%)、己内酰胺(+20.6%)、尼龙 6(+20.7%)、碳酸甲乙酯(+5.0%)、辛醇(+18.1%), 工业级碳酸二甲酯和甲酸价格环比分别下跌 1.4%、10.7%; 成本端, 动力煤、原料煤市场均价环比分别下跌 3.9%、3.7%, 纯苯、丙烯市场均价环比分别上涨 24.6%、17.0%。受美以伊冲突影响, 3 月份以来大宗化学品价格总体上涨明显, 公司核心原料是煤炭, 预计二季度业绩有望大幅增长。

□ 积极高效推进两地项目投产, 保持较强成本控制优势。2025 年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开工建设, 其他技改项目正在稳步推进。公司始终坚持成本领先战略, 全链条挖潜降本, 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; 经营构建多产业链协同运营模式, 点对点减少中间环节, 降低运营成本; 全面强化对标管理提升, 坚持降本控费; 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。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。预计 2026~2028 年归母净利润分别为 49.25 亿、58.07 亿、63.42 亿元, EPS 分别为 2.32、2.74、2.99 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.6、14.1、12.9 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 产品价格下跌、原材料价格上涨, 新项目投产不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	34226	30969	36176	39231	41031
同比增长	26%	-10%	17%	8%	5%
营业利润(百万元)	5008	4251	6319	7452	8139
同比增长	13%	-15%	49%	18%	9%
归母净利润(百万元)	3903	3315	4925	5807	6342
同比增长	9%	-15%	49%	18%	9%
每股收益(元)	1.84	1.56	2.32	2.74	2.99
PE	20.9	24.7	16.6	14.1	12.9

周期/化工

目标估值: NA

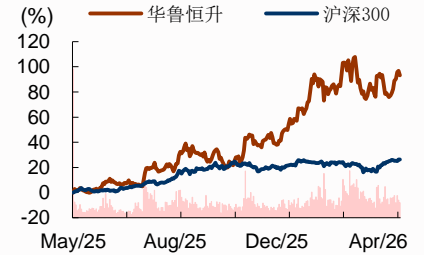
当前股价: 38.5 元

#### 基础数据

总股本(百万股)	2123
已上市流通股(百万股)	2123
总市值(十亿元)	81.7
流通市值(十亿元)	81.7
每股净资产(MRQ)	16.1
ROE(TTM)	10.9
资产负债率	29.0%
主要股东	山东华鲁恒升集团有限公司
主要股东持股比例	32.08%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	51	97
相对表现	-4	47	69



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《华鲁恒升(600426)——全年业绩符合预期, 四季度盈利能力提升明显》2026-04-01
- 《华鲁恒升(600426)——三季度业绩同比小幅下降, 以量补价降低业绩压力》2025-10-30
- 《华鲁恒升(600426)——二季度业绩环比提升, 新项目投产贡献增量》2025-08-26

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

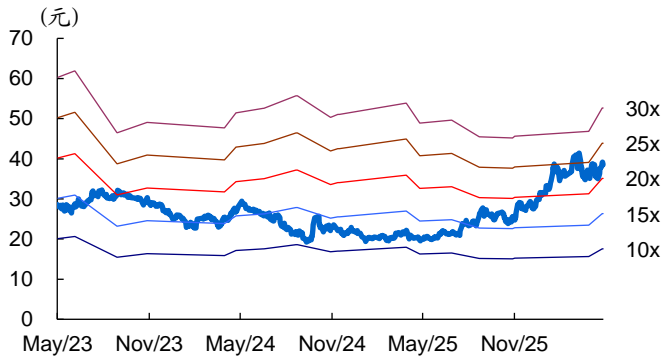
曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

PB 2.6 2.5 2.2 2.0 1.8

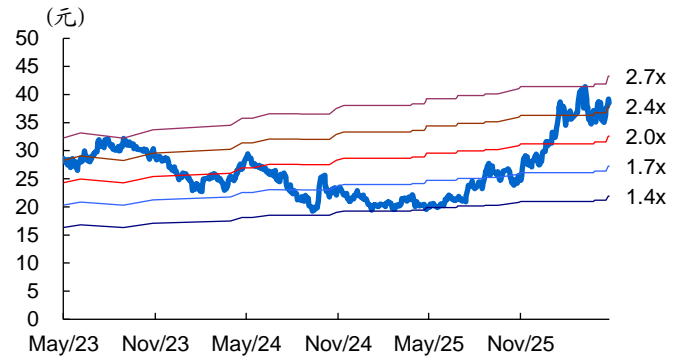
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：华鲁恒升历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：华鲁恒升历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	7374	8885	8297	11176	14521
现金	1398	2085	503	2774	5763
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	50	18	21	23	24
应收款项	84	31	22	24	25
其它应收款	2	4	5	5	6
存货	1319	1493	1655	1763	1825
其他	4522	5253	6090	6586	6877
<b>非流动资产</b>	39283	40292	42752	44974	46980
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	30056	32994	35784	38299	40566
无形资产商誉	2367	2857	2571	2314	2083
其他	6859	4442	4397	4361	4332
<b>资产总计</b>	<b>46658</b>	<b>49177</b>	<b>51049</b>	<b>56150</b>	<b>61501</b>
<b>流动负债</b>	5526	5765	3268	3443	3544
短期借款	0	776	0	0	0
应付账款	3149	1615	1800	1917	1985
预收账款	529	769	857	913	945
其他	1848	2605	611	613	614
<b>长期负债</b>	8305	8262	8262	8262	8262
长期借款	8224	8139	8139	8139	8139
其他	80	122	122	122	122
<b>负债合计</b>	<b>13830</b>	<b>14027</b>	<b>11530</b>	<b>11705</b>	<b>11805</b>
股本	2123	2123	2123	2123	2123
资本公积金	2303	2216	2216	2216	2216
留存收益	26592	28741	32605	36935	41534
少数股东权益	1810	2070	2576	3171	3822
归属于母公司所有者权益	31018	33080	36944	41274	45873
<b>负债及权益合计</b>	<b>46658</b>	<b>49177</b>	<b>51049</b>	<b>56150</b>	<b>61501</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4968	4198	8448	9899	10861
净利润	4178	3656	5431	6403	6992
折旧摊销	2800	3226	3592	3830	4046
财务费用	240	271	275	231	210
投资收益	0	(1)	(134)	(134)	(134)
营运资金变动	(2248)	(2955)	(713)	(435)	(256)
其它	(2)	1	(3)	3	2
<b>投资活动现金流</b>	(5075)	(3646)	(5919)	(5919)	(5919)
资本支出	(5081)	(3650)	(6053)	(6053)	(6053)
其他投资	6	4	134	134	134
<b>筹资活动现金流</b>	(388)	80	(4110)	(1709)	(1952)
借款变动	2024	2191	(2773)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	122	(87)	0	0	0
股利分配	(1911)	(1805)	(1062)	(1478)	(1742)
其他	(623)	(219)	(275)	(231)	(210)
<b>现金净增加额</b>	<b>(495)</b>	<b>632</b>	<b>(1582)</b>	<b>2271</b>	<b>2989</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	34226	30969	36176	39231	41031
营业成本	27821	25037	27909	29727	30774
营业税金及附加	201	219	256	278	291
营业费用	89	93	109	118	124
管理费用	335	310	362	393	411
研发费用	661	886	1035	1122	1174
财务费用	220	263	275	231	210
资产减值损失	(56)	(43)	(43)	(43)	(43)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	197	153	153	153	153
投资收益	(32)	(20)	(20)	(20)	(20)
<b>营业利润</b>	5008	4251	6319	7452	8139
营业外收入	7	14	14	14	14
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	5015	4262	6331	7463	8150
所得税	836	607	900	1060	1158
少数股东损益	276	340	505	596	651
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3903</b>	<b>3315</b>	<b>4925</b>	<b>5807</b>	<b>6342</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	26%	-10%	17%	8%	5%
营业利润	13%	-15%	49%	18%	9%
归母净利润	9%	-15%	49%	18%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.7%	19.2%	22.9%	24.2%	25.0%
净利率	11.4%	10.7%	13.6%	14.8%	15.5%
ROE	13.0%	10.3%	14.1%	14.8%	14.6%
ROIC	10.8%	8.8%	12.1%	13.2%	13.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.6%	28.5%	22.6%	20.8%	19.2%
净负债比率	20.2%	22.2%	15.9%	14.5%	13.2%
流动比率	1.3	1.5	2.5	3.2	4.1
速动比率	1.1	1.3	2.0	2.7	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	19.8	17.8	17.7	17.4	17.2
应收账款周转率	331.0	339.0	782.0	869.0	854.0
应付账款周转率	8.0	10.5	16.3	16.0	15.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.84	1.56	2.32	2.74	2.99
每股经营净现金	2.34	1.98	3.98	4.66	5.12
每股净资产	14.61	15.58	17.40	19.44	21.61
每股股利	0.60	0.50	0.70	0.82	0.90
<b>估值比率</b>					
PE	20.9	24.7	16.6	14.1	12.9
PB	2.6	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.4	11.9	8.9	7.9	7.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。