

2026年05月06日

博源化工(000683.SZ)

投资评级：买入（首次）

——产品价格景气偏弱，项目投产兑现展现业绩刚性

证券分析师

李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com

张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com

刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月06日

收盘价(元)	8.95
一年内最高/最低(元)	10.00/4.72
总市值(百万元)	33,265.64
流通市值(百万元)	29,911.90
总股本(百万股)	3,716.83
资产负债率(%)	57.18
每股净资产(元/股)	3.50

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**博源化工4月20日发布2025年度报告，2025年全年实现营业总收入120.75亿元，同比-8.97%，实现扣非归母净利润12.16亿元，同比-41.33%；其中2025Q4单季度实现营业总收入34.18亿元，同比+18.22%，环比+24.77%，实现归母净利润-1.20亿元，同环比转亏，实现扣非归母净利润0.88亿元，同比-68.52%，环比-77.07%。同时，公司4月20日发布2026一季报，2026Q1实现营业收入27.18亿元，同比-5.25%，环比-20.49%，实现归母净利润4.20亿元，同比+23.85%，环比扭亏，实现扣非归母净利润4.19亿元，同比+25.29%，环比+375.94%。
- **碱业尿素产销增速不抵售价下行速度，业绩小幅下降。**根据公司披露数据，2025年纯碱/小苏打/尿素产品营业收入分别达74.60/15.31/28.95亿元，占比分别为61.79%/12.68%/23.98%，营收同比分别为-9.33%/-20.37%/+0.30%。2025年纯碱/小苏打/尿素产量分别为711.12/156.36/180.30万吨，同比+23.08%/+9.15%/+8.67%；纯碱/小苏打/尿素销量分别为709.77/147.77/190.88万吨，同比+23.38%/+1.19%/+20.81%。根据百川盈孚数据，2025年纯碱/小苏打/尿素市场均价分别为1267.81/1306.70/1752.21元/吨，同比-30.68%/-21.84%/-16.40%；经测算，2025年纯碱/小苏打/尿素单吨毛利润分别为357.05/383.27/281.03元/吨，同比为-47.96%/-38.74%/-18.66%。公司虽然2025年主要产品产销双增，但由于纯碱、小苏打、尿素市场均价大幅降低，挤压利润空间，造成营收与归母净利润较2024年均有一定程度降低。进入2026Q1，纯碱/小苏打/尿素市场均价分别为1135.63/1179.95/1786.80元/吨，同比-19.42%/-20.12%/+1.61%，环比-2.29%/-1.96%/+7.99%。纯碱、小苏打价格持续走低，造成2026Q1营收同比下降。
- **公布利润分配预案，积极回报广大投资者。**公司发布2025年度利润分配预案，公布公司2025年末未分配利润为7,164,227,555.90元；以截至2026年4月21日公司已发行总股本3,716,831,560股为基数，拟向全体股东每10股派发现金红利3元(含税)，预计派发现金股利1,115,049,468.00元(含税)，不送红股，不以资本公积转增股本。根据《关于2025年度利润分配预案公告》，若本次利润分配预案审议通过，2025年度现金分红总额预计为1,115,049,468.00元，占当年实现的可分配利润的171.15%，高于当年实现的可分配利润的10%；公司最近三个会计年度累计现金分红金额为3,349,914,954.00元，占最近三年实现的年均可分配利润的277.80%，高于最近三年实现的年均可分配利润的30%。
- **银根矿业二期投料试车，资源优势筑牢长期盈利根基。**根据公司公告，博源化工控股子公司内蒙古博源银根矿业有限责任公司在建的阿拉善塔木素天然碱开发利用项目二期第一条100万吨/年纯碱生产线，已于2025年12月9日投料试车，目前正对装置进行调试、优化和完善。公司核心资产塔木素天然碱矿的资源禀赋与盈利潜力凸显核心价值。截至2025年12月31日，塔木素矿山保有天然碱矿物量6.75亿吨。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 150.65/168.60/171.60 亿元，归母净利润分别为 17.16/20.86/21.61 亿元，同比分别为 +82.16%/+21.52%/+3.62%，当前股价对应的 PE 分别为 19.38/15.95/15.39 倍，我们选取中盐化工/雪天盐业/三友化工为可比公司。公司是国内天然碱头部企业，塔木素天然碱项目成功投产后公司产销有望高速增长。矿产资源丰富，安全边际较高，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。新项目建设不及预期风险；房地产景气持续低迷风险；原材料价格波动风险；政策变动风险等**

盈利预测与估值 (人民币)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	13,264	12,075	15,065	16,860	17,160
同比增长率 (%)	10.13%	-8.97%	24.77%	11.91%	1.78%
归母净利润 (百万元)	1,811	942	1,716	2,086	2,161
同比增长率 (%)	28.46%	-47.98%	82.16%	21.52%	3.62%
每股收益 (元/股)	0.49	0.25	0.46	0.56	0.58
ROE (%)	12.49%	7.50%	12.95%	14.81%	14.46%
市盈率 (P/E)	18.37	35.31	19.38	15.95	15.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,278	1,562	4,105	6,816
应收票据及账款	89	561	628	639
预付账款	83	108	121	123
其他应收款	64	143	160	163
存货	616	791	867	882
其他流动资产	1,321	1,862	2,083	2,120
流动资产总计	3,453	5,027	7,964	10,743
长期股权投资	5,341	6,091	6,891	7,741
固定资产	20,722	20,595	20,399	20,136
在建工程	4,508	3,381	2,254	1,127
无形资产	1,686	1,744	1,790	1,827
长期待摊费用	466	571	647	695
其他非流动资产	1,446	1,395	1,335	1,275
非流动资产合计	34,169	33,776	33,316	32,800
资产总计	37,623	38,802	41,280	43,543
短期借款	2,191	2,291	2,091	2,291
应付票据及账款	4,427	4,593	5,033	5,122
其他流动负债	5,525	5,294	5,833	5,937
流动负债合计	12,143	12,178	12,957	13,350
长期借款	7,788	7,288	6,988	6,788
其他非流动负债	1,130	1,130	1,130	1,130
非流动负债合计	8,918	8,418	8,118	7,918
负债合计	21,061	20,596	21,076	21,268
股本	3,717	3,717	3,717	3,717
资本公积	192	192	192	192
留存收益	8,653	9,339	10,174	11,038
归属母公司权益	12,561	13,248	14,082	14,947
少数股东权益	4,000	4,958	6,123	7,329
股东权益合计	16,562	18,206	20,205	22,275
负债和股东权益合计	37,623	38,802	41,280	43,543

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,478	2,415	2,950	3,026
折旧与摊销	1,685	1,852	1,959	2,066
财务费用	282	458	432	410
投资损失	-596	-751	-801	-851
营运资金变动	-1,073	-1,355	585	124
其他经营现金流	784	318	376	426
经营性现金净流量	2,560	2,937	5,501	5,202
投资性现金净流量	-3,039	-766	-775	-784
筹资性现金净流量	-1,811	-1,888	-2,183	-1,707
现金流量净额	-2,290	284	2,543	2,711

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	12,075	15,065	16,860	17,160
营业成本	8,397	9,595	10,514	10,700
税金及附加	245	292	326	332
销售费用	279	357	400	407
管理费用	823	1,066	1,193	1,214
研发费用	98	151	169	172
财务费用	282	458	432	410
资产减值损失	-398	-151	-169	-172
信用减值损失	-33	-21	-24	-24
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	596	751	801	851
公允价值变动损益	-120	0	0	0
资产处置收益	-14	-6	-6	-6
其他收益	24	23	23	23
营业利润	2,006	3,743	4,452	4,597
营业外收入	14	14	14	14
营业外支出	130	462	462	462
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,890	3,295	4,004	4,149
所得税	412	620	754	781
净利润	1,478	2,674	3,250	3,367
少数股东损益	536	958	1,164	1,206
归属母公司股东净利润	942	1,716	2,086	2,161
EPS(元)	0.25	0.46	0.56	0.58

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-8.97%	24.77%	11.91%	1.78%
营业利润增长率	-44.31%	86.55%	18.95%	3.25%
归母净利润增长率	-47.98%	82.16%	21.52%	3.62%
经营现金流增长率	-43.20%	14.75%	87.28%	-5.44%
盈利能力				
毛利率	30.46%	36.31%	37.64%	37.65%
净利率	12.24%	17.75%	19.28%	19.62%
ROE	7.50%	12.95%	14.81%	14.46%
ROA	2.50%	4.42%	5.05%	4.96%
估值倍数				
P/E	35.31	19.38	15.95	15.39
P/S	2.75	2.21	1.97	1.94
P/B	2.65	2.51	2.36	2.23
股息率	0.00%	3.10%	3.76%	3.90%
EV/EBITDA	11	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。