

中国联塑（02128）

证券研究报告

2025 年 04 月 13 日

管业龙头韧性较强，毛利率同比向上修复

业绩承压结构优化，维持“买入”评级

公司发布 24 年年报，全年实现营收 270.26 亿，同比-12.45%；归母净利润为 16.84 亿，同比-28.89%。收入承压下滑，利润下滑主要系公司收入承压，费用率提升以及联营公司业绩贡献下降 2.20 亿元。公司 2024 年分红每股 20 港仙，分红比例 33%，对应 2025/4/11 收盘股价息率为 4.78%。考虑到下游需求仍较为疲软，我们预计 25-27 年公司归母净利润为 21.65、23.98、26.18 亿（前值为 25、26 年预测为 22.8、25.1 亿元），对应 PE 为 5.7、5.1、4.7 倍，维持“买入”评级。

管道业务保持较好韧性，毛利率逆势上扬

分业务来看，24 年全年塑料管道系统、建材家居产品、环保业务、供应链服务平台、新能源收入分别为 228.19、22.71、2.77、9.30、2.23 亿元，同比分别-7.2%、-20.0%、-28.42%、-38.61%、-77.96%。塑料管道系统作为核心业务，PVC、非 PVC 管道销售额分别为 129.23 亿元、98.96 亿元，同比-7.7%、-6.5%，总销量同比-6.2%至 248.29 万吨，平均售价维持在 9191 元/吨（同比-1.1%），毛利率同比+0.2pct 至 28.7%，展现较强的成本传导能力。分区域看，24 年国内华南/除华南外和中国境外的收入分别为 106.05/110.39/11.75 亿元，同比分别为-7.3%/-9.4%/22.9%。在原材料价格低位运行及行业竞争加剧的背景下，公司综合毛利率逆势提升 0.7pct 至 27.0%，其中管道业务毛利率提升 0.2pct，体现其深耕主业的经营韧性。

费用上升挤压利润率，资产结构优化支撑未来投建

24 年公司期间费用率为 19.32%，同比+1.22pct；销售/管理/研发/财务费用率同比+0.83pct/+0.62pct/-0.15pct/-0.09pct。资产及信用减值损失为 5.47 亿，同比减少 3.11 亿元。综合影响下公司 24 年归母净利率为 6.23%，同比-1.44pct。24 年公司净资产收益率为 7.11%，同比-3.34pct。资产负债率为 58.14%，同比-1.36pct。截至 2024 年年报，公司流动负债净额由-37 亿元收窄至-18.7 亿元，短期偿债能力有所缓解，借款结构更趋合理，为公司未来海外扩张与新能源业务投建提供了更好的财务基础。

海智能升级稳根基，多元布局拓全球

公司在 2024 年坚持高质量发展，通过智能化和绿色制造升级生产体系，智能工厂的年设计产能达 329 万吨，产能使用率为 76.4%。在海外市场，公司加速布局东南亚、非洲和美国，通过本土化策略提升国际市场份额。公司深耕塑料管道主业，推出核电厂用 PE 管材等创新产品，同时拓展输氢管、输油管等新兴领域。环保业务面对行业挑战，公司优化客户结构，聚焦政府项目，为未来发展奠定基础。供应链业务方面，分拆 EDA 上市后，公司调整策略，重点发展东南亚仓储物流网络。整体来看，公司通过技术创新、国际化布局和多元化发展，展现了强大的综合实力和抗风险能力。

风险提示：需求增长不及预期；原材料成本上涨超预期；基建投资增速不及预期；竞争加剧风险。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.18 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,102.42
港股总市值(百万港元)	12,968.11
每股净资产(港元)	8.30
资产负债率(%)	58.14
一年内最高/最低(港元)	5.05/2.44

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com
王悦宜	联系人
wangyueyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中国联塑-公司点评:下游需求较弱业绩短暂承压,看好公司海外拓展前景》
2024-09-01
- 2 《中国联塑-公司点评:业绩短暂承压,多元化业务布局前景可期》
2024-04-02
- 3 《中国联塑-公司点评:业绩略有承压,看好下半年需求恢复及利润率提升》
2022-09-05

1. 核心数据

表：公司业绩拆分及盈利预测表

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计（百万元）	30,868	27,026	28,333	30,224	32,713
塑料管道	24584	22819	23700	25254	27415
PVC	13995	12923	12923	13445	14056
非 PVC	10589	9896	10776	11809	13358
建材家居	2839	2271	2407	2431	2456
其他	3445	1936	2226	2538	2843
收入 YoY	0.3%	-12.2%	4.8%	6.7%	8.2%
综合毛利率	26.3%	27.0%	27.0%	27.3%	27.2%
整体毛利润（百万元）	8,118	7,297	7,659	8,253	8,885
其他收入及收益净额（百万元）	718	737	680	725	785
其他收入及收益净额占收入比例	2.7%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%
销售费用（百万元）	-1,573	-1,601	-1,622	-1,730	-1,872
销售费用率	-5.1%	-5.9%	-5.7%	-5.7%	-5.7%
管理费用（百万元）	-1,664	-1,625	-1,661	-1,772	-1,869
管理费用率	-5.4%	-6.0%	-5.9%	-5.9%	-5.7%
财务费用（百万元）	-1,113	-951	-997	-1,033	-1,118
财务费用率	-3.6%	-3.5%	-3.5%	-3.4%	-3.4%
其他支出-经营（百万元）	-1,295	-1,287	-1,349	-1,439	-1,548
其他支出-经营占收入比例	-4.2%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.7%
应占联营公司损益	324	104	283	302	327
应占联营公司损益占收入比例	1.0%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%
金融及合约资产减值亏损拨回/(减值亏损)	-858	-547	-432	-400	-417
减值占收入比例	-2.8%	-2.0%	-1.5%	-1.3%	-1.3%
应占共同控制实体损益	3.67	1.06	1.06	1.06	1.06
除税前溢利	2,661	2,128	2,563	2,907	3,173
所得税	-344	-486	-384	-494	-539
有效所得税税率	-12.9%	-22.8%	-15.0%	-17.0%	-17.0%
净利润（百万元）	2,317	1,642	2,178	2,413	2,634
少数股东权益（百万元）	-48	-46	13	14	16
归母净利润（百万元）	2,365	1,688	2,165	2,398	2,618
归母净利率	7.7%	6.2%	7.6%	7.9%	8.0%
YOY	-5.0%	-28.6%	28.3%	10.8%	9.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com