

三维化学（002469）

在手订单充裕，关注化工实业价格的边际变化

证券研究报告

2025 年 04 月 18 日

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	648.86
流通 A 股股本(百万股)	628.89
A 股总市值(百万元)	5,281.74
流通 A 股市值(百万元)	5,119.20
每股净资产(元)	4.28
资产负债率(%)	17.85
一年内最高/最低(元)	13.33/4.58

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	wangtaoa@tfzq.com
任嘉禹	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524070001	renjiayu@tfzq.com

Q1 业绩小幅承压，关注后续订单结转速度

25Q1 公司实现营业收入 5.48 亿元，同比+5.54%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-10.50%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比-8.33%，利润小幅度承压，我们认为一方面由于一季度化工产品价格仍在低位导致利润贡献收窄；另一方面则和工程业务的收入确认节奏有关，截至 25Q1 北方华锦项目已累计确认收入 3.57 亿元，已累计收款 5.36 亿元，考虑到项目计划在 25 年 10 月中交，预计其余部分收入或在 Q2 开始进行集中确认。化工实业方面，在对等关税的冲击下，公司正在建设的高端纤维素项目有望充分受益于国产替代逻辑。

工程在手订单充裕，关注化工实业价格边际变化

1) 工程业务方面，公司在手订单充裕，一季度新签+中标订单合计 4.7 亿元，至 25Q1 末在手未完工订单 16.7 亿元，后续仍有望持续受益于煤化工投资加速。此外，4 月 10 日鲁油鲁炼项目已经进入老旧装置拆除阶段，我们判断订单释放后有望带来显著业绩增量。2) 化工方面，25Q1 丁醇、辛醇市场均价分别为 7149、7786 元/吨，较 24Q1 同比分别-17.2%、-35.8%，正丙醇市场均价为 8228 元/吨，同比+12.1%。3) 新业务方面，公司醋酸丁酸纤维素产品优化提升技改项目正在稳步建设中，达产后有望新增异辛酸产能 5 万吨/年、纤维素及衍生物产能 1.5 万吨/年（CA 醋酸纤维素 5000 吨/年、CAP 醋酸丙酸纤维素 3000 吨/年、CAB 醋酸丁酸纤维素 5000 吨/年、交联羧甲基纤维素钠 2000 吨/年）。目前国内纺织用醋酸纤维长丝主要依赖于进口，我们认为公司项目投产后有望充分受益于国产替代逻辑。

毛利率小幅提升，资产质量优质

25Q1 公司综合毛利率为 20.64%，同比+0.78pct，期间费用率为 11.4%，同比+0.68pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.03、+0.39、-0.01、+0.37pct。综合影响下净利率为 9.20%，同比-1.12pct。现金流方面，25Q1 公司 CFO 净额为 1.31 亿元，同比多流入 0.59 亿元，收现比同比+0.21pct 至 141.52%，付现比同比-20.59pct 至 116.93%。公司财务报表结构较为健康，截至 25Q1 账面现金 18.0 亿，资产负债率仅 17.85%，24 年现金分红比例 98.8%，截至 4 月 17 日收盘对应 24 年股息率达 4.9%，高分红+高在手现金提供了高安全边际。

持续看好中长期成长性，维持“买入”评级

公司在手订单充裕，我们看好中长期成长性，新项目达产后亦有望贡献潜在业绩增量，预计公司 25-27 年归母净利润为 3.8、4.9、5.9 亿元，同比分别+45%、+28%、+21%，对应 PE 分别为 14、11、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，工程订单结算速度不及预期，石油化工行业景气度超预期下滑，新项目投产进度不及预期。

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《三维化学-年报点评报告:现金分红比例近 100%，25 年有望迎来业绩集中兑现》 2025-03-27
- 《三维化学-季报点评:三季度业绩延续承压，期待新兴业务放量》 2024-10-25
- 《三维化学-半年报点评:工程订单结转节奏放缓，新业务拓展持续推进》 2024-08-23

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,657.45	2,554.29	3,339.38	4,177.66	4,856.04
增长率(%)	1.82	(3.88)	30.74	25.10	16.24
EBITDA(百万元)	512.18	511.55	510.81	640.50	755.53
归属母公司净利润(百万元)	282.18	262.65	380.55	485.81	587.98
增长率(%)	3.07	(6.92)	44.89	27.66	21.03
EPS(元/股)	0.43	0.40	0.59	0.75	0.91
市盈率(P/E)	18.72	20.11	13.88	10.87	8.98
市净率(P/B)	1.94	1.94	1.84	1.72	1.60
市销率(P/S)	1.99	2.07	1.58	1.26	1.09
EV/EBITDA	4.46	6.18	7.29	5.37	4.58

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,119.82	474.14	797.56	1,015.80	1,000.17
应收票据及应收账款	330.75	265.60	624.90	535.56	678.45
预付账款	38.08	105.85	110.86	123.41	105.82
存货	200.54	243.74	189.68	278.85	262.97
其他	442.46	989.31	741.87	721.90	828.26
流动资产合计	2,131.66	2,078.64	2,464.88	2,675.53	2,875.67
长期股权投资	1.40	0.84	0.44	0.34	1.34
固定资产	483.30	439.42	484.25	542.85	606.11
在建工程	11.04	37.01	33.61	36.48	41.19
无形资产	108.94	102.42	98.04	93.41	88.53
其他	606.32	874.70	731.62	803.79	766.84
非流动资产合计	1,211.01	1,454.39	1,347.96	1,476.88	1,504.00
资产总计	3,481.83	3,626.68	3,812.84	4,152.41	4,379.68
短期借款	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	257.99	307.16	342.98	431.90	401.67
其他	111.61	117.04	329.90	371.46	380.80
流动负债合计	369.60	574.20	672.88	803.36	782.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.56	74.35	121.00	132.00	142.00
非流动负债合计	92.56	74.35	121.00	132.00	142.00
负债合计	621.01	759.36	793.88	935.36	924.47
少数股东权益	142.73	143.10	145.41	148.26	150.87
股本	648.86	648.86	648.86	648.86	648.86
资本公积	645.72	645.72	645.72	645.72	645.72
留存收益	1,409.42	1,412.52	1,564.74	1,759.07	1,994.26
其他	14.09	17.12	14.21	15.14	15.49
股东权益合计	2,860.82	2,867.32	3,018.95	3,217.05	3,455.20
负债和股东权益总计	3,481.83	3,626.68	3,812.84	4,152.41	4,379.68

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	289.34	263.58	380.55	485.81	587.98
折旧摊销	69.72	61.50	63.95	70.15	76.92
财务费用	5.04	3.72	(3.01)	(3.06)	(2.30)
投资损失	(20.40)	(33.83)	(26.87)	(30.35)	(28.61)
营运资金变动	(6.18)	(459.55)	13.72	74.62	(162.60)
其它	168.34	449.15	6.54	8.04	7.64
经营活动现金流	505.85	284.57	434.88	605.20	479.02
资本支出	118.96	35.45	54.35	116.00	130.00
长期投资	(0.00)	(0.56)	(0.40)	(0.10)	1.00
其他	(291.50)	(675.09)	226.02	(208.10)	(269.59)
投资活动现金流	(172.54)	(640.20)	279.97	(92.20)	(138.59)
债权融资	10.00	155.74	(156.71)	0.06	0.30
股权融资	(192.01)	(61.86)	(234.71)	(294.83)	(356.35)
其他	(84.19)	(404.09)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(266.20)	(310.20)	(391.42)	(294.76)	(356.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	67.11	(665.83)	323.43	218.24	(15.63)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,657.45	2,554.29	3,339.38	4,177.66	4,856.04
营业成本	2,093.01	2,003.46	2,600.56	3,243.72	3,751.10
营业税金及附加	12.30	15.24	16.70	20.89	24.28
销售费用	22.52	23.18	21.04	25.07	26.71
管理费用	108.01	117.77	140.25	171.28	194.24
研发费用	114.17	111.80	143.59	179.64	208.81
财务费用	(9.03)	(5.68)	(3.01)	(3.06)	(2.30)
资产/信用减值损失	(7.56)	(20.11)	(4.00)	(5.00)	0.00
公允价值变动收益	0.40	1.63	0.75	0.93	1.10
投资净收益	19.91	33.83	26.87	30.35	28.61
其他	(37.89)	(32.84)	0.00	0.00	0.00
营业利润	341.61	306.00	443.86	566.41	682.91
营业外收入	0.45	1.09	1.20	1.10	1.40
营业外支出	0.83	0.97	1.00	0.93	0.97
利润总额	341.24	306.12	444.07	566.57	683.34
所得税	51.90	42.53	57.73	73.65	88.83
净利润	289.34	263.58	386.34	492.92	594.51
少数股东损益	7.15	0.93	5.79	7.11	6.53
归属于母公司净利润	282.18	262.65	380.55	485.81	587.98
每股收益（元）	0.43	0.40	0.59	0.75	0.91

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.82%	-3.88%	30.74%	25.10%	16.24%
营业利润	7.83%	-10.42%	45.06%	27.61%	20.57%
归属于母公司净利润	3.07%	-6.92%	44.89%	27.66%	21.03%
获利能力					
毛利率	21.24%	21.56%	22.12%	22.36%	22.75%
净利率	10.62%	10.28%	11.40%	11.63%	12.11%
ROE	10.38%	9.64%	13.24%	15.83%	17.79%
ROIC	25.61%	24.14%	33.43%	37.30%	48.37%
偿债能力					
资产负债率	17.84%	20.94%	20.82%	22.53%	21.11%
净负债率	-38.53%	-10.69%	-26.15%	-31.42%	-28.86%
流动比率	4.30	3.17	3.66	3.33	3.68
速动比率	3.92	2.82	3.38	2.98	3.34
营运能力					
应收账款周转率	9.26	8.57	7.50	7.20	8.00
存货周转率	14.02	11.50	15.41	17.83	17.92
总资产周转率	0.78	0.72	0.90	1.05	1.14
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.40	0.59	0.75	0.91
每股经营现金流	0.78	0.44	0.67	0.93	0.74
每股净资产	4.19	4.20	4.43	4.73	5.09
估值比率					
市盈率	18.72	20.11	13.88	10.87	8.98
市净率	1.94	1.94	1.84	1.72	1.60
EV/EBITDA	4.46	6.18	7.29	5.37	4.58
EV/EBIT	5.16	7.02	8.33	6.03	5.10

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com