

盈利持续改善，看好海外和下游新兴市场开拓机会

核心观点

- 25Q1 业绩同比高增长，绿色石化板块持续改善：**公司 2024 年实现营收 605.1 亿元，同比+26.2%，实现归母净利润 8.2 亿元，同比+160.4%。25Q1 公司实现营收 156.7 亿元，同比+49.1%，环比-21.9%，实现归母净利润 2.5 亿元，同比+138.2%，环比+74.2%。公司 25Q1 毛利率 12.1%，环比改善 2.6pct，公司整体盈利水平逐步修复，我们估计主要是绿色石化板块的进一步改善。24H2 公司绿色石化板块整体毛利率-5.88%，环比 24H1 改善 1.37pct。
- 改性业务规模稳步扩大，多个海外基地推动全球业务增长：**公司 2024 改性塑料销量 255.15 万吨，同比增长 20.8%，25Q1 销量 60.44 万吨，同比+25.3%，公司改性塑料业务规模稳步扩大。2024 年公司越南新工厂第一期落地，未来将协同美国、欧洲、印度、马来西亚等海外基地共同推动公司全球业务增长。2024 年公司海外产成品销量 23.35 万吨，占总销量比例约 9%，同比增长 29.51%，增速明显高于整体销量增长。2025 年公司将加快波兰、墨西哥、印尼海外基地建设，加速推进海外本土化供应和服务能力，进一步把握海外市场机会。
- 新材料板块持续增长，下游新兴市场机会可期：**公司 2024 新材料销量 23.60 万吨，同比增长 32.5%，25Q1 销量 5.6 吨，同比+26.1%。后续还有年产 1.5 万吨 LCP 合成树脂项目预计将于 2025 年 6 月逐步投产，年产 0.8 万吨长碳链聚酰胺等特种聚酰胺项目计划于 2026 年 3 月投产，新材料板块有望持续增长。此外，公司特种工程塑料将受益于下游人形机器人、低空经济、VR/AR 等战略新兴领域的高速发展，公司也有望将多年研发成果逐步转化获利，获得长期增长。

盈利预测与投资建议

- 我们根据公司 2024 年和 2025 年一季度实际经营情况调整预测 25-27 年公司归母净利润为 15.52、21.19 和 25.42 亿元（原 25-26 年预测为 16.25 和 22.04 亿元），按照可比公司 25 年 23 倍 PE，给予目标价 13.57 元并维持增持评级。

风险提示：下游需求疲软风险；产品和原材料价格动；新项目产能投放不及预期；全球贸易壁垒加剧风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	47,941	60,514	69,017	76,812	82,767
同比增长(%)	18.6%	26.2%	14.1%	11.3%	7.8%
营业利润(百万元)	191	493	1,955	3,096	3,957
同比增长(%)	-90.7%	158.6%	296.3%	58.4%	27.8%
归属母公司净利润(百万元)	317	825	1,552	2,119	2,542
同比增长(%)	-84.1%	160.4%	88.2%	36.6%	19.9%
每股收益(元)	0.12	0.31	0.59	0.80	0.96
毛利率(%)	12.0%	11.3%	12.6%	13.7%	14.2%
净利率(%)	0.7%	1.4%	2.2%	2.8%	3.1%
净资产收益率(%)	1.9%	4.8%	8.2%	10.3%	11.3%
市盈率	86.7	33.3	17.7	13.0	10.8
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 增持（维持）

股价（2025年04月22日）	10.41 元
目标价格	13.57 元
52 周最高价/最低价	14.46/5.77 元
总股本/流通 A 股（万股）	263,661/259,723
A 股市值（百万元）	27,447
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2025 年 04 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	1.66	-7.79	16.31	48.42
相对表现%	1.06	-4.45	16.65	41.25
沪深 300%	0.6	-3.34	-0.34	7.17



证券分析师

万里扬	021-63325888*2504 wanliyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090003
顾雪莹	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

石化归母净利润减亏，改性业务持续增长	2024-10-31
主业稳步增长，石化板块有望逐步减亏	2024-09-06
业绩阶段性承压，新项目稳步推进	2023-09-07

表 1：可比公司估值（截至 2025/4/22）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
国恩股份	26.14	2.39	2.79	3.72	10.93	9.37	7.02
东华能源	8.27	0.28	0.20	0.37	29.37	40.86	22.45
卫星化学	15.84	1.80	2.14	2.75	8.79	7.42	5.77
普利特	9.93	0.13	0.50	0.61	78.31	20.05	16.32
沃特股份	17.52	0.15	0.38	0.76	115.26	45.89	23.00
调整后平均					39.54	23.43	15.26

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,735	3,540	6,514	7,938	10,955	营业收入	47,941	60,514	69,017	76,812	82,767
应收票据、账款及款项融资	11,258	10,422	11,886	13,228	14,254	营业成本	42,186	53,668	60,305	66,325	70,979
预付账款	430	647	738	822	885	销售费用	773	848	967	1,077	1,160
存货	6,039	7,411	8,327	9,158	9,801	管理费用	1,448	1,596	1,821	2,026	2,183
其他	1,831	1,888	1,904	1,934	1,957	研发费用	1,973	2,490	2,840	3,160	3,405
流动资产合计	23,294	23,907	29,370	33,080	37,852	财务费用	1,119	1,211	1,268	1,258	1,246
长期股权投资	793	809	806	806	806	资产、信用减值损失	474	576	175	156	91
固定资产	20,544	21,236	23,284	23,470	22,627	公允价值变动收益	(3)	5	5	5	5
在建工程	8,100	7,238	4,132	2,508	1,618	投资净收益	17	73	73	73	73
无形资产	3,596	3,517	3,403	3,290	3,176	其他	210	291	237	210	177
其他	5,248	5,092	4,887	4,646	4,547	营业利润	191	493	1,955	3,096	3,957
非流动资产合计	38,281	37,892	36,511	34,720	32,773	营业外收入	24	20	20	20	20
资产总计	61,575	61,799	65,881	67,799	70,625	营业外支出	51	50	50	50	50
短期借款	5,728	6,592	6,592	6,592	6,592	利润总额	164	464	1,925	3,067	3,927
应付票据及应付账款	9,131	9,455	11,839	12,352	13,576	所得税	95	225	934	1,487	1,905
其他	8,488	5,318	5,391	5,461	5,514	净利润	69	239	991	1,579	2,022
流动负债合计	23,348	21,365	23,822	24,405	25,683	少数股东损益	(248)	(586)	(560)	(540)	(520)
长期借款	17,003	18,542	18,845	19,099	19,304	归属于母公司净利润	317	825	1,552	2,119	2,542
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.12	0.31	0.59	0.80	0.96
其他	3,310	1,276	1,276	1,276	1,276	主要财务比率					
非流动负债合计	20,313	19,818	20,121	20,375	20,581		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	43,660	41,183	43,944	44,780	46,263	成长能力					
少数股东权益	1,566	2,654	2,094	1,553	1,034	营业收入	18.6%	26.2%	14.1%	11.3%	7.8%
实收资本（或股本）	2,672	2,637	2,637	2,637	2,637	营业利润	-90.7%	158.6%	296.3%	58.4%	27.8%
资本公积	3,022	4,106	4,700	4,700	4,700	归属于母公司净利润	-84.1%	160.4%	88.2%	36.6%	19.9%
留存收益	10,691	11,248	12,536	14,158	16,021	获利能力					
其他	(36)	(29)	(29)	(29)	(29)	毛利率	12.0%	11.3%	12.6%	13.7%	14.2%
股东权益合计	17,915	20,616	21,937	23,019	24,362	净利率	0.7%	1.4%	2.2%	2.8%	3.1%
负债和股东权益总计	61,575	61,799	65,881	67,799	70,625	ROE	1.9%	4.8%	8.2%	10.3%	11.3%
现金流量表						ROIC	1.3%	1.9%	3.4%	4.5%	5.2%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	69	239	991	1,579	2,022	资产负债率	70.9%	66.6%	66.7%	66.0%	65.5%
折旧摊销	1,915	2,060	2,355	2,633	2,663	净负债率	123.5%	114.8%	95.7%	86.1%	69.9%
财务费用	1,119	1,211	1,268	1,258	1,246	流动比率	1.00	1.12	1.23	1.36	1.47
投资损失	(17)	(73)	(73)	(73)	(73)	速动比率	0.73	0.76	0.87	0.97	1.08
营运资金变动	(2,498)	(2,576)	(101)	(1,812)	(555)	营运能力					
其它	1,819	1,985	141	152	87	应收账款周转率	7.3	7.4	7.4	7.3	7.2
经营活动现金流	2,406	2,845	4,581	3,737	5,390	存货周转率	7.0	7.8	7.5	7.4	7.3
资本支出	(5,432)	(1,572)	(1,055)	(889)	(730)	总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2
长期投资	(432)	23	3	0	0	每股指标（元）					
其他	1,425	(757)	79	77	77	每股收益	0.12	0.31	0.59	0.80	0.96
投资活动现金流	(4,439)	(2,306)	(972)	(812)	(653)	每股经营现金流	0.90	1.08	1.74	1.42	2.04
债权融资	3,192	486	303	254	206	每股净资产	6.20	6.81	7.53	8.14	8.85
股权融资	137	1,049	594	0	0	估值比率					
其他	(1,853)	(1,775)	(1,531)	(1,755)	(1,925)	市盈率	86.7	33.3	17.7	13.0	10.8
筹资活动现金流	1,476	(240)	(634)	(1,502)	(1,719)	市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
汇率变动影响	(28)	(46)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	15.3	13.1	8.9	7.1	6.3
现金净增加额	(585)	254	2,975	1,423	3,017	EV/EBIT	37.7	29.0	15.3	11.4	9.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。