

## 建筑装饰

2025 年 04 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 04 月 29 日

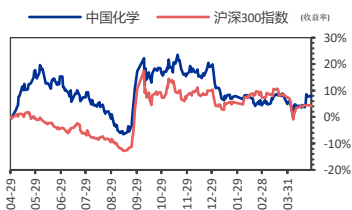
|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 收盘价(元)        | 7.42              |
| 一年内最高/最低(元)   | 9.08/6.16         |
| 市净率           | 0.7               |
| 股息率(分红/股价)    | 2.40              |
| 流通 A 股市值(百万元) | 45,036            |
| 上证指数/深证成指     | 3,286.65/9,849.80 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                |             |
|----------------|-------------|
| 每股净资产(元)       | 10.45       |
| 资产负债率%         | 69.43       |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 6,109/6,070 |
| 流通 B 股/H 股(百万) | -/-         |

一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

袁豪 A0230520120001  
yuanhao@swsresearch.com  
唐猛 A0230523080003  
tangmeng@swsresearch.com

## 研究支持

唐猛 A0230523080003  
tangmeng@swsresearch.com

## 联系人

唐猛  
(8621)23297818x  
tangmeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 中国化学 (601117)

——24 年利润稳健增长，化学工程板块毛利率提升

## 投资要点：

- 公司公布 2024 年年度及 2025 年一季度业绩，24 年归母净利润同比+4.82%，25Q1 归母净利润同比+18.77%。24 年公司营业总收入 1,866 亿，同比+4.14%；归母净利润 56.88 亿，同比+4.82%，基本符合预期，扣非净利润 55.15 亿，同比+6.02%。24 年公司毛利率、归母净利率分别为 10.11%、3.05%，同比分别+0.70pct、+0.02pct；期间费用率合计为 5.79%，同比+0.51pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为-0.01pct、+0.24pct、+0.06pct、+0.21pct。24 年资产及信用减值损失 8.08 亿，占比营收上升 0.11pct 至 0.43%。分季度看，24Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 452 亿/459 亿/437 亿/519 亿，同比+5.54%/-5.53%/+8.42%/+9.12%，实现归母净利润 12.16 亿/16.22 亿/9.99 亿/18.50 亿，同比+9.50%/-11.58%/+28.57%/+8.62%。24 年公司每股派发现金红利 0.186 元，分红率 19.98%，较往期持平。25 年一季度公司营业总收入 446.53 亿，同比-1.15%；归母净利润 14.45 亿，同比+18.77%，超此前预期，扣非净利润 14.12 亿，同比+22.63%。
- 化工主业稳定增长，基建工程有所放缓。分板块看，1) 工程板块，24 年化学工程收入 1,522 亿，同比+6.89%，毛利率同比增加 0.83pct 至 10.70%；基础设施板块实现收入 206 亿，同比-6.36%，毛利率减少 0.89pct 至 6.20%。2) 实业及新材料板块实现收入 87.5 亿，同比+13.42%，毛利率减少 0.54pct 至 7.53%。3) 环境治理板块实现收入 22.15 亿，同比-22.06%，毛利率减少 0.25pct 至 11.10%。分地区来看，公司境内业务收入 1,391 亿，同比-2.31%，毛利率同比增加 0.46pct 至 9.93%，境外业务收入 462 亿，同比+30.06%，毛利率增加 1.09pct 至 10.50%。
- 经营活动现金流同比少流入 4.12 亿。公司 24 年经营活动现金流净额为 87.22 亿，同比少流入 4.12 亿。24 年收现比 91.7%，较去年同期上升 2.55pct，应收票据及应收账款同比增加 63.09 亿，存货同比增加 3.37 亿，合同资产增加 2.62 亿，合同负债减少 23.6 亿，其中预收产品销售款增加 2.71 亿；付现比 86.0%，同比上升 0.09pct，预付款项同比增加 6.48 亿，应付票据及应付账款同比增加 133.83 亿。24 年末，公司资产负债率 70.5%，较 23 年末下降 0.28pct。
- 实业项目陆续落地，打造公司第二增长曲线。公司大力探索“技术+产业”的一体化开发模式，主攻卡脖子技术，拓展新材料行业高附加值产品领域，2024 年天辰齐翔尼龙新材料、华陆新材硅基纳米气凝胶、东华天业可降解材料等新投运实业项目积累运行数据，逐步提升生产运行负荷，新建头资产实业项目成为公司新的效益增长点。我们认为后续随着公司实业项目陆续落地，公司第二增长曲线渐成。
- 投资分析意见：下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，维持“买入”评级。经济下行压力背景下行业投资减弱，费用和减值影响逐步提升，下调此前 25-26 年利润预测，预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 59.9 亿/65.9 亿/71.2 亿(25-26 年原值分别为 62.5 亿/66.9 亿)，同比增长 5.2%/10.0%/8.1%，对应 PE 分别为 8X/7X/6X，我们认为公司已二腈等项目日趋成熟，未来有望逐步贡献利润，助力第二增长曲线，综合考虑维持“买入”评级。
- 风险提示：新签订单落地转化不及预期；己二腈等实业投资进展、回报不及预期等

## 财务数据及盈利预测

|            | 2024    | 2025Q1 | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 186,613 | 44,653 | 198,912 | 209,711 | 220,118 |
| 同比增长率(%)   | 4.1     | -1.2   | 6.6     | 5.4     | 5.0     |
| 归母净利润(百万元) | 5,688   | 1,445  | 5,986   | 6,587   | 7,118   |
| 同比增长率(%)   | 4.8     | 18.8   | 5.2     | 10.0    | 8.1     |
| 每股收益(元/股)  | 0.93    | 0.24   | 0.98    | 1.08    | 1.17    |
| 毛利率(%)     | 10.1    | 9.3    | 10.1    | 10.1    | 10.0    |
| ROE(%)     | 9.1     | 2.3    | 9.0     | 9.2     | 9.2     |
| 市盈率        | 8       |        | 8       | 7       | 6       |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元, 百万股               | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入                  | 179,196 | 186,613 | 198,912 | 209,711 | 220,118 |
| 其中: 营业收入               | 178,358 | 185,844 | 198,143 | 208,942 | 219,349 |
| 减: 营业成本                | 161,575 | 167,055 | 178,119 | 187,908 | 197,340 |
| 减: 税金及附加               | 556     | 576     | 614     | 647     | 660     |
| 主营业务利润                 | 16,227  | 18,213  | 19,410  | 20,387  | 21,349  |
| 减: 销售费用                | 493     | 501     | 597     | 629     | 660     |
| 减: 管理费用                | 2,977   | 3,548   | 3,779   | 3,985   | 4,182   |
| 减: 研发费用                | 6,164   | 6,534   | 7,061   | 7,130   | 7,154   |
| 减: 财务费用                | -169    | 222     | 212     | 161     | 238     |
| 经营性利润                  | 6,762   | 7,408   | 7,761   | 8,482   | 9,115   |
| 加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列) | -600    | -675    | -673    | -621    | -456    |
| 加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列) | 12      | -133    | -34     | -36     | -38     |
| 加: 投资收益及其他             | 105     | 247     | 32      | 37      | 30      |
| 营业利润                   | 6,820   | 7,426   | 7,775   | 8,554   | 9,245   |
| 加: 营业外净收入              | 86      | -67     | -20     | -20     | -20     |
| 利润总额                   | 6,905   | 7,359   | 7,755   | 8,534   | 9,225   |
| 减: 所得税                 | 934     | 1,117   | 1,186   | 1,305   | 1,411   |
| 净利润                    | 5,971   | 6,242   | 6,569   | 7,229   | 7,814   |
| 少数股东损益                 | 545     | 554     | 583     | 642     | 695     |
| 归属于母公司所有者的净利润          | 5,426   | 5,688   | 5,986   | 6,587   | 7,118   |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                               |
|--------|-----|--------------|-------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | maojiong@swsresearch.com      |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | liqing3@swsresearch.com       |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | xiaoxia@swsresearch.com       |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | zhangxiaozhuo@swsresearch.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swsresearch.com     |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | panyeming@swsresearch.com     |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。