

建龙微纳 (688357.SH)

增持 (维持)

一季度业绩环比大幅增长，海外市场拓展进展显著

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现收入 7.79 亿元，同比下降 19.9%，归母净利润 0.75 亿元，同比下降 51.15%，扣非净利润 0.61 亿元，同比下降 55.61%；2025 年一季度公司实现收入 1.78 亿元，同比下降 7.39%，环比下降 16.67%，归母净利润 0.25 亿元，同比下降 19.68%，环比增长 78.65%。

□ 全年经营业绩有所承压，海外市场拓展取得显著进展。2024 年受工业气体行业需求疲软、空分设备运行负荷降低；受消费观念变化，家庭用氧需求恢复到平缓增长的趋势，公司产品的销售结构和客户结构有所变化，进入到优化调整期，但公司在海外市场拓展、新领域技术突破方面取得显著进展，为长期增长奠定基础。报告期内，公司分子筛材料收入 7.43 亿元，同比下降 20.2%，毛利率 28.61%，同比下降 2.02 pct，销量 4.76 万吨，同比增长 13.24%。全年公司境外销售收入 1.99 亿元，同比增长 13.36%，占营收比例为 25.55%，同比提高 7.50 pct；其中，泰国建龙实现营业收入 7889 万元，同比增长 9.0%，实现净利润 988 万元，同比增长 26.82%。

□ 一季度盈利环比大幅增长，外销业务为核心驱动力。2025 年第一季度，泰国建龙实现营业收入 3553 万元，净利润 688 万元，同比增长 31.26%，环比增长 101.16%。多品种、差异化的产品布局，为公司带来了丰富的下游应用领域、积累了丰富的客户资源，大大提升了公司的市场竞争力和面对周期的抗风险能力。面对全球贸易环境的不确定性，公司依托前瞻性的海外产能布局与全球化渠道网络，持续扩大外销市场份额。通过泰国建龙的区位优势及多元产品组合，公司有效规避贸易壁垒，深度融入国际客户供应链体系。外销业务凭借高附加值的产品结构及稳定的订单情况，逐步成为利润改善的核心驱动力，推动盈利水平环比回升。

□ 始终坚持创新引领发展，新产品开辟新的增长点。公司坚持创新引领发展，以新产品、新领域、新的增长极开辟公司差异化发展的新路径，聚焦石油化工、能源化工、可再生能源、可再生资源四大领域为新市场拓展的主要方向，逐步构建起多元化增长引擎。2025 年公司从材料制造商向技术服务商转型升级，重点布局对二甲苯分离、可持续航空燃料、新型储能等高附加值应用领域。通过深度参与客户工艺流程优化、定制化技术开发，提升了客户黏性，推动了盈利模式的结构优化。通过公司转型升级，长期将强化公司在产业链中的不可替代性，为可持续增长奠定基础。

□ 维持“增持”投资评级。由于部分产品下游市场需求不足，我们调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.96 亿、1.20 亿、1.50 亿元，EPS 分别为 0.96、1.20、1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 26、21、17 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示：原材料价格大幅波动、下游市场需求不足、新项目建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	972	779	897	1031	1186
同比增长	14%	-20%	15%	15%	15%
营业利润(百万元)	176	90	112	141	175

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：25.12 元

基础数据

总股本 (百万股)	100
已上市流通股 (百万股)	100
总市值 (十亿元)	2.5
流通市值 (十亿元)	2.5
每股净资产 (MRQ)	18.2
ROE (TTM)	3.8
资产负债率	38.4%
主要股东	李建波
主要股东持股比例	24.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	3	-19
相对表现	-3	6	-24



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《建龙微纳 (688357) — 全年分子筛收入稳中有增，一季度盈利同比有所下降》2024-04-21
- 《建龙微纳 (688357) — 空气质量持续改善行动计划发布，有助公司长远发展》2023-12-08
- 《建龙微纳 (688357) — 出海进程加速，三季度业绩超预期》2023-10-19

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

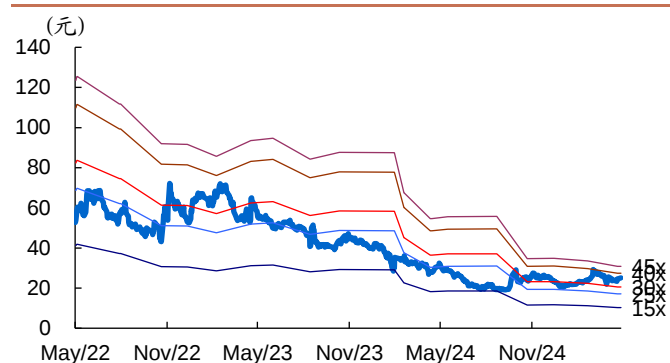
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	-21%	-49%	25%	26%	25%
归母净利润(百万元)	153	75	96	120	150
同比增长	-23%	-51%	28%	25%	25%
每股收益(元)	1.53	0.75	0.96	1.20	1.50
PE	16.4	33.6	26.2	20.9	16.8
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2

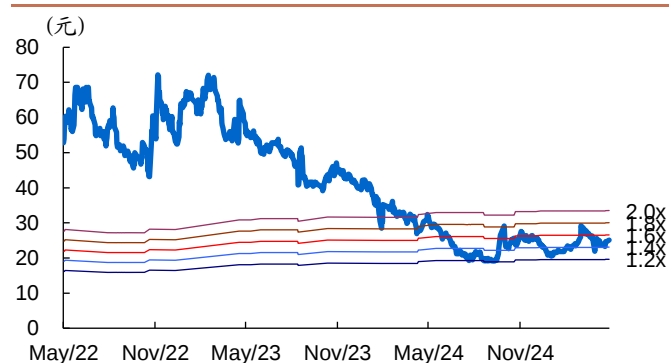
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：建龙微纳历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：建龙微纳历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1665	1439	1452	1508	1599
现金	652	244	216	196	200
交易性投资	360	676	676	676	676
应收票据	76	49	57	65	75
应收款项	92	103	99	114	131
其它应收款	17	15	17	20	23
存货	366	298	326	367	413
其他	102	53	61	70	80
非流动资产	1364	1509	1605	1695	1779
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	989	1098	1202	1299	1390
无形资产商誉	92	83	74	67	60
其他	283	329	328	328	328
资产总计	3029	2948	3057	3202	3378
流动负债	598	462	505	560	621
短期借款	35	37	37	37	37
应付账款	443	329	369	415	468
预收账款	38	21	24	27	30
其他	82	75	76	80	86
长期负债	653	690	690	690	690
长期借款	19	16	16	16	16
其他	634	673	673	673	673
负债合计	1250	1152	1195	1249	1311
股本	83	100	100	100	100
资本公积金	904	881	881	881	881
留存收益	792	815	880	972	1085
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1779	1796	1862	1953	2067
负债及权益合计	3029	2948	3057	3202	3378

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(98)	119	164	168	200
净利润	153	75	96	120	150
折旧摊销	59	70	80	86	91
财务费用	(3)	(3)	3	4	4
投资收益	(20)	(15)	(22)	(22)	(22)
营运资金变动	(291)	(10)	5	(26)	(30)
其它	4	2	2	5	6
投资活动现金流	(108)	(431)	(155)	(155)	(155)
资本支出	(108)	(134)	(177)	(177)	(177)
其他投资	1	(297)	22	22	22
筹资活动现金流	665	(65)	(37)	(32)	(40)
借款变动	107	(52)	(4)	0	0
普通股增加	24	17	0	0	0
资本公积增加	(15)	(22)	0	0	0
股利分配	(59)	(50)	(30)	(29)	(36)
其他	609	42	(3)	(4)	(4)
现金净增加额	460	(377)	(28)	(20)	4

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	972	779	897	1031	1186
营业成本	678	558	625	704	793
营业税金及附加	9	10	12	13	15
营业费用	26	26	30	35	40
管理费用	71	84	93	107	123
研发费用	42	35	41	47	54
财务费用	(7)	(5)	3	4	4
资产减值损失	(4)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	7	7	7	7
投资收益	20	15	15	15	15
营业利润	176	90	112	141	175
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	175	88	110	139	174
所得税	22	13	14	19	24
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	153	75	96	120	150

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	14%	-20%	15%	15%	15%
营业利润	-21%	-49%	25%	26%	25%
归母净利润	-23%	-51%	28%	25%	25%
获利能力					
毛利率	30.3%	28.4%	30.3%	31.7%	33.1%
净利率	15.7%	9.6%	10.7%	11.6%	12.6%
ROE	9.2%	4.2%	5.2%	6.3%	7.5%
ROIC	8.5%	3.8%	5.2%	6.3%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	39.1%	39.1%	39.0%	38.8%
净负债比率	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%
流动比率	2.8	3.1	2.9	2.7	2.6
速动比率	2.2	2.5	2.2	2.0	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	2.0	1.7	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	5.5	4.9	5.8	6.2	6.1
应付账款周转率	1.5	1.4	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	1.53	0.75	0.96	1.20	1.50
每股经营净现金	-0.98	1.19	1.64	1.68	1.99
每股净资产	17.78	17.95	18.61	19.52	20.66
每股股利	0.50	0.30	0.29	0.36	0.45
估值比率					
PE	16.4	33.6	26.2	20.9	16.8
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	15.2	22.5	17.6	14.9	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。