

红墙股份（002809.SZ）

大亚湾项目正式投产，构建精细化工增长引擎

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	761	675	967	1,226	1,594
增长率 yoy（%）	-18.9	-11.2	43.2	26.7	30.0
归母净利润（百万元）	86	49	55	95	120
增长率 yoy（%）	-4.9	-43.0	11.9	73.3	27.4
ROE（%）	5.2	2.9	3.3	5.5	6.7
EPS 最新摊薄（元）	0.40	0.23	0.26	0.45	0.57
P/E（倍）	29.7	52.1	46.5	26.9	21.1
P/B（倍）	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 6 月 16 日，公司披露子公司红墙化学取得《安全生产许可证》的公告，标志着公司年产 32 万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目进入正式生产期，对此点评如下：

公司大亚湾项目正式投产，贡献新的业绩增长点。根据公司 2025 年跟踪评级报告，2021 年公司开工建设惠州大亚湾项目，项目包括 15 万吨聚醚单体、4 万吨丙烯酸羟酯、4 万吨聚羧酸高性能减水剂（复配产线）、7 万吨非离子表面活性剂以及 2 万吨聚醚多元醇。该项目于 2024 年底进入试生产状态，于 2025 年 6 月进入正式生产期。主要通过两方面助力公司发展：**1）产业链延伸向上游延伸：**2022 年 9 月公司已同中海壳牌达成框架性约定，通过园内深度合作获得环氧乙烷资源，且获得成本运输优势；**2）新产品的拓展：**非离子表面活性剂主要应用于衣物清洁、家居清洁领域，聚醚多元醇的扩张则主要考虑到广东省内无本土聚醚多元醇细分产品的产能，和省外竞争对手相比，公司可形成运输成本优势，新产品达产后可实现公司业务线扩展与产品结构优化，提升公司盈利能力。

中美关税摩擦抬升环氧乙烷成本中枢，公司布局上游具备一定成本优势。环氧乙烷的主要原料为乙烯，而乙烯通常由乙烷或石脑油等烃类裂解制得，我国乙烷对美依赖度较高，2025 年中美关税摩擦拉高乙烷进口成本，6 月以来受到以色列伊朗冲突影响，国际油价上涨，预期环氧乙烷成本或有所抬升。公司于 2022 年 9 月公司已同中海壳牌达成框架性约定，获取环氧乙烷具备一定的成本优势，且大亚湾投产后预期 2025 年公司聚醚大单体自给率将提升至较高水平，相较于其他减水剂厂商具备一定成本优势和溢价空间。

量稳价跌叠加新基地折旧费使得公司利润阶段性承压，后续有望逐步恢复。

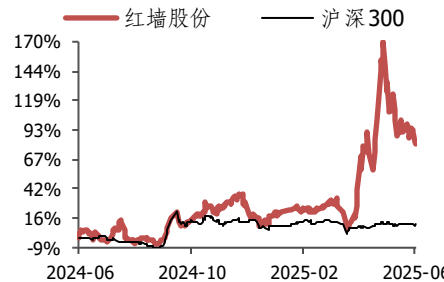
1）2024 年量稳价跌致收入下滑，2025Q1 收入企稳回升。2025Q1 公司营业收入同比+4.1%至 1.3 亿元，归母净利润同比下降 80.56%至 0.03 亿元；2024 年公司营业收入同比-11.23%至 6.75 亿元，归母净利润同比-42.98%至 0.49 亿元。2024 年混凝土外加剂发货量 61.78 万吨，基本与 2023 年度发货量持平，但因材料单价及销售单价下降导致 2024 年外加剂营业收入下降 11.06%。**2）新基地产能利用率较低及折旧费致利润阶段性承压。**2025Q1 公司毛利率/净利率同比变动-10.6/-8.5pct 至 22.18/1.95%，2024 年公司毛

增持（首次评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 6 月 20 日收盘价（元）	12.00
总市值（百万元）	2,539.17
流通市值（百万元）	1,669.24
总股本（百万股）	211.60
流通股本（百万股）	139.10
近 3 月日均成交额（百万元）	407.23

股价走势



作者

分析师 花江月

执业证书编号：S1070522100002

邮箱：huajiangyue@cgs.com

相关研究

利率/净利率同比变动-3.69/-4.02pct至29.20/7.22%，其中混凝土外加剂毛利率下降3.70%。我们认为公司主业减水剂价格或筑底，随着后续新基地产能利用率提升，公司盈利能力有望逐步恢复。

投资建议：大亚湾项目正式投产，构建精细化工增长引擎，首次给予增持评级。预计2025~2027年公司归母净利润分别达到0.55、0.95、1.20亿元，同比分别变动12%、73%、27%，对应PE估值47、27、21倍。公司深耕混凝土外加剂行业，在华南地区优势明显；大亚湾项目正式投产后，公司有望进一步发挥成本优势，开拓精细化工新增长曲线。

风险提示：宏观经济政策变化；主要原材料价格波动风险；市场竞争风险；新签订单或订单完成情况不及预期；产能消化或产品销售不及预期；政策不及预期等

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1643	1631	2472	2454	3587
现金	596	297	425	539	701
应收票据及应收账款	700	654	1286	1172	2025
其他应收款	16	17	31	30	50
预付账款	20	28	41	46	67
存货	55	53	107	84	162
其他流动资产	255	582	582	582	582
非流动资产	798	955	1093	1210	1391
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	139	280	431	551	688
无形资产	81	79	89	100	102
其他非流动资产	577	596	574	559	600
资产总计	2441	2587	3566	3664	4978
流动负债	253	298	1371	1508	2820
短期借款	0	0	767	932	1942
应付票据及应付账款	193	262	412	393	647
其他流动负债	60	36	191	182	231
非流动负债	536	619	534	440	365
长期借款	530	614	529	434	359
其他非流动负债	6	5	5	5	5
负债合计	789	917	1905	1948	3185
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	210	210	210	210	210
资本公积	436	436	436	436	436
留存收益	946	963	984	1006	1018
归属母公司股东权益	1652	1669	1661	1717	1793
负债和股东权益	2441	2587	3566	3664	4978

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	158	176	-423	286	-427
净利润	86	49	55	95	120
折旧摊销	30	26	47	70	95
财务费用	-1	-2	18	33	50
投资损失	-2	-8	-3	-5	-6
营运资金变动	44	94	-530	103	-677
其他经营现金流	2	17	-9	-10	-9
投资活动现金流	-333	-524	-178	-180	-268
资本支出	338	158	185	187	275
长期投资	0	7	0	0	0
其他投资现金流	5	-373	7	6	7
筹资活动现金流	466	17	-38	-156	-152
短期借款	-20	0	767	165	1010
长期借款	444	84	-85	-94	-75
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	10	0	0	0	0
其他筹资现金流	30	-67	-720	-227	-1087
现金净增加额	291	-331	-639	-51	-848

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	761	675	967	1226	1594
营业成本	511	478	709	847	1094
营业税金及附加	6	5	7	9	11
销售费用	65	49	79	98	125
管理费用	53	49	67	86	113
研发费用	41	36	48	64	83
财务费用	-1	-2	18	33	50
资产和信用减值损失	0	-2	-2	-3	-4
其他收益	6	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	1	3	1	2
投资净收益	2	8	3	5	6
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	97	60	59	110	142
营业外收入	5	1	8	5	5
营业外支出	3	0	3	2	2
利润总额	99	61	65	113	145
所得税	13	12	10	18	25
净利润	86	49	55	95	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	49	55	95	120
EBITDA	146	119	143	236	322
EPS (元/股)	0.40	0.23	0.26	0.45	0.57

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-18.9	-11.2	43.2	26.7	30.0
营业利润 (%)	6.9	-38.4	-0.9	85.9	29.3
归属母公司净利润 (%)	-4.9	-43.0	11.9	73.3	27.4
获利能力					
毛利率 (%)	32.9	29.2	26.7	30.9	31.4
净利率 (%)	11.2	7.2	5.6	7.7	7.6
ROE (%)	5.2	2.9	3.3	5.5	6.7
ROIC (%)	4.6	3.2	2.6	4.3	4.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.3	35.5	53.4	53.1	64.0
净负债比率 (%)	-3.4	19.2	60.4	56.5	98.1
流动比率	6.5	5.5	1.8	1.6	1.3
速动比率	6.0	5.1	1.7	1.5	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应付账款周转率	10.1	7.1	7.1	7.1	7.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.23	0.26	0.45	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.75	0.83	-2.00	1.35	-2.02
每股净资产 (最新摊薄)	7.53	7.61	7.57	7.83	8.19
估值比率					
P/E	29.7	52.1	46.5	26.9	21.1
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	16.9	20.9	22.1	13.3	12.2

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686