

三维化学 (002469.SZ)

Q2 业绩大幅提速，工程&实业景气上行强化增长动能

Q2 业绩同比高增 156%，重大项目确收加速带动工程业务高增。公司 2025H1 实现营收 12.5 亿元，同增 22%；归母/扣非净利润 1.2/1.2 亿元，同增 43%/46%，符合预期。Q2 单季营收/归母净利润分别为 7/0.7 亿元，同增 38%/156%，Q2 营收业绩高增且环比大幅提速，预计主要受益于在手重大项目加速转化，其中 25Q2 北方华锦项目确收 2.1 亿元 Q1 环比增加 1.3 亿元。分业务看，2025H1 工程/化学品/催化剂等其他业务分别实现收入 4.6/7.3/0.6 亿元，同比+366%/-16%/+12%。

毛利率提升、费用率优化，类现金资产充裕。公司 2025H1 综合毛利率为 20%，同比+0.9pct，分业务看，工程/化学品/催化剂等其他业务毛利率分别为 21%/19%/32%，同比+8.3/-0.8/+5.6pct。期间费用率 10.1%，同比-1.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-0.9/-0.9/+0.3pct，费用率整体优化，财务费用率提升主因公司减少银行存款致利息收入减少。归母净利率 9.6%，同比+1.4pct。2025H1 经营性现金流净流入 0.2 亿元，同比少流入 1.2 亿元，主因本期销售回款中银行承兑汇票结算增加。货币资金+大额存单+定期存款合计约 18 亿元，账面类现金资产充裕。分红方面，2025 年半年度现金分红 0.65 亿元，与上年同期持平，中期分红率 54%。

工程板块：新签订单同比高增，在手订单储备充裕，潜在项目资源充足。公司 2025H1 新签订单 6.4 亿元，同增 60%，其中设计技术服务/工程总承包分别新签 2/4.4 亿元，同增 935%/17%，高毛利、短周期的设计技术服务订单放量，预计大部分有望在年内贡献业绩增量，且设计订单作为前置指标，预示后续相关工程订单有望大幅增长。截至 2025Q2 末，公司在手未完工合同额 16.3 亿元（其中北方华锦项目待确认金额约 6 亿元），为 2024 年建筑业务收入的 2.9 倍。展望后续，新疆煤化工、齐鲁石化鲁油鲁炼等重点项目加速筹备，为公司提供充足订单来源；化工“反内卷”有望驱动行业盈利改善，提振搬迁改造资本开支意愿，工程建设需求有望上行。

实业板块：正丙醇价格边际改善，高附加值纤维素产品有望打造新增长点。
1) **醛醇酸酯：**8 月以来公司核心产品正丙醇价格持续上行，据百川盈孚，8 月 19 日正丙醇价格为 7550 元/吨，较 7 月均价提升 563 元/吨，增幅 8%，较 Q2 均价提升 345 元/吨，增幅 5%，盈利预计边际改善。2) **纤维素：**5 万吨/年异辛酸装置已建成转固，1.5 万吨/年纤维素衍生物项目全力推进技术论证和设计优化，高附加值产品投产后有望打造新增长点。

投资建议：公司工程&化工业务景气上行，成长性优越，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.5/4.8/6.3 亿元，同增 33%/37%/33%，当前股价对应 PE 分别为 18/13/10 倍。以 2023-2024 年平均分红率（84%）计算，2025 年预期股息率约 5%，具备较强投资吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：新签订单规模不及预期，项目建设进度不及预期、化工品价格大幅波动风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,657	2,554	3,403	4,315	5,316
增长率 yoy (%)	1.8	-3.9	33.2	26.8	23.2
归母净利润（百万元）	282	263	348	475	630
增长率 yoy (%)	3.1	-6.9	32.5	36.5	32.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.43	0.40	0.54	0.73	0.97
净资产收益率 (%)	10.4	9.6	12.5	16.3	20.3
P/E (倍)	21.6	23.2	17.5	12.8	9.7
P/B (倍)	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 20 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
08 月 20 日收盘价（元）	9.38
总市值（百万元）	6,086.33
总股本（百万股）	648.86
其中自由流通股（%）	96.92
30 日日均成交量（百万股）	14.42

股价走势



作者

分析师	何亚轩
执业证书编号	S0680518030004
邮箱	heyaxuan@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号	S0680518010003
邮箱	chenglongge@gszq.com
分析师	张天祚
执业证书编号	S0680525070001
邮箱	zhangtianyi@gszq.com

相关研究

- 《三维化学 (002469.SZ)：Q1 业绩微降符合预期，后续有望显著提速》 2025-04-18
- 《三维化学 (002469.SZ)：Q4 业绩显著提速，分红率大幅提升表现亮眼》 2025-03-27
- 《三维化学 (002469.SZ)：硫磺回收”与 正丙醇”双龙头，新疆煤化工打开成长空间》 2025-03-18

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	2271	2172	2288	2440	2839
现金	1120	474	325	171	294
应收票据及应收账款	331	266	294	349	385
其他应收款	17	15	24	31	38
预付账款	38	106	142	177	212
存货	201	244	328	408	480
其他流动资产	565	1068	1174	1304	1429
非流动资产	1211	1454	1550	1685	1712
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	483	439	452	456	451
无形资产	109	102	97	92	86
其他非流动资产	617	912	1000	1137	1174
资产总计	3482	3627	3838	4126	4551
流动负债	528	685	829	941	1083
短期借款	0	150	150	150	150
应付票据及应付账款	258	307	413	471	553
其他流动负债	270	228	266	320	380
非流动负债	93	74	74	74	74
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	93	74	74	74	74
负债合计	621	759	903	1015	1157
少数股东权益	143	143	154	187	282
股本	649	649	649	649	649
资本公积	646	646	646	646	646
留存收益	1409	1413	1469	1611	1801
归属母公司股东权益	2718	2724	2781	2923	3112
负债和股东权益	3482	3627	3838	4126	4551

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	506	285	308	391	678
净利润	289	264	359	509	725
折旧摊销	85	77	103	112	122
财务费用	5	4	0	0	0
投资损失	-20	-34	-33	-35	-35
营运资金变动	143	-53	-126	-200	-139
其他经营现金流	4	27	5	5	5
投资活动现金流	-173	-640	-165	-213	-113
资本支出	-49	-49	-98	-98	-98
长期投资	-130	-598	-100	-150	-50
其他投资现金流	7	7	33	35	35
筹资活动现金流	-266	-310	-292	-333	-441
短期借款	0	150	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-266	-460	-292	-333	-441
现金净增加额	67	-665	-149	-155	123

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2657	2554	3403	4315	5316
营业成本	2093	2003	2696	3354	4019
营业税金及附加	12	15	20	26	27
营业费用	23	23	30	36	45
管理费用	108	118	143	177	213
研发费用	114	112	145	179	218
财务费用	-9	-6	-6	-4	-3
资产减值损失	-1	-20	-5	-5	-5
其他收益	12	13	14	14	14
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	20	34	33	35	35
资产处置收益	0	-11	0	0	0
营业利润	342	306	418	592	843
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	341	306	417	591	842
所得税	52	43	58	83	118
净利润	289	264	359	509	725
少数股东损益	7	1	11	34	94
归属母公司净利润	282	263	348	475	630
EBITDA	398	377	514	699	961
EPS (元/股)	0.43	0.40	0.54	0.73	0.97

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	1.8	-3.9	33.2	26.8	23.2
营业利润(%)	7.8	-10.4	36.4	41.7	42.4
归属母公司净利润(%)	3.1	-6.9	32.5	36.5	32.7
获利能力					
毛利率(%)	21.2	21.6	20.8	22.3	24.4
净利率(%)	10.6	10.3	10.2	11.0	11.9
ROE(%)	10.4	9.6	12.5	16.3	20.3
ROIC(%)	9.0	8.4	11.2	15.1	19.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.8	20.9	23.5	24.6	25.4
净负债比率(%)	-36.1	-8.7	-3.4	1.7	-2.0
流动比率	4.3	3.2	2.8	2.6	2.6
速动比率	3.1	1.6	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	9.3	8.6	12.2	13.5	14.5
应付账款周转率	8.1	8.0	9.3	9.5	9.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.40	0.54	0.73	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.44	0.47	0.60	1.04
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.20	4.29	4.51	4.80
估值比率					
P/E	21.6	23.2	17.5	12.8	9.7
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	7.3	11.9	11.7	8.8	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月20日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com