



买入（维持）

所属行业：建筑装饰/专业工程
当前价格(元)：8.77

证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

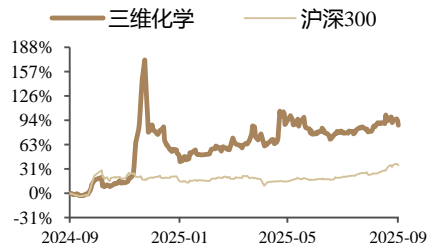
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

郝逸璇

邮箱：haoyx@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.65	4.90	6.69
相对涨幅(%)	-5.33	-8.18	-9.44

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三维化学(002469.SZ)：醋酸纤维素国产化或受益，新疆煤化工赋予发展机遇》，2025.4.23
- 《三维化学(002469.SZ)：全年业绩符合预期，分红比例大幅提升》，2025.3.28
- 《三维化学(002469.SZ)：正丙醇涨价带来弹性，新疆煤化工赋予机遇》，2024.11.15

三维化学(002469.SZ)：工程业务加速转化，Q2 业绩大幅提升

投资要点

- 事件：**8 月 20 日，公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司实现营业收入 12.49 亿元，同比+21.8%；归母净利润 1.20 亿元，同比+42.5%；扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+46.3%。其中 Q2 单季实现营业收入 7.01 亿元，同比+38.5%，环比+28.0%；归母净利润 0.69 亿元，同比+156.2%，环比+33.5%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同比+165.8%，环比+32.6%。
- 点评：**
 - 华锦项目进入结算期，工程端收入大幅提升。**工程业务方面，2025H1 公司工程总承包、工程设计营收分别为 4.09、0.46 亿元，同比+483.5%、+89.7%；毛利率分别为 17.6%、41.3%，同比+16.8pct、+10.2pct。上半年公司稳步推进北方华锦、天津石化等重点在手项目，其中北方华锦项目确认 2.88 亿元（其中 Q1/Q2 分别确认 0.77、2.11 亿元），较去年同期+2.70 亿元，带动公司业绩大幅增长。**化工及其他业务方面**，2025H1 醇醛酸酯类、残液加工类、催化剂销售、醋酸丁酸纤维素、其他营收分别为 5.94、1.25、0.60、0.10、0.05 亿元，同比-8.2%、-42.8%、+17.9%、+47.8%、-40.1%；毛利率分别为 21.0%、9.7%、31.1%、-6.3%、+68.7%，同比+7.1pct、-26.6pct、+6.0%、-3.3pct、-7.5pct。受化工行业终端需求疲软影响，醇醛酸酯类、残液加工类收入有所下滑。
 - 盈利能力稳步提升，费用水平持续优化。**2025H1 公司毛利率和净利率分别为 19.9%、19.0%，同比+0.9pct、+1.4pct，毛利率增长主要系工程业务毛利率上涨所致，净利率增幅较毛利率进一步扩大，系期间费用率降低所致。2025H1 公司期间费用率为 10.1%，同比-1.6pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.9%、5.3%、4.1%、-0.1%，同比-0.1pct、-0.9pct、-0.9pct、+0.3pct，财务费用率增长主要系利息收入减少所致。
 - 在手订单储备充沛，入疆掘星辰大海。**2025H1 公司新签订单 6.4 亿元，同比+60.2%，其中咨询设计技术性服务/工程总承包分别新签 2.0、4.4 亿元，同比+933.0%、+16.6%，咨询设计技术性服务（高毛利、短周期）显著增长，有望年内兑现部分业绩增量，同时其作为前端环节也为未来公司获取相关订单奠定坚实基础。截至 2025H1，公司累计已签约未完工订单 16.3 亿元（包括北方华锦未确认订单约 7.4 亿元，预计年内竣工），有望持续为公司业绩增长注入动力。展望后续，鲁油鲁炼项目（总投资超 200 亿元）稳步推进，公司作为从齐鲁石化炼油厂改制设立的工程公司，有望凭借区位优势从中斩获更多订单。此外，作为国内设计、总承包硫磺回收装置最多的企业，2024 年来公司密集斩获新疆煤化工订单，有望受益新疆煤化工产业扩张红利，驱动业绩快速增长。
 - 异辛酸投产渐进，纤维素产品有望贡献新增长。**公司实现醇醛酸酯一体化布局，依托淄博（毗邻齐鲁石化）和南京（紧邻诚志股份）双基地，实现便捷的原料输送，且可柔性生产提高效益，5 万吨异辛酸预计年内投产贡献增长点。此外，公司“纤维素衍生物及其配套装置改造提升项目”正在进行技术论证和设计优化。醋酸纤维素市场供给长期由美日企业垄断，我国基本依赖进口，在当前中美关税政策和全球贸易不确定性风险加剧的背景下，公司有望受益于其国产替代机遇，助力公司成长。
 - 盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.40、4.66、5.97 亿元，

同比+29.3%、+37.2%、+28.2%，对应 EPS 分别为 0.52、0.72、0.92 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期、项目建设进度不及预期、原材料价格大幅上涨、油价大幅波动、政策不确定性风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	648.86		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	628.89	营业收入(百万元)	2,657	2,554	2,934	3,894	4,852
52 周内股价区间(元):	4.53-12.69	(+/-)YOY(%)	1.8%	-3.9%	14.9%	32.7%	24.6%
总市值(百万元):	5,690.53	净利润(百万元)	282	263	340	466	597
总资产(百万元):	3,388.21	(+/-)YOY(%)	3.1%	-6.9%	29.3%	37.2%	28.2%
每股净资产(元):	4.09	全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.40	0.52	0.72	0.92
资料来源：公司公告		毛利率(%)	21.2%	21.6%	21.5%	22.5%	23.0%
		净资产收益率(%)	10.4%	9.6%	11.3%	13.7%	15.2%
		资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所					
		备注：净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.52	0.72	0.92
每股净资产	4.20	4.64	5.25	6.04
每股经营现金流	0.44	1.07	0.45	0.63
每股股利	0.13	0.08	0.11	0.14
价值评估(倍)				
P/E	18.25	17.26	12.58	9.81
P/B	1.74	1.94	1.72	1.50
P/S	2.29	2.00	1.50	1.21
EV/EBITDA	12.04	9.81	7.47	5.79
股息率%	1.8%	0.9%	1.2%	1.5%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.6%	21.5%	22.5%	23.0%
净利润率	10.3%	11.6%	12.0%	12.3%
净资产收益率	9.6%	11.3%	13.7%	15.2%
资产回报率	7.2%	8.4%	10.1%	11.2%
投资回报率	8.2%	9.8%	12.0%	13.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.9%	14.9%	32.7%	24.6%
EBIT 增长率	-5.4%	31.8%	36.6%	28.5%
净利润增长率	-6.9%	29.3%	37.2%	28.2%
偿债能力指标				
资产负债率	20.9%	22.1%	23.2%	23.5%
流动比率	3.2	3.2	3.2	3.4
速动比率	2.1	2.3	2.4	2.5
现金比率	0.7	1.2	1.1	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.9	32.9	32.9	32.9
存货周转天数	44.4	42.4	42.4	42.4
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	5.8	7.6	11.9	18.5

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	263	340	466	597
少数股东损益	1	1	2	2
非现金支出	97	121	140	147
非经营收益	-23	-33	-41	-52
营运资金变动	-53	268	-273	-286
经营活动现金流	285	697	294	408
资产	-49	-63	-63	-63
投资	-598	-100	-100	-100
其他	7	38	47	58
投资活动现金流	-640	-125	-116	-105
债权募资	0	40	-10	-10
股权募资	0	0	0	0
其他	-310	-56	-76	-96
融资活动现金流	-310	-16	-86	-106
现金净流量	-665	556	92	198

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 2 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,554	2,934	3,894	4,852
营业成本	2,003	2,304	3,020	3,738
毛利率%	21.6%	21.5%	22.5%	23.0%
营业税金及附加	15	18	23	29
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	23	27	35	44
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	118	132	175	218
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	112	126	171	218
研发费用率%	4.4%	4.3%	4.4%	4.5%
EBIT	296	390	533	685
财务费用	-6	-4	-8	-9
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-20	-2	0	0
投资收益	34	38	47	58
营业利润	306	396	543	696
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	306	396	543	696
EBITDA	373	519	668	826
所得税	43	55	75	97
有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	263	340	466	597

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	474	1,030	1,122	1,320
应收账款及应收票据	266	275	347	433
存货	244	266	351	434
其它流动资产	1,189	1,096	1,495	1,893
流动资产合计	2,172	2,667	3,314	4,080
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	439	387	328	263
在建工程	37	45	53	61
无形资产	102	96	89	83
非流动资产合计	1,454	1,388	1,316	1,237
资产总计	3,627	4,055	4,630	5,317
短期借款	150	200	200	200
应付票据及应付账款	307	378	496	614
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	228	255	324	394
流动负债合计	685	834	1,020	1,208
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	74	64	54	44
非流动负债合计	74	64	54	44
负债总计	759	898	1,075	1,252
实收资本	649	649	649	649
普通股股东权益	2,724	3,013	3,409	3,917
少数股东权益	143	144	146	148
负债和所有者权益合计	3,627	4,055	4,630	5,317

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。