

中国化学 (601117.SH)

Q3 业绩加速增长，毛利率及现金流持续改善

Q3 营收及业绩加速增长。2025Q1-3 公司实现营收 1363 亿元，同增 1.2%；实现归母净利润 42.3 亿元，同增 10.3%；扣非归母净利润 40.1 亿元，同增 3.4%，符合预期。**分季度看：**Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 447/461/456 亿元，同比-1%/+0.4%/+4%；实现归母净利润 14.4/16.6/11.3 亿元，同增 19%/2%/13%，Q3 收入业绩均环比提速，业绩增速高于收入主要因：1) 毛利率同比明显提升 (Q3 单季同比+0.7pct)；2) 减值损失转回增多 (Q3 单季同比多转回 1.3 亿元)。

毛利率延续上行，Q3 现金流大幅改善。2025Q1-3 公司毛利率为 9.43%，同比提升 0.35pct (Q3 单季同比提升 0.71pct)，毛利率延续上行趋势，盈利能力持续改善。Q1-3 期间费用率 5.63%，同比提升 0.26pct (Q3 单季+0.16pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比+0.01/+0.07/+0.29/-0.11pct，费用率上行主因研发费用率提升较多，Q3 单季分别同比-0.03/-0.01/+0.07/+0.13pct。Q1-3/Q3 资产 (含信用) 减值损失较上年同期减少 2.1/1.3 亿元。Q1-3 投资收益较上年同期减少 0.2 亿元。Q1-3 所得税率同比下降 0.3pct。归母净利率 3.1%，同比提升 0.3pct (Q3 单季 2.5%，同比提升 0.2pct)。Q1-3 经营现金流净流出 56 亿元，较上年同期少流出 0.6 亿元；Q3 单季净流入 45 亿元，同比多流入 55 亿元，现金流持续改善。

化工主业签单稳健增长，Q3 境内市场有所修复。2025Q1-3 公司新签合同额 2846 亿元，同比增长 0.2%；Q3 单季新签合同额 785 亿元，同降 3%，主因基础设施工程降幅较大。**分业务看：**工程承包累计新签合同额 2736 亿元，同比增长 0.9%，其中化学工程/基础设施/环境治理分别新签 2262/435/39 亿元，同比+7%/-13%/-58%，化工主业稳健增长；勘察设计/实业/现代服务业分别新签合同额 26/79/5 亿元，同比-16%/+23%/-37%。**分区域看：**2025Q1-3 境内/境外分别新签订单 2309/537 亿元，同比+6%/-18%；Q3 单季境内/境外分别同比+18%/-50%，境内签单明显提速，海外短期下滑预计因大单造成的基数波动，9 月上合峰会期间公司签署阿塞拜疆最大的石化综合体项目框架协议，总价约 120 亿美元，后续有望正式落地，海外市场成长空间仍然广阔。

实业项目稳步推进，第二曲线潜力可期。公司持续推动“技术+产业”一体化模式，当前多个实业项目稳步推进：1) 天辰齐翔己二腈项目 85% 负荷运行，前三季度累计生产己二腈 6.9 万吨。2) 华陆新材气凝胶、天辰耀隆己内酰胺、内蒙新材煤制乙二醇项目满负荷运行，赛鼎科创相变新材料项目去年底投产至今运行平稳，负荷正常。3) 天辰泉州、五环祥云磷氟新材料、西部新材超高分子量聚乙烯项目已建设完成。实业第二增长曲线增长可期，有望显著优化公司业务结构，带动盈利质量和估值提升。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64/73/81 亿元，同增 13%/13%/11%，EPS 分别为 1.05/1.19/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 7.3/6.5/5.8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：实业不及预期、海外项目不及预期、汇兑风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	178,358	185,844	198,027	212,423	230,932
增长率 yoy (%)	13.1	4.2	6.6	7.3	8.7
归母净利润 (百万元)	5,426	5,688	6,410	7,270	8,086
增长率 yoy (%)	0.2	4.8	12.7	13.4	11.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.89	0.93	1.05	1.19	1.32
净资产收益率 (%)	9.4	9.1	9.5	9.9	10.1
P/E (倍)	8.7	8.3	7.3	6.5	5.8
P/B (倍)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
10 月 29 日收盘价 (元)	7.69
总市值 (百万元)	46,961.89
总股本 (百万股)	6,106.88
其中自由流通股 (%)	99.39
30 日日均成交量 (百万股)	65.34

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

- 《中国化学 (601117.SH): 上半年业绩稳健增长，海外业务表现亮眼》 2025-08-26
- 《中国化学 (601117.SH): 如何看中国化学己二腈项目的盈利空间?》 2025-05-18
- 《中国化学 (601117.SH): Q1 业绩增长超预期，实业板块盈利有望改善》 2025-04-30

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	169386	175157	186976	201764	220892
现金	48639	50067	52489	53762	56431
应收票据及应收账款	34763	41072	43506	49055	55392
其他应收款	5161	5097	5501	5901	6415
预付账款	17826	18473	19507	20820	22549
存货	5512	5848	6175	6450	6878
其他流动资产	57486	54599	59797	65776	73228
非流动资产	49729	58265	61211	62450	63294
长期投资	2434	2499	2499	2499	2499
固定资产	13784	13807	16638	18802	20376
无形资产	4541	4727	4934	5117	5275
其他非流动资产	28970	37232	37139	36031	35144
资产总计	219115	233421	248187	264214	284186
流动负债	143546	155584	164954	174767	187667
短期借款	875	2754	3454	3504	3554
应付票据及应付账款	87455	100838	105912	112515	121285
其他流动负债	55216	51992	55588	58748	62829
非流动负债	11497	8939	8430	7930	7430
长期借款	7158	5308	4808	4308	3808
其他非流动负债	4339	3631	3622	3622	3622
负债合计	155043	164524	173384	182697	195098
少数股东权益	6577	6622	7334	8233	9336
股本	6109	6109	6109	6109	6109
资本公积	15407	15323	15323	15323	15323
留存收益	36557	41127	46235	52051	58519
归属母公司股东权益	57495	62276	67468	73284	79753
负债和股东权益	219115	233421	248187	264214	284186

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	9134	8722	8730	6805	8330
净利润	5971	6242	7122	8168	9188
折旧摊销	1665	1780	1846	2261	2656
财务费用	364	352	252	245	231
投资损失	107	-52	-59	-64	-69
营运资金变动	499	-403	-1005	-4503	-4338
其他经营现金流	528	803	574	698	662
投资活动现金流	-3365	-3760	-4746	-3385	-3363
资本支出	-3320	-3011	-4937	-3448	-3432
长期投资	-124	-1121	0	0	0
其他投资现金流	79	373	191	64	69
筹资活动现金流	1305	-5409	-1541	-2148	-2298
短期借款	334	1879	700	50	50
长期借款	1565	-1850	-500	-500	-500
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	83	-84	0	0	0
其他筹资现金流	-677	-5353	-1741	-1698	-1848
现金净增加额	7119	-558	2423	1272	2669

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	178358	185844	198027	212423	230932
营业成本	161679	167156	177340	189277	204988
营业税金及附加	556	576	614	659	716
营业费用	493	501	535	574	624
管理费用	2977	3548	3763	4036	4388
研发费用	6164	6534	6931	7647	8775
财务费用	-169	222	151	220	293
资产减值损失	12	-133	-130	-150	-130
其他收益	212	195	218	234	254
公允价值变动收益	-208	-163	0	0	0
投资净收益	-107	52	59	64	69
资产处置收益	10	73	99	106	115
营业利润	6820	7426	8440	9664	10858
营业外收入	160	120	126	133	139
营业外支出	74	187	187	187	187
利润总额	6905	7359	8379	9610	10810
所得税	934	1117	1257	1441	1621
净利润	5971	6242	7122	8168	9188
少数股东损益	545	554	712	899	1103
归属母公司净利润	5426	5688	6410	7270	8086
EBITDA	8630	9361	10376	12091	13758
EPS (元/股)	0.89	0.93	1.05	1.19	1.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.1	4.2	6.6	7.3	8.7
营业利润(%)	2.4	8.9	13.7	14.5	12.3
归属母公司净利润(%)	0.2	4.8	12.7	13.4	11.2
获利能力					
毛利率(%)	9.4	10.1	10.4	10.9	11.2
净利率(%)	3.0	3.1	3.2	3.4	3.5
ROE(%)	9.4	9.1	9.5	9.9	10.1
ROIC(%)	7.9	8.0	8.5	9.1	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	70.8	70.5	69.9	69.1	68.7
净负债比率(%)	-57.6	-56.6	-55.5	-53.0	-52.0
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	7.0	5.9	5.3	5.2	5.0
应付账款周转率	2.4	2.0	1.9	2.0	2.0
估值比率					
P/E	8.7	8.3	7.3	6.5	5.8
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	0.2	1.2	0.5	0.3	0.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 29 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