

三维化学 (002469.SZ)

化工盈利承压拖累业绩，26年有望步入经营向上拐点

收入平稳，毛利率下行致业绩承压。公司2025年实现营收26亿元，同增2%；归母/扣非净利润1.9/1.8亿元，同降29%/31%；Q4单季营收/归母净利润分别为6.6/0.3亿元，同降24%/72%，收入下滑预计主要受化工品量价双降影响，毛利率下行致业绩降幅进一步扩大。分业务看，2025年工程/化学品/催化剂及其他业务分别实现收入11.5/12.9/1.5亿元，同比+103%/-29%/-12%，北方华锦大型项目确收带动工程板块收入高增。全年现金分红1.95亿元，占归母净利润比例为104%，同比提升5.6pct。

盈利能力与现金流短期承压，类现金资产充裕。公司2025年综合毛利率为16.3%，同比-5pct（Q4单季12%，同比-13pct）；分业务看，工程/化学品/催化剂等其他业务毛利率分别为18%/14%/26%，同比-4/-7/+0.6pct，化工业务中残液加工毛利率大幅下降25pct。期间费用率9.4%，同比-0.3pct。投资收益0.3亿元，同比持平。归母净利率7.2%，同比-3pct。2025年经营现金流净流入0.8亿元，同比少流入2.1亿元（Q4单季同比多流出0.8亿元），预计主要因大型工程项目回款与支出节奏错配（北方华锦项目确收导致合同资产增多2.5亿元），以及销售回款中银行承兑汇票结算有所增加。截至2025年末，公司账面货币资金+一年内及短期债权投资+大额可转让存单合计约19.3亿元，类现金资产充裕。

工程：新签订单同比高增，潜在项目资源充足。公司2025年新签订单12亿元，同增147%，其中设计技术服务/工程总承包分别新签2.3/9.3亿元，同增338%/124%，高毛利、短周期的设计技术服务订单放量，作为前置指标预示后续相关工程订单有望大幅增长。截至2025年末，公司在手未完工合同额13亿元。展望后续，新疆煤化工、齐鲁石化鲁油鲁炼等重点项目有望加速推进，为公司提供充足订单来源。

实业：现有化工品盈利有望改善，高附加值纤维素产品打造新增长点。1) 现有化工品涨价盈利有望改善：3月以来公司核心产品正丙醇价格大幅上涨，3月31日正丙醇价格为8500元/吨，较月初涨幅65%，较25年均价涨幅15%；丁醇、辛醇3月底价格分别为8650/9300元/吨，较2月底上涨44%/42%，较2025年均价分别上涨37%/28%，公司残液回收加工类产品价格与利润空间预计相应提升。2) 纤维素新产品贡献增量：公司全力推进“醋酸丁酸纤维素产品优化提升技改项目”与“纤维素衍生物及其配套装置改造提升项目”，5万吨/年异辛酸装置已建成转固，后续高附加值纤维素产品投产后有望打造新增长点。

投资建议：公司工程在手及潜在订单充足，化工盈利有望修复，预计2026-2028年归母净利润分别为2.5/3.7/4.5亿元，同增34%/48%/21%，当前股价对应PE分别为23/16/13倍。以95%分红率估算，2026年预期股息率约4.1%，维持“买入”评级。

风险提示：化工品价格波动、化工资本开支不及预期、订单获取不及预期风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,554	2,597	2,910	3,716	4,249
增长率 yoy (%)	-3.9	1.7	12.1	27.7	14.4
归母净利润（百万元）	263	186	249	368	446
增长率 yoy (%)	-6.9	-29.0	33.6	47.6	21.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.29	0.38	0.57	0.69
净资产收益率 (%)	9.6	7.0	9.3	13.1	15.2
P/E (倍)	22.2	31.3	23.4	15.9	13.1
P/B (倍)	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0

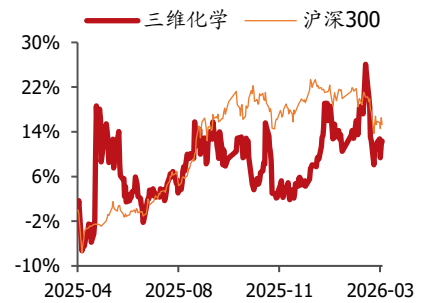
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月02日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
04月02日收盘价（元）	9.00
总市值（百万元）	5,839.76
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）	28.50

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	张天伟
执业证书编号	S0680525070001
邮箱	zhangtianyi@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号	S0680518010003
邮箱	chenglongge@gszq.com

相关研究

- 《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》 2025-08-21
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2172	2060	2040	2297	2569
现金	474	598	656	764	943
应收票据及应收账款	266	241	248	279	299
其他应收款	15	13	13	14	15
预付账款	106	91	95	112	123
存货	244	299	282	294	295
其他流动资产	1068	817	746	833	893
非流动资产	1454	1641	1604	1543	1459
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产	439	496	466	414	339
无形资产	102	95	90	84	78
其他非流动资产	912	1050	1048	1045	1040
资产总计	3627	3701	3644	3840	4027
流动负债	685	862	769	841	858
短期借款	150	121	111	101	91
应付票据及应付账款	307	525	427	466	470
其他流动负债	228	216	232	273	296
非流动负债	74	62	49	36	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	62	49	36	23
负债合计	759	924	819	877	881
少数股东权益	143	127	138	165	215
股本	649	649	649	649	649
资本公积	646	646	646	646	646
留存收益	1413	1339	1377	1488	1621
归属母公司股东权益	2724	2650	2688	2798	2932
负债和股东权益	3627	3701	3644	3840	4027

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	285	77	325	400	501
净利润	264	177	259	395	496
折旧摊销	77	75	105	109	110
财务费用	4	6	0	0	0
投资损失	-34	-34	-35	-35	-38
营运资金变动	-53	-150	-18	-81	-79
其他经营现金流	27	3	13	13	13
投资活动现金流	-640	328	-33	-12	14
资本支出	-49	-16	-58	-38	-15
长期投资	-598	311	-10	-10	-10
其他投资现金流	7	33	35	35	38
筹资活动现金流	-310	-324	-232	-280	-335
短期借款	150	-29	-10	-10	-10
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	-460	-295	-222	-270	-325
现金净增加额	-665	80	58	108	179

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2554	2597	2910	3716	4249
营业成本	2003	2173	2363	2944	3320
营业税金及附加	15	10	12	15	17
营业费用	23	26	28	35	40
管理费用	118	115	122	152	174
研发费用	112	101	116	149	170
财务费用	-6	0	-1	-4	-8
资产减值损失	-20	-19	-18	-18	-18
其他收益	13	9	10	12	14
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	34	34	35	35	38
资产处置收益	-11	0	0	0	0
营业利润	306	209	301	459	576
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	306	207	302	460	576
所得税	43	31	42	64	81
净利润	264	177	259	395	496
少数股东损益	1	-10	10	28	50
归属母公司净利润	263	186	249	368	446
EBITDA	373	264	406	564	678
EPS (元/股)	0.40	0.29	0.38	0.57	0.69

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
(%)	-3.9	1.7	12.1	27.7	14.4
营业利润(%)	-10.4	-31.8	44.5	52.4	25.4
归属母公司净利润(%)	-6.9	-29.0	33.6	47.6	21.3
获利能力					
毛利率(%)	21.6	16.3	18.8	20.8	21.9
净利率(%)	10.3	7.2	8.6	9.9	10.5
ROE(%)	9.6	7.0	9.3	13.1	15.2
ROIC(%)	8.2	5.4	8.7	12.6	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	20.9	25.0	22.5	22.8	21.9
净负债比率(%)	-8.7	-14.9	-17.5	-21.1	-26.3
流动比率	3.2	2.4	2.7	2.7	3.0
速动比率	1.6	1.1	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	8.6	10.6	12.3	14.1	14.7
应付账款周转率	8.0	6.7	6.5	8.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.29	0.38	0.57	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.12	0.50	0.62	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.20	4.08	4.14	4.31	4.52
估值比率					
P/E	22.2	31.3	23.4	15.9	13.1
P/B	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.0	19.0	13.2	9.2	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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