

港股研究 | 公司点评 | 中国联塑 (02128.HK)

收入承压，毛利率改善

报告要点

公司发布 2025 年年报：全年实现营业收入 243.15 亿，同比下滑 10%；实现净利润 12.62 亿，同比下降 25.1%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李浩

SAC: S0490520080026

SFC: BXS318

收入承压，毛利率改善

事件描述

公司发布 2025 年年报：全年实现营业收入 243.15 亿，同比下滑 10%；实现净利润 12.62 亿，同比下降 25.1%。

事件评论

- **需求承压，收入下滑价格下降。**在地产承压的大背景下，公司 2025 年收入同比下滑 10%。分领域看，全年核心业务塑料管道收入 208 亿元同比下滑 8.9%、建材家居收入 18 亿元同比下滑 19%，其他业务 17 亿同比下滑 12.76%，收入占比分别为 85.5%、7.6%、6.9%。管材产品量价拆分看，全年实现销量 249.42 万吨同比增长 0.45%（PVC 和非 PVC 管分别变动-1.6%、+5.9%），平均售价 0.83 万元/吨同比下降 9.34%（PVC 和非 PVC 管分别下降 10.9%、9.8%）。分区域看，华南收入下滑 10.9%、国内其他区域下滑 11.4%、海外增长 2.2%；管道分产品看，管道中供水、排水管、电力供应及通讯分别下滑 5.5%、12.7%、12.4%，燃气增长 3.5%。
- **上下半年拆分看：**收入端分产品看，管道业务收入下半年同降 14.4%、建材家居同降 17.4%、其他业务同增 38.3%（同期有拆分影响）。管道业务进一步分拆，其销量下半年下滑 2.78%（PVC 和非 PVC 分别下滑 3.6%、0.8%），均价同降 12.0%（PVC 和非 PVC 分别下滑 14.6%、9.7%），最终 PVC 管收入同降 17.7%、非 PVC 管同降 10.34%。
- **毛利率同比提升，减值同比减少。**公司 2025 年毛利率同比提升 0.4 个 pct 至 27.4%，其中管道业务毛利率 28.2%，同降 0.5 个 pct。下半年看，公司 2025H2 毛利率 26.8%，同比提升 0.3 个 pct。全年期间费率 22.2%，同比提升 2 个 pct，其中财务费率、管理费率、销售费率费率变动分别为-0.7、+0.5、+0.5 个 pct；最终实现归属净利率 5.2%，同比下降 1.0 个 pct。此外全年减值亏损 2.6 亿，同期减值 5.5 亿，同比明显减少。
- **主业持续增长，渠道资源变现。**作为管材龙头，依靠多年积累建立起以规模&渠道为核心的强 α ，未来行业集中度会持续提升。外延扩张是龙头企业发展的必然选择，公司长期致力于打造家居平台，优势在于多年合作积累下的经销商渠道资源以及品牌积淀。近年建材家居业务快速扩张，管材主业中非 PVC 管占比也在不断提升。
- **港股稀缺家装建材标的，关注估值修复弹性。**1) 收入有望企稳。近两年需求疲软公司量价承压，随着地产见底及市政改善有望企稳；此外公司农业及工业管道有望提供额外增量；2) 聚焦主业，开支或降低。过往因海外商城及光伏的投入，导致资本开支较大。未来预计外延投入或大幅减少。3) 关注估值修复。预计公司 2026 年净利润约为 18.5 亿，对应 PE 为 7.2 倍。此外公司 2025 年拟分红 5.5 亿人民币，分红率约为 43.4%。

风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨；
- 2、地产销售增速大幅下滑。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 4.90

注：股价为 2026 年 4 月 14 日收盘价

相关研究

- 《销量增长，盈利稳定》2025-09-07
- 《毛利率同比改善，期待估值修复》2025-04-06
- 《需求承压，盈利体现韧性》2024-08-31



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨：公司产品以 PVC 等塑料为主，当前原材料价格基本处于历史底部，若未来大幅上涨，或影响公司盈利能力表现。
- 2、地产销售增速大幅下滑：公司下游应用与地产相关度高，若地产销售持续下行，对应公司未来中期需求仍将面临较大压力。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。