

研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

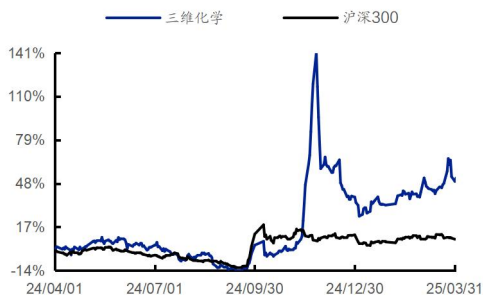
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

证券分析师：李娟廷 S0350524090007
lijt03@ghzq.com.cn

工程化工齐发展，新疆煤化工带来机遇

——三维化学（002469）2024 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2025/04/01

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|-------|
| 三维化学 | 7.1% | 13.0% | 51.7% |
| 沪深 300 | -0.1% | -1.2% | 8.1% |

市场数据

2025/04/01

| | |
|-------------|------------|
| 当前价格（元） | 8.25 |
| 52 周价格区间（元） | 4.58-13.33 |
| 总市值（百万） | 5,353.12 |
| 流通市值（百万） | 5,188.38 |
| 总股本（万股） | 64,886.26 |
| 流通股本（万股） | 62,889.49 |
| 日均成交额（百万） | 206.14 |
| 近一月换手（%） | 6.72 |

相关报告

《三维化学（002469）公司动态研究：工程化工齐发展，新疆煤化工带来机遇（买入）*专业工程*李永磊，董伯骏，李娟廷》——2025-03-05

事件：

2025 年 3 月 27 日，三维化学发布 2024 年年度报告：2024 年公司实现营业收入 25.54 亿元，同比下降 3.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元，同比下降 6.92%；加权平均净资产收益率为 9.73%，同比下降 1.01 个百分点。销售毛利率 21.56%，同比增长 0.32 个百分点；销售净利率 10.32%，同比下降 0.57 个百分点。

其中，公司 2024Q4 实现营收 8.61 亿元，同比+29.47%，环比+28.89%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+39.31%，环比+89.72%；ROE 为 4.37%，同比增加 1.24 个百分点，环比增加 2.01 个百分点。销售毛利率 25.14%，同比增加 4.17 个百分点，环比增加 4.32 个百分点；销售净利率 13.23%，同比增加 0.71 个百分点，环比增加 3.29 个百分点。

投资要点：

■ 经营稳健，高质量推进在手订单

2024 年公司实现营业收入 25.54 亿元，同比下降 3.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元，同比下降 6.92%。分板块看，2024 年公司工程总承包业务实现营收 4.67 亿元，同比-1.32%，毛利率 15.83%，同比减少 12.15 个百分点；工程设计实现营收 0.97 亿元，同比-19.79%，毛利率 48.58%，同比减少 1.01 个百分点；醛醇酸酯类实现营收 14.08 亿元，同比+1.75%，毛利率 18.80%，同比增加 4.73 个百分点；残液加工类实现营收 3.84 亿元，同比-12.01%，毛利率 29.67%，同比增加 4.95 个百分点；催化剂销售实现营收 1.73 亿元，同比-24.95%，毛利率 23.78%，同比减少 2.51 个百分点；醋酸丁酸纤维素类实现营收 0.14 亿元，同比+598.68%，毛利率 2.33%，同比增加 21.83 个百分点。

工程业务方面，截至 2024 年末公司未完工总承包项目 11 个，项目金额 22.25 亿元，未完工部分金额 13.92 亿元。其中北方华锦联合石化有限公司精细化工及原料工程项目硫磺回收装置、酸性水汽提装置、溶剂再生装置工程总承包（EPC）项目金额为 12.34 亿元，截至 2024 年末履约进度为 28.70%，本期确认收入 2.91 亿元，累计

确认收入 2.95 亿元，回款 4.28 亿元，应收账款余额 8.41 亿元。

实业板块，2024 年醛醇酸酯类实现销量 18.80 万吨，同比-7.49%，销售均价 7492 元/吨，同比+9.99%，残液加工类实现销量 6.07 万吨，同比-5.62%，销售均价 6319 元/吨，同比-6.77%；催化剂业务市场开拓成效显著，新签订单创历史佳绩，提质增效势头良好。

期间费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.91%/4.61%/4.38%/-0.22%，同比+0.06%/+0.55%/+0.08%/+0.12pct。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.85 亿元，同比-43.74%，主要系工程总承包支付设备材料款及工程款增加所致。

■ 2024Q4 业绩大幅增长，北方华锦项目进度加速

2024Q4，公司实现营收 8.61 亿元，同比+1.96 亿元，环比+1.93 亿元；实现毛利润 2.16 亿元，同比+0.77 亿元，环比+0.77 亿元；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+0.33 亿元，环比+0.55 亿元。第四季度，公司北方华锦联合石化有限公司精细化工及原料工程项目硫磺回收装置、酸性水汽提装置、溶剂再生装置工程总承包（EPC）项目实现营业收入 2.21 亿元，较前三季度（共 0.59 亿元）大幅增长，公司四季度营收及利润均大幅提升。期间费用方面，2024Q4 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.07/0.20/0.35/-0.01 亿元，同比-0.01 亿元/-0.02 亿元/+0.08 亿元/基本持平，环比+0.01/-0.14/+0.09/-0.01 亿元。2024Q4 公司投资净收益为 0.21 亿元，同比+0.09 亿元，环比+0.17 亿元；资产减值损失为-0.18 亿元，同比-0.23 亿元，环比-0.18 亿元，主要系计提青岛联信商誉减值准备所致；信用减值损失为-0.12 亿元，同比-0.07 亿元，环比-0.13 亿元，主要系计提坏账准备所致；资产处置收益为-0.11 亿元，同比-0.11 亿元，环比-0.11 亿元，主要系处置 5 万吨/丙醛装置在建工程所致。

■ 新疆煤化工空间广阔，公司硫磺回收装置工艺领先

公司工程业务主要服务化工石化行业客户，并积极转型、开拓新能源市场。工程领域，作为“硫磺回收专家”，公司自主开发的“无在线炉硫磺回收工艺技术”达到国内领先、国际先进水平；“酸性气硫资源回收与尾气净化超低排放技术与应用”通过中国石油和化学工业联合会鉴定评审，认为该成果总体处于国际领先水平。截至 2024 年 12 月 31 日，公司累计完成各类硫磺回收装置设计、总承包合计 240 套，装置总规模 1283 万吨/年，是国内设计、总承包硫磺回收装置最多的公司。同时，公司在碳四资源综合利用、高压加氢、酸性水汽治理、烟气治理、污水处理等节能环保工程技术领域具有较强的市场竞争力，并在氢能、熔盐储能、压缩空气储能等新能源工程领域通过项目实践，积累了丰富经验。

2024 年以来，包括煤制气、煤制烯烃等在内的众多现代煤化工项目陆续落地，新疆在立足资源优势、加大外送煤炭的同时，以“煤”为基，

初步构建了以准东、吐哈、伊犁等为主的煤化工产业发展集聚区，以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。依托公司在硫磺回收装置等工程项目领域的技术优势，公司有望在新疆以煤炭清洁高效利用为核心的煤化工产业快速发展中取得一定的份额。随着新疆煤化工项目加速落地，公司新签订单有望高速增长。

2024年12月19日，中国石化齐鲁石化鲁油鲁炼转型升级技术改造项目开工。鲁油鲁炼项目主要建设1000万吨/年常减压装置、100万吨/年乙烯及其下游配套装置等，对推动山东石化产业转型升级、助力中国石化做优做强具有重要意义。根据山东省生态环境厅11月份公示的环评报告书，鲁油鲁炼项目总投资约为244.9亿元，包括炼油部分及化工部分两部分内容，建设周期为2年7个月，建设地点为山东省淄博市临淄区齐鲁化学工业区齐鲁分公司现有厂区内。公司总部位于淄博，紧邻齐鲁石化园区，便于提供快速响应服务。公司前身为齐鲁石化旗下设计所，长期为齐鲁石化提供工程设计服务，技术经验丰富。随着鲁油鲁炼项目的推进，公司有望获得较多工程订单。

■ 提高分红水平，注重股东回报

2024年9月6日，公司实施了2024年半年度权益分派方案：以2024年6月30日的总股本648,862,630股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币1.00元（含税），共计人民币64,886,263.00元。公司2024年末利润分配预案为以2024年12月31日的总股本648,862,630股为基数，向全体股东每10股派发现金红利人民币3.00元（含税），共计人民币194,658,789.00元。如公司2024年末利润分配预案获股东大会审议通过，公司2024年度累计现金分红和股份回购总额为人民币259,545,052.00元，占公司2024年度归属于上市公司股东的净利润的98.82%。公司注重股东回报，上市以来连续不间断给予股东合理分红回报，截至2024年末，公司自2010年上市以来累计现金分红122,587.74万元（含税），彰显了公司回馈股东的担当与初心。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司2025-2027年营业收入分别为34、42、52亿元，归母净利润分别为4.05、5.37、7.03亿元，对应PE分别13、10、8倍，公司坚持“科技+工程+实业”互驱联动发展。在工程领域，公司在硫磺回收工程项目上技术领先，有望受益于新疆煤化工发展，在化工领域，公司是国内正丙醇龙头企业，纤维素及催化剂项目加速落地，看好公司长期成长，维持“买入”评级。

■ 风险提示

新疆项目建设进度不及预期、新产能建设进度不达预期、新产能贡

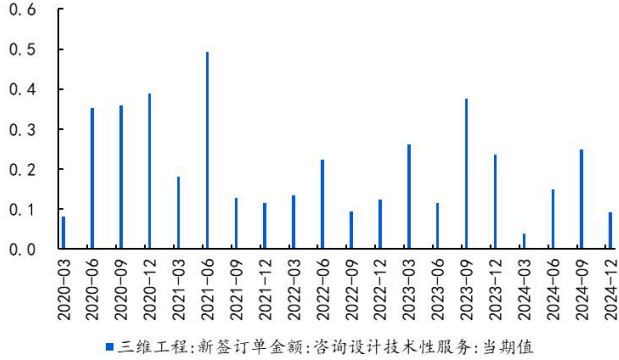
献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

| 预测指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2554 | 3413 | 4248 | 5165 |
| 增长率(%) | -4 | 34 | 24 | 22 |
| 归母净利润（百万元） | 263 | 405 | 537 | 703 |
| 增长率(%) | -7 | 54 | 33 | 31 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.40 | 0.62 | 0.83 | 1.08 |
| ROE(%) | 10 | 14 | 18 | 22 |
| P/E | 18.25 | 13.21 | 9.96 | 7.61 |
| P/B | 1.74 | 1.91 | 1.80 | 1.67 |
| P/S | 1.85 | 1.57 | 1.26 | 1.04 |
| EV/EBITDA | 12.04 | 9.33 | 7.10 | 5.41 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

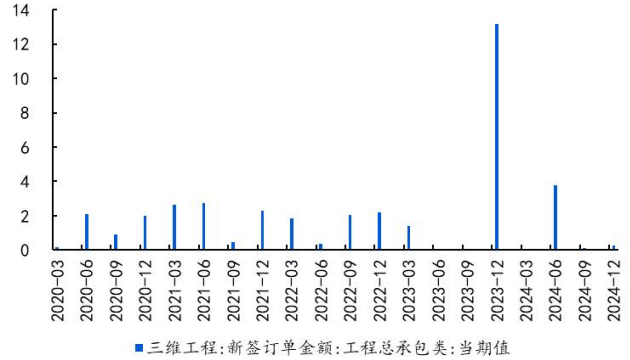
1、公司经营情况

图 1: 公司新签咨询设计技术性服务订单情况(亿元)



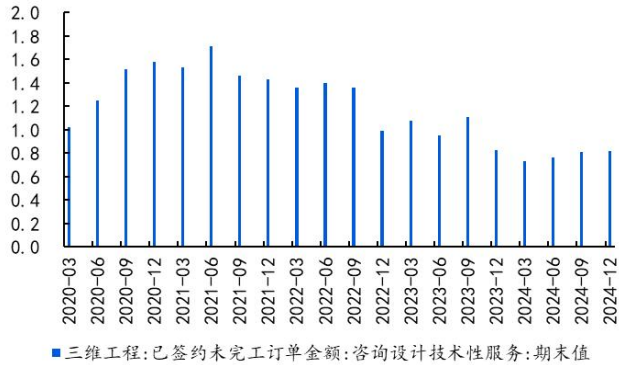
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司新签工程总承包类订单情况(亿元)



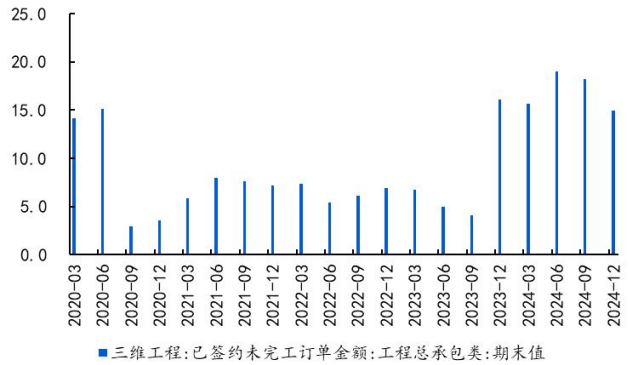
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 咨询设计技术性服务未完工订单金额(亿元)



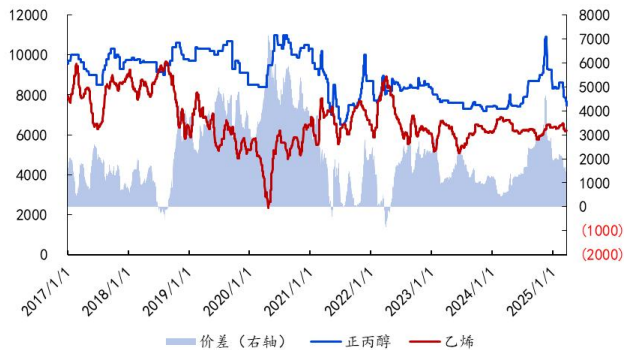
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 工程总承包类未完工订单金额(亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

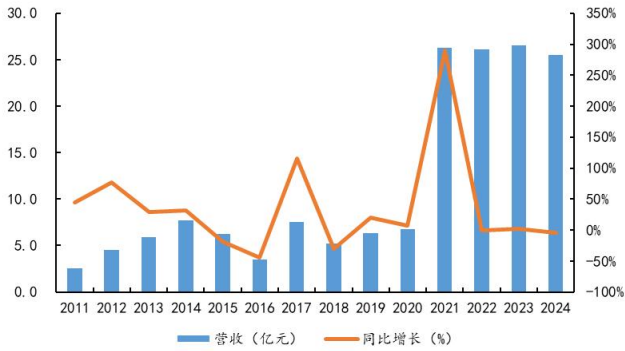
图 5: 正丙醇价格价差情况(元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

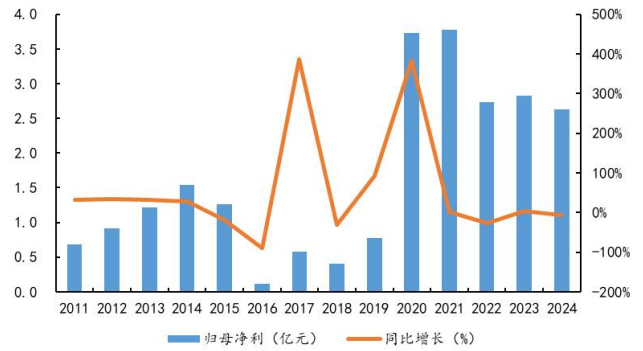
2、公司财务数据

图 6：2024 年营收同比下降 3.88%



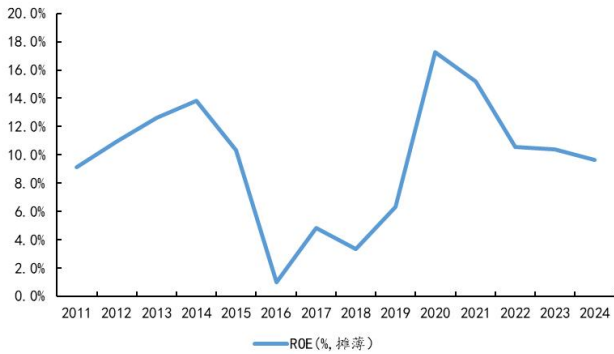
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2024 年归母净利润同比下降 6.92%



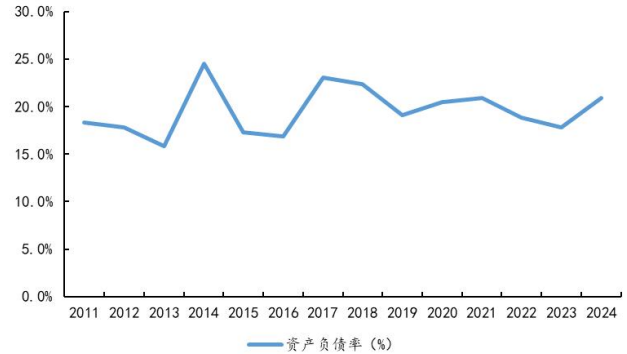
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：净资产收益率



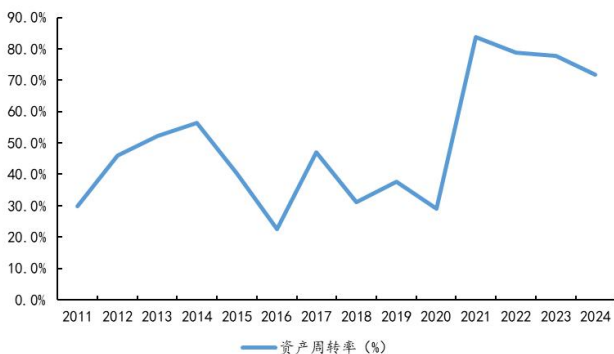
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：资产负债率



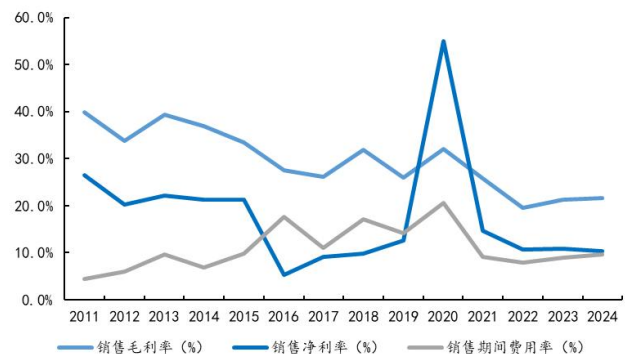
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：资产周转率



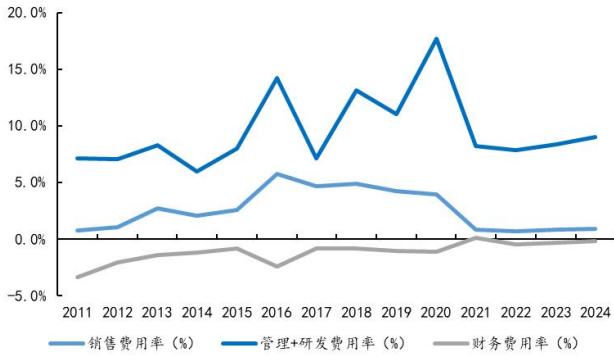
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：毛利率、净利率及期间费用率



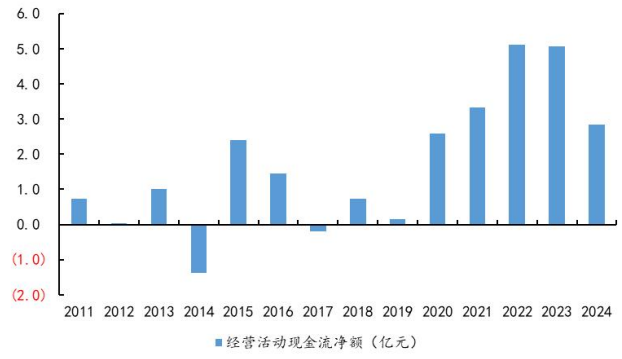
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 期间费用率



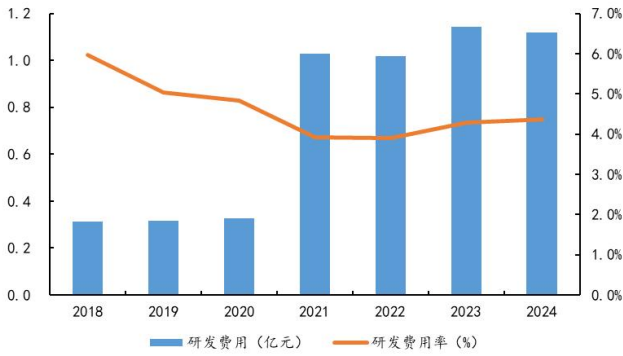
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2024 年经营活动现金流净额 2.85 亿元



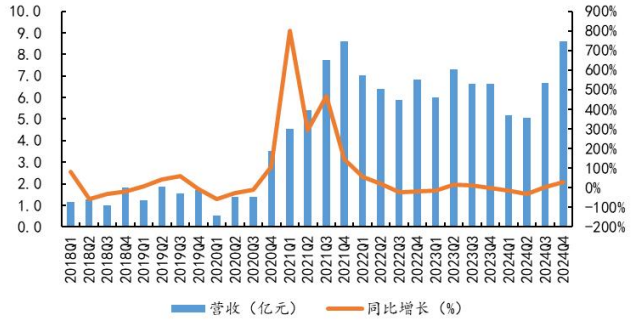
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2024 年研发费用为 1.12 亿元



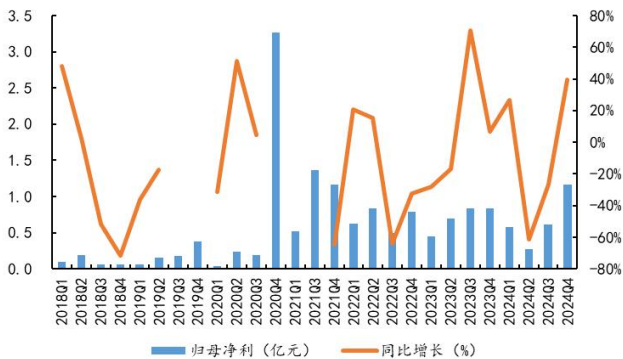
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2024Q4 营收同比增长 29.47%



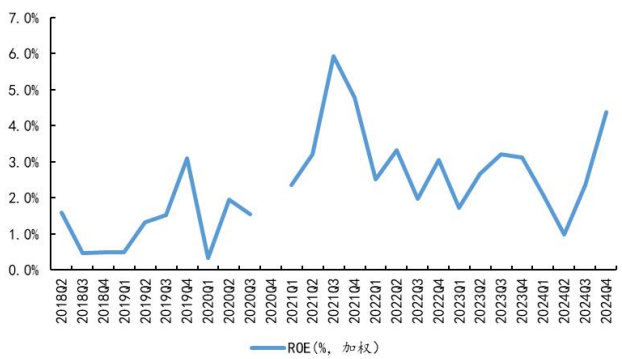
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2024Q4 归母净利润同比增长 39.31%



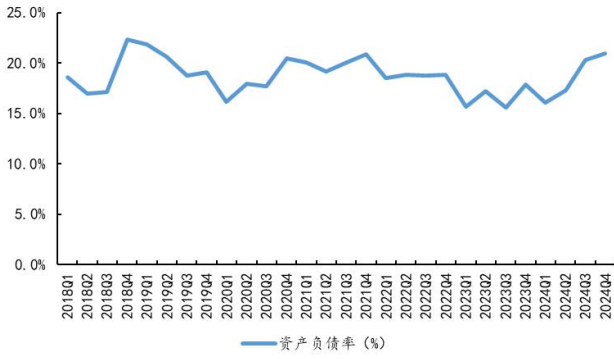
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 部分极值未标注)

图 18: 季度净资产收益率



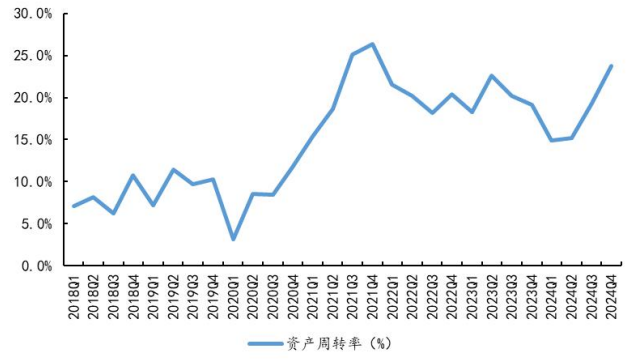
资料来源: wind, 国海证券研究所 (注: 部分极值未标注)

图 19: 季度资产负债率



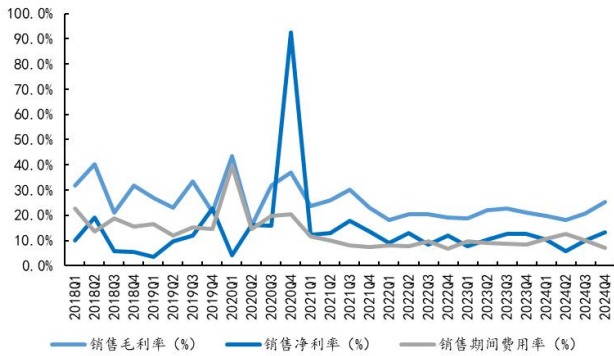
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产周转率



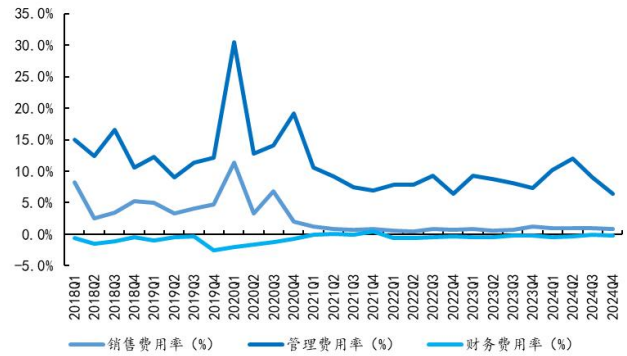
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度毛利率、净利率及期间费用率



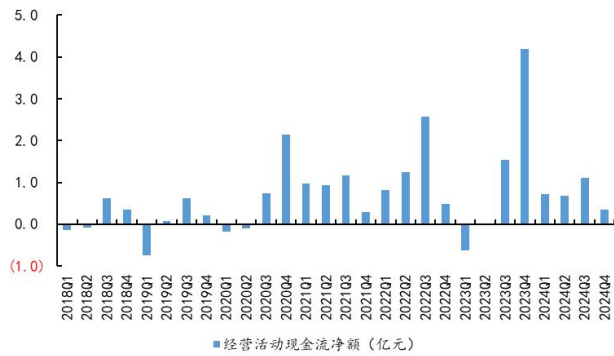
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度期间费用率



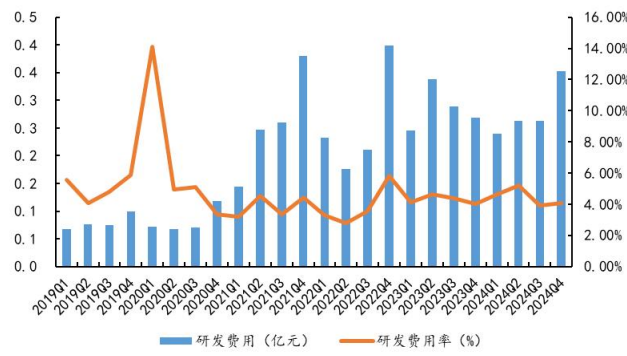
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 2024Q4 经营活动现金流净额 0.35 亿元



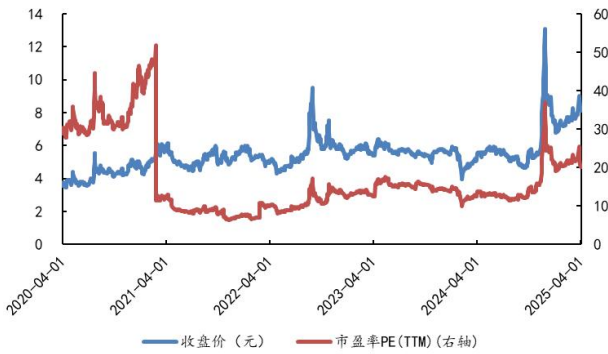
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度研发费用情况



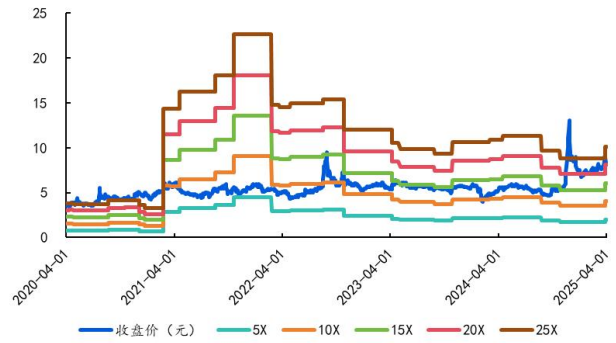
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



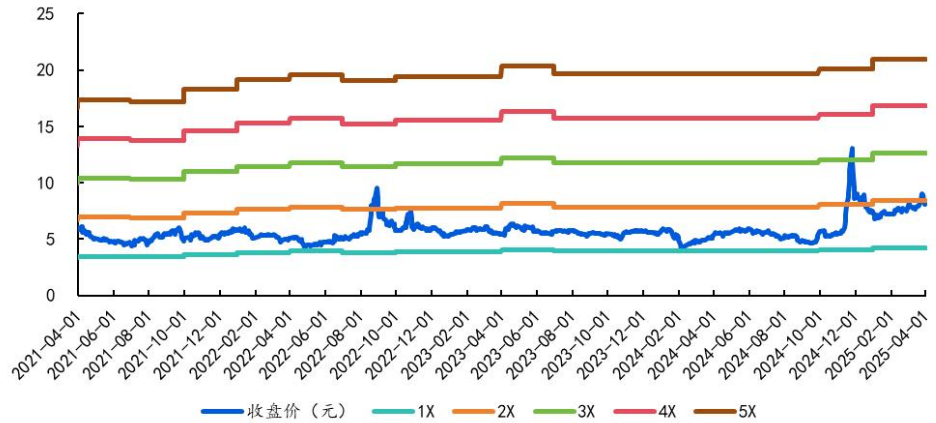
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2025/4/1)

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2025/4/1)

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2025/4/1)

3、盈利预测与评级

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 34、42、52 亿元, 归母净利润分别为 4.05、5.37、7.03 亿元, 对应 PE 分别 13、10、8 倍, 公司坚持“科技+工程+实业” 互驱联动发展。在工程领域, 公司在硫磺回收工程项目上技术领先, 有望受益于新疆煤化工发展, 在化工领域, 公司是国内正丙醇龙头企业, 纤维素及催化剂项目加速落地, 看好公司长期成长, 维持“买入”评级。

4、风险提示

新疆项目建设进度不及预期、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

附表：三维化学盈利预测表

| 证券代码: | 002469 | | 股价: | 8.25 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2025/04/01 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 每股指标与估值 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 10% | 14% | 18% | 22% | EPS | 0.40 | 0.62 | 0.83 | 1.08 |
| 毛利率 | 22% | 23% | 24% | 25% | BVPS | 4.20 | 4.32 | 4.57 | 4.95 |
| 期间费率 | 5% | 5% | 5% | 4% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 10% | 12% | 13% | 14% | P/E | 18.25 | 13.21 | 9.96 | 7.61 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.74 | 1.91 | 1.80 | 1.67 |
| 收入增长率 | -4% | 34% | 24% | 22% | P/S | 1.85 | 1.57 | 1.26 | 1.04 |
| 利润增长率 | -7% | 54% | 33% | 31% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 总资产周转率 | 0.72 | 0.91 | 1.06 | 1.20 | 营业收入 | 2554 | 3413 | 4248 | 5165 |
| 应收账款周转率 | 8.58 | 10.73 | 10.16 | 10.08 | 营业成本 | 2003 | 2635 | 3232 | 3897 |
| 存货周转率 | 9.02 | 10.03 | 10.14 | 9.89 | 营业税金及附加 | 15 | 20 | 30 | 32 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 23 | 30 | 38 | 46 |
| 资产负债率 | 21% | 23% | 25% | 25% | 管理费用 | 118 | 152 | 189 | 191 |
| 流动比 | 3.17 | 2.93 | 2.81 | 2.96 | 财务费用 | -6 | -5 | -5 | -9 |
| 速动比 | 1.59 | 1.49 | 1.47 | 1.56 | 其他费用/(-收入) | 112 | 147 | 183 | 186 |
| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 营业利润 | 306 | 473 | 629 | 822 |
| 现金及现金等价物 | 726 | 707 | 808 | 869 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 266 | 372 | 467 | 561 | 利润总额 | 306 | 473 | 629 | 822 |
| 存货净额 | 244 | 282 | 356 | 432 | 所得税费用 | 43 | 66 | 89 | 116 |
| 其他流动资产 | 937 | 1055 | 1128 | 1243 | 净利润 | 264 | 407 | 540 | 706 |
| 流动资产合计 | 2172 | 2416 | 2758 | 3106 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 固定资产 | 439 | 425 | 411 | 389 | 归属于母公司净利润 | 263 | 405 | 537 | 703 |
| 在建工程 | 37 | 42 | 47 | 54 | 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 无形资产及其他 | 977 | 960 | 942 | 924 | 经营活动现金流 | 285 | 346 | 514 | 680 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 净利润 | 263 | 405 | 537 | 703 |
| 资产总计 | 3627 | 3845 | 4159 | 4473 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 短期借款 | 150 | 150 | 150 | 50 | 折旧摊销 | 77 | 81 | 83 | 84 |
| 应付款项 | 307 | 374 | 461 | 562 | 公允价值变动 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 111 | 167 | 208 | 248 | 营运资金变动 | -53 | -123 | -86 | -115 |
| 其他流动负债 | 117 | 133 | 161 | 191 | 投资活动现金流 | -640 | -35 | -27 | -53 |
| 流动负债合计 | 685 | 825 | 980 | 1051 | 资本支出 | -49 | -54 | -55 | -52 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | -598 | -6 | -2 | -2 |
| 其他长期负债 | 74 | 69 | 64 | 59 | 其他 | 7 | 25 | 29 | 0 |
| 长期负债合计 | 74 | 69 | 64 | 59 | 筹资活动现金流 | -310 | -336 | -388 | -567 |
| 负债合计 | 759 | 894 | 1045 | 1110 | 债务融资 | 0 | -5 | -5 | -105 |
| 股本 | 649 | 649 | 649 | 649 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2867 | 2951 | 3114 | 3363 | 其它 | -310 | -331 | -383 | -462 |
| 负债和股东权益总计 | 3627 | 3845 | 4159 | 4473 | 现金净增加额 | -665 | -24 | 99 | 60 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。

于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李娟廷，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损

失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。