

## 万润股份 (002643.SZ) 业绩承压，看好研发驱动成长

2025 年 04 月 26 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

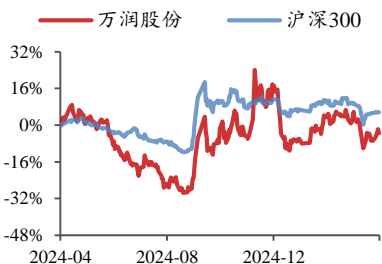
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790524070005

日期	2025/4/25
当前股价(元)	10.62
一年最高最低(元)	14.99/7.70
总市值(亿元)	98.76
流通市值(亿元)	96.57
总股本(亿股)	9.30
流通股本(亿股)	9.09
近 3 个月换手率(%)	111.0

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

#### ● 沸石业务及高研发费用等拖累 2024 年业绩表现，2025Q1 业绩环比改善

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，**(1) 2024 年**：实现营收 36.93 亿元，同比 -14.22%；归母净利润 2.46 亿元，同比 -67.72%；扣非净利润 2.02 亿元，同比 -71.87%。其中 Q4 实现营收 9.31 亿元，同比 -17.62%、环比 +15.43%；归母净利润 -0.50 亿元，扣非净利润 -0.54 亿元，同环比转亏，其中非经常性损益主要是 3,676 万元计入当期损益的政府补助，公司拟派发现金红利 0.1 元/股（含税）。2024 年业绩承压主要是公司研发费用同比增加 5,839 万元至 4.23 亿元，同时沸石系列环保材料受到部分地区市场需求下降影响导致销量减少，2024 年公司合计计提资产减值 1.54 亿元（其中存货跌价准备 1.05 亿元）。**(2) 2025Q1**：实现营收 8.61 亿元，同比 -8.17%、环比 -7.46%；归母净利润 0.80 亿元，同比 -18.76%、环比扭亏；扣非净利润 0.76 亿元，同比 -14.14%、环比扭亏。考虑沸石业务不确定性及公司研发支出规划，我们下调 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.60 (-3.32)、4.21 (-3.70)、4.96 亿元，对应 EPS 为 0.39、0.45、0.53 元/股，当前股价对应 PE 为 27.4、23.5、19.9 倍。我们看好公司逐步成长为以研发创新驱动的新材料平台型企业，维持“买入”评级。

#### ● 2024 年 OLED 材料业务发展良好，聚酰亚胺及半导体制造材料进展顺利

**分业务看**，2024 年功能性材料、生命科学与医药产品业务分别实现营收 30.19、6.29 亿元，同比 -10.30%、-28.65%；毛利率为 39.96%、38.16%，同比 -3.95pcts、+1.94pcts，2024 年公司积极开发非车用沸石分子筛产品；OLED 材料业务发展良好，聚酰亚胺材料及半导体制造材料业务均取得了不同程度的进展；部分 2023 年阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求变化导致医药业务业绩下滑。**盈利能力方面**，公司 2024 年销售毛利率、净利率为 39.81%、10.38%，同比 -2.68pcts、-10.1pcts；2025Q1 销售毛利率、净利率为 37.57%、12.59%，相较 2024 年报 -2.24pcts、+2.21pcts。客户订单调整及行业需求等拖累公司业绩短期承压，我们看好公司通过研发创新持续丰富产品线，发展成为先进新材料的平台型企业。

● **风险提示**：项目建设进度不及预期、客户订单下滑、汇率大幅波动等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,305	3,693	4,022	4,347	4,736
YOY(%)	-15.3	-14.2	8.9	8.1	8.9
归母净利润(百万元)	763	246	360	421	496
YOY(%)	5.8	-67.7	46.2	17.0	17.7
毛利率(%)	42.5	39.8	38.0	38.7	39.5
净利率(%)	20.5	10.4	10.3	11.1	12.0
ROE(%)	11.5	4.9	5.1	5.6	6.3
EPS(摊薄/元)	0.82	0.26	0.39	0.45	0.53
P/E(倍)	12.9	40.1	27.4	23.5	19.9
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4009	3790	3953	4613	4325
现金	738	1005	1111	950	1110
应收票据及应收账款	606	549	560	714	632
其他应收款	36	36	31	37	45
预付账款	46	35	52	41	62
存货	1957	1796	1761	2394	2050
其他流动资产	626	368	437	477	428
<b>非流动资产</b>	6126	6801	7164	7477	7856
长期投资	19	175	175	175	175
固定资产	3033	2859	3486	4055	4625
无形资产	468	455	469	458	451
其他非流动资产	2606	3312	3034	2789	2604
<b>资产总计</b>	10135	10591	11117	12090	12181
<b>流动负债</b>	1323	1327	1682	2505	2365
短期借款	30	240	100	1191	612
应付票据及应付账款	595	477	869	492	1009
其他流动负债	698	611	713	822	744
<b>非流动负债</b>	1150	1491	1249	1008	762
长期借款	1004	1352	1114	868	623
其他非流动负债	146	140	135	140	138
<b>负债合计</b>	2472	2819	2931	3513	3127
少数股东权益	670	763	816	879	953
股本	930	930	930	930	930
资本公积	2614	2585	2585	2585	2585
留存收益	3495	3463	3769	4147	4609
<b>归属母公司股东权益</b>	6992	7009	7369	7697	8100
<b>负债和股东权益</b>	10135	10591	11117	12090	12181

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1084	1096	850	-481	1488
净利润	882	383	414	484	570
折旧摊销	442	443	44	49	52
财务费用	-12	-6	19	39	46
投资损失	-0	1	0	0	0
营运资金变动	-343	89	380	-1056	823
其他经营现金流	114	186	-7	4	-2
<b>投资活动现金流</b>	-1703	-819	-495	-399	-377
资本支出	1396	1108	412	356	433
长期投资	0	286	0	0	0
其他投资现金流	-308	3	-83	-43	56
<b>筹资活动现金流</b>	350	-15	-249	-372	-423
短期借款	-110	210	-140	1091	-579
长期借款	659	348	-238	-246	-244
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	120	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-318	-544	129	-1217	401
<b>现金净增加额</b>	-249	270	106	-1252	688

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4305	3693	4022	4347	4736
营业成本	2476	2223	2495	2666	2867
营业税金及附加	48	50	56	61	66
营业费用	133	124	141	152	166
管理费用	362	365	358	365	398
研发费用	365	423	483	522	568
财务费用	-12	-6	19	39	46
资产减值损失	-52	-145	-40	-33	-26
其他收益	48	39	10	10	10
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	945	399	442	517	608
营业外收入	8	18	9	12	13
营业外支出	2	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	951	416	450	526	619
所得税	69	32	36	42	50
<b>净利润</b>	882	383	414	484	570
少数股东损益	119	137	54	63	74
<b>归属母公司净利润</b>	763	246	360	421	496
EBITDA	1433	923	509	609	713
EPS(元)	0.82	0.26	0.39	0.45	0.53

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-15.3	-14.2	8.9	8.1	8.9
营业利润(%)	-2.9	-57.8	10.8	16.7	17.8
归属于母公司净利润(%)	5.8	-67.7	46.2	17.0	17.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.5	39.8	38.0	38.7	39.5
净利率(%)	20.5	10.4	10.3	11.1	12.0
ROE(%)	11.5	4.9	5.1	5.6	6.3
ROIC(%)	13.5	6.4	6.2	6.3	7.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.4	26.6	26.4	29.1	25.7
净负债比率(%)	8.8	10.1	5.4	17.0	5.4
流动比率	3.0	2.9	2.4	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.2	0.8	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.2	6.5	7.3	6.9	7.1
应付账款周转率	3.5	4.3	3.9	4.1	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.82	0.26	0.39	0.45	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.18	0.91	-0.52	1.60
每股净资产(最新摊薄)	7.52	7.54	7.92	8.28	8.71
<b>估值比率</b>					
P/E	12.9	40.1	27.4	23.5	19.9
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.5	12.1	21.3	19.5	15.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn