

万润股份 (002643.SZ)

2024 年 04 月 22 日

2023 年业绩符合预期，沸石客户去库及高研发费用等拖累 2024Q1 业绩表现，看好研发驱动成长

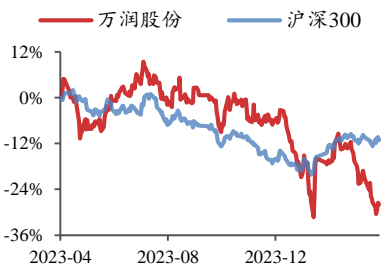
投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/4/19
当前股价(元)	12.35
一年最高最低(元)	19.05/11.36
总市值(亿元)	114.87
流通市值(亿元)	111.48
总股本(亿股)	9.30
流通股本(亿股)	9.03
近 3 个月换手率(%)	59.39

金益腾（分析师）	徐正凤（联系人）
jinyiteng@kysec.cn	xuzhengfeng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002	证书编号：S0790122070041

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《Q3 业绩符合预期，稳步推进项目建设——公司信息更新报告》-2023.11.13
- 《2023Q2 归母净利润环比+20.51%，筹划九目化学分拆上市——公司信息更新报告》-2023.8.21
- 《全年业绩符合预期，新材料平台型布局优势凸显——公司信息更新报告》-2023.4.23

● **2023 年业绩符合预期，沸石业务及高研发费用等因素拖累 2024Q1 业绩表现**
公司发布 2023 年报季 2024 一季报，2023 年实现营收 43.05 亿元，同比-15.26%；归母净利润 7.63 亿元，同比+5.78%；扣非净利润 7.18 亿元，同比+0.50%，主要是存在 4,769 万元政府补助。2024Q1 实现营收 9.38 亿元，同比-9.19%、环比-16.98%；归母净利润 9,831 万元，同比-44.32%、环比-47.58%；扣非净利润 8,852 万元，同比-49.08%、环比-42.70%，受沸石客户去库及公司保持高研发支出等因素影响，Q1 业绩同环比有所承压。考虑沸石业务不确定性及公司研发支出规划，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 6.05 (-3.72)、6.92 (-4.79)、7.91 亿元，对应 EPS 为 0.65、0.74、0.85 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 19.0、16.6、14.5 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。

● **2024Q1：研发费用同比高增长，多数业务营收同比相对平稳或增长**
盈利能力方面，2024Q1 销售毛利率、净利率分别为 41.57%、14.23%，较 2023 年分别-0.92、-6.25pcts，销售净利率降幅较为明显主要是 Q1 发生研发费用 9,849 万元，同比+51.92%、研发费用率达到 10.5%。**分业务看**，2023 年至 2024Q1，（1）半导体制造材料、PI 材料、OLED 升华前材料和 OLED 成品材料的整体收入呈现增长态势；（2）医药业务方面，2024Q1，剔除 2023 年同期阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求萎缩产生的影响外，原料药与成药制剂业务相对稳定且 MP 收入同比相对平稳；（3）沸石系列环保材料方面，2024Q1 受客户去库存的影响营收有所下降，公司将通过提质增效提升产品竞争力并期待下游需求复苏，同时积极开拓吸附与催化类沸石分子筛产品市场去争取新的增长点；（4）液晶材料方面，2023 年下游需求同比有所下降，2024Q1 同比相对稳定。**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,080	4,305	4,285	4,826	5,434
YOY(%)	16.6	-15.3	-0.5	12.6	12.6
归母净利润(百万元)	721	763	605	692	791
YOY(%)	15.1	5.8	-20.7	14.4	14.3
毛利率(%)	39.7	42.5	40.1	40.3	40.6
净利率(%)	16.2	20.5	16.2	16.5	16.7
ROE(%)	12.1	11.5	8.3	8.7	9.0
EPS(摊薄/元)	0.78	0.82	0.65	0.74	0.85
P/E(倍)	15.9	15.1	19.0	16.6	14.5
P/B(倍)	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3781	4009	4809	5004	5313
现金	981	738	2857	1015	2643
应收票据及应收账款	456	606	247	812	319
其他应收款	19	36	43	37	47
预付账款	41	46	44	59	54
存货	1967	1957	1076	2587	1695
其他流动资产	317	626	542	495	554
非流动资产	5485	6126	6127	6630	7140
长期投资	21	19	19	19	19
固定资产	3138	3033	3293	3868	4468
无形资产	471	468	500	523	524
其他非流动资产	1854	2606	2315	2220	2130
资产总计	9266	10135	10936	11633	12453
流动负债	2016	1323	1656	1716	1794
短期借款	140	30	100	100	50
应付票据及应付账款	937	595	858	843	1024
其他流动负债	939	698	699	773	720
非流动负债	465	1150	922	764	596
长期借款	345	1004	803	636	465
其他非流动负债	120	146	119	128	131
负债合计	2482	2472	2578	2480	2391
少数股东权益	498	670	760	864	982
股本	930	930	930	930	930
资本公积	2494	2614	2614	2614	2614
留存收益	3007	3495	4191	4986	5896
归属母公司股东权益	6286	6992	7597	8290	9081
负债和股东权益	9266	10135	10936	11633	12453

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	983	1084	2348	-1162	2491
净利润	824	882	695	796	910
折旧摊销	404	442	48	53	59
财务费用	-68	-12	20	17	20
投资损失	-5	-0	0	0	0
营运资金变动	-367	-343	1613	-2040	1495
其他经营现金流	195	114	-28	12	7
投资活动现金流	-920	-1703	36	-509	-629
资本支出	1295	1396	72	550	566
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	375	-308	107	41	-63
筹资活动现金流	70	350	-264	-172	-234
短期借款	20	-110	70	0	-50
长期借款	8	659	-201	-167	-171
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	84	120	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-318	-133	-5	-13
现金净增加额	204	-249	2120	-1843	1628

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5080	4305	4285	4826	5434
营业成本	3061	2476	2566	2879	3230
营业税金及附加	25	48	23	48	54
营业费用	173	133	129	169	167
管理费用	412	362	360	391	444
研发费用	358	365	386	423	489
财务费用	-68	-12	20	17	20
资产减值损失	-163	-52	-21	-19	-16
其他收益	36	48	10	10	10
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	973	945	788	896	1024
营业外收入	2	8	4	5	6
营业外支出	25	2	2	2	2
利润总额	951	951	790	899	1028
所得税	127	69	95	103	118
净利润	824	882	695	796	910
少数股东损益	103	119	90	103	118
归属母公司净利润	721	763	605	692	791
EBITDA	1354	1433	815	922	1053
EPS(元)	0.78	0.82	0.65	0.74	0.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.6	-15.3	-0.5	12.6	12.6
营业利润(%)	26.6	-2.9	-16.7	13.8	14.3
归属于母公司净利润(%)	15.1	5.8	-20.7	14.4	14.3
获利能力					
毛利率(%)	39.7	42.5	40.1	40.3	40.6
净利率(%)	16.2	20.5	16.2	16.5	16.7
ROE(%)	12.1	11.5	8.3	8.7	9.0
ROIC(%)	14.3	13.5	13.2	10.2	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	24.4	23.6	21.3	19.2
净负债比率(%)	-1.7	8.8	-20.3	-0.1	-18.4
流动比率	1.9	3.0	2.9	2.9	3.0
速动比率	0.8	1.4	2.2	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	12.1	8.2	10.1	9.1	9.6
应付账款周转率	4.0	3.5	3.7	3.6	3.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.82	0.65	0.74	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.17	2.52	-1.25	2.68
每股净资产(最新摊薄)	6.76	7.52	8.17	8.91	9.76
估值比率					
P/E	15.9	15.1	19.0	16.6	14.5
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.6	8.6	12.4	13.0	9.7

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10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