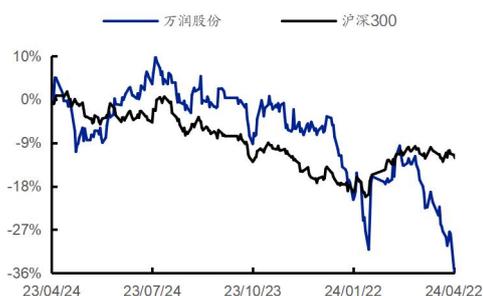


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：贾冰 S0350524030003
 jiab@ghzq.com.cn

2024Q1 业绩承压，新材料项目稳步推进

——万润股份（002643）2023 年年报及 2024 年一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/23		
表现	1M	3M	12M	
万润股份	-23.6%	-20.2%	-36.5%	
沪深 300	-1.1%	8.5%	-13.1%	

市场数据		2024/04/23
当前价格(元)		10.93
52 周价格区间(元)		10.44-19.05
总市值(百万)		10,166.06
流通市值(百万)		9,865.77
总股本(万股)		93,010.62
流通股本(万股)		90,263.21
日均成交额(百万)		515.68
近一月换手(%)		1.80

相关报告

《万润股份（002643）2023 年三季报点评：三季度毛利环比增长，新材料项目稳步推进（买入）* 电子化学品 II *李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-11-01

《万润股份（002643）2023 年中报点评：二季度业绩环比改善，多领域驱动公司成长（买入）* 电子化学品 II *李永磊，董伯骏》——2023-08-21

《万润股份(002643.SZ) 2022 年报及 2023 年一季报点评：2022 年业绩稳步提升，多业务驱动未来

事件：

2024 年 4 月 20 日，万润股份发布 2023 年年度报告及一季度报告：2023 年实现营业收入 43.05 亿元，同比降低 15.26%；实现归母净利润 7.63 亿元，同比上升 5.78%；实现扣非归母净利润 7.18 亿元，同比上升 0.50%；销售毛利率 42.49%，同比上升 2.75pct，销售净利率 20.48%，同比上升 4.26pct；经营活动现金流净额为 10.84 亿元，同比增加 1.01 亿元。2023Q4 单季度，公司实现营业收入 11.30 亿元，同比-8.64%，环比+2.51%；实现归母净利润为 1.88 亿元，同比+142.00%，环比+0.77%；扣非后归母净利润 1.54 亿元，同比+83.67%，环比-15.16%；经营活动现金流净额为 2.50 亿元，同比+1.55 亿元，环比-0.69 亿元。销售毛利率为 43.15%，同比+1.82pct，环比-0.92pct；销售净利率为 20.67%，同比+11.16pct，环比+1.28pct。

同时公司公布一季报，2024Q1 单季度，公司实现营业收入 9.38 亿元，同比-9.19%，环比-16.98%；实现归母净利润为 0.98 亿元，同比-44.32%，环比-47.58%；扣非后归母净利润 0.89 亿元，同比-49.08%，环比-42.70%；经营活动现金流净额为 2.67 亿元，同比+0.37 亿元，环比+0.17 亿元。销售毛利率为 41.57%，同比+0.93pct，环比-1.58pct；销售净利率为 14.23%，同比-4.22pct，环比-6.44pct。

投资要点：

■ 2023 年营收利润同比小幅下降

2023 年公司实现营业收入 43.05 亿元，同比降低 15.26%；实现归母净利润 7.63 亿元，同比上升 5.78%。其中，2023 年公司实现毛利润 18.29 亿元，同比-1.90 亿元；期间费用 8.49 亿元，同比-2569 万元，资产减值损失-5165 万元，损失上升 1.11 亿元，信用减值损失 1563 万元，损失同比上升 4070 万元。2023 年公司经营活动产生的现金流量为 10.84 亿元，同比+1.01 亿元。期间费用方面，2023 年公司销售费用为 3.10%，同比-0.31pct；管理费用为 8.41%，同比+0.30pct；研发费用为 10.81%，同比+1.79pct；财务费用率分别为-0.47%，同比+1.75pct。

分板块来看，2023 年公司功能性材料的营收为 33.66 亿元，同比+12.25%，毛利润 14.78 亿元，同比+14.84%；医药材料营收为 8.82 亿元，同比-56.67%，毛利润为 3.19 亿元，同比-55.31%；其他业务收入分

成长（买入）*电子化学品II*董伯骏，李永磊》——2023-04-23

《万润股份（002643）三季报点评：存货减值拖累 Q3 业绩，新项目陆续达产驱动成长（买入）*电子化学品II*李永磊，董伯骏》——2022-11-04

别实现营收 0.58 亿元，同比分别变动+22.48%，毛利润为 0.32 亿元，同比+82.20%。

2023 年 Q4 公司实现净利润 2.34 亿元，环比增加 1979 万元，实现毛利润 4.87 亿元，环比增加 178 万元，期间费用 2.36 亿元，环比增加 458 万元，投资收益-72.38 万元，环比减少 88 万元，所得税费用 1050 万元，环比降低 2876 万元。

■ 受下游市场需求变化影响，2024Q1 业绩承压

根据公司一季度业绩报告，2024Q1 公司实现净利润 1.33 亿元，同比减少 1.00 亿元。2024Q1 实现毛利润 3.90 亿元，环比减少 9763 万元，费用方面，2024Q1 销售费用为 2963 万元，环比下降 568 万元；管理费用为 9939 万元，环比增加 14 万元；研发费用为 9849 万元，环比减少 221 万元；财务费用为-251 万元，环比减少 307 万元，主要是受汇率变动影响，本期产生汇兑收益。2024Q1 的信用减值损失为-13 万元，环比减少 1736 万元。

■ 积极布局功能性材料，蓬莱基地、三月科技和九目化学顺利推进

公司未来重点推动电子信息材料及新能源材料的发展。在电子与显示领域聚酰亚胺单体材料方面，在电子与显示领域聚酰亚胺单体材料方面，公司生产技术目前可覆盖大部分高端产品，目前已有产品实现批量供应；在显示领域聚酰亚胺成品材料方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料（取向剂）和 OLED 用光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料已经在下游面板厂实现供应。公司目前在半导体制造材料领域的相关产品主要包括光刻胶单体、光刻胶树脂、光致产酸剂以及半导体制程中清洗剂添加材料等，并已有相关产品实现供应。公司半导体用光刻胶单体和光刻胶树脂产品种类及生产技术覆盖大部分主要产品。

项目方面，公司于 2022 年启动“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”用于扩增公司功能性材料产能，项目建设完成后将新增公司电子信息材料产能 1150 吨/年、特种工程材料产能 6500 吨/年、新能源材料产能 250 吨/年，为公司中长期成长打下基础。公司控股子公司三月科技与九目化学也于 2023 年分别启动了新的建设项目用于扩增公司 OLED 材料产能，前述项目正在积极推进中。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司产品情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 45.67、50.21、59.19 亿元，归母净利润分别为 7.83、9.39、11.32 亿元，对应 PE 分别 13、11、9 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

- **风险提示** 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4305	4567	5021	5919
增长率(%)	-15	6	10	18
归母净利润（百万元）	763	783	939	1132
增长率(%)	6	3	20	21
摊薄每股收益（元）	0.82	0.84	1.01	1.22
ROE(%)	11	10	11	11
P/E	19.75	12.98	10.83	8.98
P/B	2.21	1.31	1.17	1.03
P/S	3.58	2.23	2.02	1.72
EV/EBITDA	11.55	7.01	5.91	4.40

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

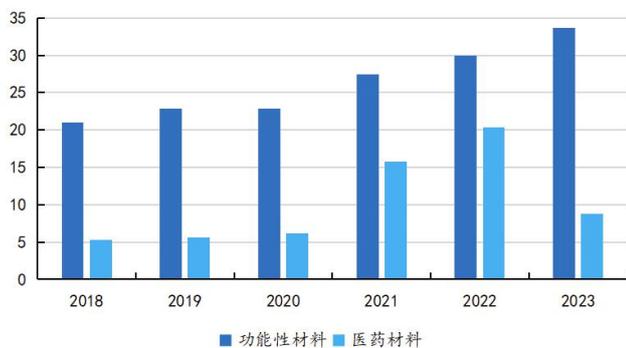
1、分产品经营数据

表 1: 万润股份主要产品经营数据

业务板块		2022	2023	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
功能性材料	营收 (亿元)	29.99	33.66	14.06	15.93	15.42	18.24
	毛利润 (亿元)	12.87	14.78	5.98	6.89	6.61	8.17
	毛利率 (%)	42.92%	43.91%	42.54%	43.26%	42.87%	44.79%
大健康产品	营收 (亿元)	20.35	8.82	11.61	8.74	5.06	3.76
	毛利润 (亿元)	7.15	3.19	3.71	3.44	1.81	1.39
	毛利率 (%)	35.12%	36.22%	31.94%	39.34%	35.72%	36.90%
其他业务	营收 (亿元)	0.47	0.58	0.20	0.27	0.26	0.32
	毛利润 (亿元)	0.18	0.32	0.05	0.13	0.15	0.18
	毛利率 (%)	37.41%	55.65%	23.01%	48.31%	56.33%	55.09%
总营业收入 (亿元)		50.80	43.05	25.87	24.94	20.74	22.32
总营业成本 (亿元)		30.61	24.76	16.13	14.48	12.17	12.59
毛利润 (亿元)		20.19	18.29	9.73	10.46	8.56	9.73
毛利率 (%)		39.74%	42.49%	37.63%	41.94%	41.29%	43.61%
净利润 (亿元)		8.24	8.82	5.34	2.90	4.34	4.47
净利率 (%)		16.22%	20.48%	20.65%	11.63%	20.95%	20.04%

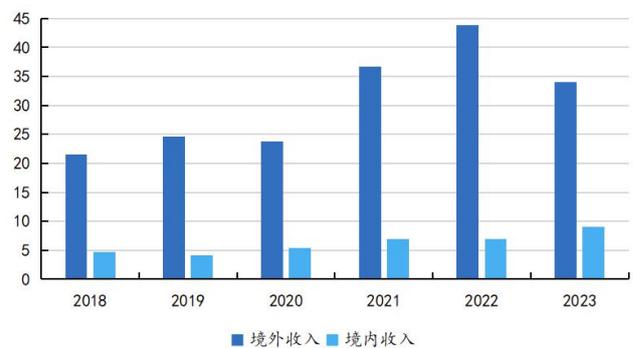
资料来源: 同花顺 iFinD, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品营收 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国海证券研究所

图 2: 公司境内外营收 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 国海证券研究所

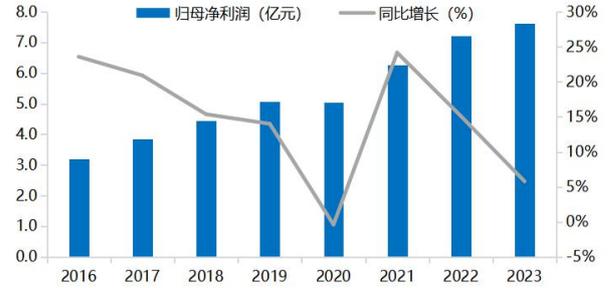
2、公司财务数据

图 3: 2023 年营收同比下滑 15.26%



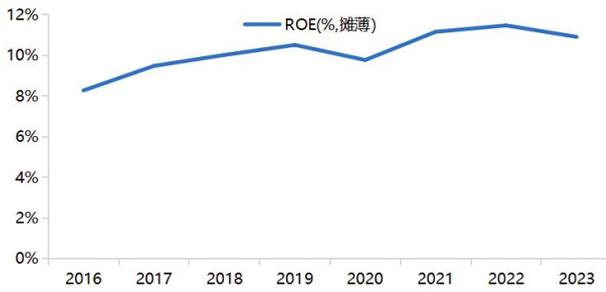
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 4: 图 8: 2023 年归母净利润同比上升 5.78%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 2023 年净资产收益率略微下滑



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6: 2023 年资产负债率走低



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 7: 2023 年资产周转率为 44.38%



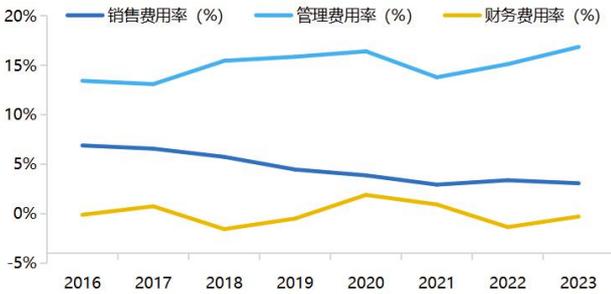
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 8: 2023 年毛利率为 42.49%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 9: 2023 年管理和财务费用率上升



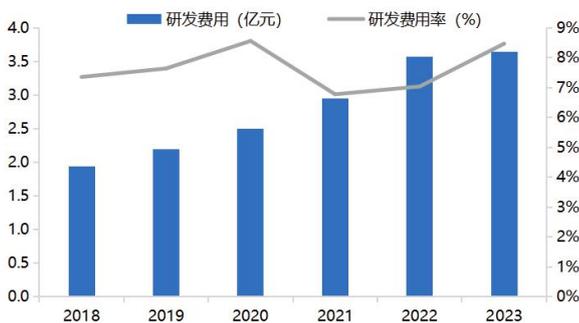
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 10: 2023 年经营活动现金流净额同比增长 10.24%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 11: 2023 年研发费用达 3.65 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2024 年 Q1 营收环比下降 16.98%



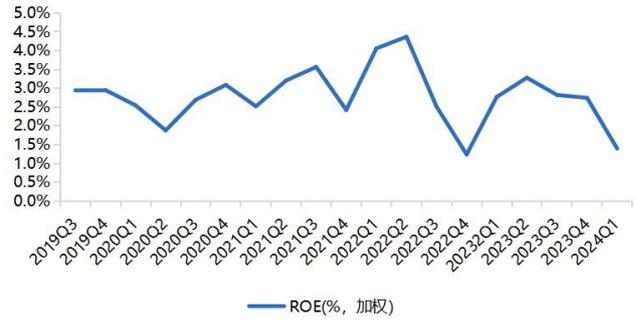
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2024 年 Q1 归母净利润环比下降 47.58%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度净资产收益率



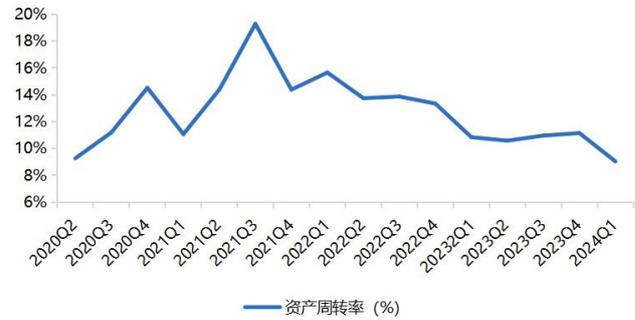
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度资产负债率



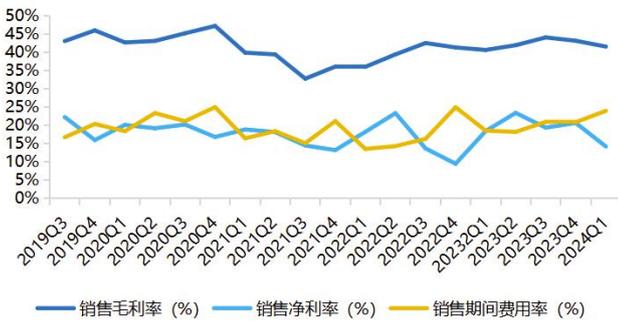
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度资产周转率



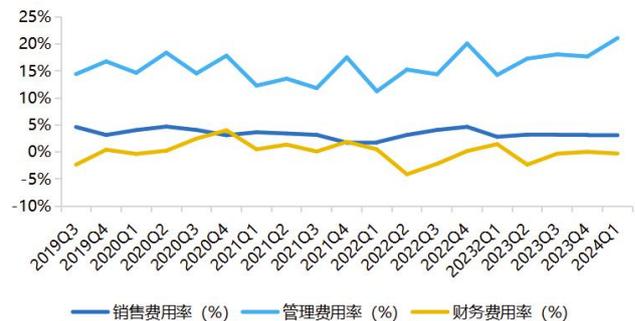
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度毛利率及净利率



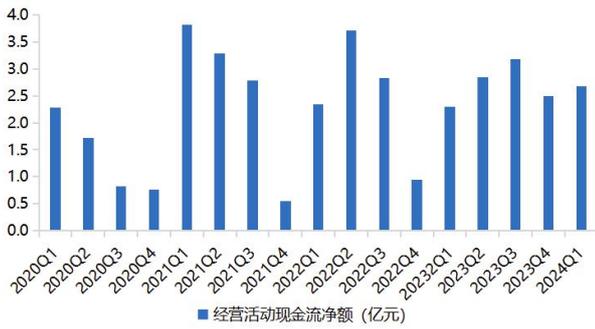
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额 2.67 亿元



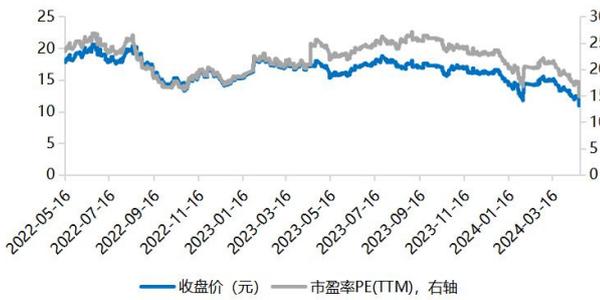
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



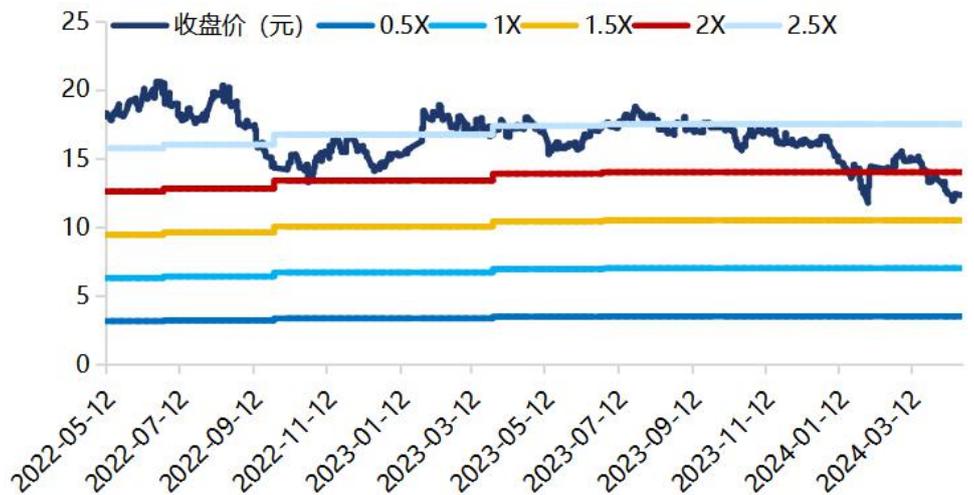
资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/23)

3、盈利预测与评级

综合考虑公司产品情况，我们对公司业绩预测进行适当调整，预计公司2024-2026年营业收入分别为45.67、50.21、59.19亿元，归母净利润分别为7.83、9.39、11.32亿元，对应PE分别13、11、9倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

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：万润股份盈利预测表

证券代码:	002643				股价:	10.93		投资评级:	买入		日期:	2024/04/23	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	11%	10%	11%	11%	EPS	0.84	0.84	1.01	1.22				
毛利率	42%	41%	42%	42%	BVPS	7.52	8.36	9.37	10.59				
期间费率	11%	12%	11%	11%	估值								
销售净利率	18%	17%	19%	19%	P/E	19.75	12.98	10.83	8.98				
成长能力					P/B	2.21	1.31	1.17	1.03				
收入增长率	-15%	6%	10%	18%	P/S	3.58	2.23	2.02	1.72				
利润增长率	6%	3%	20%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.42	0.39	0.42	0.42	营业收入	4305	4567	5021	5919				
应收账款周转率	7.18	15.83	14.22	12.62	营业成本	2476	2700	2925	3409				
存货周转率	2.20	2.78	4.18	3.83	营业税金及附加	48	32	35	50				
偿债能力					销售费用	133	146	161	184				
资产负债率	24%	27%	20%	23%	管理费用	362	384	402	474				
流动比	3.03	2.33	3.64	2.74	财务费用	-12	6	-21	-20				
速动比	1.45	1.45	2.51	1.92	其他费用/(-收入)	365	365	377	444				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	945	977	1172	1413				
现金及现金等价物	1255	2627	2541	3490	营业外净收支	6	1	1	1				
应收款项	606	292	356	473	利润总额	951	978	1173	1414				
存货净额	1957	1643	1201	1545	所得税费用	69	117	141	170				
其他流动资产	191	171	215	189	净利润	882	861	1032	1244				
流动资产合计	4009	4733	4313	5697	少数股东损益	119	77	93	112				
固定资产	3033	3519	3781	4299	归属于母公司净利润	763	783	939	1132				
在建工程	1396	1611	1816	1915	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	1678	1815	1943	2028	经营活动现金流	1084	2581	1017	2271				
长期股权投资	19	25	26	28	净利润	763	783	939	1132				
资产总计	10135	11703	11879	13967	少数股东损益	119	77	93	112				
短期借款	30	50	30	20	折旧摊销	458	368	461	542				
应付款项	595	1145	302	1138	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-343	1336	-492	469				
其他流动负债	698	835	853	920	投资活动现金流	-1703	-1208	-1052	-1241				
流动负债合计	1323	2030	1184	2078	资本支出	-1395	-1164	-998	-1208				
长期借款及应付债券	1004	1004	994	944	长期投资	0	-49	-58	-37				
其他长期负债	146	146	146	146	其他	-309	5	4	4				
长期负债合计	1150	1150	1140	1090	筹资活动现金流	350	-1	-51	-80				
负债合计	2472	3180	2324	3168	债务融资	547	20	-30	-60				
股本	930	930	930	930	权益融资	140	0	0	0				
股东权益	7662	8523	9555	10799	其它	-337	-21	-21	-20				
负债和股东权益总计	10135	11703	11879	13967	现金净增加额	-249	1373	-86	950				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，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，8年化工行业研究经验。

董伯骏，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，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

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。

李娟廷，化工行业研究助理，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。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，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。