

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308
研究助理: 石临源
登记编码: S0730123020007
shily@ccnew.com 0371-86537085

上半年公司业绩承压, 成本上升导致毛利率下降

——濮阳惠成(300481)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(下调)

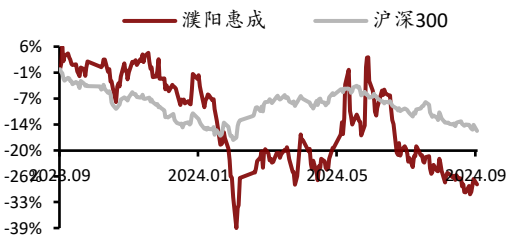
市场数据(2024-09-02)

收盘价(元)	12.33
一年内最高/最低(元)	18.63/10.76
沪深 300 指数	3,265.01
市净率(倍)	1.52
流通市值(亿元)	36.24

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	8.14
每股经营现金流(元)	0.79
毛利率(%)	23.09
净资产收益率_摊薄(%)	4.67
资产负债率(%)	14.60
总股本/流通股(万股)	29,570.33/29,395.23
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《濮阳惠成(300481)中报点评: 顺酐酸酐衍生物销量持续增长, 业绩同比下滑》
2023-09-27

《濮阳惠成(300481)公司点评报告: 下游需求有望放量, 公司业绩以量补价》
2023-05-23

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 03 日

事件: 公司公布 2024 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 7.18 亿元, 同比增长 3.13%。实现归属母公司股东的净利润 1.13 亿元, 同比下滑 20.87%, 扣非后的归母净利润 1.06 亿元, 同比下滑 16.07%, 基本每股收益 0.38 元。

投资要点:

- **收入同比小幅增长, 或因原材料价格上涨导致成本上升。**2024 年上半年, 公司实现营业收入 7.18 亿元, 同比增长 3.13%。分产品看, 顺酐酸酐衍生物实现销量 4.2 万吨, 同比增长 1.39%, 实现营业收入 5.15 亿元, 同比增长 3.13%, 毛利率为 20.45%, 与去年同期相比减少 7.42pct; 功能性中间体实现营业收入 1.40 亿元, 同比增长 25.23%, 毛利率为 37.73%, 与去年同期相比减少 6.48pct。根据卓创资讯, 酸酐衍生物主要原材料顺酐和丁二烯上半年均价分别为 6832.51/ 11236.81 元/吨, 同比-1.70%/+34.74%。公司顺酐酸酐衍生物销售价格为 12255.09 元/吨, 同比增长 1.66%。我们认为上游原材料丁二烯价格的显著上涨导致公司营业成本上升, 根据公司投资者调研纪要, 公司当前经营策略是提高产品市场占有率, 进而稳固市场地位, 因此未完全将原材料价格上涨传导到下游出场上, 导致公司顺酐酸酐衍生物毛利率出现下滑。
- **上半年业绩承压明显。**从盈利能力上来看, 上半年公司综合毛利率为 23.09%, 较去年同期减少 4.98pct。公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.44%/ 7.86%/-2.40%/5.18%, 较去年同期分别 -0.02/-0.23/-0.70/-0.18pct。销售、管理、财务费用率合计 5.91%, 较去年同期减少 -0.95pct。其中财务费用的减少主要系定期存款利息收入增加所致。公司整体费用率控制平稳, 在公司毛利率下降的情况下, 上半年实现扣非后的归母净利润 1.06 亿元, 同比下滑 16.07%。
- **顺酐酸酐衍生物下游景气度较高, 募投项目投建后可有效降低成本。**公司产品顺酐酸酐衍生物广泛应用于电子元器件封装、电气设备绝缘、风电等领域。需求方面, 根据中新网报道, 2024 年国家电网全年电网投资将首次超过 6000 亿元, 比 2023 年新增 711 亿元。供给方面, 公司古雷基地预计 2024 年 12 月达到可使用状态。古雷石化基地是全国七大石化产业基地, 可充分保障公司原材料供应, 缓解产能瓶颈。目前公司客户主要位于长三角和珠三角地区, 且 2024 年上半年境外收入占比在 36.29%, 古雷基地的投建能够有效降低公司在销售过程中的运输费用。电网投资高增可进一步拉动对顺酐酸酐衍生物需求, 叠加古雷基地投建后营业成本的降

低，未来公司净利润有望企稳回升。

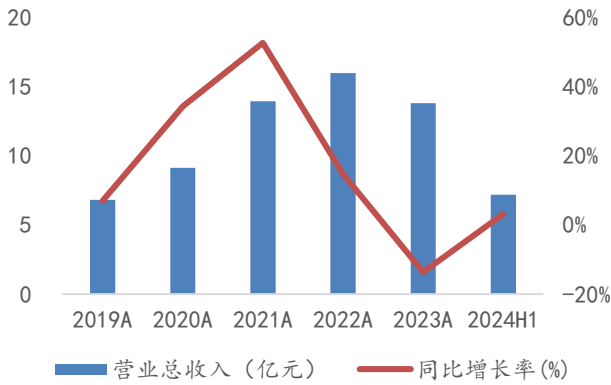
- **OLED 行业景气度带动对 OLED 材料需求。**根据群智咨询，2024 年上半年全球 OLED 智能手机面板出货 4.0 亿片，同比增长约 44%。其中中国大陆 OLED 面板出货约 2.0 亿片，同比增长 70%，占全球市场份额的 49%。公司主要生产 OLED 相关的功能材料中间体，并重点开发 OLED 光电材料、OLED 空穴传输材料、空穴注入材料、空穴阻挡材料、电子传输材料、电子注入材料、电子阻挡材料中间体以及材料合成的催化剂配体有机磷类化合物等。国产 OLED 面板出货量与市占率的进一步提升，将扩增对上游 OLED 材料的需求。
- **盈利能力与投资建议：**考虑到原材料价格上涨对毛利率对公司盈利能力影响较大和在建设项目延期至 2024 年 12 月投产，我们下调公司评级为“增持”，同时下调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 14.73/15.34/16.73 亿元，净利润为 2.23/2.60/2.82 亿元，对应的 EPS 为 0.76/0.88/0.95 元，对应的 PE 为 15.78/13.57/12.50 倍。

风险提示：原材料价格大幅波动，项目建设不及预期，行业竞争加剧，下游需求不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,597	1,379	1,473	1,534	1,673
增长比率（%）	14.62	-13.63	6.83	4.09	9.09
净利润（百万元）	422	235	223	260	282
增长比率（%）	67.14	-44.32	-4.98	16.24	8.55
每股收益(元)	1.43	0.80	0.76	0.88	0.95
市盈率(倍)	8.35	14.99	15.78	13.57	12.50

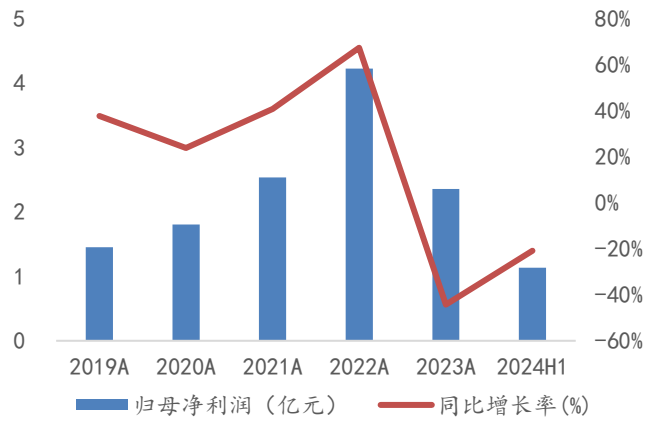
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司 2019-2024H1 营业总收入和同比增长率



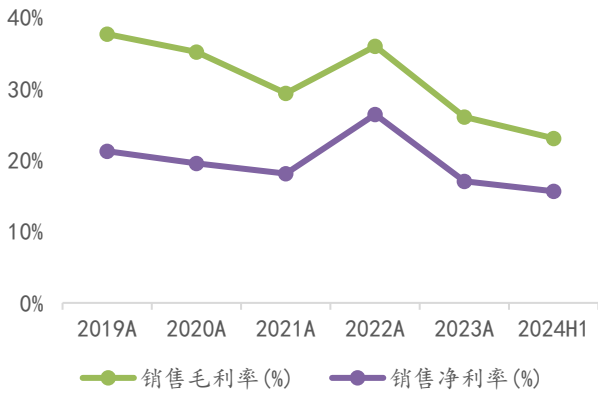
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司 2019-2024H1 归母净利润和同比增长率



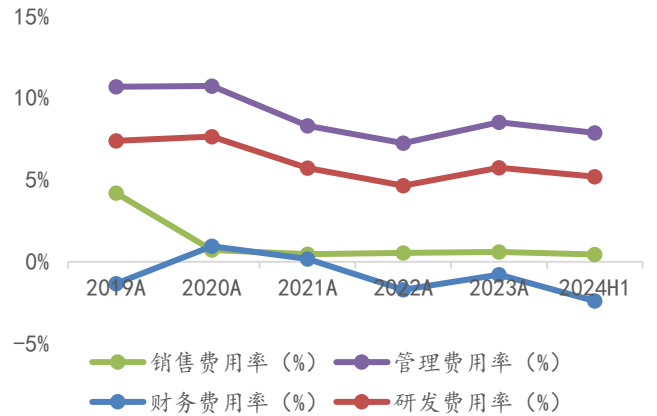
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司 2019-2024H1 销售毛利率和净利率



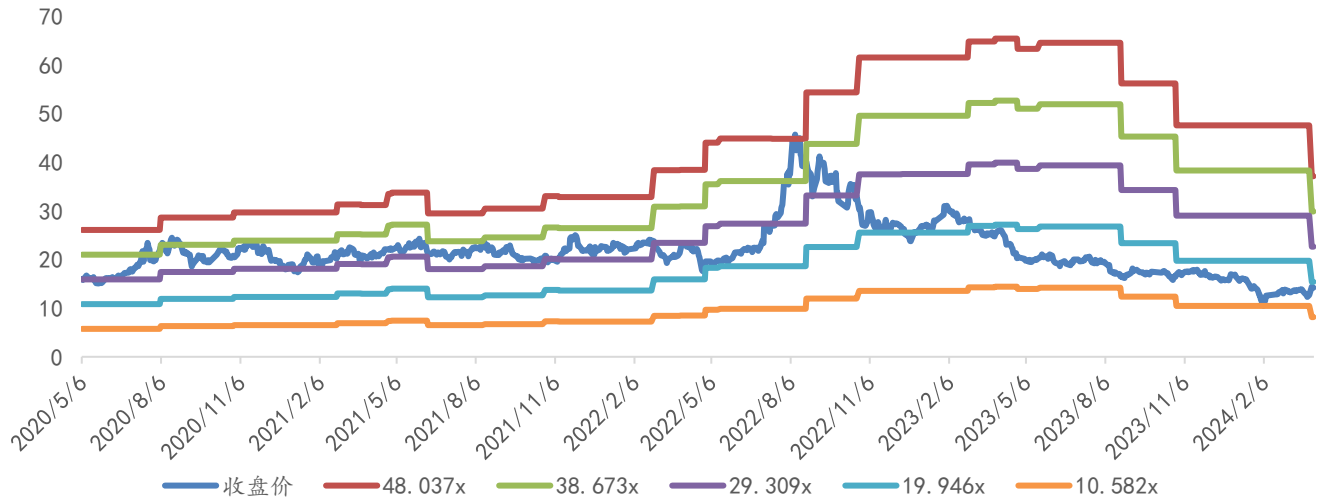
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 2019-2024H1 各项费用率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司 2020-2024 PE/PB-Band



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,018	1,893	1,907	1,896	1,894
现金	289	647	600	564	498
应收票据及应收账款	273	287	278	295	324
其他应收款	3	8	6	6	7
预付账款	18	15	19	19	20
存货	222	176	204	210	228
其他流动资产	1,214	761	800	803	817
非流动资产	787	929	1,088	1,236	1,382
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	465	465	491	502	508
无形资产	179	173	191	203	214
其他非流动资产	143	291	406	532	660
资产总计	2,805	2,822	2,994	3,133	3,276
流动负债	336	202	281	289	291
短期借款	150	70	80	83	75
应付票据及应付账款	105	84	91	97	103
其他流动负债	81	48	110	109	113
非流动负债	148	174	171	171	171
长期借款	125	151	151	151	151
其他非流动负债	23	23	20	20	20
负债合计	485	376	452	460	463
少数股东权益	0	0	0	-1	-1
股本	296	296	296	296	296
资本公积	995	994	994	994	994
留存收益	1,044	1,161	1,275	1,405	1,546
归属母公司股东权益	2,320	2,446	2,543	2,673	2,814
负债和股东权益	2,805	2,822	2,994	3,133	3,276

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	287	347	219	274	268
净利润	422	235	223	260	282
折旧摊销	54	59	53	57	63
财务费用	-26	4	0	0	0
投资损失	-21	-24	-22	-24	-26
营运资金变动	-150	69	-36	-21	-53
其他经营现金流	8	4	1	2	2
投资活动现金流	-490	-180	-192	-184	-184
资本支出	-206	-184	-207	-208	-210
长期投资	-295	-32	0	0	0
其他投资现金流	11	36	15	24	26
筹资活动现金流	218	-221	-77	-127	-149
短期借款	150	-80	10	3	-8
长期借款	125	26	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-166	-87	-130	-141
现金净增加额	39	-51	-47	-37	-66

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,597	1,379	1,473	1,534	1,673
营业成本	1,022	1,020	1,123	1,138	1,241
营业税金及附加	12	14	13	14	15
营业费用	9	8	8	9	10
管理费用	41	38	39	41	45
研发费用	74	79	79	82	91
财务费用	-27	-11	-13	-12	-11
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	5	14	10	11	13
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
投资净收益	21	24	22	24	26
资产处置收益	-6	0	-2	-2	-2
营业利润	485	265	254	294	319
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	483	265	254	294	319
所得税	61	30	30	35	38
净利润	422	235	223	260	282
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	422	235	223	260	282
EBITDA	496	287	293	340	372
EPS (元)	1.43	0.80	0.76	0.88	0.95

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	14.62	-13.63	6.83	4.09	9.09
营业利润 (%)	66.60	-45.26	-4.34	16.05	8.48
归属母公司净利润 (%)	67.14	-44.32	-4.98	16.24	8.55
获利能力					
毛利率 (%)	36.00	26.07	23.77	25.78	25.80
净利率 (%)	26.44	17.05	15.16	16.93	16.85
ROE (%)	18.20	9.61	8.79	9.72	10.02
ROIC (%)	14.83	7.59	7.51	8.43	8.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.28	13.32	15.08	14.70	14.12
净负债比率 (%)	20.89	15.37	17.76	17.23	16.44
流动比率	6.00	9.36	6.80	6.55	6.50
速动比率	2.77	6.26	4.45	4.26	4.15
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.49	0.51	0.50	0.52
应收账款周转率	6.46	5.04	5.33	5.47	5.53
应付账款周转率	33.28	21.05	19.14	20.75	20.63
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.43	0.80	0.76	0.88	0.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.97	1.17	0.74	0.93	0.91
每股净资产 (最新摊薄)	7.85	8.27	8.60	9.04	9.52
估值比率					
P/E	8.35	14.99	15.78	13.57	12.50
P/B	1.52	1.44	1.39	1.32	1.25
EV/EBITDA	15.96	16.53	10.92	9.55	8.88

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。