

万润股份 (002643.SZ)

增持 (维持)

三季度业绩有所承压，新产品拓展持续向好

事件：公司发布 2024 年三季报，报告期内实现营业收入 27.63 亿元，同比下降 13.01%，归母净利润 2.96 亿元，同比下降 48.57%，扣非净利润 2.56 亿元，同比下降 54.57%；其中三季度实现营业收入 8.06 亿元，同比下降 26.84%，环比下降 20.83%，归母净利润 0.81 亿元，同比下降 56.65%，环比下降 31.00%。同时公司公告，终止筹划控股子公司九目化学分拆上市，同意九目化学申请在新三板挂牌。

□ 功能性材料板块稳健发展，OLED 材料业务快速成长。2024 年前三季度公司综合毛利率 40.08%，同比下降 2.18 pct，其中三季度单季毛利率 39.7%，同比下降 4.4 pct，环比提高 0.6 pct。公司继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位，沸石系列环保材料业务受客户去库存影响有所下降，但应用于石油化工催化裂化领域的沸石分子筛已经实现销售。公司 OLED 材料业务发展良好，控股子公司九目化学收入和净利润取得快速增长，继续保持 OLED 升华前材料业内领先地位；三月科技 OLED 成品材料和显示用 PI 成品材料在下游应用持续推进，整体销售呈现增长态势。

□ 生命科学与医药产品经营承压，积极布局与开发新产品。公司生命科学与医药产品收入和利润同比承压，在医药产品业务方面，因部分去年同期阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求萎缩，对公司医药产品业务产生相应影响。在生命科学和体外诊断业务方面，MP 公司所属行业下游需求减少，所处行业竞争加剧，对其业务产生影响，未来 MP 公司将不断提质增效，积极布局与开发新产品，促进公司生命科学与医药产业持续发展。

□ 加大研发投入开发新材料产品，规划新项目进展顺利。2024 年前三季度公司研发投入 3.1 亿元，同比增长 17.1%，公司根据市场研判及下游客户需求，在研项目增加，相关费用投向了 OLED 材料、半导体制造材料、聚酰亚胺材料等材料的研发。报告期内，公司半导体制造材料业务呈现较好增长态势，“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”已于 2023 年投入使用，并根据客户定制需求生产供应。公司“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”正积极推进中，计划扩增电子信息材料和新能源材料产能。此外在新能源材料领域，公司已有钙钛矿太阳能电池方面材料实现供应，2023 年开发了光伏胶膜材料，并于报告期内通过下游认证并实现销售。

□ 维持“增持”投资评级。由于部分产品下游市场需求低于预期，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.30 亿、5.47 亿、6.61 亿元，EPS 分别为 0.46、0.59、0.71 元，当前股价对应 PE 分别为 23、18、15 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5080	4305	3679	4422	5401
同比增长	17%	-15%	-15%	20%	22%
营业利润(百万元)	973	945	601	765	925
同比增长	27%	-3%	-36%	27%	21%
归母净利润(百万元)	721	763	430	547	661

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：10.76 元

基础数据

总股本 (百万股)	930
已上市流通股 (百万股)	903
总市值 (十亿元)	10.0
流通市值 (十亿元)	9.7
每股净资产 (MRQ)	7.6
ROE (TTM)	6.9
资产负债率	27.4%
主要股东 中国节能环保集团有限公司	
主要股东持股比例	27.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	4	-28
相对表现	19	-7	-39



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《万润股份 (002643) 一下游需求不足导致业绩承压，新材料项目前景可期》2024-08-23
- 《万润股份 (002643) 一全年业绩表现符合预期，新产品新项目进展顺利》2024-04-21
- 《万润股份 (002643) 一四季度业绩同比大幅增长，新产品多点开花值得期待》2024-01-23

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

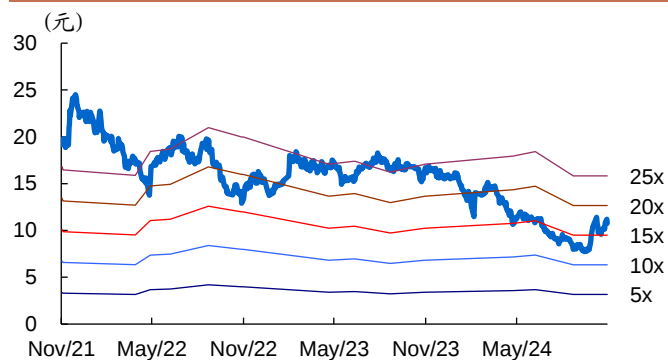
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	15%	6%	-44%	27%	21%
每股收益(元)	0.78	0.82	0.46	0.59	0.71
PE	13.9	13.1	23.2	18.3	15.1
PB	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 万润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 万润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3781	4009	4076	4960	5971
现金	981	738	1196	1595	1964
交易性投资	206	517	517	517	517
应收票据	0	7	6	7	8
应收款项	456	599	496	596	728
其它应收款	19	36	30	37	45
存货	1967	1957	1698	2049	2513
其他	152	155	133	160	196
非流动资产	5479	6126	5905	5710	5537
长期股权投资	21	19	19	19	19
固定资产	3138	3033	2936	2851	2777
无形资产商誉	1164	1172	1055	950	855
其他	1156	1902	1896	1891	1887
资产总计	9260	10135	9981	10670	11507
流动负债	2016	1323	896	1013	1168
短期借款	140	30	0	0	0
应付账款	937	595	519	626	768
预收账款	65	51	45	54	66
其他	874	646	333	333	334
长期负债	459	1150	1150	1150	1150
长期借款	345	1004	1004	1004	1004
其他	113	146	146	146	146
负债合计	2475	2472	2046	2163	2317
股本	930	930	930	930	930
资本公积金	2294	2484	2484	2484	2484
留存收益	3062	3578	3730	4147	4644
少数股东权益	498	670	791	945	1132
归属于母公司所有者权益	6287	6992	7144	7562	8058
负债及权益合计	9260	10135	9981	10670	11507

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	983	1084	1344	797	799
净利润	824	882	552	701	847
折旧摊销	404	442	521	495	472
财务费用	(44)	11	14	19	16
投资收益	(5)	(0)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	(159)	(291)	312	(373)	(493)
其它	(38)	40	(5)	4	6
投资活动现金流	(920)	(1703)	(250)	(250)	(250)
资本支出	(1295)	(1396)	(299)	(299)	(299)
其他投资	375	(308)	49	49	49
筹资活动现金流	70	350	(636)	(148)	(180)
借款变动	125	433	(343)	0	0
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	91	190	0	0	0
股利分配	(237)	(274)	(279)	(129)	(164)
其他	92	2	(14)	(19)	(16)
现金净增加额	133	(270)	458	399	369

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5080	4305	3679	4422	5401
营业成本	3061	2476	2157	2603	3192
营业税金及附加	25	48	41	50	61
营业费用	173	133	114	137	167
管理费用	412	362	361	420	513
研发费用	358	365	405	442	540
财务费用	(68)	(12)	14	19	16
资产减值损失	(188)	(36)	(36)	(36)	(36)
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	36	48	48	48	48
投资收益	5	0	0	0	0
营业利润	973	945	601	765	925
营业外收入	2	8	8	8	8
营业外支出	25	2	2	2	2
利润总额	951	951	606	770	931
所得税	127	69	55	69	84
少数股东损益	103	119	121	154	186
归属于母公司净利润	721	763	430	547	661

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	17%	-15%	-15%	20%	22%
营业利润	27%	-3%	-36%	27%	21%
归母净利润	15%	6%	-44%	27%	21%
获利能力					
毛利率	39.7%	42.5%	41.4%	41.1%	40.9%
净利率	14.2%	17.7%	11.7%	12.4%	12.2%
ROE	12.1%	11.5%	6.1%	7.4%	8.5%
ROIC	11.1%	10.4%	6.2%	7.7%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	24.4%	20.5%	20.3%	20.1%
净负债比率	8.7%	13.3%	10.1%	9.4%	8.7%
流动比率	1.9	3.0	4.5	4.9	5.1
速动比率	0.9	1.6	2.7	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.8	1.3	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	12.1	8.1	6.6	8.0	8.1
应付账款周转率	3.8	3.2	3.9	4.5	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.78	0.82	0.46	0.59	0.71
每股经营净现金	1.06	1.17	1.44	0.86	0.86
每股净资产	6.76	7.52	7.68	8.13	8.66
每股股利	0.30	0.30	0.14	0.18	0.21
估值比率					
PE	13.9	13.1	23.2	18.3	15.1
PB	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.1	8.7	10.3	9.1	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。