

电子

2025 年 03 月 31 日

濮阳惠成 (300481)

—— 全年业绩承压，布局拓展新品培育新增长点

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 28 日

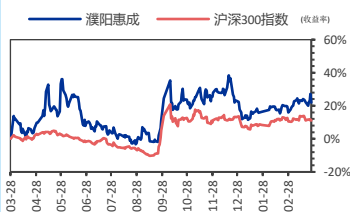
收盘价 (元)	15.43
一年内最高/最低 (元)	19.42/11.70
市净率	1.9
息率 (分红/股价)	3.89
流通 A 股市值 (百万元)	4,536
上证指数/深证成指	3,351.31/10,607.33

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	8.16
资产负债率%	14.27
总股本/流通 A 股 (百万)	296/294
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《濮阳惠成 (300481) 点评：顺酐酸酐衍生物量升价跌，功能中间体毛利率显著提升，Q4 单季度业绩短期承压》2024/04/01

《濮阳惠成 (300481) 点评：顺酐酸酐衍生物量价持稳，受汇率影响业绩环比承压》2023/10/27

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

周超 A0230123090004
zhouchao@swsresearch.com

联系人

周超
(8621)23297818x
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年报：**报告期内，公司实现营收 14.11 亿元 (YoY+2%)，归母净利润 1.92 亿元 (YoY-19%)，扣非归母净利润 1.79 亿元 (YoY-13%)。2024 年公司销售毛利率 21.81%，同比-4.26pct，净利率 13.57%，同比-3.47pct，销售、管理、财务费用率合计 1.18%，同比-1.40pct。其中，24Q4 单季度实现营收 3.27 亿元 (YoY-8%，QoQ-11%)，归母净利润 0.42 亿元 (YoY+19%，QoQ+11%)，扣非归母净利润 0.38 亿元 (YoY+31%，QoQ+11%)，业绩基本符合预期。24Q4 单季度公司销售毛利率为 18.57%，同、环比分别变动-1.90pct、-3.61pct，净利率为 12.71%，同、环比分别变动+2.82pct、+2.47pct。公司公告 2024 年利润分配方案：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元人民币 (含税)。
- **24 年顺酐酸酐衍生物价格维持低位，功能性中间体盈利能力下滑，导致公司业绩持续承压。**公司作为国内顺酐酸酐衍生物的领先企业，原有产能 7.1 万吨，目前“优化产品结构智能化改造升级项目”、“年产 5 万吨顺酐酸酐衍生物项目”已建成投产，系列产品产能扩至 14.37 万吨。24 年部分化工产品价格下行并维持在低位，行业竞争进一步加剧，在一定程度上给产能消化及产品毛利带来很大挑战。公司积极应对经营环境变化，深化供应链布局，释放新装置产能，根据公司年报披露数据，顺酐酸酐衍生物实现销量 8.42 万吨 (YoY+2%)，营收 10.13 亿元，产品均价 1.20 万元/吨 (YoY-1%)，毛利率 18.56% (YoY-4.74pct)。公司通过收购濮阳市联众兴业化工有限公司的参股权，实现了原材料资源的有效整合，进一步优化产品结构，稳定公司盈利水平。功能性中间体方面，根据公司年报披露数据，实现营收 2.69 亿元 (YoY+16%)，毛利率 36.42% (YoY-9.48pct)，盈利能力受原材料影响出现明显下滑。
- **持续推进 OLED 相关功能材料中间体产品开发及工艺优化，开拓降冰片烯类及有机磷类化合物等新品培育新利润增长点。**展望未来业务发展规划，公司将进一步巩固自身在顺酐酸酐衍生物方面的领先地位，并通过不断改进 OLED 相关功能材料中间体的合成工艺，以降低生产成本，继续重点开发计划内的 OLED 功能材料，主要包括：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，提升自身在 OLED 功能材料领域的市场地位和产品竞争力。此外，公司将通过研究开发降冰片烯类及有机磷类化合物的合成工艺，延长产品链条，增加产品附加值，开拓公司在其他功能材料中间体领域市场，逐渐将其培育成为公司新的利润增长点。
- **投资分析意见：**考虑公司产品价格暂时无上涨预期，假设：1) 顺酐酸酐衍生物随着新产能释放，25-27 年销量增速分别为 15%、10%、10%，产品均价均稳定在 1.20 万元/吨，随着负荷提升毛利率分别为 19%、19.5%、20%；2) 功能中间体 25-27 年营收增速分别为 25%、20%、20%，毛利率分别为 38%、39%、40%。下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.24、2.63 亿元 (原值为 3.61、4.47 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 3.21 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20、17、14X，可比公司瑞联新材、飞凯材料 2025 年平均 PE 为 23X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新项目进展不及预期；2) 产品价格大幅下跌；3) 原材料价格大幅上涨。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,379	1,411	1,644	1,842	2,067
同比增长率 (%)	-13.6	2.3	16.5	12.0	12.2
归母净利润 (百万元)	235	192	224	263	321
同比增长率 (%)	-44.3	-18.5	16.8	17.8	21.8
每股收益 (元/股)	0.80	0.65	0.76	0.89	1.09
毛利率 (%)	26.1	21.8	22.8	23.6	24.5
ROE (%)	9.6	7.9	8.8	9.8	11.2
市盈率	19	24	20	17	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,379	1,411	1,644	1,842	2,067
其中: 营业收入	1,379	1,411	1,644	1,842	2,067
减: 营业成本	1,020	1,103	1,269	1,407	1,560
减: 税金及附加	14	12	14	15	17
主营业务利润	345	296	361	420	490
减: 销售费用	8	11	12	13	14
减: 管理费用	38	44	46	50	54
减: 研发费用	79	78	80	90	90
减: 财务费用	-11	-38	-11	-13	-16
经营性利润	231	201	234	280	348
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1	1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-5	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	38	22	22	22	22
营业利润	265	220	257	303	369
加: 营业外净收入	0	-1	0	0	0
利润总额	265	220	257	303	369
减: 所得税	30	28	33	40	48
净利润	235	192	224	263	321
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	235	192	224	263	321

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。