

万润股份 (002643.SZ)

增持 (维持)

短期业绩有所承压，新产品布局丰富值得期待

事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业收入 36.93 亿元, 同比下降 14.22%, 归母净利润 2.46 亿元, 同比下降 67.72%, 扣非净利润 2.02 亿元, 同比下降 71.87%; 2025 年一季度实现营业收入 8.61 亿元, 同比下降 8.17%, 归母净利润 0.80 亿元, 同比下降 18.76%。

□ 功能性材料收入有所下降, OLED 材料业务发展良好。2024 年公司功能性材料收入 30.2 亿元, 同比下降 10.3%, 毛利率 39.96%, 同比下降 3.95 pct, 销量 5625 吨, 同比下降 28.3%, 销售均价 53.7 万元/吨, 同比提高 25.1%。报告期内, 公司沸石系列环保材料受到部分地区市场需求下降影响导致销量减少, 但公司仍保持全球领先的柴油车用沸石系列环保材料供应商地位。公司 OLED 材料业务发展良好, 旗下三月科技目前已有多个自主知识产权的 OLED 成品材料通过多家下游客户验证并实现供应, 收入规模呈增长态势; 九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应商地位。

□ 生命科学与医药业务下降明显, 积极布局与开发新产品。2024 年公司生命科学与医药产品收入 6.3 亿元, 同比下降 28.65%, 毛利率 38.16%, 同比提高 1.94 pct。报告期内, 部分 2023 年阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求变化, 对公司医药产品业务产生相应影响。MP 公司所属行业下游需求减少, 对其业务产生影响; 公司将持续推动 MP 公司在开展完善内控体系建设、优化研发体系构建、拓展下游销售渠道等方面的相关工作, 未来 MP 公司将依托健全的公司治理结构, 不断提质增效, 积极布局与开发新产品, 开拓更多下游产品应用市场, 促进公司生命科学与医药产业持续发展。

□ 新产品新项目逐步投产, 新产品布局丰富值得期待。公司“中节能万润(蓬莱)新材料一期建设项目”预计 2025 年上半年开始逐步投入使用; 三月科技与九目化学新的 OLED 产能建设项目均在积极推进中。近年来, 公司积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料等其他电子信息材料领域, 持续丰富公司电子信息材料产品线。公司开发的聚醚醚酮 (PEEK) 材料下游可应用于电子信息、交通运输、航空航天、医疗等领域, 目前前期研发和中试工作已完成, 正在推进产品下游推广验证工作; 高温尼龙 (PA46) 产品正处于实验室开发及验证阶段。公司积极布局新能源材料领域, 目前相关产品包括新能源电池用电解液添加剂、钙钛矿太阳能电池材料、光伏胶膜材料等。

□ 维持“增持”投资评级。由于部分产品下游市场需求不足, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.69 亿、4.52 亿、5.47 亿元, EPS 分别为 0.40、0.49、0.59 元, 当前股价对应 PE 分别为 27、22、18 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4305	3693	3945	4504	5347
同比增长	-15%	-14%	7%	14%	19%
营业利润(百万元)	945	399	540	656	797
同比增长	-3%	-58%	35%	21%	22%
归母净利润(百万元)	763	246	369	452	547

周期/化工

目标估值: NA

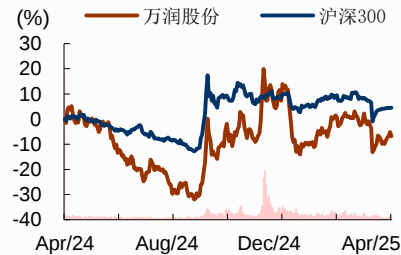
当前股价: 10.62 元

基础数据

总股本(百万股)	930
已上市流通股(百万股)	909
总市值(十亿元)	9.9
流通市值(十亿元)	9.7
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	3.2
资产负债率	26.3%
主要股东	中国节能环保集团有限公司
主要股东持股比例	27.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	5	-1
相对表现	-1	9	-8



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《万润股份 (002643) 一三季度业绩有所承压, 新产品拓展持续向好》2024-10-30
- 《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

周锋 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

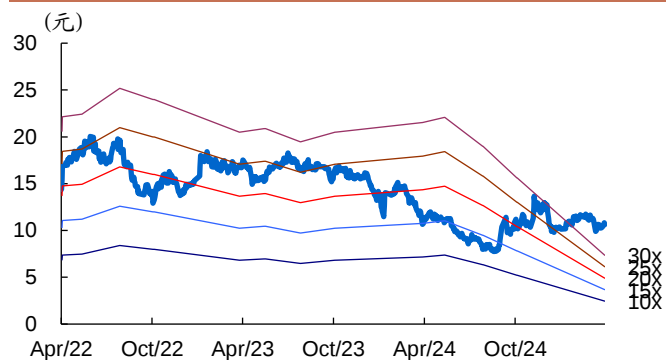
曹承安 S1090520080002

caochengan@cmschina.com.cn

同比增长	6%	-68%	50%	22%	21%
每股收益(元)	0.82	0.26	0.40	0.49	0.59
PE	12.9	40.1	26.7	21.8	18.0
PB	1.4	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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4009	3790	4390	5208	6153
现金	738	1005	1461	1954	2336
交易性投资	517	230	230	230	230
应收票据	7	3	3	4	5
应收款项	599	546	562	642	762
其它应收款	36	36	39	44	53
存货	1957	1796	1909	2123	2517
其他	155	174	185	211	250
非流动资产	6126	6801	6521	6275	6061
长期股权投资	19	175	175	175	175
固定资产	3033	2859	2697	2557	2437
无形资产商誉	1172	1129	1016	915	823
其他	1902	2637	2632	2628	2625
资产总计	10135	10591	10911	11483	12214
流动负债	1323	1327	1228	1291	1407
短期借款	30	240	240	240	240
应付账款	595	477	509	566	671
预收账款	51	49	52	58	69
其他	646	562	426	427	427
长期负债	1150	1491	1491	1491	1491
长期借款	1004	1352	1352	1352	1352
其他	146	140	140	140	140
负债合计	2472	2819	2719	2782	2899
股本	930	930	930	930	930
资本公积金	2484	2521	2521	2521	2521
留存收益	3578	3558	3835	4176	4588
少数股东权益	670	763	906	1074	1276
归属于母公司所有者权益	6992	7009	7286	7627	8039
负债及权益合计	10135	10591	10911	11483	12214

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1084	1096	878	831	742
净利润	882	383	513	620	750
折旧摊销	442	443	515	480	450
财务费用	11	22	(2)	32	29
投资收益	(0)	1	(39)	(39)	(39)
营运资金变动	(291)	257	(110)	(265)	(453)
其它	40	(10)	0	3	5
投资活动现金流	(1703)	(819)	(195)	(195)	(195)
资本支出	(1396)	(1108)	(234)	(234)	(234)
其他投资	(308)	289	39	39	39
筹资活动现金流	350	(15)	(227)	(143)	(165)
借款变动	433	223	(136)	0	0
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	190	37	0	0	0
股利分配	(274)	(279)	(93)	(111)	(136)
其他	2	4	2	(32)	(29)
现金净增加额	(270)	262	456	493	382

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4305	3693	3945	4504	5347
营业成本	2476	2223	2374	2640	3130
营业税金及附加	48	50	54	61	73
营业费用	133	124	133	152	180
管理费用	362	365	389	445	528
研发费用	365	423	434	495	588
财务费用	(12)	(6)	(2)	32	29
资产减值损失	(36)	(154)	(61)	(61)	(61)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	48	39	39	39	39
投资收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	945	399	540	656	797
营业外收入	8	18	18	18	18
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	951	416	556	672	813
所得税	69	32	43	52	63
少数股东损益	119	137	144	167	202
归属于母公司净利润	763	246	369	452	547

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-15%	-14%	7%	14%	19%
营业利润	-3%	-58%	35%	21%	22%
归母净利润	6%	-68%	50%	22%	21%
获利能力					
毛利率	42.5%	39.8%	39.8%	41.4%	41.5%
净利率	17.7%	6.7%	9.4%	10.0%	10.2%
ROE	11.5%	3.5%	5.2%	6.1%	7.0%
ROIC	10.4%	3.9%	5.1%	6.3%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	26.6%	24.9%	24.2%	23.7%
净负债比率	13.3%	16.3%	14.6%	13.9%	13.0%
流动比率	3.0	2.9	3.6	4.0	4.4
速动比率	1.6	1.5	2.0	2.4	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	8.1	6.4	7.1	7.4	7.6
应付账款周转率	3.2	4.1	4.8	4.9	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.82	0.26	0.40	0.49	0.59
每股经营净现金	1.17	1.18	0.94	0.89	0.80
每股净资产	7.52	7.54	7.83	8.20	8.64
每股股利	0.30	0.10	0.12	0.15	0.18
估值比率					
PE	12.9	40.1	26.7	21.8	18.0
PB	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.0	15.0	11.4	10.3	9.4

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。