

电子

2025 年 05 月 05 日

万润股份 (002643)

—— 短期业绩依旧承压，新材料业务成长可期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2025 年 04 月 30 日

收盘价 (元)	10.92
一年内最高/最低 (元)	14.99/7.70
市净率	1.4
息率 (分红/股价)	2.75
流通 A 股市值 (百万元)	9,930
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	7.63
资产负债率%	26.29
总股本/流通 A 股 (百万)	930/909
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《万润股份 (002643) 点评：Q3 业绩低于预期，高附加值材料多点布局》
2024/11/04

《万润股份 (002643) 点评：24H1 业绩持续承压，新材料业务成长性可期》
2024/08/27

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 36.93 亿元 (YoY-14%)，归母净利润 2.46 亿元 (YoY-68%)，扣非归母净利润 2.02 亿元 (YoY-72%)，销售毛利率 39.81%，同比-2.68pct，净利率 10.38%，同比-10.10pct，销售、管理、财务费用率合计 13.07% (YoY+1.83pct)。其中，24Q4 单季度实现营收 9.31 亿元 (YoY-18%，QoQ+15%)，归母净利润-0.50 亿元 (YoY-126%，QoQ-162%)，扣非归母净利润-0.54 亿元 (YoY-135%，QoQ-189%)，业绩低于预期。24Q4 单季度销售毛利率 38.99%，同、环比分别变动-4.16pct、-0.68pct，净利率-1.06%，同、环比分别变动-21.73pct、-14.12pct。费用方面，24Q4 公司计提资产、信用减值损失合计 1.48 亿元 (主要来自存货减值、MP 商誉减值)，大幅拖累公司业绩。
- **公司发布 2025 年一季报：**公司实现营收 8.61 亿元 (YoY-8%，QoQ-7%)，归母净利润 0.80 亿元 (YoY-19%，QoQ+261%)，扣非归母净利润 0.76 亿元 (YoY-14%，QoQ+241%)，业绩基本符合预期。25Q1 单季度公司销售毛利率 37.57%，同、环比分别变动-4.00pct、-1.42pct，净利率 12.59%，同、环比分别变动-1.64pct、+13.65pct。
- **公司公告：**1) 24 年度利润分配方案：拟每股派发红利 0.1 元 (含税)，合计派发现金红利占年度归母净利润比例 37.76%；2) 回购股份方案：拟通过集中竞价的方式回购部分公司股份，回购的股份将用于减少注册资本，资金总额不低于人民币 1 亿元 (含本数)，不超过人民币 2 亿元 (含本数)，回购价格不超过人民币 16.55 元/股 (含本数)。
- **分子筛需求下滑拖累业绩，医药板块持续承压，显示板块 OLED 保持增长。**根据公司 24 年经营数据披露，功能性材料实现营收 30.19 亿元 (YoY-10%)，毛利率 39.96%，同比-3.95pct；生命科学与医药产品实现营收 6.29 亿元 (YoY-29%)，毛利率 38.16%，同比+1.94pct。重点子公司：九目化学实现营收 9.62 亿元 (YoY+6%)，净利润 2.52 亿元 (YoY+13%)；三月科技实现营收 1.43 亿元 (YoY+31%)，净利润亏损 2109 万元 (23 年同期亏损 768 万元)；MP 实现营收 4.89 亿元 (YoY-12%)，净利润亏损 1900 万元 (23 年同期盈利 1329 万元)。具体分产品看，1) 分子筛：24 年以来，车用沸石分子筛受下游去库等影响需求较弱，叠加燃气重卡、新能源重卡渗透率提升，导致产品销量下滑，拖累了公司业绩；2) 显示材料：液晶材料业务相对稳定，OLED 材料保持高增长，终端材料以及显示用 PI 取向剂、PSPI 等持续放量。
- **分子筛新应用领域拓展有望打开新增长点，积极布局 PI、光刻胶材料等新业务，新材料平台未来可期。**2025 年 1 月，公司控股股东、实际控制中国节能与中石化资本签署股份转让协议，中国节能拟通过协议转让的方式向中石化资本转让其持有的 46,505,308 股公司无限售流通股股份 (占公司总股本的 5%)；25 年 3 月，公司公告与中国石化催化剂有限公司签署《项目合作意向书》，推动公司模板剂、分子筛产品在新领域的产业化应用。此外，欧盟 7 级排放标准将于 25 年 7 月 1 日逐步在不同新车型开始执行，有望带动车用分子筛需求逐步恢复。新业务方面：1) TFT 用 PI 取向剂、OLED 用光敏性 PSPI、OLED 升华后材料均已在下游面板厂实现供应；2) 积极布局热塑性 PI，开发的 PTP-01 产品已实现中试级产品供应，产业化项目建设有序推进；3) 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均已实现供应；4) 同时公司在燃料电池无氟质子交换膜、钙钛矿太阳能电池材料、PEEK 等新材料方面有序推进，未来有望成为公司业务新增长点。
- **投资分析意见：**考虑分子筛、医药等业务恢复仍需时间，新材料业务仍需持续投入，假设 2025-2027 年功能性材料营收增速分别为 13%、15%、17%，毛利率分别为 40.6%、41.4%、41.6%；大健康业务营收增速分别为 10%、8%、8%，毛利率分别为 40.2%、40.5%、40.9%，下调 2025-2026 年业绩预测为 3.79、4.90 亿元 (原值为 5.66、7.47 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 6.26 亿元，当前市值对应 PE 分别为 27、21、16X，随着高附加值新材料业务逐步起量，公司中长期成长性强，根据 Wind 一致预期，可比公司飞凯材料、德邦科技 2025 年平均 PE 为 33X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格大幅波动；2) 新项目进展不及预期；3) 下游需求不及预期。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,693	861	4,144	4,709	5,430
同比增长率 (%)	-14.2	-8.2	12.2	13.6	15.3
归母净利润 (百万元)	246	80	379	490	626
同比增长率 (%)	-67.7	-18.8	53.7	29.4	27.7
每股收益 (元/股)	0.26	0.09	0.41	0.53	0.67
毛利率 (%)	39.8	37.6	40.7	41.4	41.7
ROE (%)	3.5	1.1	5.2	6.4	7.7
市盈率	41		27	21	16

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“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	4,305	3,693	4,144	4,709	5,430
其中: 营业收入	4,305	3,693	4,144	4,709	5,430
减: 营业成本	2,476	2,223	2,456	2,760	3,165
减: 税金及附加	48	50	56	64	74
主营业务利润	1,781	1,420	1,632	1,885	2,191
减: 销售费用	133	124	137	151	174
减: 管理费用	362	365	373	400	434
减: 研发费用	365	423	450	480	500
减: 财务费用	-12	-6	14	10	7
经营性利润	933	514	658	844	1,076
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	16	-9	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-52	-145	-30	-25	-20
加: 投资收益及其他	48	38	30	30	30
营业利润	945	399	657	850	1,086
加: 营业外净收入	6	16	0	0	0
利润总额	951	416	657	850	1,086
减: 所得税	69	32	66	85	109
净利润	882	383	592	765	977
少数股东损益	119	137	213	275	352
归属于母公司所有者的净利润	763	246	379	490	626

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

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。