

万润股份(002643)

报告日期: 2025 年 05 月 12 日

平台型龙头短期承压，多款新材料驱动成长

——万润股份动态更新

事件

□ 4 月 25 日，公司发布 2024 年报：2024 年，公司实现营业收入 36.93 亿元，同比-14.22%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比-67.72%；加权平均净资产收益率为 3.53%，同比减少 8.00 个百分点。销售毛利率 39.81%，同比减少 2.68 个百分点；销售净利率 10.38%，同比减少 10.10 个百分点。

其中，2024Q4 实现营收 9.31 亿元，同比-17.62%，环比+15.43%；实现归母净利润-0.50 亿元，同环比由盈转亏；平均净资产收益率为-0.71%，同比减少 3.45 个百分点，环比减少 1.86 个百分点。销售毛利率 38.99%，同比减少 4.16 个百分点，环比减少 0.68 个百分点；销售净利率-1.06%，同比减少 21.73 个百分点，环比减少 14.12 个百分点。

□ 4 月 25 日，公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营收 8.61 亿元，同比-8.17%，环比-7.46%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比-18.76%，环比+260.81%；平均净资产收益率为 1.13%，同比减少 0.26 个百分点，环比增加 1.84 个百分点。销售毛利率 37.57%，同比减少 4.00 个百分点，环比减少 1.42 个百分点；销售净利率 12.59%，同比减少 1.64 个百分点，环比增加 13.65 个百分点。

点评

□ 沸石及医药业务承压，公司 2024 业绩同比回落

2024 年，公司实现营业收入 36.93 亿元，同比-14.22%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比-67.72%。公司业绩同比下滑，一方面受下游需求变化影响，公司沸石系列环保材料等产品订单减少导致营业收入减少、毛利率下降；另一方面，因部分 2023 年阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求变化，公司医药产品业务业绩出现回落。分板块看，2024 年公司功能性材料实现营收 30.19 亿元，同比-10.30%，毛利率达 39.96%，同比下滑 3.95 个百分点；生命科学与医药产品实现营收 6.29 亿元，同比-28.65%，毛利率达 38.16%，同比增加 1.94 个百分点。2025Q1，公司实现归母净利润 0.80 亿元，环比+1.30 亿元，其中毛利润环比减少 0.39 亿元，资产减值损失环比减少 1.43 亿元，研发费用环比减少 0.24 亿元。

□ OLED 材料稳步发展，PI、半导体制造材料等高速增长

公司作为国内 OLED 材料龙头，近年发展稳健，其中子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应商地位；子公司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，三月科技收入规模呈增长态势，2024 年实现营收 1.43 亿元，同比+31.43%。同时，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，其中三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料（取向剂）和 OLED 用光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料已经在下游面板厂实现供应；热塑性聚酰亚胺材料（PEI、TPI、PI-5218）也已实现销售。另外，公司积极开发其他高性能聚合物产品，其中公司目前已完成 PEEK 前期研发和中试工作，正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。作为平台型新材料龙头，随着公司前期布局的各类新材料逐步落地释放增量，看好公司中长期成长。

□ 全球沸石材料龙头，积极开拓非车用领域

投资评级：买入(首次)

分析师：李辉

执业证书号：S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师：汤永俊

执业证书号：S1230523120009

tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.07
总市值(百万元)	10,294.76
总股本(百万股)	929.97

股票走势图



相关报告

- 1 《全年业绩稳步增长，沸石材料进入持续放量期》 2019.03.28
- 2 《OLED 成品材料突破在即，环保材料稳步放量》 2019.03.05
- 3 《全年业绩预告增幅 20% 内，略低于预期》 2013.10.30

公司是全球领先的柴油车用沸石系列环保材料供应商，2024 年受部分地区市场需求下降影响，公司沸石系列环保材料经营承压。但在非车用沸石分子筛方面，公司积极开发吸附与催化类高性能分子筛的产品与客户，成功开发了不同种类的非车用沸石分子筛产品，可用于烟道气脱硝领域、炼油催化领域、VOCs 治理领域等，2024 年已在石油化工催化裂化、VOCs 治理领域实现销售。同时，2025 年 3 月，公司与中国石化催化剂有限公司签订《项目意向合作书》，合作内容包括产品经双方验证合格后，中国石化催化剂公司应及时联系万润股份按照产品型号、技术规格、价格和数量等进行采购。在遵守国家招标投标法律法规的前提下，中国石化催化剂公司支持万润股份参与模板剂、分子筛等产品的投标活动。中国石化催化剂公司承诺在万润股份招标中入围后，在约定范围内，优先足量采购万润股份的产品。随着非车用领域持续开拓，以及和相关客户深度绑定，公司沸石材料业务有望逐步企稳回升。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.88/4.85/6.05 亿元，EPS 分别为 0.42/0.52/0.65 元，现价对应 PE 为 26.57/21.21/17.00 倍。公司是国内新材料平台型公司，随着 OLED 成品材料、PI 材料、半导体制造材料、高性能聚合物等产品效益持续释放，看好公司中长期成长，给予“买入”评级。

□ 风险提示

政策落地情况、新产能建设进度不达预期、原材料价格波动、环保政策变动。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,693	4,053	4,672	5,396
(+/-) (%)	-14.22%	9.73%	15.29%	15.48%
归母净利润	246	388	485	605
(+/-) (%)	-67.72%	57.35%	25.27%	24.72%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.52	0.65
P/E	41.80	26.57	21.21	17.00

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,790	3,969	4,369	4,920
现金	1,005	1,188	1,337	1,693
交易性金融资产	230	230	230	230
应收账款	549	531	673	777
其它应收款	36	29	40	46
预付账款	35	40	48	52
存货	1,796	1,844	1,934	2,014
其他	138	107	107	107
非流动资产	6,801	7,376	7,774	8,140
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	175	227	296	388
固定资产	2,859	3,540	3,963	4,292
无形资产	448	464	464	463
在建工程	1,996	1,743	1,622	1,524
其他	1,322	1,402	1,431	1,472
资产总计	10,591	11,345	12,143	13,060
流动负债	1,327	1,495	1,635	1,935
短期借款	240	280	327	426
应付款项	477	633	671	762
预收账款	0	0	0	0
其他	611	582	636	747
非流动负债	1,491	1,690	1,890	1,940
长期借款	1,352	1,552	1,752	1,802
其他	140	138	138	138
负债合计	2,819	3,185	3,524	3,875
少数股东权益	763	899	1,052	1,223
归属母公司股东权	7,009	7,261	7,567	7,962
负债和股东权益	10,591	11,345	12,143	13,060

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,096	1,260	1,160	1,530
净利润	383	524	639	776
折旧摊销	457	514	604	662
财务费用	22	74	84	92
投资损失	1	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	89	138	(178)	(14)
其它	144	13	13	14
投资活动现金流	(819)	(1,081)	(994)	(1,022)
资本支出	(1,108)	(961)	(882)	(871)
长期投资	286	(115)	(112)	(151)
其他	3	(6)	1	1
筹资活动现金流	(15)	(3)	(17)	(153)
短期借款	210	40	47	99
长期借款	348	200	200	50
其他	(573)	(243)	(264)	(302)
现金净增加额	270	183	149	356

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,693	4,053	4,672	5,396
营业成本	2,223	2,495	2,843	3,246
营业税金及附加	50	49	56	65
营业费用	124	134	154	178
管理费用	365	365	420	486
研发费用	423	405	467	540
财务费用	(6)	64	72	78
资产减值损失	(145)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	1	1	1
其他经营收益	39	41	47	54
营业利润	399	563	687	838
营业外收支	16	7	7	6
利润总额	416	569	694	844
所得税	32	46	56	67
净利润	383	524	639	776
少数股东损益	137	136	153	171
归属母公司净利润	246	388	485	605
EBITDA	891	1,146	1,370	1,584
EPS（最新摊薄）	0.26	0.42	0.52	0.65

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-14.22%	9.73%	15.29%	15.48%
营业利润	-57.76%	40.93%	22.14%	21.96%
归属母公司净利润	-67.72%	57.35%	25.27%	24.72%
获利能力				
毛利率	39.81%	38.43%	39.16%	39.84%
净利率	6.67%	9.56%	10.39%	11.22%
ROE	3.51%	5.34%	6.42%	7.60%
ROIC	4.20%	5.75%	6.51%	7.35%
偿债能力				
资产负债率	26.62%	28.07%	29.02%	29.67%
净负债比率	9.61%	9.54%	10.16%	7.28%
流动比率	2.86	2.65	2.67	2.54
速动比率	1.40	1.32	1.39	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.37	0.40	0.43
应收账款周转率	6.45	7.69	8.12	7.81
应付账款周转率	4.32	4.65	4.58	4.71
每股指标(元)				
每股收益	0.26	0.42	0.52	0.65
每股经营现金	1.18	1.36	1.25	1.65
每股净资产	7.54	7.81	8.14	8.56
估值比率				
P/E	41.80	26.57	21.21	17.00
P/B	1.47	1.42	1.36	1.29
EV/EBITDA	13.37	9.66	8.15	6.92

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>