

2025 年 08 月 22 日

万润股份（002643.SZ）

公司快报

业绩环比改善，新材料布局未来可期

投资要点

- ◆ **事件：**万润股份发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营收 18.70 亿元，同比下滑 4.42%；归母净利润 2.18 亿元，同比增长 1.35%；扣非归母净利润 2.09 亿元，同比增长 6.90%；毛利率 38.75%，同比下滑 1.5pct；净利率 14.44%，同比下滑 0.27pct。单季度看，2025Q2 实现营收 10.09 亿元，同比下滑 0.95%，环比增长 17.12%；归母净利润 1.38 亿元，同比增长 18.25%，环比增长 73.13%；扣非归母净利润 1.33 亿，同比增长 24.30%，环比增长 75.09%；毛利率 39.77%，同比提升 0.73pct，环比提升 2.2pct；净利率 16.02%，同比提升 0.87pct，环比提升 3.43pct。
- ◆ **生命科学与医药板块需求上升业绩回暖。**由于客户需求增加，子公司 MP 销售实现增长，经营业绩相应提升，MP 在 2025 上半年实现收入 3.16 亿元，净利润 0.35 亿元。在 MP 带动下，公司 2025H1 生命科学与医药板块回暖，收入 3.76 亿元，同比增长 20.80%，占整体收入比重 20.09%，毛利率 38.56%同比提升 1.36pct。公司涉足医药中间体、原料药、成药制剂、生命科学、体外诊断等多个领域，并积极与国际知名医药企业开展基于 CMO、CDMO 模式的原料药项目。
- ◆ **沸石和显示材料影响功能性材料板块小幅下滑。**2025H1 公司功能性材料板块实现收入 14.69 亿元，同比下降 9.55%，占整体收入比重提升至 78.58%，毛利率 38.68% 同比下降 1.99pct。公司沸石系列环保材料目前理论产能近万吨，销量较比去年同期一定程度上仍受到部分地区市场需求下降影响。公司成功开发了不同种类的非车用沸石分子筛产品，并已在石油化工催化裂化、VOCs（挥发性有机化合物）治理领域实现销售。报告期内，公司与中国石化催化剂有限公司签署《项目合作意向书》，未来有望开展业务合作。公司继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位，不断研发新产品，继续优化液晶材料产品工艺与产能结构。子公司烟台九目化学股份有限公司的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应商地位，但受阶段性订单分布的影响，收入 3.80 亿元同比有所下降，经营业绩相应下降。控股子公司三月科技自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应，收入规模呈增长态势。万润工业园一期 C01 车间产能 500 吨，公司控股子公司九目化学生产基地 A04 项目产能 70 吨、A05 项目产能 70 吨，三月科技综合技术研发中心暨新型光电材料高端生产基地项目产能 30 吨，以上项目正在积极推进中。
- ◆ **新材料多领域布局提升竞争力。**公司在半导体制造材料、聚酰亚胺材料 PI 等电子信息材料以及新能源材料等多个领域积极布局，提升核心竞争力。半导体材料主要包括光刻胶单体、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，现已有相关产品实现供应，业务呈现较好增长态势；PI 材料方面，显示领域聚酰亚胺单体材料已有产品实现批量供应，而关于显示领域聚酰亚胺成品材料，公司控股子公司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。三月科技自主知识产权的 TFT 用 PI 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，国产替代前景广阔。热塑性 PI 材料包括 PEI、TPI、PI-5218

基础化工 | 电子化学品III

投资评级

增持(维持)

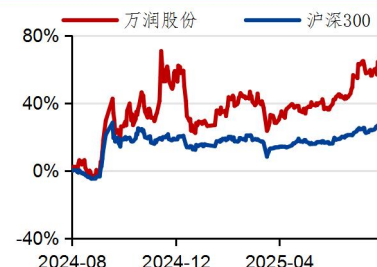
股价(2025-08-21)

13.32 元

交易数据

总市值（百万元）	12,293.82
流通市值（百万元）	12,111.82
总股本（百万股）	922.96
流通股本（百万股）	909.30
12 个月价格区间	13.23/7.88

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.9	13.48	30.35
绝对收益	7.85	22.97	59.44

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001
luohongyong@huajinsc.cn

相关报告

均已实现销售，其中 PTP-01（PEI）产品的量产线将投入试生产，理论产能 1500 吨/年，应用于光纤连接器、航空航天复合材料等领域。聚醚醚酮（PEEK）材料已有中试产品产出，性能属于高端产品，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。“年产 65 吨 PR 树脂系列产品项目”已于前期投入使用，并根据客户定制需求生产供应；TPI、PI-5218 等使用现有通用产能可生产，此外，公司开始筹备万润工业园二期 C05 项目，初步计划投资 2.87 亿元用于扩建公司光刻胶用相关材料产能与显示用聚酰亚胺材料产能 1,451 吨。新能源材料方面，新能源电池用电解液添加剂已应用于下游市场，业务处于增长态势，并与国内高校合作开展固态电池材料方面的研究。公司 2014 年开始布局开发钙钛矿光伏材料，逐步实现了相关产品技术积累和部分产品的专利布局，现已有钙钛矿光伏材料实现供应。九目化学于 2021 年承担“无氟高稳定支状多元嵌段式燃料电池质子膜材料项目”，已有中试产品向下游销售。

◆ **投资建议：**公司生命科学与医药板块回暖，液晶显示材料和环保材料领先地位稳固，积极布局 PI 材料、光刻胶、新能源材料、PEEK 材料等产品并推动客户验证和导入，有望陆续进入收获期，助力长期成长。由于业务进度和景气度变化，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 41.48(原 70.25)/45.94/51.67 亿元，同比分别增长 12.3%/10.8%/12.5%，归母净利润分别为 4.19(原 11.86)/5.00/6.07 亿元，同比分别增长 70.3%/19.1%/21.5%，对应 PE 分别为 29.3x/24.6x/20.2x；维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**下游需求不及预期；客户验证导入低于预期；项目进度低于预期；原材料大幅波动；汇率大幅波动

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,305	3,693	4,148	4,594	5,167
YoY(%)	-15.3	-14.2	12.3	10.8	12.5
归母净利润(百万元)	763	246	419	500	607
YoY(%)	5.8	-67.7	70.3	19.1	21.5
毛利率(%)	42.5	39.8	38.7	41.1	42.8
EPS(摊薄/元)	0.83	0.27	0.45	0.54	0.66
ROE(%)	11.5	4.9	7.8	8.7	9.7
P/E(倍)	16.1	49.9	29.3	24.6	20.2
P/B(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
净利率(%)	17.7	6.7	10.1	10.9	11.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4009	3790	4208	4446	4678
现金	738	1005	1212	1359	1433
应收票据及应收账款	606	549	557	591	624
预付账款	46	35	56	45	69
存货	1957	1796	1971	2037	2128
其他流动资产	661	405	413	414	424
非流动资产	6126	6801	7415	7998	8724
长期投资	19	175	333	489	645
固定资产	3033	2859	3559	4205	4907
无形资产	468	455	469	458	451
其他非流动资产	2606	3312	3054	2846	2721
资产总计	10135	10591	11623	12444	13403
流动负债	1323	1327	1712	1920	2128
短期借款	30	240	240	240	240
应付票据及应付账款	595	477	653	699	779
其他流动负债	698	611	818	981	1109
非流动负债	1150	1491	1587	1651	1685
长期借款	1004	1352	1447	1512	1545
其他非流动负债	146	140	140	140	140
负债合计	2472	2819	3299	3572	3813
少数股东权益	670	763	989	1258	1585
股本	930	930	930	930	930
资本公积	2614	2585	2585	2585	2585
留存收益	3495	3463	3866	4346	4932
归属母公司股东权益	6992	7009	7336	7615	8005
负债和股东权益	10135	10591	11623	12444	13403

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1084	1096	611	800	876
净利润	882	383	645	769	934
折旧摊销	442	443	62	70	79
财务费用	-12	-6	-39	-49	-60
投资损失	-0	1	-4	-2	-1
营运资金变动	-343	89	-53	11	-76
其他经营现金流	114	186	-1	-0	-0
投资活动现金流	-1703	-819	-672	-651	-803
筹资活动现金流	350	-15	268	-1	2

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.83	0.27	0.45	0.54	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.19	0.66	0.87	0.95
每股净资产(最新摊薄)	7.58	7.59	7.95	8.25	8.67

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4305	3693	4148	4594	5167
营业成本	2476	2223	2542	2705	2957
营业税金及附加	48	50	38	45	57
营业费用	133	124	133	150	167
管理费用	362	365	347	399	456
研发费用	365	423	350	407	481
财务费用	-12	-6	-39	-49	-60
资产减值损失	-36	-154	-106	-129	-134
公允价值变动收益	1	0	1	0	0
投资净收益	0	-1	4	2	1
营业利润	945	399	714	850	1016
营业外收入	8	18	8	9	11
营业外支出	2	1	8	9	5
利润总额	951	416	714	850	1022
所得税	69	32	69	81	87
税后利润	882	383	645	769	934
少数股东损益	119	137	226	269	327
归属母公司净利润	763	246	419	500	607
EBITDA	1440	933	804	945	1123

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-15.3	-14.2	12.3	10.8	12.5
营业利润(%)	-2.9	-57.8	78.9	18.9	19.6
归属于母公司净利润(%)	5.8	-67.7	70.3	19.1	21.5
获利能力					
毛利率(%)	42.5	39.8	38.7	41.1	42.8
净利率(%)	17.7	6.7	10.1	10.9	11.8
ROE(%)	11.5	4.9	7.8	8.7	9.7
ROIC(%)	11.0	5.1	7.1	8.0	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	26.6	28.4	28.7	28.4
流动比率	3.0	2.9	2.5	2.3	2.2
速动比率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.1	6.4	7.5	8.0	8.5
应付账款周转率	3.2	4.1	4.5	4.0	4.0
估值比率					
P/E	16.1	49.9	29.3	24.6	20.2
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.2	14.7	17.5	15.2	13.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn