

## 万润股份 (002643.SZ)

增持 (维持)

## 上半年业绩符合预期, 新材料布局成果显著

事件: 公司发布 2025 年半年报, 报告期内实现营业收入 18.70 亿元, 同比下降 4.42%, 归母净利润 2.18 亿元, 同比增长 1.35%, 扣非净利润 2.09 亿元, 同比增长 6.90%; 其中二季度单季实现营业收入 10.09 亿元, 同比下降 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%。

□ **功能性材料业务承压, OLED 材料持续突破。**报告期内, 公司功能性材料实现收入 14.69 亿元, 同比下降 9.55%, 毛利率 38.68%, 同比下降 1.99pct。公司继续保持全球领先的高端液晶单体材料供应商地位, 沸石环保材料销量一定程度上仍受到部分地区市场需求下降影响, 但应用于石油化工催化裂化、VOCs 治理领域的非车用分子筛产品已完成销售。公司 OLED 材料业务持续突破, 控股子公司九目化学实现营业收入 3.80 亿元、净利润 9325 万元, 因阶段性订单分布导致收入同比下降, 但仍保持升华前材料全球核心供应商地位; 三月科技 OLED 成品材料通过多家下游客户验证并实现批量供应。

□ **生命科学与医药业务快速增长, MP 公司贡献突出。**报告期内, 公司生命科学与医药产品收入 3.76 亿元, 同比增长 20.80%, 毛利率 38.56%, 同比提高 1.36 个百分点, 其中 MP 公司实现收入和净利润分别为 3.16 亿元、3459 万元, 同比均实现增长。公司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, 为建设成为全球一流的、提供完善的 CMO、CDMO 服务的生产基地奠定基础。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。

□ **新材料布局成果显著, 半导体与新能源业务齐头并进。**近年来, 公司在半导体制造材料、聚酰亚胺材料、其他高性能聚合物材料以及新能源材料等多个领域积极布局。报告期内, 公司启动万润工业园二期 C05 项目筹备工作, 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 1451 吨; 公司前期启动了“中节能万润(蓬莱) 新材料一期建设项目”, 用于扩增公司功能性材料产能, 该项目中的半导体制造材料生产车间已于 2025 年上半年开始试生产; 控股子公司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。在新能源材料领域, 公司钙钛矿光伏材料自完成专利布局后持续供应市场, 同时与高校合作开展固态电池材料的实验室开发工作。

□ **维持“增持”投资评级。**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 35、29、24 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。

周期/化工

目标估值: NA

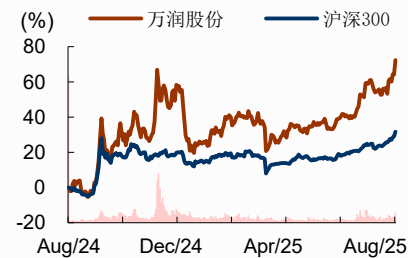
当前股价: 13.99 元

## 基础数据

总股本(百万股)	923
已上市流通股(百万股)	909
总市值(十亿元)	12.9
流通市值(十亿元)	12.7
每股净资产(MRQ)	7.8
ROE(TTM)	3.5
资产负债率	25.8%
主要股东	中国节能环保集团有限公司
主要股东持股比例	22.84%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	28	67
相对表现	7	18	35



## 相关报告

- 《万润股份(002643)——短期业绩有所承压, 新产品布局丰富值得期待》2025-04-27
- 《万润股份(002643)——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)——下游需求不足导致业绩承压, 新材料项目前景可期》2024-08-23

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

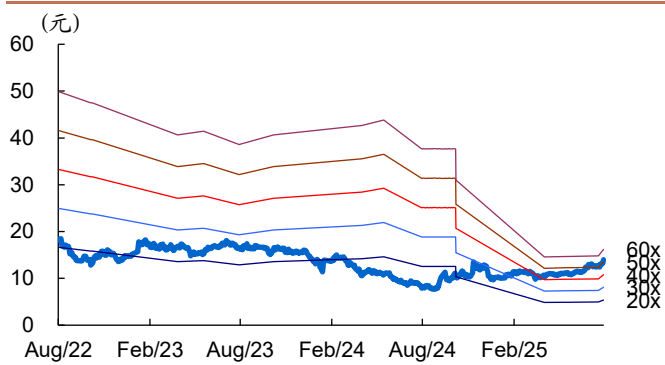
## 财务数据与估值

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

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	17.1	52.8	35.2	28.8	23.8
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>10135</b>	<b>10591</b>	<b>10911</b>	<b>11483</b>	<b>12214</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	1150	1491	1491	1491	1491
长期借款	1004	1352	1352	1352	1352
其他	146	140	140	140	140
<b>负债合计</b>	<b>2472</b>	<b>2819</b>	<b>2719</b>	<b>2782</b>	<b>2899</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>10135</b>	<b>10591</b>	<b>10911</b>	<b>11483</b>	<b>12214</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(1703)	(819)	(195)	(195)	(195)
资本支出	(1396)	(1108)	(234)	(234)	(234)
其他投资	(308)	289	39	39	39
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>(270)</b>	<b>262</b>	<b>456</b>	<b>493</b>	<b>382</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	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)
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	951	416	556	672	813
所得税	69	32	43	52	63
少数股东损益	119	137	144	167	202
<b>归属于母公司净利润</b>	763	246	369	452	547

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	17.1	52.8	35.2	28.8	23.8
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.0	15.0	11.4	10.3	9.4

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。