

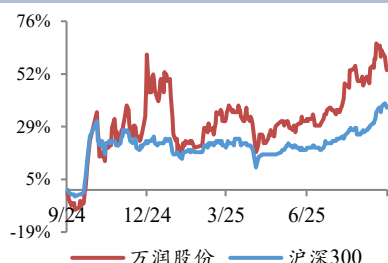
二季度业绩环比回暖，新材料持续放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-04

收盘价（元）	12.94
近 12 个月最高/最低（元）	14.99/7.70
总股本（百万股）	923
流通股本（百万股）	909
流通股比例（%）	98.52
总市值（亿元）	119
流通市值（亿元）	118

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘天其

执业证书号：S0010524080003

电话：17321190296

邮箱：liutq@hazq.com

相关报告

1. 万润股份：需求减少业绩承压，静待新材料放量 2025-04-29

2. 24 年 Q3 营收业绩承压，重点布局电子信息材料 2024-11-02

主要观点：

● 事件描述

● 2025 年 8 月 21 日，万润股份发布 2025 年半年度报告。25H1 公司实现营业总收入 18.70 亿元，同比-4.42%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比+1.35%；实现扣非归母净利润 2.09 亿元，同比+6.90%。25Q2 公司实现营业总收入 10.09 亿元，同比-0.95%，环比+17.12%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比+18.25%，环比+73.13%；实现扣非归母净利润 1.33 亿元，同比+24.30%，环比+75.09%。

● 二季度业绩回暖，产品结构优化与费用管控驱动盈利提升

25H1 公司实现营业总收入 18.70 亿元，同比-4.42%；25Q2 公司实现营业总收入 10.09 亿元，同比-0.95%，环比+17.12%。分板块看，功能性材料类产品、生命科学与医药类产品、其他业务收入分别实现营收 14.69/3.76/0.25 亿元，分别同比-9.55%/+20.80%/+19.20%，分别占比 78.58%/20.09%/1.33%。

25H1 实现归母净利润 2.18 亿元，同比+1.35%；25Q2 实现归母净利润 1.38 亿元，同比+18.25%，环比+73.13%，Q2 净利润环比高增。净利润提升得益于多维因素。收入端产品结构优化，功能性材料板块占比从 83.04%降至 78.58%，毛利率 38.68%，同比-1.99%；医药板块占比从 15.89%提升至 20.09%，毛利率 38.56%，同比+1.36%。成本端公司主营业务成本同比-2.02%，降幅小于收入降幅。管理费用同比-12.40%，主要源于公司优化内部管理、提升运营效率；公司维持了较高的研发投入强度，研发投入达 1.97 亿元，为后续产品迭代与技术创新储备动能。

● 产能扩张与产业合作并进，光刻胶、半导体及 OLED 项目取得实质进展

报告期内，公司围绕产能扩张与产业合作有一系列实质性进展。公司启动了万润工业园二期 C05 项目，计划投资 2.87 亿元以扩建光刻胶和聚酰亚胺材料的产能共计 1451 吨，目前项目的环境影响评价报告已进入公示阶段；前期重点投入的中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目迎来关键节点，半导体制造材料生产车间已于 2025 年上半年开始试生产，项目中的其他产品未来也将投入试生产；控股子公司三月科技及九目化学的 OLED 产能建设项目也在积极推进中，旨在巩固和扩大公司在 OLED 材料领域的先发优势与产能规模；公司与中国石化催化剂有限公司签署了《项目合作意向书》，双方拟在石油化工催化领域的模板剂与沸石分子筛产品领域开展业务合作，为公司沸石分子筛产品打开非车用市场的广阔空间。

● 研发驱动+平台化延伸构筑核心竞争力，多品类技术储备支撑长期增长

公司以“研发驱动+平台化延伸”为核心竞争力，围绕电子信息材料、环保

材料、新能源材料及生命科学与医药四大板块布局，具备多品类、多技术平台协同优势。作为国家级高新技术企业，拥有超 10000 种化合物技术储备和 800 余项专利，构筑深厚技术壁垒。长期发展路径上公司一方面巩固传统优势业务，在全球高端液晶单体和沸石环保材料领域处于领先地位，合作客户关系稳固，并积极拓展产品应用场景；另一方面精准布局高成长赛道，在电子信息材料领域突破国外垄断，实现半导体制造材料和显示用聚酰亚胺材料的供应，在新能源领域推进钙钛矿光伏与固态电池材料研发，布局生命科学与医药等高景气领域。依托化学合成技术平台持续横向拓展至新材料与医药大赛道的能力，是公司持续穿越周期、实现长期成长的核心逻辑。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.75、4.99、5.14 亿元，对应 PE 分别为 31、23、23 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 下游需求不及预期。
- (2) 原材料价格波动风险。
- (3) 新项目投产不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3693	3881	4789	4932
收入同比 (%)	-14.2%	5.1%	23.4%	3.0%
归属母公司净利润	246	375	499	514
净利润同比 (%)	-67.7%	52.2%	33.1%	3.1%
毛利率 (%)	39.8%	40.8%	41.1%	41.9%
ROE (%)	3.5%	5.1%	6.4%	6.2%
每股收益 (元)	0.26	0.41	0.54	0.56
P/E	46.15	31.23	23.46	22.76
P/B	1.59	1.60	1.50	1.41
EV/EBITDA	13.37	11.69	9.46	8.99

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3790	4290	5216	5826	营业收入	3693	3881	4789	4932
现金	1005	1625	2265	2858	营业成本	2223	2297	2819	2866
应收账款	546	480	843	528	营业税金及附加	50	58	67	70
其他应收款	36	29	53	33	销售费用	124	127	157	163
预付账款	35	37	47	47	管理费用	365	466	512	542
存货	1796	1792	1732	2169	财务费用	-6	50	59	69
其他流动资产	372	327	277	191	资产减值损失	-145	0	0	0
非流动资产	6801	7319	7812	8292	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	175	253	344	441	投资净收益	-1	1	0	0
固定资产	2859	2763	2594	2412	营业利润	399	546	742	771
无形资产	448	451	446	442	营业外收入	18	0	0	3
其他非流动资产	3318	3852	4428	4997	营业外支出	1	3	5	4
资产总计	10591	11609	13028	14118	利润总额	416	542	737	770
流动负债	1327	1540	1859	1842	所得税	32	46	60	63
短期借款	240	308	394	495	净利润	383	496	677	707
应付账款	474	591	767	587	少数股东损益	137	121	179	193
其他流动负债	614	641	698	759	归属母公司净利润	246	375	499	514
非流动负债	1491	1885	2307	2708	EBITDA	891	1052	1285	1342
长期借款	1352	1745	2168	2568	EPS (元)	0.26	0.41	0.54	0.56
其他非流动负债	140	140	140	140					
负债合计	2819	3425	4166	4549					
少数股东权益	763	884	1063	1255					
股本	930	921	921	921					
资本公积	2585	2509	2509	2509					
留存收益	3495	3869	4368	4882					
归属母公司股东权益	7009	7300	7799	8313					
负债和股东权益	10591	11609	13028	14118					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1096	1240	1126	1074	成长能力				
净利润	383	496	677	707	营业收入	-14.2%	5.1%	23.4%	3.0%
折旧摊销	457	457	484	502	营业利润	-57.8%	36.7%	36.1%	3.9%
财务费用	22	60	75	92	归属于母公司净利	-67.7%	52.2%	33.1%	3.1%
投资损失	1	-1	0	0	获利能力				
营运资金变动	89	224	-116	-227	毛利率 (%)	39.8%	40.8%	41.1%	41.9%
其他经营现金流	438	275	799	936	净利率 (%)	6.7%	9.7%	10.4%	10.4%
投资活动现金流	-819	-938	-919	-890	ROE (%)	3.5%	5.1%	6.4%	6.2%
资本支出	-1108	-844	-839	-828	ROIC (%)	4.2%	5.2%	6.4%	6.0%
长期投资	286	-99	-85	-67	偿债能力				
其他投资现金流	3	5	5	5	资产负债率 (%)	26.6%	29.5%	32.0%	32.2%
筹资活动现金流	-15	318	433	409	净负债比率 (%)	36.3%	41.8%	47.0%	47.5%
短期借款	210	68	86	101	流动比率	2.86	2.79	2.81	3.16
长期借款	348	393	422	400	速动比率	1.40	1.53	1.79	1.89
普通股增加	0	-9	0	0	营运能力				
资本公积增加	-29	-75	0	0	总资产周转率	0.36	0.35	0.39	0.36
其他筹资现金流	-544	-60	-75	-92	应收账款周转率	6.45	7.57	7.24	7.20
现金净增加额	270	620	640	594	应付账款周转率	4.32	4.32	4.15	4.23

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.26	0.41	0.54	0.56	P/E	46.15	31.23	23.46	22.76
每股经营现金流薄)	1.19	1.34	1.22	1.16	P/B	1.59	1.60	1.50	1.41
每股净资产	7.54	7.91	8.45	9.01	EV/EBITDA	13.37	11.69	9.46	8.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。