

分析师：石临源
登记编码：S0730525020001
shily@ccnew.com 0371-86537085

顺酐酸酐衍生物量增价减，上半年公司业绩承压

——濮阳惠成(300481)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

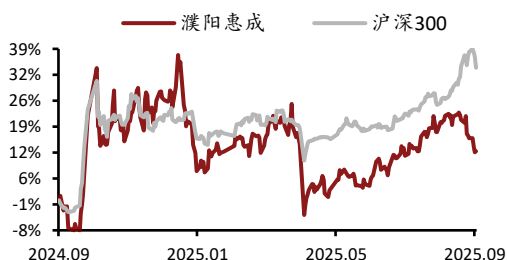
市场数据(2025-09-04)

收盘价(元)	14.39
一年内最高/最低(元)	18.04/12.13
沪深 300 指数	4,365.21
市净率(倍)	1.73
流通市值(亿元)	41.74

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	8.31
每股经营现金流(元)	0.27
毛利率(%)	18.89
净资产收益率_摊薄(%)	2.91
资产负债率(%)	16.85
总股本/流通股(万股)	29,185.54/29,007.56
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《濮阳惠成(300481)公司点评报告：三季度收入环比增长，合资设立公司研发特种酚新材料》 2024-10-25

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 09 月 05 日

事件：公司公布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 7.21 亿元，同比增长 0.36%。实现归属母公司股东的净利润 0.71 亿元，同比下滑 37.22%，扣非后的归母净利润 0.66 亿元，同比下滑 38.12%，基本每股收益 0.24 元。

投资要点：

- **营业收入微增但顺酐酸酐衍生物毛利率显著下滑。**2025 年上半年公司实现营业收入 7.21 亿元，同比增长 0.36%。分产品看，顺酐酸酐衍生物实现销量 4.2 万吨，同比增长 9.87%，实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 3.74%，平均销售单价为 11557.73 元/吨，同比下降 5.69%，毛利率为 15.97%，较去年同期减少 4.48 pct；功能性中间体实现营业收入 1.28 亿元，同比下降 8.42%，毛利率为 33.97%，较去年同期减少 3.76 pct。受营业成本增加影响，顺酐酸酐衍生物毛利率下降，上半年顺酐酸酐衍生物营业成本为 4.49 亿元，同比增加 9.58%。
- **期间费用率增加，公司盈利能力承压。**从盈利能力上来看，上半年公司综合毛利率为 18.89%，较去年同期减少 4.21pct，盈利能力减弱。公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.86%/8.84%/-1.41%/5.82%，较去年同期分别+0.42/+0.98/+0.99/+0.64 pct。销售、管理、财务费用率合计 8.29%，较去年同期增加 2.38pct。其中销售费用同比增长 94.32%，主要系销售推广费用增加所致，财务费用同比增长 40.94%，主要受汇兑损失影响。受公司毛利率下降叠加期间费用率上升影响，公司实现扣非后的归母净利润 0.66 亿元，同比下滑 38.12%。
- **产能持续扩张，具有柔性化生产优势。**受益于风电能源推广、新型复合材料的广泛应用、电子信息产业的快速发展，我国对顺酐酸酐衍生物的需求持续增长。公司是顺酐酸酐衍生物龙头生产企业之一，产品广泛应用于电子元器件封装、电气设备绝缘、风电等领域。随着需求增加，近年来公司顺酐酸酐衍生物销量稳步提升，2025 年上半年销量达 4.62 万吨，同比增加 10%。从产能布局来看，随着古雷生产基地于 2024 年 12 月正式投产，公司顺酐酸酐衍生物年产能已提升至 14.37 万吨。公司产品生产设备的规格多样化，可柔性化生产，能够满足客户对于产品型号、采购数量的不同要求。目前公司已积累包括亨斯迈 (Huntsman)、Westlake、OLED 材料商等多家国际知名客户。
- **加大研发投入，自主创新能力较强。**公司是国家高新技术企业，已获得授权专利 112 项 (68 项发明专利，44 项实用新型专利)。子公

司惠成研究院是国家级“专精特新”小巨人企业。报告期内，惠成研究院的“濮阳市 OLED 显示材料中间体工程研究中心”获批。公司坚持持续性的技术研发投入，2025 年上半年，公司研发费用为 4197.58 万元，同比增长 12.79%，研发强度持续提升。公司积极进行研发投入，能够为降低生产成本，开发新产品满足市场需求提供有力保障。

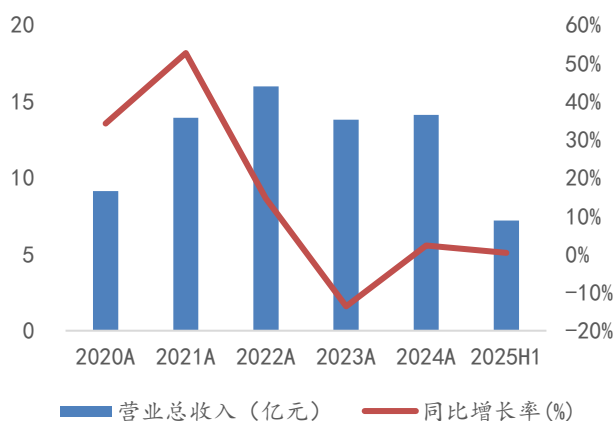
- **盈利能力与投资建议：**由于公司主营业务毛利率下滑，盈利能力减弱，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 14.74/15.57/16.57 亿元，净利润为 1.69/1.80/1.93 亿元，对应的 EPS 为 0.58/0.62/0.66 元，对应的 PE 为 24.81/23.36/21.72 倍。考虑到公司是国内顺酐类衍生物龙头之一，同时具有产能和柔性生产优势，且下游风电和电子类需求仍有一定增长空间，我们维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，行业竞争加剧，下游需求不及预期，新材料研发进度不及预期。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,379	1,411	1,474	1,557	1,657
增长比率（%）	-13.63	2.31	4.47	5.61	6.45
净利润（百万元）	235	192	169	180	193
增长比率（%）	-44.32	-18.53	-11.64	6.22	7.53
每股收益(元)	0.81	0.66	0.58	0.62	0.66
市盈率(倍)	17.86	21.93	24.81	23.36	21.72

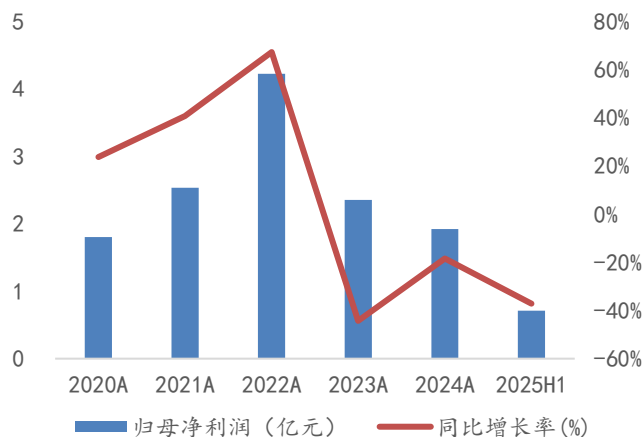
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司 2020-2025H1 营业总收入和同比增长率



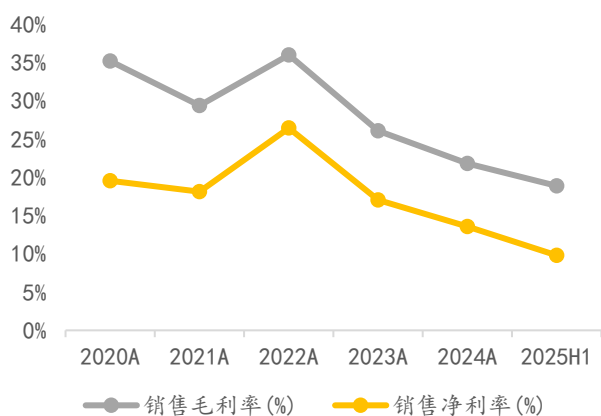
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司 2020-2025H1 归母净利润和同比增长率



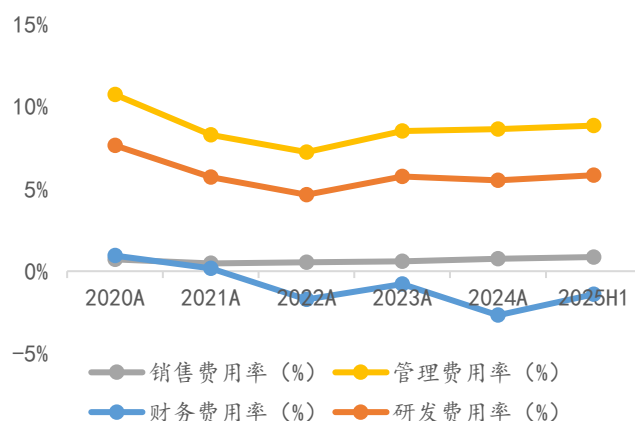
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司 2020-2025H1 销售毛利率和净利率



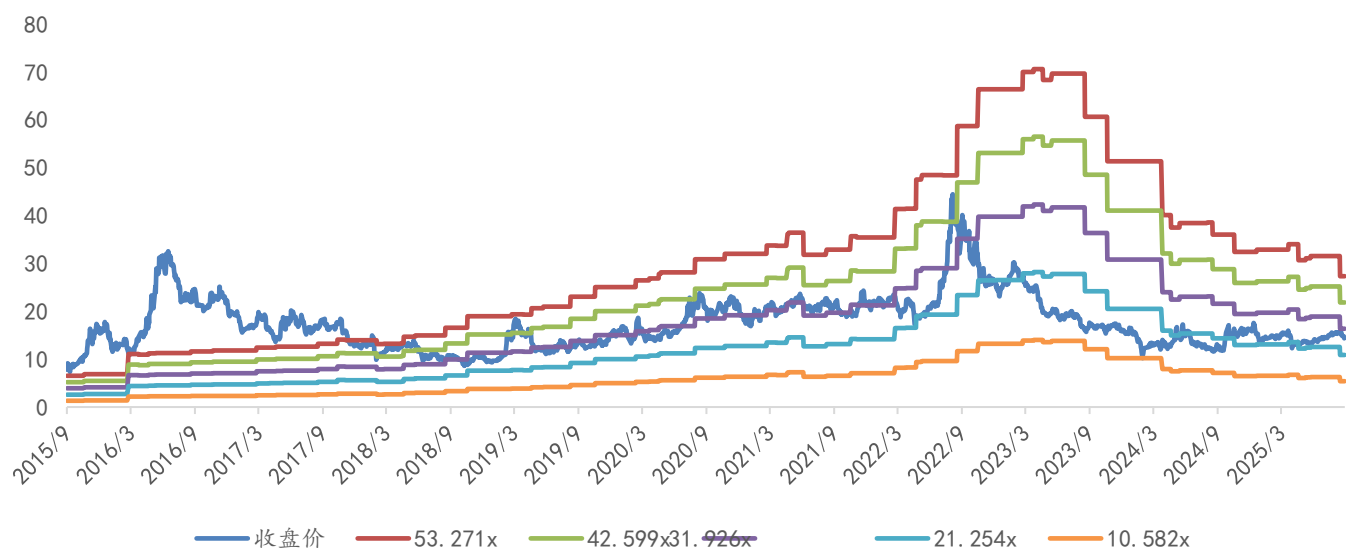
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司 2020-2025H1 各项费用率



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 5：公司 2016-2025 PE/PB-Band



资料来源：Wind，中原证券研究所

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	1,893	1,779	1,934	2,054	2,151
现金	647	1,013	1,086	1,175	1,237
应收票据及应收账款	287	250	279	292	301
其他应收款	8	7	7	8	9
预付账款	15	16	18	19	20
存货	176	150	158	167	176
其他流动资产	761	343	386	393	408
非流动资产	929	1,034	1,013	1,024	1,025
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	465	822	792	803	805
无形资产	173	168	168	168	168
其他非流动资产	291	44	53	53	53
资产总计	2,822	2,813	2,947	3,078	3,176
流动负债	202	381	446	459	430
短期借款	70	100	120	130	135
应付票据及应付账款	84	145	242	244	208
其他流动负债	48	136	83	85	87
非流动负债	174	20	30	30	30
长期借款	151	0	0	0	0
其他非流动负债	23	20	30	30	30
负债合计	376	402	476	489	460
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	296	296	292	292	292
资本公积	994	986	939	939	939
留存收益	1,161	1,177	1,288	1,406	1,532
归属母公司股东权益	2,446	2,412	2,472	2,590	2,716
负债和股东权益	2,822	2,813	2,947	3,078	3,176

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	347	247	253	227	209
净利润	235	192	169	180	193
折旧摊销	59	61	80	89	99
财务费用	4	-27	2	3	3
投资损失	-24	-10	-17	-17	-18
营运资金变动	69	28	22	-28	-68
其他经营现金流	4	4	-3	1	1
投资活动现金流	-180	12	-38	-83	-83
资本支出	-184	-184	-51	-101	-101
长期投资	-32	155	0	0	0
其他投资现金流	36	41	12	17	18
筹资活动现金流	-221	-205	-141	-55	-64
短期借款	-80	30	20	10	5
长期借款	26	-151	0	0	0
普通股增加	0	-1	-4	0	0
资本公积增加	-1	-7	-47	0	0
其他筹资现金流	-166	-76	-110	-65	-69
现金净增加额	-51	62	73	89	62

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,379	1,411	1,474	1,557	1,657
营业成本	1,020	1,103	1,189	1,255	1,335
营业税金及附加	14	12	13	14	14
营业费用	8	11	13	13	14
管理费用	38	44	44	45	46
研发费用	79	78	80	86	91
财务费用	-11	-38	-28	-30	-33
资产减值损失	-5	-2	0	0	0
其他收益	14	12	12	13	14
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	24	10	17	17	18
资产处置收益	0	-2	0	0	0
营业利润	265	220	193	205	220
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	265	220	192	204	219
所得税	30	28	23	24	26
净利润	235	192	169	180	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	235	192	169	180	193
EBITDA	287	236	243	263	285
EPS (元)	0.81	0.66	0.58	0.62	0.66

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-13.63	2.31	4.47	5.61	6.45
营业利润 (%)	-45.26	-16.89	-12.52	6.10	7.52
归属母公司净利润 (%)	-44.32	-18.53	-11.64	6.22	7.53
获利能力					
毛利率 (%)	26.07	21.81	19.36	19.39	19.42
净利率 (%)	17.05	13.58	11.48	11.55	11.67
ROE (%)	9.61	7.94	6.85	6.94	7.12
ROIC (%)	7.59	5.84	5.48	5.55	5.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.32	14.27	16.14	15.88	14.49
净负债比率 (%)	15.37	16.65	19.24	18.88	16.94
流动比率	9.36	4.67	4.34	4.48	5.00
速动比率	6.26	3.80	3.49	3.63	4.07
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53
应收账款周转率	5.04	5.46	5.89	5.75	5.90
应付账款周转率	21.05	18.53	20.60	20.32	20.62
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.81	0.66	0.58	0.62	0.66
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.19	0.85	0.87	0.78	0.72
每股净资产 (最新摊薄)	8.38	8.26	8.47	8.87	9.31
估值比率					
P/E	17.86	21.93	24.81	23.36	21.72
P/B	1.72	1.74	1.70	1.62	1.55
EV/EBITDA	16.53	15.12	13.47	12.17	11.01

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。