

公司研究

业绩小幅增长，新产能建设及新品推广进展顺利

——万润股份（002643.SZ）2025 年三季报点评

要点

事件：公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营收 28.26 亿元，同比增长 2.31%；实现归母净利润 3.06 亿元，同比增长 3.27%；实现扣非后归母净利润 2.92 亿元，同比增长 14.02%。2025Q3，公司单季度实现营收 9.56 亿元，同比增长 18.62%，环比减少 5.19%；实现归母净利润 8747 万元，同比增长 8.41%，环比减少 36.75%。

点评：

营收小幅增长，维持高强度研发投入。2025 年前三季度，公司营收及归母净利润实现小幅增长，我们认为主要来自于生命科学与医药业务的贡献。毛利率方面，2025 年前三季度，公司综合毛利率为 39.2%，同比小幅下降 0.9pct。公司仍然维持较高的毛利率水平，同比的小幅波动主要可能来自于产品结构的变化。费用方面，2025 年前三季度公司销售、管理、财务费用率同比分别下降 0.23pct、0.52pct 和 0.38pct，显示出公司较好的费用控制能力。同时，2025 年前三季度公司研发费用率为 10.99%，仍然保持高强度的研发投入，将为公司后续增长奠定良好的基础。此外，2025 年公司计提资产减值准备 2599 万元，其中主要为存货跌价准备。

电子信息材料各品类推进顺利，积蓄未来发展动能。OLED 材料方面，公司控股子公司三月科技已有多项自主知识产权的 OLED 成品材料通过多家下游客户验证并实现供应，控股子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先地位。同时，九目化学向不特定合格投资者公开发行股票并在北交所上市的申请已于 2025 年 9 月 19 日获得受理。半导体材料及 PI 材料方面，公司万润工业园二期 C05 项目规划有光刻胶用相关材料产能 751 吨和显示用 PI 成品材料产能 700 吨。该项目建成后，将显著提升公司相关产品的供应能力，进一步推升公司行业地位。此外，公司 1500 吨/年 PEI 量产线已投入试生产，PEEK 材料具备 100 吨/年的中试线产能且已向多家下游送样。

盈利预测、估值与评级：公司业绩符合预期，我们维持公司盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.65、4.55、5.15 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品研发风险，客户导入进度不及预期，行业竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,305	3,693	4,008	4,428	4,905
营业收入增长率	-15.26%	-14.22%	8.51%	10.49%	10.77%
归母净利润（百万元）	763	246	365	455	515
归母净利润增长率	5.78%	-67.72%	48.22%	24.64%	13.22%
EPS（元）	0.82	0.26	0.40	0.49	0.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.91%	3.51%	5.02%	6.00%	6.50%
P/E	17	53	35	28	25
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-29，2023-2024 年公司总股本为 9.30 亿股，2025 年及以后公司总股本为 9.23 亿股。

买入（维持）

当前价：13.99 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

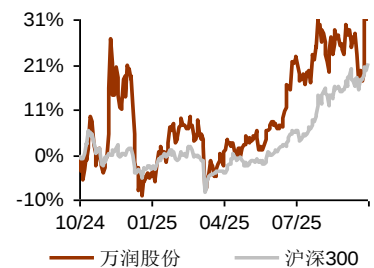
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.23
总市值(亿元):	129.12
一年最低/最高(元):	9.27/14.86
近 3 月换手率:	137.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.56	-5.75	13.93
绝对	1.75	8.62	36.00

资料来源：Wind

相关研报

产品销量减少及资产减值影响业绩，蓬莱项目预计 25H1 投产——万润股份（002643.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评（2025-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,305	3,693	4,008	4,428	4,905
营业成本	2,476	2,223	2,496	2,754	3,050
折旧和摊销	434	436	558	636	718
税金及附加	48	50	40	51	58
销售费用	133	124	132	144	162
管理费用	362	365	397	421	466
研发费用	365	423	461	487	540
财务费用	-12	-6	-22	-26	-31
投资收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	945	399	542	642	708
利润总额	951	416	558	658	725
所得税	69	32	56	66	72
净利润	882	383	502	592	652
少数股东损益	119	137	137	137	137
归属母公司净利润	763	246	365	455	515
EPS(元)	0.82	0.26	0.40	0.49	0.56

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,084	1,096	849	924	1,096
净利润	763	246	365	455	515
折旧摊销	434	436	558	636	718
净营运资金增加	585	-293	248	363	338
其他	-699	707	-323	-531	-475
投资活动产生现金流	-1,703	-819	-1,201	-1,201	-1,201
净资本支出	-1,395	-1,108	-1,200	-1,200	-1,200
长期投资变化	2	-157	0	0	0
其他资产变化	-311	446	-1	-1	-1
融资活动现金流	350	-15	148	361	200
股本变化	0	0	-7	0	0
债务净变化	545	381	226	484	338
无息负债变化	-554	-34	114	30	106
净现金流	-249	270	-204	84	95

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.5%	39.8%	37.7%	37.8%	37.8%
EBITDA 率	34.0%	30.7%	26.9%	28.3%	28.5%
EBIT 率	23.7%	18.7%	13.0%	13.9%	13.9%
税前净利润率	22.1%	11.3%	13.9%	14.9%	14.8%
归母净利润率	17.7%	6.7%	9.1%	10.3%	10.5%
ROA	8.7%	3.6%	4.4%	4.8%	4.9%
ROE (摊薄)	10.9%	3.5%	5.0%	6.0%	6.5%
经营性 ROIC	11.1%	7.4%	4.9%	5.3%	5.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	24%	27%	28%	30%	31%
流动比率	3.03	2.86	2.84	2.70	2.73
速动比率	1.55	1.50	1.34	1.26	1.26
归母权益/有息债务	5.19	4.06	3.72	3.11	2.86
有形资产/有息债务	6.55	5.39	5.17	4.55	4.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10,135	10,591	11,333	12,289	13,216
货币资金	738	1,005	802	886	981
交易性金融资产	517	230	230	230	230
应收账款	599	546	592	654	725
应收票据	7	3	4	4	4
其他应收款 (合计)	36	36	39	43	47
存货	1,957	1,796	2,045	2,281	2,552
其他流动资产	109	138	138	138	138
流动资产合计	4,009	3,790	3,890	4,283	4,727
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	19	175	175	175	175
固定资产	3,033	2,859	3,298	3,687	4,015
在建工程	1,396	1,996	2,127	2,225	2,299
无形资产	464	448	404	363	327
商誉	704	674	674	674	674
其他非流动资产	208	286	286	286	286
非流动资产合计	6,126	6,801	7,443	8,006	8,489
总负债	2,472	2,819	3,159	3,672	4,116
短期借款	30	240	166	350	388
应付账款	557	474	599	622	691
应付票据	39	3	3	4	4
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	3	3	3	3
流动负债合计	1,323	1,327	1,372	1,585	1,729
长期借款	1,004	1,352	1,652	1,952	2,252
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	62	63	63	63	63
非流动负债合计	1,150	1,491	1,787	2,087	2,387
股东权益	7,662	7,772	8,174	8,617	9,100
股本	930	930	923	923	923
公积金	3,060	3,050	3,050	3,050	3,050
未分配利润	3,049	2,998	3,270	3,575	3,922
归属母公司权益	6,992	7,009	7,274	7,580	7,926
少数股东权益	670	763	900	1,037	1,174

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.10%	3.37%	3.29%	3.25%	3.30%
管理费用率	8.41%	9.87%	9.90%	9.50%	9.50%
财务费用率	-0.27%	-0.17%	-0.55%	-0.59%	-0.63%
研发费用率	8.47%	11.46%	11.50%	11.00%	11.00%
所得税率	7%	8%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.10	0.16	0.18	0.19
每股经营现金流	1.17	1.18	0.92	1.00	1.19
每股净资产	7.52	7.54	7.88	8.21	8.59
每股销售收入	4.63	3.97	4.34	4.80	5.31

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	53	35	28	25
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.4	13.7	14.9	13.4	12.5
股息率	2.1%	0.7%	1.2%	1.3%	1.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP