

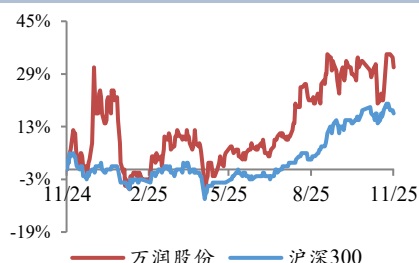
前三季度业绩符合预期，降本增效优化盈利结构

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-05

收盘价（元）	13.60
近 12 个月最高/最低（元）	14.99/9.35
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）	126
流通市值（亿元）	124

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：二季度业绩环比回暖，新材料持续放量 2025-09-04

2. 万润股份：需求减少业绩承压，静待新材料放量 2025-04-29

主要观点：

● 事件描述

2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年第三季度报告。公司 2025 年前三季度实现营业收入 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%；实现扣非归母净利润 2.92 亿元，同比 +14.02%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 9.56 亿元，同比 +18.62%/环比 -5.19%；实现归母净利润 0.87 亿元，同比 +8.41%/环比 -36.75%；实现扣非归母净利润 0.83 亿元，同比 +37.08%/环比 -37.75%。

● 业绩稳增彰显韧性，降本增效与研发投入筑牢根基。

2025 年前三季度，公司营业收入同比增长 2.31%、归母净利润同比增长 3.27%，整体业绩保持稳中有进的增长态势。这一增长主要依托生命科学与医药类业务的有力拉动，叠加公司降本增效成效显著。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 0.37pct，显示出较好的费用控制能力。其中，三季度财务费用同比大幅下降 180.75%，核心原因是本期带息负债规模与成本率同比下降导致利息支出减少，同时资金规模同比扩大带来利息收入增加，这一变化进一步优化了公司的盈利结构。值得关注的是，公司研发费用率仍维持在 10.99% 的高位水平，持续高强度的研发投入将为后续业务拓展和业绩增长奠定坚实基础。

● 多元业务梯队协同并进，成长动能持续夯实。

公司在 OLED、半导体等新材料领域的战略布局正持续深化，产品梯队日益丰富。在 OLED 材料领域，控股子公司三月科技的多款自主 OLED 成品材料已通过客户验证并实现稳定供应，收入规模保持良好增长态势；同时，九目化学在 OLED 升华前材料领域继续维持行业领先地位，其北交所 IPO 申请已于 2025 年 9 月 18 日获受理，资本化进程取得关键进展。在半导体与显示材料方面，公司正积极推进万润工业园二期 C05 项目建设，拟投资 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，项目建成后将显著增强公司在高端电子材料领域的综合供应能力。

● “股东增持”+“公司回购”，传递积极价值信号。

公司重要股东与公司自身同步采取行动，向市场传递强有力的积极信号。一方面，持股 5% 以上股东鲁银投资已于 2025 年 8 月完成其增持计划，累计增持公司股份 1.9851%，总金额约 2.01 亿元，充分体现了核心股东对公司内在价值与成长前景的高度认可。另一方面，为维护全体股东利益，公司股份回购计划也在稳步推进中。截至 2025 年 9 月 30

日，已回购股份 0.3029%，耗资约 3506 万元。值得注意的是，此次回购旨在减少公司注册资本，这将直接增厚每股收益，提升股东回报与公司长期投资价值。股东增持与公司回购的双重举措形成强劲信心合力，极大地强化了市场对公司未来发展的正面预期。

● 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 34、25、24 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	33.50	25.17	24.42
P/B	1.59	1.73	1.61	1.51
EV/EBITDA	13.37	12.52	10.14	9.64

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	4267	5192	5802	营业收入	3693	3881	4789	4932
现金	1005	1601	2241	2834	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	11585	13004	14094	利润总额	416	542	737	770
流动负债	1327	1540	1859	1842	所得税	32	46	59	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	1062	1255					
股本	930	919	919	919					
资本公积	2585	2488	2488	2488					
留存收益	3495	3869	4368	4882					
归属母公司股东权益	7009	7277	7775	8289					
负债和股东权益	10591	11585	13004	14094					

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%	36.0%	3.9%
财务费用	22	60	75	92	归属于母公司净利润	-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	935	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%	29.6%	32.0%	32.3%
筹资活动现金流	-15	295	433	409	净负债比率 (%)	36.3%	42.0%	47.1%	47.7%
短期借款	210	68	86	101	流动比率	2.86	2.77	2.79	3.15
长期借款	348	393	422	400	速动比率	1.40	1.51	1.77	1.88
普通股增加	0	-11	0	0	营运能力				
资本公积增加	-29	-97	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	596	639	593	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	33.50	25.17	24.42
每股经营现金流	1.19	1.34	1.22	1.16	P/B	1.59	1.73	1.61	1.51
每股净资产	7.54	7.88	8.42	8.98	EV/EBITDA	13.37	12.52	10.14	9.64

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。