

2025 年 11 月 25 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

中高端染料领军企业，双擎构建增长新空间

—万丰股份（603172.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

✉ gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-25

当前股价（元）	18.58
总市值（亿元）	25
总股本（百万股）	133
流通股本（百万股）	50
52 周价格范围（元）	12.22-19.58
日均成交额（百万元）	34.95

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

万丰股份发布 2025 年第三季度业绩报告：2025 年公司前三季度实现营业总收入 4.17 亿元，同比增长 10.57%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比增长 89.99%。其中，公司 2025Q3 单季度实现营业收入 1.42 亿元，同比下滑 0.54%，环比下滑 7.45%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比增长 86.55%，环比下滑 18.13%。

投资要点

■ 中高端分散染料领军企业，静待产能兑现

公司主营业务为细分领域中高端分散染料及其滤饼的研发、生产及销售，提供包括高水洗系列、特色系列、常规系列等多种分散染料。公司产品主要用于涤纶及其混纺织物的染色和印花，多年位列中国分散染料品牌前十名，下游客户包括昂高、安踏、李宁、阿迪达斯等。公司以精细、高端化业务模式与其他大型染料企业错位竞争，目前分散染料产能 1 万吨，另有 1 万吨分散染料技改提升项目在建。2025 年前三季度公司深化精益化运营，效率效益双提升，销售毛利率达到 26.75%，分别较 2023 和 2024 年全年毛利率水平+2.11pct 和 +3.56pct。随着分散染料价格逐步回暖以及公司新产能释放，公司业绩有望加速兑现。

■ 期间费用率稳健，现金流增长

期间费用方面，公司前三季度销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.11/+0.76/+0.61/-0.08pct；整体费用率波动较小，维持在合理区间。现金流方面，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 0.54 亿元，同比增加 0.19 亿元，主要来源于销售收入增加。

■ 免还原清洗染料与高端 PI 材料双擎驱动，打开增长空间

公司与东华大学联合技术攻关的“免还原清洗的高性能星链状分散染料”取得突破进展。免还原清洗染料通过染料分子之间的星链状链接和 $\pi-\pi$ 堆积，使染料在纤维内形成致密、

稳固的结构排列，从而一举省掉传统染色流程中的“还原清洗”和“中定型”两大高能耗、高污染环节。与传统染料相比，免还原清洗染料预计印染综合能耗可降低约 30%、印染污染物排放量可减少约 30%，同时具备出色的耐高温性能（最高可耐 180℃定型），pH 值适用范围宽（3.5-10），牢度卓越等优势。高端新材料方面，2025 年上半年公司依托自身在连续流硝化反应等关键领域积累的技术优势和量产经验，与浙江大学绍兴研究院强强联合，正式成立“浙江大学绍兴研究院-万丰股份联合研发中心”，并启动“高性能聚酰亚胺材料及石墨烯增强聚酰亚胺材料的开发”项目。未来有望改变国内高性能 PI 市场长期被国际巨头垄断的行业格局，成为公司第二成长曲线。

■ 盈利预测

公司深耕中高端分散染料这一细分领域，在建的一万吨产能投放后将显著增强业绩弹性。公司还前瞻性布局了免还原清洗染料与高端 PI 材料，有望成为新的业绩增长点。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.53、0.72、0.81 亿元，当前股价对应 PE 分别为 47.0、34.3、30.5 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

行业需求不及预期；行业竞争加剧；分散染料价格下行；公司项目建设不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	535	559	750	855
增长率（%）	6.3%	4.4%	34.2%	14.0%
归母净利润（百万元）	38	53	72	81
增长率（%）	-5.2%	37.5%	37.2%	12.4%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.40	0.54	0.61
ROE（%）	3.6%	4.8%	6.4%	6.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	535	559	750	855
现金及现金等价物	452	483	383	359	营业成本	411	413	547	624
应收款	293	305	410	467	营业税金及附加	5	6	8	9
存货	270	276	365	416	销售费用	16	17	22	26
其他流动资产	42	44	59	68	管理费用	46	48	65	74
流动资产合计	1,057	1,108	1,217	1,310	财务费用	-9	-9	-6	-5
非流动资产：					研发费用	18	19	26	29
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	72	76	107	124
固定资产	176	193	191	183	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	47	19	7	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	139	132	125	119	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	46	64	87	98
其他非流动资产	32	32	32	32	加：营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	394	376	356	336	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,451	1,484	1,573	1,647	利润总额	46	64	87	98
流动负债：					所得税费用	7	9	13	15
短期借款	71	71	71	71	净利润	39	54	74	83
应付账款、票据	145	148	196	223	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	121	121	121	121	归母净利润	38	53	72	81
流动负债合计	341	344	393	421					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	44	44	44	44	成长性				
其他非流动负债	4	4	4	4	营业收入增长率	6.3%	4.4%	34.2%	14.0%
非流动负债合计	48	48	48	48	归母净利润增长率	-5.2%	37.5%	37.2%	12.4%
负债合计	389	392	441	470	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.2%	26.0%	27.0%	27.0%
股本	133	133	133	133	四项费用/营收	13.5%	13.5%	14.3%	14.5%
股东权益	1,062	1,091	1,132	1,177	净利率	7.3%	9.7%	9.9%	9.7%
负债和所有者权益	1,451	1,484	1,573	1,647	ROE	3.6%	4.8%	6.4%	6.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	26.8%	26.4%	28.1%	28.5%
净利润	39	54	74	83	营运能力				
少数股东权益	1	1	2	2	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
折旧摊销	32	19	19	19	应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
营运资金变动	1	-17	-160	-89	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	73	57	-65	15	EPS	0.29	0.40	0.54	0.61
投资活动现金净流量	-80	12	13	13	P/E	64.7	47.0	34.3	30.5
筹资活动现金净流量	39	-25	-34	-38	P/S	4.6	4.4	3.3	2.9
现金流量净额	31	44	-85	-10	P/B	2.3	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工、新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。