

# 万润股份 (002643.SZ)

公司业绩符合预期，看好公司在功能性材料领域布局

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,305	3,693	4,020	4,550	5,254
增长率 yoy (%)	-15.3	-14.2	8.8	13.2	15.5
归母净利润 (百万元)	763	246	419	503	595
增长率 yoy (%)	5.8	-67.7	70.2	20.1	18.1
ROE (%)	11.5	4.9	6.2	7.3	8.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.83	0.27	0.45	0.55	0.64
P/E (倍)	16.8	52.1	30.6	25.5	21.6
P/B (倍)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**2025年10月30日，万润股份发布2025年三季报。公司2025年前三季度收入为28.26亿元，同比上升2.31%；归母净利润为3.06亿元，同比上升3.27%；扣非归母净利润为2.92亿元，同比上升14.02%。对应公司3Q25营业收入为9.56亿元，环比下降5.19%；归母净利润为0.87亿元，环比下降36.75%。

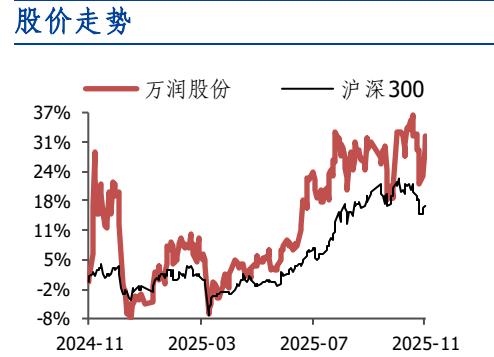
**点评：**沸石及液晶板块收入下降，业绩环比承压。公司2025年前三季度销售毛利率为39.20%，同比下降0.88pcts。公司季度营收环比下降的主要因为沸石系列环保材料及液晶材料收入环比下滑。

费用方面，公司2025年前三季度销售费用同比下降4.65%，销售费用率为3.13%，同比下降0.23pcts；财务费用同比下降180.75%，财务费用率为-0.17%，同比下降0.38pcts；管理费用同比下降3.17%，管理费用率为9.20%，同比下降0.52pcts；研发费用同比上升0.49%，研发费用率为10.99%，同比下降0.20pcts。

**公司各项活动产生的现金流净额波动较大。**2025年前三季度公司经营活动产生的现金流净额为9.82亿元，同比下降1.25%；投资活动产生的现金流净额为-3.65亿元，同比上升10.01%；筹资活动产生的现金流净额为-2.66亿元，同比下降302.43%。期末现金及等价物余额为13.61亿元，同比下降6.27%。应收账款同比下降4.92%，应收账款周转率有所上升，从2024年同期的4.82次上升到5.30次；存货同比下降9.45%，存货周转率有所上升，从2024年同期的0.85次上升到0.97次。

**公司新产能建设推进顺利，看好项目投产放量增厚利润。**根据公司2025年上半年报披露，公司于年内启动了万润工业园二期C05项目筹备工作，该项目初步计划投资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1451吨。根据公司2025年10月30日投资者交流纪要披露，项目具体包含半导体光刻胶用相关材料产能约751吨以及700吨的显示用PI成品材料产能，半导体相关材料主要包括光刻胶单体、光刻胶树脂、光致产酸剂及其他根据客户需求定制的相关半导体制造材料，该项目已开始建设，如推进顺利，有望在2026年年底左右完成建设。此外，公司前期启动了“中

买入 (维持评级)	
股票信息	
行业	基础化工
2025年11月27日收盘价 (元)	13.89
总市值 (百万元)	12,819.90
流通市值 (百万元)	12,630.12
总股本 (百万股)	922.96
流通股本 (百万股)	909.30
近3月日均成交额 (百万元)	333.50



## 作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

分析师 林森

执业证书编号: S1070525070002

邮箱: linsen@cgws.com

## 相关研究

1、《公司2Q25业绩环比回升，看好公司在新材料领域的布局》2025-09-08

节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”用于扩增公司功能性材料产能，该项目中的半导体制造材料生产车间已于 2025 年上半年开始试生产相关工作，该项目中的其他产品未来也将投入试生产。我们看好公司相关产能的建设，未来有望逐步投产贡献利润。

**投资建议：**我们预计万润股份 2025-2027 年收入分别为 40.20/45.50/52.54 亿元，同比增长 8.8%/13.2%/15.5%，归母净利润分别为 4.19/5.03/5.95 亿元，同比增长 70.2%/20.1%/18.1%，对应 EPS 分别为 0.45/0.55/0.64 元。结合公司 11 月 27 日收盘价，对应 PE 分别为 31/26/22 倍。我们看好公司相关产能的建设，未来有望逐步投产贡献利润，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业周期性波动风险；重要原材料价格上行的风险；技术研发及新产品替代风险；产业政策调整风险

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4009	3790	4640	4789	5861
现金	738	1005	1094	1380	1430
应收票据及应收账款	606	549	708	715	929
其他应收款	36	36	42	47	56
预付账款	46	35	53	47	69
存货	1957	1796	2374	2232	3010
其他流动资产	626	368	368	368	368
<b>非流动资产</b>	6126	6801	6725	6720	6798
长期股权投资	19	175	176	175	175
固定资产	3033	2859	3062	3264	3459
无形资产	468	455	469	458	451
其他非流动资产	2606	3312	3019	2823	2713
<b>资产总计</b>	10135	10591	11365	11508	12659
<b>流动负债</b>	1323	1327	1806	1635	2298
短期借款	30	240	396	240	634
应付票据及应付账款	595	477	714	601	896
其他流动负债	698	611	696	793	769
<b>非流动负债</b>	1150	1491	1213	941	680
长期借款	1004	1352	1073	802	540
其他非流动负债	146	140	140	140	140
<b>负债合计</b>	2472	2819	3019	2576	2978
少数股东权益	670	763	853	978	1142
股本	930	930	930	930	930
资本公积	2614	2585	2585	2585	2585
留存收益	3495	3463	3781	4173	4649
归属母公司股东权益	6992	7009	7494	7955	8539
<b>负债和股东权益</b>	10135	10591	11365	11508	12659

## 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4305	3693	4020	4550	5254
营业成本	2476	2223	2470	2728	3105
营业税金及附加	48	50	37	44	58
销售费用	133	124	129	149	170
管理费用	362	365	336	395	464
研发费用	365	423	339	403	489
财务费用	-12	-6	28	-3.7	-24
资产和信用减值损失	-36	-154	-162	-184	-213
其他收益	48	39	40	41	42
公允价值变动收益	1	0	1	0	0
投资净收益	0	-1	4	2	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	945	399	564	694	825
营业外收入	8	18	8	9	11
营业外支出	2	1	8	9	5
<b>利润总额</b>	951	416	564	694	830
所得税	69	32	54	66	71
<b>净利润</b>	882	383	509	628	759
归属于母公司净利润	763	246	419	503	595
EBITDA	1402	874	1062	1273	1512
EPS (元/股)	0.83	0.27	0.45	0.55	0.64

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-15.3	-14.2	8.8	13.2	15.5
营业利润 (%)	-2.9	-57.8	41.3	23.0	18.8
归属母公司净利润 (%)	5.8	-67.7	70.2	20.1	18.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	42.5	39.8	38.6	40.0	40.9
净利率 (%)	20.5	10.4	12.7	13.8	14.5
ROE (%)	11.5	4.9	6.2	7.3	8.3
ROIC (%)	10.6	4.5	5.9	7.1	8.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	24.4	26.6	26.6	22.4	23.5
净负债比率 (%)	8.8	10.1	8.6	-0.1	0.9
流动比率	3.0	2.9	2.6	2.9	2.6
速动比率	1.4	1.4	1.2	1.5	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	8.2	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	3.5	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.83	0.27	0.45	0.55	0.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.17	1.19	0.64	1.61	0.93
每股净资产 (最新摊薄)	7.58	7.59	7.95	8.25	8.66
<b>估值比率</b>					
P/E	16.8	52.1	30.6	25.5	21.6
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.8	16.3	13.4	10.7	9.2

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1084	1096	587	1485	857
净利润	882	383	509	628	759
折旧摊销	442	443	468	564	673
财务费用	-12	-6	28	-4	-24
投资损失	-0.4	0.5	-4	-2	-1
营运资金变动	-343	89	-576	116	-761
其他经营现金流	114	186	161	184	212
<b>投资活动现金流</b>	-1703	-819	-389	-556	-749
资本支出	1396	1108	393	559	752
长期投资	0	286	-0.2	0	1
其他投资现金流	-308	3	5	3	2
<b>筹资活动现金流</b>	350	-15	-265	-488	-452
短期借款	-110	210	156	-156	394
长期借款	659	348	-279	-271	-262
普通股增加	-0.02	0	0	0	0
资本公积增加	120	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-318	-544	-142	-61	-584
<b>现金净增加额</b>	-249	270	-67	442	-343

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

