

## 万润股份 (002643.SZ)

## 公司业绩稳步增长，高端新材料有望逐步放量

事件：公司发布 2025 年年报和 2026 年一季度报，2025 年公司实现收入 37.17 亿元，同比增长 0.63%，归母净利润 2.84 亿元，同比增长 15.51%，扣非净利润 2.62 亿元，同比增长 29.81%；2026 年一季度实现收入 10.15 亿元，同比增长 17.89%，归母净利润 0.88 亿元，同比增长 9.96%。

- **功能性材料收入小幅下降，OLED 材料业务稳步发展。**2025 年公司功能性材料收入 29.1 亿元，同比下降 3.6%，毛利率 40.35%，同比提高 0.35 pct，销量 5378 吨，同比下降 4.4%，销售均价 54.1 万元/吨，同比提高 0.8%。报告期内，公司控股子公司三月科技目前已有多个自主知识产权的 OLED 成品材料通过多家下游客户验证并实现供应，三月科技收入规模呈增长态势；公司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供应商地位。公司半导体制造材料、聚酰亚胺材料、其他高性能聚合物材料业务均取得了不同程度的进展，目前均处于布局发展阶段。公司继续保持全球领先的柴油车用沸石系列环保材料供应商地位，与中国石化催化剂有限公司签署《项目合作意向书》，并已开展业务合作。
- **生命科学与医药业务同比增长，积极布局与开发新产品。**2025 年公司生命科学与医药产品收入 7.5 亿元，同比增长 18.91%，毛利率 36.50%，同比下降 1.66 pct。报告期内，在医药产品方面，万润药业的西洛他唑片在第十一批国家药品集中采购中以第一顺位成功中选；在生命科学与体外诊断方面，公司将持续推动 MP 公司在开展完善内控体系建设、优化研发体系构建、拓展下游销售渠道等方面的相关工作，未来 MP 公司将依托健全的公司治理结构，不断提质增效，积极布局与开发新产品，开拓更多下游产品应用市场，促进公司生命科学与医药产业持续发展。2026 年初，万润药业首个独立研发原料药品种奥美沙坦酯通过欧盟药品监督管理局 (EDQM) 的严格审评，成功获得 CEP (欧洲药典适用性) 证书。
- **积极推进新项目建设投产，新产品布局丰富值得期待。**报告期内，公司启动万润工业园二期 C05 项目筹备工作，用于扩建光刻胶用相关材料产能与显示用聚酰亚胺材料产能，其中包括半导体光刻胶用相关材料产能约 751 吨/年、显示用聚酰亚胺成品材料产能约 700 吨/年；公司前期启动了“中节能万润(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和 PEI 材料生产车间已于 2025 年内开始试生产相关工作；公司控股子公司三月科技与九目化学新的 OLED 产能建设项目均在积极推进中。公司积极布局新能源材料领域，目前相关产品包括新能源电池材料、钙钛矿光伏材料等。此外，公司控股子公司九目化学无氟燃料电池质子膜材料已有中试产品向下游销售，下游用于相应验证与开发；固态电池材料硫化锂的中试线建设工作也在积极推进中。
- **维持“增持”投资评级。**由于部分产品放量低于预期，我们调整盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.40 亿、4.12 亿、4.87 亿元，EPS 分别为 0.37、0.45、0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 45、37、32 倍，维持“增持”投资评级

## 增持 (维持)

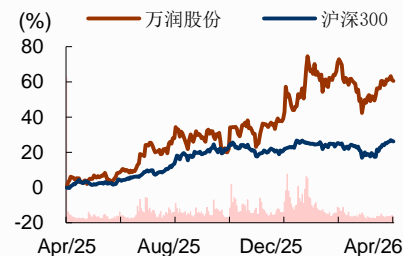
周期/化工  
目标估值: NA  
当前股价: 16.72 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	923
已上市流通股 (百万股)	909
总市值 (十亿元)	15.4
流通市值 (十亿元)	15.2
每股净资产 (MRQ)	7.7
ROE (TTM)	4.1
资产负债率	27.4%
主要股东	烟台市供销资本投资公司
主要股东持股比例	2.13%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	34	59
相对表现	6	31	33



## 相关报告

- 1、《万润股份 (002643) 一三季度业绩符合预期，新材料项目稳步推进》  
2025-10-30
- 2、《万润股份 (002643) 一上半年业绩符合预期，新材料布局成果显著》  
2025-08-24
- 3、《万润股份 (002643) 一短期业绩有所承压，新产品布局丰富值得期待》  
2025-04-27

周铮 S1090515120001  
✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn  
曹承安 S1090520080002  
✉ caochengan@cmschina.com.cn

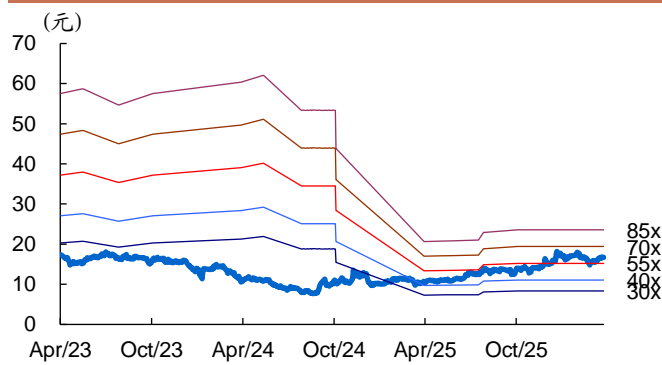
□风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3693	3717	4296	4941	5710
同比增长	-14%	1%	16%	15%	16%
营业利润(百万元)	399	395	501	607	718
同比增长	-58%	-1%	27%	21%	18%
归母净利润(百万元)	246	284	340	412	487
同比增长	-68%	16%	20%	21%	18%
每股收益(元)	0.27	0.31	0.37	0.45	0.53
PE	62.7	54.2	45.4	37.4	31.7
PB	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

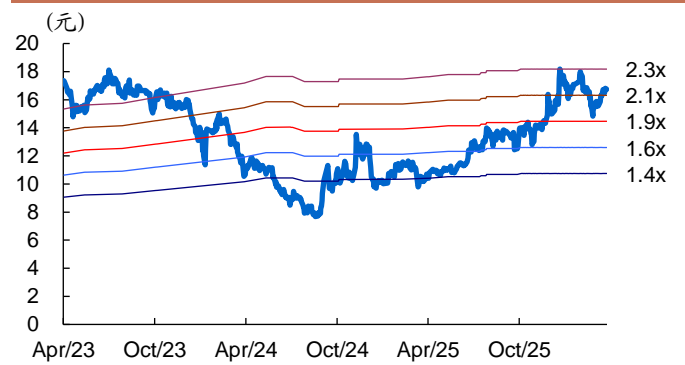
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：万润股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：万润股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	3790	3725	3846	4499	5248
现金	1005	1158	954	1191	1432
交易性投资	230	60	60	60	60
应收票据	3	15	17	20	23
应收款项	546	536	598	688	795
其它应收款	36	13	15	17	20
存货	1796	1748	1978	2267	2622
其他	174	194	223	257	297
<b>非流动资产</b>	6801	7021	6924	6837	6758
长期股权投资	175	171	171	171	171
固定资产	2859	3375	3389	3402	3412
无形资产商誉	1129	1063	957	861	775
其他	2637	2412	2408	2404	2400
<b>资产总计</b>	<b>10591</b>	<b>10745</b>	<b>10769</b>	<b>11336</b>	<b>12006</b>
<b>流动负债</b>	1327	1390	1064	1168	1295
短期借款	240	203	0	0	0
应付账款	477	578	657	753	871
预收账款	49	39	44	50	58
其他	562	571	363	364	365
<b>长期负债</b>	1491	1406	1406	1406	1406
长期借款	1352	1274	1274	1274	1274
其他	140	132	132	132	132
<b>负债合计</b>	<b>2819</b>	<b>2797</b>	<b>2470</b>	<b>2574</b>	<b>2701</b>
股本	930	923	923	923	923
资本公积金	2521	2468	2468	2468	2468
留存收益	3558	3744	3969	4279	4643
少数股东权益	763	813	939	1092	1272
归属于母公司所有者权益	7009	7135	7360	7670	8033
<b>负债及权益合计</b>	<b>10591</b>	<b>10745</b>	<b>10769</b>	<b>11336</b>	<b>12006</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1096	1090	781	791	816
净利润	383	386	466	565	667
折旧摊销	443	450	564	554	546
财务费用	22	16	21	17	15
投资收益	1	5	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	257	242	(243)	(318)	(386)
其它	(10)	(9)	3	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(819)	(582)	(436)	(436)	(436)
资本支出	(1108)	(694)	(467)	(467)	(467)
其他投资	289	112	31	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	(15)	(378)	(548)	(119)	(139)
借款变动	223	(212)	(412)	0	0
普通股增加	0	(7)	0	0	0
资本公积增加	37	(53)	0	0	0
股利分配	(279)	(93)	(115)	(102)	(124)
其他	4	(12)	(21)	(17)	(15)
<b>现金净增加额</b>	<b>262</b>	<b>130</b>	<b>(204)</b>	<b>236</b>	<b>241</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	3693	3717	4296	4941	5710
营业成本	2223	2246	2553	2926	3385
营业税金及附加	50	52	61	70	80
营业费用	124	120	138	159	184
管理费用	365	368	425	489	565
研发费用	423	439	507	583	674
财务费用	(6)	8	21	17	15
资产减值损失	(154)	(121)	(121)	(121)	(121)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	39	36	36	36	36
投资收益	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
<b>营业利润</b>	399	395	501	607	718
营业外收入	18	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	416	395	501	607	718
所得税	32	9	35	43	51
少数股东损益	137	101	126	152	180
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>246</b>	<b>284</b>	<b>340</b>	<b>412</b>	<b>487</b>

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-14%	1%	16%	15%	16%
营业利润	-58%	-1%	27%	21%	18%
归母净利润	-68%	16%	20%	21%	18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.8%	39.6%	40.6%	40.8%	40.7%
净利率	6.7%	7.7%	7.9%	8.3%	8.5%
ROE	3.5%	4.0%	4.7%	5.5%	6.2%
ROIC	3.9%	4.1%	5.1%	5.9%	6.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.6%	26.0%	22.9%	22.7%	22.5%
净负债比率	16.3%	15.7%	11.8%	11.2%	10.6%
流动比率	2.9	2.7	3.6	3.9	4.1
速动比率	1.5	1.4	1.8	1.9	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	6.4	6.8	7.4	7.5	7.5
应付账款周转率	4.1	4.3	4.1	4.1	4.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.27	0.31	0.37	0.45	0.53
每股经营净现金	1.19	1.18	0.85	0.86	0.88
每股净资产	7.59	7.73	7.97	8.31	8.70
每股股利	0.10	0.13	0.11	0.13	0.16
<b>估值比率</b>					
PE	62.7	54.2	45.4	37.4	31.7
PB	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	22.3	21.8	16.5	15.2	14.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。