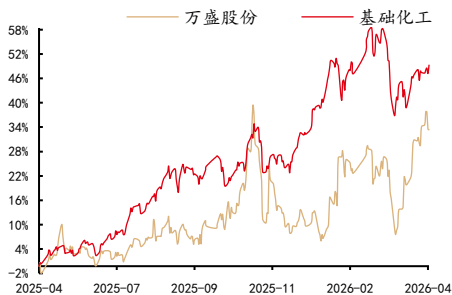


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	12.79
总股本/流通股本(亿股)	5.85 / 5.85
总市值/流通市值(亿元)	75 / 75
52周内最高/最低价	13.37 / 9.48
资产负债率(%)	53.8%
市盈率	-7.61
第一大股东	上海复星高科技(集团)有限公司

研究所

分析师: 刘海荣
SAC 登记编号: S1340525120006
Email: liuhairong@cnpsec.com
分析师: 李金凤
SAC 登记编号: S1340525120004
Email: lijinfeng@cnpsec.com

万盛股份(603010)

阻燃剂行业阶段性承压，产能与产品优化蓄力未来

● 事件描述

2026年3月24日，公司发布2025年年报。2025年，公司实现营业收入33.78亿元，同比增长13.98%；但受阻燃剂产品单吨毛利下滑、山东潍坊基地产能调整与搬迁减值等因素拖累，全年归母净利润-9.60亿元，同比大幅下滑1028.55%，扣非归母净利润-9.98亿元，同比下滑1103.79%。收入端增长主要源于子公司广州焯能自2024年11月起纳入合并报表，2025年全年并表带来增量；利润端承压主要受行业供需格局变化、产能调整及资产减值影响。

● 事件点评

分业务经营情况：阻燃剂核心产品量增价承压，盈利短期受行业周期拖累。2025年，公司核心产品聚合物功能性助剂（磷系阻燃剂）实现收入22.30亿元，同比增长15.77%，毛利率23.30%，与上年基本持平；有机胺实现收入6.07亿元，同比增长11.70%，毛利率14.28%，同比下降2.52个百分点；涂料助剂实现收入3.14亿元，同比增长11.54%，毛利率14.49%，同比提升0.37个百分点。

国内产能优化+海外基地落地，量增动能持续释放。国内方面，浙江临海基地推进自动化改造与产能优化，江苏泰兴、山东汉峰基地通过技改与结构调整提质增效；山东潍坊基地新建特种功能性新材料与高端新材料一体化项目，预计2026年底投产；广东珠海基地在建年产2.5万吨抗冲击改性剂项目，预计2026年上半年试生产，基地全年产量同比增长22.78%，整合协同效应初步显现。并购标的广州焯能贡献显著，2025年实现营业收入4.66亿元、净利润8040.27万元，成为公司营收增长的重要增量来源。海外泰国基地作为全球化布局核心，年产3.2万吨磷酸酯阻燃剂项目主体工程已完工，核心设备进入安装阶段，预计2026年上半年试生产，将有效规避贸易壁垒并拓展欧美市场。

产品结构持续优化，高端化布局打开成长空间。万盛股份积极布局新产品研发与产业化落地，新型尼龙阻燃剂、覆铜板阻燃剂、PCB光刻胶用树脂等多款产品顺利投产，其中覆铜板阻燃剂业务收入从2024年的980万元快速增长至2025年的约3000万元，同比大幅提升，成为业绩增长新亮点，为公司把握下游覆铜板行业量价齐升机遇、打开长期成长空间注入新动力。

● 盈利预测与估值

预计公司2026-2028年营业收入分别为37.69亿元、45.96亿元、56.16亿元，同比增速分别为11.60%、21.94%、22.18%；归母净亏持续大幅收窄，对应归母净利润增速分别为70.96%、39.07%、77.23%。公司2026-2028年对应PE估值分别为-27倍、-45倍、-197倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；全球疫情变化超预期风险；政策超预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3378	3769	4596	5616
增长率(%)	13.98	11.60	21.94	22.18
EBITDA(百万元)	364.98	127.28	246.19	386.74
归属母公司净利润(百万元)	-960.35	-278.85	-169.90	-38.70
增长率(%)	-1028.55	70.96	39.07	77.23
EPS(元/股)	-1.64	-0.48	-0.29	-0.07
市盈率(P/E)	-7.93	-27.29	-44.80	-196.69
市净率(P/B)	2.90	3.33	3.57	3.63
EV/EBITDA	18.11	56.81	27.40	15.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3378	3769	4596	5616	营业收入	14.0%	11.6%	21.9%	22.2%
营业成本	2760	3000	3633	4416	营业利润	-868.1%	72.0%	41.1%	84.0%
税金及附加	29	30	38	47	归属于母公司净利润	-	71.0%	39.1%	77.2%
销售费用	61	49	60	73	获利能力				
管理费用	215	234	285	348	毛利率	18.3%	20.4%	21.0%	21.4%
研发费用	140	157	191	233	净利率	-28.4%	-7.4%	-3.7%	-0.7%
财务费用	18	42	39	40	ROE	-36.5%	-12.2%	-8.0%	-1.8%
资产减值损失	-1097	-550	-550	-550	ROIC	2.1%	-5.0%	-2.6%	0.1%
营业利润	-886	-248	-146	-23	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	53.8%	61.0%	65.9%	69.0%
营业外支出	13	13	13	13	流动比率	1.36	1.51	1.61	1.72
利润总额	-899	-261	-159	-36	营运能力				
所得税	43	13	8	2	应收账款周转率	6.44	6.77	7.06	7.06
净利润	-942	-274	-167	-38	存货周转率	5.12	5.16	5.44	5.39
归母净利润	-960	-279	-170	-39	总资产周转率	0.50	0.59	0.67	0.76
每股收益(元)	-1.64	-0.48	-0.29	-0.07	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.64	-0.48	-0.29	-0.07
货币资金	1249	2389	3226	4215	每股净资产	4.49	3.91	3.65	3.58
交易性金融资产	35	35	35	35	估值比率				
应收票据及应收账款	532	593	724	884	PE	-7.93	-27.29	-44.80	-196.69
预付款项	18	22	25	31	PB	2.90	3.33	3.57	3.63
存货	572	591	743	896	现金流量表				
流动资产合计	2889	4080	5346	6717	净利润	-942	-274	-167	-38
固定资产	2262	1623	966	263	折旧和摊销	272	346	366	383
在建工程	298	99	49	30	营运资本变动	-153	235	-124	-102
无形资产	410	362	314	265	其他	1124	614	624	631
非流动资产合计	3383	2494	1735	959	经营活动现金流净额	302	922	699	874
资产总计	6272	6574	7081	7676	资本开支	-475	-19	-169	-168
短期借款	842	1142	1442	1742	其他	65	5	6	9
应付票据及应付账款	976	1200	1447	1696	投资活动现金流净额	-410	-14	-163	-159
其他流动负债	307	369	427	459	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2125	2710	3315	3896	债务融资	226	352	352	352
其他	1248	1300	1352	1404	其他	-128	-125	-51	-78
非流动负债合计	1248	1300	1352	1404	筹资活动现金流净额	98	227	301	274
负债合计	3373	4010	4667	5300	现金及现金等价物净增加额	-5	1140	837	989
股本	590	585	585	585					
资本公积金	1433	1433	1433	1433					
未分配利润	507	220	67	29					
少数股东权益	272	277	280	281					
其他	98	49	49	49					
所有者权益合计	2900	2564	2414	2377					
负债和所有者权益总计	6272	6574	7081	7676					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048