

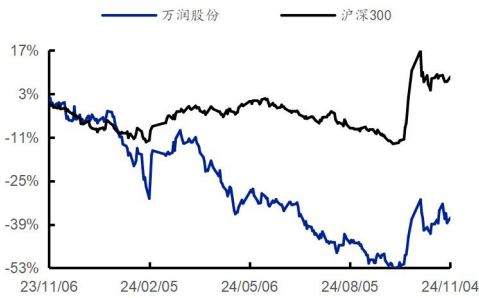
研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn
证券分析师：董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
证券分析师：李振方 S0350524080003
lizf@ghzq.com.cn

新材料项目顺利推进，驱动公司长期成长

——万润股份（002643）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/11/04

表现	1M	3M	12M
万润股份	0.7%	12.1%	-36.5%
沪深 300	-1.8%	16.6%	10.1%

市场数据

2024/11/04

当前价格（元）	10.44
52 周价格区间（元）	7.70-17.42
总市值（百万）	9,710.31
流通市值（百万）	9,423.52
总股本（万股）	93,010.62
流通股本（万股）	90,263.58
日均成交额（百万）	169.23
近一月换手（%）	3.03

相关报告

《万润股份（002643）2024 年中报点评：二季度净利润环比提升，新材料项目积极推进（买入）* 电子化学品 II * 李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-08-27

《万润股份（002643）2023 年年报及 2024 年一季度报点评：2024Q1 业绩承压，新材料项目稳步推进（买入）* 电子化学品 II * 李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-04-24

《万润股份（002643）2023 年三季度报点评：三季度毛利环比增长，新材料项目稳步推进（买入）*

投资要点：

■ 环保材料下游需求下降，公司 2024Q3 单季度营收同环比下降

2024 年前三季度实现营业收入 27.63 亿元，同比-13.01%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比-48.57%。实现扣非归母净利润 2.56 亿元，同比-54.57%；销售毛利率 40.08%，同比-2.17 个 pct，销售净利率 14.23%，同比-6.18 个 pct；期间费用方面，2024 年前三季度公司销售费用率为 3.36%，同比+0.27 个 pct；管理费用率为 9.72%，同比+1.44 个 pct；研发费用率为 11.19%，同比+2.87 个 pct；财务费用率为 0.21%，同比+0.59 个 pct。

2024Q3 单季度，公司实现营业收入 8.06 亿元，同比-26.84%，环比-20.83%，主要受到公司车用沸石系列环保材料在北美地区的下游需求下降影响；公司实现归母净利润为 0.81 亿元，同比-56.65%，环比-31.00%。期间费用方面，2024Q3 单季度公司销售费用率为 3.96%，同比+0.77 个 pct，环比+0.90 个 pct；管理费用率为 9.30%，同比+0.72 个 pct，环比+0.07 个 pct；研发费用率为 12.01%，同比+2.50 个 pct，环比+0.84 个 pct；财务费用率为 1.20%，同比+1.49 个 pct，环比+1.34 个 pct。

■ 以科技创新为驱动，新材料项目积极推进

公司坚持研发创新驱动公司可持续发展，2024 年前三季度，公司研发费用约 3.09 亿元，同比+17.07%。截至 2024 年 11 月 4 日，公司子公司三月科技于 2023 年启动的“综合技术研发中心暨新型光电材料高端生产基地项目”以及九目化学于 2023 年启动的“九目化学生产基地 A04 项目”正在积极推进中；截至 2024 年上半年，公司启动了 PEEK（聚醚醚酮）等系列产品的研发工作，该材料下游可应用于电子信息、交通运输、航空航天、医疗等领域，目前已开发出 PEEK 实验室样品，该产品的研发及下游初期推广工作正在积极推进；公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”已于 2023 年投入使用，并根据客户定制需求生产供应；公司于 2022 年启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”计划扩增电子信息材料产能，产品包括 PPI-01 产品（电子与显示用聚酰亚胺单体材料）、PPR-01 产品（半导体制程中清洗剂添加材料）、PTP-01 产品（热塑性聚酰亚胺材料）等，目前该项目正在积极推进中；公司 2023 年开发

电子化学品 II *李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——
2023-11-01

《万润股份 (002643) 2023 年中报点评: 二季度业绩环比改善, 多领域驱动公司成长 (买入) *电子化学品 II *李永磊, 董伯骏》——2023-08-21

了光伏胶膜材料, 目前已通过下游认证并实现销售。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 36.66、43.96、53.22 亿元, 归母净利润分别为 4.22、5.50、7.04 亿元, 对应 PE 分别 23、18、14 倍, 考虑公司未来成长性, 维持“买入”评级。

■ **风险提示** 新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4305	3666	4396	5322
增长率 (%)	-15	-15	20	21
归母净利润 (百万元)	763	422	550	704
增长率 (%)	6	-45	30	28
摊薄每股收益 (元)	0.82	0.45	0.59	0.76
ROE (%)	11	6	7	9
P/E	19.75	23.03	17.65	13.80
P/B	2.21	1.36	1.31	1.25
P/S	3.58	2.65	2.21	1.82
EV/EBITDA	11.55	10.55	8.59	7.54

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万润股份盈利预测表

证券代码:	002643				股价:	10.44				投资评级:	买入				日期:	2024/11/04			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	11%	6%	7%	9%	EPS	0.84	0.45	0.59	0.76										
毛利率	42%	41%	43%	43%	BVPS	7.52	7.68	7.95	8.35										
期间费率	11%	14%	15%	15%	估值														
销售净利率	18%	12%	13%	13%	P/E	19.75	23.03	17.65	13.80										
成长能力					P/B	2.21	1.36	1.31	1.25										
收入增长率	-15%	-15%	20%	21%	P/S	3.58	2.65	2.21	1.82										
利润增长率	6%	-45%	30%	28%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.44	0.35	0.38	0.43	营业收入	4305	3666	4396	5322										
应收账款周转率	8.16	6.32	7.54	7.79	营业成本	2476	2166	2501	3049										
存货周转率	1.26	0.99	1.06	1.16	营业税金及附加	48	59	55	56										
偿债能力					销售费用	133	128	158	182										
资产负债率	24%	29%	31%	33%	管理费用	362	330	423	490										
流动比	3.03	2.57	2.44	2.34	财务费用	-12	65	97	112										
速动比	1.45	1.03	1.14	0.97	其他费用/(-收入)	365	403	483	563										
					营业利润	945	553	725	927										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	6	0	0	0										
现金及现金等价物	1255	1071	1479	1358	利润总额	951	553	725	927										
应收款项	606	570	614	772	所得税费用	69	72	94	121										
存货净额	1957	2407	2316	2943	净利润	882	481	631	807										
其他流动资产	191	225	213	249	少数股东损益	119	60	81	103										
流动资产合计	4009	4274	4623	5323	归属于母公司净利润	763	422	550	704										
固定资产	3033	3206	3269	3276															
在建工程	1396	1718	2131	2549	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1678	1823	1861	1891	经营活动现金流	1084	586	1389	871										
长期股权投资	19	17	15	13	净利润	763	422	550	704										
资产总计	10135	11037	11898	13052	少数股东损益	119	60	81	103										
短期借款	30	330	447	586	折旧摊销	458	440	480	520										
应付款项	595	514	625	745	公允价值变动	-1	0	0	0										
合同负债	51	57	61	75	营运资金变动	-343	-406	173	-583										
其他流动负债	646	763	762	866	投资活动现金流	-1703	-1069	-989	-971										
流动负债合计	1323	1664	1895	2272	资本支出	-1395	-976	-994	-976										
长期借款及应付债券	1004	1354	1654	1954	长期投资	0	2	2	2										
其他长期负债	146	142	142	142	其他	-309	-95	3	3										
长期负债合计	1150	1496	1796	2096	筹资活动现金流	350	292	9	-21										
负债合计	2472	3160	3691	4368	债务融资	547	650	417	440										
股本	930	930	930	930	权益融资	140	30	0	0										
股东权益	7662	7877	8208	8684	其它	-337	-389	-408	-461										
负债和股东权益总计	10135	11037	11898	13052	现金净增加额	-249	-183	408	-121										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李振方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。