

万润股份 (002643.SZ)

业绩符合预期，打造研发创新驱动新材料平台

买入

核心观点

2022年业绩稳健增长，23Q1业绩小幅回落。公司2022年营收50.8亿元，同比增长16.6%，归母净利润7.2亿元，同比增长15.1%，毛利率为39.7%，同比提高3.3pcts；其中2022年四季度营收12.4亿元，归母净利润0.8亿元，毛利率为41.3%，主要受到计提资产减值准备、汇兑收益减少、子公司纠纷产生损失等因素影响。公司2023年一季度营收10.3亿元（同比-24.7%，环比-16.5%），归母净利润1.8亿元（同比-24.2%，环比+127.9%），毛利率为40.6%（同比+4.6pcts，环比-0.7pcts），净利率为18.5%（同比+0.2pcts，环比+8.9pcts），主要由于新冠抗原快速检测试剂盒需求下滑。

2022年受益医药材料放量，功能性材料稳步增长。分板块来看，22年公司功能性材料（环保材料、电子信息材料、新能源材料）板块营收30.0亿元，同比增长9.1%，毛利率42.9%，同比增加0.8pcts，产量为7130吨，销售量6180吨，九目化学“OLED显示材料及其他功能性材料一期项目”已完成建设并投入使用，九目化学全年营收7.5亿元，同比增长43.2%，净利润1.9亿元，同比增长51.3%，同时启动“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”。生命科学及医药板块营收20.3亿元，同比增长29.4%，毛利率35.1%，同比增加8.6pcts，产量为130吨，销售量167吨，MP公司受益于新冠抗原快速检测试剂盒销售的增加，全年营收18.3亿元，同比增长31.4%，净利润2.6亿元，同比增长81.8%。公司“万润工业园一期B02项目”已完成建设并投入使用；“药业制剂二车间项目”已于2022年底竣工。

公司坚持研发创新，持续布局前沿材料领域。2022年度公司研发费用3.6亿元，同比增长21.1%。环保材料产业方面，推进新领域沸石分子筛300吨的产能建设；电子信息材料产业方面，积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料等其他电子信息材料领域；新能源材料产业方面，布局新能源电池用电解液添加剂、钙钛矿太阳能电池材料、燃料电池质子膜材料；生命科学及医药产业方面，目前已涉足了医药中间体、原料药、成药制剂、生命科学、体外诊断等多个领域，打造全球一流、提供完善CMO、CDMO服务的生产基地。

风险提示：需求不及预期的风险、产能建设进度不及预期的风险、产品价格下滑的风险。

投资建议：维持“买入”评级。

预计2023年-2025年公司归母净利润为8.3/10.7/12.5亿元，同比增速为14.8%/29.1%/16.7%；每股收益为0.89/1.15/1.34元/股，当前股价对应PE为20/15/13X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,359	5,080	5,048	5,747	6,418
(+/-%)	49.4%	16.6%	-0.6%	13.8%	11.7%
净利润(百万元)	627	721	828	1069	1248
(+/-%)	24.2%	15.1%	14.8%	29.1%	16.7%
每股收益(元)	0.67	0.78	0.89	1.15	1.34
EBIT Margin	25.8%	27.7%	20.7%	23.4%	24.5%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	11.5%	12.1%	14.2%	15.0%
市盈率 (PE)	26.4	22.9	20.0	15.5	13.3
EV/EBITDA	16.0	10.5	13.4	10.8	9.5
市净率 (PB)	2.95	2.63	2.42	2.20	1.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 化学制品

证券分析师：杨林
010-88005379

证券分析师：薛聪
010-88005107
0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.78元
总市值/流通市值	16538/15928百万元
52周最高价/最低价	21.50/13.26元
近3个月日均成交额	155.09百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万润股份-002643-2021年中报点评：业绩略超预期，长期激励助推公司发展》——2021-08-22

2022 年业绩稳健增长，23Q1 业绩小幅回落。公司 2022 年营收 50.8 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 7.2 亿元，同比增长 15.1%，毛利率为 39.7%，同比提高 3.3pcts；其中 2022 年四季度营收 12.4 亿元，归母净利润 0.8 亿元，毛利率为 41.3%，主要受到计提资产减值准备、汇兑收益减少、子公司纠纷产生损失等因素影响。公司 2023 年一季度营收 10.3 亿元（同比-24.7%，环比-16.5%），归母净利润 1.8 亿元（同比-24.2%，环比+127.9%），毛利率为 40.6%（同比+4.6pcts，环比-0.7pcts），净利率为 18.5%（同比+0.2pcts，环比+8.9pcts），主要由于新冠抗原快速检测试剂盒需求下滑。

图1：万润股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万润股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年受益医药材料放量，功能性材料稳步增长。分板块来看，22 年公司功能性材料（环保材料、电子信息材料、新能源材料）板块营收 30.0 亿元，同比增长 9.1%，毛利率 42.9%，同比增加 0.8pcts，产量为 7130 吨，销售量 6180 吨，九目化学“OLED 显示材料及其他功能性材料一期项目”已完成建设并投入使用，九目化学全年营收 7.5 亿元，同比增长 43.2%，净利润 1.9 亿元，同比增长 51.3%，同时启动“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”。生命科学与医药板块营收 20.3 亿元，同比增长 29.4%，毛利率 35.1%，同比增加 8.6pcts，产量为 130 吨，销售量 167 吨，MP 公司受益于新冠抗原快速检测试剂盒销售的增加，全年营收 18.3 亿元，同比增长 31.4%，净利润 2.6 亿元，同比增长 81.8%。公司“万润工业园一期 B02 项目”已完成建设并投入使用；“药业制剂二车间项目”已于 2022 年底竣工。

公司坚持研发创新，持续布局前沿材料领域。2022 年度公司研发费用 3.6 亿元，同比增长 21.1%。环保材料产业方面，推进新领域沸石分子筛 300 吨的产能建设；电子信息材料产业方面，积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料等其他电子信息材料领域；新能源材料产业方面，布局新能源电池用电解液添加剂、钙钛矿太阳能电池材料、燃料电池质子膜材料；生命科学与医药产业方面，目前已涉足了医药中间体、原料药、成药制剂、生命科学、体外诊断等多个领域，打造全球一流、提供完善 CMO、CDMO 服务的生产基地。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023 年-2025 年公司归母净利润为 8.3/10.7/12.5 亿元，同比增速为 14.8%/29.1%/16.7%；每股收益为 0.89/1.15/1.34 元/股，当前股价对应 PE 为 20/15/13X，维持“买入”评级

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	779	981	653	1140	1772	营业收入	4359	5080	5048	5747	6418
应收款项	471	469	968	1102	1231	营业成本	2768	3061	3045	3374	3776
存货净额	1505	1967	2228	2458	2764	营业税金及附加	31	25	35	40	45
其他流动资产	189	157	156	177	198	销售费用	129	173	192	218	231
流动资产合计	3518	3781	4505	5377	6465	管理费用	307	412	730	770	794
固定资产	3120	3908	3997	4068	4106	财务费用	41	(68)	25	27	18
无形资产及其他	401	466	443	420	396	投资收益	10	5	0	0	0
投资性房地产	815	1084	1084	1084	1084	资产减值及公允价值变动	63	163	0	0	0
长期股权投资	21	21	31	41	51	其他收入	(387)	(672)	0	0	0
资产总计	7876	9260	10060	10989	12102	营业利润	769	973	1021	1317	1554
短期借款及交易性金融负债	141	457	600	600	600	营业外净收支	(2)	(23)	0	0	0
应付款项	670	937	936	1032	1161	利润总额	767	951	1021	1317	1554
其他流动负债	607	623	686	752	830	所得税费用	77	127	122	158	187
流动负债合计	1418	2016	2222	2385	2591	少数股东损益	63	103	70	90	120
长期借款及应付债券	338	345	345	345	345	归属于母公司净利润	627	721	828	1069	1248
其他长期负债	91	113	113	113	113						
长期负债合计	429	459	459	459	459	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1847	2475	2681	2843	3050	净利润	627	721	828	1069	1248
少数股东权益	415	498	554	626	722	资产减值准备	23	126	42	6	3
股东权益	5614	6287	6825	7520	8331	折旧摊销	28	397	393	447	482
负债和股东权益总计	7876	9260	10060	10989	12102	公允价值变动损失	(63)	(163)	0	0	0
						财务费用	41	(68)	25	27	18
关键财务与估值指标						营运资本变动	344	(266)	(654)	(217)	(247)
每股收益	0.67	0.78	0.89	1.15	1.34	其它	17	(64)	14	66	93
每股红利	0.24	0.31	0.31	0.40	0.47	经营活动现金流	975	751	623	1371	1579
每股净资产	6.03	6.76	7.34	8.08	8.96	资本开支	0	(1450)	(500)	(500)	(500)
ROIC	18%	19%	13%	15%	17%	其它投资现金流	(82)	369	(294)	0	0
ROE	11%	11%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(83)	(1081)	(804)	(510)	(510)
毛利率	36%	40%	40%	41%	41%	权益性融资	(25)	8	0	0	0
EBIT Margin	26%	28%	21%	23%	25%	负债净变化	227	8	0	0	0
EBITDA Margin	26%	36%	28%	31%	32%	支付股利、利息	(226)	(286)	(290)	(374)	(437)
收入增长	49%	17%	-1%	14%	12%	其它融资现金流	(644)	1081	143	0	0
净利润增长率	24%	15%	15%	29%	17%	融资活动现金流	(668)	532	(147)	(374)	(437)
资产负债率	29%	32%	32%	32%	31%	现金净变动	224	202	(328)	487	632
息率	1.4%	1.7%	1.8%	2.3%	2.6%	货币资金的期初余额	555	779	981	653	1140
P/E	26.4	22.9	20.0	15.5	13.3	货币资金的期末余额	779	981	653	1140	1772
P/B	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(97)	159	913	1119
EV/EBITDA	16.0	10.5	13.4	10.8	9.5	权益自由现金流	0	991	280	889	1103

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032