

业绩符合预期，先进化学材料平台 成长性值得期待

核心观点

公司 2022 年和 23Q1 业绩符合预期。2022 年功能性材料稳健增长，大健康业务受益于 MP 公司的新冠检测试剂盒业务高景气。公司愿景是成为世界先进化学材料制造者，积极研发助力布局光刻胶、聚酰亚胺、钙钛矿材料、燃料电池质子膜等“卡脖子”新材料，均已逐步实现进展。展望 23 年，LCD 材料存修复空间，OLED 终端材料有望高速增长。车用沸石将迎下游商用车需求复苏，同时公司积极拓展非车用市场。

事件

公司披露 2022 年报和 2023 年一季报，业绩符合预期

公司 2022 年实现营业收入 50.80 亿元，同比+16.56%；实现归母净利润 7.21 亿元，同比+15.10%；实现扣非后归母净利润 7.14 亿元，同比+20.71%。2023 年 Q1 实现归母净利润 1.77 亿元，同比-24.15%，环比+127.85%；实现扣非后归母净利润 1.74 亿元，同比-24.37%，环比+106.67%。

简评

功能性材料稳健增长，大健康业务受益于 MP 公司的新冠检测试剂盒业务

公司 2022 年实现营业收入 50.80 亿元，同比+16.56%；实现毛利 20.19 亿元，同比+26.97%；毛利率为 39.74%，同比+3.26pct；实现归母净利润 7.21 亿元，同比+15.10%；实现扣非后归母净利润 7.14 亿元，同比+20.71%；ROE 为 12.12%，同比+0.49pct。其中 2022 年 Q4 单季实现营收 12.37 亿元，同比+9.12%，环比-1.64%，实现扣非后归母净利润 0.84 亿元，同比-29.45%，环比-43.69%。22Q4 利润环比下滑主要是受到计提股权激励费用和资产减值损失的影响。

分产品来看，2022 年功能性材料业务收入 29.99 亿，同比+9.09%，毛利率为 42.92%，同比+0.80pct；大健康业务收入 20.35 亿元，同比+29.42%，毛利率为 35.12%，同比+8.62pct。

公司 2022 年期间费用率为 17.21%（同比-0.51pct），销售、管理、财务、研发费用率同比变化+0.44/+1.07/-2.29/+0.26pct，2022 年财务费用减少因本期产生汇兑收益，往年为汇兑损失。

万润股份 (002643.SZ)

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

发布日期：2023 年 04 月 25 日

当前股价：17.54 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-3.47/-7.86	10.87/5.63	6.82/1.15
12 月最高/最低价 (元)		20.97/13.52
总股本 (万股)		93,013.02
流通 A 股 (万股)		89,583.32
总市值 (亿元)		163.14
流通市值 (亿元)		157.13
近 3 月日均成交量 (万)		856.33
主要股东		
中国节能环保集团有限公司		26.12%

股价表现



相关研究报告

研发助力布局光刻胶、聚酰亚胺、钙钛矿材料、燃料电池质子膜等“卡脖子”新材料，均已逐步实现进展

公司愿景是成为世界先进化学材料制造者，近四年研发费用率保持在 7-8%左右。2022 年研发费用 3.58 亿元，同比增长 21.06%。公司目前年均开发产品数百种，现拥有超过 6,000 种化合物的生产技术，其中超过 2,000 种产品已投入市场，获得国内外发明专利五百余项。其中在光刻胶、聚酰亚胺材料、锂电池电解液添加剂及钙钛矿光伏电池材料等方面均有专利及技术布局：光刻胶方面，公司“年产 65 吨光刻胶树脂系列产品项目”通过了安全设施竣工验收评审，现已基本具备生产合格产品的条件，后续还将继续优化，而后开始试生产，力争尽快投入使用。在显示领域聚酰亚胺成品材料方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料(取向剂)2022 年已经在下游面板厂实现供应；三月科技自主知识产权的 OLED 用光敏聚酰亚胺(PSPI)成品材料已完成产品开发，目前正在积极开展下游面板厂推广工作；除显示领域聚酰亚胺成品材料外，公司积极布局热塑性聚酰亚胺材料领域，主要开发的 PTP-01 产品已实现中试级产品供应；钙钛矿方面，近期公司钙钛矿太阳能电池材料已实现供应，目前正在积极推广；氢能源及燃料电池领域，公司控股子公司九目化学正在积极推进“无氟高稳定支状多元嵌段式燃料电池质子膜材料项目”，该项目正处于中试开发阶段。以上体现公司打造高端新材料综合开发平台的决心和实力。

LCD 材料存修复空间，OLED 终端材料有望高速增长

公司显示材料业务包括 LCD 和 OLED，2022 年显示材料市场受到下游电视、智能手机和笔记本出货量减少的影响需求下滑。根据 Omdia《显示器生产与库存追踪报告》的测算，受益于 LCD 电视、手提电脑、显示面板和智能手机 LCD 面板订单激增，全球显示面板厂家的总产能利用率正从 23Q1 的 66%回升至 23Q2 的 74%。公司 OLED 材料业务在 2022 年和 23Q1 的收入均保持增长态势。公司控股子公司九目化学的收入主要来源于 OLED 升华前材料，2022 年收入 7.58 亿，同比+44%。公司控股子公司三月科技目前已有自主知识产权的 OLED 成品材料通过下游客户验证并实现供应，未来将继续推进市场开发工作。

车用沸石将迎下游商用车需求复苏，同时公司积极拓展非车用市场

国六重型柴油车排放标准第一阶段已于 2021 年 7 月 1 日起全面实施，国六 b 将于 2023 年 7 月 1 日在全国范围内实施，国内柴油发动机对沸石需求有望持续提升。公司核心大客户庄信万丰为全球汽车尾气净化催化剂龙头企业，在张家港建设的年产 600 万件的汽车尾气催化剂项目已于 2021 年底建成投产。公司沸石系列环保材料目前理论产能达万吨级，2022 年因为下游商用车整体产量下滑 32%而产能利用率偏低。展望 2023 年，随着下游商用车市场修复，公司沸石收入有望恢复良好的增长态势。此外，考虑到车用沸石在长期面临新能源车替代的冲击，公司积极拓展非车用市场。目前非车用沸石分子筛产品已实现中试产品销售，并已启动新领域沸石分子筛 300 吨的产能建设。

MP 公司因新冠抗原检测盒业务高景气增长显著，大健康多项目稳步推进

2022 年子公司 MP 公司抗原快速检测试剂盒销售业务及原有业务发展向好，2022 年实现营收 18.33 亿元，同比+31.40%，实现净利润 3.46 亿元，同比+141.62%。2023Q1 新冠抗原检测试剂盒产品因下游市场需求变化收入大幅下降，造成公司 2023Q1 的营收同比下降。从大健康业务的长期规划来看，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”于 2022 年 3 月 6 日通过了安全设施设计评审，于 2022 年底竣工。目前公司大健康业务产能为 310 吨。公司产品种类繁多，公司多数产线为柔性生产线，可根据产品的市场需求变化调整产线产品。2021 年万润药业的诺氟沙星胶囊进入国家第四批集采目录，维格列汀片获得注册批件，奥美沙坦酯片获得生产批件。总体而言大健康板块长期规划稳步推进，未来仍值得期待。

盈利预测与估值：

考虑到子公司 MP 公司因新冠抗原检测盒业务市场需求萎缩，预计收入大幅下滑，我们预计公司 2023 至 2025 年归母净利润预测值为 8.72、10.33、12.39 亿元，EPS 分别为 0.94、1.11、1.33 元，维持“买入”评级。

风险提示：

宏观经济修复力度不及预期导致公司产品需求增速不及预期（例如公司沸石分子筛需求与商用车产销量紧密相关；LCD 和 OLED 材料需求与下游各类显示面板出货量高度相关，终端为消费电子行业。公司主要产品的销售价格和销量随宏观经济发展状况、市场供求关系的变化而呈现出一定波动变化。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求和价格可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）。公司新项目建设和投产进度低于预期。

图表1： 盈利预测和财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,359	5,080	4,773	5,545	6,399
增长率(%)	49.4	16.6	-6.0	16.2	15.4
净利润(百万元)	627	721	872	1,033	1,239
增长率(%)	24.2	15.1	20.9	18.4	19.9
毛利率(%)	36.5	39.7	39.9	41.1	41.9
净利率(%)	14.4	14.2	18.3	18.6	19.4
ROE(%)	11.4	12.1	12.8	13.6	14.4
EPS(摊薄/元)	0.67	0.78	0.94	1.11	1.33
P/E(倍)	26.0	22.6	18.7	15.8	13.2
P/B(倍)	2.91	2.60	2.37	2.12	1.87

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

研究助理

林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610）8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk</p>