

万润股份(002643.SZ) 2022年报及2023年一季报点评： 2022年业绩稳步提升，多业务驱动未来成长

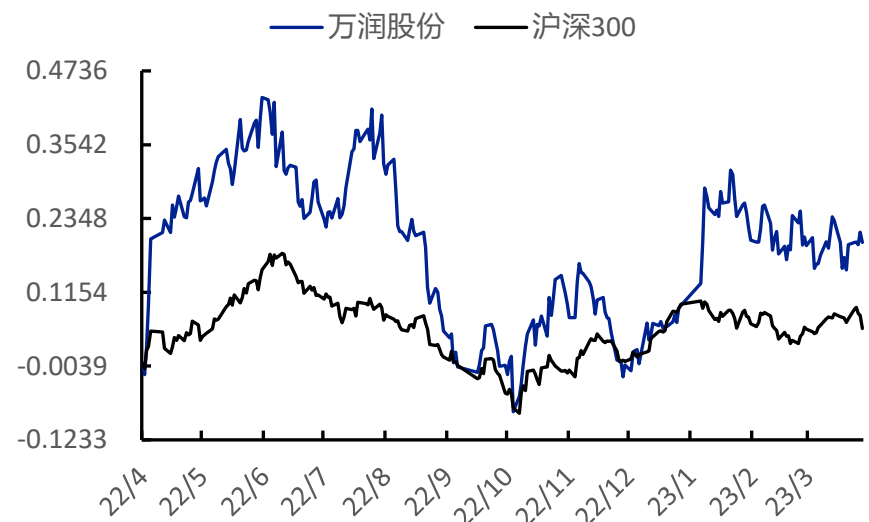
评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)
S0350521080004
liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)
S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)
S0350121080058
tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/21

表现	1M	3M	12M
万润股份	-4.1%	9.3%	12.2%
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5080	4609	5936	7123
增长率(%)	17	-9	29	20
归母净利润(百万元)	721	816	1110	1350
增长率(%)	15	13	36	22
摊薄每股收益(元)	0.78	0.88	1.19	1.45
ROE(%)	11	11	14	14
P/E	18.56	19.98	14.69	12.07
P/B	2.17	2.30	1.99	1.70
P/S	2.68	3.54	2.75	2.29
EV/EBITDA	10.23	12.20	8.74	7.21

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——万润股份(002643)季报点评: 存货减值拖累Q3业绩, 新项目陆续达产驱动成长(买入)*电子化学品II*李永磊, 董伯骏》——2022-11-04

《万润股份(002643)2022年中报点评: 上半年业绩创新高, 高端材料布局日益完善(买入)*电子化学品II*董伯骏, 李永磊》——2022-08-21

《——万润股份(002643)事件点评: 上半年业绩高增, 多项目建设推动成长(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-07-03

2022年业绩稳步提升，多业务驱动未来成长

事件：2023年4月20日，公司发布2022年年报：2022年公司实现营业收入50.80亿元，同比+16.56%；实现归母净利润7.21亿元，同比+15.10%；加权平均净资产收益率达12.20%，同比增加0.47个百分点。销售毛利率39.74%，同比增加3.26个百分点，销售净利率16.22%，同比增加0.39个百分点。

其中，2022Q4单季度，公司实现营收12.37亿元，同比+9.12%，环比-1.64%；实现归母净利润0.77亿元，同比-42.23%，环比-49.34%；ROE为1.24%，同比下滑1.18个百分点，环比下滑1.27个百分点。销售毛利率达41.33%，同比增长5.24个百分点，环比减少1.21个百分点；销售净利率达9.51%，同比下滑3.74个百分点，环比下滑4.20个百分点。

同时公司发布2023年一季报，2023Q1单季度，公司实现营收10.33亿元，同比-24.66%，环比-16.48%；实现归母净利润1.77亿元，同比-24.15%，环比+127.86%；ROE为2.77%，同比下滑1.29个百分点，环比增长1.53个百分点。销售毛利率达40.63%，同比增长4.61个百分点，环比减少0.70个百分点；销售净利率达18.45%，同比增长0.19个百分点，环比增长8.94个百分点

点评：

公司营收同比增长，高原料成本下业绩承压

2022年，公司业绩再创新高，其中实现营业收入50.80亿元，同比+16.56%；实现归母净利润7.21亿元，同比+15.10%。业绩实现高增，主要得益于公司生命科学与医药产品板块的快速提升，2022年公司生命科学与医药产品板块业务实现营收20.35亿元，同比+29.42%，毛利率达35.12%，同比增长8.62个百分点；功能性材料业务实现营收29.99亿元，同比+9.09%，毛利率达42.92%，同比上升0.80个百分点。2023年一季度，受抗原检测业务收缩影响，公司营收出现下滑，但其他业务仍展现稳健经营能力，实现归母净利润1.77亿元，同比-24.15%，环比+127.86%。

2022年公司经营活动产生现金流量净额达9.83亿元，同比-5.91%。期间费用率方面，2022年公司销售/管理/财务费用率达3.40%/15.15%/-1.34%，同比+0.44/+1.33/-2.29个百分点，财务费用改善较为明显，主要系受汇率变动影响，本期产生汇兑收益。2023年Q1公司销售/管理/财务费用率达2.83%/14.29%/1.47%，环比-1.85/-5.82/+1.28个百分点。

OLED业务持续扩张，高端成品材料持续布局

公司是全球OLED中间体和升华前单体材料的领先厂商，其中子公司九目化学主要负责升华前材料业务的开展，2022年九目化学实现营收7.52亿元，同比+43.17%，实现净利润1.92亿元，同比+51.28%，业务再创新高。同时，公司积极进行产能扩张，九目化学于2021年在烟台化工园区启动“OLED显示材料及其他功能性材料一期项目”，目前该项目相关车间已按计划投入使用，进一步巩固自身在行业的优势地位。除中间体和升华前单体外，公司积极布局成品材料，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，收入规模呈增长态势，2022年三月科技实现营收6299.53万元，同比+83.91%。

65吨光刻胶树脂项目建成，PI材料多品类扩张

近年公司积极布局半导体制造、聚酰亚胺等其他电子信息材料，其中在半导体制造材料领域的相关产品主要包括光刻胶单体、光刻胶树脂、光致产酸剂以及半导体制程中清洗剂添加材料等，并已有相关产品实现供应。报告期内，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。聚酰亚胺方面，公司多品类扩张，除单体外，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；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。同时，公司积极布局热塑性聚酰亚胺材料领域，主要开发的PTP-01产品也已实现中试级产品供应。

持续开拓新能源材料产业，电解液添加剂、钙钛矿电池材料实现供应

公司积极布局新能源材料，目前相关产品包括新能源电池用电解液添加剂、钙钛矿太阳能电池材料等。电解液添加剂方面，公司关注并布局一些具有一定技术特点且适合公司开发的新能源电池用电解液添加剂，目前已实现产品供应。在钙钛矿太阳能电池材料方面，公司在2014年开始布局开发钙钛矿太阳能电池材料，逐步实现了相关产品技术积累，并于2016年起开始完成部分产品的专利布局，现已有钙钛矿太阳能电池方面材料实现供应。同时，公司还布局了无氟质子交换膜相关项目，随着公司新能源项目相继落地，将成为公司业绩驱动的重要力量。

图表：万润股份分产品经营数据

业务板块		2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2022	2021	2020	2022H2同比	2022H2环比
功能性材料	营收 (亿元)	15.93	14.06	14.13	13.36	13.19	9.63	29.99	27.49	22.81	12.77%	13.35%
	毛利润 (亿元)	6.89	5.98	6.11	5.46	6.00	4.25	12.87	11.58	10.25	12.73%	-2.21%
	毛利率 (%)	43.26%	42.54%	43.28%	40.90%	45.48%	44.16%	42.92%	42.12%	44.92%	-0.02%	0.72%
大健康产品	营收 (亿元)	8.74	11.61	11.09	4.63	3.41	2.73	20.35	15.72	6.14	-21.21%	-24.72%
	毛利润 (亿元)	3.44	3.71	2.47	1.70	1.70	1.07	7.15	4.17	2.78	39.25%	-7.29%
	毛利率 (%)	39.34%	31.94%	22.26%	36.65%	50.01%	39.26%	35.12%	26.50%	45.23%	17.08%	7.40%
其他	营收 (亿元)	0.27	0.20	0.27	0.11	0.12	0.11	0.47	0.37	0.23	-0.06%	32.11%
	毛利润 (亿元)	0.13	0.05	0.15	0.01	0.05	0.02	0.17	0.16	0.07	-13.91%	173.36%
	毛利率 (%)	47.61%	23.01%	55.27%	10.00%	40.36%	21.92%	37.01%	42.43%	31.56%	-7.66%	24.60%
营业收入 (亿元)		24.94	25.87	25.49	18.10	16.71	12.47	50.80	43.59	29.18	-2.15%	-3.59%
营业成本 (亿元)		14.48	16.13	16.76	10.93	8.96	7.12	30.61	27.68	16.08	-13.59%	-10.25%
毛利率		41.94%	37.63%	34.26%	39.63%	46.37%	42.89%	39.74%	36.49%	44.88%	7.68%	4.31%
毛利润 (亿元)		10.46	9.73	8.73	7.17	7.75	5.35	20.19	15.90	13.10	19.80%	7.46%
净利率		11.63%	20.65%	13.95%	18.49%	18.27%	19.71%	16.22%	15.83%	18.89%	-2.32%	-9.03%
净利润 (亿元)		2.90	5.34	3.55	3.35	3.05	2.46	8.24	6.90	5.51	-18.44%	-45.73%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：综合考虑公司抗原检测业务的逐步收缩，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为8.16、11.10、13.50亿元，对应PE分别20、15、12倍，考虑公司未来呈高成长性，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、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、原油价格大幅震荡。

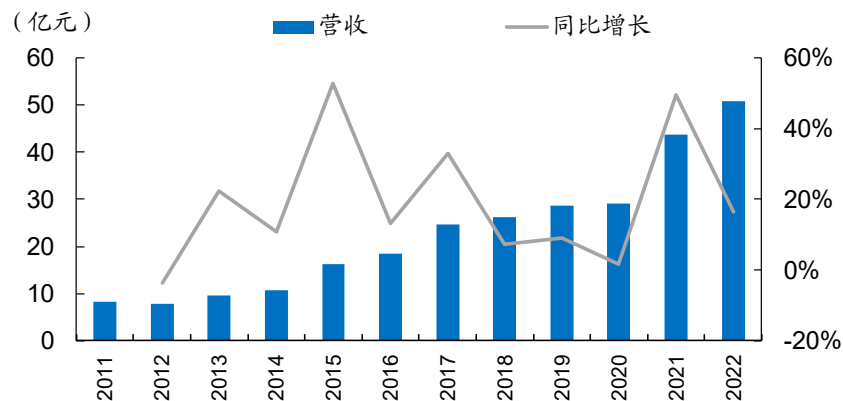
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5,080.46	4,609.48	5,935.56	7,122.67
增长率(%)	16.56	-9.27	28.77	20.00
归母净利润（百万元）	721.32	816.22	1,110.08	1,350.47
增长率(%)	15.10	13.16	36.00	21.66
摊薄每股收益（元）	0.78	0.88	1.19	1.45
ROE(%)	11.47	11.49	13.52	14.12
P/E	18.56	19.98	14.69	12.07
P/B	2.17	2.30	1.99	1.70
P/S	2.68	3.54	2.75	2.29
EV/EBITDA	10.23	12.20	8.74	7.21

资料来源：wind，国海证券研究所

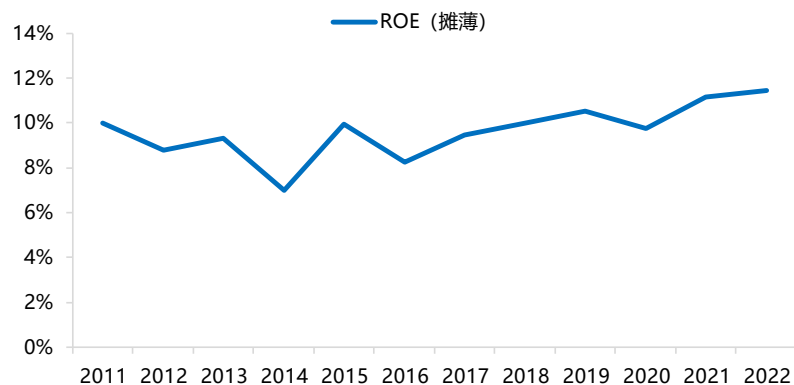
2022年营收同比上升16.56%

图表：2022年营收同比上升16.56%



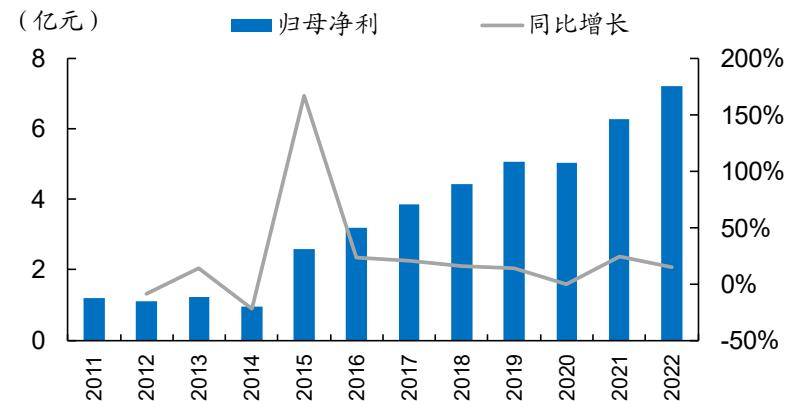
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率升高



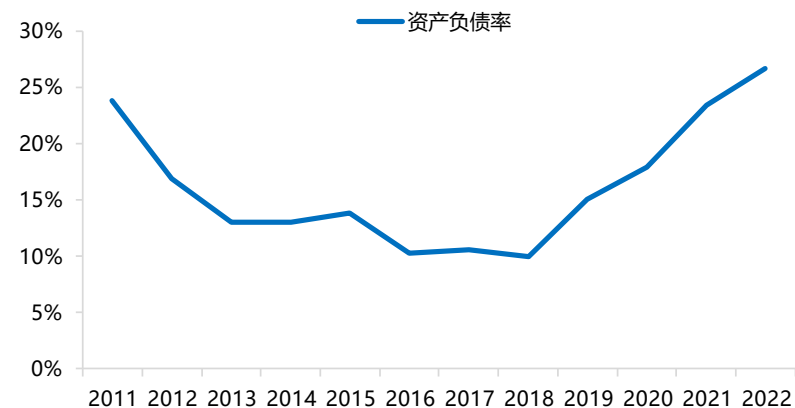
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比增长15.10%



资料来源：wind，国海证券研究所

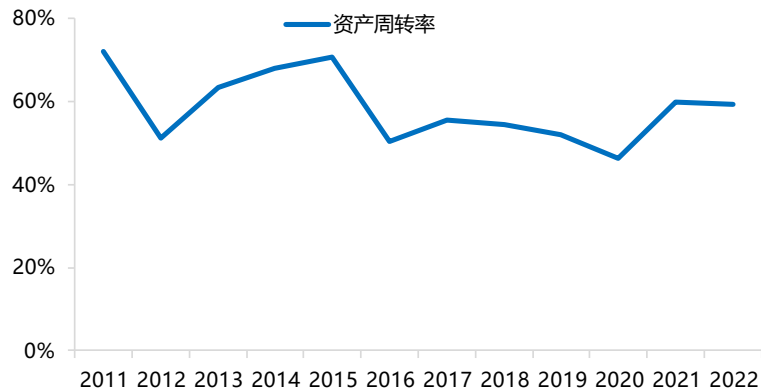
图表：2022年资产负债率升高



资料来源：wind，国海证券研究所

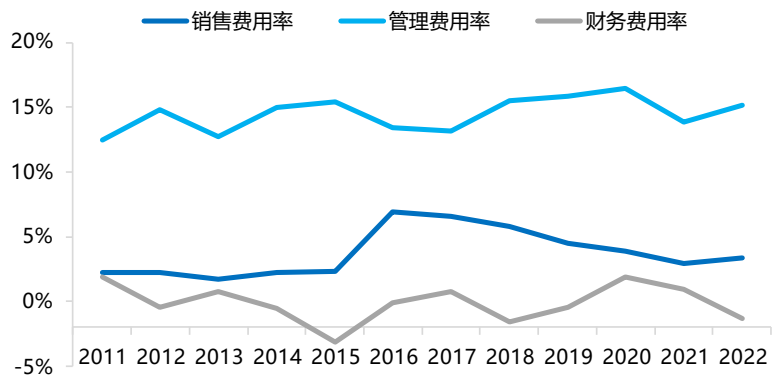
2022年毛利率抬升

图表：2022年资产周转率为59.30%



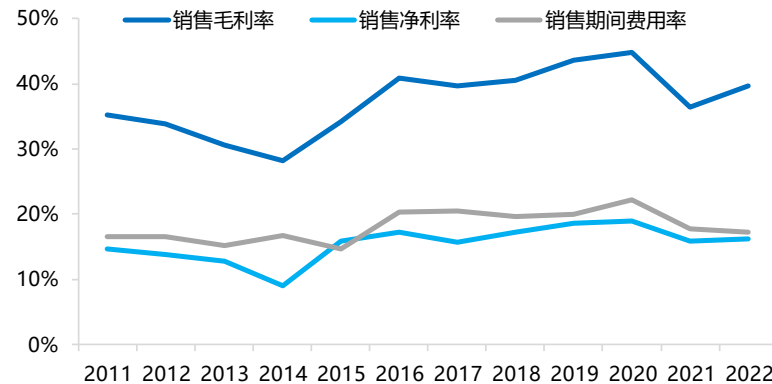
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年财务费用率降低



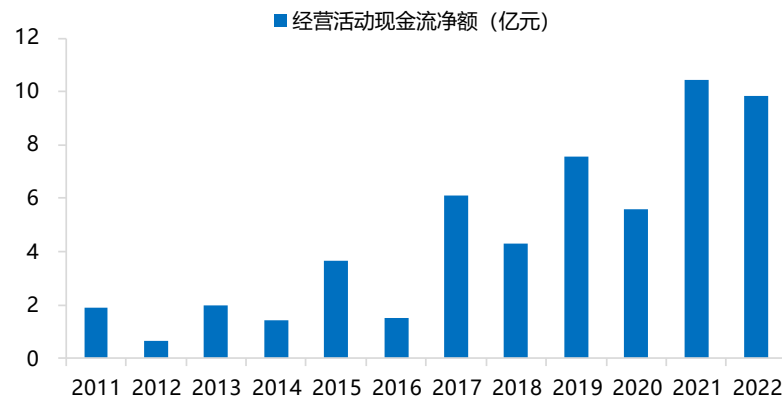
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率为39.74%



资料来源：wind，国海证券研究所

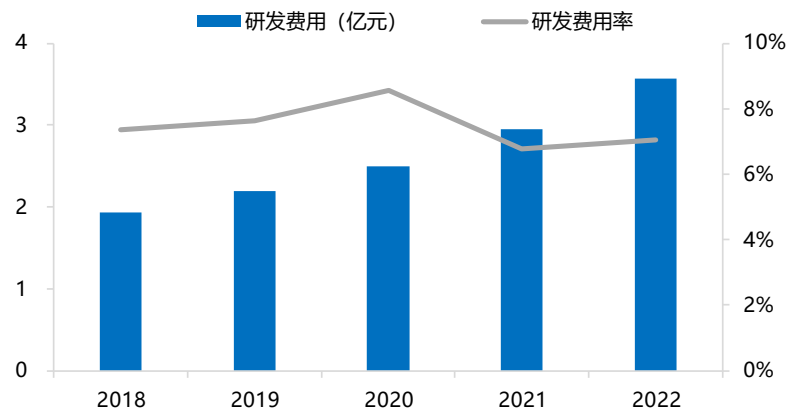
图表：2022年经营活动现金流净额9.83亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

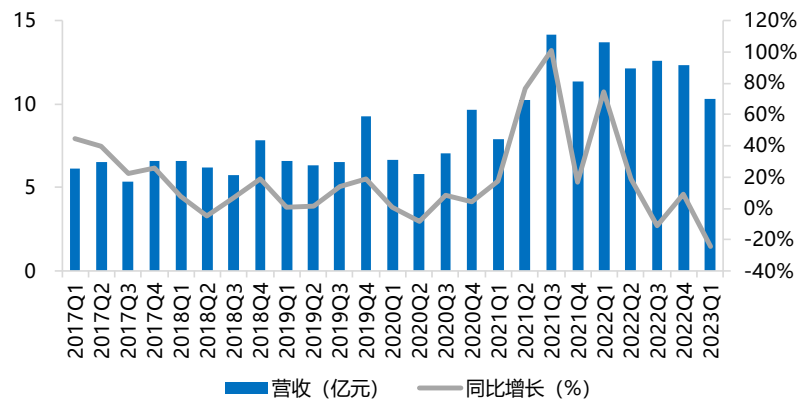
2023Q1归母净利润环比+127.86%

图表：2022年研发费用达3.58亿元



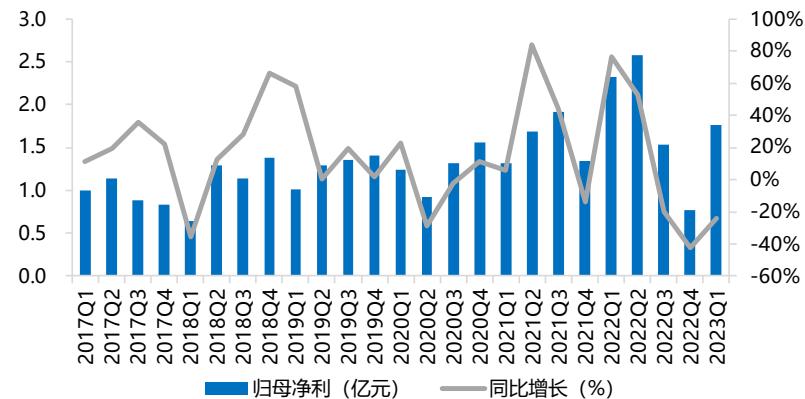
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2023Q1营收环比下滑16.48%



资料来源：wind，国海证券研究所

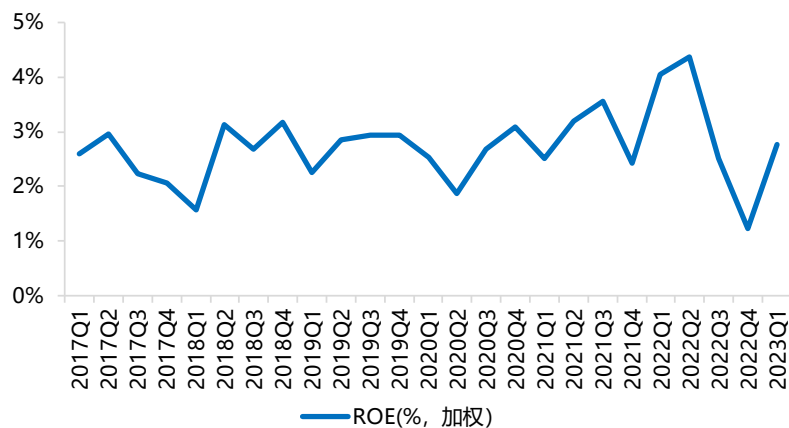
图表：2023Q1归母净利环比上升127.86%



资料来源：wind，国海证券研究所

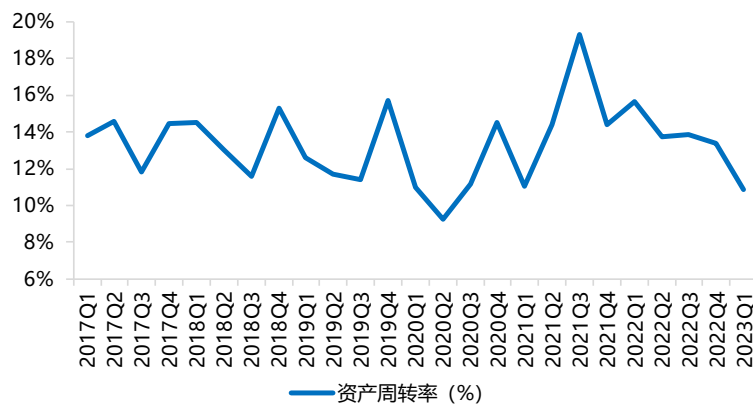
2023Q1净利率环比上升

图表：季度净资产收益率



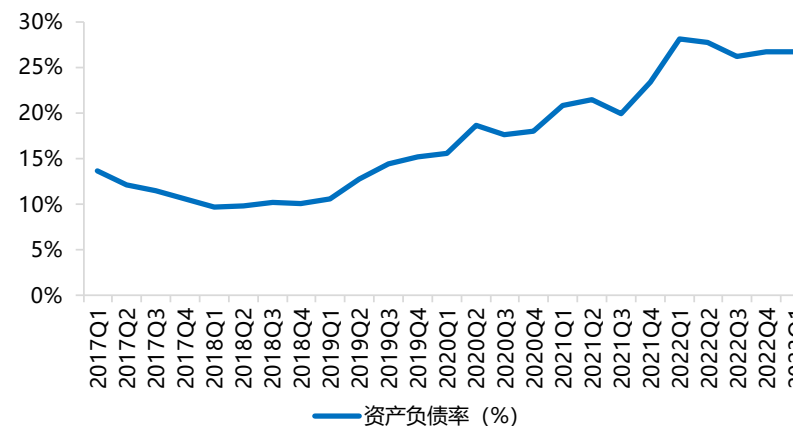
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



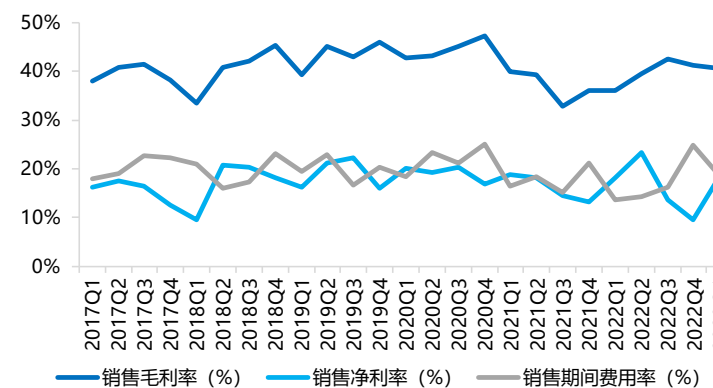
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

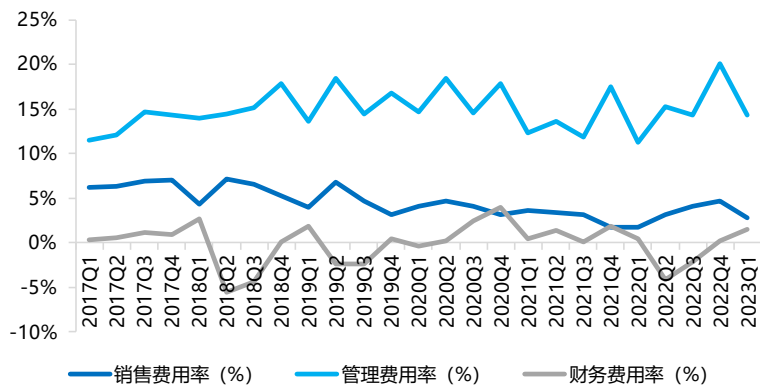
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

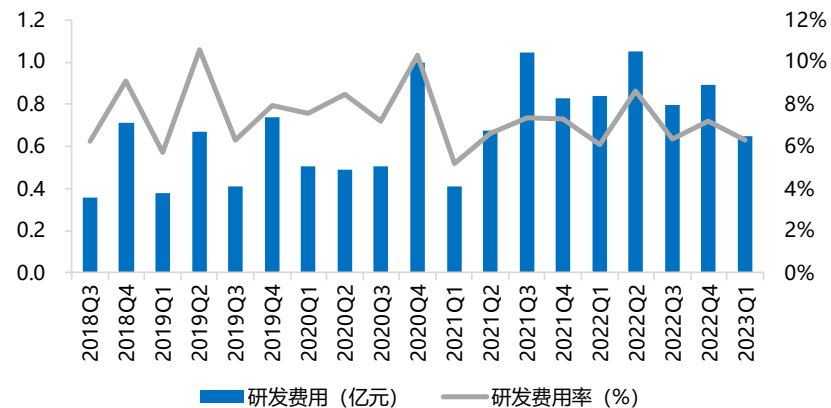
2023Q1经营活动现金流净额环比提升

图表：季度期间费用率



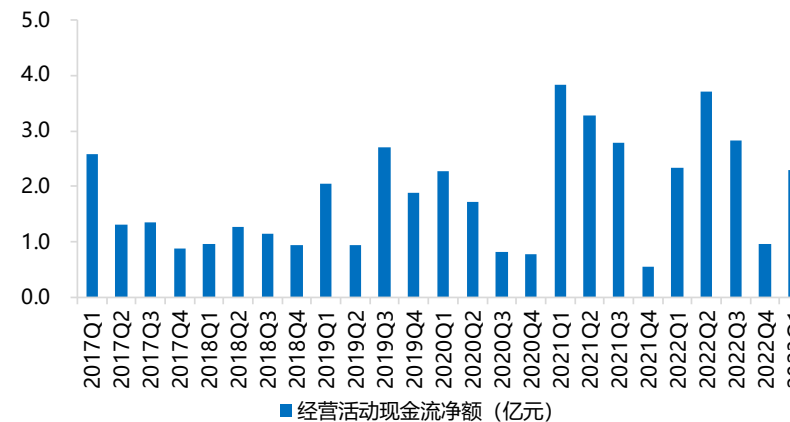
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用情况



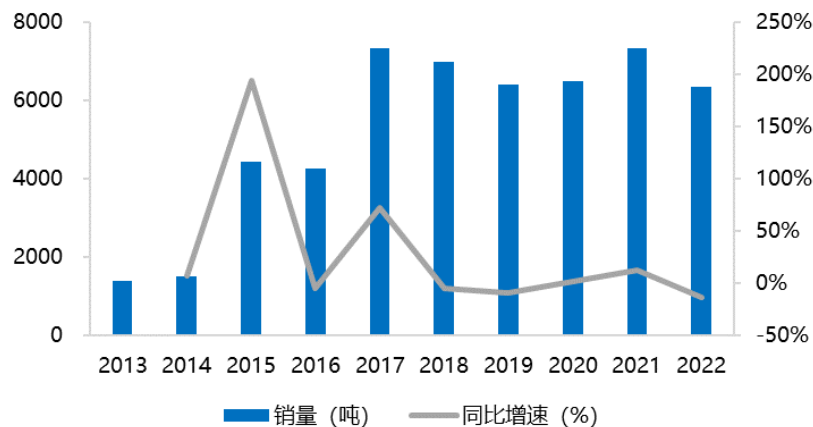
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q1经营活动现金流净额2.30亿元



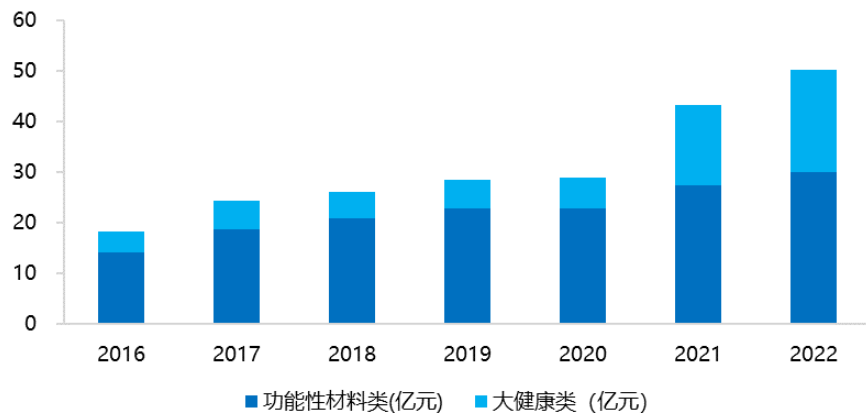
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年产品销量下降



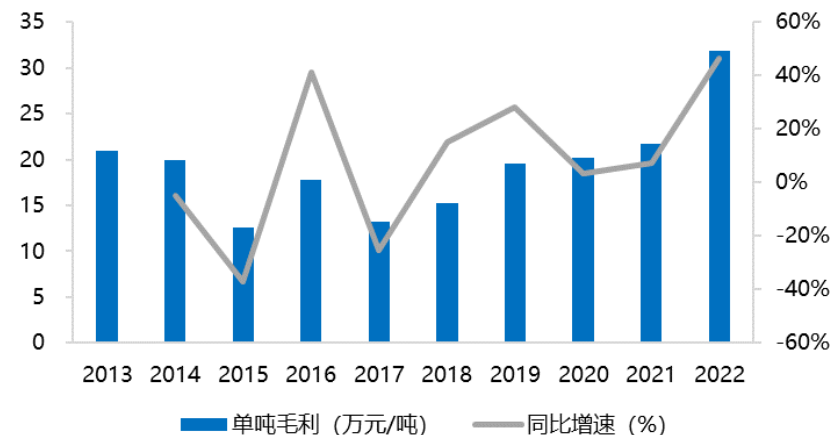
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



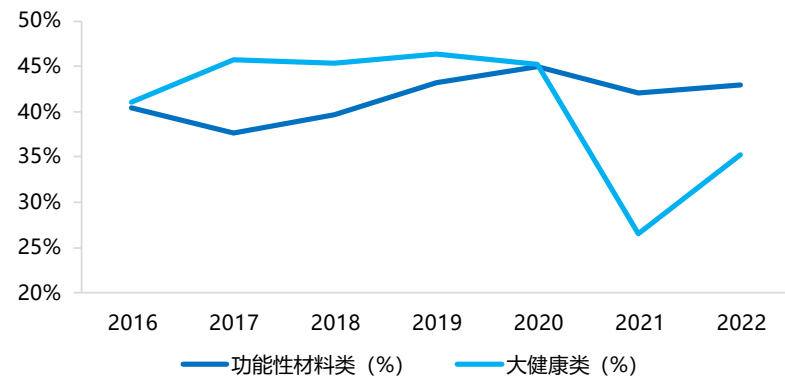
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年产品单吨毛利提升



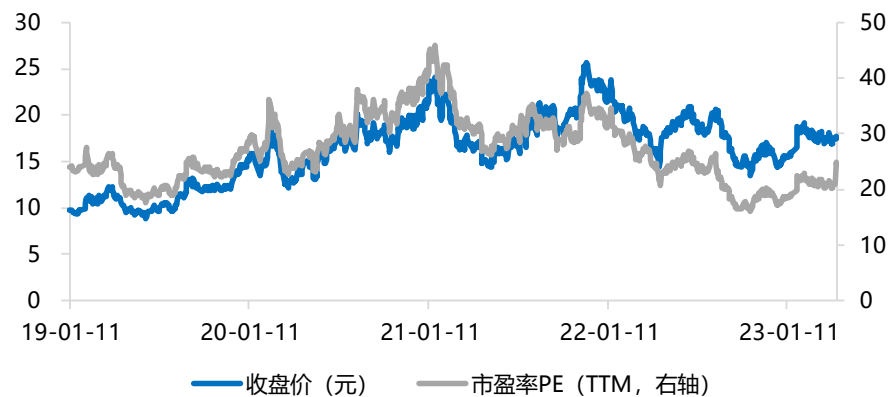
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率情况



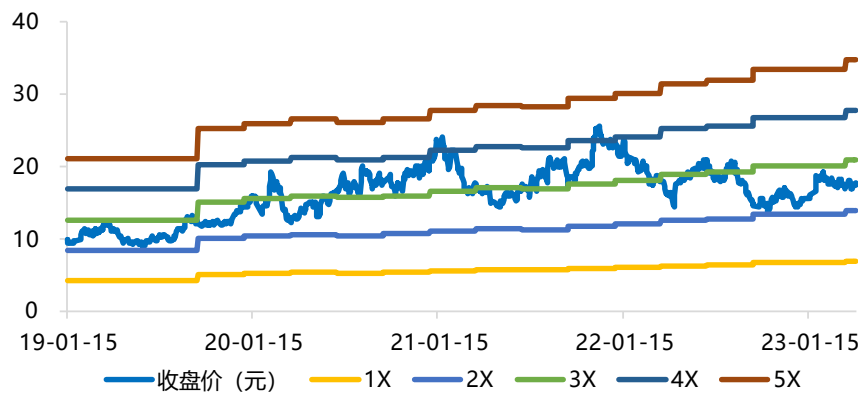
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



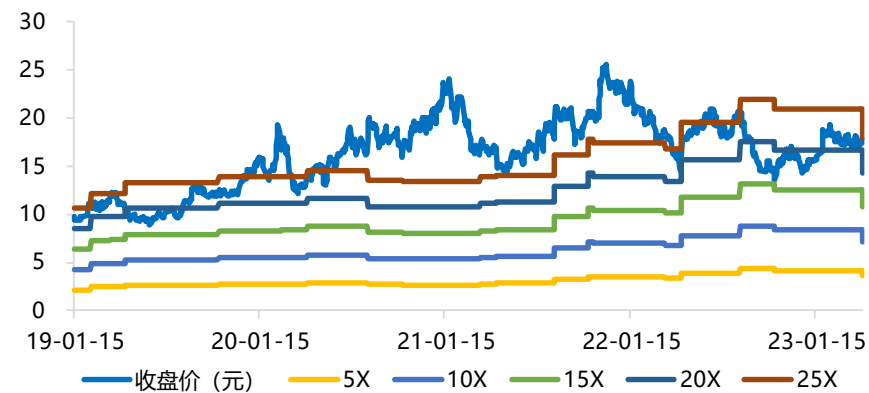
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

万润股份盈利预测表

证券代码： 002643

股价： 17.53

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230421

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1187	821	1121	1788	营业收入	5080	4609	5936	7123	每股指标				
应收款项	456	197	970	227	营业成本	3061	2793	3578	4278	EPS	0.79	0.88	1.19	1.45
存货净额	1967	1446	1734	2069	营业税金及附加	25	33	41	45	BVPS	6.76	7.64	8.83	10.28
其他流动资产	170	214	243	256	销售费用	173	148	154	185	估值				
流动资产合计	3781	2678	4068	4339	管理费用	412	360	415	499	P/E	18.6	20.0	14.7	12.1
固定资产	3138	3588	4106	4624	财务费用	-68	-10	-3	-9	P/B	2.2	2.3	2.0	1.7
在建工程	770	1016	1250	1378	其他费用/(-收入)	358	313	404	484	P/S	2.7	3.5	2.7	2.3
无形资产及其他	1550	1994	2233	2546	营业利润	973	1018	1385	1685	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	21	28	31	34	营业外净收支	-23	1	1	1	盈利能力				
资产总计	9260	9304	11689	12921	利润总额	951	1019	1386	1686	ROE	11%	11%	14%	14%
短期借款	140	160	180	200	所得税费用	127	122	166	202	毛利率	40%	39%	40%	40%
应付款项	937	168	1104	715	净利润	824	897	1220	1484	期间费率	10%	11%	10%	9%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	103	81	110	134	销售净利率	14%	18%	19%	19%
其他流动负债	939	836	1044	1161	归属于母公司净利润	721	816	1110	1350	成长能力				
流动负债合计	2016	1164	2329	2077	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	17%	-9%	29%	20%
长期借款及应付债券	345	345	345	345	经营活动现金流	983	1118	1762	2107	利润增长率	15%	13%	36%	22%
其他长期负债	113	113	113	113	净利润	721	816	1110	1350	营运能力				
长期负债合计	459	459	459	459	少数股东权益	103	81	110	134	总资产周转率	0.55	0.50	0.51	0.55
负债合计	2475	1623	2787	2536	折旧摊销	419	355	488	500	应收账款周转率	11.15	24.97	6.12	33.18
股本	930	930	930	930	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.58	3.19	3.42	3.44
股东权益	6785	7682	8901	10385	营运资金变动	-367	-136	55	124	偿债能力				
负债和股东权益总计	9260	9304	11689	12921	投资活动现金流	-920	-1495	-1473	-1450	资产负债率	27%	17%	24%	20%
					资本支出	-1293	-1454	-1425	-1385	流动比	1.87	2.30	1.75	2.09
					长期投资	0	-48	-57	-76	速动比	0.83	0.93	0.93	1.01
					其他	373	8	10	10					
					筹资活动现金流	70	11	11	10					
					债务融资	316	20	20	20					
					权益融资	8	0	0	0					
					其它	-254	-9	-9	-10					
					现金净增加额	204	-366	300	667					

化工小组介绍

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

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，化工行业研究助理，1年半化工实业工作经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，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。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597