

投资评级 **优于大市** 维持

2022 年净利润实现稳定增长，积极布局新材料业务

股票数据

04月21日收盘价(元)	17.53
52周股价波动(元)	13.26-21.50
总股本/流通A股(百万股)	930/896
总市值/流通市值(百万元)	16305/15704

相关研究

《2022Q1 扣非净利润同比大幅增长，扩建新材料实现可持续发展》2022.03.28

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.1	-5.1	9.3
相对涨幅 (%)	-5.4	-2.4	12.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@haitong.com

证书: S0850517110003

投资要点:

- 2022 年公司净利润实现稳定增长。**公司 2022 年度实现营业收入 50.8 亿元，同比增长 16.56%，归母净利润 7.2 亿元，同比增长 15.10%，扣非后归母净利润 7.1 亿元，同比增长 20.71%。2022 年公司继续保持全球领先的柴油车用沸石系列环保材料供应商地位；控股子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务再创新高，继续保持业内领先供应地位；公司聚酰亚胺材料及半导体制造材料业务均取得了不同程度的进展；公司积极布局新能源材料领域，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。2023Q1 公司实现营业收入 10.3 亿元，同比减少 24.66%，归母净利润 1.8 亿元，同比减少 24.15%，扣非后归母净利润 1.7 亿元，同比减少 24.37%。
- 公司以化学合成为基础，大力发展新材料业务。**功能性材料方面，2022 年公司以化学合成为基础，先后涉足了液晶材料、OLED 材料、沸石系列环保材料等多个领域。近年来公司积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料、新能源材料等多个领域。在电子与显示领域聚酰亚胺单体材料方面，公司生产技术目前可覆盖大部分高端产品，目前已有产品实现批量供应；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。半导体制造材料方面，公司目前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。
- 新产能陆续投产，助力公司稳步发展。**2022 年公司启动了“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”用于扩增公司功能性材料产能；“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。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。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.86 亿元、8.56 亿元和 9.82 亿元，EPS 为 0.84 元、0.92 元和 1.06 元。参考同行业公司，我们认为合理估值为 2023 年 PE 25-30 倍，合理价值区间为 21.0-25.2 元，维持优于大市评级。
- 风险提示：**产品价格下跌的风险；新材料开发不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4359	5080	4400	4909	5477
(+/-)YoY(%)	49.4%	16.6%	-13.4%	11.6%	11.6%
净利润(百万元)	627	721	786	856	982
(+/-)YoY(%)	24.2%	15.1%	8.9%	8.9%	14.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.78	0.84	0.92	1.06
毛利率(%)	36.5%	39.7%	40.7%	40.7%	40.8%
净资产收益率(%)	11.2%	11.5%	11.1%	10.8%	11.0%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

根据公司 2022 年年报, 功能性材料方面, 公司产品种类繁多, 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。2022 年公司功能性材料产能 11365 吨, 产能利用率 64.68%, 在建产能 8700 吨。我们预计 2023-2025 年功能性材料收入同比增长 15%、12%、12%; 医药材料方面, 由于 MP 2022 年有抗原快速检测试剂盒销售业务, 收入和净利润实现快速增长。我们预计 2023-2025 年医药材料回归正常水平, 预计医药材料销售分别为 9、9.9、10.89 亿元。

表 1 万润股份分业务盈利预测

项目		2022	2023E	2024E	2025E
功能性材料	销售收入 (百万元)	2998.78	3448.60	3862.43	4325.92
	销售成本 (百万元)	1711.70	1965.70	2201.59	2465.78
	毛利率	42.92%	43.00%	43.00%	43.00%
医药材料	销售收入 (百万元)	2034.67	900.00	990.00	1089.00
	销售成本 (百万元)	1320.14	612.00	673.20	740.52
	毛利率	35.12%	32.00%	32.00%	32.00%
其他	销售收入 (百万元)	47.01	51.71	56.89	62.57
	销售成本 (百万元)	29.43	32.06	35.27	38.80
	毛利率	37.41%	38.00%	38.00%	38.00%
总计	销售收入 (百万元)	5080.46	4400.31	4909.32	5477.50
	销售成本 (百万元)	3061.27	2609.77	2910.06	3245.09
	毛利率	39.74%	40.69%	40.72%	40.76%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300398.SZ	飞凯材料	19.07	0.84	0.94	1.13	23	20	17
300285.SZ	国瓷材料	27.06	0.50	0.80	1.05	54	34	26
	平均值					38	27	21

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5080	4400	4909	5477
每股收益	0.78	0.84	0.92	1.06	营业成本	3061	2610	2910	3245
每股净资产	6.76	7.60	8.52	9.58	毛利率%	39.7%	40.7%	40.7%	40.8%
每股经营现金流	1.06	1.66	1.45	1.63	营业税金及附加	25	27	27	32
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	173	140	162	177
P/E	22.60	20.75	19.06	16.61	营业费用率%	3.4%	3.2%	3.3%	3.2%
P/B	2.59	2.31	2.06	1.83	管理费用	412	333	385	422
P/S	3.21	3.71	3.32	2.98	管理费用率%	8.1%	7.6%	7.8%	7.7%
EV/EBITDA	10.23	10.38	9.35	7.82	EBIT	900	1021	1120	1263
股息率%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-68	-2	-13	-20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	0.0%	-0.3%	-0.4%
毛利率	39.7%	40.7%	40.7%	40.8%	资产减值损失	-163	-30	-30	-30
净利润率	14.2%	17.9%	17.4%	17.9%	投资收益	5	7	6	8
净资产收益率	11.5%	11.1%	10.8%	11.0%	营业利润	973	1001	1110	1261
资产回报率	7.8%	8.1%	7.7%	8.0%	营业外收支	-23	-3	-3	-3
投资回报率	10.2%	10.6%	10.2%	10.3%	利润总额	951	998	1107	1258
盈利增长 (%)					EBITDA	1318	1471	1576	1777
营业收入增长率	16.6%	-13.4%	11.6%	11.6%	所得税	127	117	138	152
EBIT 增长率	12.7%	13.5%	9.7%	12.8%	有效所得税率%	13.3%	11.7%	12.5%	12.1%
净利润增长率	15.1%	8.9%	8.9%	14.7%	少数股东损益	103	95	113	124
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	721	786	856	982
资产负债率	26.7%	21.0%	22.1%	20.1%					
流动比率	1.87	2.55	2.55	3.01	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.83	1.69	1.63	2.16	货币资金	981	1886	2526	3408
现金比率	0.49	1.20	1.27	1.70	应收账款及应收票据	456	485	483	597
经营效率指标					存货	1967	1192	1658	1527
应收账款周转天数	29.78	38.00	35.00	35.00	其它流动资产	376	454	387	480
存货周转天数	204.19	220.00	180.00	180.00	流动资产合计	3781	4017	5054	6013
总资产周转率	0.59	0.46	0.47	0.47	长期股权投资	21	22	22	22
固定资产周转率	1.77	1.34	1.38	1.45	固定资产	3138	3426	3710	3834
					在建工程	770	570	470	370
					无形资产	466	496	544	583
					非流动资产合计	5479	5684	6024	6185
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9260	9701	11078	12198
净利润	721	786	856	982	短期借款	140	160	260	310
少数股东损益	103	95	113	124	应付票据及应付账款	937	544	801	689
非现金支出	607	480	486	544	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-81	8	11	13	其它流动负债	939	872	923	1000
营运资金变动	-367	178	-118	-143	流动负债合计	2016	1576	1985	1999
经营活动现金流	983	1548	1348	1521	长期借款	345	345	345	345
资产	-1293	-595	-707	-601	其它长期负债	113	113	113	113
投资	0	-62	-92	-77	非流动负债合计	459	459	459	459
其他	373	7	6	8	负债总计	2475	2035	2444	2458
投资活动现金流	-920	-650	-793	-670	实收资本	930	930	930	930
债权募资	316	20	100	50	归属于母公司所有者权益	6287	7072	7928	8910
股权募资	8	0	0	0	少数股东权益	498	593	706	831
其他	-254	-13	-15	-18	负债和所有者权益合计	9260	9701	11078	12198
融资活动现金流	70	7	85	32					
现金净流量	204	905	641	882					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。