

万润股份 (002643.SZ)
全年业绩符合预期，新材料平台型布局优势凸显

2023年04月23日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
徐正凤（联系人）
蒋跨越（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

证书编号：S0790122010041

日期	2023/4/21
当前股价(元)	17.53
一年最高最低(元)	21.50/13.26
总市值(亿元)	163.05
流通市值(亿元)	157.04
总股本(亿股)	9.30
流通股本(亿股)	8.96
近3个月换手率(%)	57.36

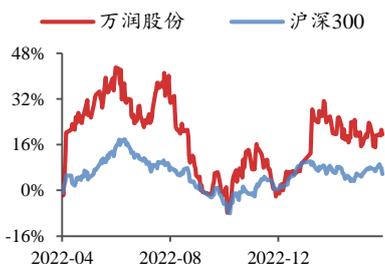
● 2022年业绩符合预期，2023Q1业绩环比改善，维持“买入”评级

2022年，公司实现营收50.8亿元，同比+16.6%；归母净利润7.2亿元，同比+15.1%；扣非净利润7.1亿元，同比+20.7%；对应Q4实现营收12.4亿元，同比+9.1%、环比-1.6%；归母净利润0.77亿元，同比-42.2%、环比-49.3%；扣非净利润0.84亿元，同比-29.4%、环比-43.7%，Q4主要受计提资产减值准备、汇兑收益减少、子公司纠纷产生损失等影响业绩表现，全年业绩符合预期。2023Q1，公司实现营收10.3亿元，同比-24.7%、环比-16.5%；归母净利润1.77亿元，同比-24.2%、环比+127.9%；扣非净利润1.74亿元，同比-24.4%、环比+106.7%，业绩环比改善，同比承压主要受MP公司抗原业务影响。基于MP公司抗原业务不可持续及下游需求复苏情况等因素，我们下调2023-2024年、新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为7.91(-3.25)、9.77(-3.89)、11.71亿元，对应EPS为0.85(-0.35)、1.05(-0.42)、1.26元/股，当前股价对应2023-2025年PE为20.6、16.7、13.9倍。我们看好公司逐步成长为以研发创新驱动的新材料平台型企业，维持“买入”评级。

● 资产减值等影响2022Q4业绩表现，2023Q1盈利能力环比改善

2022年，公司销售毛利率39.74%、销售净利率16.22%，同比分别+3.25/+0.39pcts；2022Q4，公司销售毛利率41.33%、销售净利率9.51%，环比分别-1.21/-4.20pcts；2023Q1，公司销售毛利率40.63%、销售净利率18.45%，环比分别-0.70/+8.94pcts，其中2022Q4公司资产减值损失6654万元、信用减值损失2475万元影响净利率，2023Q1盈利能力有所改善。2022年，分业务看，功能性材料、生命科学与医药产品年产能分别达到11365/310吨，分别实现营收29.99/20.35亿元，同比分别+9.09%/+29.42%，销量分别为6180/167吨，不含税均价分别为48.5/1218.4万元/吨，毛利率分别为42.92%/35.12%，同比分别+0.80/+8.62pcts；分地区看，境外/境内营收分别为43.87/6.94亿元，毛利率分别为39.81%/39.35%。

● **风险提示：**项目建设进度不及预期、客户订单下滑、汇率大幅波动等。

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《资产减值影响业绩表现，公司盈利韧性凸显——公司信息更新报告》
-2022.10.30

《半年报业绩再创新高，新材料平台型布局助成长——公司信息更新报告》
-2022.8.23

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,359	5,080	5,005	5,899	6,973
YOY(%)	49.4	16.6	-1.5	17.9	18.2
归母净利润(百万元)	627	721	791	977	1,171
YOY(%)	24.2	15.1	9.6	23.5	19.9
毛利率(%)	36.5	39.7	41.6	41.8	41.9
净利率(%)	15.8	16.2	17.3	18.4	18.9
ROE(%)	11.4	12.1	11.3	12.4	13.1
EPS(摊薄/元)	0.67	0.78	0.85	1.05	1.26
P/E(倍)	26.0	22.6	20.6	16.7	13.9
P/B(倍)	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年业绩符合预期，2023Q1 业绩环比改善.....	3
2、 生命科学与医药产品业务表现亮眼，半导体制造材料进展顺利.....	3
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

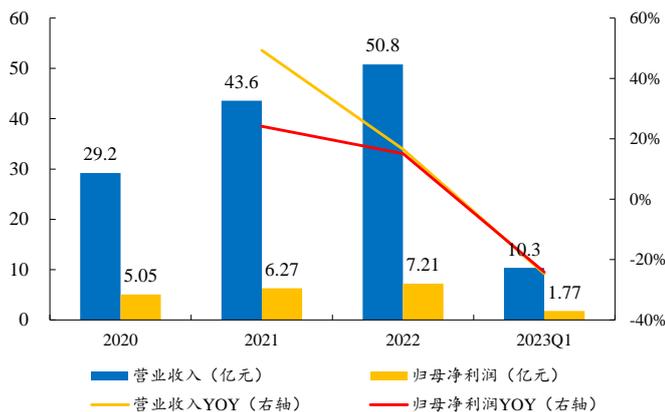
图 1： 2023Q1， 公司归母净利润同比-24.2%.....	3
图 2： 2023Q1， 公司盈利能力有所提升.....	3
图 3： 2020-2022 年， MP 公司营收和净利润稳步增长.....	4
图 4： 2018-2022 年， 九目化学营收和净利润稳步增长.....	4

1、2022 年业绩符合预期，2023Q1 业绩环比改善

2022 年业绩符合预期，2023Q1 业绩环比改善。2022 年，公司实现营收 50.8 亿元，同比+16.6%；归母净利润 7.2 亿元，同比+15.1%；扣非净利润 7.1 亿元，同比+20.7%；对应 Q4 实现营收 12.4 亿元，同比+9.1%、环比-1.6%；归母净利润 0.77 亿元，同比-42.2%、环比-49.3%；扣非净利润 0.84 亿元，同比-29.4%、环比-43.7%，Q4 主要受计提资产减值准备、汇兑收益减少、子公司纠纷产生损失等影响业绩表现，全年业绩符合预期。**2023Q1**，公司实现营收 10.3 亿元，同比-24.7%、环比-16.5%；归母净利润 1.77 亿元，同比-24.2%、环比+127.9%；扣非净利润 1.74 亿元，同比-24.4%、环比+106.7%，业绩环比改善，同比承压主要受 MP 公司抗原业务影响。

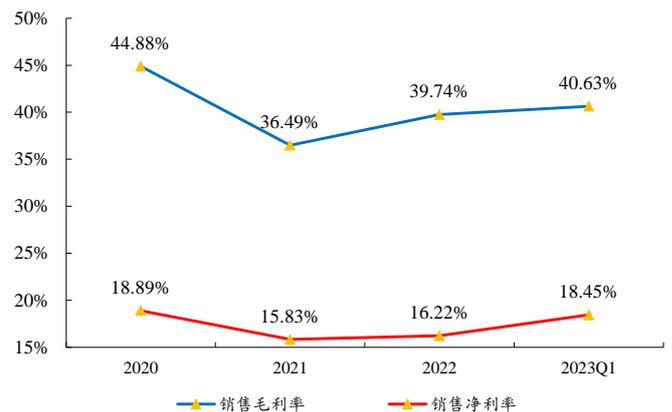
资产减值等影响 2022Q4 业绩表现，2023Q1 盈利能力环比改善。2022 年，公司销售毛利率 39.74%、销售净利率 16.22%，同比分别+3.25/+0.39pcts；2022Q4，公司销售毛利率 41.33%、销售净利率 9.51%，环比分别-1.21/-4.20pcts；2023Q1，公司销售毛利率 40.63%、销售净利率 18.45%，环比分别-0.70/+8.94pcts，其中 2022Q4 公司资产减值损失 6654 万元、信用减值损失 2475 万元影响净利率，2023Q1 盈利能力有所改善。

图1：2023Q1，公司归母净利润同比-24.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1，公司盈利能力有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

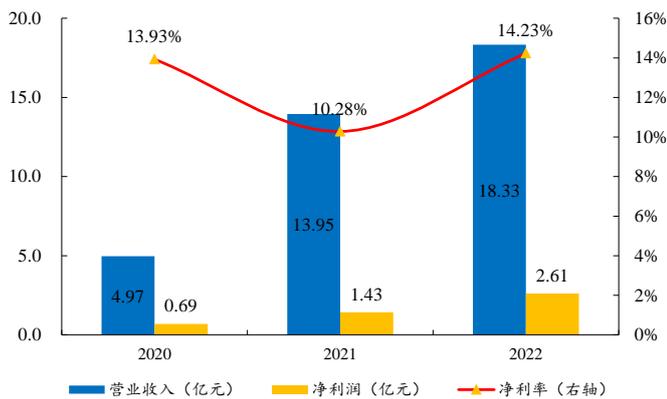
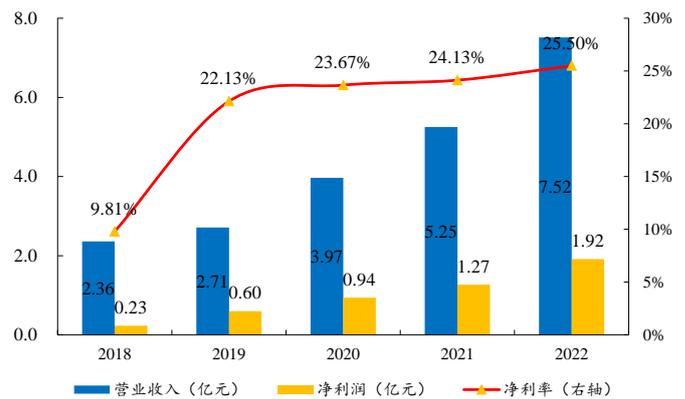
2、生命科学与医药产品业务表现亮眼，半导体制造材料进展顺利

2022 年，**分业务看**，功能性材料（包括液晶材料、OLED 材料、沸石系列环保材料、聚酰亚胺材料、半导体制造材料、新能源材料等）、生命科学与医药产品年产能分别达到 11365/310 吨，分别实现营收 29.99/20.35 亿元，销量分别为 6180/167 吨，不含税均价分别为 48.5/1218.4 万元/吨，毛利率分别为 42.92%/35.12%，同比分别+0.80/+8.62pcts；**分地区看**，境外/境内营收分别为 43.87/6.94 亿元，毛利率分别为 39.81%/39.35%。

公司生命科学与医药产业发展良好。子公司 MP 公司的生命科学和诊断试剂业务持续发展，2022 年实现营收 18.33 亿元、净利润 2.61 亿元，再创新高。同时，公司原料药和医药中间体方面业务持续发展，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，该车间投入使用将为公司医药领域产品的发展贡献力量。

OLED 材料方面，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，三月科技收入规模呈增长态势；公司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。同时，为进一步巩固自身在 OLED 升华前材料业务的优势地位，提升产品市场占有率，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。

图3：2020-2022 年，MP 公司营收和净利润稳步增长

图4：2018-2022 年，九目化学营收和净利润稳步增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

近年来，公司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，持续丰富公司电子信息材料产品线，具体来看：

(1) 公司目前聚酰亚胺材料产品包括单体材料与成品材料，主要应用在电子与显示领域。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，目前正在积极开展下游面板厂推广工作。在显示领域，公司 TFT 用聚酰亚胺成品材料作为液晶取向剂应用于 TFT-LCD 显示，公司光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料主要应用于 OLED 显示领域。在下游生产方面，目前国内使用的 TFT 用聚酰亚胺成品材料和光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料主要为进口材料，上述两种产品市场前景广阔。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。PTP-01 产品的量产计划包括在公司 2022 年启动的“中节能万润（蓬莱）新材料一期建设项目”中，已经于 2022 年通过了 PTP-01 国内首次使用化工工艺安全可靠性论证评审等。该产品应用于光纤连接器、航空航天复合材料等产品制造领域，市场前景广阔。

(2) 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。公司半导体用光刻胶单体和光刻胶树脂产品种类及生产技术覆盖大部分主要产品。2022 年，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；公司 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。

此外，公司还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。此外，公司控股子公司九目化学于 2021 年承担山东省新旧动能转换重大产业攻关项目“无氟高稳定支状多元嵌段式燃料电池质子膜材料项目”，目前正处于中试开发阶段。

2022 年，公司研发投入 37,131.39 万元，占营业收入的 7.31%。我们看好公司依靠研发、自主创新，逐步摸索出具有自身特色的专有技术并持续改进，使产品始终保持优势，逐步成长为新材料平台型企业。

3、盈利预测与投资建议

基于 MP 公司新冠抗原快速检测试剂盒业务不可持续及下游需求复苏情况等因素，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.91 (-3.25)、9.77 (-3.89)、11.71 亿元，对应 EPS 为 0.85 (-0.35)、1.05 (-0.42)、1.26 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 20.6、16.7、13.9 倍。我们看好公司逐步成长为以研发创新驱动的新材料平台型企业，维持“买入”评级。

4、风险提示

项目建设进度不及预期、客户订单下滑、汇率大幅波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3518	3781	3497	5081	4909
现金	779	981	938	1602	1317
应收票据及应收账款	386	456	487	553	717
其他应收款	89	19	87	48	103
预付账款	76	41	44	72	64
存货	1505	1967	1423	2299	2260
其他流动资产	684	317	519	507	448
非流动资产	4357	5479	5412	6155	7032
长期投资	21	21	21	21	21
固定资产	2607	3138	3236	3893	4679
无形资产	402	471	502	541	574
其他非流动资产	1327	1848	1653	1700	1759
资产总计	7876	9260	8909	11236	11941
流动负债	1418	2016	892	2172	1598
短期借款	120	140	152	100	520
应付票据及应付账款	670	937	352	1295	567
其他流动负债	628	939	388	778	510
非流动负债	429	459	368	330	293
长期借款	338	345	274	230	191
其他非流动负债	91	113	94	100	102
负债合计	1847	2475	1260	2502	1891
少数股东权益	415	498	571	680	825
股本	930	930	930	930	930
资本公积	2410	2494	2494	2494	2494
留存收益	2523	3007	3871	4957	6273
归属母公司股东权益	5614	6287	7077	8054	9225
负债和股东权益	7876	9260	8909	11236	11941

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1045	983	536	1572	271
净利润	690	824	864	1085	1316
折旧摊销	295	404	50	57	66
财务费用	41	-68	49	47	63
投资损失	-10	-5	0	0	0
营运资金变动	-28	-367	-414	407	-1149
其他经营现金流	56	195	-14	-24	-25
投资活动现金流	-802	-920	-202	-778	-885
资本支出	732	1295	-8	797	942
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-71	375	-210	20	57
筹资活动现金流	3	70	-429	-78	-141
短期借款	-298	20	12	-52	420
长期借款	227	8	-71	-44	-40
普通股增加	21	-0	0	0	0
资本公积增加	236	84	0	0	0
其他筹资现金流	-183	-41	-369	17	-522
现金净增加额	220	204	-95	716	-755

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4359	5080	5005	5899	6973
营业成本	2768	3061	2923	3436	4052
营业税金及附加	31	25	30	33	40
营业费用	129	173	175	206	244
管理费用	307	412	405	460	544
研发费用	295	358	350	392	427
财务费用	41	-68	49	47	63
资产减值损失	-62	-163	-70	-59	-70
其他收益	37	36	10	10	10
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	10	5	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	769	973	997	1252	1518
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	5	25	0	0	0
利润总额	767	951	997	1252	1518
所得税	77	127	133	167	202
净利润	690	824	864	1085	1316
少数股东损益	63	103	73	109	145
归属母公司净利润	627	721	791	977	1171
EBITDA	1066	1354	1036	1286	1563
EPS(元)	0.67	0.78	0.85	1.05	1.26

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	49.4	16.6	-1.5	17.9	18.2
营业利润(%)	21.4	26.6	2.4	25.6	21.3
归属于母公司净利润(%)	24.2	15.1	9.6	23.5	19.9
获利能力					
毛利率(%)	36.5	39.7	41.6	41.8	41.9
净利率(%)	15.8	16.2	17.3	18.4	18.9
ROE(%)	11.4	12.1	11.3	12.4	13.1
ROIC(%)	14.7	14.3	14.1	16.9	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	23.4	26.7	14.1	22.3	15.8
净负债比率(%)	-4.2	-1.7	-5.1	-13.1	-4.6
流动比率	2.5	1.9	3.9	2.3	3.1
速动比率	1.3	0.8	2.2	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.3	12.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.3	4.0	6.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.78	0.85	1.05	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	1.06	0.58	1.69	0.29
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.76	7.61	8.66	9.92
估值比率					
P/E	26.0	22.6	20.6	16.7	13.9
P/B	2.9	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.9	12.2	15.5	12.0	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn