

➤ **事件:** 公司 3 月 29 日发布 2023 年报, 全年实现营收 9.8 亿元, YoY+23.6%; 归母净利润 1.8 亿元, YoY+73.6%; 扣非净利润 1.0 亿元, YoY+28.4%。业绩表现符合市场预期。我们综合点评如下:

➤ **产品陆续进入批产阶段; 在研储备保证长期发展潜力。** 1) 单季度看: 4Q23 实现营收 2.5 亿元, YoY+19.7%; 归母净利润 0.54 亿元, YoY+782.3%; 扣非净利润-423 万元, 2022 年为 266 万元。2) **盈利能力:** 4Q23 毛利率同比下降 1.2ppt 至 74.9%; 净利率同比增加 22.1ppt 至 25.4%。2023 年毛利率同比减少 2.6ppt 至 74.2%; 净利率同比增长 5.9ppt 至 19.2%。2023 年上海万泽已完成研发转批产近 10 个型号, 在研新品共计 123 个, 在研储备保证长期发展潜力。

➤ **医药产品稳步增长; 高温合金收入快增 52%。** 分产品看, 2023 年: 1) 高温合金材料销售实现收入 2.5 亿元, YoY+52.0%, 毛利率同比减少 5.55ppt 至 35.8%; 2) 金双歧实现收入 5.0 亿元, YoY+21.5%, 毛利率同比减少 0.1ppt 至 88.8%; 3) 定君生实现收入 2.0 亿元, YoY+10.1%, 毛利率同比增加 0.35ppt 至 91.8%。**高温合金重要子公司中, 2023 年:** 1) 上海万泽收入 2.0 亿元, YoY+72.5%, 净利润 1093 万元, 2022 年同期 63 万元; 2) 深汕万泽收入 0.83 亿元, YoY-4.5%, 净利润-5004 万元, 2022 年同期-3190 万元; 3) 中南研究院收入 0.62 亿元, YoY-22.4%, 净利润 3375 万元, 2022 年同期 1359 万元。综上, 高温合金材料和医药收入均实现不同程度增长; 新材料领域, 上海万泽收入增速较快, 利润端上海万泽和中南研究院盈利能力逐步提升。

➤ **期间费用率不断优化; 持续加大研发投入。** 2023 年公司期间费用率同比减少 5.1ppt 至 56.9%, 股权激励费用同比增加 622 万元至 4266 万元。其中: 1) 研发费用同比增长 38.7%至 1.1 亿元, 研发费用率同比增加 1.2ppt 至 10.8%, 公司持续加大研发投入; 2) 管理费用率同比减少 0.6ppt 至 15.9%; 3) 销售费用率同比减少 5.5ppt 至 27.8%; 4) 财务费用率同比减少 0.2ppt 至 2.4%。**截至 2023 年末,** 公司应收票据及账款 3.4 亿元, 较 3Q23 末增加 3.8%; 存货 2.2 亿元, 较 3Q23 末增加 16.3%; 在建工程 6.1 亿元, 较 3Q23 末增加 41.6%, 主要是珠海生物医药研发总部及产业化基地建设项目持续投入。2023 年公司经营活动净现金流 1.0 亿元, 2022 年同期 2.0 亿元。

➤ **投资建议:** 公司不断优化业务布局, 已成为我国医药微生态活菌龙头, 且在高温合金及制品领域厚积薄发, 经过十年磨砺成长为“两机”热端零部件核心配套商, 母合金、铸造叶片和粉末涡轮盘产研能力非常稀缺。我们预计公司 2024~2026 年分别实现归母净利润 2.7 亿、3.6 亿、4.6 亿元, 对应 PE 分别为 23x/18x/14x, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期; 在研型号批产节奏不及预期; 产品降价等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	981	1,409	1,839	2,261
增长率 (%)	23.6	43.6	30.5	22.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	177	272	362	463
增长率 (%)	73.5	54.3	32.8	28.1
每股收益 (元)	0.35	0.53	0.71	0.91
PE	36	23	18	14
PB	5.3	5.1	4.1	3.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

12.49 元


分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 宋丽莹

执业证书: S0100523090003

邮箱: songliying@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

研究助理 赵博轩

执业证书: S0100122030069

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书: S0100122090013

邮箱: fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 万泽股份 (000534.SZ) 首次覆盖报告: 新材料系列#8: “两机”新星冉冉升起; 厚积薄发进入收获期-2024/01/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	981	1,409	1,839	2,261
营业成本	253	444	640	822
营业税金及附加	11	14	18	23
销售费用	273	282	331	396
管理费用	156	176	221	249
研发费用	106	127	147	158
EBIT	238	395	515	650
财务费用	23	39	41	42
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	3	2	2
营业利润	244	358	476	610
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	244	358	476	610
所得税	55	72	95	122
净利润	189	287	381	488
归属于母公司净利润	177	272	362	463
EBITDA	320	482	619	770

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	259	172	275	459
应收账款及票据	335	405	504	601
预付款项	6	16	19	21
存货	216	292	386	450
其他流动资产	74	78	88	98
流动资产合计	890	963	1,272	1,629
长期股权投资	10	13	15	17
固定资产	770	916	1,056	1,195
无形资产	355	404	451	497
非流动资产合计	2,230	2,427	2,613	2,798
资产合计	3,120	3,390	3,885	4,427
短期借款	255	255	255	255
应付账款及票据	306	438	526	563
其他流动负债	252	331	375	433
流动负债合计	813	1,023	1,156	1,251
长期借款	750	750	800	850
其他长期负债	253	252	252	252
非流动负债合计	1,003	1,002	1,052	1,102
负债合计	1,816	2,025	2,208	2,353
股本	509	511	511	511
少数股东权益	93	107	126	151
股东权益合计	1,305	1,364	1,677	2,074
负债和股东权益合计	3,120	3,390	3,885	4,427

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.63	43.56	30.54	22.91
EBIT 增长率	54.78	65.70	30.58	26.04
净利润增长率	73.54	54.25	32.83	28.09
盈利能力 (%)				
毛利率	74.23	68.51	65.22	63.63
净利率	17.99	19.33	19.67	20.50
总资产收益率 ROA	5.66	8.03	9.31	10.47
净资产收益率 ROE	14.57	21.66	23.33	24.09
偿债能力				
流动比率	1.10	0.94	1.10	1.30
速动比率	0.78	0.60	0.72	0.90
现金比率	0.32	0.17	0.24	0.37
资产负债率 (%)	58.19	59.75	56.83	53.14
经营效率				
应收账款周转天数	119.02	100.00	95.00	92.00
存货周转天数	311.85	240.00	220.00	200.00
总资产周转率	0.35	0.43	0.51	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.53	0.71	0.91
每股净资产	2.37	2.46	3.04	3.77
每股经营现金流	0.19	0.91	0.92	1.12
每股股利	0.12	0.13	0.18	0.23
估值分析				
PE	36	23	18	14
PB	5.3	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	22.38	14.84	11.57	9.30
股息收益率 (%)	0.96	1.07	1.42	1.82

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	189	287	381	488
折旧和摊销	82	88	104	120
营运资金变动	-178	51	-56	-78
经营活动现金流	95	465	469	574
资本开支	-301	-275	-280	-296
投资	-65	0	0	0
投资活动现金流	-365	-275	-280	-296
股权募资	183	2	0	0
债务募资	360	0	32	50
筹资活动现金流	241	-276	-86	-93
现金净流量	-30	-87	103	184

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026