

业绩阶段性承压，乙醛酸、半导体等新业务有望带来改善

国林科技 (300786.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **事件:** 国林科技发布 22 年报和 23 年一季报, 公司 22 年实现营收 2.93 亿元, 同比下降 41.0%; 实现归母净利润 1801 万元, 同比下降 76.3%。23Q1 实现营收 6612 万元, 同比增长 4.6%; 实现归母净利润 150 万元, 同比下降 64.5%。22 年公司加权平均 ROE 为 1.45%, 同比减少 6.32pct。此外, 公司公告了 2022 年度利润分配方案, 拟每 10 股派发现金红利 0.2 元 (含税)。
- **多重因素导致公司业绩阶段性承压。** 2022 年全年公司毛利率为 37.34%, 同比增加 1.91pct, 净利率为 6.06%, 同比减少 9.27pct; 期间费用率为 30.36%, 同比增加 15.43pct; 经营性现金流净额为 0.58 亿元, 同比增长 402%。截至 22 年末, 公司未执行合同总额约 3.61 亿元。公司新疆 2.5 万吨/年高品质晶体乙醛酸项目于 2022 年中期进入试生产阶段, 固定资产折旧及期间费用大幅增加, 叠加疫情压制传统工业污水、市政供水/污水领域的需求, 22 年公司业绩下滑明显。
- **乙醛酸产能持续爬坡, 有望带动公司业绩改善。** 公司 2.5 万吨/年高品质晶体乙醛酸项目于 22 年 6 月初建成开始试生产, 预计 23 年上半年产能爬坡到 100%, 产品主要为高品质乙醛酸晶体和副产物甲酸钾。公司充分发挥在臭氧应用技术以及产品制造等方面的优势, 将高品质乙醛酸晶体实现产业化生产, 积极开拓乙醛酸产品新的应用领域, 抢占乙醛酸高端市场, 提高盈利空间和抗风险能力。
- **半导体清洗设备取得突破, 国产替代背景下成长空间广阔。** 公司用于半导体行业的高浓度臭氧发生器和高浓度臭氧水设备技术取得突破, 产品臭氧出气浓度可达 200-300mg/L, 臭氧水浓度可达 80-150ppm, 并能实现臭氧水不同浓度的精准控制, 满足半导体行业应用需求。首台套订单设备已于 22 年下半年交付客户, 目前处于产品验证阶段, 预计今年有望实现商业化销售突破。在美国对我国半导体产业制裁持续升级背景下, 半导体产业链安全自主可控的战略意义凸显, 半导体设备的国产替代空间和前景广阔。
- **开发家用、医疗等应用场景, 打造新的增长点。** 公司近年来围绕电解水式臭氧产生机理、应用场景、规模化生产工艺及材料等进行技术研究, 目前已完成家用水处理终端系统、富氢水机、富氧原子机等系列产品的开发, 目前样机陆续下线, 待完成可靠性检测及客户试用体验后将针对家用场景及特殊用途场景进行规模化、定制化生产及销售, 未来公司将以此为依托, 研制臭氧治疗仪等医疗器械产品, 不断发展臭氧科技产业, 为企业打造新的利润增长点。
- **投资建议:** 预计公司 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.66/2.44/3.12 亿元, 对应 EPS 分别为 0.90/1.32/1.70 元/股, 对应 PE 分别为 19x/13x/10x, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 乙醛酸业务产能爬坡进度不及预期风险; 半导体清洗设备需求不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险。

分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520070002

研究助理

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

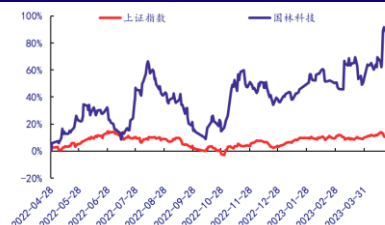
市场数据

2023-04-27

A 股收盘价(元)	17.26
A 股一年内最高价(元)	22.38
A 股一年内最低价(元)	10.90
上证指数	3,285.88
市盈率	207.72
总股本(万股)	18,401.59
实际流通 A 股(万股)	13,712.62
限售的流通 A 股(万股)	4,688.97
流通 A 股市值(亿元)	23.67

相对上证指数表现

2022-04-27



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

附录：

1. 盈利预测

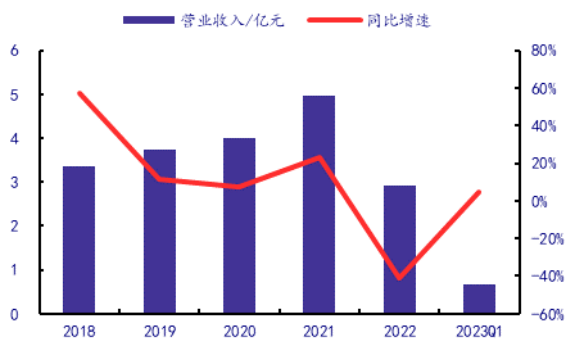
表 1. 国林科技盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	292.63	858.79	1230.98	1507.16
收入增长率	-40.95%	193.47%	43.34%	22.44%
归母净利润（百万元）	18.01	165.61	243.65	312.50
利润增速	-76.31%	819.40%	47.12%	28.25%
毛利率	37.34%	38.58%	39.71%	40.37%
摊薄 EPS（元）	0.10	0.90	1.32	1.70
PE	176.32	19.18	13.04	10.16

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

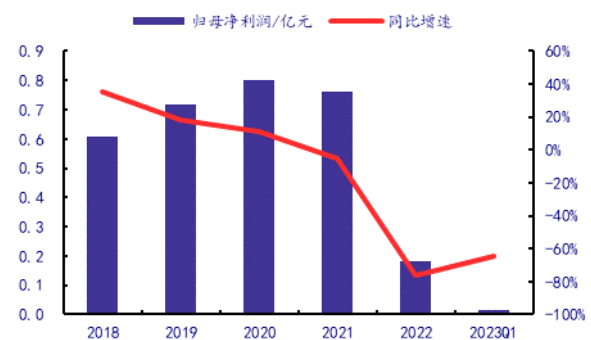
2. 公司经营情况

图 1：2018-2023Q1 国林科技营业收入



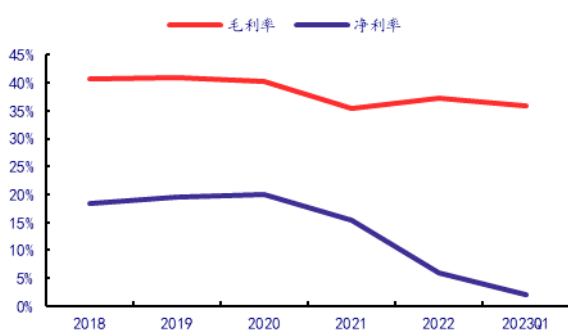
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 2：2018-2023Q1 国林科技归母净利润



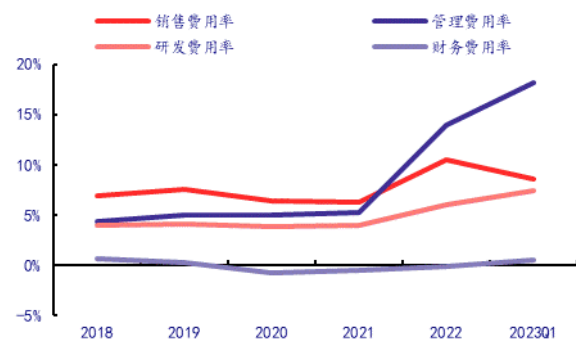
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 3：2018-2023Q1 国林科技毛利率与净利率



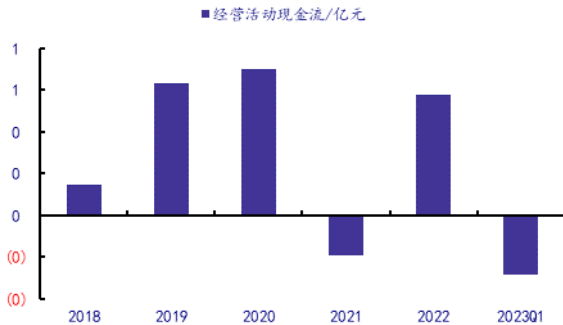
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 4：2018-2023Q1 国林科技费用率



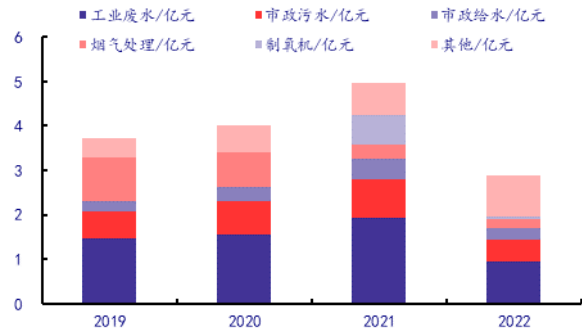
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图 5: 2018-2023Q1 国林科技经营活动现金流



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 6: 2018-2022 国林科技主营业务收入占比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表 2. 2021-2023Q1 分季度国林科技营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入/亿元	0.75	1.45	1.52	1.23	0.63	0.63	0.72	0.94	0.66
营业收入同比增长率	25.11%	55.05%	42.49%	-12.74%	-15.88%	-56.34%	-52.91%	-23.34%	4.62%
归母净利润/亿元	0.11	0.24	0.28	0.13	0.04	0.04	0.04	0.06	0.01
归母净利润同比增长率	6.49%	1.81%	21.74%	-43.37%	-60.78%	-82.90%	-86.63%	-54.89%	-64.48%

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	908.77	1599.44	1959.78	2667.48	营业收入	292.63	858.79	1230.98	1507.16
现金	259.37	8.31	271.34	268.57	营业成本	183.36	527.48	742.13	898.68
应收账款	180.28	296.83	387.05	450.26	营业税金及附加	6.78	14.35	21.74	27.52
其它应收款	2.88	23.45	4.06	32.35	营业费用	30.63	56.25	80.63	98.72
预付账款	12.72	25.01	38.24	47.74	管理费用	40.93	49.21	70.53	86.36
存货	308.65	910.53	870.80	1345.72	财务费用	-0.49	-2.32	0.19	-2.44
其他	144.88	335.32	388.29	522.83	资产减值损失	-1.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	798.67	790.52	781.51	771.52	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.55	2.35	2.85	3.59
固定资产	641.14	667.06	650.00	621.96	营业利润	18.19	180.78	263.67	336.77
无形资产	52.02	67.94	84.70	102.75	营业外收入	0.85	0.00	0.00	0.00
其他	105.52	55.52	46.81	46.81	营业外支出	0.63	0.00	0.00	0.00
资产总计	1707.44	2389.96	2741.29	3439.00	利润总额	18.41	180.78	263.67	336.77
流动负债	337.70	854.60	962.28	1347.49	所得税	0.68	15.17	20.02	24.27
短期借款	9.01	9.01	9.01	9.01	净利润	17.73	165.61	243.65	312.50
应付账款	170.02	539.34	518.89	797.93	少数股东损益	-0.28	0.00	0.00	0.00
其他	158.67	306.25	434.38	540.55	归属母公司净利润	18.01	165.61	243.65	312.50
非流动负债	114.82	114.82	114.82	114.82	EBITDA	41.39	226.59	313.25	385.26
长期借款	99.00	99.00	99.00	99.00	EPS (元)	0.10	0.90	1.32	1.70
其他	15.82	15.82	15.82	15.82					
负债合计	452.52	969.42	1077.10	1462.31	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	5.76	5.76	5.76	5.76	营业收入	-40.95%	193.47%	43.34%	22.44%
归属母公司股东权益	1249.16	1414.77	1658.43	1970.92	营业利润	-78.88%	893.68%	45.85%	27.72%
负债和股东权益	1707.44	2389.96	2741.29	3439.00	归属母公司净利润	-76.31%	819.40%	47.12%	28.25%
					毛利率	37.34%	38.58%	39.71%	40.37%
					净利率	6.16%	19.28%	19.79%	20.73%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	1.44%	11.71%	14.69%	15.86%
经营活动现金流	57.72	-210.81	303.69	38.45	ROIC	1.18%	10.44%	13.49%	14.61%
净利润	17.73	165.61	243.65	312.50	资产负债率	26.50%	40.56%	39.29%	42.52%
折旧摊销	24.51	50.48	52.25	54.53	净负债比率	36.06%	68.24%	64.72%	73.98%
财务费用	2.97	0.27	0.27	0.27	流动比率	2.69	1.87	2.04	1.98
投资损失	-0.55	-2.35	-2.85	-3.59	速动比率	1.48	0.61	0.91	0.79
营运资金变动	16.50	-424.82	10.37	-325.25	总资产周转率	0.17	0.36	0.45	0.44
其它	-3.44	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	1.62	2.89	3.18	3.35
投资活动现金流	-125.59	-39.97	-40.39	-40.95	应付帐款周转率	1.72	1.59	2.37	1.89
资本支出	-166.46	-42.32	-43.24	-44.54	每股收益	0.10	0.90	1.32	1.70
长期投资	40.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.31	-1.15	1.65	0.21
其他	0.87	2.35	2.85	3.59	每股净资产	6.79	7.69	9.01	10.71
筹资活动现金流	67.44	-0.27	-0.27	-0.27	P/E	176.32	19.18	13.04	10.16
短期借款	-10.43	0.00	0.00	0.00	P/B	2.54	2.24	1.92	1.61
长期借款	99.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	65.15	14.53	9.67	7.87
其他	-21.13	-0.27	-0.27	-0.27	P/S	10.85	3.70	2.58	2.11
现金净增加额	-0.42	-251.05	263.02	-2.76					

数据来源: iFind, 银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn