

森松国际(02155)

报告日期: 2022年08月18日

不仅是利润高增长

——森松国际 2022 年中报点评

投资要点

2022H1 公司在手订单创新高、营运效率稳定提升，我们持续看好公司国际化、模块化、新动能驱动下的成长能力兑现。

□ 财务表现：收入与新增订单高增长

2022年8月18日，公司发布2022上半年度业绩公告，营业收入29.7亿元、归母净利润3.0亿元，分别同比增长59.8%、110.9%。我们认为，公司在2022H1收入和利润增长主要来自制药（2022H1收入占比38.2%，下同）和动力电池原材料（12.6%）行业的在手订单交付。

□ 成长性分析：电子化学、制药装备收入&订单高增长

① **在手订单创新高**：2022H1新签订单455份，金额51.12亿元，同比增长50.1%；2022H1在手订单555份，金额78.82亿元，同比增长61.5%，创下历史新高。

拆分新签订单来看，制药和生物制药占比25.3%（yoy+42.0%），电子化学品占比20.3%（yoy+4181.3%），化工占比17.1%（yoy-39.2%），油气炼化占比16.7%，动力电池原材料占比9.2%（yoy+83.0%），日化占比8.7%，其他（含水处理）占比2.6%。

拆分在手订单来看，制药和生物制药占比24.2%，化工占比23.6%，动力电池原材料占比16.0%，电子化学品占比14.7%，油气炼化占比13.0%，日化占比5.9%，其他（含水处理）占比2.6%。

我们认为，结合各行业在手订单与新签订单结构，公司多行业布局下的平滑周期能力凸显，制药和电子化学品板块有望2022-2023年为公司持续贡献收入增长。

② **国际化步伐稳健**：2022H1营业收入中海外占比达44.1%，其中欧洲和非洲占比显著提升，分别为13.7%和16.3%，我们推测与海外疫苗和生物药工厂项目交付有关。新签订单中海外占比40.9%，我们认为，2022H1在国内部分地区新冠疫情扰动下，国际化新签订单提升是公司赋能全球创新、保障稳定交付的能力验证。

□ 盈利能力分析：净利率与营运效率提升

从利润率看，2022H1净利润约3.0亿元，同比增长110.9%；净利率为10.2%，同比上升约2.5pct；其中销售费用率3.2%，同比增长约0.8pct，我们认为主要源于海外市场与新客户开拓投入增加。2022H1毛利率为26.6%，同比上升约0.5pct，我们认为，制药（2021年毛利率约31%）、动力电池原材料（2021年毛利率约33%）、电子化学品（2021年毛利率约25%）等高毛利项目有望持续带动公司盈利能力提升。

从营运效率看，2022H1存货周转率约为1.67，同比增长约0.1；2022H1固定资产周转率约为2.35，同比增长约0.3；同时，公司2022H1存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数分别约为109、49、70天，分别同比减少7、20、10天。我们认为，公司2022H1仍保持较快的交付节奏与营运效率，侧面印证公司较好的生产运营组织能力。

□ 产能与研发：产能持续释放、研发奠定增长

产能与订单共振：根据公司公告，公司南通工厂扩建项目目前已投入运营，含组装/加工重型传统压力设备及组装模块化压力设备新车间，预计将现有产能提升20-25%。公司常熟国际生物制药高端装备项目已开工奠基，项目一期总投资约1.8亿美元，预计于2023Q4交付，投产后年销售额将达到20亿元。同时，公司马来西亚JV项目持续推进，已开始承接新订单，为辐射东南亚、中东及北美市场做储备。我们认为，公司目前已拥有上海、南通、常熟生产基地（在建）与马来西亚产线，产能与订单共振下为营收增长提供有力支撑。

投资评级：增持(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

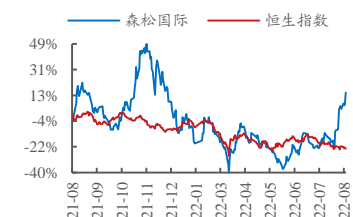
研究助理：毛雅婷

maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$10.56
总市值(百万港元)	10,956.00
总股本(百万股)	1,037.50

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商医药】森松国际更新：穿越周期，赋能全球创新》2022.08.11
- 2 《【浙商医药】森松国际2022H1业绩预告点评：成长兑现，利润率提升》2022.08.04
- 3 《森松国际2021年业绩公告点评：订单高增长，营运效率再提升》2022.03.26

研发端投入持续: 2022H1 研发费用 1.45 亿元, 同比增长 87.9%, 研发费用率 4.9%, 同比增长 0.7pct。2022H1 研发人员 487 人, 占总员工人数的 13.5%。我们认为, 公司对研发端的重视为下游各行业的拓展与技术迁移奠定了基础, “客户联合开发+自有技术储备+产学研结合” 三轮驱动有望持续打开收入增长空间。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.50、0.64 和 0.79 元/股, 2022 年 8 月 18 日收盘价对应 2022 年 21 倍 PE。我们认为, 从增长持续性看, 2022-2024 年公司制药、电子化学品、动力电池材料等领域有望受益于下游加速增长的资本开支, 收入端复合增速有望达到 30% 左右; 从能力角度看, 公司在多行业压力装备领域的客户基础、持续增长的在手订单从侧面验证了公司在工艺设计、高端制造、数据运维、模块化工厂领域的竞争优势, 综合考虑公司充沛的在手订单、跨行业布局的产品基础, 我们看好公司在 2022-2024 年的成长能力, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

订单交付不及预期风险; 市场竞争激烈导致的降价风险; 国际贸易或税务纠纷风险; 汇率波动性风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	4288	5769	7218	8967
(+/-) (%)	44%	35%	25%	24%
归母净利润	381	532	676	844
(+/-) (%)	32%	40%	27%	25%
每股收益(元)	0.37	0.50	0.64	0.79
P/E	24.40	21.13	16.63	13.31

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,302	4,703	5,884	7,681
现金	1,545	1,001	1,243	1,948
应收账款	688	962	1,203	1,495
存货	1,230	1,586	1,993	2,444
其他	839	1,155	1,444	1,794
非流动资产	1,394	2,160	2,644	2,909
固定资产	1,227	1,994	2,480	2,746
无形资产	37	36	35	34
其他	129	129	129	129
资产总计	5,695	6,863	8,528	10,590
流动负债	3,681	4,432	5,535	6,867
短期借款	370	0	0	0
应付账款	765	912	1,132	1,397
其他	2,546	3,519	4,403	5,470
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	6	6	6	6
负债合计	3,687	4,438	5,541	6,873
少数股东权益	0	0	0	0
股本	572	572	572	572
留存收益和资本公	1,437	1,854	2,415	3,145
归属母公司股东权	2,008	2,426	2,987	3,717
负债和股东权益	5,695	6,863	8,528	10,590

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,288	5,769	7,218	8,967
营业成本	3,102	4,105	5,095	6,288
销售费用	107	202	267	350
管理费用	375	519	650	807
财务费用	21	0	0	0
营业利润	475	626	795	993
利润总额	448	626	795	993
所得税	67	94	119	149
净利润	381	532	676	844
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	381	532	676	844
EBITDA	567	709	911	1,128
EPS (元)	0.37	0.50	0.64	0.79

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	43.87%	34.56%	25.11%	24.24%
营业利润	27.49%	31.84%	27.08%	24.93%
归属母公司净利润	31.50%	39.73%	27.09%	24.93%
获利能力				
毛利率	27.49%	28.84%	29.41%	29.88%
净利率	8.88%	9.22%	9.36%	9.41%
ROE	18.95%	21.92%	22.62%	22.71%
ROIC	0.17	0.22	0.23	0.23

现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,174	791	956	1,219
净利润	381	532	676	844
折旧摊销	93	84	116	135
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动其他	700	175	165	240
投资活动现金流	(448)	(850)	(600)	(400)
资本支出	(443)	(850)	(600)	(400)
其他投资	(5)	(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	445	(484)	(114)	(114)
借款增加	(74)	(370)	0	0
普通股增加	572	0	0	0
已付股利	(30)	(114)	(114)	(114)
其他	(23)	0	0	0
现金净增加额	1121	(544)	242	705

	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力				
资产负债率	64.74%	64.66%	64.97%	64.90%
净负债比率	-58.51%	-41.28%	-41.63%	-52.41%
流动比率	1.17	1.06	1.06	1.12
速动比率	0.67	0.51	0.51	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.84	0.85	0.85
应收账款周转率	6.22	6.00	6.00	6.00
应付账款周转率	4.06	4.50	4.50	4.50
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.50	0.64	0.79
每股经营现金	1.10	0.74	0.90	1.15
每股净资产	1.89	2.28	2.81	3.49
估值比率				
P/E	24.40	21.13	16.63	13.31
P/B	4.62	4.63	3.76	3.02
EV/EBITDA	14.29	14.43	10.97	8.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>