

2023 年 03 月 06 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

万泽股份 (000534)

2022 年年报点评:

高温合金产能提升, 业绩增长亮眼

报告摘要

◆ 事件:

公司发布 2022 年年度报告, 2022 年公司营业收入为 7.94 亿元 (+20.97%), 归母净利润为 1.02 亿元, (+6.74%), 扣非后归母净利润为 0.81 亿元 (+73.55%), 毛利率为 76.85% (-2.51pcts), 净利率为 13.30% (-0.24pcts)。

投资要点:

◆ 业绩持续高增长, 高温合金收入大幅提升

公司的主营业务为微生态活菌产品、高温合金产品。

公司下属全资子公司内蒙双奇药业是国内唯一专注于消化和妇科两大微生物生态系统的国家级高新技术企业, 主要产品双歧杆菌乳杆菌三联活菌片(商品名称“金双歧”)和阴道用乳杆菌活菌胶囊(商品名称“定君生”)。报告期内, 公司拓展微生态活菌产品新赛道, 推出益生菌大健康产品, 补强了公司的益生菌产品系列。2022 年公司医药板块营收 5.94 亿元 (+7.84%), 毛利率 89.57% (+0.28pcts)。

公司专注高温合金材料和核心部件的研发制造, 具备从高温合金材料研发到其构件生产全流程能力, 现已形成完整的研发检测体系, 拥有从母合金熔炼、物理性能测试、化学性能测定、铸造成型的全套设备; 已掌握高温母合金及其构件生产的先进技术, 建立了超高纯度高温合金熔炼、涡轮叶片无余量精密铸造技术体系, 所生产的高温合金叶片和粉末涡轮盘等产品, 已先后在我国多型涡轮动力装备中获得应用, 并具备了批量生产的工程能力。2022 年公司高温合金板块 1.80 亿元 (+92.61%), 毛利率 38.79% (+12.74pcts)。高温合金业绩增长主要原因系高温合金材料、叶片等多种型号产品产量提升, 稳定交付, 基于产品的规模效应增长, 毛利率也相应提高。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 03 月 03 日

收盘价(元):

19.98

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	500.62
总市值(百万)	10,002.45
流通股本(百万股)	492.62
流通市值(百万)	9,842.47
12 月最高/最低价(元)	20.18/8.48
资产负债率(%)	49.06
每股净资产(元)	2.38
市盈率(TTM)	98.33
市净率(PB)	8.39
净资产收益率(%)	8.53

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

郭鑫 分析师
SAC 执业证书: S0640522090002
联系电话: 010-59562534
邮箱: guoxjr@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

子公司层面，万泽中南研究院基于双性能涡轮盘研制需求，自主研发了第三代粉末合金 WZ-A3，主要应用于先进航空发动机的涡轮盘等关键热端部件，未来可以直接转化应用并支撑在研/预研型号发动机研制。2022 年实现营收 0.80 亿元，同比增长 236%，净利润 0.14 亿元，去年同期为-0.17 亿元。

上海万泽加大了生产设备、生产线及研发等投入，参与的上海电气主导的 78MW 燃机高温合金叶片研发及产业化项目以及承接的高成品率高温合金定向凝固叶片工艺流程、基于钛合金精密铸造技术的涡轮类产品研发、上海市先进涡轮发动机热端关键部件精密铸造技术创新中心项目等项目，取得了较大进展。在研新品共计 28 个，已完成研发转入批产 8 个。2022 年实现营收 1.14 亿元，同比增长 35%，净利润 63 万元，去年同期为-525 万元。

深汕万泽完成扩产计划，目前已具备粉末盘 100 件/年、粉末 150 吨/年、母合金 150 吨/年的生产能力，和高温合金叶片年产万片的生产能力。某型新产品盘件研发项目等按计划推进中，并完成某型盘件用母合金多批次生产。2022 年实现营收 0.87 亿元，同比增长 1586%，净利润-0.32 亿元，去年同期为-0.41 亿元。

◆ **签订某型涡轮叶片框架采购协议，产品销售有可靠保障**

2023 年 3 月 4 日，公司发布《关于子公司签订某型涡轮叶片框架采购协议的自愿性信息披露公告》，深汕万泽近日与有关客户就某型涡轮叶片签订《框架采购协议》，首批采购产品数量为 5 台套，采购金额约为 1,906.43 万元，后续各批次采购产品价格按首批采购清单进行，本次框架采购协议的有效期为五年。我们认为市场对高温合金和叶片的需求正在逐步转化为订单落地，公司高温合金技术已经趋于成熟，未来将会获得更多订单，助力公司成长。

◆ **投资建议：**

高温合金作为航天航空的主要材料，应用广泛，需求量与日俱增，目前国内进口依赖严重，国产自给率提升的需求迫切。随着公司的高温合金产量提升，技术水平领先，先发优势明显，公司的业绩将稳步提高。

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 1.61 亿/2.10 亿/2.64 亿，EPS 分别为 0.32/0.42/0.53 元，PE 分别为 62/47/38，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**

盈利水平风险，军品订单不及预期的风险。

财务数据与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	793.84	1140.75	1460.16	1832.50
增长率	20.97%	43.70%	28.00%	25.50%
归属母公司净利润（百万元）	101.72	161.27	210.01	264.19
增长率	6.74%	58.55%	30.22%	25.80%
每股收益 EPS（元）	0.16	0.32	0.42	0.53
PE	98	62	47	38

资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	793.84	1140.75	1460.16	1832.50
营业成本	183.77	273.78	365.04	476.45
营业税金及附加	7.09	9.86	12.60	15.91
销售费用	264.63	376.45	496.46	641.38
管理费用	130.44	182.52	219.02	256.55
财务费用	20.39	9.51	13.74	19.68
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.27	2.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	0.00	4.00	4.80	5.76
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	134.77	211.63	283.11	348.29
其他非经营损益	-0.74	-0.39	-0.49	-0.47
利润总额	134.03	211.24	282.62	347.82
所得税	28.47	52.81	70.65	84.78
净利润	105.56	158.43	211.96	263.05
少数股东损益	3.84	-2.84	1.96	-1.14
归属母公司股东净利润	101.72	161.27	210.01	264.19
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	293.37	468.70	690.86	1061.62
应收和预付款项	235.05	329.43	413.03	527.65
存货	118.83	183.09	254.62	338.10
其他流动资产	41.48	76.32	88.40	107.01
长期股权投资	9.62	9.62	9.62	9.62
投资性房地产	90.31	58.50	66.02	67.56
固定资产和在建工程	998.96	916.66	829.16	737.32
无形资产和开发支出	325.29	318.66	312.03	305.40
其他非流动资产	321.88	377.60	422.61	456.92
资产总计	2434.80	2738.58	3086.36	3611.20
短期借款	195.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	278.03	492.08	618.82	820.52
长期借款	428.74	428.74	428.74	428.74
其他负债	292.84	434.40	476.76	574.27
负债合计	1194.62	1355.22	1524.32	1823.53
股本	500.62	500.62	500.62	500.62
资本公积	99.90	99.90	99.90	99.90
留存收益	650.27	796.28	973.01	1199.78
归属母公司股东权益	1192.25	1338.27	1515.00	1741.77
少数股东权益	47.93	45.09	47.04	45.90
股东权益合计	1240.18	1383.35	1562.04	1787.67
负债和股东权益合计	2434.80	2738.58	3086.36	3611.20
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	194.89	431.44	326.91	468.64
投资活动现金流净额	-386.15	-32.19	-57.73	-40.78
筹资活动现金流净额	162.24	-223.92	-47.02	-57.10
现金流量净额	-29.02	175.33	222.16	370.76

资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637