

多举措布局助推业绩增长，下游需求释放值得期待

——万泽股份业绩预告点评

事件：2023年7月8日，万泽股份发布半年度业绩预告，预计2023年上半年，公司实现营业收入4.69亿~4.88亿，比上年同期增长25.19%~30.13%，预计实现归母净利润8580万元~8950万元，比上年同期增长15.10%~20.07%。

点评：

- 股份支付费用影响利润，公司实际经营仍保持稳健

根据业绩预告，上半年业绩因实施股权激励计划产生较大的股份支付费用，但净利润仍保持较稳定的增长。Q2营收中位数为1.97亿元，归母净利润中位数2914万元，剔除股份支付费用影响后，预计Q2净利润较22年Q2略微提升，公司实际经营仍保持稳健。

- 产品销量保持增长，交货资金兑付将集中在下半年

公司主营业务为微生态活菌产品、高温合金及其制品的研发、生产及销售。公司部分订单实行先交货后结算方式，产品回款将在下半年增加，营收确认与净利润集中在下半年，预计全年收入仍将保持稳定增长。根据业绩预告，公司上半年微生态制剂业务稳步增长，高温合金业务受益于国内航空发动机、燃气轮机等产业的加速发展，产品销量同比有较大增长。

- 下游市场需求稳定，预计下半年订单持续释放

按照公司过去产品交付情况，预计下半年将进入产品集中交付期。2023年3月，子公司深汕万泽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1906.43万元，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。公司逐步将市场需求转化为订单，助力公司成长。

- 布局精铸叶片与粉末涡轮盘，高温合金业务未来可期

公司高温合金业务规划清晰，形成中南研究院、深汕万泽和上海万泽三大主体。目前，公司成功研制并交付高温合金粉末盘件并通过装机长试考核，进入批量生产阶段。涡轮叶片/风扇及压气机叶片分别属于热端部件/冷端部件，为发动机的关键部件，子公司上海万泽及深汕万泽的产品涡轮盘及叶片已进入量产阶段，深汕万泽具备高温合金叶片年产万片的生产能力。随着“两机”专项的稳步推进，公司高温合金业务需求将持续快速提升。

- 微生态活菌产品力与品牌力双线发展，业绩有望实现高增长

微生态活菌业务产品包括金双歧、定君生和新推出的“今日益菌”。产品金双歧是目前少有的临床和OTC双跨的微生态活菌药品之一，定君生则是国内唯一治疗妇科感染的阴道微生态活菌药品，两款产品在细分领域具有较高的知名度和市占率。公司深耕微生态领域30年，形成扎实的技术沉淀，形成品牌+学术+服务的立体营销策略，拥有覆盖全国的全渠道营销体系，及时进行商业转化。

买入|维持

当前价： 13.58元

基本数据

52周最高/最低价（元）：19.98 / 12.17

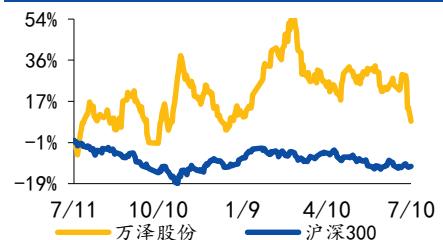
A股流通股（百万股）：494.49

A股总股本（百万股）：509.04

流通市值（百万元）：6957.46

总市值（百万元）：7162.16

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《“双轮驱动”带动未来业绩高增长，高温合金业务实现跨越式发展》2023.04.15

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

● 基地建设&技术改造&股权收购多重举措助力产能提升，业绩有望快速发展

2023年2月，公司发布定增论证分析报告，拟向特定对象发行股票募集不超过12亿元，用于万泽珠海生物医药研发总部及产业化基地建设项目、偿还银行贷款和补充流动资金项目。项目的实施有助于公司构建南北双基地格局，为公司产品供应、产能安全保障和进一步提高市场份额奠定基础。

2023年3月，公司董事会审议通过了《关于投资建设高温合金技术改造项目的议案》，计划首期投资总额为69,700万元提升高温合金高端产品产能及产品质量的技术改造，改造项目的实施将对公司财务状况及经营成果产生积极影响，符合公司长期发展方向和战略布局。

2023年6月，公司审议通过了《关于收购深圳市苏柏瑞航空材料有限公司100%股权的议案》，使用自有资金3,000万元收购苏柏瑞航材100%股权，苏柏瑞航材主要从事高温合金材料及其制品的研发、生产和销售的民营企业，2022年收入1.29亿元，净利润1534万元，股权收购对公司目前的高温合金业务有较好的补充作用，进一步优化公司高温合金业务的产业布局，提升核心竞争力。

同时，公司分别于2020、2021、2023年推出股权激励计划，在公司业绩和个人业绩同时达标时方可解锁限制性股票和股票期权。近年来，公司多次实施股权激励，将员工成长与公司成长深度绑定，有望增加员工活力，推动公司向战略和经营目标稳步前进。

● 投资建议与盈利预测

公司作为国内唯一具备从高温合金材料研发到部件制备全流程研制能力的民营企业，也是国内唯一专注于消化和妇科两大微生态系统的微生态活菌制品公司，产品具备极强的稀缺性。同时，公司通过基地建设、技术改造和股权收购等多重举措助力产能提升。随着益生菌市场规模的扩张，航空发动机和燃气轮机研制加快，公司各项业务有望快速增长。预计2023-2025年，公司归属母公司股东净利润分别为：2.08、3.43和5.24亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.42、0.69和1.05元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为38.60、23.38和15.32倍，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

产能扩张不及预期风险；微生态活菌产品毛利率下降风险；高温合金业务发展不及预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	656.26	793.84	1225.19	2079.13	3070.01
收入同比(%)	18.77	20.97	54.34	69.70	47.66
归母净利润(百万元)	95.29	101.72	207.91	343.20	523.73
归母净利润同比(%)	24.20	6.74	104.40	65.07	52.60
ROE(%)	8.90	8.53	15.00	19.89	23.27
每股收益(元)	0.19	0.20	0.42	0.69	1.05
市盈率(P/E)	84.21	78.89	38.60	23.38	15.32

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	663.39	688.73	743.49	768.79	1184.86
现金	320.70	293.37	348.54	349.99	744.36
应收账款	128.99	203.10	164.87	171.59	174.59
其他应收款	8.56	12.56	11.16	11.62	11.47
预付账款	7.60	8.18	7.89	7.94	7.96
存货	102.00	118.83	140.00	160.00	180.00
其他流动资产	95.54	52.69	71.02	67.65	66.47
非流动资产	1454.07	1746.07	1950.18	2344.54	2546.95
长期投资	9.17	9.62	9.29	9.38	9.39
固定资产	622.21	710.81	828.51	1188.14	1605.41
无形资产	243.71	247.80	252.85	252.77	254.40
其他非流动资产	578.98	777.83	859.52	894.24	677.75
资产总计	2117.45	2434.80	2693.67	3113.33	3731.81
流动负债	579.64	595.99	602.02	596.01	597.91
短期借款	151.64	195.00	184.11	182.33	185.04
应付账款	201.54	226.05	211.78	214.83	215.68
其他流动负债	226.46	174.94	206.13	198.85	197.19
非流动负债	438.32	598.63	654.58	737.35	826.13
长期借款	270.38	428.74	495.57	575.90	664.74
其他非流动负债	167.94	169.89	159.01	161.44	161.39
负债合计	1017.96	1194.62	1256.60	1333.36	1424.04
少数股东权益	28.32	47.93	51.43	54.63	57.53
股本	495.71	500.62	500.62	500.62	500.62
资本公积	28.89	99.90	99.90	99.90	99.90
留存收益	573.58	650.27	833.15	1176.35	1700.08
归属母公司股东权益	1071.17	1192.25	1385.64	1725.34	2250.24
负债和股东权益	2117.45	2434.80	2693.67	3113.33	3731.81

利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	656.26	793.84	1225.19	2079.13	3070.01
营业成本	135.48	183.77	319.87	623.49	969.15
营业税金及附加	5.22	7.09	10.55	18.13	26.65
营业费用	260.91	264.63	318.55	561.36	828.90
管理费用	126.53	130.44	187.45	278.60	371.47
研发费用	76.72	76.38	128.50	158.00	207.52
财务费用	18.61	20.39	37.38	41.50	39.96
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	43.36	1.27	15.30	10.62	12.18
营业利润	119.18	134.77	268.03	439.01	667.12
营业外收入	0.27	0.05	0.12	0.10	0.10
营业外支出	0.06	0.79	0.54	0.62	0.60
利润总额	119.39	134.03	267.61	438.48	666.62
所得税	30.52	28.47	56.20	92.08	139.99
净利润	88.87	105.56	211.41	346.40	526.63
少数股东损益	-6.42	3.84	3.50	3.20	2.90
归属母公司净利润	95.29	101.72	207.91	343.20	523.73
EBITDA	196.82	218.77	376.57	570.79	826.74
EPS(元)	0.19	0.20	0.42	0.69	1.05

现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	136.67	194.89	342.19	442.02	658.71
净利润	88.87	105.56	211.41	346.40	526.63
折旧摊销	59.03	63.61	71.15	90.28	119.66
财务费用	18.61	20.39	37.38	41.50	39.96
投资损失	-43.36	-1.27	-15.30	-10.62	-12.18
营运资金变动	16.99	-41.96	-4.37	-18.92	-14.07
其他经营现金流	-3.48	48.55	41.91	-6.62	-1.29
投资活动现金流	-76.21	-386.15	-313.51	-471.06	-314.48
资本支出	216.70	341.58	350.00	450.00	300.00
长期投资	-191.70	-0.53	-23.32	3.29	2.24
其他投资现金流	-51.22	-45.10	13.17	-17.77	-12.24
筹资活动现金流	-128.69	162.24	26.48	30.50	50.14
短期借款	-64.73	43.36	-10.89	-1.78	2.71
长期借款	-35.19	158.36	66.83	80.33	88.84
普通股增加	3.93	4.91	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	28.89	71.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-61.60	-115.40	-29.45	-48.05	-41.40
现金净增加额	-68.73	-29.02	55.17	1.45	394.37

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.77	20.97	54.34	69.70	47.66
营业利润(%)	19.50	13.08	98.88	63.79	51.96
归属母公司净利润(%)	24.20	6.74	104.40	65.07	52.60
盈利能力					
毛利率(%)	79.36	76.85	73.89	70.01	68.43
净利润率(%)	14.52	12.81	16.97	16.51	17.06
ROE(%)	8.90	8.53	15.00	19.89	23.27
ROIC(%)	9.34	9.20	15.01	18.91	25.14
偿债能力					
资产负债率(%)	48.07	49.06	46.65	42.83	38.16
净负债比率(%)	47.10	52.56	56.46	58.81	61.33
流动比率	1.14	1.16	1.23	1.29	1.98
速动比率	0.97	0.96	1.00	1.02	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.35	0.48	0.72	0.90
应收账款周转率	4.83	4.43	6.18	11.45	16.44
应付账款周转率	0.69	0.86	1.46	2.92	4.50
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.20	0.42	0.69	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.39	0.68	0.88	1.32
每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.38	2.77	3.45	4.49
估值比率					
P/E	84.21	78.89	38.60	23.38	15.32
P/B	7.49	6.73	5.79	4.65	3.57
EV/EBITDA	40.94	36.83	21.40	14.12	9.75

投资评级说明：
(1) 公司评级定义

买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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（如有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所
合肥

地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心

A座国元证券

邮编：230000

传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16

楼国元证券

邮编：200135

传真：(021) 68869125

电话：(021) 51097188