

# 森松国际 (02155.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

## 全球化与多元业务布局,彰显业务韧性

### 业绩简评

2023年8月22日,森松国际发布2023年半年报,上半年公司实现销售收入36.92亿元(+24.52%),毛利润10.09亿元(+27.99%),净利润4.21亿元(39.17%),EBITDA 6.27亿元(+33.38%)。截止2023年6月30日,公司在手订单98.66亿元,同比增长25.2%。

### 经营分析

多元业务布局下,订单稳健增长:上半年,公司新签订单49.22亿元(-3.7%),公司在手订单98.66亿元(+25%)。新签订单方面,制药与生物制药20.31亿元(+57%)、动力电池原材料8.29亿元(YOY 77%)、化工7.3亿元(-16%)、电子化学品3.8亿元(-63%)、油气炼化3.1亿元(-64%)、日化2.15亿元(-52%)以及其他4.23亿元(214%)。此外,公司积极布局绿能(绿氢、绿氨、SAF等)、合成生物学、先进半导体级化学材料等新兴技术,持续陪跑化学反应与生物反应创新者,为公司长期增长奠定基础。

海外新签订单增长强劲:上半年,公司海外业务在手订单57.25亿元,占比58.03%;海外新签订单34.89亿元,占比提升至70.89%。海外业务成为公司上半年业务增长主要动力,彰显公司产品全球竞争力、助力公司整体业务稳健增长。目前,海外在建项目包括某头部CDMO的产能新建项目(模块化工厂)、某生物基乙醇生产整体解决方案项目、某全球领先半导体材料企业高纯化学试剂生产装置项目等。

全球化产能建设推进顺利:1)苏州生命科技新工厂项目计划2023年Q4交付使用;2)马来西亚JV制造基地持续建设中,服务海外动力电池原材料业务发展。

毛利率提升、费用管控卓有成效,带动净利率提升:上半年公司毛利率提升0.74pp至27.33%;销售费用率下降1.06pp至2.14%,管理费用率下降0.4pp至7.29%。受以上因素影响,公司净利率提升1.2pp至11.4%。

### 盈利预测、估值与评级

预计2023-2025年公司归母净利润分别为8.93/11.54/14.58亿元,对应7/5/4倍PE,维持“买入”评级。

### 风险提示

产能释放不达预期风险,下游行业资本开支不达预期风险,公司新产品研发低于预期风险,汇率波动及海外贸易风险,监管风险等。

医药组

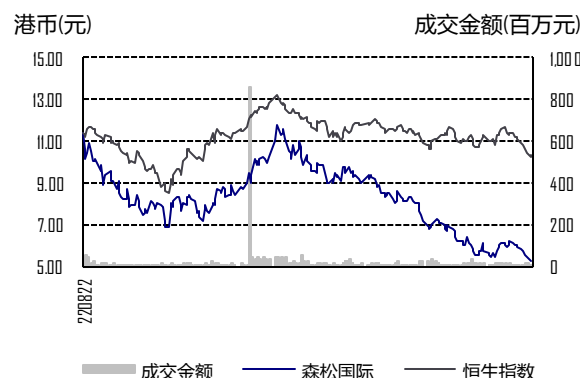
分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价(港币):5.240元

相关报告:

- 《森松国际港股公司点评:全球化和多元业务布局,业绩稳健增长》,2023.3.24
- 《森松国际公司点评:22年业绩预增,下游多行业需求旺盛》,2023.2.17
- 《森松国际港股公司点评:完成配售,创新成长再出发》,2023.1.7



### 主要财务指标

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,279	6,486	8,124	10,355	13,021
营业收入增长率	43.65%	51.59%	25.24%	27.47%	25.75%
归母净利润(百万元)	381	669	893	1,154	1,458
归母净利润增长率	31.50%	75.87%	33.49%	29.17%	26.35%
摊薄每股收益(元)	0.330	0.580	0.757	0.978	1.235
每股经营性现金流净额	1.02	0.00	0.99	1.24	1.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.95%	23.77%	20.60%	21.01%	20.98%
P/E	29.53	16.79	6.92	5.36	4.24
P/B	5.60	3.99	1.43	1.13	0.89

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,979</b>	<b>4,279</b>	<b>6,486</b>	<b>8,124</b>	<b>10,355</b>	<b>13,021</b>	货币资金	424	1,545	1,370	3,046	4,330	5,676
增长率	5.4%	43.7%	51.6%	25.2%	27.5%	25.7%	应收款项	579	917	1,166	1,560	1,976	2,463
<b>主营业务成本</b>	<b>2,135</b>	<b>3,102</b>	<b>4,693</b>	<b>5,795</b>	<b>7,391</b>	<b>9,305</b>	存货	804	1,230	2,214	2,473	3,215	4,074
%销售收入	71.7%	72.5%	72.4%	71.3%	71.4%	71.5%	其他流动资产	246	610	1,085	1,287	1,624	1,969
<b>毛利</b>	<b>844</b>	<b>1,176</b>	<b>1,793</b>	<b>2,328</b>	<b>2,964</b>	<b>3,716</b>	流动资产	2,053	4,302	5,835	8,366	11,145	14,183
%销售收入	28.3%	27.5%	27.6%	28.7%	28.6%	28.5%	%总资产	67.7%	75.5%	73.3%	79.4%	83.1%	85.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	0	11	26	26	26	26
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	839	1,227	1,610	1,655	1,750	1,995
<b>营业费用</b>	<b>73</b>	<b>107</b>	<b>184</b>	<b>179</b>	<b>228</b>	<b>286</b>	%总资产	27.6%	21.5%	20.2%	15.7%	13.1%	12.0%
%销售收入	2.5%	2.5%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	32	37	230	52	50	48
<b>管理费用</b>	<b>275</b>	<b>375</b>	<b>510</b>	<b>707</b>	<b>891</b>	<b>1,107</b>	非流动资产	981	1,394	2,126	2,168	2,261	2,504
%销售收入	9.2%	8.8%	7.9%	8.7%	8.6%	8.5%	%总资产	32.3%	24.5%	26.7%	20.6%	16.9%	15.0%
<b>研发费用</b>	<b>126</b>	<b>227</b>	<b>316</b>	<b>406</b>	<b>518</b>	<b>651</b>	<b>资产总计</b>	<b>3,034</b>	<b>5,695</b>	<b>7,961</b>	<b>10,534</b>	<b>13,406</b>	<b>16,687</b>
%销售收入	4.2%	5.3%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	444	370	255	261	261	261
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>372</b>	<b>475</b>	<b>786</b>	<b>1,037</b>	<b>1,328</b>	<b>1,672</b>	应付款项	433	765	1,255	1,433	1,874	2,360
%销售收入	12.5%	11.1%	12.1%	12.8%	12.8%	12.8%	其他流动负债	1,141	2,546	3,370	4,237	5,514	6,850
<b>财务费用</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>-14</b>	<b>-32</b>	<b>-45</b>	流动负债	2,018	3,681	4,879	5,931	7,649	9,471
%销售收入	0.4%	0.5%	0.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	0	190	190	190	190
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	18	6	69	69	69	69
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	<b>2,036</b>	<b>3,687</b>	<b>5,138</b>	<b>6,190</b>	<b>7,907</b>	<b>9,730</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>998</b>	<b>2,008</b>	<b>2,816</b>	<b>4,338</b>	<b>5,492</b>	<b>6,950</b>
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	其中：股本	0	572	644	1,252	1,252	1,252
<b>营业利润</b>	<b>372</b>	<b>475</b>	<b>786</b>	<b>1,037</b>	<b>1,328</b>	<b>1,672</b>	未分配利润	995	1,443	2,172	3,130	4,284	5,742
营业利润率	12.5%	11.1%	12.1%	12.8%	12.8%	12.8%	少数股东权益	0	0	7	7	7	7
<b>营业外收支</b>	<b>-20</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,034</b>	<b>5,695</b>	<b>7,961</b>	<b>10,534</b>	<b>13,406</b>	<b>16,687</b>
<b>税前利润</b>	<b>341</b>	<b>448</b>	<b>761</b>	<b>1,051</b>	<b>1,358</b>	<b>1,715</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	11.5%	10.5%	11.7%	12.9%	13.1%	13.2%							
<b>所得税</b>	<b>52</b>	<b>67</b>	<b>95</b>	<b>158</b>	<b>204</b>	<b>257</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.2%	15.0%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.251	0.330	0.580	0.757	0.978	1.235
<b>净利润</b>	<b>289</b>	<b>381</b>	<b>666</b>	<b>893</b>	<b>1,154</b>	<b>1,458</b>	每股净资产	0.865	1.741	2.440	3.675	4.653	5.888
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0	每股经营现金净流	0.135	1.017	0.000	0.989	1.241	1.423
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>289</b>	<b>381</b>	<b>669</b>	<b>893</b>	<b>1,154</b>	<b>1,458</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	9.7%	8.9%	10.3%	11.0%	11.1%	11.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	28.99%	18.95%	23.77%	20.60%	21.01%	20.98%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.54%	6.68%	8.41%	8.48%	8.61%	8.74%
							投入资本收益率	21.61%	16.91%	20.62%	18.12%	18.75%	19.01%
<b>净利润</b>	<b>289</b>	<b>381</b>	<b>669</b>	<b>893</b>	<b>1,154</b>	<b>1,458</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0	主营业务收入增长率	5.39%	43.65%	51.59%	25.24%	27.47%	25.75%
<b>非现金支出</b>	<b>117</b>	<b>191</b>	<b>248</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	EBIT 增长率	124.67%	27.49%	65.57%	31.96%	28.06%	25.94%
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净利润增长率	94.08%	31.50%	75.87%	33.49%	29.17%	26.35%
<b>营运资金变动</b>	<b>-328</b>	<b>510</b>	<b>-126</b>	<b>209</b>	<b>245</b>	<b>156</b>	总资产增长率	-7.32%	87.69%	39.77%	32.33%	27.26%	24.47%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>156</b>	<b>1,174</b>	<b>905</b>	<b>1,167</b>	<b>1,465</b>	<b>1,680</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-130</b>	<b>-443</b>	<b>0</b>	<b>-103</b>	<b>-153</b>	<b>-303</b>	应收账款周转天数	58.2	58.7	47.2	52.2	51.3	50.9
投资	9	-8	-1,141	-20	-23	-25	存货周转天数	137.5	144.7	172.2	155.8	158.8	159.8
其他	-15	3	-7	0	-2	-2	应付账款周转天数	74.1	90.0	97.6	90.3	92.5	92.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-136</b>	<b>-448</b>	<b>-1,149</b>	<b>-123</b>	<b>-178</b>	<b>-329</b>	固定资产周转天数	102.7	104.5	90.5	74.3	61.7	55.9
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>572</b>	<b>0</b>	<b>629</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-18</b>	<b>-74</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	3.75%	-58.25%	-39.36%	-64.35%	-74.52%	-78.53%
<b>其他</b>	<b>-12</b>	<b>-53</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	EBIT 利息保障倍数	34.5	23.0	1,135.4	-72.3	-42.1	-37.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-31</b>	<b>445</b>	<b>57</b>	<b>631</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	资产负债率	67.10%	64.74%	64.54%	58.76%	58.98%	58.31%
<b>现金净流量</b>	<b>-27</b>	<b>1,121</b>	<b>-179</b>	<b>1,676</b>	<b>1,284</b>	<b>1,347</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所；注：2022 年现金流量表公司未披露，列示为 n.a

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806