

森松国际 (02155.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

全球化布局彰显公司发展韧性

业绩简评

8月20日，公司发布24年半年报。报告期内，公司实现收入为人民币34.77亿元(yoy -5.8%)；毛利润为人民币10.28亿元(yoy +2%)；毛利率29.58%，同比提升2.25pct；净利润为人民币3.74亿元(yoy -11.2%)；EBITDA为人民币5.56亿元(yoy -3%)。报告期内，收入降低主要由于制药和生物制药行业的订单受到外部经济环境影响有所减少。

经营分析

多元业务布局助力稳健发展：1) 收入方面：制药与生物制药6.6亿(yoy -49.7%)，电子化学品6.6亿(yoy +0.4%)，动力电池原材料6.5亿元(yoy -40.4%)，化工7.0亿元(yoy -9.0%)，油气炼化4.6亿元(yoy 108.2%)，日化0.9亿元(yoy -50%)，其他2.4亿元(yoy 236.0%)。2) 新签订单方面：报告期内公司新签订单31.64亿元。电子化学品1.7亿元(yoy -53.4%)，化工5.3亿元(yoy -27.0%)，日化3.0亿元(yoy 40%)，动力电池原料10.2亿元(yoy 23.2%)，油气炼化3.8亿元(yoy 21.8%)，制药与生物制药5.9亿元(yoy -71.0%)，其他1.6亿元(yoy -61.7%)。3) 报告期末，公司在手订单87.76亿元。

海外业务蓬勃发展，清洁能源未来可期：其中销售收入占比56%，在手订单占比70%，新签订单占比76%，海外业务成为公司增长重要动能。2023年，IMO(国际海事组织)将净零排放目标提前50年。根据毕马威发布的报告，预测到2030年，全球绿氨市场规模将达到54.8亿美元。公司积极布局相关业务，静待放量。

盈利预测、估值与评级

由于外部经济环境变化，我们预计公司2024-2026年公司归母净利润分别为9.04/10.37/12.53亿元，对应5/4/4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)：3.810元

相关报告：

1.《森松国际港股公司点评：全球化与多元业务布局，彰显业务韧性》，2023.8.23



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,486	7,360	7,573	8,376	9,945
营业收入增长率	51.59%	13.47%	2.90%	10.59%	18.74%
归母净利润(百万元)	669	845	904	1,037	1,253
归母净利润增长率	75.87%	26.21%	7.00%	14.75%	20.81%
摊薄每股收益(元)	0.552	0.696	0.745	0.855	1.033
每股经营性现金流净额	0.75	0.55	0.60	0.94	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.77%	19.27%	17.10%	16.40%	16.54%
P/E	6.91	5.47	5.11	4.46	3.69
P/B	1.64	1.05	0.87	0.73	0.61

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)						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,279	6,486	7,360	7,573	8,376	9,945	货币资金	1,545	1,370	2,169	2,832	3,897	5,014
增长率	43.7%	51.6%	13.5%	2.9%	10.6%	18.7%	应收款项	917	1,166	1,499	1,479	1,627	1,949
主营业务成本	3,102	4,693	5,305	5,325	5,867	6,963	存货	1,230	2,214	1,800	2,048	2,226	2,603
%销售收入	72.5%	72.4%	72.1%	70.3%	70.1%	70.0%	其他流动资产	610	1,085	925	1,008	1,091	1,282
毛利	1,176	1,793	2,056	2,248	2,508	2,982	流动资产	4,302	5,835	6,394	7,366	8,842	10,847
%销售收入	27.5%	27.6%	27.9%	29.7%	29.9%	30.0%	%总资产	75.5%	73.3%	71.6%	74.4%	77.8%	81.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	11	26	123	123	123	123
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,227	1,610	2,105	2,100	2,095	2,090
营业费用	107	184	175	159	168	196	%总资产	21.5%	20.2%	23.6%	21.2%	18.4%	15.6%
%销售收入	2.5%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	无形资产	37	55	50	48	46	44
管理费用	375	510	543	659	720	845	非流动资产	1,394	2,126	2,538	2,531	2,524	2,517
%销售收入	8.8%	7.9%	7.4%	8.7%	8.6%	8.5%	%总资产	24.5%	26.7%	28.4%	25.6%	22.2%	18.8%
研发费用	227	316	418	379	419	497	资产总计	5,695	7,961	8,932	9,897	11,366	13,365
%销售收入	5.3%	4.9%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	370	255	186	192	192	192
息税前利润 (EBIT)	475	786	923	1,051	1,202	1,444	应付款项	765	1,255	1,281	1,334	1,467	1,732
%销售收入	11.1%	12.1%	12.5%	13.9%	14.3%	14.5%	其他流动负债	2,546	3,370	2,804	2,807	3,104	3,586
财务费用	21	1	-46	-23	-30	-42	流动负债	3,681	4,879	4,271	4,333	4,764	5,510
%销售收入	0.5%	0.0%	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	长期贷款	0	190	180	180	180	180
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	69	91	91	91	91
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	3,687	5,138	4,541	4,603	5,034	5,780
投资收益	0	-5	-8	-11	-12	-11	普通股股东权益	2,008	2,816	4,382	5,286	6,323	7,576
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	572	644	1,303	1,303	1,303	1,303
营业利润	475	786	923	1,051	1,202	1,444	未分配利润	1,443	2,216	3,097	4,001	5,038	6,291
营业利润率	11.1%	12.1%	12.5%	13.9%	14.3%	14.5%	少数股东权益	0	7	8	8	8	8
营业外收支	-6	-19	23	0	0	0	负债股东权益合计	5,695	7,961	8,932	9,897	11,366	13,365
税前利润	448	761	984	1,063	1,220	1,474	比率分析						
利润率	10.5%	11.7%	13.4%	14.0%	14.6%	14.8%		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	67	95	142	159	183	221	每股指标						
所得税率	15.0%	12.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.314	0.552	0.696	0.745	0.855	1.033
净利润	381	666	843	904	1,037	1,253	每股净资产	1.655	2.321	3.612	4.357	5.212	6.245
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.967	0.746	0.553	0.599	0.936	0.978
归属于母公司的净利润	381	669	845	904	1,037	1,253	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	8.9%	10.3%	11.5%	11.9%	12.4%	12.6%	回报率						
							净资产收益率	18.95%	23.77%	19.27%	17.10%	16.40%	16.54%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.68%	8.41%	9.46%	9.13%	9.12%	9.37%
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	16.91%	20.62%	16.30%	15.52%	15.03%	15.25%
净利润	381	669	845	904	1,037	1,253	增长率						
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0	主营业务收入增长率	43.65%	51.59%	13.47%	2.90%	10.59%	18.74%
非现金支出	191	248	182	14	15	14	EBIT 增长率	27.49%	65.57%	17.48%	13.90%	14.30%	20.13%
非经营收益							净利润增长率	31.50%	75.87%	26.21%	7.00%	14.75%	20.81%
营运资金变动	510	-126	-501	-252	24	-140	总资产增长率	87.69%	39.77%	12.20%	10.81%	14.83%	17.59%
经营活动现金净流	1,174	905	671	727	1,136	1,186	资产管理能力						
资本开支	-443	0	0	-53	-53	-53	应收账款周转天数	58.7	47.2	61.5	55.4	55.6	56.5
投资	-8	-1,141	-471	-3	-3	-2	存货周转天数	144.7	172.2	123.9	140.4	138.5	136.4
其他	3	-7	62	-11	-12	-11	应付账款周转天数	90.0	97.6	88.2	91.4	91.3	90.8
投资活动现金净流	-448	-1,149	-408	-67	-68	-66	固定资产周转天数	104.5	90.5	104.4	101.2	91.3	76.7
股权募资	572	0	601	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-74	60	-83	0	0	0	净负债/股东权益	-58.25%	-39.36%	-40.36%	-45.87%	-55.17%	-60.79%
其他	-53	-3	-11	4	-3	-3	EBIT 利息保障倍数	23.0	1,135.4	-19.9	-45.0	-39.5	-34.7
筹资活动现金净流	445	57	507	4	-3	-3	资产负债率	64.74%	64.54%	50.84%	46.51%	44.29%	43.25%
现金净流量	1,121	-179	798	663	1,065	1,117							

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806