

➤ **事件：**公司 8 月 30 日发布 2024 年中报，1H24 实现营收 5.0 亿元，YoY+5.7%；归母净利润 0.98 亿元，YoY+12.5%；扣非归母净利润 0.85 亿元，YoY+11.0%。**公司业绩表现符合市场预期。**我们综合点评如下：

➤ **2Q24 业绩稳健增长；1H24 盈利能力有所提升。**1) 单季度看：2Q24 实现营收 2.1 亿元，YoY+9.4%；归母净利润 0.32 亿元，YoY+12.6%；扣非净利润 0.22 亿元，与去年同期基本持平。2Q24 毛利率 74.4%，同比增加 4.8ppt；净利率 15.6%，同比增加 0.3ppt。2) 上半年看：1H24 毛利率同比增加 1.0ppt 至 76.9%；净利率同比增加 0.8ppt 至 19.1%。

➤ **1H24 医药收入稳增 10%；新材料子公司业绩表现各不相同。**分业务看，上半年：1) 医药产品收入 4.0 亿元，YoY+10.2%；毛利率 88.8%，同比提升 0.3ppt。2) 高温合金产品收入 1.0 亿元，YoY-11.5%；毛利率 32.9%，同比下滑 4.1ppt。**新材料领域分子公司看，1H24：**1) 上海万泽收入 0.7 亿元，YoY-16.6%；净利润-531 万元，去年同期为-212 万元。2) 深汕万泽收入 0.38 亿元，YoY+13.7%；净利润-2792 万元，去年同期为-1534 万元。3) 万泽中南研究院收入 1220 万元，YoY-61.5%；净利润-202 万元，去年同期为 220 万元。4) 万泽航空材料收入 1723 万元，净利润为-173.4 万元（去年同期未实现收入）。**综上所述，**1H24 公司医药产品实现平稳增长；高温合金产品收入小幅下滑，其中深汕万泽和万泽航空材料收入端实现增长，上海万泽和中南研究院收入出现下滑。

➤ **持续加大研发创新力度；积极备产备货迎接高温合金增量订单。**费用方面，1H24 期间费用率同比增加 3.7ppt 至 55.2%，其中：1) 公司持续加大研发投入力度，研发费用同比增长 92.8%至 0.6 亿元，主要是职工薪资、折旧摊销和材料费用增长，研发费用率同比增加 5.3ppt 至 11.7%。2) 管理费用同比减少 8.6%至 0.7 亿元，管理费用率同比下降 2.1ppt 至 13.7%。3) 销售费用率同比减少 0.8ppt 至 26.4%；4) 财务费用同比增长 74.2%至 0.17 亿元，主要是长期借款增加推动利息支出增加。**截至 1H24 末，**1) 公司应收款项较年初增长 20.2%至 4.0 亿元；2) 存货较年初增长 40.6%至 3.0 亿元，主要是高温合金业务订单增加，公司相应增加备货。3) 在建工程较年初增长 22.2%至 7.5 亿元，主要是工程及设备投资支出加大。1H24 公司新材料业务收入小幅下滑，但公司高温合金业务订单增加，公司积极备产备货迎接新材料领域旺盛需求。

➤ **投资建议：**公司是我国医药微生态活菌龙头，在高温合金及制品领域厚积薄发，经过十年磨砺成长为“两机”热端零部件核心配套商，母合金、铸造叶片和粉末涡轮盘产研能力非常稀缺。我们预计公司 2024~2026 年分别实现归母净利润 2.1 亿、2.9 亿、3.6 亿元，对应 PE 分别为 23x/17x/13x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；在研型号批产进度不及预期；产品降价等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	981	1,253	1,576	1,896
增长率 (%)	23.6	27.7	25.8	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	177	214	287	364
增长率 (%)	73.5	21.5	33.9	26.9
每股收益 (元)	0.35	0.42	0.56	0.71
PE	28	23	17	13
PB	4.0	4.2	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.58 元



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 王帅

执业证书：S0100524060001

邮箱：wangshuai_2@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1.万泽股份 (000534.SZ) 2023 年年报点评：新材料+医药双轨驱动；产品陆续进入批产收获期-2024/03/31

2.万泽股份 (000534.SZ) 首次覆盖报告：新材料系列#8：“两机”新星冉冉升起；厚积薄发进入收获期-2024/01/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	981	1,253	1,576	1,896
营业成本	253	367	526	670
营业税金及附加	11	13	16	19
销售费用	273	276	299	332
管理费用	156	157	173	199
研发费用	106	138	158	171
EBIT	238	328	432	536
财务费用	23	46	52	54
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	3	2	2
营业利润	244	285	382	484
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	244	285	382	484
所得税	55	57	76	97
净利润	189	228	305	388
归属于母公司净利润	177	214	287	364
EBITDA	320	416	536	656

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	259	362	409	510
应收账款及票据	335	360	432	504
预付款项	6	13	16	17
存货	216	241	317	367
其他流动资产	74	85	93	100
流动资产合计	890	1,062	1,267	1,497
长期股权投资	10	13	14	16
固定资产	770	916	1,056	1,195
无形资产	355	404	451	497
非流动资产合计	2,230	2,441	2,627	2,812
资产合计	3,120	3,503	3,894	4,309
短期借款	255	255	255	255
应付账款及票据	306	362	432	459
其他流动负债	252	278	311	356
流动负债合计	813	895	999	1,070
长期借款	750	1,053	1,103	1,153
其他长期负债	253	291	291	291
非流动负债合计	1,003	1,344	1,394	1,444
负债合计	1,816	2,238	2,393	2,514
股本	509	510	510	510
少数股东权益	93	107	125	148
股东权益合计	1,305	1,265	1,501	1,796
负债和股东权益合计	3,120	3,503	3,894	4,309

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.63	27.66	25.79	20.33
EBIT 增长率	54.78	37.86	31.63	24.04
净利润增长率	73.54	21.48	33.87	26.89
盈利能力 (%)				
毛利率	74.23	70.71	66.63	64.67
净利润率	17.99	17.12	18.22	19.21
总资产收益率 ROA	5.66	6.12	7.37	8.45
净资产收益率 ROE	14.57	18.52	20.87	22.11
偿债能力				
流动比率	1.10	1.19	1.27	1.40
速动比率	0.78	0.85	0.89	1.00
现金比率	0.32	0.40	0.41	0.48
资产负债率 (%)	58.19	63.90	61.45	58.33
经营效率				
应收账款周转天数	119.02	100.00	95.00	92.00
存货周转天数	311.85	240.00	220.00	200.00
总资产周转率	0.35	0.38	0.43	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.42	0.56	0.71
每股净资产	2.37	2.27	2.70	3.23
每股经营现金流	0.19	0.74	0.83	0.99
每股股利	0.12	0.14	0.18	0.23
估值分析				
PE	28	23	17	13
PB	4.0	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	18.99	14.60	11.34	9.25
股息收益率 (%)	1.25	1.42	1.90	2.41

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	189	228	305	388
折旧和摊销	82	88	104	120
营运资金变动	-178	16	-39	-59
经营活动现金流	95	377	425	505
资本开支	-301	-275	-280	-296
投资	-65	-2	0	0
投资活动现金流	-365	-289	-280	-296
股权募资	183	1	0	0
债务募资	360	342	35	50
筹资活动现金流	241	15	-98	-108
现金净流量	-30	103	47	101

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026