

## 江化微 (603078.SH)

## 业绩同比高增, G5 产能释放, 成长动力充足

2023 年 04 月 10 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

罗通 (分析师)

luotong@kysec.cn

证书编号: S0790522070002

日期	2023/4/10
当前股价(元)	25.11
一年最高最低(元)	32.70/19.52
总市值(亿元)	74.49
流通市值(亿元)	63.97
总股本(亿股)	2.97
流通股本(亿股)	2.55
近 3 个月换手率(%)	211.0

### ● 2022 全年业绩大幅增长, 维持“买入”评级

2023 年 4 月 9 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营收 9.39 亿元, 同比+18.56%; 归母净利润 1.06 亿元, 同比+87.19%; 扣非净利润 1.00 亿元, 同比+87.62%; 毛利率 27.75%, 同比+5.6pcts。计算得 2022Q4 实现营收 2.44 亿元, 同比-3.32%, 环比+8.61%; 归母净利润 0.24 亿元, 同比-16.60%, 环比+17.85%; 扣非净利润 0.22 亿元, 同比-15.80%, 环比+12.81%; 毛利率 29.08%, 同比+0.49pcts, 环比+1.71pcts。受半导体周期下行影响, 我们下调 2023-2024 年业绩预测并新增 2025 年业绩预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 1.58 (-0.81) /2.65 (-0.94) /3.81 亿元, 对应 EPS 为 0.53 (-0.41) /0.89 (-0.52) /1.28 元, 当前股价对应 PE 为 47.2/28.1/19.6 公司产能逐步释放, 成长动力充足, 维持“买入”评级。

### ● 超净高纯试剂及光刻胶配套试剂高速增长, G5 产能释放构建核心竞争力

分产品看, 2022 年公司得益于超净高纯试剂产品的完善布局以及长期积累的技术优势, 公司超净高纯试剂业务实现收入 6.28 亿元, 同比+27.36%; 毛利率 28.52%, 同比+5.76pcts。2022 年, 公司 8-12 英寸的半导体产品销售额达 1.35 亿元, 硫酸、过氧化氢、硝酸、二氧化硅蚀刻液、硅腐蚀液、铝腐蚀液等多种产品进入如士兰集科、集昕、华润微、TCL 中环、绍兴中芯、中欣晶圆、西安奕斯伟等客户; 另外, 公司二剂型铜酸的成功自研, 拓宽了公司高端半导体、新型平板显示赛道, 公司超净高纯试剂业务的销售收入和盈利水平有望进一步提升。公司光刻胶配套试剂业务受益于客户结构继续优化调整, 半导体和平板显示客户占比进一步提高, 实现收入 2.93 亿元, 同比+5.11%; 毛利率 26.57%, 同比+4.1pcts。2022 年公司功能性化学品销售额为 5.34 亿元, 毛利率为 29.01%, 同比+5.3pcts。另外, 公司新开发铜制程剥离液的成功量产以及 A1 正胶成功通过客户测试实现销售, 有望帮助公司进一步抢占市场, 扩大产品市场占有率, 巩固行业领先地位。公司有望真正实现最高等级湿电子化学品国产化替代, 构筑核心竞争力。随着 G5 级产能释放, 公司产品将切入逻辑和存储芯片客户, 成长潜力十足。

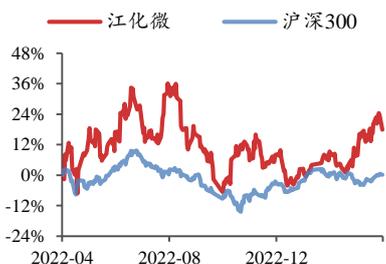
● **风险提示:** 行业景气度不及预期风险, 竞争加剧风险, 原材料价格波动风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	792	939	1,194	1,727	2,398
YOY(%)	40.5	18.6	27.2	44.6	38.9
归母净利润(百万元)	57	106	158	265	381
YOY(%)	-2.9	87.2	49.3	68.0	43.5
毛利率(%)	22.2	27.8	27.1	29.5	30.2
净利率(%)	7.1	11.3	13.2	15.4	15.9
ROE(%)	4.9	4.9	7.5	11.2	13.8
EPS(摊薄/元)	0.19	0.36	0.53	0.89	1.28
P/E(倍)	131.8	70.4	47.2	28.1	19.6
P/B(倍)	6.4	4.5	4.2	3.7	3.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022H1 业绩高增长, 成长动力充足——公司信息更新报告》-2022.8.31

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	774	1470	1607	1237	1663	<b>营业收入</b>	792	939	1194	1727	2398
现金	293	999	943	335	453	营业成本	617	679	870	1218	1674
应收票据及应收账款	321	320	495	683	953	营业税金及附加	5	8	8	12	16
其他应收款	0	1	1	1	2	营业费用	11	14	16	21	26
预付账款	5	6	8	12	15	管理费用	55	88	78	107	144
存货	50	68	84	129	164	研发费用	36	47	59	81	108
其他流动资产	105	77	77	77	77	财务费用	4	13	8	29	65
<b>非流动资产</b>	1475	1414	1663	2302	3142	资产减值损失	-1	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	8	8	8	8
固定资产	453	1135	1261	1613	2119	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	84	86	87	87	87	投资净收益	2	1	1	1	1
其他非流动资产	938	194	315	602	936	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>资产总计</b>	2248	2884	3269	3539	4805	<b>营业利润</b>	64	97	166	269	374
<b>流动负债</b>	679	438	710	711	1603	营业外收入	0	1	0	0	0
短期借款	235	70	70	70	498	营业外支出	3	2	2	2	2
应付票据及应付账款	375	211	541	511	935	<b>利润总额</b>	62	95	164	267	373
其他流动负债	69	157	99	130	170	所得税	6	5	16	21	28
<b>非流动负债</b>	416	595	581	639	701	<b>净利润</b>	56	90	148	246	345
长期借款	393	274	260	318	380	少数股东损益	-1	-15	-10	-20	-36
其他非流动负债	23	321	321	321	321	<b>归属母公司净利润</b>	57	106	158	265	381
<b>负债合计</b>	1095	1033	1291	1350	2305	EBITDA	130	172	256	399	578
少数股东权益	-2	212	203	183	147	EPS(元)	0.19	0.36	0.53	0.89	1.28
股本	196	297	386	386	386						
资本公积	516	811	722	722	722	主要财务比率					
留存收益	443	531	639	820	1081		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>归属母公司股东权益</b>	1155	1639	1776	2005	2354	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	2248	2884	3269	3539	4805	营业收入(%)	40.5	18.6	27.2	44.6	38.9
						营业利润(%)	-4.7	50.3	71.2	62.0	39.4
						归属于母公司净利润(%)	-2.9	87.2	49.3	68.0	43.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.2	27.8	27.1	29.5	30.2
						净利率(%)	7.1	11.3	13.2	15.4	15.9
						ROE(%)	4.9	4.9	7.5	11.2	13.8
						ROIC(%)	4.6	3.4	5.4	8.6	9.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	48.7	35.8	39.5	38.2	48.0
						净负债比率(%)	34.4	-11.4	-11.5	21.5	35.2
						流动比率	1.1	3.4	2.3	1.7	1.0
						速动比率	1.0	3.0	2.0	1.4	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
						应付账款周转率	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.19	0.36	0.53	0.89	1.28
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	0.41	1.35	0.48	2.41
						每股净资产(最新摊薄)	3.89	5.52	5.99	6.76	7.93
						<b>估值比率</b>					
						P/E	131.8	70.4	47.2	28.1	19.6
						P/B	6.4	4.5	4.2	3.7	3.2
						EV/EBITDA	76.8	56.5	37.8	25.9	18.5

现金流量表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-49	122	401	143	713
净利润	56	90	148	246	345
折旧摊销	37	84	108	138	188
财务费用	4	13	8	29	65
投资损失	-2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-155	-63	138	-268	116
其他经营现金流	11	-1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-316	-27	-355	-776	-1028
资本支出	230	216	249	639	840
长期投资	-90	90	0	0	0
其他投资现金流	-177	279	-107	-137	-187
<b>筹资活动现金流</b>	132	682	-101	24	4
短期借款	60	-165	0	0	0
长期借款	79	-118	-15	59	62
普通股增加	45	101	89	0	0
资本公积增加	-45	295	-89	0	0
其他筹资现金流	-6	570	-87	-34	-58
<b>现金净增加额</b>	-233	777	-56	-608	-310

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn