

江海股份 (002484.SZ)

三季度营收再创新高，降本增效对冲下游降价压力

买入

核心观点

3Q23 营收再创历史新高，利润不考虑汇兑实现同比增长。单三季度实现营收 13.05 亿元 (YoY +20.00%, QoQ +1.08%)，归母净利润 1.86 亿元 (YoY -0.56%, QoQ -10.14%)，扣非归母净利润 1.79 亿元 (YoY -1.04%, QoQ -11.82%)。前三季度实现营收 37.78 亿元 (YoY +15.98%)，归母净利润 5.48 亿元 (YoY +12.70%)。公司财务费用 3Q23 比去年同期增加 0.22 亿元，增幅 88%，主要系汇兑收益减少所致，若剔除汇兑影响，经营利润实现同比增长。

新能源等领域需求增速放缓，公司降本增效对冲降价压力。从下游景气度来看，前三季度整体需求低于年初预期，白电等消费电子未见复苏，新能源光、储增长相对较快，但处于高景气度向低景气度切换时期，存在供给过剩、库存较高的压力，价格下滑。根据相关下游企业三季度数据，我们可以看到 3Q23 集中式光伏需求好于组串式、分布式需求，国内需求好于海外需求。为了应对以上环境压力，公司持续推进降本增效，铝电解电容方面通过：1) 将产线从高电价地区搬迁至低电价地区；2) 持续推进化成箔生产节能技术；3) 老化产线改造等方法，抵消产品降价的大部分压力，实现 3Q23 毛利率 25.90% (YoY -3.16pct, QoQ -0.78pct)，前三季度毛利率 26.13% (YoY -0.41pct)。

持续增加研发投入，拓宽产品品类，静待厚积薄发。公司研发费用稳定增加，前三季度研发费用投入 1.84 亿元，同比增长 16.5%。1) 铝电解电容方面，持续发力高端产品，MLPC 技术性能工艺取得突破，已在部分客户处进行小批量试验；2) 薄膜电容器发展按照镀膜、安规、针式、DCLink、AC、箱式、模组不同产品方向专业化布局；3) 超级电容器发展借鉴铝电解电容器的经验和教训，夯实基础，培育核心技术、拳头产品，努力形成一强多专的格局。

投资建议：维持“买入”评级。我们看好公司在高端铝电解电容、薄膜电容、超级电容的战略布局，随着下游库存去化及相关需求回暖，我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润为 7.35、9.17、11.74 亿元，当前市值对应 PE 分别为 19、15、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期；客户验证不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,550	4,522	5,110	6,053	7,293
(+/-%)	34.7%	27.4%	13.0%	18.5%	20.5%
净利润(百万元)	435	661	735	917	1174
(+/-%)	16.7%	52.0%	11.1%	24.7%	28.1%
每股收益(元)	0.52	0.79	0.87	1.09	1.39
EBIT Margin	13.5%	16.1%	16.1%	16.8%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	10.1%	13.5%	13.4%	14.6%	16.2%
市盈率 (PE)	31.9	21.2	19.2	15.4	12.0
EV/EBITDA	23.7	17.4	15.8	13.1	10.7
市净率 (PB)	3.22	2.87	2.56	2.25	1.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

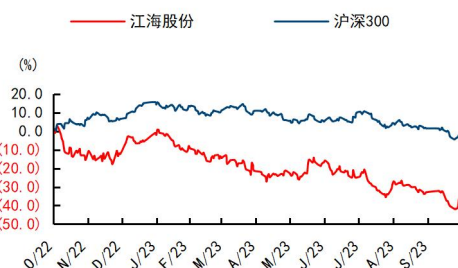
证券分析师：叶子
0755-81982153
yezhi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.04 元
总市值/流通市值	13558/12767 百万元
52 周最高价/最低价	26.38/14.41 元
近 3 个月日均成交额	119.72 百万元

市场走势

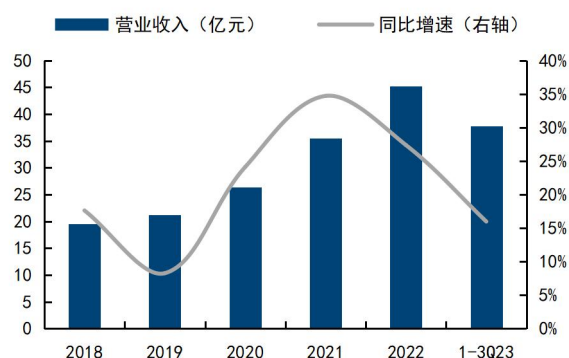


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

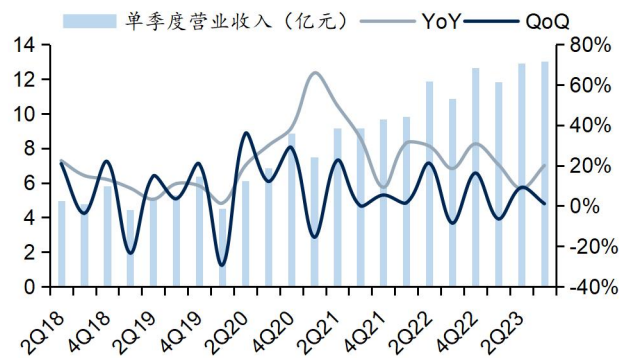
《江海股份 (002484.SZ) -2023 单季度营收、净利润均创历史新高》——2023-09-07
《江海股份 (002484.SZ) ——一季度迎开门红，归母净利润同比增长 31%》——2023-04-27
《江海股份 (002484.SZ) -新能源和电动车市场高景气，全年归母净利润增速 52%》——2023-03-30
《江海股份 (002484.SZ) -受益下游需求高景气，全年利润中值同比增长 49%》——2023-01-31
《江海股份 (002484.SZ) -新能源和电动车市场高景气，三季度业绩维持高增长》——2022-10-27

图1: 公司营业收入及同比增速



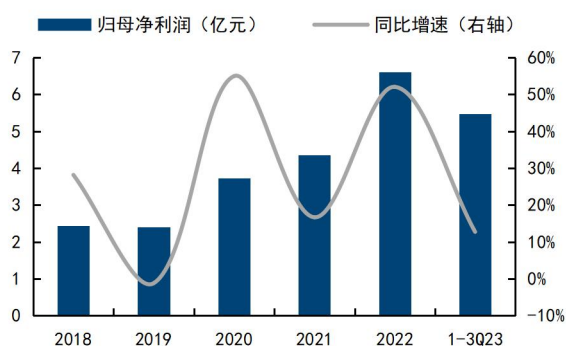
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



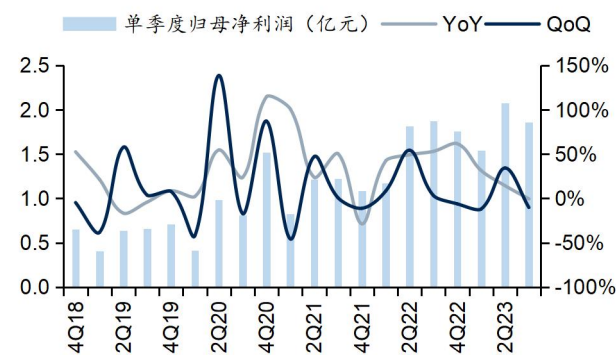
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



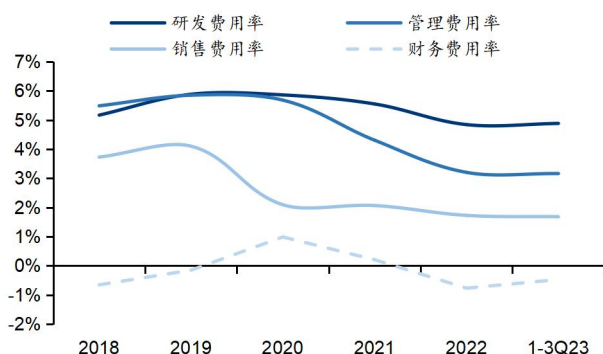
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



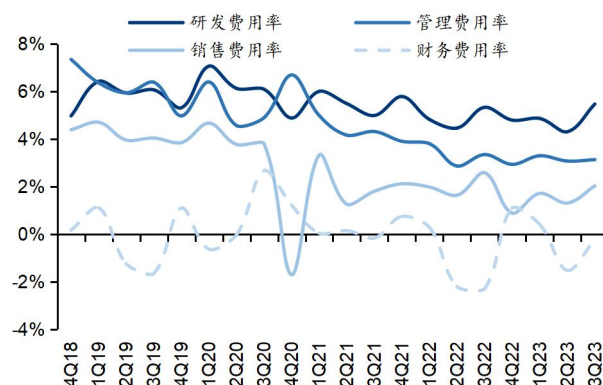
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司各项费用率



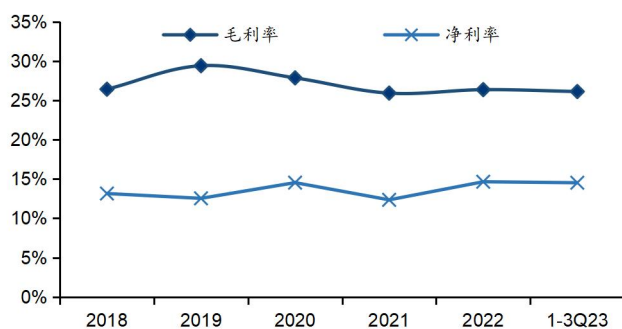
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度各项费用率



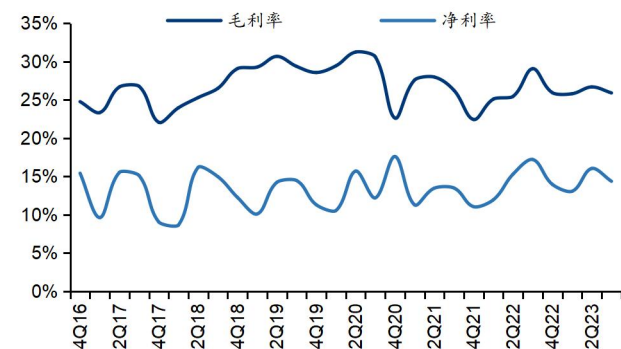
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率和净利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率和净利率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	701	776	832	1022	1245	营业收入	3550	4522	5110	6053	7293
应收款项	1357	1801	2089	2400	2926	营业成本	2629	3329	3790	4438	5261
存货净额	853	1153	1314	1513	1822	营业税金及附加	20	24	29	33	40
其他流动资产	292	268	464	469	553	销售费用	73	78	79	94	115
流动资产合计	3266	4037	4740	5447	6592	管理费用	153	145	156	189	229
固定资产	1506	1795	1955	2171	2381	研发费用	197	219	234	283	344
无形资产及其他	98	152	146	140	134	财务费用	7	(35)	(15)	(8)	(14)
投资性房地产	575	495	495	495	495	投资收益	15	7	9	10	9
长期股权投资	128	129	129	130	131	资产减值及公允价值变动	7	30	(10)	9	10
资产总计	5573	6608	7466	8384	9734	其他收入	(188)	(265)	(234)	(283)	(344)
短期借款及交易性金融负债	201	191	194	196	194	营业利润	501	753	837	1044	1336
应付款项	812	1161	1343	1505	1836	营业外净收支	0	(3)	(3)	(4)	(5)
其他流动负债	80	110	171	161	202	利润总额	501	750	833	1039	1331
流动负债合计	1094	1462	1708	1861	2232	所得税费用	63	87	97	121	155
长期借款及应付债券	22	114	114	114	114	少数股东损益	3	1	1	2	2
其他长期负债	122	119	116	112	109	归属于母公司净利润	435	661	735	917	1174
长期负债合计	144	232	229	226	222	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1238	1695	1937	2087	2454	净利润	435	661	735	917	1174
少数股东权益	34	25	26	28	29	资产减值准备	(10)	53	4	3	4
股东权益	4301	4889	5503	6269	7250	折旧摊销	159	177	196	220	246
负债和股东权益总计	5573	6608	7466	8384	9734	公允价值变动损失	(7)	(30)	10	(9)	(10)
						财务费用	7	(35)	(15)	(8)	(14)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(411)	(212)	(401)	(363)	(546)
每股收益	0.52	0.79	0.87	1.09	1.39	其它	12	(52)	(3)	(2)	(2)
每股红利	0.13	0.13	0.14	0.18	0.23	经营活动现金流	178	597	540	766	867
每股净资产	5.18	5.83	6.52	7.43	8.59	资本开支	0	(544)	(364)	(424)	(445)
ROIC	14%	18%	18%	19%	22%	其它投资现金流	72	23	(2)	(2)	(3)
ROE	10%	14%	13%	15%	16%	投资活动现金流	66	(522)	(366)	(427)	(448)
毛利率	26%	26%	26%	27%	28%	权益性融资	(17)	57	0	0	0
EBIT Margin	13%	16%	16%	17%	18%	负债净变化	3	91	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	20%	20%	21%	支付股利、利息	(110)	(109)	(121)	(151)	(193)
收入增长	35%	27%	13%	18%	20%	其它融资现金流	(71)	(23)	3	2	(2)
净利润增长率	17%	52%	11%	25%	28%	融资活动现金流	(301)	(1)	(118)	(149)	(195)
资产负债率	23%	26%	26%	25%	26%	现金净变动	(57)	74	57	190	224
息率	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	758	701	776	832	1022
P/E	31.9	21.2	19.2	15.4	12.0	货币资金的期末余额	701	776	832	1022	1245
P/B	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9	企业自由现金流	0	63	157	330	408
EV/EBITDA	23.7	17.4	15.8	13.1	10.7	权益自由现金流	0	131	165	339	418

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032