

评级：买入（维持）

市场价格：37.86元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

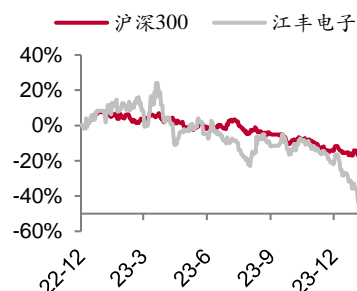
执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 265 |
| 流通股本(百万股) | 208 |
| 市价(元) | 37.86 |
| 市值(百万元) | 10,049 |
| 流通市值(百万元) | 7,873 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《江丰电子：2022年业绩快速稳定增长，持续关注国产替代进程》

《江丰电子：业绩符合预告，单Q3扣非环比正增长》

《江丰电子：上半年业绩符合预告，盈利能力显著改善》

《江丰电子：Q1同比环比双双大增，持续看好半导体靶材+零部件双龙头发力》

《江丰电子深度：立足靶材持续打通产业链，零部件开启新增长赛道》

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,594 | 2,324 | 2,577 | 3,286 | 4,325 |
| 增长率yoy% | 37% | 46% | 11% | 28% | 32% |
| 净利润(百万元) | 107 | 265 | 218 | 294 | 409 |
| 增长率yoy% | -28% | 149% | -18% | 35% | 39% |
| 每股收益(元) | 0.40 | 1.00 | 0.82 | 1.11 | 1.54 |
| 每股现金流量 | 0.39 | 0.06 | 2.17 | 2.64 | -0.53 |
| 净资产收益率 | 7% | 7% | 5% | 7% | 9% |
| P/E | 94.2 | 37.9 | 46.1 | 34.2 | 24.6 |
| P/B | 6.9 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；23年归母净利润采用业绩预告中值；股价日期为2024/02/02

投资要点

- **发布“质量回报双提升”行动方案，专注主营业务持续提升竞争力，重视股东回报。**江丰电子发布推动“质量回报双提升”行动方案的公告。公司是大陆金属溅射靶材龙头企业，后逐步拓展半导体精密零部件和第三代半导体关键材料，目前已形成三大业务主线。公司专注主营业务，持续加大研发投入、人才培养和项目管理，竞争力有望持续提升。从经营业绩看，2014年公司年收入2.5亿元、归母净利润0.2亿元，2022年公司年收入23.2亿元、归母净利润2.7亿元，8年时间营收和归母净利润翻了10倍左右，营收年复合增速32%，归母净利润年复合增速39%，2014年净利率7%，2022年提升至10%，公司份额不断扩大，规模效应体现、盈利能力持续提升。从公司治理角度看，公司不断健全、完善法人治理结构和内部控制制度，持续加强投资者关系管理与投资者沟通，重视对股东的合理投资回报，公司自上市后持续分红，近三年每年现金分红比例均超过归属上市公司股东净利润的20%。
- **靶材：全球第二，积极进行原材料国产替代。**半导体靶材全球第二，大陆第一。产品得到国际一流客户认可，铝钛钽靶发展多年，铜靶正在客户端逐步上量，铜靶正在客户端逐步上量。钽环件、铜锰合金靶材制造难度高，目前只有江丰及头部跨国企业掌握核心技术，近年来随着高端芯片需求的增长，钽靶及环件、铜锰合金靶材的需求大幅增长，全球供应紧张。公司通过参股公司、实施募投项目逐步布局上游原材料，目前已实现部分原材料国产替代，毛利率有望继续修复。
- **半导体零部件：毛利率修复，打开十倍市场、发展空间广阔。**公司产品包括设备制造零部件和工艺消耗零部件，包括PVD/CVD/刻蚀机用零部件和CMP相关零部件，材料包括金属类（不锈钢、铝合金、钛合金）和非金属类（陶瓷、石英、硅、高分子材料）。公司与国内设备厂联合攻关、形成全面战略合作关系，份额持续增长，抢占国产替代先机，形成沈阳、余姚、上海三大产能基地。22年大陆半导体零部件市场1141亿元，市场被美日垄断，国产化率低，公司将有效支撑大陆替代需求。
- **布局三代半封测材料覆铜陶瓷基板，解决卡脖子难题。**新设子公司江丰同芯，切入覆铜陶瓷基板领域，用于功率半导体器件模块封装，下游新能源汽车、通讯等终端。目前已搭建完成国内首条具备世界先进水平三代半导体材料生产线，规划建设国产化覆铜陶瓷基板大型生产基地，产品已初步获得市场认可。根据QYResearch，19年全球覆铜陶瓷基板市场达13亿元，预计26年将达到26亿元，年复合增长率11%，该材料供应常年被欧美及日韩等外企垄断，如美国Rogers和韩国KCC占据全球70%+份额。
- **投资建议：**公司是大陆靶材绝对龙头，叠加零部件打开超十倍成长空间，将有望充分受益全球半导体产业发展及国产替代机遇，同时兼备稀缺性和成长性。此前预期24/25年净利润为3.0/4.2亿元，考虑周期下行，调整24/25年净利润为2.9/4.1亿元，对应PE 34/25倍，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**零部件业务进展不及预期、靶材上游原材料自制进展不及预期、靶材扩产进度不及预期、金属原材料涨价风险、公司业务海外占比高的风险、行业规模测算偏差的风险、所依据的信息滞后的风险

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1,315 | 1,756 | 2,494 | 2,316 | 营业收入 | 2,324 | 2,577 | 3,286 | 4,325 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业成本 | 1,628 | 1,817 | 2,202 | 2,854 |
| 应收账款 | 442 | 470 | 575 | 744 | 税金及附加 | 10 | 15 | 19 | 23 |
| 预付账款 | 20 | 27 | 33 | 43 | 销售费用 | 77 | 116 | 204 | 259 |
| 存货 | 1,060 | 982 | 682 | 1,367 | 管理费用 | 190 | 232 | 302 | 402 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 124 | 180 | 263 | 346 |
| 其他流动资产 | 86 | 49 | 62 | 81 | 财务费用 | 7 | -26 | -34 | -20 |
| 流动资产合计 | 2,923 | 3,284 | 3,845 | 4,551 | 信用减值损失 | -5 | -6 | -6 | -6 |
| 其他长期投资 | 28 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | -27 | -14 | -16 | -16 |
| 长期股权投资 | 225 | 225 | 225 | 225 | 公允价值变动收益 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 841 | 747 | 664 | 591 | 投资收益 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 335 | 335 | 335 | 335 | 其他收益 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 无形资产 | 393 | 479 | 573 | 695 | 营业利润 | 302 | 249 | 334 | 463 |
| 其他非流动资产 | 340 | 348 | 358 | 370 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产合计 | 2,162 | 2,162 | 2,183 | 2,244 | 营业外支出 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 资产合计 | 5,085 | 5,446 | 6,028 | 6,795 | 利润总额 | 297 | 244 | 329 | 458 |
| 短期借款 | 152 | 97 | 226 | 335 | 所得税 | 60 | 49 | 66 | 92 |
| 应付票据 | 0 | 4 | 1 | 2 | 净利润 | 237 | 195 | 263 | 366 |
| 应付账款 | 420 | 545 | 667 | 873 | 少数股东损益 | -28 | -23 | -31 | -43 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 265 | 218 | 294 | 409 |
| 合同负债 | 1 | 46 | 59 | 78 | NOPLAT | 243 | 174 | 236 | 350 |
| 其他应付款 | 102 | 102 | 102 | 102 | EPS (按最新股本摊薄) | 1.00 | 0.82 | 1.11 | 1.54 |
| 一年内到期的非流动负债 | 34 | 34 | 34 | 34 | | | | | |
| 其他流动负债 | 83 | 94 | 113 | 139 | | | | | |
| 流动负债合计 | 793 | 923 | 1,203 | 1,564 | | | | | |
| 长期借款 | 209 | 301 | 394 | 486 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 97 | 97 | 97 | 97 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 306 | 399 | 491 | 583 | | | | | |
| 负债合计 | 1,099 | 1,321 | 1,694 | 2,147 | | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 4,003 | 4,165 | 4,406 | 4,761 | | | | | |
| 少数股东权益 | -17 | -40 | -71 | -114 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,986 | 4,125 | 4,335 | 4,648 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,085 | 5,446 | 6,028 | 6,795 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 16 | 575 | 699 | -139 |
| 现金收益 | 349 | 313 | 372 | 492 |
| 存货影响 | -471 | 78 | 300 | -685 |
| 经营性应收影响 | -64 | -22 | -94 | -163 |
| 经营性应付影响 | 235 | 128 | 119 | 207 |
| 其他影响 | -32 | 77 | 2 | 11 |
| 投资活动现金流 | -853 | -144 | -164 | -207 |
| 资本支出 | -723 | -136 | -155 | -194 |
| 股权投资 | -108 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -22 | -8 | -9 | -13 |
| 融资活动现金流 | 1,633 | 10 | 203 | 168 |
| 借款增加 | -562 | 37 | 222 | 201 |
| 股利及利息支付 | -54 | -92 | -102 | -157 |
| 股东融资 | 1,947 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | 302 | 65 | 83 | 124 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 45.8% | 10.9% | 27.5% | 31.6% |
| EBIT增长率 | 103.7% | -28.4% | 35.3% | 48.6% |
| 归母公司净利润增长率 | 148.7% | -17.9% | 34.9% | 39.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.9% | 29.5% | 33.0% | 34.0% |
| 净利率 | 10.2% | 7.6% | 8.0% | 8.5% |
| ROE | 6.7% | 5.3% | 6.8% | 8.8% |
| ROIC | 7.9% | 5.4% | 6.6% | 8.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 21.6% | 24.3% | 28.1% | 31.6% |
| 债务权益比 | 12.4% | 12.8% | 17.3% | 20.5% |
| 流动比率 | 3.7 | 3.6 | 3.2 | 2.9 |
| 速动比率 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.0 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转天数 | 62 | 64 | 57 | 55 |
| 应付账款周转天数 | 78 | 96 | 99 | 97 |
| 存货周转天数 | 182 | 202 | 136 | 129 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.00 | 0.82 | 1.11 | 1.54 |
| 每股经营现金流 | 0.06 | 2.17 | 2.63 | -0.52 |
| 每股净资产 | 15.08 | 15.69 | 16.60 | 17.94 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 38 | 46 | 34 | 25 |
| P/B | 3 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 94 | 106 | 88 | 66 |

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。