

江瀚新材（603281）

证券研究报告
2024年04月29日

全年销量实现同比增长，价格受景气影响显著回落

事件：江瀚新材发布2023年年报，公司实现营业收入22.77亿元，同比下降31.2%；实现营业利润7.54亿元，同比下降37.8%；归属于上市公司股东的净利润6.55亿元，同比下降37.0%。按3.73亿股的总股本计，实现基本每股收益1.78元（扣非后为1.75元），每股经营现金流为1.91元。其中，第四季度实现营业收入5.26亿元，同比下降19.0%；实现归属于上市公司股东的净利润1.20亿元，同比下降42.6%；折合单季度EPS 0.32元。

2023年功能性硅烷产品销售价格大幅回落是公司营收及利润规模减少的主要原因。2023年，公司实现营业收入22.77亿元，同比减少10.34亿元，yoy-31.2%，分业务看，2023年，公司主营业务中功能性硅烷、功能性硅烷中间体分别实现营收22.33、0.28亿元，分别占营业收入的98.0%、1.2%。公司以销量增长的规模效应抵消部分行业景气下行影响。2023年公司募投项目产能逐步释放，产销规模同比增长，公司功能性硅烷与中间体合计生产27.27万吨，同比增长20.6%；合计销售10.61万吨，同比增长16.7%，其中功能性硅烷销量10.44万吨，同比增长15.8%，功能性硅烷年度产销率为100.10%。从价格上看，2023年功能性硅烷在欧美日韩等大部分境外市场区域需求量下滑，加上行业总产能持续增加，市场呈现供给过剩，价格跌至22年下半年以来历史较低区间。公司功能性硅烷销售均价为2.14万元/吨，yoy-41.1%；功能性硅烷中间体销售均价1.59万元/吨，yoy-51.3%。2023年，公司毛利润为8.55亿元，同比减少5.59亿元；综合毛利率37.6%，yoy-5.1pcts。分业务看，公司功能性硅烷业务毛利额为8.44亿元，yoy-5.57亿元，毛利率为37.8%，yoy-5.0pcts；功能性硅烷中间体业务毛利额为0.11亿元，yoy-0.02亿元；毛利率为37.5%，yoy-10.1pcts。

公司成本管理能力强，抵御产品价格大幅下降对盈利水平的冲击。费用方面，2023年公司销售/管理/研发/财务费用分别0.17/0.93/0.69/-0.77亿元，合计1.01亿元，分别同比变动-0.05/-0.36/-0.48/+0.31亿元；各项费用率分别为0.74%/4.06%/3.03%/-3.39%，分别yoy+0.8/+0.17/-0.51/-0.21pcts。其中，财务费用方面，公司通过外汇远期结售汇工具对冲汇率变动带来的不确定性，实现与当期汇兑损益0.22亿元对冲后净损益为868.65万元。

稳步推进一揽子硅基新材料项目，扩大主营产品产能。公司是国内功能性硅烷头部企业，拥有十四个系列一百多种功能性硅烷产品，产品品种丰富，结构多元化，能够满足各个领域不同客户的需求。公司推进硅基新材料绿色循环产业园一期项目建设，打造年产18.2万吨功能性硅烷绿色循环产业链，实现规模扩张与绿色发展的统一。

盈利预测与估值：结合公司产品价格趋势、未来产能投放节奏，预计公司2024~2026年归母净利润分别为7.1/8.0/9.3亿元（2024、2025年前值为8.2/9.1亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,311.73	2,277.49	2,686.04	2,965.21	3,406.35
增长率(%)	30.62	(31.23)	17.94	10.39	14.88
EBITDA(百万元)	1,235.88	786.22	785.77	674.24	1,052.18
归属母公司净利润(百万元)	1,040.02	654.69	713.86	799.66	933.16
增长率(%)	52.16	(37.05)	9.04	12.02	16.69
EPS(元/股)	2.79	1.75	1.91	2.14	2.50
市盈率(P/E)	9.06	14.40	13.21	11.79	10.10
市净率(P/B)	3.95	1.97	1.72	1.50	1.31
市销率(P/S)	2.85	4.14	3.51	3.18	2.77
EV/EBITDA	0.00	7.80	5.95	6.11	3.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.25元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	373.33
流通A股股本(百万股)	251.69
A股总市值(百万元)	9,426.67
流通A股市值(百万元)	6,355.27
每股净资产(元)	13.19
资产负债率(%)	6.16
一年内最高/最低(元)	49.28/19.71

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	
郭建奇	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002	
guojianqi@tfzq.com	
杨滨钰	联系人
yangbinyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《江瀚新材-季报点评:23Q3销量同比增长，价格受景气影响有所回落》2023-11-07
- 《江瀚新材-首次覆盖报告:硅烷行业领军企业，募投项目打开成长空间》2023-07-22

事件

江瀚新材发布 2023 年年报，公司实现营业收入 22.77 亿元，同比下降 31.2%；实现营业利润 7.54 亿元，同比下降 37.8%；归属于上市公司股东的净利润 6.55 亿元，同比下降 37.0%，扣除非经常性损益后的净利润 6.43 亿元，同比下降 39.6%。按 3.73 亿股的总股本计，实现基本每股收益 1.78 元（扣非后为 1.75 元），每股经营现金流为 1.91 元。其中，第四季度实现营业收入 5.26 亿元，同比下降 19.0%、环比下降 8.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，同比下降 42.6%、环比下降 24.8%；折合单季度 EPS 0.32 元。

公司 2023 年年度利润分配方案：以 2023 年 12 月 31 日总股本约 3.73 亿股为基数，拟向全体股东每股派发现金红利 1 元（含税），2023 年度现金分红比例为 57.02%（2022 年为 30.77%）。

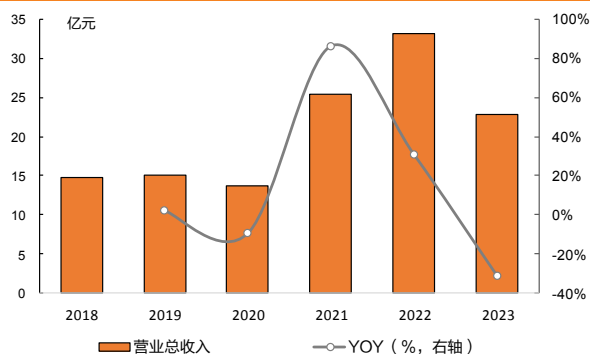
点评

23 年功能性硅烷产品销售价格回落是公司营收及利润规模减少的主要原因

2023 年，公司实现营业收入 22.77 亿元，同比减少 10.34 亿元，yoy-31.2%，销售额变化主要由于 23 年功能性硅烷行业景气度下行，相关产品市场价格明显回落所致。分业务看，2023 年，公司主营业务中功能性硅烷、功能性硅烷中间体分别实现营收 22.33、0.28 亿元，分别占营业收入的 98.0%、1.2%，其中功能性硅烷中间体主要用于合成制备功能性硅烷产品，仅少量对外销售。单季度看，第四季度，两种业务分别实现营业收入 5.18、0.02 亿元，分别环比 23Q3 变动-6420、-695 万元。

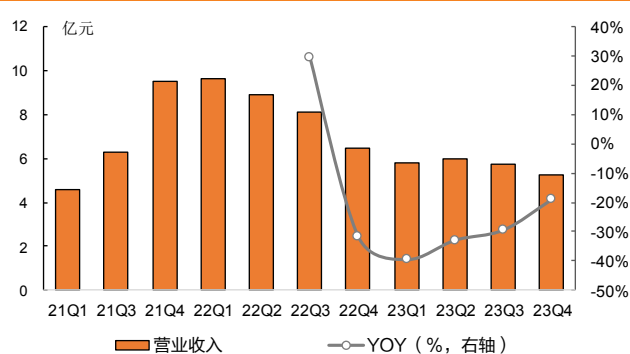
2023 年，公司毛利润为 8.55 亿元，同比减少 5.59 亿元；综合毛利率 37.6%，yoy-5.1pcts。分业务看，公司功能性硅烷业务毛利额为 8.44 亿元，yoy-5.57 亿元，毛利率为 37.8%，yoy-5.0pcts；功能性硅烷中间体业务毛利额为 0.1 亿元，yoy-0.02 亿元；毛利率为 37.5%，yoy-10.1pcts。

图 1：江瀚新材年度营业收入



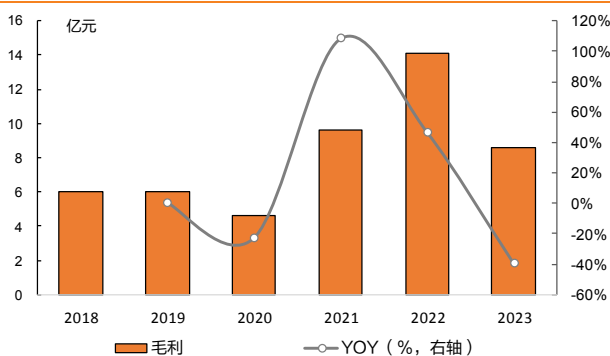
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：江瀚新材单季度营业收入



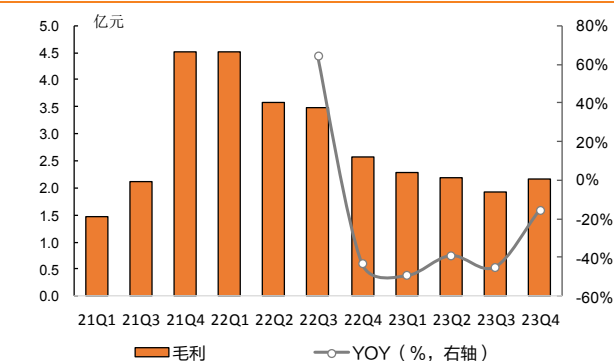
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：江瀚新材年度毛利润



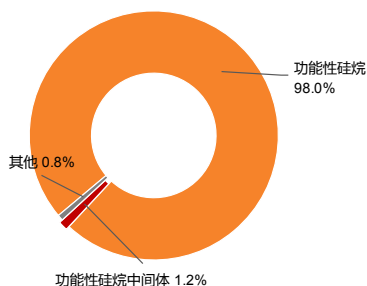
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：江瀚新材单季度毛利润



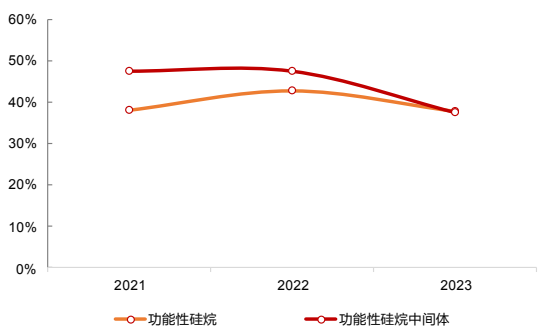
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2023 年江瀚新材营业收入构成



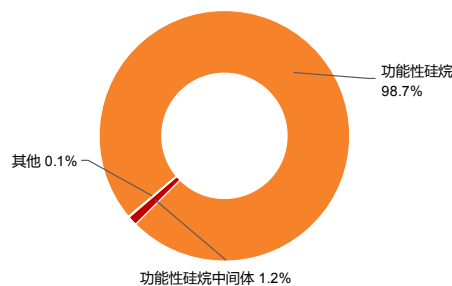
资料来源：公司 2023 年年报，天风证券研究所

图 7：公司分产品毛利率



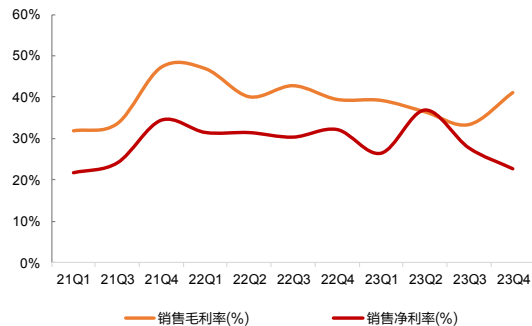
资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：2023 年江瀚新材毛利构成



资料来源：公司 2023 年年报，天风证券研究所

图 8：江瀚新材单季度销售毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司以销量增长的规模效应抵消部分行业景气下行影响。2023 年公司募投项目产能逐步释放，产销规模同比增长。2023 年公司功能性硅烷与中间体合计生产 27.27 万吨，同比增长 20.6%，其中功能性硅烷产量为 10.43 万吨，同比增长 17.0%；合计销售 10.61 万吨，同比增长 16.7%，其中功能性硅烷销量 10.44 万吨，同比增长 15.8%，功能性硅烷年度产销率为 100.10%。公司 IPO 募投项目规划建设 6 万吨功能性硅烷与 3 万吨中间体，23 年底项目已建成 1.5 万吨功能性硅烷和 3 万吨功能性硅烷中间体；并实现生产功能性硅烷 0.37 万吨、功能性硅烷中间体 2.23 万吨，实现经济效益 0.21 亿元。

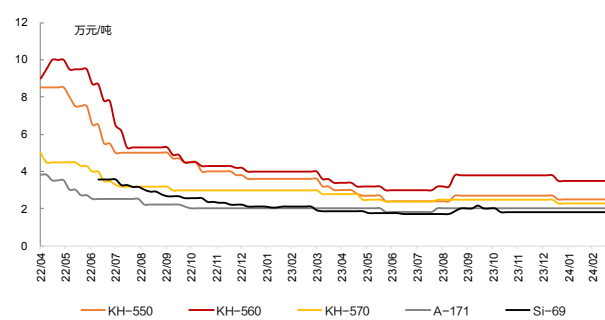
从价格上看，2023 年，功能性硅烷在欧美日韩等大部分境外市场区域需求量下滑，加上行业总产能持续增加，市场呈现供给过剩，价格跌至 22 年下半年以来历史较低区间。公司功能性硅烷销售均价为 2.14 万元/吨，同比下降 41.1%；功能性硅烷中间体销售均价 1.59 万元/吨，同比下降 51.3%。据百川盈孚，截至 2023/12/31，KH-550、KH-560、KH-570、A-171、A-172、Si-69 市场价格分别为 2.7、3.8、2.5、2.0、3.2、1.8 万元/吨，分别较年初下降 25%、5%、16.7%、0%、11.1%、14.3%。其中，23Q4 功能性硅烷市场价格呈现小幅反弹，对应公司功能性硅烷销售均价由 Q3 的 1.91 万元/吨上涨至 2.0 万元/吨。

图 9：江瀚新材主营产品产销情况

业务	指标	单位	2023			
			Q1	Q2	Q3	Q4
功能性硅烷	产量	万吨	2.5	2.5	2.9	2.6
	销量	万吨	2.4	2.5	2.9	2.6
	收入	亿元	5.8	5.8	5.6	5.2
	单价	万元/吨	2.4	2.3	1.9	2.0
功能性硅烷中间体	产量	万吨	4.0	4.5	5.2	3.2
	销量	吨	73.8	616.5	945.8	105.0
	收入	万元	112.8	929.2	1496.3	234.6
	单价	万元/吨	1.5	1.5	1.6	2.2
合计	产量	万吨	6.4	7.0	8.0	5.8
	销量	万吨	2.4	2.6	3.0	2.6
合计	收入	亿元	5.8	5.9	5.7	5.2
营业总收入	收入	亿元	5.8	6.0	5.7	5.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

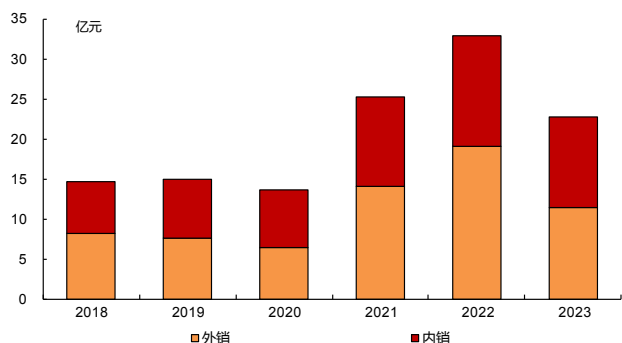
图 10：硅烷偶联剂市场价格



资料来源：百川盈孚、隆众资讯，天风证券研究所

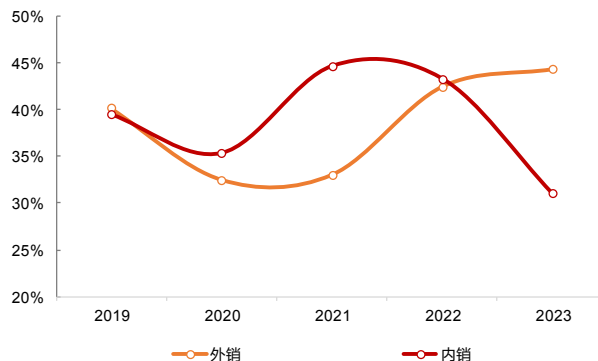
分销售区域看，公司 23 年外销占比为 50.3%，外销毛利率水平高于内销。2023 年，公司在海外、中国大陆分别实现销售收入 11.46、11.31 亿元，外销比例为 50.3%；外销毛利率为 44.38%、内销毛利率为 31.01%。2023 年，公司新增开发达到批量销售规模的新客户 169 家，其中海外客户 24 家，持续稳定海外市场份额。

图 11：江瀚新材营业收入分布-分区域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：江瀚新材不同区域毛利率对比

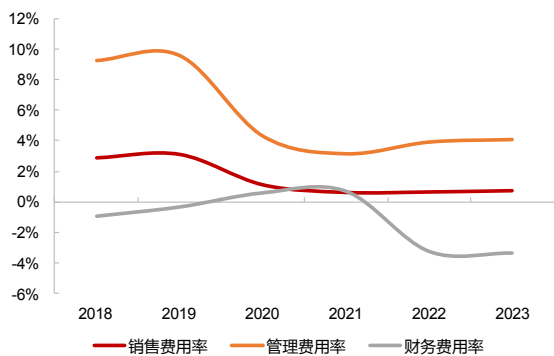


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司成本管理能力强，抵御产品价格大幅下降对盈利水平的冲击

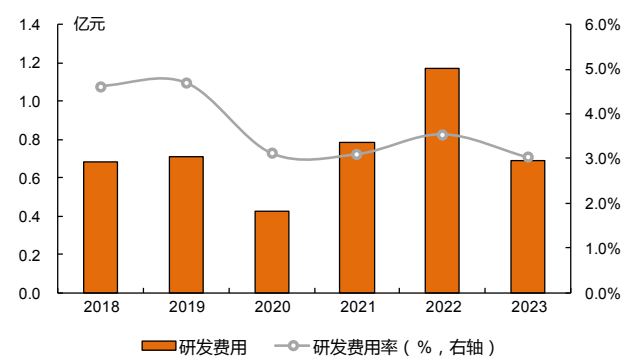
费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用分别 0.17/0.93/0.69/-0.77 亿元，合计 1.01 亿元，分别同比变动 -0.05/-0.36/-0.48/+0.31 亿元；各项费用率分别为 0.74%/4.06%/3.03%/-3.39%，分别 yoy+0.8/+0.17/-0.51/-0.21pcts，其中销售费用主要由于公司市场推广费及销售绩效随之下降；管理费用同比减少主要由于公司利润水平下降，对应期间管理层薪酬较上年同期相应减少，研发费用同比下降主要系研发领用材料价格较上年同期大幅下降所致。财务费用方面，公司通过外汇远期结售汇工具对冲汇率变动带来的不确定性，实现与当期汇兑损益 0.22 亿元对冲后净损益为 868.65 万元。

图 13：江瀚新材“三费”费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司研发费用及费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

稳步推进一揽子硅基新材料项目，扩大主营产品产能

公司是国内功能性硅烷头部企业，拥有十四个系列一百多种功能性硅烷产品，产品品种丰富，结构多元化，能够满足各个领域不同客户的需求。公司现已建成从三氯氢硅到各种功能性硅烷的完整产业链，形成从原材料到最终产品的完整绿色循环。

公司推进硅基新材料绿色循环产业园一期项目建设，拟进一步增加年产 6 万吨三氯氢硅生产能力，以匹配公司整体产能规划，打造年产 18.2 万吨功能性硅烷绿色循环产业链，实现规模扩张与绿色发展的统一。

盈利预测与估值

结合公司产品价格趋势、未来产能投放节奏，预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 7.1/8.0/9.3 亿元（2024、2025 年前值为 8.2/9.1 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,746.95	3,464.40	4,528.87	5,291.17	6,160.71
应收票据及应收账款	336.74	234.32	405.70	356.69	494.59
预付账款	9.90	4.84	15.75	5.28	18.03
存货	229.23	167.63	207.68	297.29	255.76
其他	129.35	694.69	256.56	210.40	212.02
流动资产合计	2,452.18	4,565.89	5,414.56	6,160.83	7,141.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	338.02	364.65	404.45	427.47	434.32
在建工程	76.10	150.95	144.76	147.81	154.25
无形资产	66.56	66.33	72.41	78.08	85.26
其他	15.33	14.87	18.36	12.91	16.16
非流动资产合计	496.01	596.80	639.98	666.27	689.98
资产总计	2,948.19	5,162.69	6,054.54	6,827.10	7,831.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	195.57	142.21	264.16	238.64	299.72
其他	253.87	187.25	266.24	255.41	264.81
流动负债合计	449.44	329.46	530.40	494.05	564.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	54.14	44.51	34.41	42.76	44.35
非流动负债合计	54.14	44.51	34.41	42.76	44.35
负债合计	561.63	388.73	564.81	536.80	608.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	200.00	373.33	373.33	373.33	373.33
资本公积	382.45	2,268.38	2,268.38	2,268.38	2,268.38
留存收益	1,776.23	2,110.92	2,824.77	3,624.43	4,557.59
其他	27.87	21.33	23.24	24.15	22.91
股东权益合计	2,386.55	4,773.96	5,489.73	6,290.29	7,222.21
负债和股东权益总计	2,948.19	5,162.69	6,054.54	6,827.10	7,831.09

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,040.02	654.69	713.86	799.66	933.16
折旧摊销	39.74	58.33	78.31	96.26	114.54
财务费用	(95.80)	(22.47)	(83.89)	(103.06)	(120.19)
投资损失	80.26	7.57	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	304.58	(448.95)	394.38	(212.55)	(41.92)
其它	(47.29)	465.56	6.00	(206.03)	(0.00)
经营活动现金流	1,321.50	714.73	1,103.66	369.27	880.59
资本支出	109.48	169.21	128.10	119.65	133.40
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(535.16)	(2,323.84)	(253.10)	169.41	(263.40)
投资活动现金流	(425.67)	(2,154.63)	(125.00)	289.06	(130.00)
债权融资	50.28	77.12	83.89	103.06	120.19
股权融资	(312.66)	2,052.72	1.92	0.90	(1.24)
其他	369.36	(390.93)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	106.97	1,738.90	85.81	103.97	118.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,002.80	299.01	1,064.47	762.30	869.54

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,311.73	2,277.49	2,686.04	2,965.21	3,406.35
营业成本	1,897.96	1,422.23	1,742.47	1,916.36	2,190.99
营业税金及附加	24.63	11.85	16.12	17.79	17.03
销售费用	21.79	16.90	29.55	32.62	34.06
管理费用	129.00	92.51	107.44	115.64	119.22
研发费用	117.23	68.92	94.01	103.78	112.41
财务费用	(108.33)	(77.12)	(83.89)	(103.06)	(120.19)
资产/信用减值损失	8.94	3.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	37.89	0.03	6.00	(206.03)	0.00
投资净收益	(80.33)	(7.80)	5.00	5.00	5.00
其他	50.19	(7.54)	(26.17)	(236.16)	(13.00)
营业利润	1,212.76	754.07	817.52	917.20	1,070.83
营业外收入	1.11	9.90	5.00	5.00	5.00
营业外支出	5.32	4.57	2.00	2.00	2.00
利润总额	1,208.55	759.40	820.52	920.20	1,073.83
所得税	168.53	104.71	106.67	120.55	140.67
净利润	1,040.02	654.69	713.86	799.66	933.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,040.02	654.69	713.86	799.66	933.16
每股收益(元)	2.79	1.75	1.91	2.14	2.50

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	30.62%	-31.23%	17.94%	10.39%	14.88%
营业利润	53.14%	-37.82%	8.42%	12.19%	16.75%
归属于母公司净利润	52.16%	-37.05%	9.04%	12.02%	16.69%
获利能力					
毛利率	42.69%	37.55%	35.13%	35.37%	35.68%
净利率	31.40%	28.75%	26.58%	26.97%	27.39%
ROE	43.58%	13.71%	13.00%	12.71%	12.92%
ROIC	146.08%	99.53%	58.31%	96.07%	83.77%
偿债能力					
资产负债率	19.05%	7.53%	9.33%	7.86%	7.78%
净负债率	-73.20%	-72.57%	-82.50%	-84.12%	-85.30%
流动比率	4.83	13.26	10.21	12.47	12.65
速动比率	4.38	12.78	9.82	11.87	12.20
营运能力					
应收账款周转率	7.89	7.98	8.39	7.78	8.00
存货周转率	13.28	11.48	14.31	11.74	12.32
总资产周转率	1.35	0.56	0.48	0.46	0.46
每股指标(元)					
每股收益	2.79	1.75	1.91	2.14	2.50
每股经营现金流	3.54	1.91	2.96	0.99	2.36
每股净资产	6.39	12.79	14.70	16.85	19.35
估值比率					
市盈率	9.06	14.40	13.21	11.79	10.10
市净率	3.95	1.97	1.72	1.50	1.31
EV/EBITDA	0.00	7.80	5.95	6.11	3.09
EV/EBIT	0.00	8.43	6.61	7.13	3.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com