

电子

2025年03月24日

江化微 (603078)

—— Q4 业绩环比承压，期待镇江高端产能在半导体领域持续放量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025年03月21日

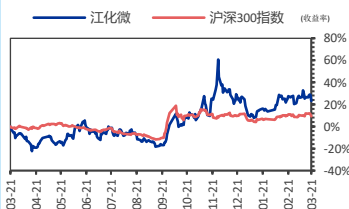
收盘价(元)	17.40
一年内最高/最低(元)	23.31/10.90
市净率	4.0
息率(分红/股价)	0.66
流通A股市值(百万元)	6,710
上证指数/深证成指	3,364.83/10,687.55

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年12月31日

每股净资产(元)	4.91
资产负债率%	27.98
总股本/流通A股(百万)	386/386
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《江化微(603078)点评：24Q2产品销量带动业绩稳健增长，新产能、新产品打开成长空间》2024/08/18

《江化微(603078)点评：价格下滑致业绩短期承压，静待新基地产能爬坡放量》2024/03/18

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

周超 A0230123090004
zhouchao@swsresearch.com

联系人

周超
(8621)23297818x
zhouchao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年报：**报告期内，公司实现营收 10.99 亿元 (YoY+7%)，实现归母净利润 0.99 亿元 (YoY-6%)，实现扣非归母净利润 0.92 亿元 (YoY-10%)。其中，24Q4 单季度实现营收 2.79 亿元 (YoY+8%，QoQ-7%)，实现归母净利润 0.12 亿元 (YoY+84%，QoQ-58%)，实现扣非归母净利润 0.07 亿元 (YoY+23%，QoQ-77%)，单季度业绩不及预期。24Q4 公司毛利率 23.68%，同、环比分别变化+1.12pct、-1.67pct，净利率 3.36%，同、环比分别变化+6.66pct、-4.91pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.6 元 (含税)，合计拟派发现金红利约为 2314 万元 (含税)，加上 2024 年中期已派发现金红利 1157 万元，公司 2024 年度派发现金红利为 3471 万元，本年度公司现金分红比例为 35.19%。
- **24Q4 公司产品量升价跌，叠加年底费用影响，导致业绩环比承压。**近年来，国内湿电子化学品行业内竞争日趋激烈，尤其在中低端市场，利润空间被大幅压缩。24 年消费电子、新能源汽车、智能家居等终端市场需求有所恢复，但价格端压力未减。根据公司披露经营数据，24 年公司超净高纯试剂销量 10.38 万吨 (YoY+0.43%)，实现营收 6.88 亿元 (YoY+3.33%)，均价 0.66 万元/吨 (YoY+2.89%)，毛利率 25.19%，同比-1.03pct；光刻胶配套试剂销量 3.46 万吨 (YoY+4.49%)，实现营收 3.81 亿元 (YoY+15.90%)，均价 1.10 万元/吨 (YoY+10.92%)，毛利率 26.39%，同比-0.97pct。其中，24Q4 单季度，公司超净高纯试剂销量 2.62 万吨 (QoQ+0.44%)，实现营收 1.75 亿元 (QoQ-4.26%)，均价 0.67 万元/吨 (QoQ-4.67%)；光刻胶配套试剂销量 0.89 万吨 (QoQ+8.34%)，实现营收 1.02 亿元 (QoQ-2.42%)，均价 1.14 万元/吨 (QoQ-9.94%)。
- **围绕三大基地强化公司竞争优势，眉山、镇江产能利用率逐步提升；持续推进半导体领域产品导入，营收增速远超面板、太阳能领域。**分基地看：江阴基地仍是公司主要业绩来源，24 年产能利用率 96.88% (设计产能 9 万吨/年)，实现营收 8.93 亿元；四川基地以平板、新能源锂电业务为主，主要面对京东方、惠科等在西部的客户，目前项目按计划实现产能爬升，24 年一期、二期项目产能利用率分别为 32.83% (设计产能 6 万吨/年)、42.39% (设计产能 2.7 万吨/年)，实现营收 2.04 亿元，实现净利润 1596 万元；镇江基地是公司后续运营重点，一期项目中 G5 等级盐酸、氨水稳步在半导体客户端导入，24 年产能利用率 34.11% (设计产能 5.8 万吨/年)，同时镇江二期项目 (设计产能 10 万吨/年) 持续建设中，净利润亏损 7418 万元，拖累了业绩表现。分行业看，24 年公司在半导体芯片领域实现营收 5.83 亿元 (YoY+16.8%)，毛利率 27.77%，同比-1.99pct；显示面板领域实现营收 4.31 亿元 (YoY+5.5%)，毛利率 25.76%，同比+0.04pct；太阳能电池领域实现营收 0.56 亿元 (YoY-36.5%)，毛利率 1.89%，同比-10.74pct。
- **投资分析意见：**考虑行业竞争激烈，产品盈利能力下滑，叠加新产能爬坡导入周期，假设：1) 销量：2025-2027 年超净高纯试剂销量增速均为 20%，光刻胶配套试剂销量增速均为 20%；2) 价格：虽然竞争加剧，但随着高端产品放量使得价格稳定，2025-2027 年超净高纯试剂均为 0.67 万元/吨，光刻胶配套试剂均为 1.1 万元/吨；3) 毛利率：产能负荷提升带动毛利率稳中有增，2025-2027 年超净高纯试剂毛利率分别为 25.5%、26%、26.5%，光刻胶配套试剂毛利率分别为 26.5%、27%、27.5%；下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.20、1.64 亿元 (原值为 2.09、2.91 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测 2.18 亿元，当前市值对应 PE 分别为 56、41、31X，根据 Wind 一致预期，同为电子材料的可比公司珂玛科技、南大光电 2025 年平均 PE 为 58X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 新产能释放及下游验证导入不及预期；2) 原材料价格大幅波动；3) 下游需求恢复不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,030	1,099	1,324	1,586	1,899
同比增长率 (%)	9.7	6.7	20.5	19.8	19.8
归母净利润 (百万元)	105	99	120	164	218
同比增长率 (%)	-0.5	-6.3	21.2	37.3	33.1
每股收益 (元/股)	0.27	0.26	0.31	0.43	0.57
毛利率 (%)	26.1	25.3	25.6	26.1	26.6
ROE (%)	6.4	5.2	6.0	7.8	9.7
市盈率	64	68	56	41	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,030	1,099	1,324	1,586	1,899
其中: 营业收入	1,030	1,099	1,324	1,586	1,899
减: 营业成本	762	821	986	1,172	1,394
减: 税金及附加	8	9	10	12	15
主营业务利润	260	269	328	402	490
减: 销售费用	17	21	24	27	30
减: 管理费用	103	109	119	135	152
减: 研发费用	60	59	65	70	75
减: 财务费用	-2	-5	9	12	13
经营性利润	82	85	111	158	220
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-6	-4	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-3	0	0	0
加: 投资收益及其他	10	10	10	11	11
营业利润	84	91	121	169	231
加: 营业外净收入	-1	-1	0	0	0
利润总额	82	91	121	169	231
减: 所得税	15	9	12	17	23
净利润	67	81	109	152	208
少数股东损益	-38	-17	-11	-12	-10
归属于母公司所有者的净利润	105	99	120	164	218

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。