阿 石 创（300706）\电子

业绩略低于预期，光伏靶材及复合铜箔前景广阔

事件：

2023年4月，阿石创发布2022年报和2023年一季报，公司2022年实现营业收入6.95亿元，同比增长13.84%，实现归母净利润0.14亿元，同比下降20.25%。2023年第一季度，公司实现营业收入2.09亿元，同比增长17.38%，实现归母净利润-0.03亿元，同比下降151.32%，业绩略低于预期。

➢ **一季度业绩略低于预期，盈利能力有望提升**

2022年公司综合毛利率14.24%，同比下降3.37pct。2022年Q1至Q4公司毛利率分别为13.72%/17.21%/10.93%/15.03%，全年净利率为2.34%，同比下降1.95pct。由于2023年Q1下游消费电子未完全恢复，2023年Q1公司毛利率为10.42%，Q1净利率为-1.12%。随着2023年HJT电池产能不断释放和消费电子复苏，公司靶材和蒸镀材料业务有望实现增长。

➢ **光伏靶材应用前景广阔**

阿石创2013年进入苹果供应链，累计服务客户超400家，核心客户包括京东方、福耀玻璃、信义光能、舜宇光学。不仅如此，公司靶材研发体系完善，自主研发200多款高端镀膜材料，2015年高纯钼靶导入一线面板厂，2017年ITO量产，整体按照光学、玻璃镀膜、面板、半导体的由低端至高端的路径发展。公司产品如TiO2、ITO、AZO、NiO等各类单质或者氧化物靶材可以应用于异质结、钙钛矿电池的TCO层、电子传输层、空穴传输层，光伏靶材应用前景广阔。

➢ **PVD设备经验丰富，复合铜箔加速验证**

2022年10月27日，阿石创与东威科技、腾胜科技正式签署复合铜箔设备装备协议，将开始正式生产锂电池集流体复合箔（含铜箔、铝箔），其以PET（PP）等高分子材料为基材，通过PVD工艺及电镀工艺，上下两面沉淀金属薄膜制成复合薄膜。复合薄膜较现有电解或压延工艺具有低成本、高燃烧安全性、高能量密度等优点，未来有望助力锂电池进一步降本。在真空设备方面，公司与爱发科、AKT等国内外顶尖PVD设备厂商保持紧密合作关系，有望在复合铜箔研发过程中占据优势。

➢ **盈利预测、估值与评级**

公司未来有望持续受益于光伏靶材和 PET 铜箔大规模应用，我们预计公司 2023-25 年收入分别为 8.8/12.5/16.3 亿元（23-24 年原值为 10.5/15.8 亿元），对应增速分别为 27.0%/42.0%/30.3%，归母净利润分别为 0.32/0.79/1.29 亿元（23-24 年原值为 0.69/1.10 亿元），对应增速分别 127.5%/147.3%/62.5%，三年 CAGR 为 110.5%，EPS 分别为 0.21/0.52/0.84 元/股，对应 PE 分别为 118.5/47.9/29.5 倍。鉴于公司靶材和复合铜箔增长潜力较大，给予公司 24 年 PE 为 60 倍，对应目标价 31.20 元，维持“买入”评级。

风险提示：光伏靶材验证不及预期、靶材毛利率波动、技术发展不及预期

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	610.37	694.83	882.26	1,253.01	1,632.40
增长率（%）	72.43%	13.84%	26.98%	42.02%	30.28%
EBITDA（百万元）	86.44	80.11	118.36	199.50	285.94
归母净利润（百万元）	17.66	14.08	32.04	79.25	128.82
增长率（%）	201.14%	-20.25%	127.51%	147.34%	62.54%
EPS（元/股）	0.12	0.09	0.21	0.52	0.84
市盈率（P/E）	214.9	269.5	118.45	47.89	29.46
市净率（P/B）	5.1	5.1	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	50.9	48.7	35.5	21.6	15.3

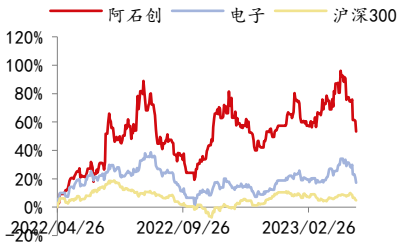
数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

投资评级：	
行　　业：	半导体
投资建议：	买入 （维持评级）
当前价格：	24.83 元
目标价格：	31.20 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	153/111
流通 A 股市值（百万元）	2,761
每股净资产（元）	4.85
资产负债率（%）	46.43
一年内最高/最低（元）	32.50/15.75

股价相对走势



分析师：贺朝晖
执业证书编号：S0590521100002
邮箱：hezh@glsc.com.cn
分析师：熊军
执业证书编号：S0590522040001
邮箱：xiongjun@glsc.com.cn

相关报告

1、《阿石创：光伏靶材及复合铜箔开创新时代》2022.11.15

2、《阿石创：业绩符合预期，HJT 靶材及复合铜箔注入新动能》2022.10.30

3、《HJT 深度系列之一：光伏靶材崛起在即》2022.10.09

请务必阅读报告末页的重要声明

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	197.3	183.0	88.2	125.3	163.2
应收账款+票据	153.3	137.5	170.8	242.6	316.0
预付账款	2.0	14.2	9.2	13.0	17.0
存货	260.4	344.5	433.4	590.4	751.7
其他	47.8	44.0	55.4	78.7	102.6
流动资产合计	**660.8**	**723.2**	**757.0**	**1,050.0**	**1,350.5**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	455.4	586.8	569.0	549.8	510.0
在建工程	43.2	41.3	20.6	0.0	0.0
无形资产	35.5	44.4	37.0	29.6	22.2
其他非流动资产	68.6	26.4	26.4	26.4	26.4
非流动资产合计	**602.8**	**698.9**	**653.0**	**605.8**	**558.7**
资产总计	**1,263.5**	**1,422.1**	**1,410.0**	**1,655.9**	**1,909.2**
短期借款	241.5	440.7	356.5	455.9	501.5
应付账款+票据	81.3	75.6	93.2	127.0	161.7
其他	58.0	53.6	81.5	110.7	140.3
流动负债合计	**380.8**	**569.8**	**531.3**	**693.6**	**803.5**
长期带息负债	70.4	34.1	22.6	11.9	2.2
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	10.9	56.2	56.2	56.2	56.2
非流动负债合计	**81.3**	**90.4**	**78.9**	**68.1**	**58.4**
负债合计	**462.1**	**660.2**	**610.1**	**761.7**	**861.9**
少数股东权益	57.4	20.5	29.7	52.6	89.8
股本	152.9	152.9	152.9	152.9	152.9
资本公积	443.0	428.1	428.1	428.1	428.1
留存收益	148.3	160.4	189.3	260.6	376.5
股东权益合计	**801.5**	**761.8**	**799.9**	**894.1**	**1,047.2**
负债和股东权益总计	**1,263.5**	**1,422.1**	**1,410.0**	**1,655.9**	**1,909.2**

现金流量表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	26.2	16.3	41.3	102.1	166.0
折旧摊销	40.3	47.2	45.9	47.2	47.2
财务费用	21.2	11.5	18.2	18.1	20.7
存货减少	-70.5	-84.1	-88.9	-157.0	-161.3
营运资金变动	-50.7	-83.6	-83.1	-192.9	-198.2
其它	64.3	83.8	90.7	158.8	163.1
经营活动现金流	**30.6**	**-8.9**	**24.1**	**-23.7**	**37.4**
资本支出	-110.0	-44.9	0.0	0.0	0.0
长期投资	-26.5	-55.0	0.0	0.0	0.0
其他	1.2	-44.3	-1.8	-1.8	-1.8
投资活动现金流	**-135.4**	**-144.2**	**-1.8**	**-1.8**	**-1.8**
债权融资	-77.8	162.9	-95.6	88.6	35.8
股权融资	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	258.1	-80.0	-21.4	-26.1	-33.5
筹资活动现金流	192.1	82.9	-117.1	62.6	2.3
现金净增加额	**86.3**	**-70.3**	**-94.8**	**37.1**	**37.9**

利润表

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	**610.4**	**694.8**	**882.3**	**1,253.0**	**1,632.4**
营业成本	502.9	595.9	732.6	997.9	1,270.6
税金及附加	2.2	2.8	3.4	4.8	6.3
营业费用	11.6	10.9	11.5	15.0	18.0
管理费用	58.5	61.1	69.7	90.2	106.1
财务费用	21.2	11.5	18.2	18.1	20.7
资产减值损失	-0.2	0.9	-0.4	-0.6	-0.8
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.7	-0.7	0.0	0.0	0.0
其他	10.2	8.7	8.0	8.1	8.3
营业利润	**24.7**	**21.4**	**54.4**	**134.4**	**218.3**
营业外净收益	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
利润总额	**25.0**	**21.4**	**54.3**	**134.2**	**218.1**
所得税	-1.2	5.1	13.0	32.1	52.1
净利润	**26.2**	**16.3**	**41.3**	**102.1**	**166.0**
少数股东损益	8.5	2.2	9.2	22.9	37.2
归属于母公司净利润	**17.7**	**14.1**	**32.0**	**79.3**	**128.8**

财务比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	72.43%	13.84%	26.98%	42.02%	30.28%
EBIT	97.59%	-28.68%	120.21%	110.12%	56.75%
EBITDA	67.43%	-7.33%	47.75%	68.55%	43.33%
归母净利润	201.14%	-20.25%	127.51%	147.34%	62.54%
获利能力					
毛利率	17.61%	14.24%	16.97%	20.36%	22.16%
净利率	4.29%	2.34%	4.68%	8.15%	10.17%
ROE	2.37%	1.90%	4.16%	9.42%	13.45%
ROIC	5.73%	2.56%	4.92%	9.84%	13.35%
偿债能力					
资产负债	36.57%	46.43%	43.27%	46.00%	45.15%
流动比率	1.7	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力					
应收账款周转率	4.1	5.3	5.3	5.3	5.3
存货周转率	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.1	0.1	0.2	0.5	0.8
每股经营现金流	0.2	(0.1)	0.2	(0.2)	0.2
每股净资产	4.9	4.9	5.0	5.5	6.3
估值比率					
市盈率	214.9	269.5	118.5	47.9	29.5
市净率	5.1	5.1	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	50.9	48.7	35.5	21.6	15.3
EV/EBIT	95.3	118.4	58.0	28.3	18.4

数据来源：公司公告，iFinD，国联证券研究所预测，股价取 2023 年 4 月 25 日收盘价

本报告仅供 ybjiesuo@eastmoney.com 邮箱所有人使用，未经授权，不得外传。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

本报告仅供邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。 ybjreshou@eastmoney.com

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层
电话：021-38991500
传真：021-38571373

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层
电话：010-64285217
传真：010-64285805

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层
电话：0755-82775695