

# 江化微 (603078.SH)

## 业绩高增长，半导体湿电子化学品放量在即

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	792	939	1,216	1,499	1,734
增长率 yoy (%)	40.5	18.6	29.5	23.3	15.6
归母净利润 (百万元)	57	106	165	216	251
增长率 yoy (%)	-2.9	87.2	56.1	31.0	15.9
ROE (%)	4.9	4.9	7.8	9.4	9.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.19	0.36	0.56	0.73	0.84
P/E (倍)	133.6	71.4	45.7	34.9	30.1
P/B (倍)	6.5	4.6	4.2	3.8	3.5

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 12 日收盘价

**事件:** 公司 4 月 9 日发布 2022 年度报告, 2022 年全年公司实现营收 9.39 亿元, 同比增长 18.56%; 实现归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 87.19%; 实现扣非净利润 1.00 亿元, 同比增长 87.62%。分季度看, 公司 2022 年 Q4 实现营收 2.44 亿元, 同比下降 3.32%, 环比增长 8.61%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比下降 16.60%, 环比增长 17.85%; 实现扣非归母净利润 0.22 亿元, 同比下降 15.80%, 环比增长 12.81%。

**半导体下游需求持续提升, 业绩实现高增长:** 2022 年全年, 公司营业收入较 2021 年度增长 1.47 亿元, 归母净利润较 2021 年度增长 0.49 亿元。2022 年公司净利润实现高增长, 主要原因系: 一是下游半导体芯片及其封装客户产能持续拉升, 公司销售收入取得较大增长; 二是公司新增产能逐步释放, 带来相应销售收入增加。2022 年公司综合毛利率为 27.75%, 同比提升 5.60pct; 净利率为 9.64%, 同比提升 2.58pct, 盈利能力明显提升。费用方面, 2022 年全年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.46%/9.33%/4.95%/1.35%, 同比变动分别为 0.04/2.39/0.38/0.79pct。2022 年公司费用变动原因系公司销售量增长及研发投入增加。

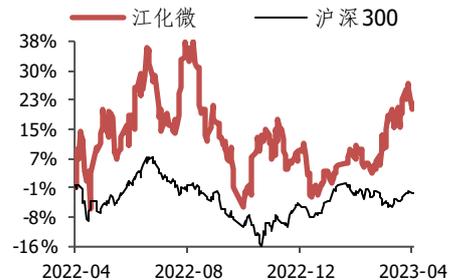
**主营业务毛利明显提升, 产能释放打开成长空间:** 公司专注于高端电子化工新材料行业, 主要业务包括超净高纯试剂业务和光刻胶配套试剂业务两个板块。2022 年, 公司超净高纯试剂产品实现收入 6.28 亿元, 同比增长 27.36%, 毛利率 28.52%, 同比增加 5.76pct; 光刻胶配套试剂业务实现收入 2.93 亿元, 同比增长 5.11%, 毛利率 26.57%, 同比增加 4.10pct。同时, 新增产能逐步释放: (1) “年产 6 万吨超高纯湿电子化学品项目及年产 3 万吨超高纯湿电子化学品、副产 0.2 万吨工业级化学品再生利用项目” 定位于服务川渝、西安地区的平板显示及半导体用化学品生产基地, 一期项目 “年产 6 万吨超高纯湿电子化学品项目” 已于 2021 年 12 月验收投入生产, 2022 年第一季度正式运营生产, 并在第四季度实现盈利; (2) “年产 22.8 万吨超高纯湿电子化学品、副产 0.7 万吨工业级化学品及再生项目一期工程” 定位于高端湿电子化学品生产基地, 产品等级定位于 G5 等级, 主要为国内 12 英寸高端半

### 增持 (首次评级)

#### 股票信息

行业	基础化工
2023 年 4 月 12 日收盘价 (元)	25.45
总市值 (百万元)	7,549.59
流通市值 (百万元)	6,483.74
总股本 (百万股)	296.64
流通股本 (百万股)	254.76
近 3 月日均成交额 (百万元)	229.13

#### 股价走势



#### 作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

#### 相关研究

导体厂家配套，一期项目主要产线已于 2022 年 5 月验收，并开始形成规模产能。公司两大新基地团队打造初步成形，形成了江化微三大基地协调运作的模式。公司拓宽了高端半导体赛道，随着产能规模的逐步扩张，将进一步打开业绩成长空间。

**湿电子化学品需求向好，国产替代空间较大：**随着半导体国产化进程加速、显示面板产能向大陆地区转移等影响，中国集成电路、显示面板行业快速发展，同时市场对下游国产湿电子化学品的需求也得到了较大提升。公司是国内领先的湿电子化学品生产企业，具备同时为 4.5 代线、5 代线、5.5 代线、6 代线、8.5 代线、10.5 代线平板显示生产线规模化供应湿电子化学品的能力和经验，公司在高世代线平板显示领域湿电子化学品的竞争中成功开发了水系正胶剥离液、钛-铝-钛蚀刻液、过氧化氢清洗剂、高端金属膜蚀刻液等产品；公司 G3 等级硫酸、过氧化氢、异丙醇、低张力二氧化硅蚀刻液、钛蚀刻液成功进入国内 6 寸晶圆、8 寸先进封装凸块芯片生产线，实现进口替代。随着公司募投项目的实施，G4 产品实现量产，公司在上述领域取得了先发优势，为公司带来一定的价格优势和更多业务机会。随着镇江江化微 G5 等级硫酸、氨水产能逐步释放，公司产品将切入逻辑芯片和存储芯片客户，实现高等级湿电子化学品国产化替代。

**首次覆盖，给予“增持”评级：**公司主营业务为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂等湿电子化学品的研发、生产和销售，是国内湿电子化学品行业的领先企业之一。公司产品线较为丰富，目前有数十种湿电子化学品，产品能够广泛的应用到平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多个电子领域，同时能在清洗、光刻、蚀刻等多个关键技术工艺环节中应用。受益于国产湿电子化学品和新型平板显示需求增长，随着镇江江化微和四川江化微两大基地新增湿电子化学品产能释放，公司业绩有望更上新台阶。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.65 亿元、2.16 亿元、2.51 亿元，EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.84 元，PE 分别为 46X、35X、30X。

**风险提示：**新增产能不及预期、下游需求不及预期、原材料价格波动风险、市场竞争加剧。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	774	1470	1461	1779	2042
现金	293	999	1293	1594	1844
应收票据及应收账款	321	320	0	0	0
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	5	6	8	9	10
存货	50	68	83	98	110
其他流动资产	105	77	77	77	77
<b>非流动资产</b>	1475	1414	1693	1980	2190
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	453	1135	1279	1441	1577
无形资产	84	86	86	85	85
其他非流动资产	938	194	327	454	528
<b>资产总计</b>	2248	2884	3153	3759	4232
<b>流动负债</b>	679	438	582	1032	1348
短期借款	235	70	482	917	1224
应付票据及应付账款	375	211	0	0	0
其他流动负债	69	157	100	114	124
<b>非流动负债</b>	416	595	585	575	535
长期借款	393	274	264	254	214
其他非流动负债	23	321	321	321	321
<b>负债合计</b>	1095	1033	1167	1607	1883
少数股东权益	-2	212	203	190	172
股本	196	297	386	386	386
资本公积	516	811	722	722	722
留存收益	443	531	642	790	960
归属母公司股东权益	1155	1639	1783	1963	2177
<b>负债和股东权益</b>	2248	2884	3153	3759	4232

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-49	122	347	324	394
净利润	56	90	156	203	233
折旧摊销	37	84	107	130	154
财务费用	4	13	-8	9	22
投资损失	-2	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-155	-63	89	-23	-20
其他经营现金流	11	-1	4	6	7
<b>投资活动现金流</b>	-316	-27	-385	-416	-363
资本支出	230	216	386	417	364
长期投资	-90	90	0	0	0
其他投资现金流	3	99	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	132	682	-80	-42	-89
短期借款	60	-165	412	435	307
长期借款	79	-118	-10	-10	-40
普通股增加	45	101	89	0	0
资本公积增加	-45	295	-89	0	0
其他筹资现金流	-6	570	-481	-467	-355
<b>现金净增加额</b>	-233	777	-117	-134	-57

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	792	939	1216	1499	1734
营业成本	617	679	864	1037	1196
营业税金及附加	5	8	8	10	12
销售费用	11	14	19	22	26
管理费用	55	88	100	128	139
研发费用	36	47	61	72	85
财务费用	4	13	-8	9	22
资产和信用减值损失	-5	-4	-4	-6	-7
其他收益	3	8	6	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	1	1
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	64	97	174	223	254
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	62	95	172	221	252
所得税	6	5	16	17	19
<b>净利润</b>	56	90	156	203	233
少数股东损益	-1	-15	-9	-13	-18
<b>归属母公司净利润</b>	57	106	165	216	251
EBITDA	103	192	272	359	428
EPS (元/股)	0.19	0.36	0.56	0.73	0.84

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	40.5	18.6	29.5	23.3	15.6
营业利润 (%)	-4.7	50.3	79.6	28.2	13.8
归属母公司净利润 (%)	-2.9	87.2	56.1	31.0	15.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	22.2	27.8	28.9	30.8	31.0
净利率 (%)	7.1	9.6	12.8	13.6	13.4
ROE (%)	4.9	4.9	7.8	9.4	9.9
ROIC (%)	3.2	4.2	5.1	6.0	6.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	48.7	35.8	37.0	42.7	44.5
净负债比率 (%)	34.4	-11.4	-8.1	-1.1	0.2
流动比率	1.1	3.4	2.5	1.7	1.5
速动比率	1.1	3.2	2.3	1.6	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.2	3.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	2.8	8.9	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.36	0.56	0.73	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.17	0.41	1.17	1.09	1.33
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	5.52	6.01	6.62	7.34
<b>估值比率</b>					
P/E	133.6	71.4	45.7	34.9	30.1
P/B	6.5	4.6	4.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	98.3	51.0	36.3	27.8	23.4

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 12 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686