

江丰电子（300666.SZ）/电
子

证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 7 日

评级：买入（维持）

市场价格：81.17 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

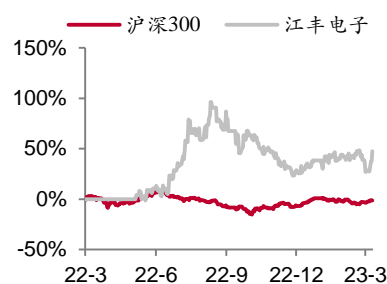
分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	266
流通股本(百万股)	176
市价(元)	81.17
市值(百万元)	21,564
流通市值(百万元)	14,264

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《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	3,124	4,483	6,075
增长率 yoy%	37%	46%	34%	43%	36%
净利润(百万元)	107	265	376	558	788
增长率 yoy%	-28%	149%	42%	48%	41%
每股收益(元)	0.40	1.00	1.41	2.10	2.96
每股现金流量	0.39	0.06	2.13	3.14	-0.28
净资产收益率	7%	7%	9%	12%	15%
P/E	202.2	81.3	57.4	38.7	27.4
P/B	14.8	5.4	5.0	4.5	3.9

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄；股价日期为 2023/4/6

投资要点
22 年盈利能力明显改善，考虑各项费用端影响，业绩快速稳定增长。

1) 2022：营收 23.2 亿元，同比+46%，归母净利润 2.7 亿元，同比+149%，扣非 2.2 亿元，同比+187%。毛利率 29.93%，同比+4.4pcts，净利率 10.21%，同比+4.0pcts；

2) 22Q4：营收 6.4 亿元，同比+36%，环比+7%，归母净利润 0.42 亿元，同比+269%，环比-38%，扣非 0.32 亿元，同比+341%，环比-56%。毛利率 28.93%，同比+6.7pcts，环比-0.5pct，净利率 4.08%，同比+1.9pcts，环比-6.2pcts

22 年非经常性损益 47 百万元，较 21 年增加 17 百万元，其中非流动性资产处置 54 百万元，较 21 年增加 54 百万元，政府补助 27 百万元，较 21 年减少约 14 百万元，公允价值损失-21 百万，主要是间接持有中芯国际所致。另外公司投资收益 41 百万元，主要是因转让联营企业创润新材部分股权；资产减值-27 百万，主要是计提存货减值；股份支付费用 62 百万；转债赎回，支付 2.6 百万。

靶材：积极进行原材料国产替代，全球份额不断扩大。2022 年靶材收入 16 亿元，同比+36%，毛利率 30%，同比+3.3pct。半导体靶材大陆龙头，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。全球半导体靶材市场 15 亿+美金，海外寡头垄断，C R4 高达 80%，公司市占率约 10%，成长空间广阔。

半导体零部件：超十倍成长空间，加速放量。22 年零部件收入 3.6 亿元，同比+95%，毛利率 24%，同比-0.2pct。公司产品包括设备制造零部件和工艺消耗零部件，包括 PV D/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 年全球半导体零部件 300 亿美金，市场被美日垄断，国产化率极低，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。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。此前预计 23/24 年 4.2/6.3 亿元，考虑半导体处于下行周期、缩减资本开支，调整 23/24/25 年利润为 3.8/5.6/7.9 亿元，PE 估值 57/39/27 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

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,315	1,786	2,685	2,603
应收票据	0	0	0	0
应收账款	442	547	753	1,007
预付账款	20	30	44	59
存货	1,060	1,085	909	1,860
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	86	59	84	114
流动资产合计	2,923	3,508	4,475	5,644
其他长期投资	28	28	28	28
长期股权投资	225	225	225	225
固定资产	841	747	664	591
在建工程	335	335	335	335
无形资产	393	479	573	695
其他非流动资产	340	348	358	370
非流动资产合计	2,162	2,162	2,183	2,244
资产合计	5,085	5,670	6,658	7,888
短期借款	152	97	226	335
应付票据	0	4	1	2
应付账款	420	608	889	1,204
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1	56	81	109
其他应付款	102	102	102	102
一年内到期的非流动负债	34	34	34	34
其他流动负债	83	104	121	154
流动负债合计	793	1,006	1,455	1,941
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	1,404	1,946	2,524
归属母公司所有者权益	4,003	4,323	4,828	5,562
少数股东权益	-17	-57	-115	-198
所有者权益合计	3,986	4,266	4,712	5,364
负债和股东权益	5,085	5,670	6,658	7,888

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	567	835	-75
现金收益	349	454	606	826
存货影响	-471	-26	177	-952
经营性应收影响	-64	-56	-165	-219
经营性应付影响	235	192	279	315
其他影响	-32	2	-61	-45
投资活动现金流	-853	-106	-142	-180
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	30	13	14
融资活动现金流	1,633	10	206	173
借款增加	-562	37	222	201
股利及利息支付	-54	-144	-169	-267
股东融资	1,947	0	0	0
其他影响	302	117	153	239

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,324	3,124	4,483	6,075
营业成本	1,628	2,027	2,935	3,934
税金及附加	10	18	27	33
销售费用	77	159	233	316
管理费用	190	269	332	456
研发费用	124	241	341	462
财务费用	7	-26	-37	-25
信用减值损失	-5	-15	-15	-15
资产减值损失	-27	-60	-55	-50
公允价值变动收益	-21	29	9	6
投资收益	41	10	13	21
其他收益	26	26	26	26
营业利润	302	426	630	888
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	297	421	625	883
所得税	60	85	126	178
净利润	237	336	499	705
少数股东损益	-28	-39	-59	-83
归属母公司净利润	265	375	558	788
NOPLAT	243	315	470	685
EPS (按最新股本摊薄)	1.00	1.41	2.10	2.96

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%	34.4%	43.5%	35.5%
EBIT增长率	103.7%	29.7%	49.0%	45.9%
归母公司净利润增长率	148.7%	41.7%	48.4%	41.2%
获利能力				
毛利率	29.9%	35.1%	34.5%	35.3%
净利率	10.2%	10.8%	11.1%	11.6%
ROE	6.7%	8.8%	11.8%	14.7%
ROIC	7.9%	9.4%	12.0%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	21.6%	24.8%	29.2%	32.0%
债务权益比	12.4%	12.4%	15.9%	17.8%
流动比率	3.7	3.5	3.1	2.9
速动比率	2.4	2.4	2.5	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	62	57	52	52
应付账款周转天数	78	91	92	96
存货周转天数	182	190	122	127
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.41	2.10	2.96
每股经营现金流	0.05	1.66	2.44	-0.22
每股净资产	11.70	12.64	14.11	16.26
估值比率				
P/E	81	57	39	27
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	203	154	113	82

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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。