

2025 年 04 月 29 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

三祥新材（603663）

2024 年报&2025Q1 点评：传统铅基产品承压，关注新业务进展

业绩概要：2024 年公司实现营业收入 10.54 亿元（同比-2.41%），归母净利润 7576 万元（同比-4.38%），扣非后归母净利润为 7281 万元（同比-7.25%），对应 EPS 为 0.18 元，报告期内公司计提了 5576 万元的资产减值损失，绝大部分来自存货跌价损失。2025Q1 公司实现营业收入 2.31 亿元（同比-9.75%，环比+13.24%），扣非后归母净利润 1140 万元（同比-19.04%，环比+181%）。

需求平淡，铅系列产品盈利性承压：2024 年由于国内外宏观经济下行压力影响，下游化工设备等领域需求表现较为平淡，竞争加剧导致供求关系有所恶化，同时叠加上游原材料进口价格维持高位，对公司整体铅系制品价格和盈利性造成压制。虽然全年铅系列产品销售量实现同比 26.4% 的增长，但整体营收同比基本持平，毛利率为 26.38%（-4.73pcts）。尽管面临外部环境带来的较大经营压力，但公司在一些细分领域依然取得了一定进步。海绵铅方面，子公司辽宁华铅目前拥有年产 5000 吨生产能力，全年销量突破 2800 吨，市占率超过 50%，同时在现有部分生产线基础上对设备进行改造，形成 1300 吨核级海绵铅生产项目，同期核级铅开发成功，产品质量获得下游客户认可，2025 年该项目将建成投产，预计将成为公司新的利润增长点；氧氯化铅方面，传统涂料等下游需求表现疲软，因此公司也针对性的对辽宁华祥二期年产 4 万吨氧氯化铅项目进行了调整，暂缓项目推进，并优化前期投入（铅铅分离），后续公司将专注高端应用领域和固态电池电解质领域；

关注镁铝合金业务进程：公司参股公司宁德汇智镁铝科技（原名宁德文达镁铝）目前正积极开发大型一体化压铸产品，向新能源车及储能等领域下游客户提供铝镁合金电池 PACK 结构件，公司将充分发挥企业在材料端的研发和产能优势、宁德当地丰富的新能源汽车产业链资源优势，积极拓展市场。此外镁铝合金轻量化产品在建筑、船舶等领域也有望迎来较好的发展机遇；

投资评级

增持

下调评级

2025 年 04 月 28 日

收盘价(元):

22.15

公司基本数据

总股本(百万股)	423.94
总市值(百万)	9,390.32
流通股本(百万股)	423.30
流通市值(百万)	9,376.09
12 月最高/最低价(元)	30.73/12.35
资产负债率(%)	31.87
每股净资产(元)	3.09
市盈率(TTM)	134.16
市净率(PB)	7.16
净资产收益率(%)	1.03

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

关注锆钨分离和固态电池进展：针对市场对于战略级高纯金属钨产品的需求，公司基于现有产业链布局，已立项开展新型锆钨分离技术的开发，目前处于工艺小试开发验证阶段，并与南京佑天达成战略合作，积极布局核级海绵锆市场。在固态电池领域，钨基材料因适用于氧化物、卤化物、硫化物等固态电解质，其需求有望随固态电池的发展而日益提升，三祥新材作为国内钨基材料的领军生产企业，具有较大的规模优势、技术优势和产业链协同优势。公司前驱体材料钨基氯化物，在卤化物固态电解质中已得到验证，具备一定的产能规模优势。目前公司已向清陶能源等固态电池头部企业供货，性能达到行业领先水平，随着固态电解质各个技术路线的发展，具备较大发展潜力；

投资建议：受宏观经济环境影响，传统钨系列产品承压下行，但随着锆钨分离和固态电池等新的应用方向的延伸，以及镁铝合金新业务的推进，公司业绩有望重拾增长趋势。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 13.3/16.6/20.7 亿元，同比增长 26.4%/24.5%/24.9%，实现归母净利润分别为 1.4/1.9/2.7 亿元，同比增长 81%/40%/38%，对应 PE 68X/49X/35X。给予“增持”评级。

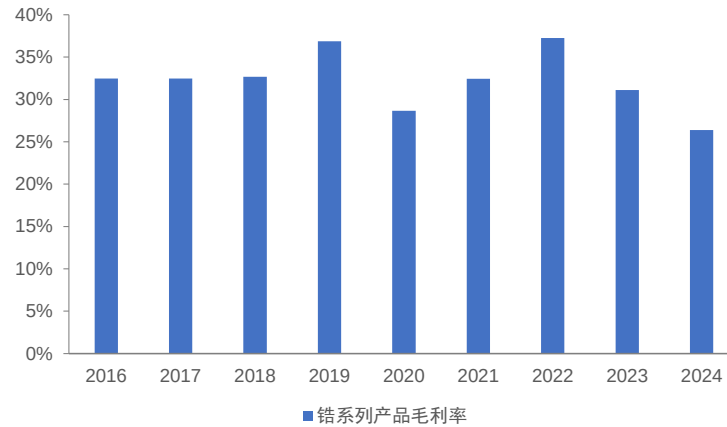
风险提示：需求拓展不及预期、产能爬坡不及预期、宏观经济影响等。

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,080	1,054	1,332	1,658	2,072
增速（%）	11.07%	-2.41%	26.41%	24.45%	24.94%
归属于母公司净利润	79	76	138	193	265
增速（%）	-47.48%	-4.38%	81.61%	40.01%	37.62%
每股收益（元）	0.19	0.18	0.32	0.45	0.63
市盈率（倍）	118.52	123.94	68.24	48.74	35.42

来源：iFinD，中航证券研究所

图1 铅产品毛利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 单季度财务数据

	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
营业收入(百万元)	231	204	243	351	256	238	247	297
营业成本(百万元)	181	167	185	247	192	186	189	201
销售费用率	1.5%	1.5%	1.4%	0.9%	1.1%	1.3%	1.2%	0.9%
管理费用率	7.9%	7.1%	7.1%	5.4%	6.6%	6.2%	6.8%	5.7%
财务费用率	1.0%	0.8%	1.3%	1.4%	1.1%	0.6%	1.9%	0.2%
研发费用率	3.4%	3.8%	4.5%	3.6%	4.3%	5.3%	4.5%	5.3%
资产减值损失(百万元)	-8.2	-25.7	-12.8	-12.3	-4.6	-23.3	-19.7	-4.7
利润总额(百万元)	11.3	-15.6	9.2	53.9	26.2	-9.7	-3.9	50.4
所得税费用(百万元)	0.6	-3.4	-1.0	6.8	3.7	3.9	-3.6	1.2
净利润(百万元)	10.7	-12.2	10.2	47.1	22.5	-13.6	-0.4	49.1
EPS	0.03	0.00	0.03	0.10	0.05	-0.01	0.01	0.14
毛利率	21.8%	17.9%	23.8%	29.6%	24.8%	21.7%	23.6%	32.3%
期间费用率	13.8%	13.2%	14.3%	11.2%	13.1%	13.5%	14.5%	12.1%
所得税率	4.9%	22.0%	-10.7%	12.6%	14.0%	-39.8%	90.8%	2.4%
净利润率	4.6%	-6.0%	4.2%	13.4%	8.8%	-5.7%	-0.1%	16.5%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	72.68	64.37	73.11	133.22	165.80	207.15	营业收入	972.31	1079.90	1053.90	1332.23	1657.96	2071.52
应收票据及账款	290.68	413.29	400.27	419.74	476.95	539.16	营业成本	640.33	782.89	792.19	983.44	1208.42	1491.13
预付账款	11.15	11.17	5.80	18.25	22.71	28.38	税金及附加	10.11	11.33	10.83	14.65	18.24	22.79
其他应收款	1.38	0.81	2.13	1.82	2.27	2.84	销售费用	15.13	12.05	12.30	14.65	18.24	22.79
存货	297.13	304.84	273.55	404.15	463.50	531.09	管理费用	55.50	65.13	67.63	79.93	99.48	124.29
其他流动资产	37.21	7.40	11.01	38.22	41.45	45.56	研发费用	47.15	54.37	42.23	53.29	66.32	82.86
流动资产总计	710.22	801.87	765.87	1015.41	1172.69	1354.18	财务费用	4.88	7.23	12.61	14.46	14.39	10.21
长期股权投资	99.28	122.35	134.09	129.09	126.39	126.39	资产减值损失	-7.80	-56.15	-55.37	-13.32	-16.58	-20.72
固定资产	553.32	742.40	816.01	790.24	786.36	765.32	信用减值损失	-0.31	-1.93	-0.39	-0.13	-0.17	-0.21
在建工程	239.46	117.32	97.29	121.08	94.86	78.65	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	114.47	110.53	106.58	109.65	121.06	117.46	投资收益	-11.67	-9.55	-0.65	-2.00	2.30	5.00
长期待摊费用	1.27	2.34	3.35	1.68	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	88.37	121.70	125.27	132.51	120.51	122.51	资产处置收益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
非流动资产合计	1096.17	1216.65	1282.60	1284.24	1249.17	1210.32	其他收益	4.31	4.88	16.04	8.41	9.78	11.41
资产总计	1806.39	2018.53	2048.47	2299.65	2421.86	2564.49	营业利润	183.80	84.15	75.74	164.76	228.22	312.94
短期借款	105.98	213.48	289.10	369.47	299.40	191.18	营业外收入	9.39	0.15	0.27	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	199.48	306.83	254.92	282.91	314.52	347.25	营业外支出	6.47	3.69	2.35	3.90	3.00	3.00
其他流动负债	125.53	99.17	103.12	156.66	192.84	238.37	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	430.98	619.48	647.14	809.05	806.76	776.80	利润总额	186.71	80.60	73.66	160.86	225.22	309.94
长期借款	57.36	35.12	11.22	9.16	5.76	2.36	所得税	19.98	7.44	6.03	14.48	20.27	27.89
其他非流动负债	19.31	20.57	18.92	18.92	18.92	18.92	净利润	166.73	73.16	67.63	146.38	204.95	282.05
非流动负债合计	76.68	55.69	30.14	28.08	24.68	21.28	少数股东损益	15.86	-6.07	-8.13	8.78	12.30	16.92
负债合计	507.66	675.17	677.28	837.13	831.44	798.08	归属母公司股东净	150.87	79.23	75.76	137.60	192.65	265.13
股本	302.27	423.91	423.46	423.46	423.46	423.46	EBITDA	236.36	141.52	154.51	280.91	359.97	451.01
资本公积	356.58	242.24	236.21	236.21	236.21	236.21	NOPLAT	168.42	83.27	81.29	163.44	221.04	294.34
留存收益	549.41	592.43	636.55	719.11	834.70	993.78	EPS (元)	0.36	0.19	0.18	0.32	0.45	0.63
归属母公司权益	1208.26	1258.58	1296.22	1378.78	1494.37	1653.45	主要财务比率						
少数股东权益	90.48	84.77	74.96	83.75	96.04	112.97	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	1298.74	1343.35	1371.19	1462.53	1590.41	1766.41	成长能力						
负债和股东权益合计	1806.39	2018.53	2048.47	2299.65	2421.86	2564.49	营收增长率	23.20%	11.07%	-2.41%	26.41%	24.45%	24.94%
现金流量表							营收增长率	40.24%	-54.22%	-9.99%	117.53%	38.52%	37.12%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	43.73%	-54.16%	-1.78%	103.21%	36.67%	33.62%
税后经营利润	166.73	73.16	67.63	144.09	196.69	269.84	EBITDA增长率	32.31%	-40.13%	9.18%	81.81%	28.14%	25.29%
折旧与摊销	44.77	53.69	68.24	105.60	120.37	130.86	归母净利润增长率	50.14%	-47.48%	-4.38%	81.61%	40.01%	37.62%
财务费用	4.88	7.23	12.61	14.46	14.39	10.21	经营现金流增长率	-32.86%	-35.93%	-11.14%	159.58%	51.43%	27.06%
投资损失	11.67	9.55	0.65	2.00	-2.30	-5.00	盈利能力						
营运资金变动	-105.81	-110.54	-121.52	-82.89	-56.91	-61.88	毛利率	34.14%	27.50%	24.83%	26.18%	27.11%	28.02%
其他经营现金流	3.47	47.45	43.95	2.51	9.08	13.41	净利率	17.15%	6.78%	6.42%	10.99%	12.36%	13.62%
经营性现金净流量	125.71	80.54	71.56	185.77	281.31	357.45	营业利润率	18.90%	7.79%	7.19%	12.37%	13.76%	15.11%
资本支出	143.00	93.04	80.96	130.00	90.00	90.00	ROE	12.49%	6.30%	5.85%	9.98%	12.89%	16.03%
长期投资	-28.00	-41.05	-10.85	0.00	0.00	0.00	ROA	8.35%	3.93%	3.70%	5.98%	7.95%	10.34%
其他投资现金流	-45.02	-82.75	-19.53	-4.46	6.18	1.79	# ROIC	14.12%	5.89%	5.28%	10.05%	12.48%	16.13%
投资性现金净流量	-160.02	-134.74	-89.64	-134.46	-83.82	-88.21	估值倍数						
短期借款	38.87	107.50	75.63	80.37	-70.08	-108.22	P/E	62.24	118.52	123.94	68.24	48.74	35.42
长期借款	-26.52	-22.24	-23.90	-2.06	-3.40	-3.40	P/S	9.66	8.70	8.91	7.05	5.66	4.53
普通股增加	87.32	121.64	-0.45	0.00	0.00	0.00	P/B	7.77	7.46	7.24	6.81	6.28	5.68
资本公积增加	-91.32	-114.34	-6.04	0.00	0.00	0.00	股息率	0.32%	0.34%	0.00%	0.59%	0.82%	1.13%
其他筹资现金流	-22.59	-37.51	-15.11	-69.50	-91.45	-116.26	EV/EBIT	21.13	56.24	82.11	55.80	40.57	30.07
筹资性现金净流量	-14.25	55.05	30.13	8.81	-164.92	-227.89	EV/EBITDA	17.13	34.90	45.85	34.82	27.01	21.34
现金流量净额	-48.33	0.43	8.90	60.12	32.57	41.36	EV/NOPLAT	24.04	59.32	87.14	59.85	43.98	32.70

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637