

业绩符合预期，一体化壁垒坚不可摧

2023 年 08 月 13 日

➤ **事件说明。**2023 年 8 月 11 日，公司公布 2023 年中报。2023H1 公司实现营收 19.66 亿元，同比下降 10.52%；归母净利 4.04 亿元，同比-41.53%；实现扣非归母净利 3.90 亿元，同比-43.12%。

➤ **Q2 业绩拆分。**Q2 公司实现营收 10.14 亿元，同比-9.54%，归母净利 1.74 亿元，同比-49.27%，扣非归母净利 1.69 亿元，同比-50.44%。毛利率为 25.78%，同比下降 18.37%，净利率为 17.18%，同比下降 13.46%。Q2 业绩下滑主要系①北苏总部 22 年 H2 投入使用，公司职工薪酬、折旧摊销、购买原材料劳务等支出大幅增长。②行业产能结构性过剩，负极价格继续下跌。

➤ **开工率和排产环比上升，下半年需求回暖。**负极出货量方面，23 年 H1，公司负极销量 5.2 万吨。分季度看，23 年 Q1 和 Q2 销量分别为 2.3 和 2.9 万吨。2023 年下半年，随年底旺季的到来及公司新产品开发初见成效，以及公司开工率和产能利用率提升，我们预计 Q3 和 Q4 出货环比持续提升，全年出货 15-16 万吨。

➤ **石墨化工序自供率 100%，成本优势构筑竞争壁垒。**吨净利方面，我们预计 Q1 和 Q2 分别为 0.9 和 0.6 万/吨，2023 年下半年，我们预计公司吨净利下调空间有限。公司自建一体化生产基地，实现 100%石墨化工序自供和独创焙烧工艺，构筑成本优势，单吨盈利依然处于行业领先地位。

➤ **产能扩张顺利，一体化锂电负极材料项目建设继续推进。**北苏总部、山西三期基本完成建设分别已于 2022 年 6 月、2022 年 Q3 开始逐步投产使用，公司 22 年底包含石墨化全工序一体化有效产能达 24 万吨。目前山西四期 30 万吨负极材料一体化项目尚在土地平整中，预计 2024 年 Q2 逐步投产，建成后公司将形成全工序一体化年产约 50 万吨锂电人造石墨负极材料产能。

➤ **着重开发储能电池市场，快充产品有望放量。**2023H1，储能电池用负极材料出货份额占比有所提升，订单量 Q2 相比 Q1 明显增加，Q3 放量出货。据 GGII，储能电池的终端应用发展迅猛，2023 年 H1 出货量达到 87GWh，同比增长 67%，增速已经超过动力电池，公司将继续加大储能新产品和新客户开发力度。随着年底下游客户的需求提升，公司快充产品出货量也将有所增加。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年营收依次为 52.27、62.39、85.50 亿元，归母净利润分别为 10.72、12.51、16.79 亿元，当前收盘价对应 2023-2025 年 PE 依次为 14、12、9 倍。考虑公司一体化生产模式，成本控制行业领先，新客开拓力度加强，成长逻辑确定性强，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格以及关键能源动力价格波动的风险；新能源汽车周期波动风险；存货余额增长及减值的风险；新品研发进步不及预期风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4782	5227	6239	8550
增长率 (%)	104.7	9.3	19.4	37.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1289	1072	1251	1679
增长率 (%)	137.3	-16.9	16.7	34.2
每股收益 (元)	4.96	4.13	4.82	6.46
PE	12	14	12	9
PB	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 08 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

57.61 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.尚太科技 (001301.SZ) 首次覆盖报告：石墨化加工转型负极生产如鱼得水，成本优势取胜-2023/05/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4782	5227	6239	8550
营业成本	2790	3612	4387	6100
营业税金及附加	17	21	25	34
销售费用	6	5	6	9
管理费用	75	78	81	103
研发费用	106	115	137	188
EBIT	1696	1374	1579	2091
财务费用	99	37	30	26
资产减值损失	-55	-30	-23	-18
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1597	1307	1526	2047
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	1597	1307	1526	2047
所得税	307	235	275	368
净利润	1289	1072	1251	1679
归属于母公司净利润	1289	1072	1251	1679
EBITDA	1822	1523	1770	2313

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2151	2826	3195	4019
应收账款及票据	2217	2188	2357	2769
预付款项	81	108	132	183
存货	1473	1455	1539	1820
其他流动资产	329	300	352	471
流动资产合计	6251	6877	7575	9261
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2158	2457	2618	2649
无形资产	216	310	351	371
非流动资产合计	2619	3022	3283	3394
资产合计	8870	9898	10858	12655
短期借款	1688	1688	1688	1688
应付账款及票据	418	574	697	969
其他流动负债	1286	1336	1137	1235
流动负债合计	3392	3598	3522	3893
长期借款	0	50	50	50
其他长期负债	281	242	242	242
非流动负债合计	281	291	291	291
负债合计	3673	3889	3814	4184
股本	260	260	260	260
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5197	6009	7044	8471
负债和股东权益合计	8870	9898	10858	12655

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	104.70	9.31	19.36	37.03
EBIT 增长率	144.76	-19.00	14.94	32.40
净利润增长率	137.26	-16.86	16.72	34.15
盈利能力 (%)				
毛利率	41.65	30.90	29.69	28.65
净利率	26.97	20.51	20.05	19.63
总资产收益率 ROA	14.54	10.83	11.52	13.26
净资产收益率 ROE	24.81	17.84	17.76	19.82
偿债能力				
流动比率	1.84	1.91	2.15	2.38
速动比率	1.36	1.47	1.67	1.86
现金比率	0.63	0.79	0.91	1.03
资产负债率 (%)	41.41	39.29	35.12	33.07
经营效率				
应收账款周转天数	78.66	75.00	70.00	60.00
存货周转天数	192.67	150.00	130.00	110.00
总资产周转率	0.76	0.56	0.60	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	4.96	4.13	4.82	6.46
每股净资产	20.00	23.13	27.12	32.61
每股经营现金流	-3.06	6.06	5.01	5.67
每股股利	1.00	0.83	0.97	1.30
估值分析				
PE	12	14	12	9
PB	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.44	10.09	8.68	6.65
股息收益率 (%)	1.74	1.44	1.68	2.26

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1289	1072	1251	1679
折旧和摊销	125	149	191	222
营运资金变动	-2355	231	-264	-552
经营活动现金流	-794	1575	1302	1473
资本开支	-924	-601	-451	-331
投资	-1	-1	-1	-1
投资活动现金流	-925	-549	-452	-332
股权募资	2100	0	0	0
债务募资	-66	-77	-201	0
筹资活动现金流	3737	-350	-480	-316
现金净流量	2018	675	369	824

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026