

业绩短期承压，负极+偏光片双轮驱动

2023 年 09 月 03 日

► **事件说明。**2023 年 8 月 29 日，公司发布 2023 年中报。23 年 H1 公司实现营收 94.68 亿元，同减 12.11%，实现归母净利润 10.13 亿元，同减 39.01%，扣非后归母净利润 5.88 亿元，同减 58.62%。

► **Q2 拆分。营收和净利：**公司 2023Q2 营收 50.18 亿元，同减 12.61%，环增 12.79%，归母净利润为 4.40 亿元，同减 48.43%，环减 23.07%，扣非后归母净利润为 4.21 亿元，同减 47.67%，环增 153.17%。**毛利率：**2023Q2 毛利率为 20.04%，同减 5.16pcts，环增 3.65pcts。**净利率：**2023Q2 净利率为 9.51%，同减 6.02pcts，环减 3.83pcts。

► **人造石墨龙头地位稳固，硅基、硬碳应用持续推广。**2023 年 H1，负极材料实现营收 31.61 亿元，同减 9.69%，营收下滑的主要原因系下游需求不及预期，叠加原材料、石墨化加工价格下调以及行业产能释放加剧竞争等因素带动负极价格整体下行，公司盈利空间缩窄。产能方面，公司龙头地位稳固，目前已完成约 70 万吨石墨类负极材料的产能战略布局。新技术方面，公司硅基负极已布局宁波 4 万吨一体化硅基负极产能基地，一期产能建设中，预计 2024 年投试产，其中硅氧产品已批量供应海外头部客户，新一代硅碳产品已进行下游客户测试。硬碳负极已实现在钠电、锂电和半固态电池领域批量应用，正建设千吨级硬碳产线，预计 2023 年 Q3 投试产。

► **偏光片业务产品技术加速研发，产线建设有序推进。**2023 年 H1，偏光片业务实现营收 53.06 亿元，同减 7.36%。2023 年上半年，受终端需求疲软、下游面板厂商盈利承压等影响，偏光片产品价格同比下降，但公司通过加快产品技术投入研发，仍持续夯实 LCD 偏光片全球龙头地位。目前，公司 VR 显示端用偏光片已完成自主开发，正积极推动客户认证和量产；公司车载用偏光片已完成技术和专利储备，正加快推进产品开发。产线方面，杉金广州 1 条新增产线已实现量产并处于产能爬坡阶段，另 1 条新增产线已实现试生产并处于产线认证阶段；张家港产线 1 条新增产线已实现试生产并处于产线认证阶段，另 1 条新增产线处于设备安装阶段；四川绵阳产线正在按计划有序推进建设中。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 237.92、284.71、337.88 亿元，同比增速分别为 9.6%、19.7%、18.7%，归母净利润依次为 23.11、28.69、35.23 亿元，同比增速分别为-14.1%、24.2%、22.8%，当前收盘价对应 2023-2025 年 PE 依次为 13、11、9 倍。考虑公司人造石墨、偏光片业务龙头地位稳固，竞争优势显著，产线建设有序合理，客户开拓进展良好，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策调整风险，市场竞争加强风险，原材料价格波动风险，新产品新技术开发风险，国际贸易环境和汇率波动风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 21,702 | 23,792 | 28,471 | 33,788 |
| 增长率 (%) | 4.8 | 9.6 | 19.7 | 18.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 2,691 | 2,311 | 2,869 | 3,523 |
| 增长率 (%) | -19.4 | -14.1 | 24.2 | 22.8 |
| 每股收益 (元) | 1.19 | 1.02 | 1.27 | 1.56 |
| PE | 11 | 13 | 11 | 9 |
| PB | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 01 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.63 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.杉杉股份 (600884.SH) 2022 年年报点评：双主业龙头地位稳固，专注核心主业发展-2023/04/22

2.杉杉股份 (600884.SH) 2022 年半年报点评：业绩符合预期，负极龙头多曲线生长-2022/08/12

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 | 21,702 | 23,792 | 28,471 | 33,788 |
| 营业成本 | 16,487 | 19,655 | 23,443 | 27,862 |
| 营业税金及附加 | 80 | 83 | 100 | 118 |
| 销售费用 | 281 | 286 | 313 | 338 |
| 管理费用 | 713 | 761 | 826 | 946 |
| 研发费用 | 953 | 952 | 1,082 | 1,183 |
| EBIT | 3,283 | 2,473 | 3,068 | 3,670 |
| 财务费用 | 696 | 678 | 842 | 943 |
| 资产减值损失 | -138 | -100 | -100 | -100 |
| 投资收益 | 888 | 952 | 1,139 | 1,352 |
| 营业利润 | 3,397 | 2,623 | 3,237 | 3,944 |
| 营业外收支 | -2 | -10 | -11 | -12 |
| 利润总额 | 3,395 | 2,613 | 3,226 | 3,932 |
| 所得税 | 570 | 444 | 548 | 668 |
| 净利润 | 2,825 | 2,169 | 2,678 | 3,264 |
| 归属于母公司净利润 | 2,691 | 2,311 | 2,869 | 3,523 |
| EBITDA | 4,529 | 3,861 | 4,688 | 5,472 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 4,742 | 5,269 | 5,918 | 7,221 |
| 应收账款及票据 | 4,923 | 4,981 | 7,021 | 7,601 |
| 预付款项 | 1,392 | 1,376 | 1,407 | 1,950 |
| 存货 | 5,030 | 5,244 | 6,278 | 7,453 |
| 其他流动资产 | 2,856 | 4,484 | 4,964 | 5,675 |
| 流动资产合计 | 18,943 | 21,353 | 25,587 | 29,900 |
| 长期股权投资 | 6,917 | 7,617 | 8,117 | 8,417 |
| 固定资产 | 8,351 | 10,247 | 11,394 | 11,804 |
| 无形资产 | 1,758 | 1,998 | 2,248 | 2,508 |
| 非流动资产合计 | 25,983 | 28,215 | 29,715 | 30,432 |
| 资产合计 | 44,925 | 49,568 | 55,302 | 60,332 |
| 短期借款 | 3,928 | 4,428 | 4,928 | 5,428 |
| 应付账款及票据 | 5,189 | 5,730 | 7,293 | 8,186 |
| 其他流动负债 | 3,782 | 3,771 | 3,989 | 4,238 |
| 流动负债合计 | 12,899 | 13,930 | 16,210 | 17,852 |
| 长期借款 | 4,176 | 6,176 | 7,176 | 7,676 |
| 其他长期负债 | 3,720 | 4,120 | 4,520 | 4,920 |
| 非流动负债合计 | 7,896 | 10,296 | 11,696 | 12,596 |
| 负债合计 | 20,795 | 24,226 | 27,906 | 30,448 |
| 股本 | 2,264 | 2,264 | 2,264 | 2,264 |
| 少数股东权益 | 1,077 | 935 | 744 | 485 |
| 股东权益合计 | 24,130 | 25,342 | 27,396 | 29,885 |
| 负债和股东权益合计 | 44,925 | 49,568 | 55,302 | 60,332 |

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 | 4.84 | 9.63 | 19.67 | 18.68 |
| EBIT 增长率 | -1.78 | -24.67 | 24.05 | 19.60 |
| 净利润增长率 | -19.42 | -14.15 | 24.16 | 22.80 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 24.03 | 17.39 | 17.66 | 17.54 |
| 净利润率 | 12.40 | 9.71 | 10.08 | 10.43 |
| 总资产收益率 ROA | 5.99 | 4.66 | 5.19 | 5.84 |
| 净资产收益率 ROE | 11.67 | 9.47 | 10.76 | 11.98 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.47 | 1.53 | 1.58 | 1.67 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.91 | 0.97 | 1.02 |
| 现金比率 | 0.37 | 0.38 | 0.37 | 0.40 |
| 资产负债率 (%) | 46.29 | 48.87 | 50.46 | 50.47 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 71.78 | 70.00 | 70.00 | 72.00 |
| 存货周转天数 | 88.14 | 95.00 | 90.00 | 90.00 |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.50 | 0.54 | 0.58 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.19 | 1.02 | 1.27 | 1.56 |
| 每股净资产 | 10.18 | 10.78 | 11.77 | 12.99 |
| 每股经营现金流 | 0.22 | 0.90 | 1.02 | 1.29 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.32 | 0.28 | 0.34 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 11 | 13 | 11 | 9 |
| PB | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 8.87 | 10.40 | 8.57 | 7.34 |
| 股息收益率 (%) | 2.20 | 2.35 | 2.02 | 2.51 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 2,825 | 2,169 | 2,678 | 3,264 |
| 折旧和摊销 | 1,245 | 1,388 | 1,620 | 1,803 |
| 营运资金变动 | -3,734 | -1,463 | -1,914 | -1,979 |
| 经营活动现金流 | 506 | 2,036 | 2,314 | 2,924 |
| 资本开支 | -4,245 | -3,034 | -2,739 | -2,346 |
| 投资 | -661 | -600 | -400 | -200 |
| 投资活动现金流 | -4,949 | -2,702 | -2,021 | -1,214 |
| 股权募资 | 3,210 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -1,448 | 2,900 | 1,900 | 1,400 |
| 筹资活动现金流 | -329 | 1,193 | 355 | -407 |
| 现金净流量 | -4,768 | 527 | 649 | 1,303 |

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。 | 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