

尚太科技 (001301)

成本优势凸显，底部估值修复弹性大

买入 (维持)

2024年04月16日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书: S0600123040064
sunhb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|----------|---------|---------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 2,336 | 4,782 | 4,142 | 4,456 | 5,839 |
| 同比 | 242.57% | 104.70% | -13.38% | 7.59% | 31.04% |
| 归母净利润 (百万元) | 543.48 | 1,289.45 | 713.38 | 617.06 | 865.69 |
| 同比 | 256.25% | 137.26% | -44.68% | -13.50% | 40.29% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 2.08 | 4.95 | 2.74 | 2.37 | 3.32 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 16.32 | 6.88 | 12.43 | 14.38 | 10.25 |

投资要点

■ **负极底部确立，我们预计 2025 年供需格局将明显改善。**我们预计 2024 年负极行业供给 230 万吨，产能利用率 74%，龙头扩产放缓、新进入者暂停扩产；我们预计 2025 年供给 270 万吨，同比增长 18%，产能利用率将提升至接近 80%。24Q1 负极环节部分低价单降至 1.5 万元/吨左右，叠加原料石油焦小幅调涨 100-500 元/吨，导致除龙头仍有 3000 元/吨左右盈利以外，其余厂家基本处在微利或亏损状态。24 年 4 月随产能利用率提升，部分低价单价格已小幅恢复，行业底部确立，我们预计 24H2-25 年价格有望反转。

■ **受益于快充负极放量，公司已满产，我们预计 2024 年出货维持 40% 增长。**公司为宁德时代第一大供应商，且 24 年公司成为宁德时代神行电池主供，3 月排产环比翻番至 1.5 万吨，我们预计 4 月进一步提升至 1.8 万吨，已实现满产，5 月起将新增外协产能。我们预计 24Q1 出货 3.3-3.4 万吨，同比增长 40%，Q2 出货有望环增 50%+ 至 5 万吨，24 年我们预计出货 20 万吨，同比增长 40%，我们预计公司 2025 年新增 10 万吨产能，25 年出货可维持 30% 增长，充分受益行业需求+电池龙头市占率提升带来的双重增速。

■ **盈利持续优于同行，成本优势确立，2025 年盈利有望回升。**24 年公司石墨化单吨电耗 6000 度，低于 0.8-1 万度的行业平均水平。我们测算 24Q1 公司石墨化成本约 0.55 万元/吨，且一体化基地布局+单位投资额更低，减少了运输成本和折旧成本，综合来看，我们预计 24 年公司负极成本较竞争对手低 0.2-0.3 万元/吨左右。我们预计公司 24Q1 单位净利 0.3-0.35 万元/吨，24 年初的降价将于 24Q2 充分体现，我们预计 24Q2 盈利略降至 0.3 万/吨以内，预计 24 年单吨利润 0.3 万元/吨左右，25 年有望恢复至 0.3-0.4 万元/吨

■ **投资建议：**考虑负极行业供给过剩盈利出现下滑，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 7.1/6.2/8.7 亿元（原预期 7.5/8.2/11 亿元），同比 -45%/-14%/+40%，对应 PE 为 12x/14x/110x，考虑公司为负极成本龙头，成本优势长期可维持，给予 2024 年 20xPE，对应目标价 47 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 34.02 |
| 一年最低/最高价 | 22.71/77.21 |
| 市净率(倍) | 1.61 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,249.95 |
| 总市值(百万元) | 8,870.74 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 21.12 |
| 资产负债率(% ,LF) | 30.52 |
| 总股本(百万股) | 260.75 |
| 流通 A 股(百万股) | 154.32 |

相关研究

《尚太科技(001301): 2023 年三季度报点评: Q3 负极盈利触底，业绩基本符合市场预期》

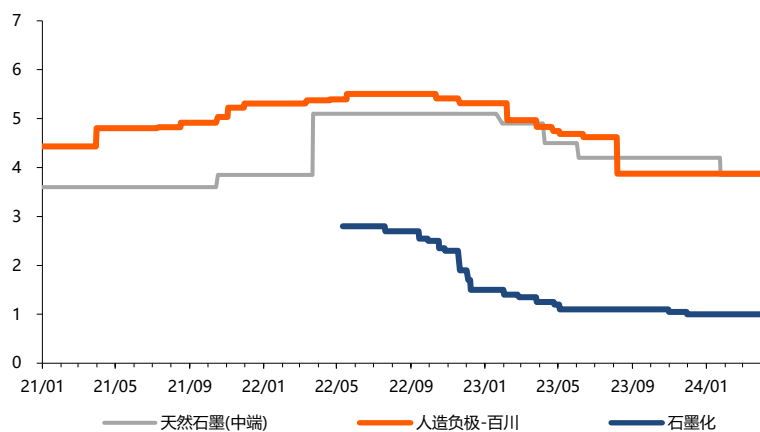
2023-10-26

《尚太科技(001301): 2023 年中报点评: Q2 盈利环比下降，2H 预期销量高增长》

2023-08-11

负极底部确立，我们预计 2025 年供需格局将明显改善。我们预计 2024 年负极行业供给 230 万吨，产能利用率 74%，龙头扩产放缓、新进入者暂停扩产；我们预计 2025 年供给 270 万吨，同比增长 18%，产能利用率将提升至接近 80%。24Q1 负极环节部分低价单降至 1.5 万元/吨左右，叠加原料石油焦小幅调涨 100-500 元/吨，导致除龙头仍有 3000 元/吨左右盈利以外，其余厂家基本处在微利或亏损状态。24 年 4 月随产能利用率提升，部分低价单价格已小幅恢复，行业底部确立，我们预计 24H2-25 年价格有望反转。

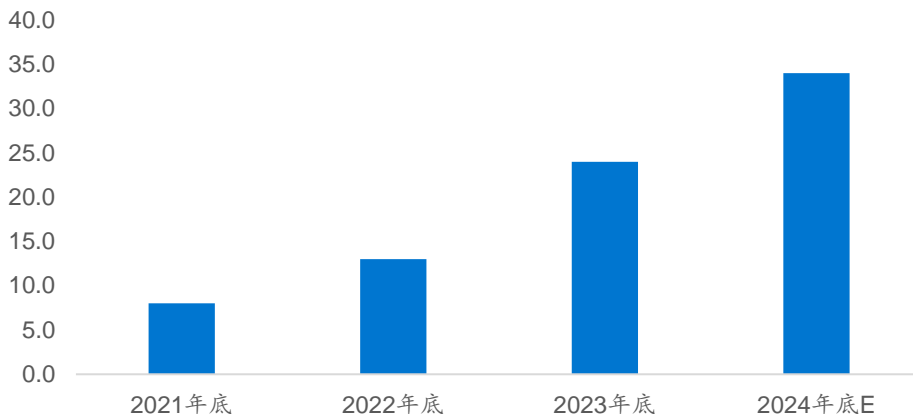
图1：负极材料价格走势（万元/吨）



数据来源：百川、SMM，东吴证券研究所

受益于快充负极放量，公司已满产，我们预计 2024 年出货维持 40% 增长。公司为宁德时代第一大供应商，24Q1 宁德时代为公司第一大客户，且 24 年公司成为宁德时代神行电池主供。排产看，3 月公司排产环比翻番至 1.5 万吨，我们预计 4 月进一步提升至 1.8 万吨，已实现满产，5 月起将新增外协产能。我们预计 24Q1 出货 3.3-3.4 万吨，同比增长 40%，Q2 出货有望环增 50%+ 至 5 万吨，24 年我们预计出货 20 万吨，同比增长 40%，我们预计公司 2025 年新增 10 万吨产能，25 年出货可维持 30% 增长，充分受益行业需求+电池龙头市占率提升带来的双重增速。

图2：尚太科技产能测算（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利持续优于同行，成本优势确立，2025 年盈利有望回升。24 年公司石墨化单吨电耗 6000 度，低于 0.8-1 万度的行业平均水平。我们测算 24Q1 公司石墨化成本约 0.55 万元/吨，且一体化基地布局+单位投资额更低，减少了运输成本和折旧成本，综合来看，我们预计 24 年公司负极成本较竞争对手低 0.2-0.3 万元/吨左右。我们预计公司 24Q1 单位净利 0.3-0.35 万元/吨，24 年初的降价将于 24Q2 充分体现，我们预计 24Q2 盈利略降至 0.3 万/吨以内，预计 24 年单吨利润 0.3 万元/吨左右，25 年有望恢复至 0.3-0.4 万元/吨。

图3：负极成本拆分

| 尚太科技 | | | | | 主流负极厂商 | | | | | | |
|-------|--------------------|-----------|-------------|-------------|----------------|--------------------|-----------|-------------|-------------|-------|-----|
| | 单位用量 (吨) | 价格 (万元/吨) | 成本 (万元/吨) | 占比 | | 单位用量 (吨) | 价格 (万元/吨) | 成本 (万元/吨) | 占比 | | |
| 原材料 | 石油焦 | 2 | 0.20 | 0.40 | 27% | 原材料 | 石油焦 | 2 | 0.20 | 0.40 | 23% |
| | 沥青 | 0.2 | 0.37 | 0.07 | 5% | | 沥青 | 0.2 | 0.37 | 0.07 | 4% |
| 石墨化加工 | 电力 (元/kWh) | 6,000 | 0.450 | 2,700 | 18% | 石墨化加工 | 电力 (kWh) | 8,000 | 0.4 | 3,200 | 19% |
| | 石墨坩埚和电阻料 (元/吨) | 1,800 | | 12% | 石墨坩埚和电阻料 (元/吨) | | 3,000 | | 18% | | |
| | 单位折旧 (元/吨) | 700 | | 5% | 单位折旧 (元/吨) | | 800 | | 5% | | |
| | 单位员工费用 (元/吨) | 300 | | 2% | 单位员工费用 (元/吨) | | 400 | | 2% | | |
| | 石墨化成本合计 (万元/吨) | 0.55 | | 37% | | 石墨化成本合计 (万元/吨) | 0.74 | | 43% | | |
| 制造费用 | 粉碎、造粒、碳化 | | 0.25 | 17% | 制造费用 | 粉碎、造粒、碳化 | | 0.3 | 18% | | |
| | 折旧 (万元/吨) | | 0.1 | 7% | | 折旧 (万元/吨) | | 0.1 | 6% | | |
| | 人工 (万元/吨) | | 0.1 | 7% | | 人工 (万元/吨) | | 0.1 | 6% | | |
| | 合计成本 (万元/吨) | | 1.47 | 100% | | 合计成本 (万元/吨) | | 1.71 | 100% | | |

数据来源：SMM、百川，东吴证券研究所

投资建议：考虑负极行业供给过剩盈利出现下滑，我们下调公司 2023-2025 年归母净利润预测至 7.1/6.2/8.7 亿元 (原预期 7.5/8.2/11 亿元)，同比-45%/-14%/+40%，对应 PE 为 12x/14x/10x，考虑公司为负极成本龙头，成本优势长期可维持，给予 2024 年 20xPE，对应目标价 47 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

尚太科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 6,251 | 4,904 | 5,894 | 7,688 | 营业总收入 | 4,782 | 4,142 | 4,456 | 5,839 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 2,151 | 1,243 | 1,347 | 1,772 | 营业成本(含金融类) | 2,790 | 2,992 | 3,417 | 4,430 |
| 经营性应收款项 | 2,531 | 2,749 | 3,517 | 4,605 | 税金及附加 | 17 | 29 | 31 | 41 |
| 存货 | 1,473 | 820 | 936 | 1,214 | 销售费用 | 6 | 5 | 6 | 7 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 75 | 75 | 85 | 93 |
| 其他流动资产 | 96 | 93 | 93 | 97 | 研发费用 | 106 | 112 | 125 | 134 |
| 非流动资产 | 2,619 | 3,088 | 3,722 | 4,147 | 财务费用 | 99 | 25 | 43 | 82 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 10 | 23 | 18 | 23 |
| 固定资产及使用权资产 | 2,164 | 2,644 | 3,087 | 3,423 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 124 | 24 | 124 | 124 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 216 | 306 | 396 | 486 | 减值损失 | (101) | (80) | (40) | (50) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 3 | 3 | 3 | 2 | 营业利润 | 1,597 | 847 | 737 | 1,035 |
| 其他非流动资产 | 112 | 112 | 112 | 112 | 营业外净收支 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 8,870 | 7,992 | 9,616 | 11,835 | 利润总额 | 1,597 | 849 | 739 | 1,037 |
| 流动负债 | 3,392 | 1,779 | 2,842 | 4,195 | 减:所得税 | 307 | 136 | 122 | 171 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1,926 | 740 | 1,674 | 2,712 | 净利润 | 1,289 | 713 | 617 | 866 |
| 经营性应付款项 | 418 | 448 | 512 | 664 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 814 | 299 | 342 | 443 | 归属母公司净利润 | 1,289 | 713 | 617 | 866 |
| 其他流动负债 | 234 | 292 | 314 | 377 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 4.95 | 2.74 | 2.37 | 3.32 |
| 非流动负债 | 281 | 281 | 281 | 281 | EBIT | 1,696 | 929 | 792 | 1,134 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 1,822 | 1,250 | 1,249 | 1,698 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 41.65 | 27.77 | 23.32 | 24.13 |
| 租赁负债 | 4 | 4 | 4 | 4 | 归母净利率(%) | 26.97 | 17.22 | 13.85 | 14.83 |
| 其他非流动负债 | 277 | 277 | 277 | 277 | 收入增长率(%) | 104.70 | (13.38) | 7.59 | 31.04 |
| 负债合计 | 3,673 | 2,061 | 3,123 | 4,477 | 归母净利润增长率(%) | 137.26 | (44.68) | (13.50) | 40.29 |
| 归属母公司股东权益 | 5,197 | 5,931 | 6,493 | 7,358 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 5,197 | 5,931 | 6,493 | 7,358 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 8,870 | 7,992 | 9,616 | 11,835 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | (794) | 1,091 | 348 | 448 | 每股净资产(元) | 20.00 | 22.83 | 24.99 | 28.33 |
| 投资活动现金流 | (925) | (788) | (1,088) | (988) | 最新发行在外股份(百万股) | 261 | 261 | 261 | 261 |
| 筹资活动现金流 | 3,737 | (1,212) | 834 | 955 | ROIC(%) | 29.25 | 11.31 | 8.91 | 10.38 |
| 现金净增加额 | 2,018 | (908) | 94 | 415 | ROE-摊薄(%) | 24.81 | 12.03 | 9.50 | 11.76 |
| 折旧和摊销 | 125 | 321 | 456 | 564 | 资产负债率(%) | 41.41 | 25.78 | 32.48 | 37.83 |
| 资本开支 | (924) | (788) | (1,088) | (988) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 6.88 | 12.43 | 14.38 | 10.25 |
| 营运资本变动 | (2,355) | (67) | (798) | (1,104) | P/B(现价) | 1.70 | 1.49 | 1.36 | 1.20 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>