

➤ **事件。**2024 年 4 月 25 日公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 190.7 亿元，同比下降 12.13%；归母净利润 7.65 亿元，同比下降 71.56%；归母扣非净利润 2.47 亿元，同比下降 89.41%。

➤ **24Q1 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q1 营收 37.52 亿元，同比-15.67%，环比-13.96%；归母净利润为-0.73 亿元，同比-112.74%，环比亏损大幅收窄。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 14.20%，同比-2.19pct，环比+3.06pct。**净利率：**2024Q1 净利率为-2.33%，同比-15.67pcts，环比+9.06pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 15.9%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.35%、6.06%、5.45%、3.04%。

➤ **负极主业龙头地位稳固，扩产降本规模优势突出。**2023 年公司负极材料实现销量同比增长 44.55%，国内市占率 19%，行业龙头地位进一步稳固夯实。消费类快充产品实现 5C 产品的批量出货和 6C 产品的吨级供货；动力类快充产品实现 4C、5C 产品的规模化供应；千吨级硬碳产线建成投产，已实现在钠电、锂电（含半固态电池）和超级电容领域的批量应用。截至 2023 年底，杉杉负极已完成国内 70 万吨产能布局、海外芬兰 10 万吨产能规划，依托内蒙古、四川、云南三大基地“负极材料+石墨化”一体化产能建设，以更大规模、更高效率实现降本。

➤ **偏光片技术研发精益求精，拟收购 SP 业务实现突破。**2023 年公司偏光片业务研发创新持续突破，在韩国、中国、日本、美国等全球多个国家已申请 1000 余项 LCD 偏光片相关专利，其中已授权专利 1149 项，其中发明专利 1067 项。为完善偏光片产品布局，加快推进 LCD+OLED 偏光片突破，公司 2023 年 9 月拟以 14.07 亿元收购 LG 化学旗下在中国大陆、韩国及越南的 SP 业务及相关资产。2023 年 12 月公司偏光片研发取得重大成果，通过持续技术革新攻克了超大尺寸激光裁切的难点，与客户合作同开发 115 英寸超大尺寸 TV 用偏光片并实现大规模量产，该产品可满足 4K/8K 超高清分辨率高端显示需求，加速 110 英寸以上 TV 的普及。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 215.75、233.55、261.44 亿元，同比增速分别为 13.1%、8.2%、11.9%，归母净利润依次为 12.31、15.91、18.34 亿元，同比增速分别为 60.8%、29.3%、15.3%，当前收盘价对应 2024-2026 年 PE 依次为 20、16、14 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：**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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19,070	21,575	23,355	26,144
增长率 (%)	-12.1	13.1	8.2	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	765	1,231	1,591	1,834
增长率 (%)	-71.6	60.8	29.3	15.3
每股收益 (元)	0.34	0.55	0.70	0.81
PE	33	20	16	14
PB	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
11.12 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.杉杉股份 (600884.SH) 2023 年半年报点评：业绩短期承压，负极+偏光片双轮驱动-2023/09/03

2.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

3.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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,070	21,575	23,355	26,144
营业成本	15,977	18,116	19,592	21,955
营业税金及附加	110	76	82	92
销售费用	245	324	304	340
管理费用	668	971	934	1,046
研发费用	868	971	1,051	1,176
EBIT	1,439	1,496	1,686	1,787
财务费用	467	768	880	904
资产减值损失	-387	-100	-100	-100
投资收益	282	647	934	1,046
营业利润	1,041	1,254	1,617	1,803
营业外收支	-52	-10	-11	-12
利润总额	989	1,244	1,606	1,791
所得税	224	211	273	304
净利润	765	1,032	1,333	1,486
归属于母公司净利润	765	1,231	1,591	1,834
EBITDA	2,674	3,157	3,590	3,882

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,856	6,972	10,983	13,722
应收账款及票据	5,250	6,128	989	6,980
预付款项	427	1,268	1,176	1,208
存货	5,356	5,615	6,158	3,034
其他流动资产	3,246	3,999	4,458	4,256
流动资产合计	19,134	23,982	23,763	29,199
长期股权投资	7,072	7,772	8,272	8,572
固定资产	10,917	12,731	13,727	13,937
无形资产	2,000	2,240	2,490	2,750
非流动资产合计	29,341	31,291	32,499	32,918
资产合计	48,475	55,273	56,261	62,117
短期借款	6,697	7,197	7,697	8,197
应付账款及票据	3,637	6,428	4,456	7,741
其他流动负债	4,275	4,743	4,803	4,918
流动负债合计	14,609	18,368	16,956	20,855
长期借款	8,064	10,064	11,064	11,564
其他长期负债	2,210	2,610	3,010	3,410
非流动负债合计	10,274	12,674	14,074	14,974
负债合计	24,882	31,041	31,030	35,829
股本	2,258	2,258	2,258	2,258
少数股东权益	924	725	467	119
股东权益合计	23,593	24,231	25,232	26,288
负债和股东权益合计	48,475	55,273	56,261	62,117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.13	13.14	8.25	11.94
EBIT 增长率	-56.18	4.00	12.70	5.99
净利润增长率	-71.56	60.83	29.28	15.29
盈利能力 (%)				
毛利率	16.22	16.03	16.11	16.02
净利润率	4.01	5.70	6.81	7.02
总资产收益率 ROA	1.58	2.23	2.83	2.95
净资产收益率 ROE	3.38	5.24	6.43	7.01
偿债能力				
流动比率	1.31	1.31	1.40	1.40
速动比率	0.79	0.82	0.85	1.09
现金比率	0.33	0.38	0.65	0.66
资产负债率 (%)	51.33	56.16	55.15	57.68
经营效率				
应收账款周转天数	88.34	90.00	50.00	50.00
存货周转天数	117.01	110.00	110.00	77.00
总资产周转率	0.41	0.42	0.42	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.55	0.70	0.81
每股净资产	10.04	10.41	10.97	11.59
每股经营现金流	-0.09	1.53	2.50	1.92
每股股利	0.00	0.09	0.15	0.19
估值分析				
PE	33	20	16	14
PB	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	14.71	12.46	10.95	10.13
股息收益率 (%)	0.00	0.82	1.32	1.71

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	765	1,032	1,333	1,486
折旧和摊销	1,235	1,660	1,904	2,095
营运资金变动	-2,936	418	2,208	592
经营活动现金流	-198	3,446	5,640	4,345
资本开支	-5,920	-3,032	-2,734	-2,338
投资	1,211	-590	-392	-194
投资活动现金流	-4,487	-2,994	-2,212	-1,506
股权募资	0	0	0	0
债务募资	6,829	2,900	1,900	1,400
筹资活动现金流	4,802	1,665	583	-99
现金净流量	113	2,116	4,011	2,740

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