

业绩符合预期，持续打造一体化布局

2024 年 04 月 28 日

► **事件。**2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年公司全年实现营收 49.08 亿元，同比变动-6.64%。利润端，23 年分别实现归母净利润、扣非归母净利润 0.42、0.93 亿元，业绩整体符合预期。

► **24Q1 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q1 营收 10.66 亿元，同比+2.38%，环比-23.07%，归母净利润为 0.24 亿元，同比+117.57%，环比-75.74%，扣非后归母净利润为 0.33 亿元，同比+124.31%，环比-73.01%。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 17.40%，同比+9.55pct，环比-4.69pct。**净利率：**2024Q1 净利率为 3.84%，同比+17.63pcts，环比-3.59pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 12.20%，同比-2.89pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.78%、3.56%、3.47%、3.38%。

► **负极出货同增，价格下降影响盈利。**23 年公司负极材料出货 14.5 万吨，同比增长 20.11%，对应营收 44.15 亿元，同比下降 8.54%，毛利率 12.84%，同比变动-5.20pcts，主要原因系一方面下游企业去库存导致负极材料市场需求增速放缓，另一方面负极行业企业扩建产能陆续释放，市场竞争加剧引发产品价格下降。

► **重视前瞻性技术研发，布局快充、储能类战略新品。**公司积极推进前瞻性产品研发，**1) 快充方面：**快充型高能量密度电池负极已成功实现量产，充电倍率超 3C。新型硅基负极克容量已超 1200mAh/g，首效超 85%，可满足以 4680 大圆柱电池为代表的新型锂离子电池的需求；**2) 储能方面：**公司钠离子电池硬碳负极已进入小试阶段，主要采用淀粉类前驱体路线，克容量拟达到 300mAh/g。

► **投建摩洛哥负极一体化基地，海外布局加速。**23 年公司海外收入达 3.59 亿元，同比增长 434.83%，占比 7.31%，同比提升 6.03pcts。24 年 4 月 27 日，公司发布公告拟投资不超过 50 亿元建设摩洛哥年产 10 万吨锂离子负极材料一体化基地项目，分两期建设，一期和二期产能规划各 5 万吨，建设周期预计为 24 个月。随着公司一体化产能逐步落地，石墨化自给率将逐步提高，有望进一步降本增效。此外，公司积极开拓海外客户，对韩国 SK On、LGES 均实现批量供货，其他海外客户开拓按计划进行。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 64.68、86.61、108.73 亿元，同比增速分别为 31.8%、33.9%、25.5%，归母净利润 3.20、5.91、8.53 亿元，同比增速分别为 667.6%、84.6%、44.3%，对应 PE 为 21、12、8 倍，考虑到公司积极打造一体化产业链，出海进程领先，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**一体化产能释放不及预期、负极材料行业竞争加剧、上游原材料价格波动超预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,908	6,468	8,661	10,873
增长率 (%)	-6.6	31.8	33.9	25.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	42	320	591	853
增长率 (%)	-88.5	667.6	84.6	44.3
每股收益 (元)	0.06	0.44	0.82	1.18
PE	163	21	12	8
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.42 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 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

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1. 中科电气 (300035.SZ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，快充产品加速放量-2023/09/03

2. 中科电气 (300035.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，一体化布局稳步推进-2022/10/30

3. 中科电气 (300035.SZ) 2022 年半年报点评：产能快速增长，一体化布局推动降本-2022/08/30

4. 中科电气 (300035.SZ) 2021 年年报及 22 年一季报点评：产能高速扩张，负极专家一体化趋势加速-2022/04/29

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	4,908	6,468	8,661	10,873
营业成本	4,149	5,335	7,096	8,919
营业税金及附加	34	39	52	65
销售费用	77	91	104	109
管理费用	164	194	234	272
研发费用	253	298	381	457
EBIT	147	554	854	1,132
财务费用	142	148	159	166
资产减值损失	-152	-82	-82	-73
投资收益	11	32	43	54
营业利润	-18	358	659	949
营业外收支	-8	-2	-2	-2
利润总额	-26	356	657	947
所得税	-36	36	66	95
净利润	10	320	591	853
归属于母公司净利润	42	320	591	853
EBITDA	381	781	1,082	1,361

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	520	593	926	1,662
应收账款及票据	2,088	2,298	2,608	2,831
预付款项	59	80	106	134
存货	1,823	1,964	2,251	2,370
其他流动资产	942	1,009	1,152	1,297
流动资产合计	5,432	5,944	7,044	8,294
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	3,358	3,649	3,839	3,929
无形资产	306	311	311	311
非流动资产合计	4,941	5,288	5,477	5,567
资产合计	10,373	11,232	12,521	13,860
短期借款	955	955	955	955
应付账款及票据	1,329	1,520	2,022	2,541
其他流动负债	751	1,090	582	725
流动负债合计	3,035	3,565	3,558	4,221
长期借款	952	952	1,752	1,752
其他长期负债	1,137	1,158	1,158	1,158
非流动负债合计	2,088	2,110	2,910	2,910
负债合计	5,123	5,676	6,469	7,131
股本	723	723	723	723
少数股东权益	555	555	555	555
股东权益合计	5,249	5,557	6,053	6,729
负债和股东权益合计	10,373	11,232	12,521	13,860

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	-6.64	31.79	33.91	25.54
EBIT 增长率	-71.36	276.16	54.23	32.53
净利润增长率	-88.55	667.59	84.62	44.27
盈利能力 (%)				
毛利率	15.46	17.52	18.06	17.97
净利润率	0.85	4.95	6.82	7.84
总资产收益率 ROA	0.40	2.85	4.72	6.15
净资产收益率 ROE	0.89	6.40	10.75	13.81
偿债能力				
流动比率	1.79	1.67	1.98	1.96
速动比率	1.09	1.03	1.25	1.32
现金比率	0.17	0.17	0.26	0.39
资产负债率 (%)	49.39	50.53	51.66	51.45
经营效率				
应收账款周转天数	153.57	130.00	110.00	95.00
存货周转天数	160.41	140.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.45	0.60	0.73	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.44	0.82	1.18
每股净资产	6.49	6.92	7.60	8.54
每股经营现金流	1.35	0.64	1.05	1.80
每股股利	0.15	0.13	0.24	0.35
估值分析				
PE	163	21	12	8
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	22.91	11.19	8.08	6.42
股息收益率 (%)	1.59	1.40	2.58	3.73

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10	320	591	853
折旧和摊销	234	227	228	229
营运资金变动	548	-259	-233	46
经营活动现金流	977	466	758	1,305
资本开支	-339	-526	-418	-318
投资	-268	0	0	0
投资活动现金流	-585	-561	-374	-264
股权募资	180	0	0	0
债务募资	-915	248	152	0
筹资活动现金流	-1,262	169	-51	-306
现金净流量	-868	74	333	735

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