

## 产品均价有望上行, 研发积累逐步兑现

### 投资要点

- 事件:**公司发布2024年三季报。实现收入10.46亿元,同比-21.07%;实现归母净利润0.56亿元,同比-37.19%;扣非归母净利润0.38亿元,同比-52.99%。
- 产品结构调整,毛利率提升。**2024年上半年,公司实现负极材料产量3.47万吨,同比上升4%,上半年毛利率下滑3个百分点至18.58%。根据BAIINFO统计,2024年以来,负极产品价格较23年底下滑约12%。24Q3公司实现营业收入3.38亿元,经测算,单季度出货量约为1.6万吨。前三季度公司毛利率回升至20.44%,Q3单季度公司产品毛利率有明显提升,预计产品出货结构调整带来盈利能力提升。
- 研发积累深厚,中远期逐步兑现。**1、公司技术研发优势:公司人造、天然石墨产品均实现规模出货,产品结构完善;同时与清华大学、重庆大学等重点院校建立了长期的产学研合作关系,实现理论创新和实践应用的有机结合。2、核心团队优势:公司多名核心管理人员毕业于清华大学材料专业,专业研究石墨材料应用,对锂电池行业有深刻的认知,先后获得深圳市技术发明二等奖、广东“特支计划”科技创业领军人才、福建省“百人计划”创业团队带头人。至2023年底,公司拥有4名博士,较2022年翻倍。3、客户优势:公司已积累了大批优质、稳定的客户资源,包括比亚迪、LG新能源、国轩高科等,截至2023年底,前三大客户销售占比92%,进行深度绑定。
- 负极技术领先,有望受益全固态电池量产。**公司密切关注负极材料发展态势,并开展相关研发。目前已涉及硅碳负极、硬碳负极、B型-二氧化钛、石墨烯等新型碳材料领域,多款产品正在进行客户测试,达到产业化基本条件。公司储备有可用于全固态电池的负极材料生产技术,具备产业化基本条件。公司已与清陶能源签署战略合作协议,双方约定在固态/半固态电池高比容负极材料关键技术研发、供应等方面达成全面战略合作,目前合作正在积极推进中。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.67元、0.91元、1.29元,对应PE分别为49/36/25倍。公司研发实力强劲,下游客户质量优异,并且在固态电池负极研发上处于领先水平,建议积极关注。
- 风险提示:**产品价格下降的风险;宏观经济及行业波动和政策变动的风险;产品升级和新兴技术路线替代的风险;原材料价格以及关键能源动力价格波动的风险;环保和能耗风险;产能过剩的风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.09
流通A股(亿股)	0.97
52周内股价区间(元)	19.08-42.79
总市值(亿元)	36.06
总资产(亿元)	42.99
每股净资产(元)	16.16

### 相关研究

- 翔丰华(300890): 营收端不及预期,转债发行抗风险能力增强(2023-10-29)

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1686.25	1415.00	1615.00	2015.00
增长率	-28.45%	-16.09%	14.13%	24.77%
归属母公司净利润(百万元)	82.91	73.15	99.19	141.06
增长率	-48.39%	-11.77%	35.60%	42.21%
每股收益EPS(元)	0.76	0.67	0.91	1.29
净资产收益率ROE	4.16%	3.62%	4.85%	6.60%
PE	43	49	36	25
PB	1.87	1.84	1.78	1.70

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：2024-2026 年公司负极材料产品价格维持 2 万元/吨；

假设 2：2024-2026 年公司负极材料产品出货跟随下游客户需求逐年增长，分别为 7 万吨、8 万吨、10 万吨；

假设 3：公司毛利率维持稳定，未来三年负极材料产品毛利率为 22%、22%、22%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
负极材料	收入	1675.3	1400.0	1600.0	2000.0
	增速	-28.4%	-16.4%	14.3%	25.0%
	毛利率	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%
其他	收入	11.0	15.0	15.0	15.0
	增速	-34.1%	36.9%	0.0%	0.0%
	毛利率	-1.9%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1686.3	1415.0	1615.0	2015.0
	增速	-28.5%	-16.1%	14.1%	24.8%
	毛利率	22.1%	21.8%	21.8%	21.9%

数据来源：Wind，西南证券

综合考虑业务范围，选取了锂电池行业 3 家上市公司作为估值参考，其中国轩高科为公司大客户，反映下游需求情况；中科电气、元力股份体量与公司相似，在新型负极方向均有布局。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
002074.SZ	国轩高科	398	22.17	0.53	0.59	0.83	41.83	37.77	26.56
300035.SZ	中科电气	73	10.59	0.06	0.44	0.65	183.54	24.13	16.18
300174.SZ	元力股份	54	14.89	0.66	0.75	0.91	22.61	19.77	16.35
平均值							82.66	27.22	19.70

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 49 倍，行业平均值为 27 倍，当前高于行业平均估值水平。不考虑公司在固态电池负极材料的利润增量，未来三年（2024~2026）利润 CAGR ≈21%，公司研发成果积累深厚，伴随石墨烯、软硬碳、硅基负极等新型材料需求释放，业绩有望呈现高质量增长趋势，看好利润端中远期的弹性释放，建议积极关注。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1686.25	1415.00	1615.00	2015.00	净利润	81.16	71.72	99.19	141.06
营业成本	1313.20	1106.25	1262.25	1574.25	折旧与摊销	89.63	163.66	163.66	163.66
营业税金及附加	7.35	6.17	7.04	8.78	财务费用	45.71	76.14	68.95	70.46
销售费用	69.75	56.60	64.60	80.60	资产减值损失	-16.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.71	70.75	80.75	100.75	经营营运资本变动	133.37	111.07	-81.21	-162.43
财务费用	45.71	76.14	68.95	70.46	其他	-45.22	-11.23	5.75	10.56
资产减值损失	-16.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量净额	288.14	411.36	256.34	223.32
投资收益	0.30	0.00	0.00	0.00	资本支出	-500.09	0.00	-100.00	-200.00
公允价值变动损益	-1.12	0.29	-0.17	-0.17	其他	-449.78	0.29	-0.17	-0.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-949.87	0.29	-100.17	-200.17
<b>营业利润</b>	<b>109.55</b>	<b>99.38</b>	<b>131.24</b>	<b>179.98</b>	短期借款	-458.45	-477.81	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.16	-15.01	-14.55	-14.03	长期借款	180.73	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>99.39</b>	<b>84.37</b>	<b>116.69</b>	<b>165.95</b>	股权融资	43.05	0.00	0.00	0.00
所得税	18.23	12.66	17.50	24.89	支付股利	0.00	-41.45	-36.58	-49.59
<b>净利润</b>	<b>81.16</b>	<b>71.72</b>	<b>99.19</b>	<b>141.06</b>	其他	1010.39	-201.07	-68.95	-70.46
少数股东损益	-1.74	-1.43	0.00	0.00	筹资活动现金流量净额	775.72	-720.33	-105.52	-120.06
归属母公司股东净利润	82.91	73.15	99.19	141.06	<b>现金流量净额</b>	114.48	-308.68	50.65	-96.91
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
货币资金	596.36	287.68	338.32	241.41					
应收和预付款项	881.47	743.42	847.80	1057.34					
存货	763.59	640.65	733.32	918.66					
其他流动资产	487.20	475.84	484.22	500.96					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产和在建工程	1503.92	1367.34	1330.77	1394.19					
无形资产和开发支出	271.55	244.67	217.79	190.91					
其他非流动资产	189.03	188.83	188.62	188.41					
<b>资产总计</b>	<b>4693.12</b>	<b>3948.43</b>	<b>4140.84</b>	<b>4491.89</b>					
短期借款	477.81	0.00	0.00	0.00					
应付和预收款项	1053.74	887.65	1012.83	1263.18					
长期借款	311.13	311.13	311.13	311.13					
其他负债	897.99	766.93	771.55	780.78					
<b>负债合计</b>	<b>2740.66</b>	<b>1965.71</b>	<b>2095.51</b>	<b>2355.09</b>					
股本	109.34	109.34	109.34	109.34					
资本公积	1074.78	1074.78	1074.78	1074.78					
留存收益	584.70	616.40	679.01	770.48					
归属母公司股东权益	1909.26	1940.96	2003.57	2095.04					
少数股东权益	43.19	41.76	41.76	41.76					
<b>股东权益合计</b>	<b>1952.45</b>	<b>1982.72</b>	<b>2045.33</b>	<b>2136.80</b>					
负债和股东权益合计	4693.12	3948.43	4140.84	4491.89					
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
EBITDA	244.89	339.19	363.86	414.11					
PE	43.04	48.78	35.98	25.30					
PB	1.87	1.84	1.78	1.70					
PS	2.12	2.52	2.21	1.77					
EV/EBITDA	15.88	10.60	9.74	8.79					
股息率	0.00%	1.16%	1.02%	1.39%					
<b>财务分析指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
<b>成长能力</b>									
销售收入增长率	-28.45%	-16.09%	14.13%	24.77%					
营业利润增长率	-46.00%	-9.28%	32.06%	37.14%					
净利润增长率	-46.83%	-11.64%	38.31%	42.21%					
EBITDA 增长率	-14.64%	38.51%	7.27%	13.81%					
<b>获利能力</b>									
毛利率	22.12%	21.82%	21.84%	21.87%					
三费率	11.93%	14.38%	13.27%	12.50%					
净利润率	4.81%	5.07%	6.14%	7.00%					
ROE	4.16%	3.62%	4.85%	6.60%					
ROA	1.73%	1.82%	2.40%	3.14%					
ROIC	5.65%	6.50%	7.85%	9.27%					
EBITDA/销售收入	14.52%	23.97%	22.53%	20.55%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	0.37	0.33	0.40	0.47					
固定资产周转率	1.61	1.13	1.45	2.07					
应收账款周转率	2.81	2.90	3.38	3.52					
存货周转率	1.60	1.54	1.79	1.87					
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	133.07%	—	—	—					
<b>资本结构</b>									
资产负债率	58.40%	49.78%	50.61%	52.43%					
带息债务/总负债	50.92%	46.69%	43.79%	38.97%					
流动比率	1.61	2.33	2.29	2.08					
速动比率	1.16	1.64	1.59	1.37					
股利支付率	0.00%	56.67%	36.87%	35.16%					
<b>每股指标</b>									
每股收益	0.76	0.67	0.91	1.29					
每股净资产	17.46	17.75	18.32	19.16					
每股经营现金	2.63	3.76	2.34	2.04					
每股股利	0.00	0.38	0.33	0.45					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

公司评级 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

行业评级 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

广深	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn