

# 尚太科技 (001301.SZ)

## 锂电负极领先企业，三季度业绩稳步增长

优于大市

### 核心观点

**公司2024前三季度实现归母净利润5.78亿元，同比+1.72%。**公司为全球锂电负极领先企业，主要产品包括锂电石墨负极和石墨化焦。2024年前三季度公司实现营收36.2亿元，同比+14.2%，实现归母净利润5.78亿元，同比+1.72%。对应2024Q3公司实现营收15.3亿元，同比+27%，环比+24%，2024Q3实现归母净利润2.21亿元，同比+35%，环比+6%；2024Q3实现毛利率24.7%，同比+2.1pcts，环比-0.1pcts，净利率14.5%，同比+0.9pct，环比-2.4pct。

**负极出货稳定增长。**2024年前三季度公司负极材料产品销售数量达14.8万吨，同比增长超过55%，对应2024Q3公司负极出货约6.4万吨，环比+23%。我们估算2024Q3公司负极产品单吨盈利约3400-3500元，环比-8%至-10%。展望2024Q4，我们预计公司负极出货有望继续环比增长，达到6.5-7万吨，负极单吨盈利可继续保持稳定。

**公司费用控制稳定，存货微增。**公司2024年前三季度费用率合计5.91%，同比+0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.18%/1.51%/3.1%/1.13%。2024年前三季度公司经营性现金流出5.3亿元，其中2024Q3经营性现金流出4.2亿元，同环比均转负。2024三季度末公司存货13.4亿元，较二季度末增长10%。

**国内产能陆续落地，海外产能逐步推进。**国内产能方面，公司2023年底负极产能达到24万吨，伴随北苏二期年产10万吨负极项目逐步落地，预计将于2024年底逐步投产，公司产能将达到34万吨。海外方面，公司继在新加坡设立全资子公司，在西班牙设立全资孙公司后，10月25日公司发布公告，为满足海外市场需求，公司拟以自有资金或自筹资金在马来西亚设立全资孙公司，并投资建设马来西亚年产5万吨锂离子电池负极材料项目，该项目总投资约1.54亿美元（折合人民币约10.9亿元），建设周期预计为24个月，建设海外工厂的主要目的是便于在境外直接生产制造，满足境外终端客户和市场的需要。

**盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年实现归母净利润8.13/9.53/11.27亿元，同比增长13%/17%/18%，结合绝对估值与相对估值的结果，我们认为公司股票合理估值区间为69.35-76.65元，较当前股价有10%-22%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**下游行业需求增速不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；宏观政策波动的风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,782	4,391	5,231	6,280	7,480
(+/-%)	104.7%	-8.2%	19.1%	20.1%	19.1%
净利润(百万元)	1289	723	813	953	1127
(+/-%)	137.3%	-43.9%	12.5%	17.2%	18.2%
每股收益(元)	—	2.77	3.12	3.65	4.32
EBIT Margin	37.4%	22.2%	19.6%	18.5%	18.5%
净资产收益率(ROE)	36.6%	13.3%	13.7%	14.5%	15.3%
市盈率(PE)	—	22.7	20.2	17.2	14.6
EV/EBITDA	10.5	14.8	14.0	12.3	10.4
市净率(PB)	3.16	2.90	2.64	2.37	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：徐文辉

010-88005313

021-60375426

wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn

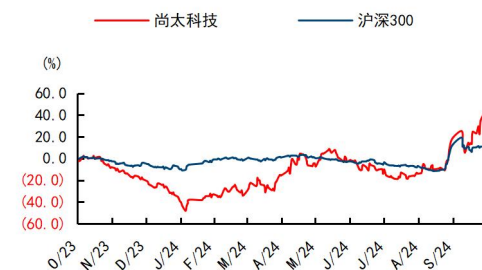
S0980520080003

S0980524030001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	69.35 - 76.65元
收盘价	62.92元
总市值/流通市值	16420/10030百万元
52周最高价/最低价	65.91/22.71元
近3个月日均成交额	142.59百万元

#### 市场走势



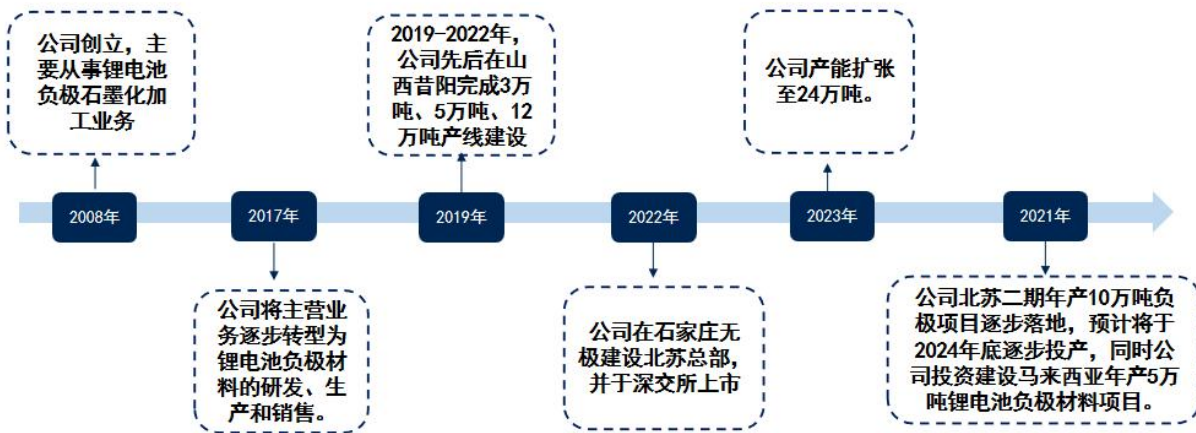
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 尚太科技：锂电负极领先企业

公司深耕锂电负极行业，以石墨化加工业务起家，后成功拓展下游负极业务。尚太科技成立于 2008 年，成立之初，公司主要从事锂电池负极石墨化加工业务，于 2017 年公司主营业务逐步转型为锂电池负极材料的研发、生产和销售。公司于 2019 至 2022 年先后在山西昔阳完成 3 万吨、5 万吨、12 万吨产线建设，2022 年公司在石家庄无极建设北苏总部，并于深交所上市，2023 年起公司进入产能扩张期，产能扩张至 24 万吨。2024 年，公司北苏二期年产 10 万吨负极项目逐步落地，预计将于 2024 年底逐步投产，同时公司公告投资 1.54 亿美元建设马来西亚年产 5 万吨锂电池负极材料项目。

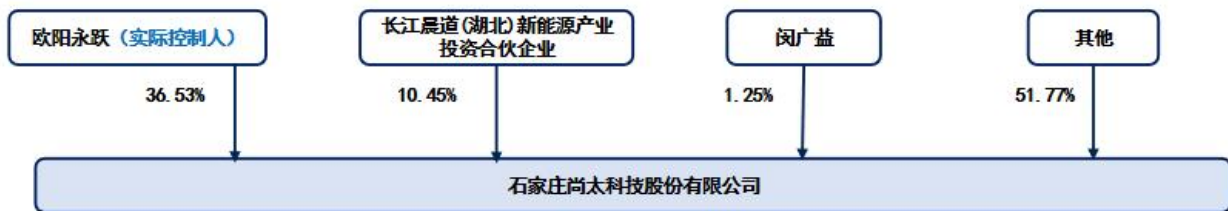
图1：尚太科技发展历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司股权结构稳定。** 截至 2024 年三季度末，公司实际控制人兼董事长、总经理欧阳永跃持有公司 36.53% 股权，下游大客户宁德时代通过长江晨道平台持有公司 10.45% 股权。

图2：公司股权结构（截至 2024 年三季度末）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司管理层产业经验丰富。** 公司管理层拥有多年行业从业经验，对行业趋势和负极材料生产技术有较为深刻的了解。

表1: 尚太科技核心管理人员

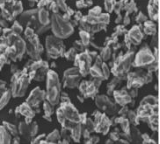

姓名	学历	现职位	个人简历
欧阳永跃	本科	董事长、总经理	1966年生，1988年毕业于湖南大学，本科学历。1988年7月至2000年11月，在上海碳素厂（现中钢集团上海碳素厂有限公司）担任工程师；2001年10月至2018年11月，在上海尚太炭素有限公司担任执行董事、经理；现任石家庄尚太科技股份有限公司董事长、总经理。
李龙侠	硕士	副总经理、董事会秘书	1989年生，南开大学经济学学士、澳大利亚国立大学国际与发展经济学硕士，2015年6月至2023年12月在国信证券股份有限公司投资银行事业部历任业务经理、高级业务经理、业务总监，保荐代表人，2023年12月至2024年4月，在尚太科技担任证券部副总监，2024年4月至今，在石家庄尚太科技股份有限公司担任副总经理、董事会秘书。
王惠广	大专	财务总监	1982年生，2003年毕业于沧州职业技术学院，大专学历，中国注册会计师。2016年9月至2018年1月，在上海杉杉科技有限公司工作，历任内控专员、内蒙古杉杉科技有限公司财务部部长；2018年1月至今，历任财务部经理、财务负责人、财务总监；现任石家庄尚太科技股份有限公司财务总监。
齐仲辉	硕士	董事	1965年生，1988年毕业于湖南大学，硕士研究生学历。历任兰州炭素有限公司（前身为兰州炭素厂）石墨化技术员、研究所高科技开发公司生产部副主任、研究所新材料室主任、石墨化分厂副厂长、厂长；2005年8月至2019年2月，在辽宁方大集团实业有限公司及其子公司担任总工程师、副总经理、总经理等职务；2019年3月至今，历任山西尚太总经理、石家庄尚太科技股份有限公司董事；现任石家庄尚太科技股份有限公司董事、山西尚太执行董事、总经理。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 公司主营锂电池负极材料和石墨化焦

从公司产品矩阵来看，主要包括锂电池负极材料和石墨化焦。公司石墨负极终端主要应用于动力电池和储能电池。公司负极产品主要客户包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、蜂巢能源、宁德新能源、瑞浦兰钧、欣旺达、远景动力等。石墨化焦方面，公司产品主要作为增碳剂应用于钢铁行业、铸造行业等，并可作为铝用炭素材料应用于电解铝行业。

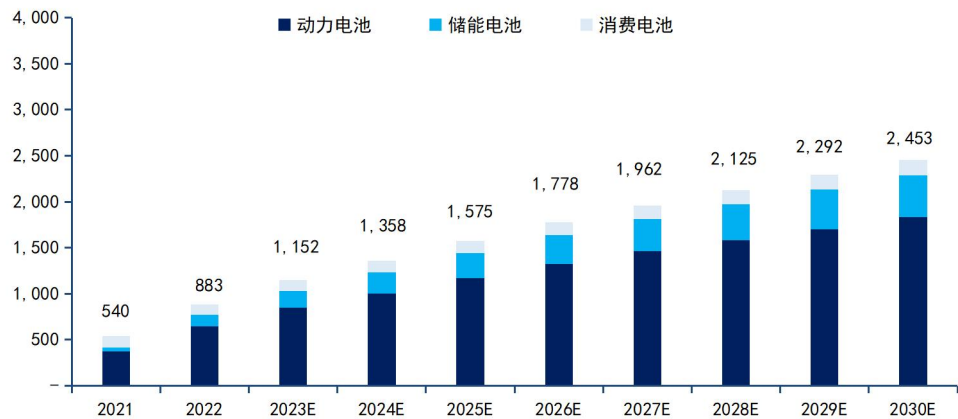
表2: 尚太科技主要产品矩阵

产品类别	产品图示	应用领域	主要客户
负极材料		动力电池、消费类电池、储能电池	宁德时代、比亚迪、国轩高科、蜂巢能源、宁德新能源、瑞浦兰钧、欣旺达、远景动力等
石墨化焦		主要作为增碳剂应用于钢铁行业、铸造行业等，并可作为铝用炭素材料应用于电解铝行业	-

资料来源: 尚太科技官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

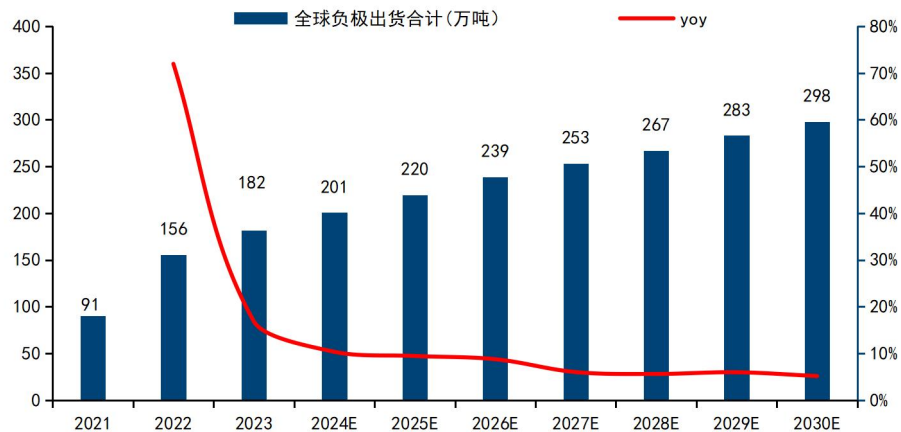
**受益于动力电池和储能行业增长，全球负极出货量逐年增长。**在政策、技术和市场的共同推动下，2020年以来全球新能源汽车市场持续快速增长。以特斯拉和国内企业为首的全球各大车企推出很多适合消费者需求的车型，再加上充、换电基础设施的不断完善，新能源汽车行业得到长足发展。在新能源发电装机量快速增长的同时，全球锂离子电池储能也在2021年以来快速爆发，连续三年保持50%以上的复合增长率。新能源汽车与储能市场的繁荣，带动全球锂电池出货量在2021-2023年经历了高速增长，从540GWh增长到1152GWh，我们预计到20230年全球锂电池出货量将达到2453GWh。全球负极出货方面，2021-2023年受益于动力电池和储能行业增长，全球负极出货量逐年增长，由91万吨增长至182万吨，我们预计至2030年全球负极出货量将达到298万吨。

图3：全球锂电池出货量历史回顾及展望（GWh）



资料来源：SNE Research、EV Tank、中汽协，国信证券经济研究所整理及预测

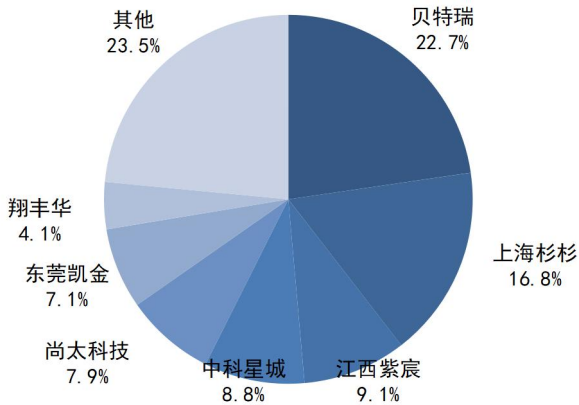
图4：全球负极出货量历史回顾及展望（万吨）



资料来源：EV Tank、鑫锂锂电、中汽协，国信证券经济研究所整理及预测

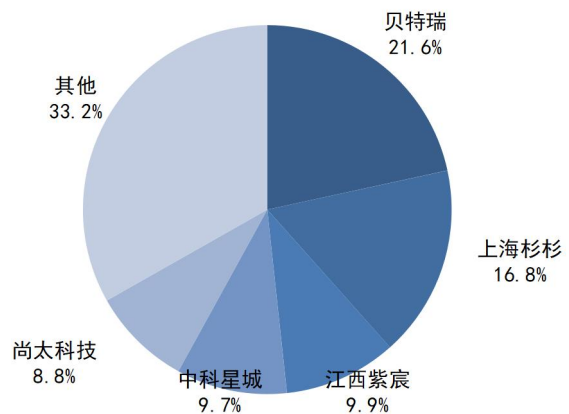
**尚太科技为全球负极领先企业。**全球负极材料市场格局来看，尚太科技位居全球前五位，2023年尚太科技负极材料出货14.09万吨，占据全球市场份额7.9%，2024年上半年公司出货8.38万吨，占据全球市场份额8.8%。

图5: 2023 年全球负极材料市场份额



资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理

图6: 2024 上半年负极材料市场份额

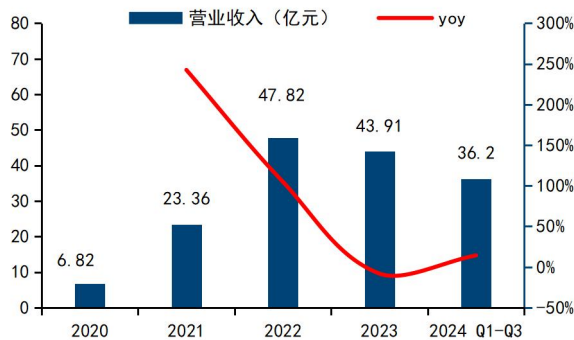


资料来源: 起点研究院, 国信证券经济研究所整理

### 公司业绩改善显著

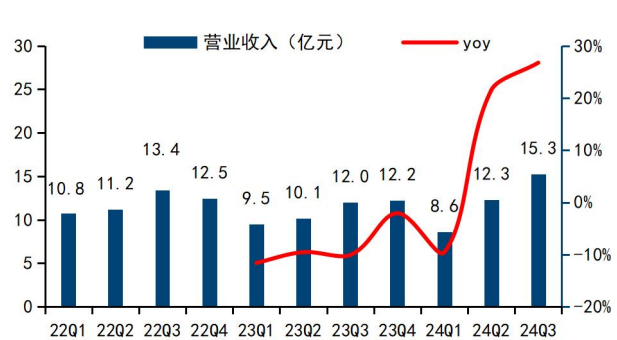
公司 2022 年营收达到 47.82 亿元, 归母净利润达到 12.89 亿元。受到行业竞争加剧、产品降价因素影响, 公司 2023 年业绩呈现下滑, 2023 年营收 43.91 亿元, 同比-8.2%, 归母净利润 7.23 亿元, 同比-44%。2024 年公司依靠领先的成本控制能力, 并抓住新一代动力电池迭代的的市场机遇, 使公司业绩改善显著, 2024 年前三季度公司实现锂电负极材料出货 14.8 万吨, 同比增长超过 55%, 前三季度实现营收 36.2 亿元, 同比+14.2%, 实现归母净利润 5.78 亿元, 同比+1.7%。其中 2024 年 Q3 公司营收 15.3 亿元, 同比+27%, 环比+24%, 实现归母净利润 2.21 亿元, 同比+35%, 环比+6%。

图7: 尚太科技年度营收 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 尚太科技各季度营收 (亿元, %)



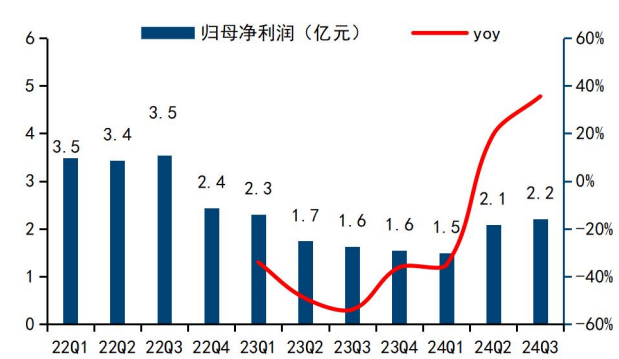
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 尚太科技年度归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 尚太科技各季度归母净利润 (亿元, %)

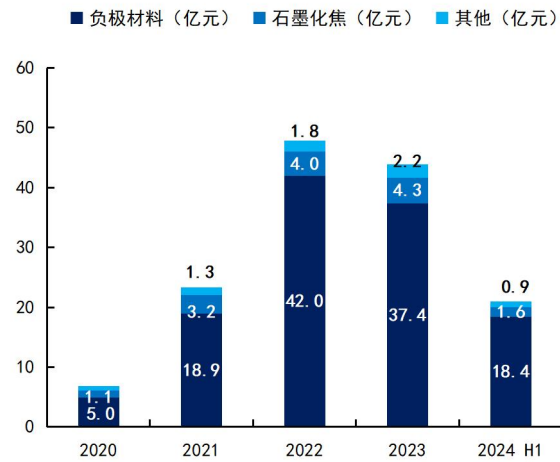


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营收结构来看, 负极材料方面, 2020年至2023年营业收入由5亿元增长至37.4亿元, 年均复合增长率96%, 2024年上半年负极材料实现营收18.4亿元, 占比88%。石墨化焦方面, 2020-2023年营收由1.1亿元增长至4.3亿元, 年均复合增长率58%, 2024年上半年石墨化焦业务实现营收1.6亿元, 营收占比达到7.6%。

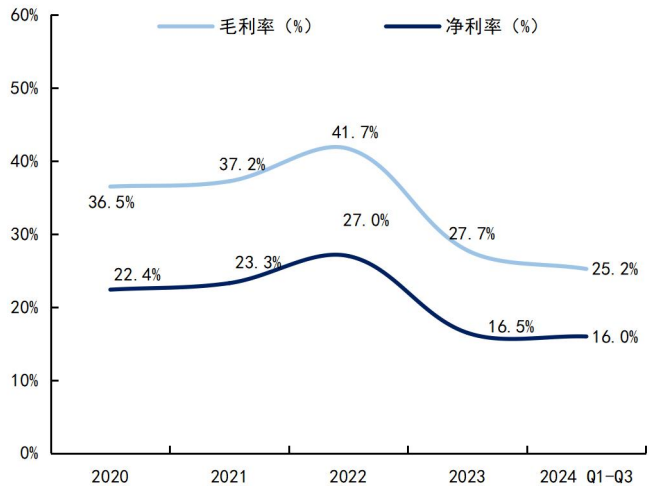
毛利率与净利率方面。公司2022年毛利率达到41.7%, 净利率达到27%, 2023年起受到行业竞争加剧, 产品降价影响, 公司盈利能力呈现下滑, 2024年前三季度实现毛利率40.17%, 同比-2.1pct, 净利率12.76%, 同比-2.9pct。

图11: 尚太科技营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

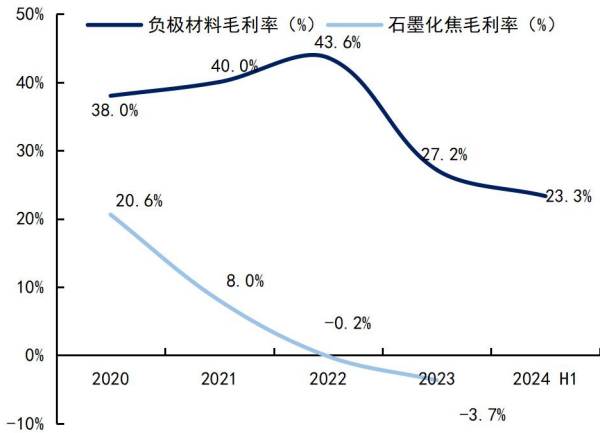
图12: 尚太科技毛利率与净利率趋势 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

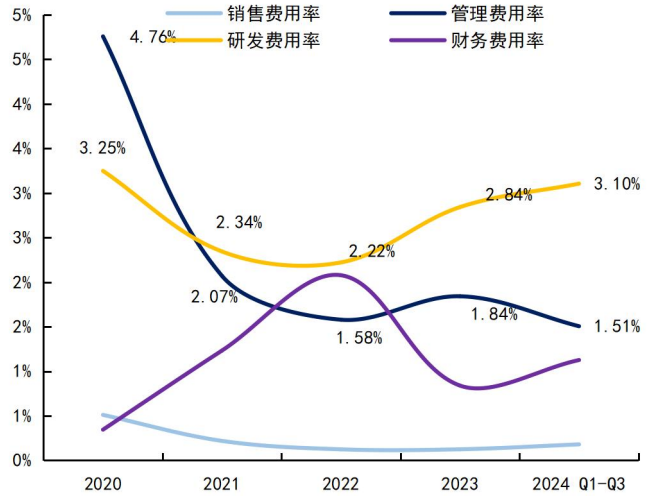
费用端方面整体控制较好, 2023年公司费用率合计5.6%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.12%/1.84%/2.84%/0.84%, 合计期间费用率同比2022年费用率下降0.36pct。2024年前三季度公司费用率合计5.91%, 同比增长0.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.18%/1.51%/3.1%/1.13%。

图13: 尚太科技各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 尚太科技各项费用率 (%)

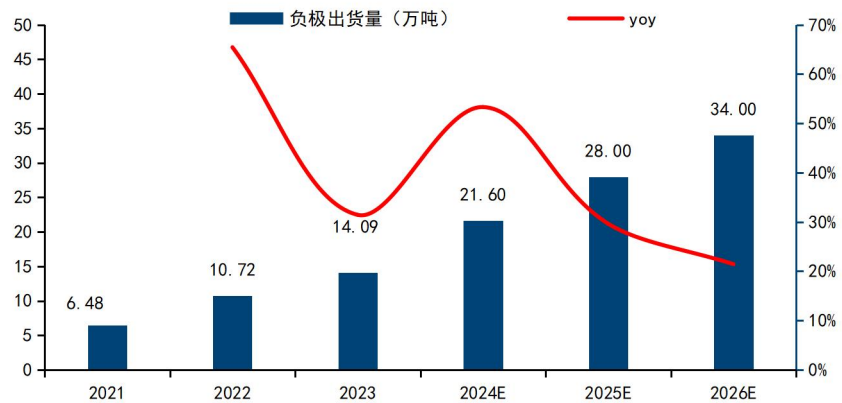


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 公司负极产品出货稳步增长

公司 2023 年负极产品出货 14.09 万吨, 同比+31.4%。2024 年前三季度共出货 14.8 万吨, 同比超过 55%。我们预计公司 2024 全年负极产品出货达到 21.6 万吨, 同比+53%, 2025/2026 年负极产品出货达到 28/34 万吨, 同比+30%/21%。

图15: 尚太科技负极产品历年出货量及预测 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

## 盈利预测

按假设前提，我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.13/9.53/11.27 亿元，同比增长 13%/17%/18%，EPS 分别为 3.12/3.65/4.32 元。

### 假设条件

#### 1. 锂电负极

受益于全球储能和动力电池需求提升，公司作为锂电石墨负极领先企业有望迎来业绩增长。同时公司凭借领先行业的成本优势，有望逐步提升市场份额。

**营收：**我们预计公司 2024-2026 年锂电负极出货 21.6/28/34 万吨，锂电负极单价为 2.12/2.00/2.00（万元/吨），该业务贡献营收为 45.79/56.00/68.00 亿元，2024-2026 年营收增速分别为 22.56%/22.29%/21.43%。

**毛利率：**考虑 2024-2026 年负极产品可能存在降价风险，同时公司通过规模效应降低单位成本对冲产品价格下降风险，我们预计公司 2024-2026 年锂电负极业务毛利率为 23.09%/22.5%/22.5%。

#### 2. 石墨化焦

**营收：**我们预计公司 2024-2026 年石墨化焦业务营收为 4.3/4.5/4.5 亿元，2024-2026 年营收增速分别为-0.49%/4.49%/0%。

**毛利率：**我们预计公司 2024-2026 年石墨化焦业务毛利率为 8.28%/0%/0%。

#### 3. 其他（如金刚石碳源、受托加工服务等）

**营收：**我们预计公司 2024-2026 年其他业务营收为 2.21/2.3/2.3 亿元，2024-2026 年营收增速分别为-0.39%/4.1%/0%。

**毛利率：**我们预计公司 2024-2026 年其他业务毛利率为 98.76%/98.7%/98.7%。

表3: 公司业务拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>锂电负极</b>				
营业收入（亿元）	37.36	45.79	56.00	68.00
Yoy	-11.01%	22.56%	22.29%	21.43%
营业成本（亿元）	27.21	35.22	43.40	52.70
毛利率（%）	27.16%	23.09%	22.50%	22.50%
<b>石墨化焦</b>				
营业收入（亿元）	4.33	4.31	4.50	4.50
Yoy	7.88%	-0.49%	4.49%	0.00%
营业成本（亿元）	4.49	395.00	4.50	4.50
毛利率（%）	-3.66%	8.28%	0.00%	0.00%
<b>其他</b>				
营业收入（亿元）	2.22	2.21	2.30	2.30
营业成本（亿元）	0.03	0.03	0.03	0.03
毛利率（%）	98.73%	98.76%	98.70%	98.70%
<b>合计</b>				
营业收入（亿元）	43.91	52.31	62.80	74.80
Yoy	-8.18%	19.13%	20.06%	19.11%
营业成本（亿元）	31.73	39.20	47.93	57.23
毛利率（%）	27.74%	25.07%	23.68%	23.49%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年实现营收 52.31/62.8/74.8 亿元，同比增长 19.13%/20.06%/19.11%，2024-2026 年公司毛利率分别为 25.07%/23.68%/23.49%。

费用率方面，我们假设 2024-2026 年销售费用率为 0.2%/0.2%/0.2%，管理费用率为 1.5%/1.4%/1.3%，研发费用率为 3.1%/2.9%/2.8%，所得税税率为 19%/17%/17%，股利分配比率为 30%/30%/40%。



表4: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	242.6%	104.7%	-8.2%	19.1%	20.1%	19.1%	12.0%	9.0%	7.0%	5.0%	4.0%	4.0%
营业成本/营业收入	62.8%	58.3%	72.3%	74.9%	76.3%	76.5%	76.2%	76.5%	76.5%	76.5%	76.5%	76.5%
销售费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	2.1%	1.6%	1.8%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
研发费用率	2.3%	2.2%	2.8%	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
营业税金及附加/营业收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税税率	18.1%	19.2%	17.4%	19.1%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
股利分配比率	0.0%	35.7%	35.4%	30.0%	30.0%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	60.0%	70.0%	80.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

## 未来三年业绩预测

表5: 公司未来三年业绩预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	<b>43.91</b>	<b>52.31</b>	<b>62.80</b>	<b>74.80</b>
营业成本 (亿元)	31.73	39.20	47.93	57.23
销售费用 (亿元)	0.05	0.09	0.09	0.11
管理费用 (亿元)	0.81	0.78	0.88	0.97
研发费用 (亿元)	1.25	1.62	1.82	2.09
财务费用 (亿元)	0.37	0.38	0.25	0.29
营业利润 (亿元)	8.73	10.05	11.48	13.57
利润总额 (亿元)	8.75	10.05	11.48	13.57
归属于母公司净利润 (亿元)	<b>7.23</b>	<b>8.13</b>	<b>9.53</b>	<b>11.27</b>
EPS (元)	2.77	3.12	3.65	4.32
ROE	13%	14%	14%	15%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件, 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.13/9.53/11.27 亿元, 同比增长 13%/17%/18%, EPS 分别为 3.12/3.65/4.32 元。

## 盈利预测的敏感性分析

对盈利预测结果做敏感性分析，其中 24/25/26 年乐观场景下营收增速提高 2%，毛利率提升 1pct；悲观情况下营收增速降低 2%，毛利率分别降低 1pct，敏感性测试结果如下表所示。

表6: 盈利预测的敏感性分析

	2024E	2025E	2026E
乐观预测			
营业收入（亿元）	53.19	63.85	76.06
YoY	21.1%	22.1%	21.1%
归母净利润（亿元）	8.71	10.22	16.32
YoY	20.4%	25.7%	26.9%
摊薄 EPS（元）	3.34	3.92	4.63
中性预测			
营业收入（亿元）	52.31	62.80	74.80
YoY	19.1%	20.1%	19.1%
归母净利润（亿元）	8.13	9.53	11.27
YoY	13%	17%	18%
摊薄 EPS（元）	3.12	3.65	4.32
悲观预测			
营业收入（亿元）	51.43	61.75	73.55
YoY	17.1%	18.1%	17.1%
归母净利润（亿元）	7.58	8.86	10.46
YoY	4.8%	8.9%	9.8%
摊薄 EPS（元）	2.9	3.39	4.01

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 69.35-76.65 元,首次覆盖,给予优于大市评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 69.35-76.65 元。

### 绝对估值: 64.14-71.39 元

无风险利率取 2.7%, 股票风险溢价取 6.2%, 由此计算得出的 WACC 为 9.29%。

表7: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.0	T	15.00%
无风险利率	2.7%	Ka	9.52%
股票风险溢价	6.2%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价 (元)	59.92	Ke	9.85%
发行在外股数 (百万)	261	E/(D+E)	90%
股票市值 (E, 百万元)	15637	D/(D+E)	10%
债务总额 (D, 百万元)	944	WACC	9.29%
Kd	5%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值法, 得出公司价值区间为 64.14-71.39 元。

表8: 公司 FCFF 估值表 (百万元, 元/股, %)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	1023	1164	1387	1589	1706	1845	1947	2025	2106	2169	
所得税税率	19%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	
EBIT*(1-所得税税率)	828	966	1151	1319	1416	1531	1616	1681	1748	1801	
折旧与摊销	271	315	351	375	391	399	399	399	399	399	
营运资金的净变动	1047	(451)	(747)	(511)	(444)	(370)	(283)	(237)	(247)	(193)	
资本性投资	(900)	(750)	(600)	(300)	(300)	0	0	0	0	0	
FCFF	1246	79	155	883	1063	1560	1733	1842	1900	2007	28070
PV(FCFF)	1140	66	119	619	682	915	930	905	854	825	11543
核心企业价值 (百万元)	18598										
减: 净债务 (百万元)	944										
股票价值 (百万元)	17654										
每股价值 (元/股)	67.65										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表9: 绝对估值的敏感性分析 (元)

	67.65	WACC 变化				
		8.90%	9.10%	9.30%	9.50%	9.70%
永续增长率变化	2.4%	75.67	72.91	70.4	67.87	65.56
	2.2%	74.03	71.39	68.99	66.56	64.34
	<b>2.0%</b>	<b>72.48</b>	<b>69.95</b>	<b>67.65</b>	<b>65.32</b>	<b>63.18</b>
	1.8%	71.02	68.6	66.39	64.14	62.08
	1.6%	69.65	67.32	65.19	63.02	61.04

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

## 相对估值：69.35-76.65 元

公司为锂电负极行业领先企业，我们选取璞泰来，当升科技和湖南裕能为可比公司，璞泰来主营业务均为锂电池负极，与尚太科技的业务相同且同为行业头部企业，具备可比性。当升科技、湖南裕能主营业务为锂电池正极材料，与尚太科技同属锂电池核心材料企业，具备可比性。我们选取 PE 可比估值方法对公司进行估值，可比公司 2024/2025/2026 年对应平均估值为 27.5/19.1/14.8 倍，考虑到公司为尚太科技在行业中拥有成本优势，市场份额稳步上升，业绩增长确定性较强，我们给予公司 2025 年 19-21 倍估值，相对估值区间为 69.35-76.65 元。

表10: 同类公司估值比较 (2024 年 10 月 28 日)

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)			PE			评级
		10 月 28 日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603659.SH	璞泰来	17.07	0.9	1.16	1.42	19.0	14.7	12.0	优于大市
300073.SZ	当升科技	43.43	1.43	1.8	2.28	30.4	24.1	19.0	优于大市
301358.SZ	湖南裕能	44.24	1.33	2.4	3.34	33.3	18.4	13.2	优于大市
平均						27.5	19.1	14.8	
001301.SZ	尚太科技	62.92	3.12	3.65	4.32	20.2	17.2	14.6	优于大市

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理与预测, 注: 璞泰来、当升科技、湖南裕能盈利预测取自 Wind 一致预期

## 投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

综合上述绝对估值与相对估值的结果，我们认为公司股票合理估值区间在 69.35-76.65 元之间，对应 2024 年动态市盈率 22-24 倍，相对于公司目前股价有 10%-22% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.13/9.53/11.27 亿元，同比增长 13%/17%/18%，对应当前 PE 为 20/17/15 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 69.35-76.65 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资本成本  $K_e$  对公司估值影响较大,我们在计算  $K_e$  时采用的无风险利率为 2.7%、股票风险溢价 6.2% 的取值都有可能偏低、导致  $K_e$  计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处锂电负极行业当前保持稳健增长,但是远期可能面临行业增长减慢甚至下滑的可能,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了璞泰来、当升科技、湖南裕能为可比公司进行比较,选取了可比公司 2024-2026 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司锂电负极行业中具备成本优势,市场份额稳步上升,最终给予公司 2025 年 19-21 倍估值,相对当下股价有 10%-22% 溢价空间,上述估值存在以下风险:选取的可比公司下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,可能存在给予目标公司估值过高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2024-2026 年我们预计实现营收 52.31/62.8/74.8 亿元,同比增长 19.13%/20.06%/19.11%,可能存在对公司产品销量及行业需求预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2024-2026 年毛利率 25.07%/23.68%/23.49%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若新能源汽车、锂电池等行业下游需求不及预期,可能也存在未来几年业绩高估的风险。

### 经营风险

**原材料及电力价格波动的风险:**公司采购的主要原材料为石油焦、针状焦、中硫煨后石油焦等焦类原料,焦类原料隶属于石油化工行业,其供需关系和价格呈现较大的波动。电力为公司生产所需的主要能源,是石墨化生产成本的主要影响因素。如果焦类原料或电力价格有所上调,且公司未能及时采取包括寻求替代原材料和能源动力、调整生产基地以及向下游客户转嫁等措施,则公司面临成本上升,进而经营业绩下降的风险。

**客户集中的风险:**公司对宁德时代及其子公司销售占比较高,主要为下游新能源汽车动力电池、储能电池行业集中度较高,主要客户宁德时代的下游动力电池、

储能电池龙头地位所致。近年来，公司与宁德时代建立了良好的合作关系，销售规模持续增加，并逐步扩大生产能力，以适应其快速增长的需求。但是，如果未来公司不能持续获得宁德时代及其子公司的订单，且未能及时拓展新客户，则会对公司经营业绩产生重大不利影响。

### 宏观经济变动与产业政策风险

公司产品目前主要服务于下游动力电池及新能源汽车等行业，与宏观经济的整体运行密切相关。目前国内外宏观经济存在一定的不确定性，宏观经济形势变化及突发性事件仍有可能对公司生产经营产生一定的影响，若未来经济景气度低迷甚至下滑，将影响下游动力锂电池及新能源汽车行业的发展，进而对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。此外，公司主营业务的开展与下游动力锂电池及新能源汽车产业政策密切相关，未来如果相关产业政策发生调整或产业政策推动力度不达预期，导致下游行业对于公司产品的需求增速放缓，将对公司的经营业绩和财务状况产生不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2151	134	879	701	342	营业收入	4782	4391	5231	6280	7480
应收款项	2217	1725	2150	2237	2664	营业成本	2790	3173	3920	4793	5723
存货净额	1473	1092	1396	1707	2038	营业税金及附加	17	31	38	44	52
其他流动资产	329	1711	118	240	286	销售费用	6	5	9	9	11
<b>流动资产合计</b>	<b>6251</b>	<b>4729</b>	<b>4582</b>	<b>4932</b>	<b>5388</b>	管理费用	75	81	78	88	97
固定资产	2282	2369	3012	3461	3724	研发费用	106	125	162	182	209
无形资产及其他	216	211	197	183	169	财务费用	99	37	38	25	29
其他长期资产	121	108	105	126	150	投资收益	(0)	6	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(101)	(79)	(40)	(40)	(40)
<b>资产总计</b>	<b>8870</b>	<b>7418</b>	<b>7896</b>	<b>8702</b>	<b>9431</b>	其他收入	110	87	90	80	70
短期借款及交易性金融负债	1926	764	500	500	300	营业利润	1597	873	1005	1148	1357
应付款项	418	202	322	394	470	营业外净收支	(0)	2	0	0	0
其他流动负债	234	199	200	196	175	<b>利润总额</b>	<b>1597</b>	<b>875</b>	<b>1005</b>	<b>1148</b>	<b>1357</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3392</b>	<b>1184</b>	<b>1075</b>	<b>1152</b>	<b>1020</b>	所得税费用	307	152	192	195	231
长期借款及应付债券	0	444	444	444	444	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	281	125	125	125	125	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1289</b>	<b>723</b>	<b>813</b>	<b>953</b>	<b>1127</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>281</b>	<b>569</b>	<b>569</b>	<b>569</b>	<b>569</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3673</b>	<b>1753</b>	<b>1644</b>	<b>1721</b>	<b>1589</b>	净利润	1289	723	813	953	1127
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(55)	(105)	(10)	(20)	(20)
股东权益	5197	5664	6222	6931	7771	折旧摊销	124	249	271	315	351
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8870</b>	<b>7418</b>	<b>7866</b>	<b>8652</b>	<b>9361</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	99	37	38	25	29
每股收益	2.77	3.12	3.65	4.32	4.32	营运资本变动	(1499)	(1541)	1047	(451)	(747)
每股红利	0.98	0.94	1.10	1.73	1.73	其它	(654)	258	68	55	59
每股净资产	21.71	23.84	26.56	29.78	29.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>(794)</b>	<b>(416)</b>	<b>2189</b>	<b>852</b>	<b>770</b>
ROIC	29%	11%	12%	13%	14%	资本开支	(929)	(270)	(900)	(750)	(600)
ROE	37%	13%	14%	14%	15%	其它投资现金流	4	(1191)	14	(11)	(14)
毛利率	42%	28%	25%	24%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(925)</b>	<b>(1461)</b>	<b>(886)</b>	<b>(761)</b>	<b>(614)</b>
EBIT Margin	37%	22%	20%	19%	19%	权益性融资	2064	4	0	0	0
EBITDA Margin	40%	28%	25%	24%	23%	负债净变化	1773	315	(264)	0	(200)
收入增长	105%	-8%	19%	20%	19%	支付股利、利息	0	(460)	(256)	(244)	(286)
净利润增长率	137%	-44%	13%	17%	18%	其它融资现金流	1773	(129)	(264)	0	(200)
资产负债率	41%	24%	21%	20%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>3737</b>	<b>(178)</b>	<b>(557)</b>	<b>(269)</b>	<b>(515)</b>
息率	1.6%	1.5%	1.7%	2.7%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>2018</b>	<b>(2055)</b>	<b>745</b>	<b>(178)</b>	<b>(359)</b>
P/E	22.7	20.2	17.2	14.6	14.6	货币资金的期初余额	121	2151	134	879	701
P/B	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1	货币资金的期末余额	2151	134	879	701	342
EV/EBITDA	10.5	14.8	14.0	12.3	10.4	企业自由现金流	(861)	(756)	1246	79	155
						权益自由现金流	832	(471)	952	58	(69)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032