

公司研究

行业景气低迷，24 年公司盈利下滑

——石大胜华（603026.SH）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年度报告，24 年公司实现营业收入 55.47 亿元，同比-1.56%，实现归母净利润 0.16 亿元，同比-12.32%。其中，24Q4 实现营业收入 13.86 亿元，同比+12.19%，环比-9.98%；实现归母净利润 0.05 亿元，同比增加 0.57 亿元，环比增加 0.32 亿元。

24 年公司收入、盈利同比均下滑，产品销量稳步提升。24 年公司业绩有所下滑，主要系锂电行业景气度下降，碳酸酯系列产品价格下跌所致。但是，24 年公司产品销量稳步提升，碳酸二甲酯系列、甲基叔丁基醚系列、气体系列分别实现销量 77.39、20.98、1.45 万吨，同比分别增加 14.49%、9.97%、0.85%。产能建设方面，截至 24 年底，公司现有碳酸二甲酯 10 万吨/年、碳酸甲乙酯 9 万吨/年、碳酸乙烯酯 5 万吨/年、六氟磷酸锂 2000 吨/年、添加剂 6330 吨/年产能，此外，另有 MTBE 产能 20 万吨/年。毛利率方面，24 年公司实现销售毛利率 5.45%，同比下降 1.06pct。费用率方面，24 年公司销售、管理、研发、财务费用分别为 1.5%、2.3%、4.3%、0.1%，同比分别变动-0.1、-0.04、+0.9、+0.2pct。

碳酸酯多基地协同生产，24 年公司各溶剂装置保持高负荷开工率。公司是国内目前生产基地最多的碳酸酯生产供应商（东营、济宁、泉州、武汉），同时拥有日本、韩国、捷克等多家海外分支机构，多基地协同生产，公司的稳定供应优势十分突出，有利于巩固 DMC 以及整个碳酸酯溶剂的行业领先地位。2024 年碳酸酯行业产能仍保持高速扩张的趋势，近翻倍式增长，电解液溶剂市场供需矛盾未有缓解趋势，行业整体开工率仅 2-3 成左右。24 年公司溶剂在满足电解液自用的情况下，仍以积极销售为主，在溶剂行业竞争十分激烈的情况下，各溶剂装置仍保持着高负荷开工率。

电解液产能建设及新增产能放量稳步推进，产业链一体化优势显著。公司现已实现从上游环氧丙烷到中游电解液所需的碳酸酯溶剂、锂盐及添加剂的全产业链布局，为目前电解液行业唯一将上游延伸至环氧丙烷的公司。公司可实现 95%以上基础原材料自供，具有极高的产业链配套优势。电解液产能建设方面，24 年公司东营基地 30 万吨电解液产能稳步提升，全年实现出货量 6 万多吨，同比增幅高达 3 倍以上。2024 年 6 月份公司武汉基地 20 万吨电解液项目投产，并成功交付第一批产品，已实现客户快速导入。

盈利预测、估值与评级：考虑到锂电行业景气程度仍然较低，我们下调公司 25-26 年的盈利预测，新增 27 年的盈利预测。预计 25-27 年的归母净利润分别为 0.54（下调 77.3%）/0.95（下调 73.3%）/1.44 亿元。公司正在快速扩充电解液等产品产能并积极扩大自身锂电材料品种范围，我们看好新增产能落地放量后为公司带来的成长空间及业绩增量，维持公司“买入”评级。

风险提示：产能建设不及预期，下游需求不及预期，产品及原料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,635	5,547	5,963	6,440	6,985
营业收入增长率	-32.24%	-1.56%	7.50%	8.01%	8.46%
净利润（百万元）	19	16	54	95	144
净利润增长率	-97.90%	-12.32%	227.67%	76.97%	51.48%
EPS（元）	0.09	0.08	0.27	0.47	0.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.48%	0.42%	1.36%	2.35%	3.44%
P/E	371	423	129	73	48
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-17，注：2023 年及以后公司总股本为 2.03 亿股。

买入（维持）

当前价：34.29 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：胡星月

执业证书编号：S0930524070016

010-56513142

huxingyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.03
总市值(亿元):	69.50
一年最低/最高(元):	25.89/47.32
近 3 月换手率:	118.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.90	4.09	-24.22
绝对	-6.52	3.03	-18.42

资料来源：Wind

相关研报

碳酸酯系列产品价格下跌 23 年业绩承压，24Q1 业绩环比改善——胜华新材（603026.SH）2023 年年度报告及 2024 年一季报点评（2024-05-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,635	5,547	5,963	6,440	6,985
营业成本	5,268	5,245	5,519	5,929	6,412
折旧和摊销	235	285	387	420	452
税金及附加	24	18	20	21	23
销售费用	87	82	88	95	103
管理费用	131	127	119	129	140
研发费用	192	238	209	225	244
财务费用	-3	5	2	-18	-49
投资收益	0	-8	0	0	0
营业利润	-75	-147	65	114	172
利润总额	-77	-141	67	116	173
所得税	-14	-66	10	17	26
净利润	-63	-75	57	98	147
少数股东损益	-81	-92	3	3	3
归属母公司净利润	19	16	54	95	144
EPS(元)	0.09	0.08	0.27	0.47	0.71

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-432	-448	906	546	438
净利润	19	16	54	95	144
折旧摊销	235	285	387	420	452
净营运资金增加	-906	1,540	-434	-17	145
其他	220	-2,290	899	48	-302
投资活动产生现金流	-775	-1,733	-576	-570	-570
净资本支出	-811	-554	-570	-570	-570
长期投资变化	34	34	0	0	0
其他资产变化	2	-1,212	-6	0	0
融资活动现金流	676	1,745	-276	53	165
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	693	1,803	-274	35	116
无息负债变化	245	632	73	184	214
净现金流	-542	-436	54	29	33

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	6.5%	5.4%	7.4%	7.9%	8.2%
EBITDA 率	3.4%	3.3%	7.5%	8.0%	8.2%
EBIT 率	-0.9%	-1.9%	1.0%	1.5%	1.8%
税前净利润率	-1.4%	-2.5%	1.1%	1.8%	2.5%
归母净利润率	0.3%	0.3%	0.9%	1.5%	2.1%
ROA	-0.9%	-0.8%	0.6%	1.0%	1.4%
ROE (摊薄)	0.5%	0.4%	1.4%	2.4%	3.4%
经营性 ROIC	-0.8%	-0.8%	0.7%	1.2%	1.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40%	55%	54%	54%	55%
流动比率	0.92	1.06	1.03	1.02	1.03
速动比率	0.74	0.90	0.87	0.85	0.86
归母权益/有息债务	3.76	1.37	1.54	1.56	1.54
有形资产/有息债务	6.71	3.25	3.53	3.60	3.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,276	9,649	9,505	9,822	10,299
货币资金	646	304	358	386	419
交易性金融资产	1	1	1	1	1
应收账款	613	1,389	1,075	1,161	1,425
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	31	65	12	13	14
存货	425	603	589	634	687
其他流动资产	294	1,510	1,510	1,510	1,510
流动资产合计	2,089	3,948	3,623	3,790	4,148
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	34	34	34	34	34
固定资产	2,387	3,944	4,070	4,162	4,220
在建工程	2,306	1,198	1,187	1,179	1,173
无形资产	319	372	384	396	408
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	82	20	20	20	20
非流动资产合计	5,187	5,701	5,882	6,032	6,150
总负债	2,891	5,325	5,124	5,343	5,673
短期借款	368	1,007	713	728	823
应付账款	1,272	1,410	1,484	1,594	1,724
应付票据	222	779	820	881	953
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	18	18	18	18
流动负债合计	2,260	3,717	3,504	3,702	4,012
长期借款	568	1,571	1,591	1,611	1,631
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	6	6	6	6
非流动负债合计	631	1,608	1,621	1,641	1,661
股东权益	4,386	4,324	4,381	4,479	4,626
股本	203	203	203	203	203
公积金	570	564	564	564	564
未分配利润	3,091	3,099	3,153	3,248	3,393
归属母公司权益	3,891	3,896	3,950	4,045	4,189
少数股东权益	495	428	431	434	437

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.54%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
管理费用率	2.32%	2.29%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.05%	0.10%	0.03%	-0.28%	-0.70%
研发费用率	3.41%	4.30%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	18%	47%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-2.13	-2.21	4.47	2.69	2.16
每股净资产	19.20	19.22	19.49	19.96	20.67
每股销售收入	27.80	27.37	29.42	31.78	34.46

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	371	423	129	73	48
PB	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	46.3	57.9	23.0	20.0	18.2
股息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP