

持续投资聚焦核心业务，创新驱动提升经营质量

——贵研铂业动态跟踪

核心观点

- 持续投资新材料制造板块，聚焦高毛利业务。**公司贵金属业务主要涉及制造、回收与贸易三大方面。2022-24 年公司贵金属回收与贸易业务营收占比约为 60%-70%，规模做大的同时盈利能力却不强，毛利占比仅为 40%左右。贵金属新材料制造业务因具备较高的技术门槛，从而维持了较好的利润水平，2024 年该板块以 30% 的营业收入贡献了 56% 毛利。随着管理层更新，公司持续投资建设新材料制造项目，此前已陆续公告建设贵金属绿色新材料产业园、上海稀贵金属创新平台、上海佘山贵金属新材料产业基地，6 月公告建设的工业催化剂项目，是公司新材料制造板块毛利率最高的细分领域之一，有助于公司进一步聚焦高毛利的贵金属制造业务。
- 研发构筑化工行业壁垒，创新驱动提升经营质量。**贵金属工业催化剂业务因其在石油化工、医药合成、精细化工等领域具备较广的产业应用，但同时也要企业具备较强的研发实力与生产能力而形成了行业门槛。公司 6 月公告投资建设 800t/a 石油化工贵金属催化剂生产线、100t/a 煤化工贵金属催化剂生产线、20t/a 精细化工贵金属催化剂生产线与 50t/a 非贵金属催化剂生产线，有望显著扩大公司贵金属工业催化剂产能规模，进一步支撑公司贵金属新材料制造业务向高性能化、多功能化及绿色化转型发展，显著提升公司整体经营质量。
- 全球化工产业转移背景下，公司化工催化剂业务有望实现增长。**根据化工新材料网统计，2023 年至 2025 年 7 月，巴斯夫、陶氏、壳牌等企业持续关闭退出位于欧洲的化工装置。我们认为在欧洲高成本的电价及环保政策下，老旧、不具备可持续性的欧洲化工装置或将持续退出，全球化工产业的重心有望加速向亚太地区转移。2024 年公司工业催化剂产量为 295 吨，工艺技术和生产规模在国内领先。随着公告的产业项目投资建设完成，公司工业催化剂产能将显著提升，中长期来看有望更好地承接全球化工产业转移下国内需求的增长，实现高毛利产品的销售增长。

盈利预测与投资建议

- 我们根据当前铂金价格及公司产能，调整 2025-26 年并新增 2027 年 EPS 预测分别为 0.88、1、1.08 元（原预测 2025-26 年 EPS 为 1.06、1.23 元），根据可比公司 2025 年 PE 估值水平，给予公司 21X 估值，对应目标价 18.48 元，维持买入评级。

风险提示

新增产能投放节奏不及预期；经济下行影响主要产品需求；金属价格大幅波动

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,086	47,504	56,494	60,739	65,789
同比增长(%)	10.6%	5.4%	18.9%	7.5%	8.3%
营业利润(百万元)	608	736	818	925	998
同比增长(%)	15.0%	21.1%	11.0%	13.1%	7.9%
归属母公司净利润(百万元)	468	579	670	762	825
同比增长(%)	15.1%	23.7%	15.6%	13.8%	8.2%
每股收益(元)	0.62	0.76	0.88	1.00	1.08
毛利率(%)	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
净利率(%)	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
净资产收益率(%)	7.5%	8.5%	9.1%	9.6%	9.7%
市盈率	25.7	20.8	18.0	15.8	14.6
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年07月31日）	15.11 元
目标价格	18.48 元
52 周最高价/最低价	16.71/11.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,030/75,384
A 股市值（百万元）	11,488
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 07 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.92	-1.04	16.46	14.29
相对表现%	-7.15	-4.58	8.37	-4.11
沪深 300%	-1.77	3.54	8.09	18.4



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

李一涛 liyitao@orientsec.com.cn

相关报告

稳中求进，24 年力争营收 500 亿：——贵研铂业 2024-04-30
研铂业 2023 年报及 2024 年一季报点评
业绩增长复合预期，核心业务发展质量稳步提升：——贵研铂业 2023 中报点评

表 1：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			PE		
			2025/7/31	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
格林美	002340	6.45	0.33	0.49	0.67	19.31	13.11	9.65
国瓷材料	300285	18.40	0.76	0.91	1.08	24.29	20.31	17.00
驰宏锌锗	600497	5.47	0.38	0.41	0.44	14.42	13.23	12.38
中金岭南	000060	4.72	0.31	0.34	0.34	15.41	14.09	13.78
中触媒	688267	28.29	1.10	1.27	1.50	25.61	22.25	18.88
凯立新材	688269	36.77	1.22	1.69	2.09	30.09	21.81	17.62
调整后平均						21.00	17.00	15.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,780	2,887	1,695	1,822	1,974	营业收入	45,086	47,504	56,494	60,739	65,789
应收票据、账款及款项融资	2,884	4,469	5,481	5,893	6,383	营业成本	43,685	46,115	54,936	59,050	63,957
预付账款	456	266	316	340	368	销售费用	64	82	94	106	105
存货	4,231	4,330	5,159	5,545	6,006	管理费用	378	368	339	364	362
其他	526	572	587	594	602	研发费用	340	339	450	498	592
流动资产合计	9,877	12,524	13,238	14,194	15,333	财务费用	74	98	121	145	158
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	96	104	100	100	100
固定资产	1,246	1,160	1,410	1,656	1,793	公允价值变动收益	16	9	15	15	15
在建工程	114	294	564	665	472	投资净收益	30	35	30	30	30
无形资产	210	243	231	223	214	其他	114	294	320	405	439
其他	327	323	322	321	321	营业利润	608	736	818	925	998
非流动资产合计	1,897	2,020	2,528	2,864	2,799	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	11,775	14,544	15,765	17,058	18,132	营业外支出	1	23	2	2	2
短期借款	710	1,193	1,473	2,013	2,269	利润总额	607	715	817	924	997
应付票据及应付账款	348	1,437	1,712	1,840	1,993	所得税	113	101	115	131	141
其他	1,453	2,113	2,181	2,213	2,251	净利润	495	614	701	793	856
流动负债合计	2,510	4,743	5,366	6,067	6,513	少数股东损益	27	34	31	31	31
长期借款	1,797	1,589	1,589	1,589	1,589	归属于母公司净利润	468	579	670	762	825
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.62	0.76	0.88	1.00	1.08
其他	693	847	847	847	847						
非流动负债合计	2,490	2,436	2,436	2,436	2,436	主要财务比率					
负债合计	5,000	7,179	7,802	8,502	8,949		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	267	289	320	351	383	成长能力					
实收资本(或股本)	761	761	760	760	760	营业收入	10.6%	5.4%	18.9%	7.5%	8.3%
资本公积	4,410	4,532	4,612	4,612	4,612	营业利润	15.0%	21.1%	11.0%	13.1%	7.9%
留存收益	1,315	1,750	2,237	2,798	3,394	归属于母公司净利润	15.1%	23.7%	15.6%	13.8%	8.2%
其他	21	34	34	34	34	获利能力					
股东权益合计	6,774	7,366	7,963	8,556	9,183	毛利率	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
负债和股东权益总计	11,775	14,544	15,765	17,058	18,132	净利率	1.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
						ROE	7.5%	8.5%	9.1%	9.6%	9.7%
						ROIC	5.6%	7.1%	7.1%	7.4%	7.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.5%	49.4%	49.5%	49.8%	49.4%
净利润	495	614	701	793	856	净负债率	11.1%	9.6%	27.4%	30.3%	29.4%
折旧摊销	116	78	115	142	167	流动比率	3.93	2.64	2.47	2.34	2.35
财务费用	74	98	121	145	158	速动比率	2.23	1.73	1.51	1.43	1.43
投资损失	(30)	(35)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	17	(540)	(1,563)	(669)	(796)	应收账款周转率	26.1	20.9	17.1	16.3	16.4
其它	72	595	(19)	(11)	(18)	存货周转率	10.6	10.7	11.6	11.0	11.1
经营活动现金流	743	810	(674)	372	338	总资产周转率	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7
资本支出	(204)	(197)	(619)	(484)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	2	0	0	0	0	每股收益	0.62	0.76	0.88	1.00	1.08
其他	23	(153)	45	45	45	每股经营现金流	0.98	1.06	-0.89	0.49	0.44
投资活动现金流	(179)	(350)	(574)	(439)	(55)	每股净资产	8.56	9.31	10.05	10.79	11.58
债权融资	(1,804)	700	0	0	0	估值比率					
股权融资	216	121	79	0	0	市盈率	25.7	20.8	18.0	15.8	14.6
其他	(473)	(746)	(24)	194	(132)	市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(2,061)	75	55	194	(132)	EV/EBITDA	16.6	14.6	12.6	10.9	10.0
汇率变动影响	14	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.5	15.9	14.1	12.4	11.5
现金净增加额	(1,484)	542	(1,193)	127	151						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。