



原材料涨价压力加剧，公司业绩波动加大

——翔丰华（300890.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

原材料涨价压力加剧，公司业绩波动加大

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 6 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 6.88 亿元，同比-2.8%，归母净利-0.03 亿元，同比-107.7%，扣非净利-0.15 亿元，同比-159.7%；毛利率 12.4%，同比-6.23pcts，归母净利率-0.4%，同比-109.03%。25Q2 公司实现营收 3.82 亿元，同/环比+1.9%/+24.7%；归母净利 0.05 亿元，同/环比-79.5%/-163.9%；扣非净利-0.04 亿元，同/环比-134.0%/-56.6%；毛利率 10.4%，同比/环比-7.10pct/-4.50pcts；归母净利率 1.4%，同比/环比-5.2pct/+4.1pcts；EPS 为 -0.02 元，符合预期。
- **下游增速放缓，营收有所下滑。**2025 年上半年，公司营业收入实现 6.88 亿元，同比-2.80%。公司专攻石墨负极材料领域，同比下滑 3.04%，占总业务量 99.5%，主要受公司下游行业增速放缓所致，负极材料产能增长，供求环境阶段性失衡，行业竞争加剧，产品单价下降。
- **上游原材料价格上升，毛利率大跳水。**由于上游石油焦价格大幅上升，公司毛利率大幅降低，由 2024 年的 22.6%下滑至 25H1 的 12.4%。上游石油焦成本占负极材料成本 40%左右，国内石油焦生产不及下游负极材料需求，价格从 2024 年 1 月最低价 1930 元持续上涨至 2025 年 2 月的 3990 元/吨；海外石油焦进口需求提升，2025 年 3 月进口石油焦价格接近 160 美元/吨，环比上涨 4.7%左右。
- **前瞻布局下一代非石墨类负极材料。**硅基负极理论容量达 4200mAh/g（石墨 10 倍以上），原料储备丰富，有广阔的商业化应用前景。目前，公司已涉及硅碳负极、硬碳负极、石墨烯等新型碳材料领域，并具备了产业化基本条件。
- **投资建议：**公司是行业内重要的负极材料供应商，现石墨负极材料技术完善，致力于做强新型碳材料产业，国内产能布局完善，积极推进出海布局。依托自身负极材料技术优势，坚持降本增效，有一定长期空间。预计公司 2025-2027 年营收分别为 15/17/18 亿元；归母净利分别为 0.5/0.6/0.9 亿元，EPS 0.44、0.53、0.72 元/股，对应 PE 72x/59x/44x。首次覆盖给予“中性”评级
- **风险提示：**行业竞争加剧、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	1,388.34	1,533.30	1,681.95	1,812.56
同比	-17.67%	10.44%	9.69%	7.77%
归母净利润/百万元	49.55	52.10	63.34	85.73
同比	-40.23%	5.13%	21.59%	35.34%
EPS/元	0.42	0.44	0.53	0.72
PE	75.30	71.63	58.91	43.53

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

翔丰华 (300890.SZ)

中性 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

市场数据

2025-08-05

A 股收盘价/元	31.27
上证指数	3,617.60
总股本（亿股）	1.19
实际流通 A 股（亿股）	1.09
流通 A 股市值（亿元）	37.22

市场表现

2025-08-05



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩有所下滑	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	9
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 专注石墨负极材料，绑定大客户赢发展	12
三、 投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	15
(三) 投资建议	15
四、 风险提示	16

一、25H1 业绩有所下滑

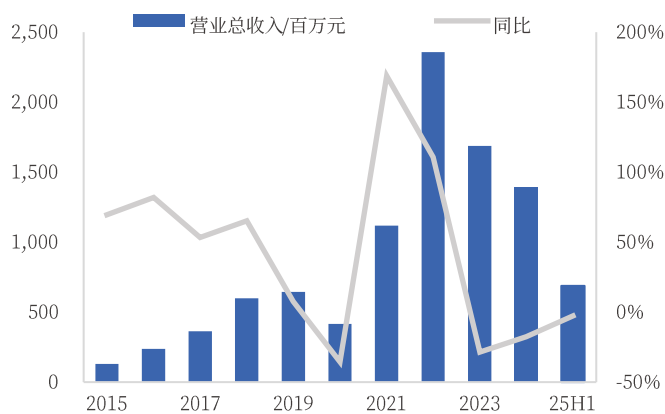
（一）营收及盈利能力

公司营收有所下滑，核心业务石墨负极材料。2025 年上半年，公司营业收入实现 6.88 亿元，同比-2.80%。公司专攻石墨负极材料领域，占总业务量 99.5%，同比下滑 3.04%，主要受公司下游行业增速放缓所致，负极材料产能增长，供求环境阶段性失衡，行业竞争加剧，产品单价下降。

25Q2 公司营收 3.82 亿元，同比微增 1.9%，在一季度营收环比大幅下滑态势下，二季度营收有所恢复，实现环比增速 24.7%。

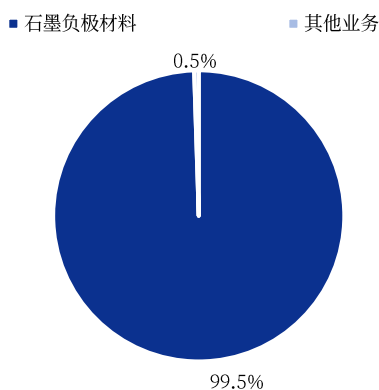
分地区看，公司 25H1 华东地区业务 79.7%，同比+1.67pcts，保持稳定增长；华中、其他地区分别同比+8.84%/+8.93%，增长态势良好；华南地区表现不佳，同比-69.70%，是造成公司 25H1 营业收入小幅降低的主要原因。

图1：25H1 公司营业总收入同比-2.8%



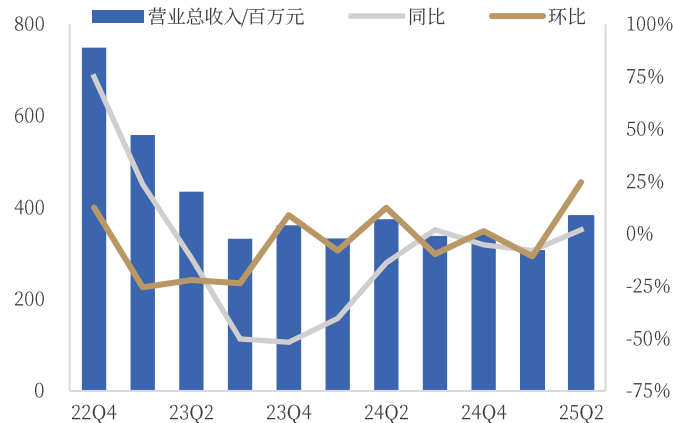
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图3：25H1 公司核心业务石墨负极材料贡献 99.5%收入



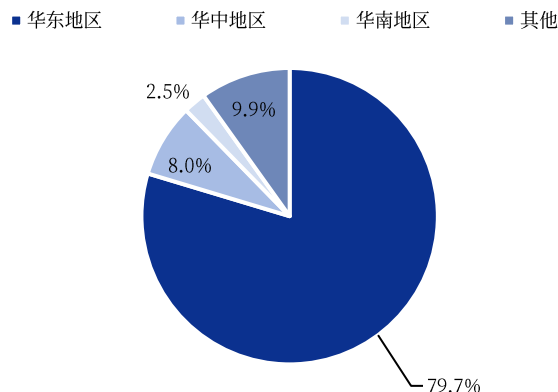
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入同比+1.9%、环比+24.7%



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

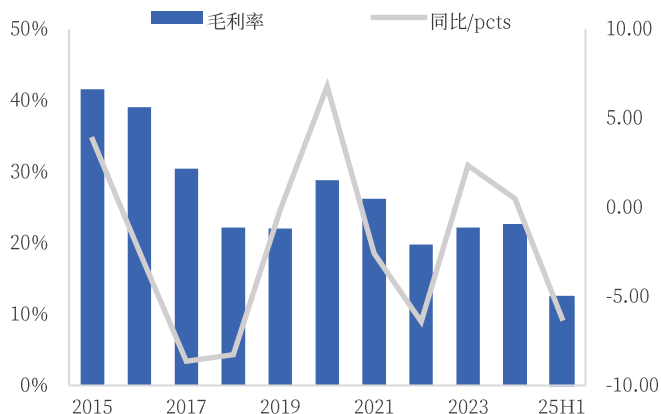
图4：25H1 公司华东地区市场份额提升至 79.7%



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

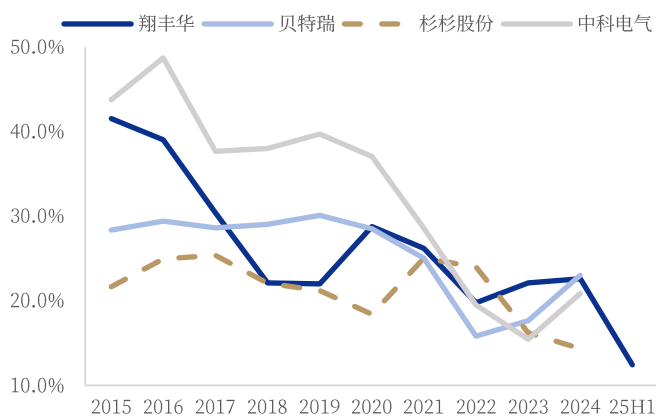
25Q2 公司毛利率持续下滑。25H1 公司销售毛利率 12.4%，同比-6.23pcts 至历史最低，主要系市场竞争加剧、负极材料价格下行，以及原材料价格剧烈波动、销售成本上升。上游石油焦成本占负极材料 40%左右，受国内环保严控，国内石油焦生产增速不及下游负极材料需求，价格从 2024 年 1 月最低价格 1930 元持续上涨至 2025 年 2 月的 3990 元/吨；海外石油焦进口需求提升，2025 年 3 月进口石油焦价格接近 160 美元/吨，环比上涨 4.7%左右。25Q2 公司销售毛利率在 25Q1 严重下滑的态势下持续降低，环比-4.50pct 至历史最低位 10.4%。

图5: 25H1 公司毛利率 12.4%



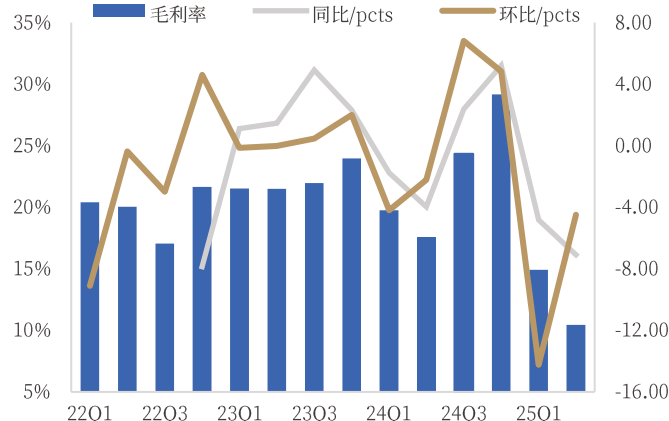
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图7: 可比公司毛利率对比



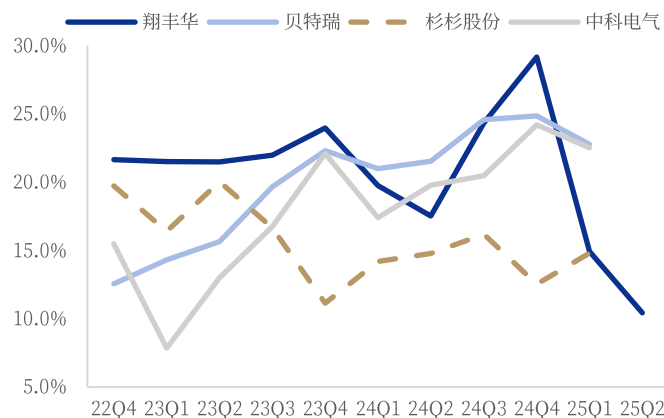
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图6: 25Q2 公司毛利率 10.04%



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

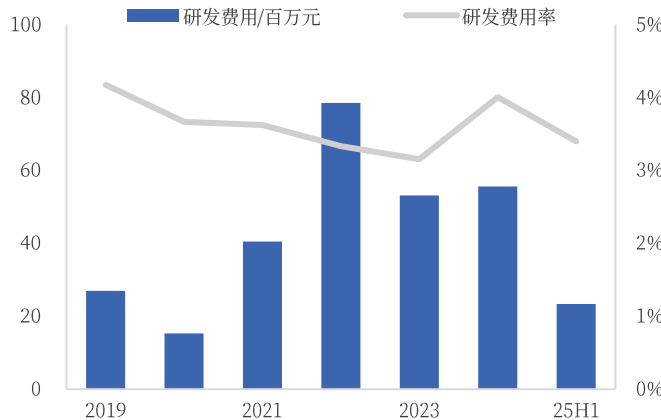
图8: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

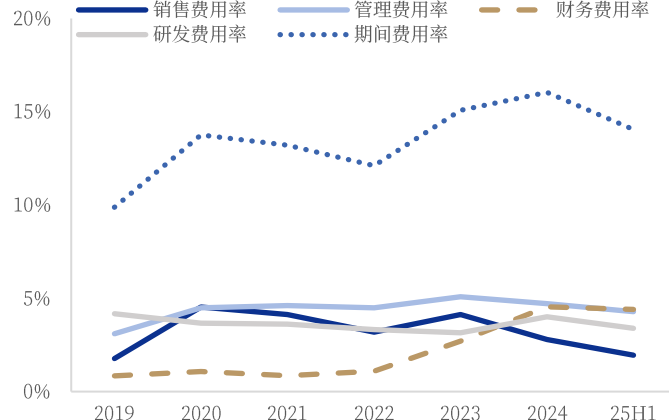
持续控费，坚持保证研发投入。25H1 公司期间费用率为 14.0%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.0%、4.3%、3.4%、4.4%，销售/管理费用率随费用控制加强，降至五年来最低。公司不断加大对新技术、新产品和新工艺的研发投入，成效显著，目前公司已拥有授权发明专利 71 项。25Q2 公司期间费用率达两年来最低点 12.4%，公司为尽可能减小成本和营收波动和对盈利能力的打击，将销售费用率/管理费用率降低至两年来最低点 1.8%/3.8%，研发费用率也降至 2.6%。

图9: 25H1 公司研发费率 3.4%



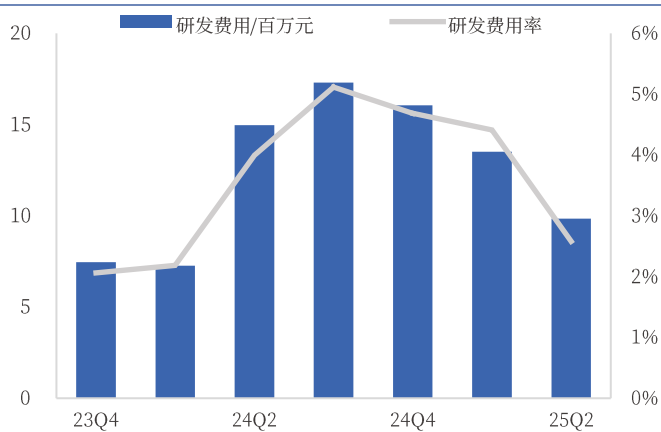
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图10: 25H1 公司期间费用降至 14.0%



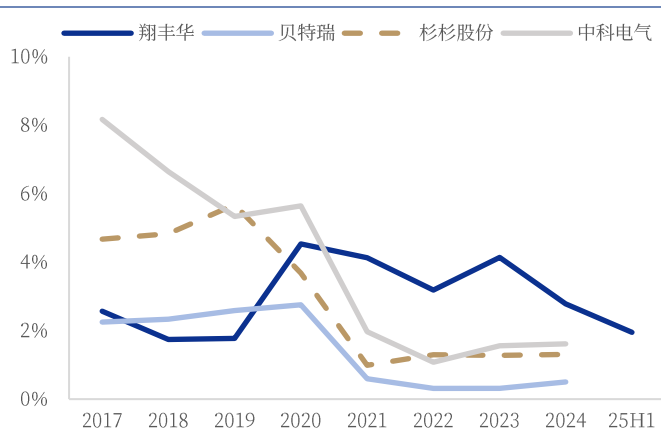
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司研发费率 2.6%



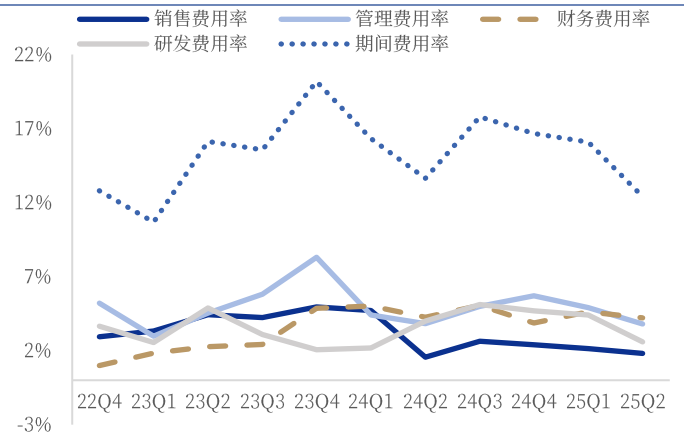
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图13: 25H1 可比公司销售费用率对比



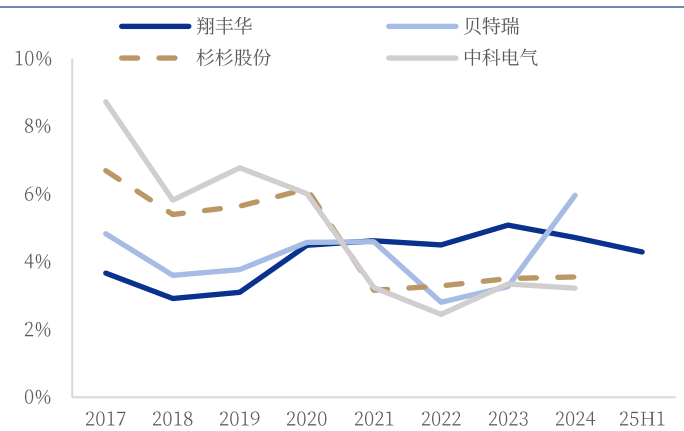
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图12: 25Q2 公司期间费用率降至 12.4%



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

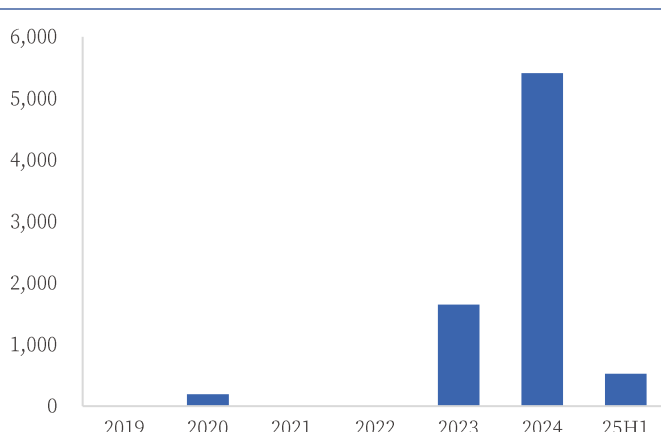
图14: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

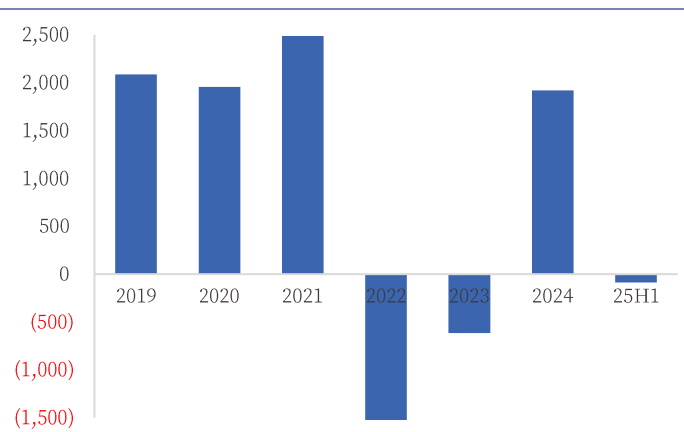
2025 年上半年公司资产减值损失为 525 万元，主要系产品价格下降计提的存货减值损失；信用减值损失-88 万元，主要是报告期内客户回款增加，前期计提的信用减值损失冲回所致。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营稳健，公司客户关系较优质。

图15: 25H1 公司资产减值损失 525 万元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图16: 25H1 公司信用减值损失-88 万元

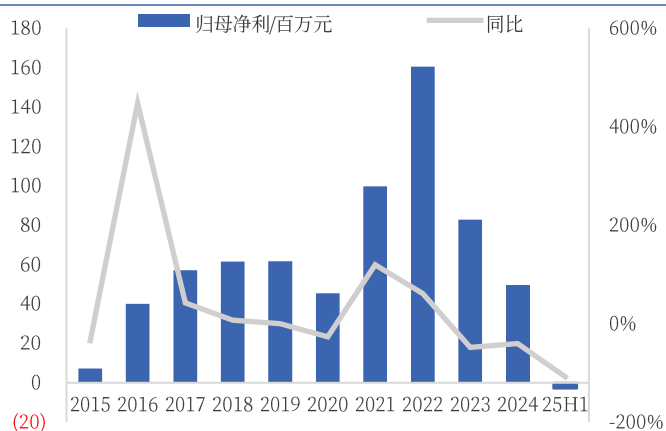


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

公司扣非归母净利历史首次转负。2025 年上半年公司归母净利润-294.6 万元，同比-107.7%，历史首次转负，主要由上游原材料价格升高、毛利率大幅降低，以及行业竞争加剧、产品价格下滑

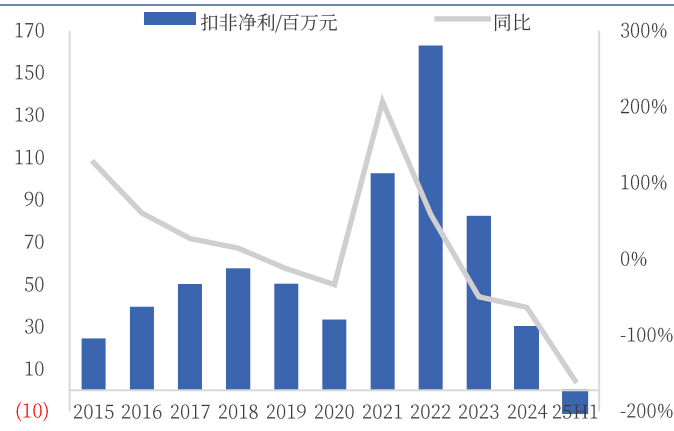
所致。扣非净利-1479.7 万元，同比-159.65%，非经常性损益以政府补贴为主。25Q2 公司归母净利润 520.5 万元，同/环比-79.5%/-163.9%，归母净利率 1.4%；扣非净利润-447.9 万元，同/环比-134.0%/-56.6%。

图17：25H1 公司归母净利润-294.6 万元，同比-107.7%%



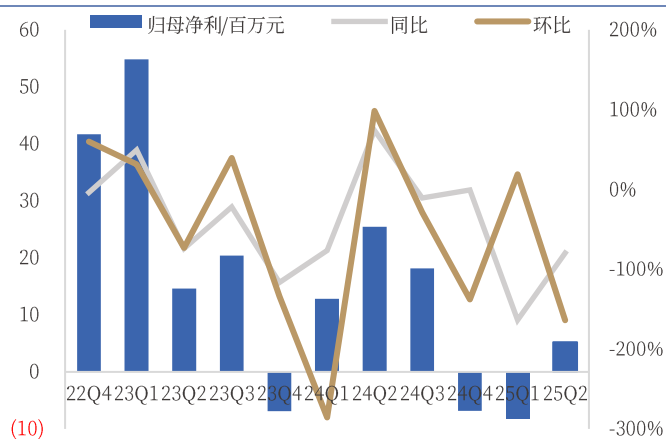
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图18：25H1 公司扣非归母净利润-1479.7 万元，同比-159.7%



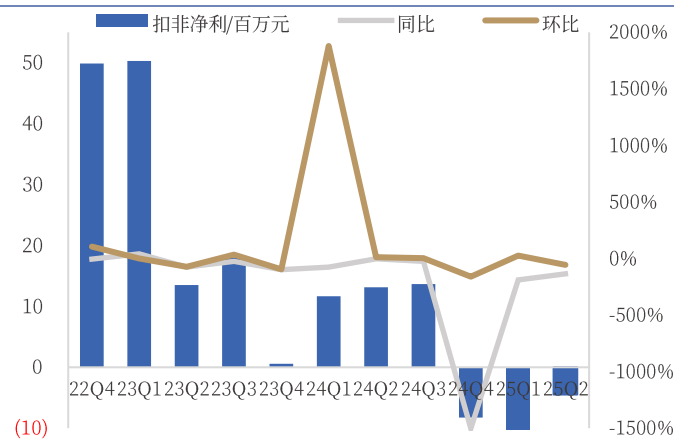
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图19：25Q2 公司归母净利润 520.5 万元



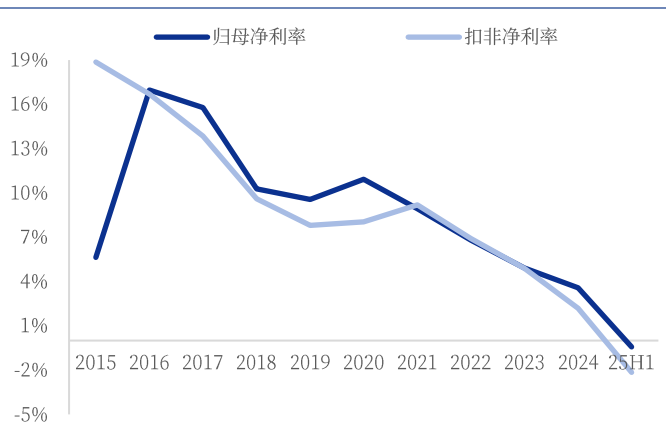
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图20：25Q2 公司扣非归母净利润-447.9 万元



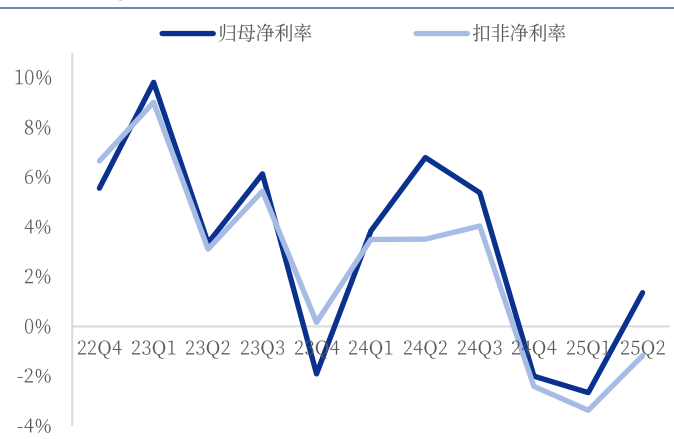
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图21：25H1 公司扣非归母净利率下滑至-2.2%



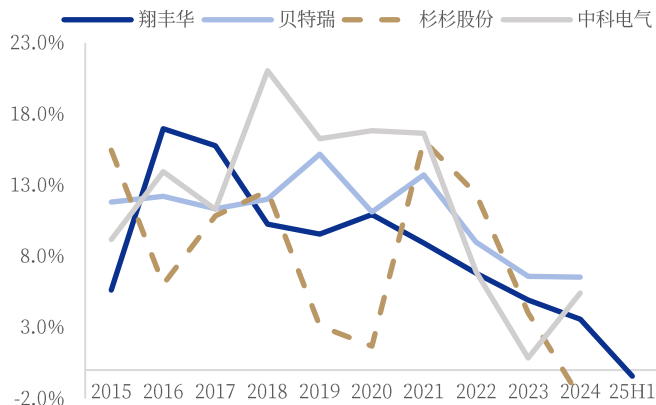
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图22：25Q2 公司净利率有所回升



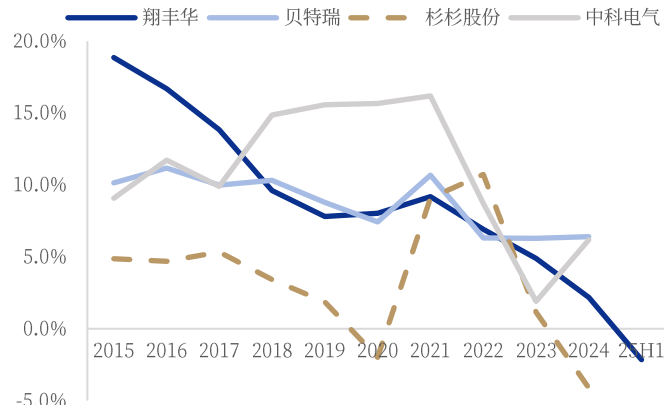
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图23：25H1 可比公司归母净利率对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图24：25H1 可比公司扣非归母净利率对比

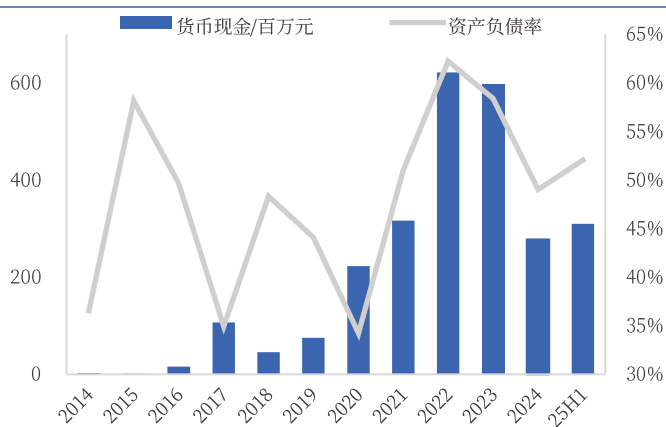


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）资本结构与偿债能力

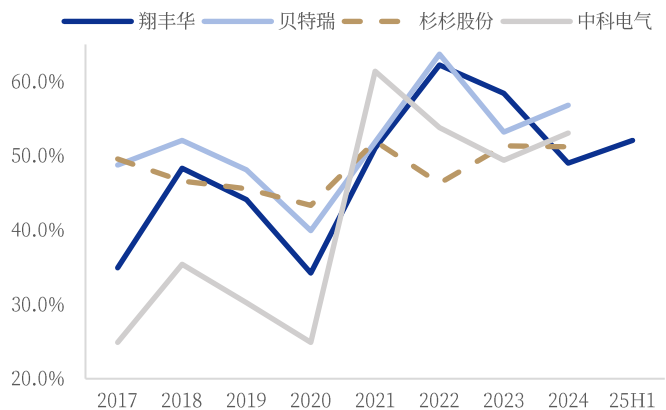
2025年上半年公司资产负债率52.1%，处于行业合理区间，资产结构健康。期末货币现金3.10亿元，与去年同期基本持平，营运资金占总资产比重19.78%，公司流动资产对总资产的覆盖程度良好，短期流动性储备充足。公司流动比率/速动比率分别为1.74/1.01，处行业正常水平，现金流风险较低。

图25：25H1 公司货币现金达3.10亿元



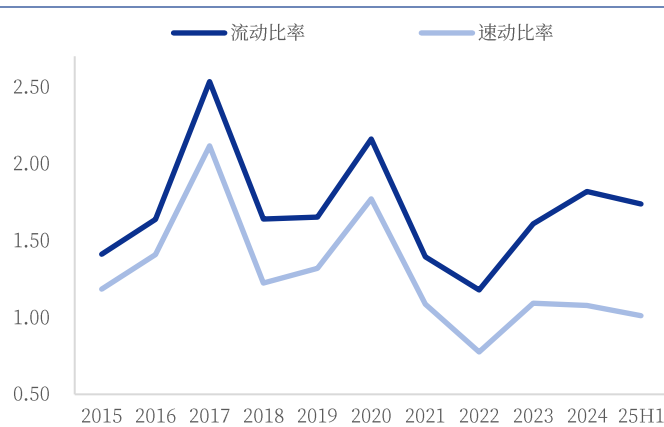
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图27：25H1 可比公司资产负债率对比



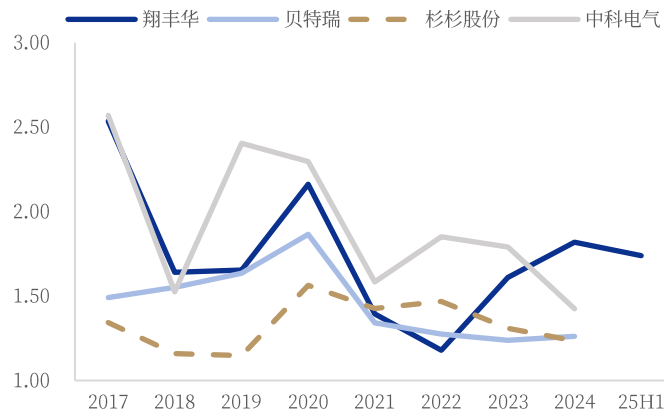
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图26：25H1 公司流动/速动比率稳定



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图28：25H1 可比公司流动比率对比

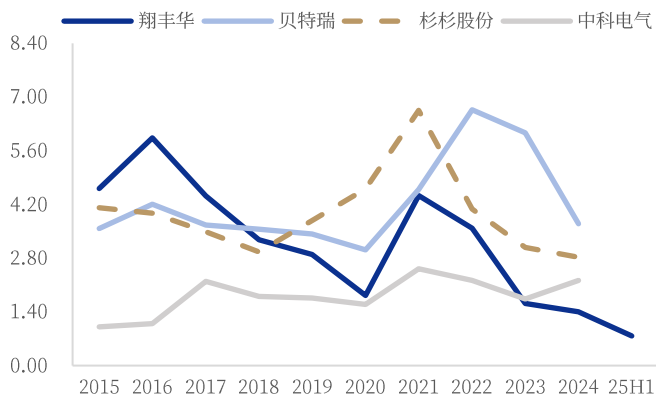


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 营运能力

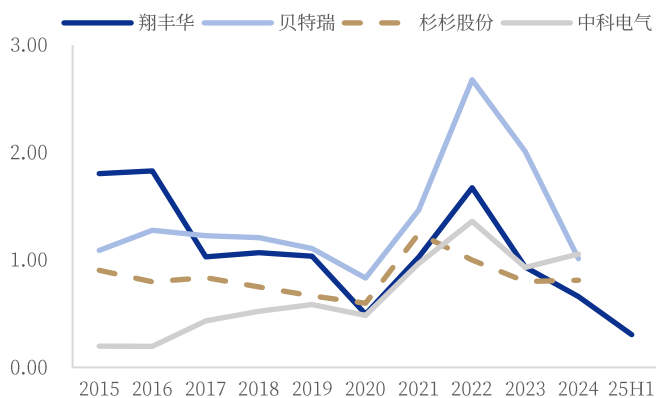
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 0.8 次、1.0 次、0.3 次、0.15 次，符合经营性规律，公司整体营运能力处于行业正常水平。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



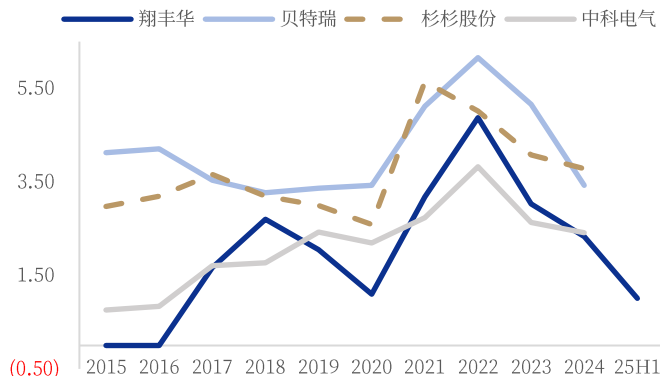
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



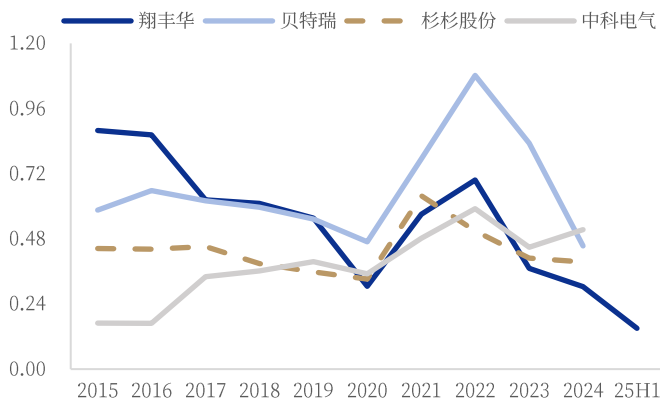
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比

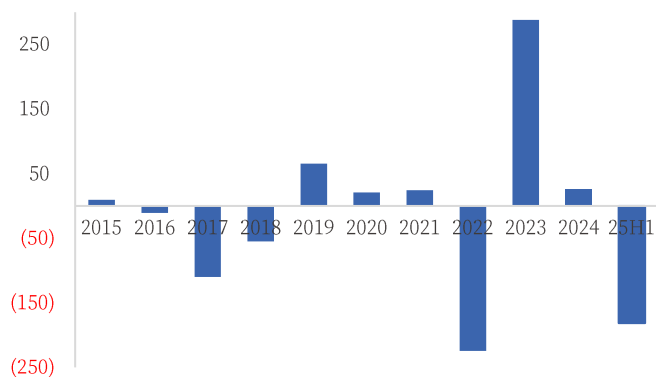


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

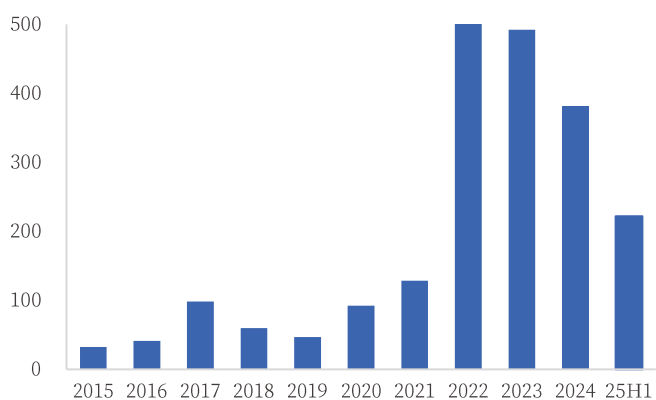
25Q2 公司经营性现金流亏损幅度收窄。2025H1 公司经营性现金流净额为-1.81 亿元，其中 Q2 为-0.78 亿元，同比降幅收窄，展现企稳回升态势。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年资本开支顺应公司需求持续提升。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



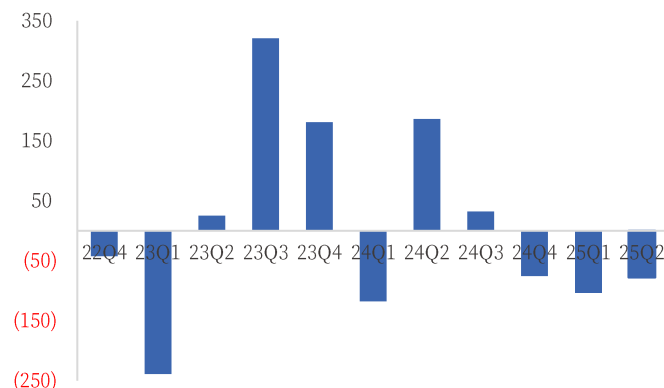
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



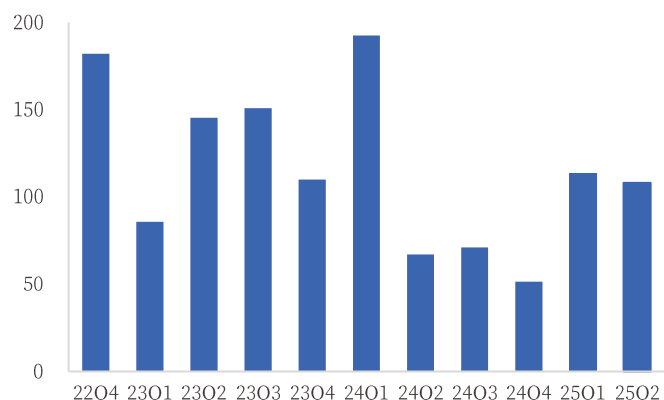
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

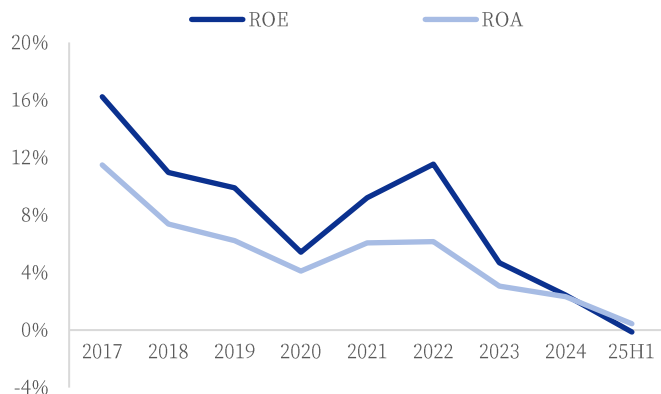
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

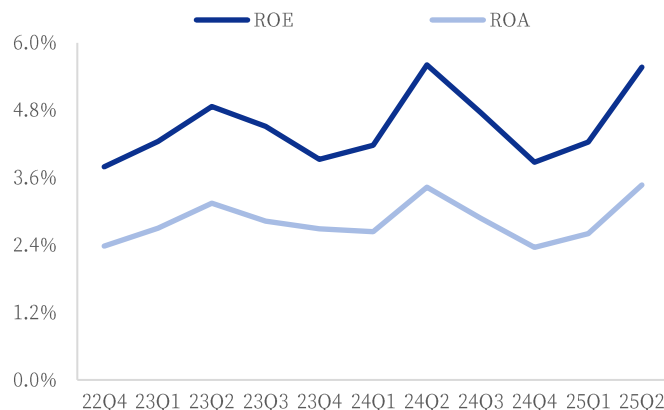
(五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

25H1 公司 ROE 首次转负。由于 25H1 上游原材料成本升高, 公司销售毛利率大幅降低, 净利率转负, 带来 ROA 大幅降低, 公司 25H1 的净资产收益率为-0.14%, 十年来首次转负。

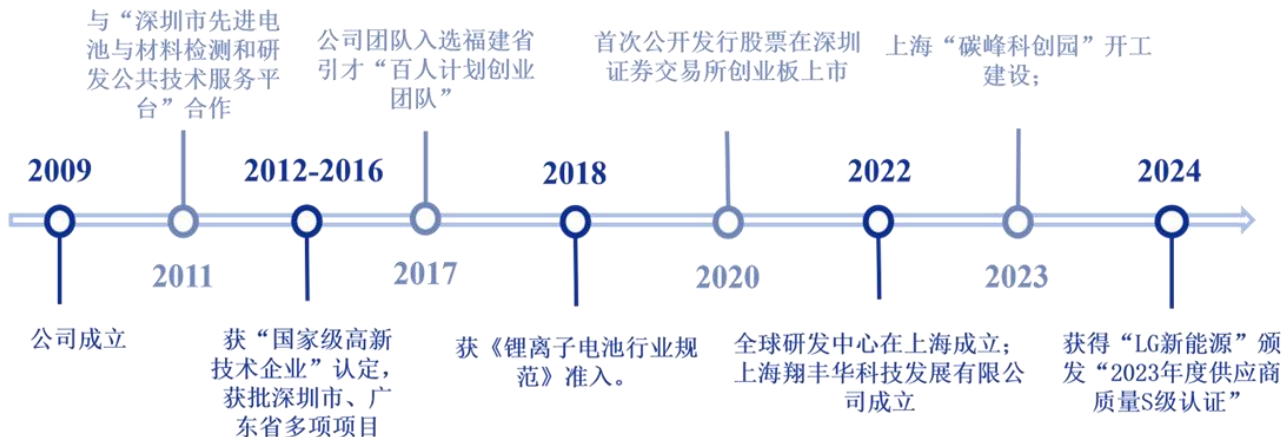
权益净利率 -0.14% 2.00%			
总资产净利率 -0.07% 0.85%		归属母公司股东的净利润占比 87.03% 101.96%	
销售净利率 -0.49% 5.30%		权益乘数 2.11 2.32	
资产周转率 0.15 0.16		资产总计 471,101.23 418,165.55	负债合计 245,250.36 218,780.28
净利润 -338.51 3,750.73	营业总收入 68,759.14 70,737.23	营业总收入 68,759.14 70,737.23	资产总计 471,101.23 418,165.55
营业总收入 68,759.14 70,737.23	成本费用 69,097.65 66,986.50	流动资产 219,410.36 207,667.40	非流动资产 251,690.88 210,498.15
营业成本 60,208.64 57,594.46	税金及期间费用 7,857.60 8,728.05	应收票据及应收账款 86,750.02 69,754.07	可供出售金融资产 -- --
价值变动净收益 84.17 247.00	其他应收款合计 166.16 1,219.69	持有至到期投资 -- --	长期股权投资 -- --
营业外收支 447.18 -198.10	存货 78,384.22 68,080.46	固定资产合计 148,343.68 137,979.21	无形资产 26,489.53 26,921.65
所得税费用 -318.89 727.94		应付票据及应付账款 57,897.90 56,780.38	长期借款 58,615.64 37,517.13
		预收账款 -- --	应付债券 47,600.91 62,532.22
		其他应付款 82.79 71.65	长期应付款 -- --
			预计负债 -- --

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

二、专注石墨负极材料，绑定大客户赢发展

十五年深耕，专注锂电池负极材料。公司成立于 2009，创立伊始便聚焦锂电池负极材料领域，获批多项国家科技部多项基金项目，2013 年获“国家级高新技术企业”认定。2020 年，公司在深交所创业板成功上市，2022 年上海全球研发中心成立，后连续三年获“LG 新能源”供应商质量 S 级认证。目前公司已形成研发、生产、销售一体化格局，在行业占据重要地位。

图40：发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

全面布局锂电池下游生态，展望全球发展。负极材料是锂电池的原材料之一，成本占锂电池成本的 15% 不到。公司产品主要分为天然石墨、人造石墨、硅碳负极材料和硅氧负极材料，其中天然石墨和人造石墨产品完善，正在积极布局硅碳负极材料和硅氧负极材料领域。公司产品广泛应用于包括动力（电动交通工具，如新能源汽车、电动自行车等）、3C 消费电子和工业储能等锂电池领域。新能源汽车、储能电站、消费电子、电动工具、电动自行车等诸多领域，其客户包含比亚迪（弗迪电池）、LG 新能源、国轩高科、三星 SDI、宁德时代等多家全球知名锂电池企业，深度绑定大客户。公司同时积极拓展国际市场，在海外设有韩国办事处和美国办事处，目前正在积极开拓德国 PowerCo SE、韩国 SK on 国际知名锂电池企业，进一步打开国际市场。

表1：公司主要产品情况

分类	产品名称	理化指标	适用范围	产品优势
天然石墨	FH-19	中粒径(um): 14.5-18.5 全电池设计(mAh/g): 360-365 压实(g/cm3): 1.75-1.85	高容量铝壳、圆柱锂离子电池	高端密实化天然石墨，极片加工性能好，高容量，低温性能好，低膨胀，循环性能提升显著，安全性能良好。
	XFH-1	中粒径(um): 15.0-19.0 全电池设计(mAh/g): 360-365 压实(g/cm3): 1.73-1.83	高容量铝壳、圆柱锂离子电池	天然石墨，极片加工性能好，高容量，低温性能好，循环性能稳定，安全性能良好。
人造石墨	HD-35	中粒径(um): 13.5-17.5 全电池设计(mAh/g): 353-355 压实(g/cm3): 1.60-1.70	快充要求的聚合物、软包、圆柱等锂离子电池，可应用于 xEV、eVTOL	高端快充型人造石墨负极材料，高容量，高压实，膨胀率小，倍率性能优异，循环稳定性好。

	FC12G	中粒径(um): 12.5-16.5 全电池设计(mAh/g): 352-355 压实(g/cm3): 1.60-1.70	聚合物、圆柱、方形等锂离子电池; 可应用于 xEV, EV, ESS	高端复合人造石墨负极材料, 容量较高、压实较高, 倍率性能好, 高低温性能好, 安全性好, 电解液相容性好, 充电膨胀小。
	FC23G	中粒径(um): 12.0-16.0 全电池设计(mAh/g): 350-355 压实(g/cm3): 1.60-1.70	聚合物、圆柱、方形等锂离子电池; 可应用于 xEV, 3C, ESS	高端人造石墨负极材料, 容量和压实较高, 电解液相容性好, 倍率性能优异, 充电膨胀小, 高低温性能好, 安全性好。
	HD-24C	中粒径(um): 12.5-16.5 全电池设计(mAh/g): 348-353 压实(g/cm3): 1.55-1.65	快充要求的聚合物、圆柱等锂离子电池可应用于 xEV, EV, ESS	快充型人造石墨负极材料, 容量高, 倍率性能好, 膨胀率小, 动力学性能好。
	HD-12	中粒径(um): 11.0-15.0 全电池设计(mAh/g): 350-353 压实(g/cm3): 1.60-1.70	聚合物、圆柱、方形等锂离子电池; 可应用于 xEV, EV, ESS	复合人造石墨负极材料, 性价比高、综合性能优异。
硅碳负极材料	VS-2	中粒径(um): 5.0-9.0 全电池设计(mAh/g): 2000, 首次效率>75% 压实(g/cm3): 0.90-1.10	高能量密度软包、圆柱等锂离子电池, 可应用于 3C、动力工具、eVTOL	新型 CVD 硅碳负极材料, 容量高、首效高、循环长。
	VS-1	中粒径(um): 5.0-9.0 全电池设计(mAh/g): 1800, 首次效率>90% 压实(g/cm3): 0.90-1.10	高能量密度软包、圆柱等锂离子电池, 可应用于 3C、动力工具、eVTOL	CVD 硅碳负极材料, 高容量、高首效、低膨胀。
硅氧负极材料	BS3	中粒径(um): 5.0-9.0 全电池设计(mAh/g): 1600, 首次效率>75% 压实(g/cm3): 1.00-1.20	高能量密度软包、圆柱等锂离子电池, 可应用于 3C、动力工具、eVTOL。	常规首效硅氧产品, 高容量, 低膨胀, 高性价比。

资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

团队深耕锂电池材料，持续技术研发。公司核心管理团队由清华大学材料专业背景的专业人士领衔，涵盖材料研发、工艺工程、设备电气等全链条专业领域，在锂电池材料领域拥有十余年研发及管理经验，对行业技术发展趋势具有前瞻性把握。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
周鹏伟	董事长	清华大学材料科学与工程专业，硕士学历，获评深圳市高层次专业人才、“广东特支计划” 科技创业领军人才等称号。2005 年 2 月至 2010 年 6 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任研发中心总经理；2010 年 10 月入职翔丰华有限，历任技术部经理、品质部经理、执行董事、总经理；2016 年 6 月至今，任翔丰华董事长。
赵东辉	副董事长、总经理	河南大学材料物理与化学专业，河南大学和中科院上海硅酸盐研究所联合培养学习，硕士学历。目前为深圳市电源技术学会第二届标准化技术委员会委员。2009 年 7 月至 2010 年 10 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任项目开发负责人；2010 年 10 月入职于翔丰华，历任技术部经理、品质部经理、副总经理；2017 年 3 月至今，任翔丰华总经理；2025 年 6 月至今，任翔丰华副董事长。
叶文国	副总经理、财务总监、董事会秘书	中南财经大学税收学专业，本科学历。1992 年 7 月至 2002 年 4 月，就职于康佳集团，担任财务经理；2002 年 5 月至 2010 年 6 月，就职于宇阳（控股）集团有限公司，担任财务经理；2010 年 10 月至 2016 年 6 月，就职于翔丰华有限，历任财务总监、董事；2016 年 6 月至今，任翔丰华董事、财务总监；2017 年 5 月至

		2022 年 2 月，兼任翔丰华董事会秘书；2022 年 3 月至今，兼任翔丰华副董事长；2024 年 10 月至今，兼任翔丰华董事会秘书。
潘克辉	副总经理	清华大学水利水电工程系水工专业本科、清华大学经济管理学院 MBA 硕士。曾就职于上海宝钢冶金建设公司特种公司、清华大学继续教育学院、芬兰西纳克商务咨询公司、清科紫荆（北京）环保科技有限公司、启迪清洁能源集团、启迪环境科技发展股份有限公司，目前兼任济南启迪环境发展有限公司监事以及衡阳桑德凯天再生资源科技有限公司董事。2023 年 4 月入职上海市翔丰华科技股份有限公司，2023 年 7 月至今担任上海市翔丰华科技股份有限公司（原深圳市翔丰华科技股份有限公司）副总经理。
宋宏芳	技术总监	材料科学与工程专业,硕士研究生学历,清华大学创新领军工程博士在读。深圳市高层次人才,深圳市龙华区龙舞华章计划 B 类人才,福建省“百人计划”创业团队成员。2013 年 7 月至 2016 年 6 月,就职于深圳市翔丰华科技有限公司,任技术部经理;2016 年 6 月至 2017 年 5 月,任深圳市翔丰华科技股份有限公司技术部经理;2017 年 6 月至今,任深圳市翔丰华科技股份有限公司副总经理、技术总监。
滕克军	制造总监	山东科技大学数学与应用数学专业,本科学历。2005 年 6 月至 2011 年 5 月,就职于宇阳(控股)集团有限公司,担任副厂长;2011 年 6 月至 2012 年 1 月,就职于苏州恒泰金属制品有限公司,担任副厂长;2012 年 2 月至 2017 年 5 月,就职于深圳市翔丰华科技股份有限公司,任项目经理;2017 年 6 月至今,任深圳市翔丰华科技股份有限公司副总经理、制造总监。

资料来源：iFinD，公司官网，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
电池负极材料	营业收入	1,382.03	1,528.25	1,677.41	1,808.24
	YOY	-17.51%	10.58%	9.76%	7.80%
其他	营业收入	6.31	5.05	4.54	4.32
	YOY	-42.43%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
营业收入合计		1,388.34	1,533.30	1,681.95	1,812.56
YOY		-17.67%	10.44%	9.69%	7.77%
归母净利润合计		49.55	52.10	63.34	85.73
YOY		-40.23%	5.13%	21.59%	35.34%
EPS（元）		0.42	0.44	0.53	0.72

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取中科电气、贝特瑞作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 72x/59x/43x。结合公司业务发展情况及未来战略，首次覆盖给予中性评级。

表4：翔丰华与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 5 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300035.SZ	中科电气	0.44	0.91	1.17	1.43	38.34	18.54	14.42	11.80
835185.BJ	贝特瑞	0.83	1.03	1.31	1.56	27.06	21.81	17.15	14.40
	平均值					32.70	20.17	15.78	13.10
300890.SZ	翔丰华	0.42	0.44	0.53	0.72	75.30	71.63	58.91	43.53

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司是行业内重要的负极材料供应商，现石墨负极材料技术完善，致力于做强新型碳材料产业，国内产能布局完善，积极推进出海布局。依托自身负极材料技术优势，坚持降本增效，有一定长期空间。预计公司 2025-2027 年营收分别为 15/17/18 亿元；归母净利分别为 0.5/0.6/0.9 亿元，EPS 0.44、0.53、0.72 元/股，对应 PE 72x/59x/44x。首次覆盖给予“中性”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2155.81	2380.77	2368.91	2581.75
现金	277.73	248.33	45.43	95.63
应收账款	695.67	771.97	850.48	920.30
其它应收款	12.85	12.17	11.31	10.09
预付账款	15.84	19.76	21.80	23.50
存货	772.48	958.79	1053.11	1130.50
其他	381.24	369.76	386.77	401.72
非流动资产	2280.40	2674.25	2831.82	2768.22
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1466.80	1646.68	1713.60	1662.60
无形资产	267.86	261.97	256.08	250.20
其他	545.74	765.61	862.13	855.41
资产总计	4436.21	5055.02	5200.72	5349.97
流动负债	1185.19	1558.30	1649.96	1726.07
短期借款	331.49	566.69	566.69	566.69
应付账款	457.81	571.33	630.34	679.32
其他	395.89	420.28	452.93	480.06
非流动负债	988.97	1190.30	1190.30	1190.30
长期借款	398.51	586.16	586.16	586.16
其他	590.46	604.15	604.15	604.15
负债合计	2174.16	2748.60	2840.26	2916.37
少数股东权益	91.94	91.62	91.23	90.70
归属母公司股东权益	2170.11	2214.80	2269.23	2342.89
负债和股东权益	4436.21	5055.02	5200.72	5349.97

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	25.38	169.29	230.85	286.62
净利润	49.25	51.78	62.95	85.20
折旧摊销	137.10	211.46	242.43	263.60
财务费用	66.07	26.51	30.99	30.99
投资损失	-5.08	-5.61	-6.16	-6.64
营运资金变动	-263.92	-116.57	-102.83	-89.83
其它	41.97	1.73	3.46	3.30
投资活动现金流	-92.19	-564.05	-393.84	-193.36
资本支出	-382.08	-575.79	-400.00	-200.00
长期投资	0.00	44.03	0.00	0.00
其他	289.89	-32.29	6.16	6.64
筹资活动现金流	-108.46	365.34	-39.91	-43.06
短期借款	-146.31	235.20	0.00	0.00
长期借款	87.38	187.64	0.00	0.00
其他	-49.53	-57.50	-39.91	-43.06
现金净增加额	-174.47	-29.40	-202.90	50.20

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1388.34	1533.30	1681.95	1812.56
营业成本	1074.61	1341.08	1479.59	1594.56
营业税金及附加	11.49	12.69	13.92	15.00
营业费用	38.63	35.00	38.40	41.38
管理费用	65.41	64.57	54.01	40.08
财务费用	63.07	20.54	25.65	30.01
资产减值损失	-54.11	-5.25	-5.25	-5.25
公允价值变动收益	-1.62	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.08	5.61	6.16	6.64
营业利润	46.19	48.05	58.42	79.08
营业外收入	4.74	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.71	48.05	58.42	79.08
所得税	-3.54	-3.72	-4.53	-6.13
净利润	49.25	51.78	62.95	85.20
少数股东损益	-0.30	-0.32	-0.39	-0.53
归属母公司净利润	49.55	52.10	63.34	85.73
EBITDA	242.96	280.05	326.51	372.69
EPS (元)	0.42	0.44	0.53	0.72

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-17.67%	10.44%	9.69%	7.77%
营业利润增速	-57.84%	4.03%	21.59%	35.34%
归属母公司净利润增	-40.23%	5.13%	21.59%	35.34%
毛利率	22.60%	12.54%	12.03%	12.03%
净利率	3.57%	3.40%	3.77%	4.73%
ROE	2.28%	2.35%	2.79%	3.66%
ROIC	3.14%	1.82%	2.20%	2.80%
资产负债率	49.01%	54.37%	54.61%	54.51%
净负债比率	48.12%	65.68%	72.77%	68.52%
流动比率	1.82	1.53	1.44	1.50
速动比率	1.08	0.84	0.73	0.77
总资产周转率	0.30	0.32	0.33	0.34
应收账款周转率	2.33	2.09	2.07	2.05
应付账款周转率	2.30	2.61	2.46	2.44
每股收益	0.42	0.44	0.53	0.72
每股经营现金	0.21	1.42	1.94	2.41
每股净资产	18.23	18.61	19.06	19.68
P/E	75.30	71.63	58.91	43.53
P/B	1.72	1.68	1.64	1.59
EV/EBITDA	19.31	18.73	16.69	14.49
P/S	2.69	2.43	2.22	2.06

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入同比-2.8%	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入同比+1.9%、环比+24.7%	4
图 3: 25H1 公司核心业务石墨负极材料贡献 99.5%收入	4
图 4: 25H1 公司华东地区市场份额提升至 79.7%	4
图 5: 25H1 公司毛利率 12.4%	5
图 6: 25Q2 公司毛利率 10.04%	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费率 3.4%	5
图 10: 25H1 公司期间费用降至 14.0%	5
图 11: 25Q2 公司研发费率 2.6%	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率降至 12.4%	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失 525 万元	6
图 16: 25H1 公司信用减值损失-88 万元	6
图 17: 25H1 公司归母净利润-294.6 万元, 同比-107.7%%	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润-1479.7 万元, 同比-159.7%	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润 520.5 万元	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润-447.9 万元	7
图 21: 25H1 公司扣非归母净利率下滑至-2.2%	7
图 22: 25Q2 公司净利率有所回升	7
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金达 3.10 亿元	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	8
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	8
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元	10
图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元.....	10
图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况	10
图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况	10
图 39: 公司多元化布局.....	11
图 40: 发展历程	12
表 1: 公司主要产品情况.....	12
表 2: 公司管理层情况.....	13
表 3: 分业务预测（单位：百万元）	15
表 4: 翔丰华与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 5 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）	15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn