



# 负极销量逆行业高速增长，成本优势显著

## ——尚太科技（001301.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

## 负极销量逆行业高速增长，成本优势显著

## ——2025 年半年报业绩点评&amp;首次覆盖报告

2025 年 8 月 21 日

## 核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 33.88 亿元，同比+61.8%；归母净利 4.79 亿元，同比+34.4%，扣非净利 4.91 亿元，同比+40.9%；毛利率 25.7%，同比+0.12pcts；归母净利率 14.1%，扣非净利率 14.5%。25Q2 公司实现营收 17.60 亿元，同/环比+42.8%/+8.1%；归母净利 2.40 亿元，同比+15.4%，环比微增 0.3%；扣非净利 2.43 亿元；毛利率 25.14%，同比/环比+0.34/-1.13pct；归母净利率 13.6%，同比/环比-1.1/-3.2pcts。
- **新一代负极产品迭代，营业收入大幅提升。**25H1，公司营业收入实现 33.88 亿元，同比+61.8%，主要为公司产能提升、负极材料销售数量高速增长所致，25H1 公司负极材料产品销售数量达 14.12 万吨，同比增长超 65%，远高于行业平均增速，在行业竞争激烈、价格水平较低的形势下，依旧保持高速增长。
- **行业竞争激烈，毛利率有所下滑。**25Q2 公司毛利率环比有所下滑。25H1 公司销售毛利率 25.7%，同比+0.12pcts。负极材料毛利率 23.37%，同比+0.05pct。25Q2 毛利率为 25.14%，同比+0.34pct，环比在 25Q1 下降 0.63pct 的态势下进一步下滑，环比-1.13pct，主要由于负极材料市场竞争激烈，价格水平较低，且原材料价格存在短期大幅波动等客观不利因素。
- **石墨化技术与一体化生产带来成本优势。**石墨化是人造负极材料最核心的工序，公司在石墨化方面经验丰富，针对性地增加了焙烧工序，提高石墨化炉的填充密度，提高生产效率、降低成本；公司采用一体化生产模式，全部工序自主完成，各工序紧凑分布于同一或相邻生产基地，以此控制各工序成本，减少运输支出，扩大成本优势。
- **投资建议：**公司是国内重要的人造石墨负极材料供应商，其出货量稳居国内前五。依托石墨化技术优势和一体化生产模式，公司成本优势显著，并持续研发新一代石墨负极材料，有较大长期空间。预计公司 2025-2027 年营收分别为 73/97/117 亿元；归母净利分别为 10.3/13.3/16.8 亿元，EPS 3.97、5.10、6.44 元/股，对应 PE 14x/11x/9x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、下游需求疲软、新一代产品销售不及预期等风险。

## 主要财务指标预测

|           | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入/百万元  | 5229.25 | 7318.81 | 9747.45 | 11705.07 |
| 同比/%      | 19.10   | 39.96   | 33.18   | 20.08    |
| 归母净利润/百万元 | 838.33  | 1034.75 | 1329.30 | 1680.64  |
| 同比/%      | 15.97   | 23.43   | 28.47   | 26.43    |
| EPS/元     | 3.21    | 3.97    | 5.10    | 6.44     |
| PE        | 17.46   | 14.15   | 11.01   | 8.71     |

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

## 尚太科技（001301.SZ）

推荐 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

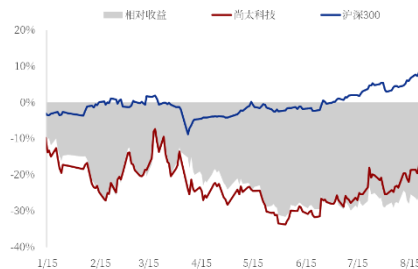
## 市场数据

2025-08-20

|              |          |
|--------------|----------|
| A 股收盘价/元     | 56.12    |
| 上证指数         | 3,766.21 |
| 总股本（亿股）      | 2.61     |
| 实际流通 A 股（亿股） | 1.61     |
| 流通 A 股市值（亿元） | 90.58    |

## 市场表现

2025-08-20



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## 目录

## Catalog

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 一、 25H1 业绩大幅增长 .....        | 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、 深耕负极材料，石墨化技术优势推动降本 ..... | 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 业绩大幅增长

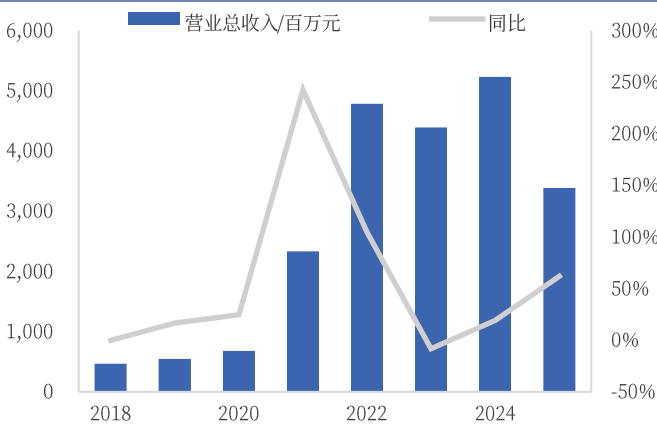
### （一）营收及盈利能力

**公司营收大幅增长，核心业务锂电池负极材料。**2025 年上半年，公司营业收入实现 33.88 亿元，同比+61.8%。公司专注锂电池负极材料领域，负极业务占总业务量 91.6%，营收上升主要是公司产能提升、负极材料销售数量高速增长所致，25H1 公司负极材料产品销售数量达 14.12 万吨，同比增长超 65%，远高于行业平均增速。

25Q2 公司营收 17.60 亿元，同比+42.8%，在一季度营收环比小幅上升的态势下，二季度营收进一步增长，实现环比增速 8.1%。

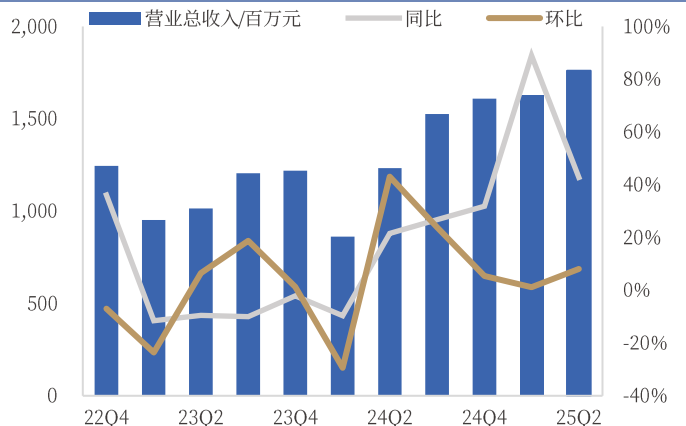
分地区看，公司 25H1 境内业务占比 98.5%，业务量同比+59.9%大幅增长。境外业务发展迅速，占总营收比例 1.5%，同比+1.2pct，业务量同比+770.6%，国际化布局效果显著。

图1：25H1 公司营业总收入同比+61.8%



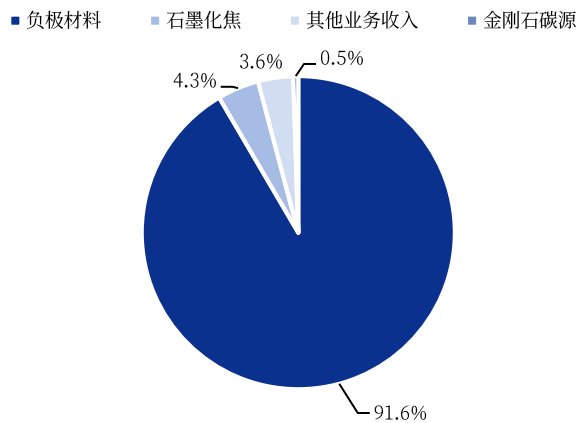
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入同比+42.8%、环比+8.1%



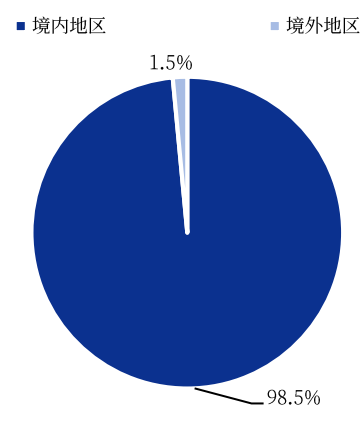
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图3：25H1 公司核心铜箔业务贡献 91.6%收入



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

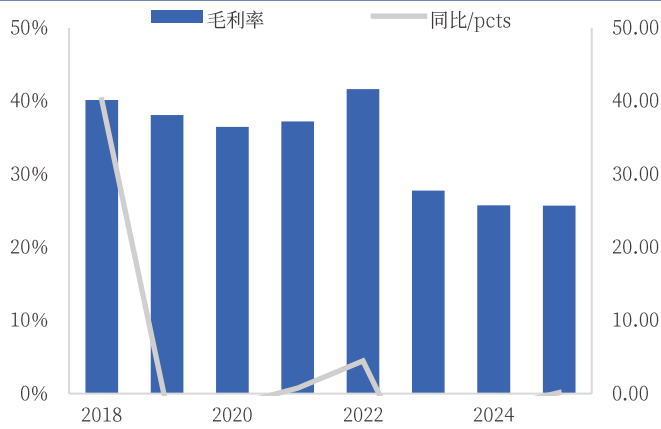
图4：25H1 公司境外地区占比提升至 1.5%



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

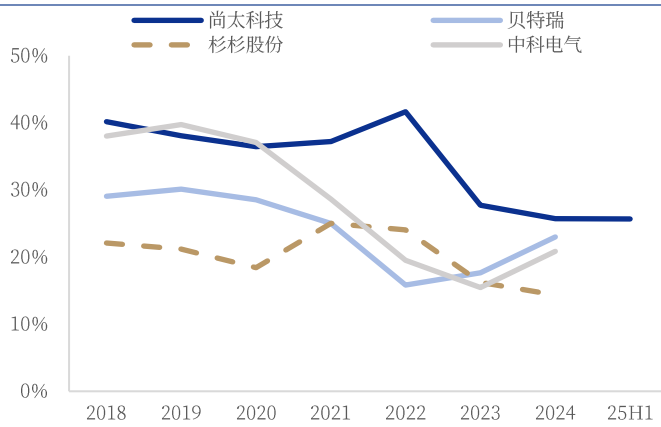
**25Q2 公司毛利率环比有所下滑。**25H1 公司销售毛利率 25.7%，同比+0.12pcts。负极材料毛利率 23.37%，同比+0.05pct。25Q2 毛利率为 25.14%，同比+0.34pct，环比在 25Q1 下降 0.63pct 的态势下进一步下滑，环比-1.13pct，主要由于负极材料市场竞争激烈，价格水平较低，且原材料价格存在短期大幅波动等客观不利因素。

图5：25H1 公司毛利率 25.7%



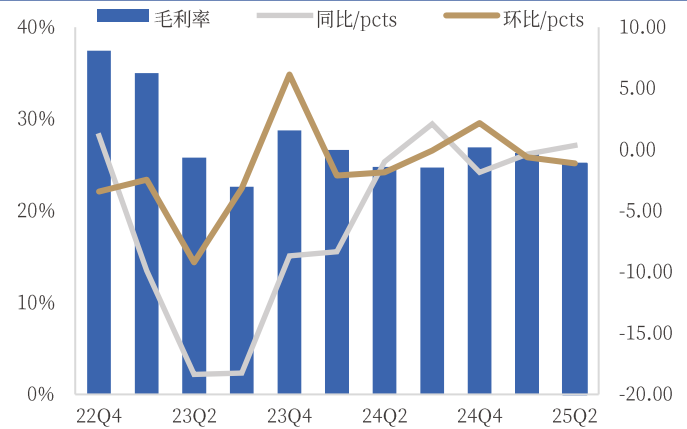
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图7：可比公司毛利率对比



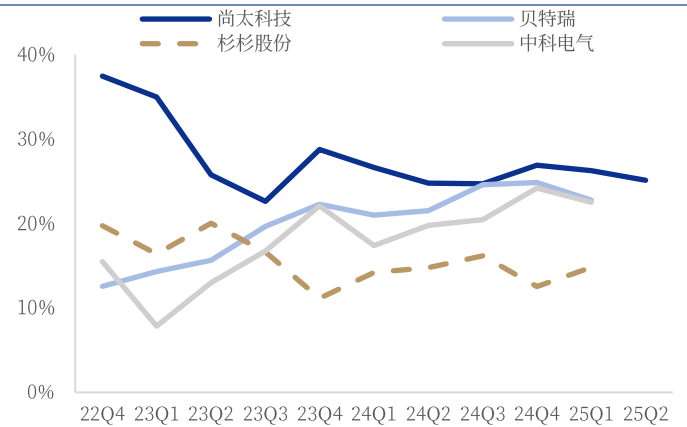
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：25Q2 公司毛利率 25.14%



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

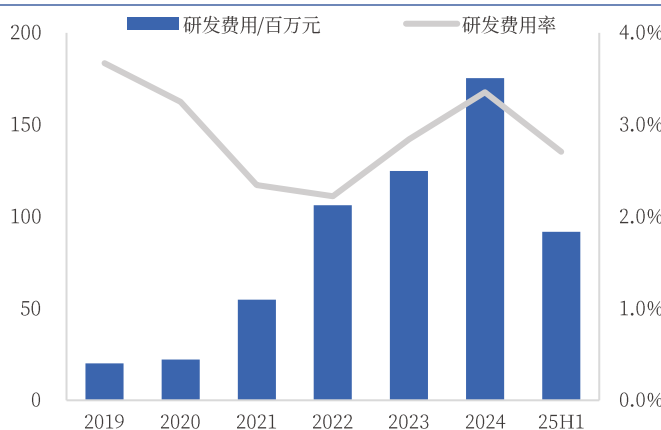
图8：季度间可比公司毛利率对比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

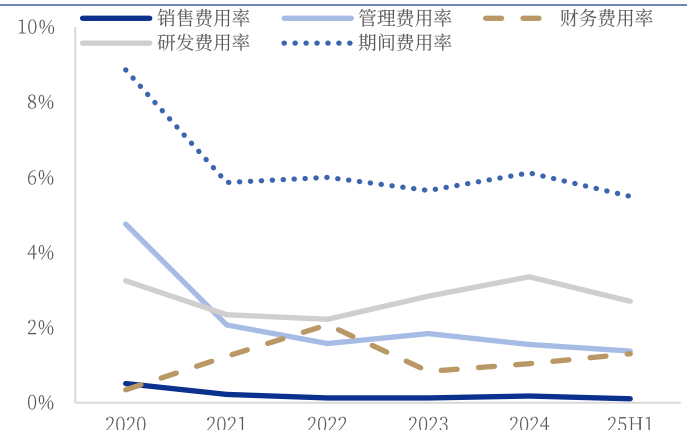
**25Q2各项费用控制稳定, 坚持保证研发投入。**25H1公司期间费用率为5.49%, 同比-0.10pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.11%/1.38%/2.70%/1.31%, 同比-0.13/-0.22/+0.06/+0.19pct, 财务费用增加主要系公司新增银行贷款规模较大, 利息支出增加所致。公司坚持保证研发投入, 25H1研发投入同比+65.7%, 主要由于公司持续进行新一代人造石墨负极材料产品和工艺研究, 并进行硅碳负极材料研发。25Q2公司期间费用率为5.61%, 环比+0.25pct, 主要系研发费用率环比+0.26pct。

图9：25H1 公司研发费率 2.7%



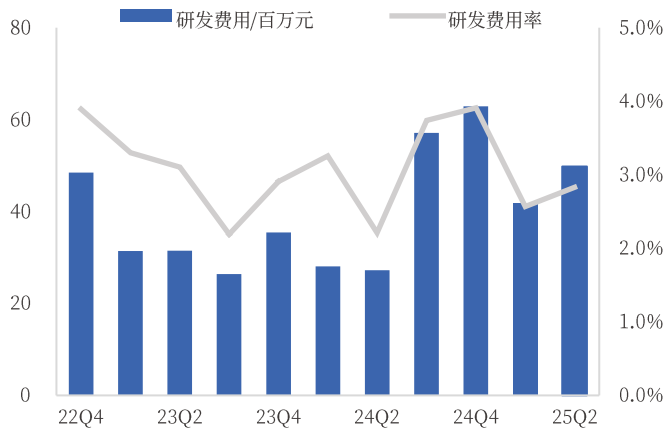
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用降至 5.49%



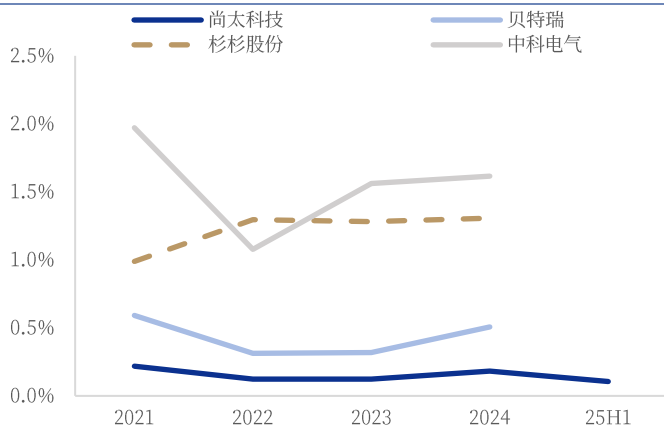
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司研发费率 2.8%



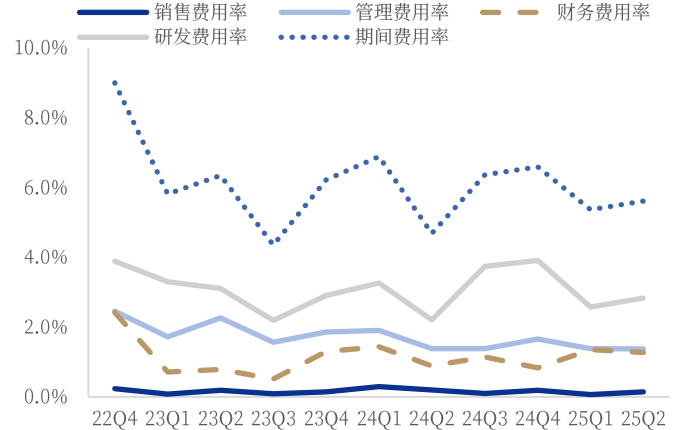
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图13: 25H1 可比公司销售费用率对比



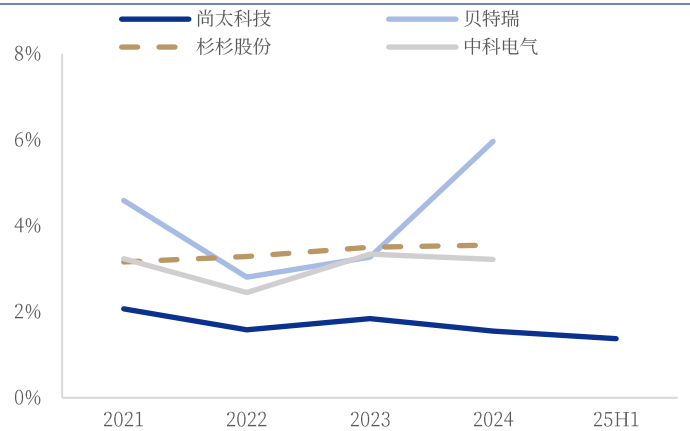
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图12: 25Q2 公司期间费用率升至 5.61%



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

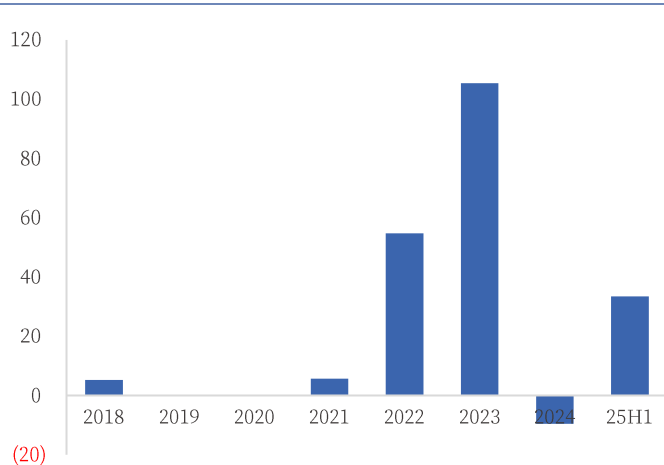
图14: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

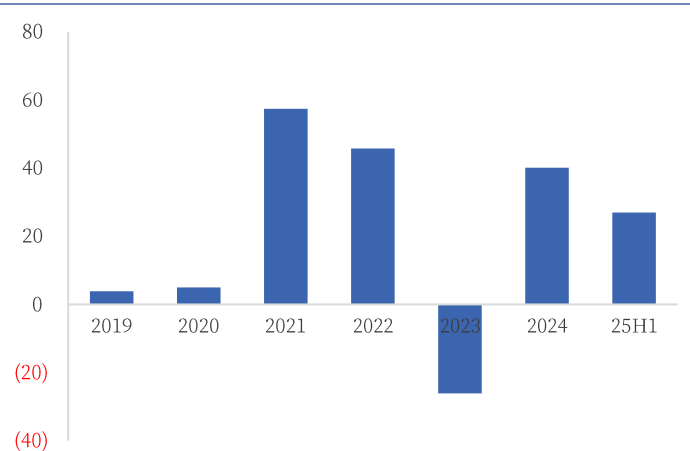
2025 年上半年公司资产减值损失为 3350 万元，其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失 2661 万元，固定资产减值损失 688 万元；信用减值损失 2701 万元，主要为应收账款坏账损失，应收票据和其他应收款坏账损失有所冲回。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营稳健，公司客户关系优质。

图15: 25H1 公司资产减值损失 3350 万元（单位：百万元）



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 2701 万元（单位：百万元）

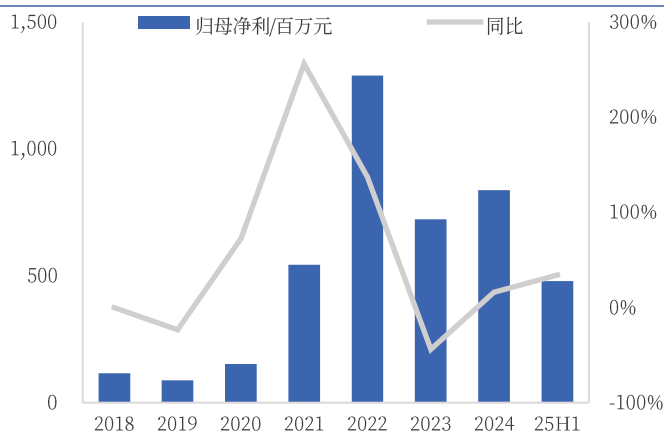


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

公司扣非归母净利润同比大幅增长。2025 年上半年公司归母净利润 4.79 亿元，同比+34.4%，

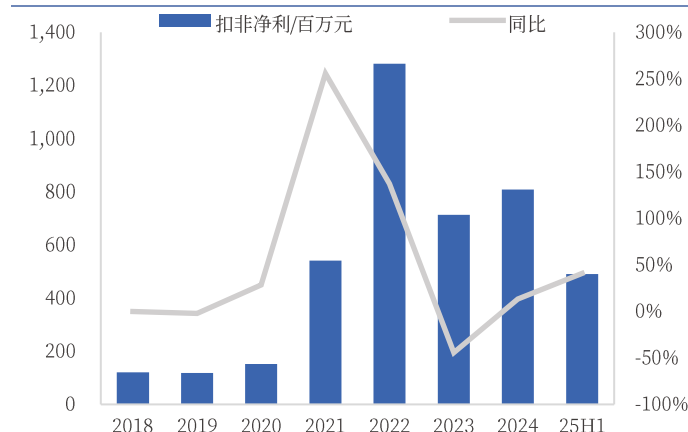
主要由于公司新一代动力电池和储能电池负极材料产品市场渗透率快速提升,25H1销量高速增加,在行业竞争激烈、价格较低的态势下,净利润依旧高速增长。扣非净利 4.91 亿元,同比+40.9%,非经常性损益以非流动性资产处置损益等营业外支出为主。25Q2 公司归母净利润 2.40 亿元,同比+15.4%,环比+0.3%;扣非净利润 2.43 亿元,同比+18.7%,环比-1.5%。

图17: 25H1 公司归母净利润 4.79 亿元



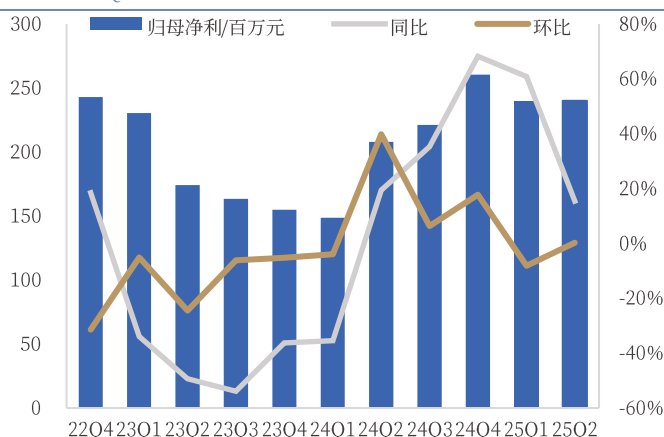
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润 4.91 亿元



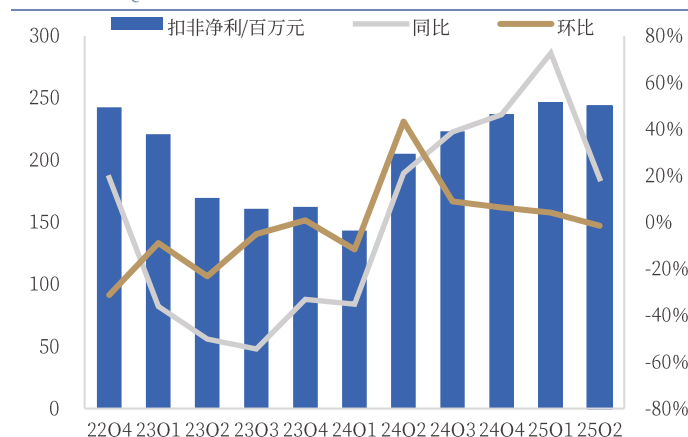
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润 2.40 亿元



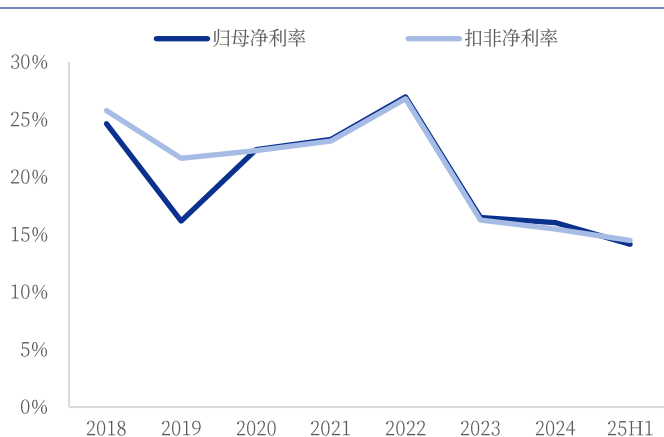
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润 2.43 亿元



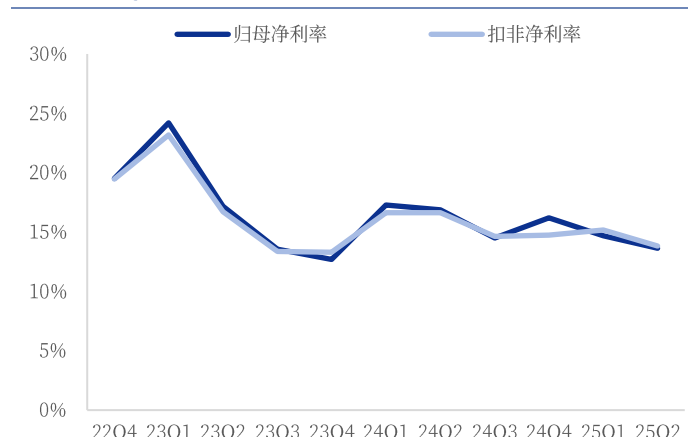
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司扣非归母净利率 14.5%



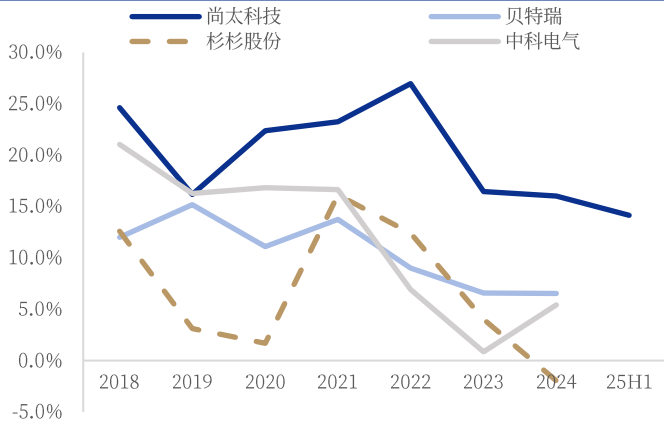
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司扣非净利率 13.8%



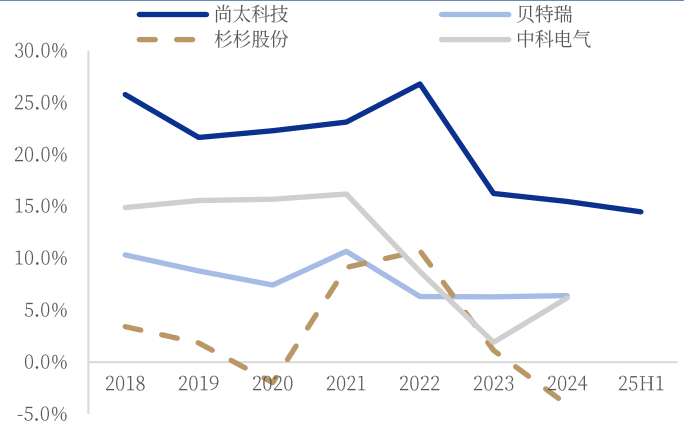
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图23：25H1 可比公司归母净利润率对比



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润率对比

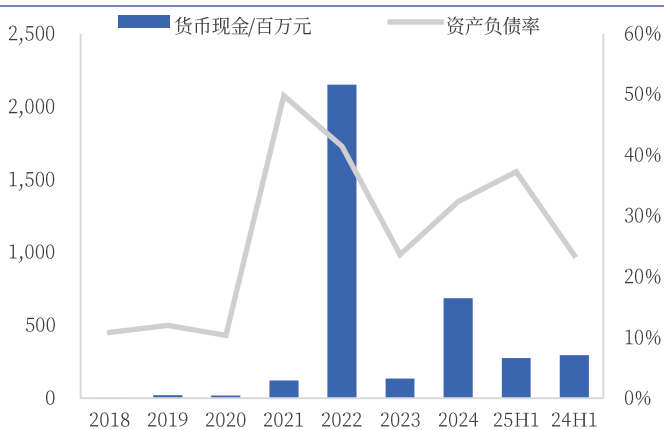


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## (二) 资本结构与偿债能力

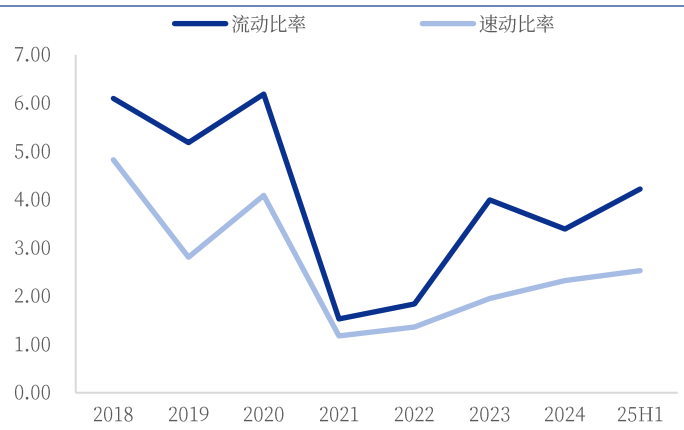
2025 年上半年公司资产负债率 37.3%，处于行业较低水平，资产结构健康，财务结构较为保守。期末货币现金 2.76 亿元，占总资产比例 2.65%，较 24 年末-4.75pct。营运资金占总资产比重 49.75%，财务灵活性高，抗风险能力强。公司流动比率/速动比率分别为 4.22/2.53，处行业较高水平，现金流风险较低。

图25：25H1 公司货币现金达 2.76 亿元



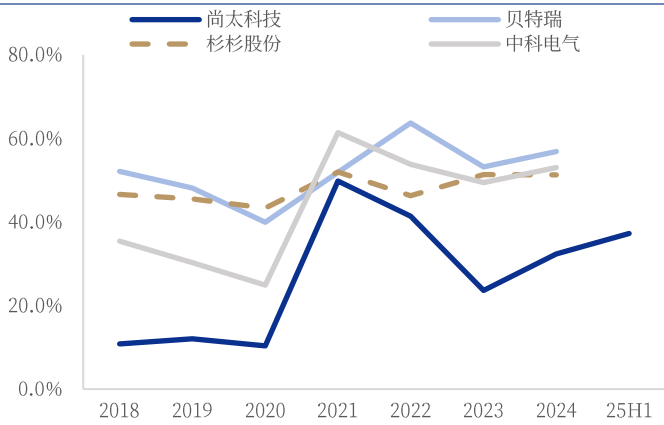
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图26：25H1 公司流动/速动比率稳定



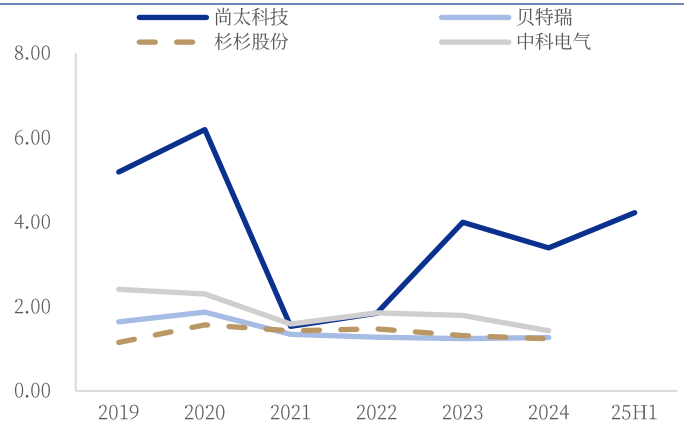
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

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

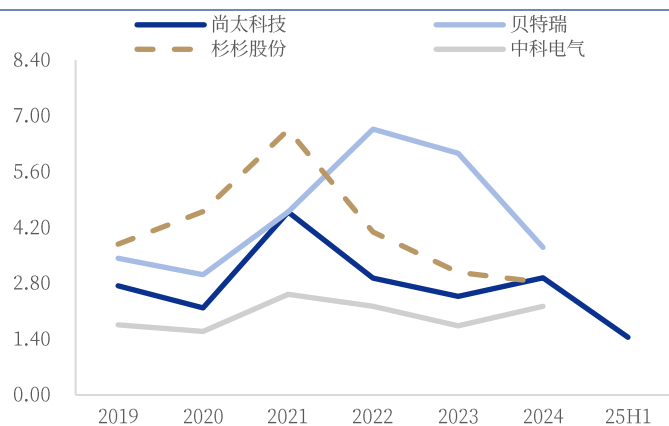


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### (三) 营运能力

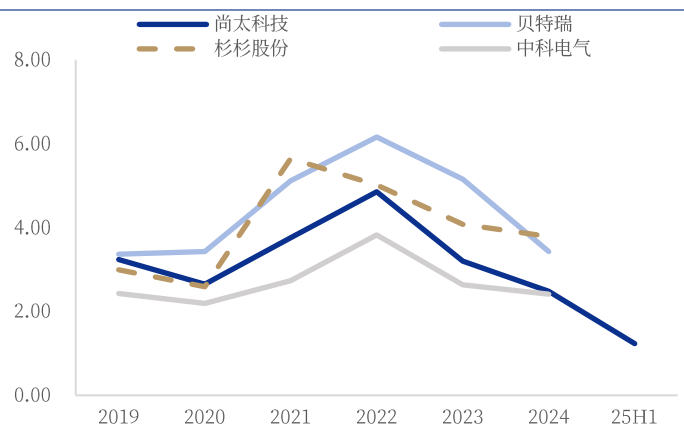
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 1.45 次、1.23 次、0.53 次、0.34 次，符合经营性规律，公司整体营运能力处于行业正常水平。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



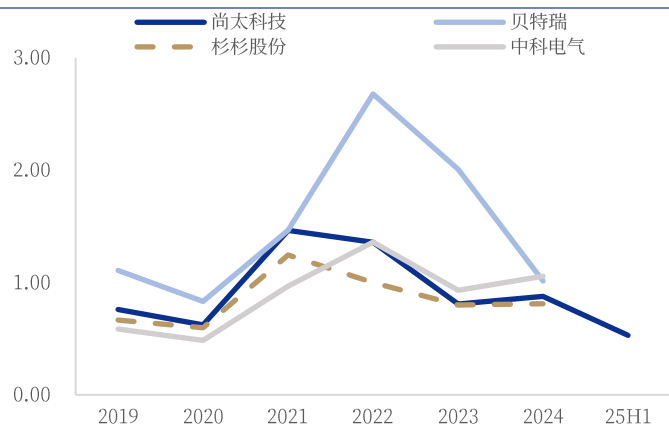
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



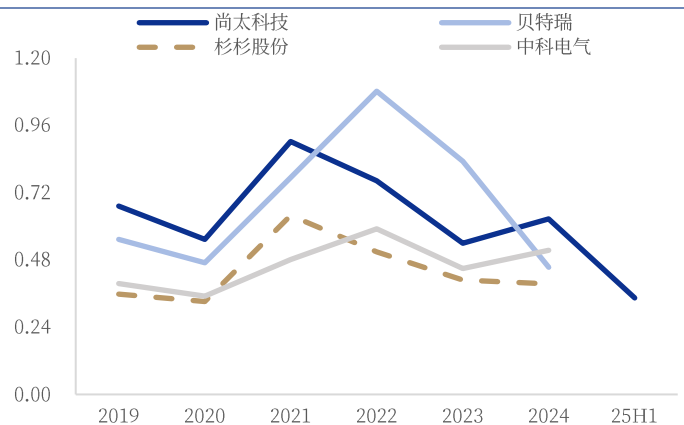
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

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

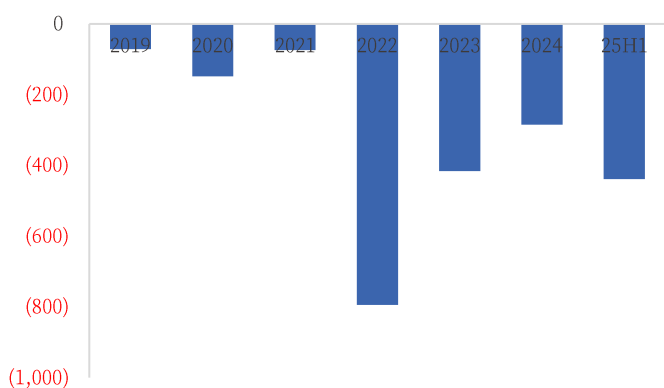


资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

### (四) 现金流情况

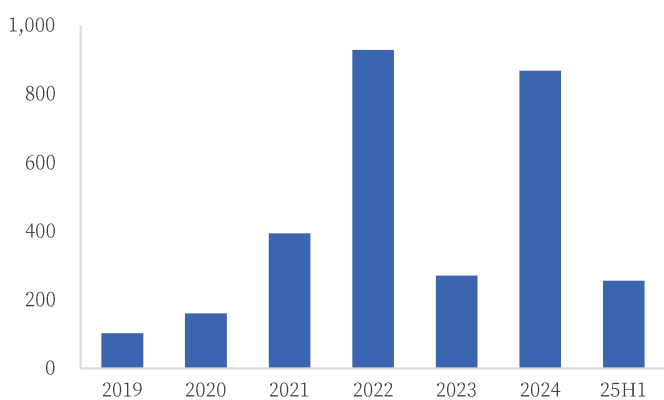
**25Q2 公司经营性现金流同比增长显著。**2025H1 公司经营性现金流净额为-4.38 亿元，同比负向扩大，主要由于公司产销规模扩大，采购支出增加。其中 Q2 经营性现金流 5.91 亿元，同比+309.8%，公司近两年经营性现金流呈现 Q1 与 Q3 为负、Q2 与 Q4 为正的规律，主要由于销售回款收回与采购支出错配。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25H1 资本开支同比-31.9%，环比+19.52%。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



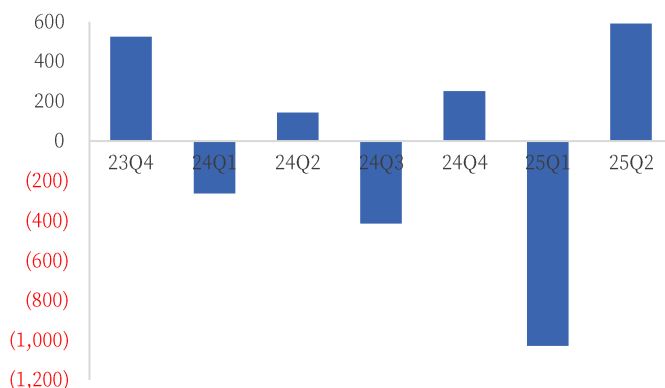
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



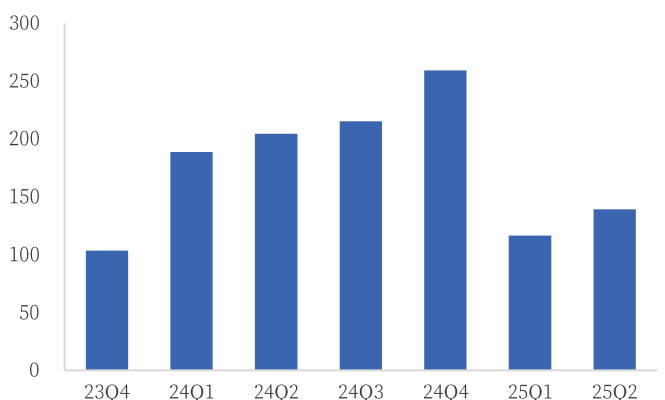
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

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

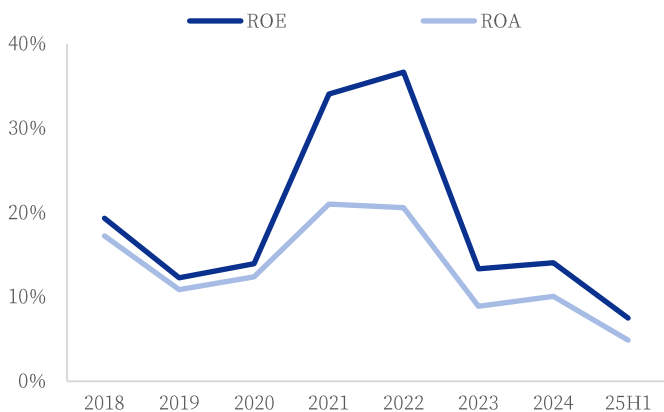
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

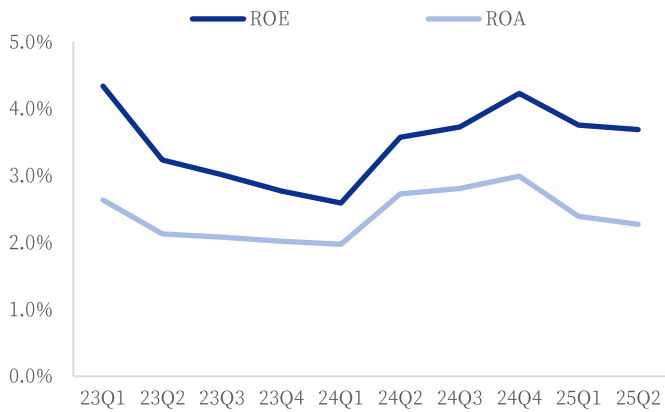
## (五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

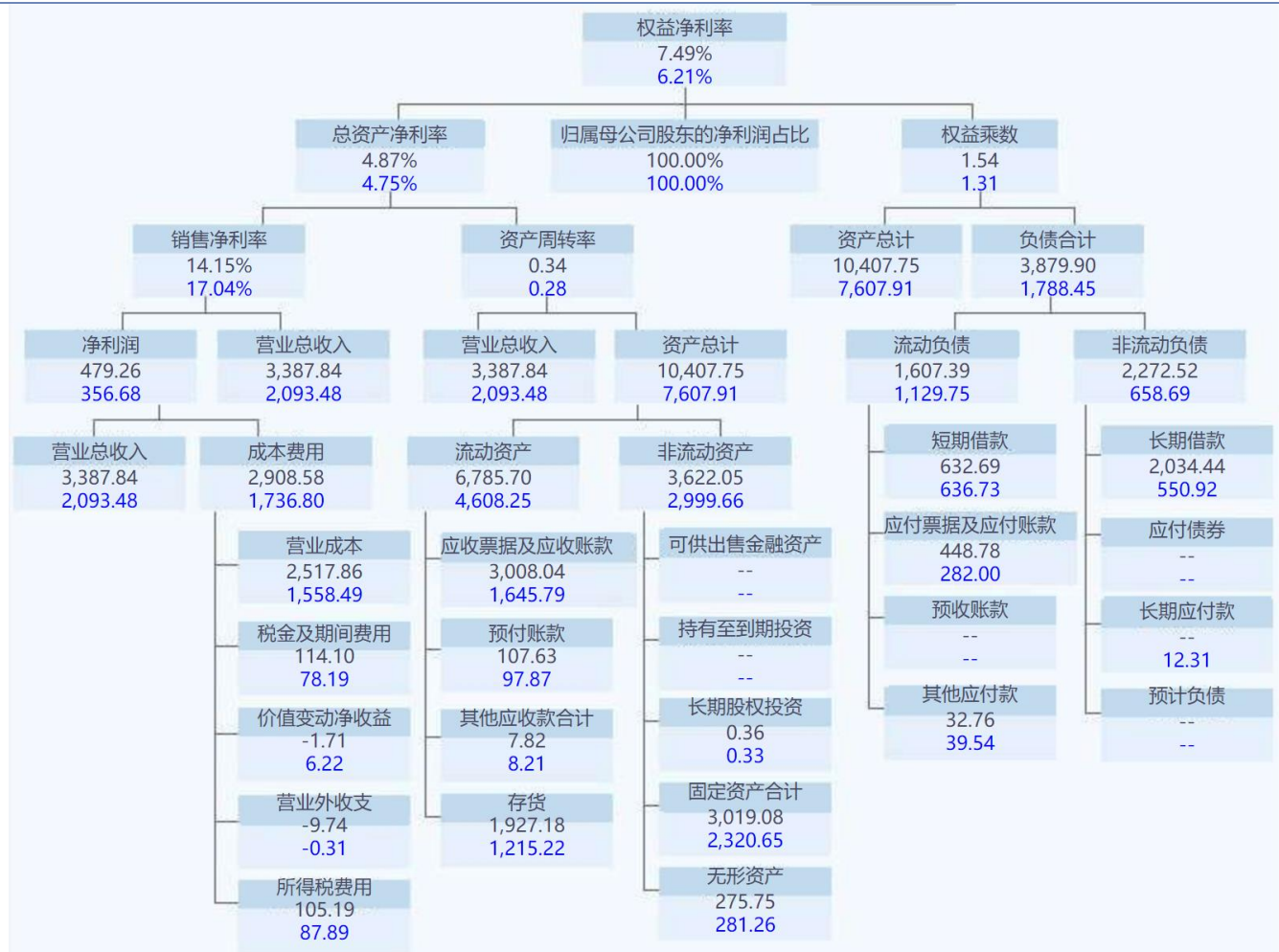
图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

**25H1 公司 ROE 同比有所提升。**25H1 公司 ROE 为 7.49%，同比+1.28pct，主要由于公司 25H1 营业总收入显著提升，资产周转率升高，尽管销售净利率有所下滑，ROA 依旧小幅提升；同时公司资产结构有所变化，长期借款增加较多，权益乘数同比升高。

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

## 二、深耕负极材料，石墨化技术优势推动降本

**十余年深耕，专注锂电池负极材料。**公司成立于 2008 年，成立之初从事人造石墨负极材料石墨化加工服务，并开展金刚石碳源等碳素制品的生产与销售。截止 2016 年，公司建造完成四个石墨化车间；2017 年发现锂离子电池的发展前景，从负极材料关键工序加工服务，向负极材料自主研发、一体化生产并销售发展，并在 2018 年实现负极产品批量供货，月出货量 600 吨。2019 年到 2021 年，山西一期、二期一体化基地投产，2021 年下半年，由于负极材料产品供不应求，公司进行了战略调整，将原有金刚石碳源生产线转为进行负极材料石墨化工序生产。经过十余年负极材料深耕，公司于 2022 年在深交所主板成功上市，产能达到 24 万吨/年，近年来公司持续扩产，2025 年已达到 50 万吨产能。EVTank 数据显示，2024 年中国人造石墨负极材料出货量达到 178.5 万吨，尚太科技出货量 22.7 万吨，占比 12.7%，市占率稳居第四。

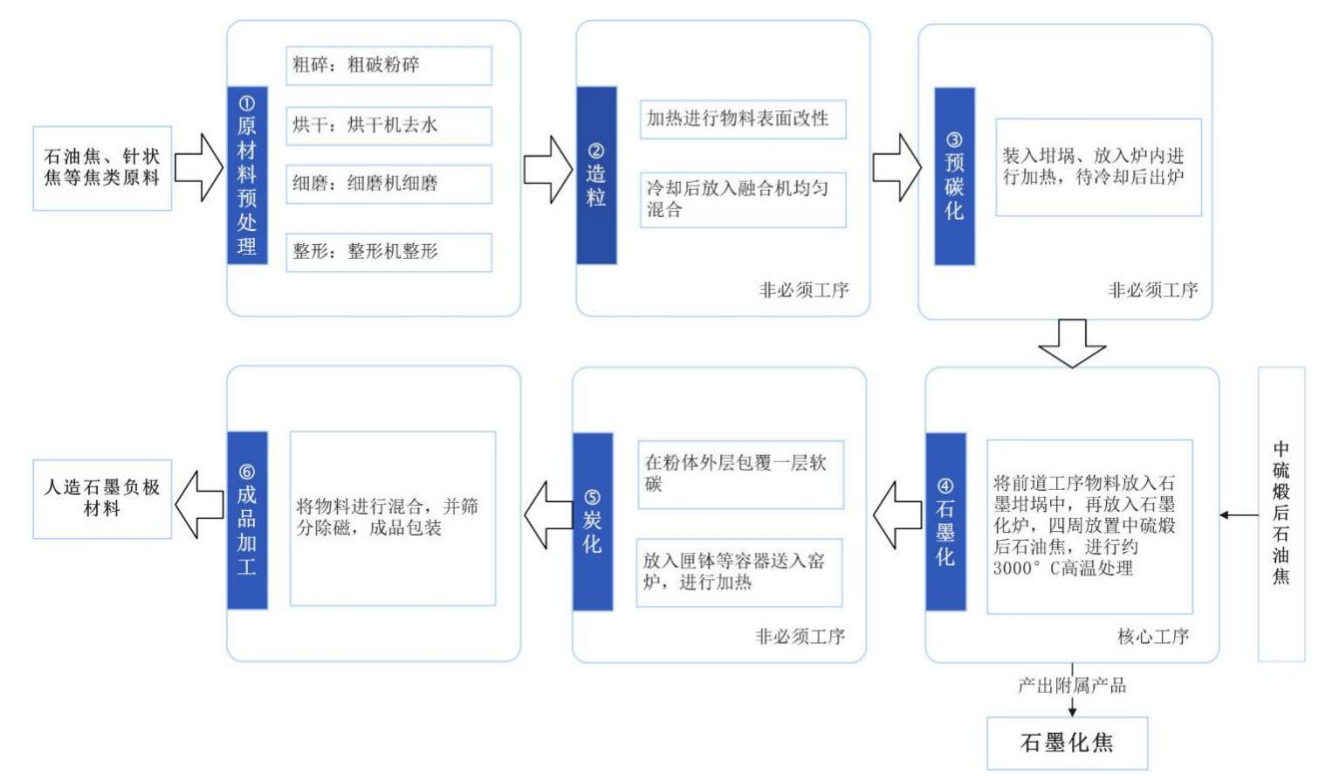
图40：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

**石墨化技术优势有效推动降本。**公司人造石墨负极材料由石油焦、针状焦等原料通过原材料预处理、造粒、预碳化、石墨化、炭化和成品加工等六大工序十余小工序制成，其中，石墨化是人造石墨负极材料最核心工序，其所耗费的生产成本也最高。公司在石墨化环节上经验丰富，生产工艺优势明显，在石墨化工序前，公司针对性地增加了焙烧工序，该项工艺能够提高石墨化炉的填装密度，从而提高生产效率，降低成本。

图41：人造石墨负极材料工艺示意图



资料来源：公司 25H1 半年报，中国银河证券研究院

**新一代人造石墨负极材料表现亮眼。**负极材料产品更新迭代迅速，新一代负极材料产品性能综合性、一致性要求突出，加工性能要求极高。公司持续同下游知名锂离子电池厂商进行深度合作，持续探索在比容量、压实密度、倍率等方面更为平衡的新一代人造石墨负极材料，并迅速投入生产，销量表现亮眼。随着北苏二期项目建设完成，2025 年上半年，公司负极材料产品销售同比增长超 65%，在行业竞争激烈、原材料价格波动大、产品价格水平低的态势下，收入稳步提升。

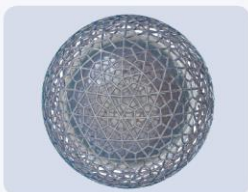
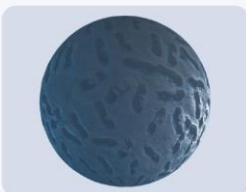
表1：公司负极材料产品情况

| 产品类型         |       | 产品型号      | 中粒径 (μm) | 比容量 (mAh/g) | 比表面积 (m²/g) |
|--------------|-------|-----------|----------|-------------|-------------|
| 人造石墨<br>负极材料 | 动力类   | Q20       | 11.0±1.0 | ≥350        | 1.10±0.30   |
|              |       | Q23E      | 12.5±1.0 | ≥352        | 1.00±0.30   |
|              |       | Q46       | 13.5±1.0 | ≥355        | 1.00±0.30   |
|              |       | ST-174AG  | 15.5±1.0 | ≥357        | 1.8±0.30    |
|              | 储能类   | ST-193    | 11.0±1.0 | 350.0±3.0   | 1.50±0.30   |
|              |       | ST-20     | 11.0±1.0 | 350.0±3.0   | 1.50±0.30   |
|              |       | ST-119    | 14.0±1.0 | ≥340.0      | 1.10±0.30   |
|              | 消费电子类 | ST-4HC    | 14.0±1.0 | ≥360.0      | 1.60±0.30   |
|              |       | ST-174AGC | 15.0±1.0 | ≥357.0      | 1.10±0.30   |
|              |       | Q46X      | 13.0±1.0 | ≥350.0      | 1.10±0.30   |
| 硅碳负极材料       |       | SC-55     | 7.0±1.0  | 2050±60     | ≤2.5        |
|              |       | SC-50     | 7.0±1.0  | 1850±50     | ≤2.5        |
|              |       | SC-45     | 7.0±1.0  | 1650±50     | ≤2.5        |

资料来源：公司 25H1 半年报，中国银河证券研究院

**坚持一体化生产模式，独立自主研发制造。**公司采用一体化生产模式，各个工序分工合作，全部工序自主完成，提升了整体生产效率；各个工序紧凑分布于同一或相邻生产基地，公司一体化生产智能工厂包含原料预处理、造粒车间、预碳化车间、石墨化车间、碳化车间、成品加工，以此控制各工序成本，减少运输支出，扩大成本优势。公司坚持在产品开发、工艺开发、设备开发方面保持投入，25H1研发投入同比+65.7%，主要进行了新一代负极材料研发，进一步打造世界领先一体化锂离子电池负极材料生产企业。

表2：公司研发与制造情况

| 开发方向 | 具体措施                                                                                                                                              |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                       |                                                                                                                                             |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品开发 | <div><h3>原材料设计</h3><p>通过原材料分子结构与成分调控，实现高品质负极专用定制化</p></div>      | <div><h3>粉体设计</h3><p>调控粉体颗粒表面微结构、粒度分布，实现最佳电性能</p></div>            | <div><h3>材料定制</h3><p>负极材料全指标实现专属定制，满足客户全场景应用需求</p></div>           |                                                                                                                                             |
|      |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                       |                                                                                                                                             |
| 工艺开发 | <div><h3>送电曲线设计</h3><p>行业独创欧阳曲线，实现品质、能耗、时效全面领先</p></div>       | <div><h3>前端装备整合</h3><p>大型粉碎、造粒一体化设备，同步实现收率提升，能耗降低</p></div>       | <div><h3>梯度包覆</h3><p>多层梯度包覆层，实现界面离子精确引导，高速分流</p></div>            | <div><h3>表面刻蚀</h3><p>构建多通道离子传输高速路，实现全程动力学低衰减</p></div> |
|      |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                       |                                                                                                                                             |
| 设备开发 | <div><h3>大型智能设备</h3><p>开发大型智能化加工设备，实现石墨负极工业智能制造2.0升级</p></div> | <div><h3>超高温炉窑设计</h3><p>支持1800℃高温无定形碳层修复，以及石墨化高温余热传导开发</p></div> | <div><h3>机械循环融合机</h3><p>通过对负极材料表面进行物理融合，实现材料的界面优化与高密度化</p></div> |                                                                                                                                             |
|      |                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                       |                                                                                                                                             |

资料来源：iFinD，公司招股说明书，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     |
|---------|------|----------|----------|----------|-----------|
| 负极材料    | 营业收入 | 4,706.57 | 6,848.06 | 9,299.66 | 11,275.84 |
|         | YOY  | 25.97%   | 45.50%   | 35.80%   | 21.25%    |
| 石墨化焦    | 营业收入 | 319.48   | 287.53   | 273.16   | 259.50    |
|         | YOY  | -26.18%  | -10.00%  | -5.00%   | -5.00%    |
| 其他业务    | 营业收入 | 190.92   | 171.83   | 163.24   | 158.34    |
|         | YOY  | -13.82%  | -10.00%  | -5.00%   | -3.00%    |
| 金刚石碳源   | 营业收入 | 11.39    | 11.39    | 11.39    | 11.39     |
|         | YOY  | --       | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%     |
| 营业收入合计  |      | 5,229.25 | 7,318.81 | 9,747.45 | 11,705.07 |
| YOY     |      | 19.10%   | 39.96%   | 33.18%   | 20.08%    |
| 归母净利润合计 |      | 838.33   | 1,034.75 | 1,329.30 | 1,680.64  |
| YOY     |      | 15.97%   | 23.43%   | 28.47%   | 26.43%    |
| EPS（元）  |      | 3.21     | 3.97     | 5.10     | 6.44      |

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，我们选取贝特瑞、中科电气作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 21x/17x/14x。结合公司业务发展情况及未来战略，首次覆盖给予推荐评级。

表4：尚太科技与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 20 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 |
| 835185.BJ | 贝特瑞  | 0.83     | 1.03  | 1.31  | 1.56  | 27.83 | 22.43 | 17.63 | 14.81 |
| 300035.SZ | 中科电气 | 0.44     | 0.91  | 1.17  | 1.43  | 42.36 | 20.48 | 15.93 | 13.03 |
|           | 平均值  |          |       |       |       | 35.10 | 21.46 | 16.78 | 13.92 |
| 001301.SZ | 尚太科技 | 3.21     | 3.97  | 5.10  | 6.44  | 17.46 | 14.15 | 11.01 | 8.71  |

#### (三) 投资建议

公司是国内重要的人造石墨负极材料供应商，其出货量稳居国内前五。依托石墨化技术优势和一体化生产模式，公司成本优势显著，并持续研发新一代石墨负极材料，有较大长期空间。预计公司 2025-2027 年营收分别为 73/97/117 亿元；归母净利分别为 10.3/13.3/16.8 亿元，EPS 3.97、5.10、6.44 元/股，对应 PE 14x/11x/9x。首次覆盖给予“推荐”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、下游需求疲软的风险。公司产品毛利率受下游需求影响大,若客户需求持续疲软会对公司业绩及经营稳定性造成影响。
- 4、新一代产品销售不及预期的风险。公司新一代负极材料的销量若不及预期,会对公司未来发展前景造成不利影响从而压制估值预期。

## 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       | 5669.54 | 7565.22  | 10008.41 | 12700.51 |
| 现金         | 685.43  | 1081.78  | 1494.39  | 2669.34  |
| 应收账款       | 2494.19 | 2943.94  | 3926.36  | 4716.70  |
| 其它应收款      | 7.73    | 7.82     | 10.38    | 12.43    |
| 预付账款       | 103.27  | 111.50   | 150.84   | 179.01   |
| 存货         | 1555.03 | 1966.03  | 2716.91  | 3207.67  |
| 其他         | 823.89  | 1454.15  | 1709.53  | 1915.37  |
| 非流动资产      | 3595.31 | 3392.49  | 3009.18  | 2630.54  |
| 长期投资       | 0.35    | 0.36     | 0.36     | 0.36     |
| 固定资产       | 2489.94 | 2826.21  | 2541.87  | 2180.93  |
| 无形资产       | 278.30  | 270.69   | 262.22   | 253.75   |
| 其他         | 826.72  | 295.23   | 204.73   | 195.50   |
| 资产总计       | 9264.86 | 10957.71 | 13017.59 | 15331.05 |
| 流动负债       | 1672.24 | 1584.82  | 1788.14  | 1934.52  |
| 短期借款       | 578.13  | 632.69   | 632.69   | 632.69   |
| 应付账款       | 651.14  | 415.02   | 561.45   | 666.31   |
| 其他         | 442.98  | 537.12   | 594.00   | 635.52   |
| 非流动负债      | 1327.44 | 2272.52  | 3067.58  | 3892.60  |
| 长期借款       | 1146.78 | 2034.44  | 2829.50  | 3654.52  |
| 其他         | 180.66  | 238.08   | 238.08   | 238.08   |
| 负债合计       | 2999.68 | 3857.34  | 4855.72  | 5827.12  |
| 少数股东权益     | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 归属母公司股东权益  | 6265.17 | 7100.37  | 8161.87  | 9503.93  |
| 负债和股东权益    | 9264.86 | 10957.71 | 13017.59 | 15331.05 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流    | -284.40  | -144.11  | 146.39   | 1000.31  |
| 净利润        | 838.33   | 1034.75  | 1329.30  | 1680.64  |
| 折旧摊销       | 273.04   | 442.02   | 443.40   | 438.73   |
| 财务费用       | 47.07    | 90.66    | 129.69   | 166.14   |
| 投资损失       | -10.92   | -10.42   | -13.88   | -16.67   |
| 营运资金变动     | -1491.11 | -1822.00 | -1857.36 | -1401.77 |
| 其它         | 59.19    | 120.88   | 115.24   | 133.24   |
| 投资活动现金流    | 407.55   | -296.11  | -131.35  | -145.66  |
| 资本支出       | -815.89  | -258.98  | -145.23  | -162.33  |
| 长期投资       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | 1223.44  | -37.13   | 13.88    | 16.67    |
| 筹资活动现金流    | 477.73   | 832.74   | 397.57   | 320.29   |
| 短期借款       | -73.61   | 54.56    | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 702.47   | 887.66   | 795.06   | 825.02   |
| 其他         | -151.13  | -109.48  | -397.49  | -504.73  |
| 现金净增加额     | 600.72   | 396.35   | 412.61   | 1174.94  |

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      | 5229.25 | 7318.81 | 9747.45 | 11705.07 |
| 营业成本      | 3884.11 | 5574.88 | 7541.91 | 8950.48  |
| 营业税金及附加   | 36.27   | 50.76   | 67.60   | 81.18    |
| 营业费用      | 9.53    | 13.34   | 17.76   | 21.33    |
| 管理费用      | 81.14   | 113.56  | 151.25  | 181.62   |
| 财务费用      | 54.19   | 80.38   | 113.46  | 143.73   |
| 资产减值损失    | 9.60    | -33.49  | -26.61  | -26.61   |
| 公允价值变动收益  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 投资净收益     | 7.45    | 10.42   | 13.88   | 16.67    |
| 营业利润      | 1031.36 | 1282.43 | 1634.97 | 2067.10  |
| 营业外收入     | 1.06    | 0.46    | 0.00    | 0.00     |
| 营业外支出     | 1.32    | 10.20   | 0.00    | 0.00     |
| 利润总额      | 1031.10 | 1272.69 | 1634.97 | 2067.10  |
| 所得税       | 192.77  | 237.94  | 305.67  | 386.46   |
| 净利润       | 838.33  | 1034.75 | 1329.30 | 1680.64  |
| 少数股东损益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00     |
| 归属母公司净利润  | 838.33  | 1034.75 | 1329.30 | 1680.64  |
| EBITDA    | 1409.59 | 1795.09 | 2191.83 | 2649.55  |
| EPS (元)   | 3.21    | 3.97    | 5.10    | 6.44     |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增速    | 19.10% | 39.96% | 33.18% | 20.08% |
| 营业利润增速    | 18.13% | 24.34% | 27.49% | 26.43% |
| 归属母公司净利润增 | 15.97% | 23.43% | 28.47% | 26.43% |
| 毛利率       | 25.72% | 23.83% | 22.63% | 23.53% |
| 净利率       | 16.03% | 14.14% | 13.64% | 14.36% |
| ROE       | 13.38% | 14.57% | 16.29% | 17.68% |
| ROIC      | 11.18% | 10.80% | 11.80% | 12.65% |
| 资产负债率     | 32.38% | 35.20% | 37.30% | 38.01% |
| 净负债比率     | 20.99% | 28.28% | 29.29% | 21.47% |
| 流动比率      | 3.39   | 4.77   | 5.60   | 6.57   |
| 速动比率      | 2.33   | 3.03   | 3.61   | 4.46   |
| 总资产周转率    | 0.63   | 0.72   | 0.81   | 0.83   |
| 应收账款周转率   | 2.48   | 2.69   | 2.84   | 2.71   |
| 应付账款周转率   | 9.11   | 10.46  | 15.45  | 14.58  |
| 每股收益      | 3.21   | 3.97   | 5.10   | 6.44   |
| 每股经营现金    | -1.09  | -0.55  | 0.56   | 3.84   |
| 每股净资产     | 24.02  | 27.22  | 31.29  | 36.44  |
| P/E       | 17.46  | 14.15  | 11.01  | 8.71   |
| P/B       | 2.34   | 2.06   | 1.79   | 1.54   |
| EV/EBITDA | 13.62  | 9.27   | 7.77   | 6.29   |
| P/S       | 2.80   | 2.00   | 1.50   | 1.25   |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 25H1 公司营业总收入同比+61.8% .....         | 4  |
| 图 2: 25Q2 公司营业总收入同比+42.8%、环比+8.1% ..... | 4  |
| 图 3: 25H1 公司核心铜箔业务贡献 91.6%收入 .....      | 4  |
| 图 4: 25H1 公司境外地区占比提升至 1.5% .....        | 4  |
| 图 5: 25H1 公司毛利率 25.7% .....             | 5  |
| 图 6: 25Q2 公司毛利率 25.14% .....            | 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 2.7% .....             | 5  |
| 图 10: 25H1 公司期间费用降至 5.49% .....         | 5  |
| 图 11: 25Q2 公司研发费率 2.8% .....            | 6  |
| 图 12: 25Q2 公司期间费用率升至 5.61% .....        | 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 3350 万元 .....       | 6  |
| 图 16: 25H1 公司信用减值损失 2701 万元 .....       | 6  |
| 图 17: 25H1 公司归母净利润 4.79 亿元 .....        | 7  |
| 图 18: 25H1 公司扣非归母净利润 4.91 亿元 .....      | 7  |
| 图 19: 25Q2 公司归母净利润 2.40 亿元 .....        | 7  |
| 图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润 2.43 亿元 .....      | 7  |
| 图 21: 25H1 公司扣非归母净利率 14.5% .....        | 7  |
| 图 22: 25Q2 公司扣非净利率 13.8% .....          | 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 2.76 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 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 .....                            | 11 |
| 图 40: 公司发展历程 .....                                                   | 12 |
| 图 41: 人造石墨负极材料工艺示意图 .....                                            | 13 |
|                                                                      |    |
| 表 1: 公司负极材料产品情况 .....                                                | 13 |
| 表 2: 公司研发与制造情况 .....                                                 | 14 |
| 表 3: 分业务预测（单位：百万元） .....                                             | 15 |
| 表 4: 尚太科技与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 20 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