

滨海能源 (000695.SZ)

公司石墨化与负极业务有经营潜力

公司 2024 年已完全剥离原有印刷业务,聚焦锂电负极材料。尽管目前产能不大,公司与集团委外加工的合计前道与石墨化产能 6.8 万吨、负极产能约 4 万吨,但今年底在建工程投产后,有望形成 14 万吨负极一体化产能,规模会上台阶。公司负极产能新且基本是一体化设计,效率高;同时,配套建设源网荷绿电基地,能源自供会形成成本优势;第三,围绕集团化工优势,推动以集团自产沥青焦为原料的负极产业化,也有望形成一定优势。行业层面,石墨化环节高耗能、有环保压力,扩产滞后于负极,该环节盈利情况有望行业性修复。综上,我们分析公司负极业务有经营潜力。

□ 公司简介。2021 年 10 月旭阳控股收购上市公司控股权,到 2024 年底,已完全剥离其传统印刷业务,转而聚焦锂电池负极材料。公司 4 万吨后端及 1.8 万吨石墨化产线已投产,并稳步推进 20 万吨一体化产能,2026 年有望形成 14 万吨负极一体化产能。

□ 潜在竞争优势明显。较传统负极产线,公司未来理论上有望获得近 1000 元/吨成本优势:(1)推广集团沥青焦路线有望形成原材料优势:公司与旭阳集团属同一实控人旗下公司,集团拥有强大的焦类供应能力。公司在推动基于沥青基的负极原材料产业,已开始给多家客户送样,未来有望带来数百元以上成本优势。(2)绿电自供降本:电费占负极成本高,特别在石墨化等环节;公司在投建 20 万吨负极材料一体化+58 万千瓦的源网荷储绿电项目,绿电自供有望降本 400-600 元/吨,未来也许还有碳溢价。(3)石墨化环节积累:公司收购的内蒙古翔福新能源在石墨化/负极上有一定基础,集团整合的内蒙古恒胜新能源长期专注于前道与石墨化(全部给上市公司委外加工)。

□ 负极盈利有修复,石墨化或有弹性。伴随锂电需求的持续增长,上游锂电材料供需态势不断修复,负极产能利用率持续回升,后续价格与盈利有望有所修复。同时,负极上游的石墨化建设明显滞后(重资产、耗电大、审批难),石墨化环节盈利已开始上行,10 月以来,石墨化三方价格已上涨近 200 元/吨,预计明年石墨化行业的盈利水平很可能显著提升。

□ 投资建议:公司全面转型锂电负极材料,未来有望在多个维度形成成本优势,看好公司负极业务的发展潜力,首次覆盖,给予“增持”评级。

□ 风险提示:负极规划产能无法落地风险,受行业等影响负极持续亏损风险,原材料价格波动风险,行业政策波动风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	344	493	541	1424	2809
同比增长	-17%	43%	10%	163%	97%
营业利润(百万元)	(38)	(32)	(49)	290	478
同比增长	-77%	-17%	55%	-692%	64%
归母净利润(百万元)	(18)	(28)	(40)	241	396
同比增长	-82%	55%	43%	-700%	64%
每股收益(元)	-0.08	-0.13	-0.18	1.08	1.78
PE	-236.1	-152.0	-106.5	17.8	10.8
PB	23.3	27.4	36.8	12.0	5.7

资料来源:公司数据、招商证券

增持(首次)

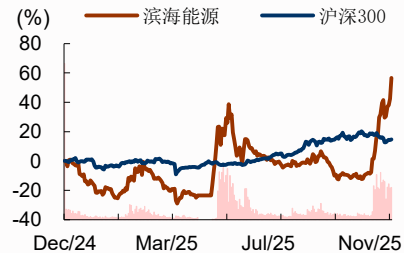
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 19.25 元

基础数据

总股本(百万股)	222
已上市流通股(百万股)	222
总市值(十亿元)	4.3
流通市值(十亿元)	4.3
每股净资产(MRQ)	0.5
ROE(TTM)	-73.3
资产负债率	90.4%
主要股东	旭阳控股有限公司
主要股东持股比例	24.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	77	41	41
相对表现	81	23	24



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
吕昊 S1090524020002
lvhao1@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司基本情况介绍	4
1、 管理层分析	4
2、 业绩分析	5
二、 协同效应明显，打造极致成本	8
1、 剥离旧业务，聚焦锂电负极材料	8
2、 推动集团沥青料路线，有望形成原材料成本优势	9
3、 源网荷储一体化助力制造端降本	9
4、 产能快速释放，规模效应初显	10
5、 有望在大客户端获得突破	10
三、 行业： 负极盈利有望修复，石墨化环节盈利有望显著回升	11
1、 储能增速亮眼，拉动负极需求	11
2、 负极盈利有望修复	11
3、 石墨化环节盈利有望显著恢复	11
盈利预测	12
风险提示	14

图表目录

图 1： 公司股权结构	4
图 2： 2020-2025H1 公司主营业务收入（亿元）	8
图 3： 2020-2025Q3 毛利率和净利率变化	8
图 4： 公司锂电负极生产工艺	8
图 5： 旭阳集团业务布局	9
图 6： 2024 年负极成本构成	10
图 7： 石墨化成本构成	10
图 8： 旭阳集团与宁德时代签署战略合作协议	10
图 9： 2019-2025 年 1-10 月中国负极产量变化	11
图 10： 全球储能市场电芯出货统计(GWh)	11
图 11： 负极行业产能利用率情况	12
图 12： 石墨化均价（单位： 元/吨）	12

图 13: 焦类价格 (单位: 元/吨)	12
图 14: 负极价格 (单位: 元/吨)	12
图 15: 滨海能源历史 PE Band	14
图 16: 滨海能源历史 PB Band	14
表 1: 公司管理层介绍	4
表 2: 业绩摘要	6
表 3: 负债情况	7
表 4: 现金流情况	7
表 5: 资产回报率情况	7
表 6: 固定资产和在建工程情况	7
表 7: 公司人力资源情况	7
表 8: 盈利预测	12
附: 财务预测表	15

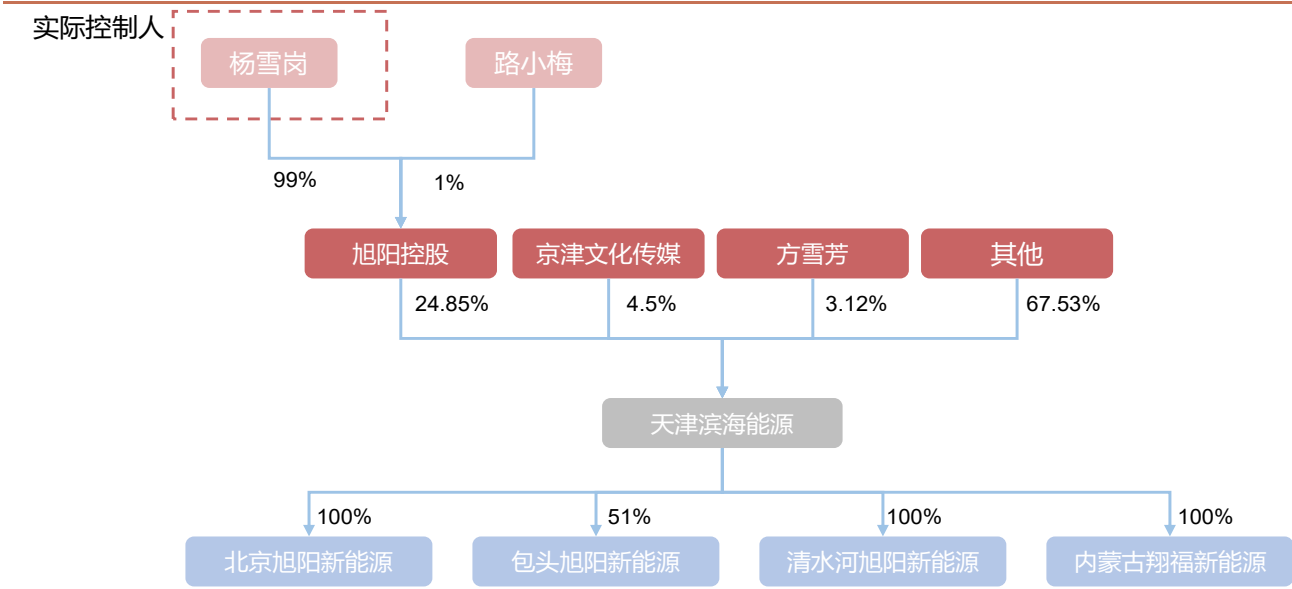
一、公司基本情况介绍

天津滨海能源发展股份有限公司（简称“滨海能源”）成立于 1992 年 10 月。公司原名为“天津灯塔涂料股份有限公司”，是由原天津油漆厂作为发起人改组设立的股份有限公司。1997 年 2 月 18 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。2004 年 1 月 16 日，公司名称正式变更为“天津滨海能源发展股份有限公司”。2021 年 10 月，旭阳控股收购上市公司控股权。

滨海能源上市初期主营涂料及颜料产销，2014 年经重大资产重组转型为电力、蒸汽、热水生产销售，2018 年置出热电资产转攻包装及出版物印刷业务，2023 年起逐步置出印刷业务并切入新能源赛道，至 2024 年已完全剥离印刷业务，全面聚焦于锂电池负极材料的研发、生产和销售。

股权结构稳固，实控人实力雄厚。公司控股股东为旭阳控股有限公司（持股 24.85%），实际控制人为杨雪岗。同一实控人下的旭阳集团是全球最大的独立焦炭生产商及化工领军企业，为公司提供了强大的产业背景和资金支持。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

1、管理层分析

公司管理团队在化工及新能源材料领域拥有深厚的技术背景和丰富的行业经验。

表 1：公司管理层介绍

姓名	职务	年龄	学历	背景
张英伟	董事长	53	硕士研究生	高级工程师；曾任中国旭阳集团有限公司执行董事、副总裁；现任中国旭阳集团有限公司高级副总裁，同时担任本公司董事长
王志	独立董事	48	博士研究生	博士生导师、国家优秀青年基金获得者；历任中国科学院过程工程研究所研究员、项目研究员；现为中国科学院过程工程研究所研究员、博士生导师，同时担任本公司独立董事
陆继刚	独立董事	49	法学博士	执业律师；曾任北京千方科技股份有限公司法务总监、国开东方城镇发展投资有限公司法务总监；现任北京中盾律师事务所

敬请阅读末页的重要说明

姓名	职务	年龄	学历	背景
张亚男	独立董事	37	会计学博士	历任香港城市大学研究助理、访问学者；现任中央财经大学会计学院讲师、中央财经大学会计学院副教授、信息化系副主任、博士生导师和研究生导师，同时担任本公司独立董事
韩勤亮	董事	51	会计学学士	高级会计师；曾任中国旭阳集团有限公司执行董事、副总裁；现任中国旭阳集团有限公司执行董事、高级副总裁，同时担任本公司董事
杨路	董事	34	化学工程学士	历任中国旭阳集团有限公司旭阳营销有限公司市场研究部副经理、北京旭阳基金管理有限公司副总经理、总经理；现任中国旭阳集团有限公司执行董事、副总裁，同时担任本公司董事
魏伟	董事	52	硕士学位	经济师；历任天津出版对外贸易公司业务员、进出口部副经理、进出口一部经理、公司副总经理；现任天津出版传媒集团有限公司综合事业部部长、法务部部长、公司副总经理、董事会秘书，天津新华印务有限公司董事，天津出版传媒集团有限公司合同部副部长、办公室主任，天津文化发展置业有限公司董事，同时担任本公司董事
宋万良	副董事长	61	大学学历	高级工程师；历任河北旭阳能源有限公司工程部副指挥、副总工程师、总工程师、工程部总指挥、副总经理，邢台旭阳煤化工有限公司常务副总经理、总经理，中国旭阳集团有限公司规划总监，凌源旭阳凌钢能源有限公司董事长兼总经理，吉林靖远运营管理服务部总经理，旭阳新能源科技有限公司总经理、内蒙古恒新新能源科技有限公司董事，滨海能源总经理；现任本公司副董事长
尹天长	董事、总经理	46	硕士学位	高级工程师；历任中国旭阳集团有限公司营销总公司销售公司总经理、运营管理部总经理、焦炭事业部总经理，河北旭阳能源有限公司总经理兼定州天鹭总经理，河北中煤旭阳焦化有限公司董事、总经理，河北金牛旭阳化工有限公司董事、总经理，邢台旭阳煤化工有限公司执行董事、总经理，邢台旭阳能源有限公司董事、总经理，邢台旭阳贸易有限公司执行董事、总经理，邢台旭阳新能源科技有限公司董事长，邢台旭阳氢能源有限公司执行董事、总经理，卡特旭阳化工（邢台）有限公司董事，旭阳晟鼎（邢台）智选科技有限公司董事长；现任本公司董事、总经理，同时担任本公司子公司河北京旭阳新能源有限公司执行董事、总经理
侯旭志	副总经理、董事会秘书	49		历任北大方正电子有限公司财务管理部供应链高级经理，北京国纲律师事务所律师，北京华复科创仪器股份有限公司副总经理兼董事会秘书，神雾科技集团股份有限公司证券发展负责人，黑龙江珍宝岛药业股份有限公司董事会秘书，滨海能源总经理；现任本公司副总经理、董事会秘书
谢鹏	本公司副总经理（财务）	40		曾任唐山旭阳化工有限公司财务管理部经理、资金管理部经理；唐山旭阳石油化工有限公司总经理助理、唐山旭阳新材料有限公司总经理助理；现任本公司副总经理，负责财务管理工作

资料来源：公司公告、招商证券

2、业绩分析

2024 年公司实现营业收入 4.93 亿元，同比增长 43.47%；其中负极材料业务收入 4.14 亿元，同比增长 126.63%，占营收比重提升至 83.94%。随着新产能释放，营收结构已发生根本性逆转。

2025 年前三季度，公司营收保持小幅增长，但受上游原料价格上涨冲击，成本大幅攀升，导致净利润出现显著亏损，现金流压力增大：

2025 年 Q1~Q3 实现营收 3.74 亿元，同比增长 2.03%；归母净利润-0.49 亿元，同比下降 2,837.15%，主要系原辅料价格上涨导致成本上升所致。

2025 年 Q3 单季度营收 1.39 亿元，同比增长 14.00%。

盈利能力短期承压。2024 年全年综合毛利率为 6.15%，其中新能源业务毛利率为 5.87%。2025 年前三季度受原辅料价格上涨及成本上升影响，净利润出现亏损。

持续进行研发投入。2024 年全年研发投入 0.04 亿元，占营收 0.88%。2025 年前三季度研发费用为 689.78 万元，较上年同期的 926.87 万元有所减少，系研发新产品实现销售，研发费用结转至营业成本。

流动性短期承压，背靠大股东支持。公司目前处于快速扩张期，2025 年 Q3 资产负债率 90.45%，流动比率 0.48，经营性现金流-1.41 亿元，流动性短期承压。2025 年 6 月，公司大股东旭阳控股同意将于 2025 年 7 月、8 月到期的原 6 亿元借款额度延期，同时新增 3 亿元借款额度，为公司正常经营提供了保障。

表 2：业绩摘要

单位：百万元	2022 年	2023 年	2024 年	2024 年 Q1-Q3	2025 年 Q1-Q3	同比变化(%)
营业收入	415.11	343.89	493.39	366.33	373.75	2.03
营业成本	443.13	332.72	463.06	321.85	376.36	16.94
毛利润	-28.02	11.17	30.34	44.47	-2.62	-105.89
销售税金	0.99	2.16	2.74	3.89	2.72	-30.24
毛利润（扣除销售税金）	-29.01	9.01	27.60	40.58	-5.34	-113.15
销售费用	18.43	4.71	3.41	1.66	3.70	122.34
管理费用	43.36	34.69	26.51	16.68	13.86	-16.86
研发费用	17.37	11.10	4.37	9.27	6.90	-25.58
经营利润	-108.17	-41.50	-6.69	12.97	-29.80	-329.69
资产和信用减值损失	-48.10	(9.02)	(10.31)	-3.95	-7.64	93.44
财务费用	11.64	8.89	13.48	10.03	16.78	67.23
投资收益	-0.68	20.59	-1.55	0.00	-0.19	
资产处置收益	2.70	0.00	0.36	0.36	0.00	-100.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他收益	3.48	0.73	0.01	0.00	0.00	-100.00
营业外收入	0.35	1.04	0.72	0.66	0.81	24.02
营业外支出	3.27	4.84	0.02	0.02	0.04	72.74
利润总额	-165.33	-41.89	-30.96	-0.02	-53.63	279347.56
所得税	22.03	-4.48	-0.69	0.30	-3.78	-1345.17
税后净利润	-187.36	-37.40	-30.27	-0.32	-49.85	15330.70
少数股东损益	-84.92	-19.30	-2.14	-2.13	-0.41	-80.68
归母净利润	-102.44	-18.11	-28.13	1.81	-49.44	-2837.15
非经常性损益	1.55	14.04	14.04	1.95	0.85	-56.51
扣非归母净利润	-103.98	-32.15	-42.17	-0.15	-50.29	34294.02
主要比率						百分点变化(%)
毛利率	-6.75	3.25	6.15	12.14	-0.70	-12.84
销售费用率	4.44	1.37	0.69	0.45	0.99	0.54
管理费用率	10.44	10.09	5.37	4.55	3.71	-0.84

研发费用率	4.18	3.23	0.88	2.53	1.85	-0.68
财务费用率	2.80	2.59	2.73	2.74	4.49	1.75
经营利润率	-26.06	-12.07	-1.36	3.54	-7.97	-11.51
所得税率	-13.38	7.17	2.36	-1583.23	7.08	1,590.31
净利率	-45.13	-10.88	-6.13	-0.09	-13.34	-13.25
扣非净利率	-25.05	-9.35	-8.55	-0.04	-13.45	-13.41

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：负债情况

	2022	2023	2024	2025Q2	2025Q3	环比变化(%)
负债率%	60.0	72.0	81.6	87.6	90.4	2.8
短期借款（百万元）	30.0	11.0	0.0	0.0	0.0	-
一年内到期的非流动负债（百万元）	20.5	8.7	48.7	92.5	172.0	85.9
在手现金（百万元）	14.7	76.8	7.2	28.9	26.5	-8.5

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：现金流情况

	2022	2023	2024	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
赊销比	48.43	30.46	32.06	57.79	58.04	0.25
存货营收比	37.03	15.67	179.85	50.91	64.88	13.98
销售商品、劳务获现金(百万元)	467.54	336.92	250.65	318.07	174.56	-45.12
销售商品、劳务获现金/营收	112.63	51.66	50.80	86.83	46.71	-40.12
经营性现金流净额（百万元）	(53.08)	(20.52)	0.67	28.06	-140.79	转负
经营现金流净额/税后净利润	51.82	207.30	(2.38)	1553.61	284.78	-1268.83

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：资产回报率情况

	2022	2023	2024	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
归上净利率(%)	-24.68	-5.27	-5.70	0.49	-13.23	-13.72
总资产周转率(%)	0.45	0.41	0.47	0.34	0.23	-0.12
权益乘数	3.64	4.32	6.23	5.76	12.40	6.65
ROE(%)	-40.56	-9.42	-16.57	0.98	-37.37	-38.35
ROA(%)	-20.38	-4.50	-2.86	-0.03	-3.04	-3.01
ROIC(%)	-32.14	-10.16	-6.51	54.45	-11.39	-65.85

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：固定资产和在建工程情况

	2022	2023	2024	2024Q3	2025Q3	同比变化(%)
固定资产	255.34	284.19	331.65	361.11	450.28	24.69
在建工程	0.50	103.83	158.25	149.47	489.91	227.77

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：公司人力资源情况

	2022	2023	2024
员工总人数	494	175	196
人均薪酬(万元)	14.5	10.19	23.92
人均创利(万元)	-20.74	-10.35	-14.35
人均创收(万元)	84.03	196.51	251.73
员工专业构成			
生产人员	321	52	113
销售人员	35	26	13

	2022	2023	2024
技术人员	49	42	17
财务人员	24	16	14
行政人员	65	39	39
员工学历构成			
硕士及博士		12	19
本科	64	48	73
大专	68	32	60
高中及以下	362	51	44

资料来源：公司公告、招商证券、2022 年为本科及以上

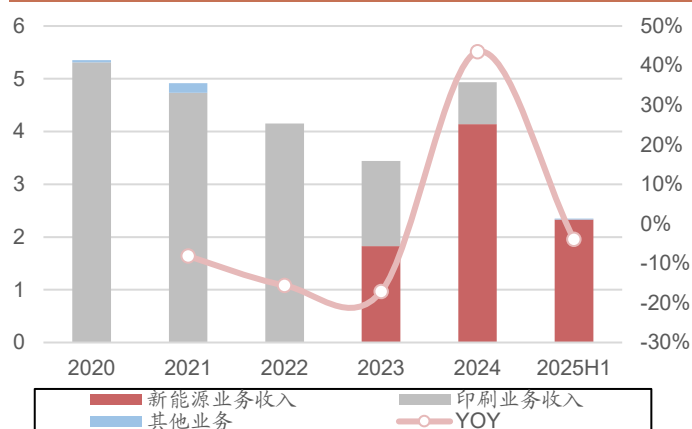
二、协同效应明显，打造极致成本

1、剥离旧业务，聚焦锂电负极材料

公司主营锂电池负极材料的研发、生产和销售，核心经营实体为内蒙古翔福新能源。基于“绿电+焦化”的双重加持，公司具备显著的成本护城河。2024 年，公司出售控股子公司新华印务全部股权，实现了印刷业务的剥离，进一步聚焦负极材料主业。此外公司还积极布局硅碳负极等新材料业务。

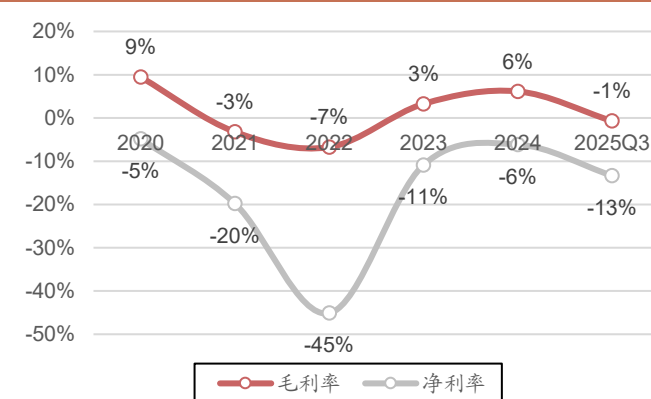
2024 年公司实现负极材料自产及代工业务产量合计 3.80 万吨，销量 3.68 万吨。分别同比增长 161.64%、157.98%。

图 2：2020-2025H1 公司主营业务收入（亿元）



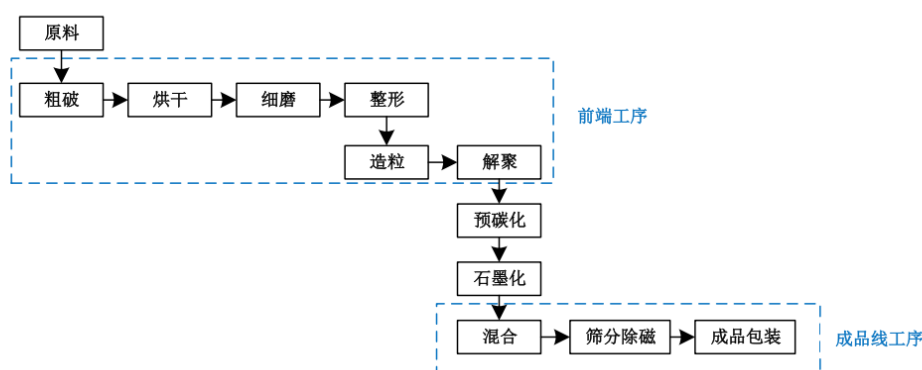
资料来源：公司公告、招商证券、公司 2022 年业务分类调整

图 3：2020-2025Q3 毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、招商证券

图 4：公司锂电负极生产工艺



资料来源：公司公告、招商证券

2、推动集团沥青料路线，有望形成原材料成本优势

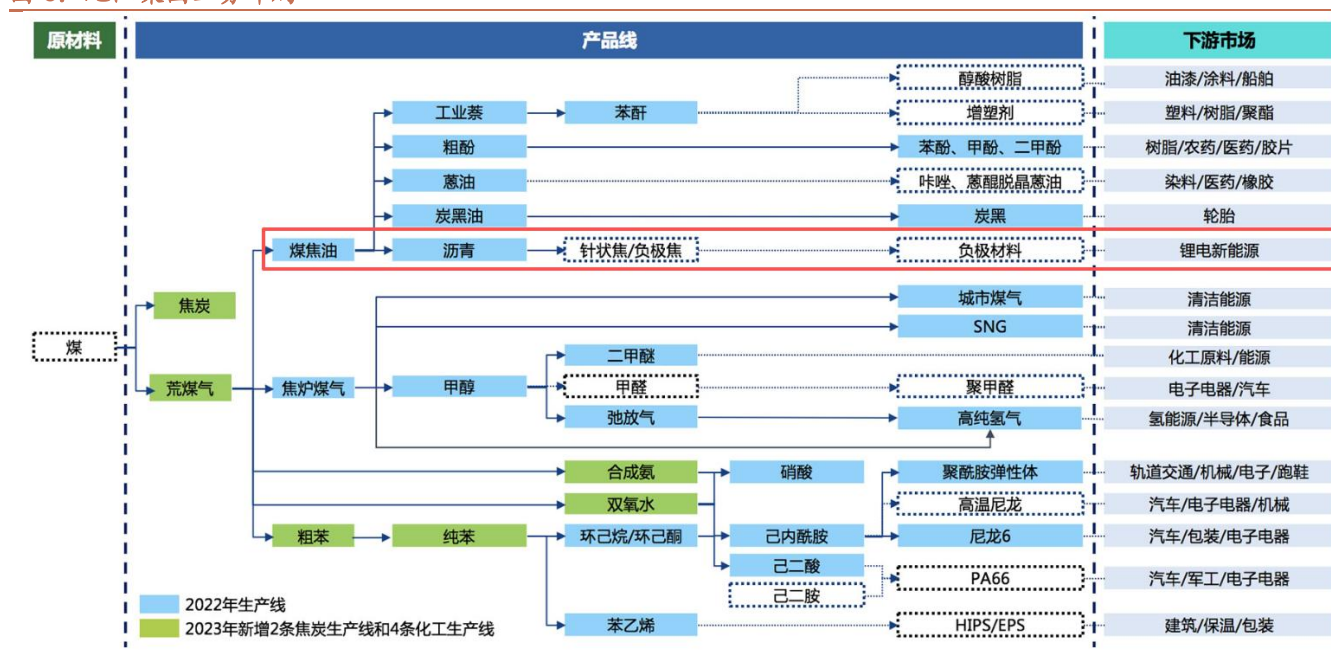
大股东旭阳集团拥有丰富的焦类供应能力，是全球第二大高温煤焦油加工商。不同于传统石油焦/针状焦原料，公司正在推进以集团自产沥青焦为原料的人造石墨产品，成本或有优势。目前已完成长循环、快充、高能量密度和通用型人造石墨产品序列，其中超长循环人造石墨产品已送样多家头部电池企业测试，系列产品在电池厂取得批量订单。

基于大股东的化工供应链，未来有望实现原材料成本降低数百元/吨，同时保障供应链安全。

此外，公司沥青基多孔碳前驱体也已开发了多款硅碳负极产品，已完成中试并开展客户送样。

硬碳负极方面，公司已完成生物质硬碳的小试工艺开发，并结合旭阳集团优势开展煤基和沥青基产品开发，未来可能有成本优势。

图 5：旭阳集团业务布局



资料来源：旭阳集团官网、招商证券

3、源网荷储一体化助力制造端降本

公司在内蒙古乌兰察布投建负极材料一体化项目（乌兰察布是全国最大的锂电池负极材料产地之一，具备显著的产业集群效应），并配套源网荷储一体化项目。项目获批 58 万千瓦新能源指标（风电 45 万千瓦、光伏 13 万千瓦）。若实现全额自发自用，预计绿电覆盖比例超过 50%。

电费占石墨化成本约 4~5 成，公司绿电自供有望降低制造端成本约 400-500 元/吨。负极石墨化行业竞争压力较大，各家用电来源不一，绿电自供有望助力公司获得成本优势。

此外，高比例绿电产品在未来出口欧洲市场时将享有显著的碳排放溢价优势。

图 6：2024 年负极成本构成

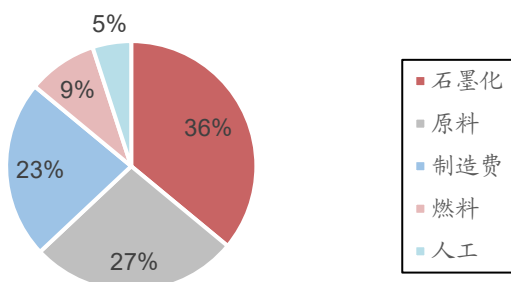
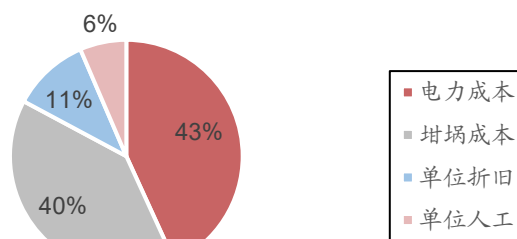


图 7：石墨化成本构成



资料来源：隆众资讯、招商证券

资料来源：尚太科技、招商证券

4、产能快速释放，规模效应初显

产能快速爬坡。公司战略性布局国内三大生产基地并加速海外市场拓展。公司 20 万吨负极材料一体化项目正在稳步推进。截至 2024 年底，公司 4 万吨后端及 1.8 万吨石墨化产线已投产。25 年 8 月建成 5 万吨前段碳化产能，年底再建成 5 万吨前端碳化和 8.2 万吨石墨化形成一体化产能；同时公司协同关联方恒胜新能源 2 万吨前端碳化+5 万吨石墨化的一体化产能。预计 26 年达产后，公司将拥有 14 万吨碳化与石墨化产能及 8 万吨以上负极产能。规模效应叠加一体化工艺，将大幅摊薄折旧与能耗成本。

5、有望在大客户端获得突破

公司旗下翔福新能源、集团为公司委外加工的恒胜新能源过去代加工模式占比较高，近几年，公司整合力量加大负极业务板块。今年上半年，公司外售负极已达 2.34 万吨，同比增长 35%。

同时，公司也有望借助集团等资源，加快大客户开展。今年 11 月 24 日，大股东同一控制下的旭阳集团就与宁德时代签署全面战略合作协议，滨海能源作为参与者也参与签约。

图 8：旭阳集团与宁德时代签署战略合作协议



资料来源：宁德时代公众号、招商证券

三、行业：负极盈利有望修复，石墨化环节盈利有望显著回升

1、储能增速亮眼，拉动负极需求

储能或拉动负极需求高增。2024 年中国负极出货量达 211.5 万吨，同比增长 24%，占全球总出货量超 95%。2025 年 1-10 月，中国负极材料出货 238 万吨，同比增长 38%。储能是电池端核心增长动力，受益于国内政策驱动转收益驱动、海外美国大储及各场景涌现，2025H1，全球储能电芯出货 240GWh（同比+106%），预计 26 年需求持续旺盛。受益于下游储能的快速增长，预计 2026 年负极需求有望维持高增速。

图 9：2019-2025 年 1-10 月中国负极产量变化

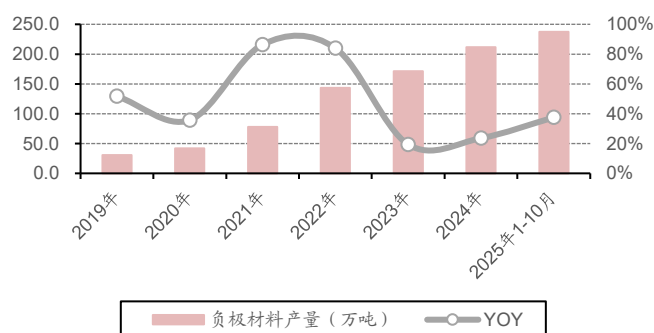
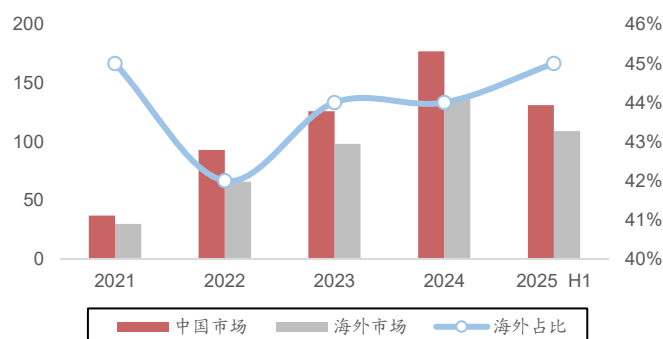


图 10：全球储能市场电芯出货统计(GWh)



资料来源：EVtank、招商证券

资料来源：infoLink、招商证券 注:国内外数据为估算值

2、负极盈利有望修复

负极环节产能利用率回升。2025 年负极材料产能利用率整体较 2024 年显著回升，下半年以来整体位于 60% 以上。产业反馈，头部负极厂家产能利用率已位于高位。

负极材料价格回升。随着针状焦/石油焦等原材料价格 7 月以来再次上涨，负极价格也相应回升，第三方价格显示，11 月中旬以来，中低端负极价格已上涨 1000 元/吨。

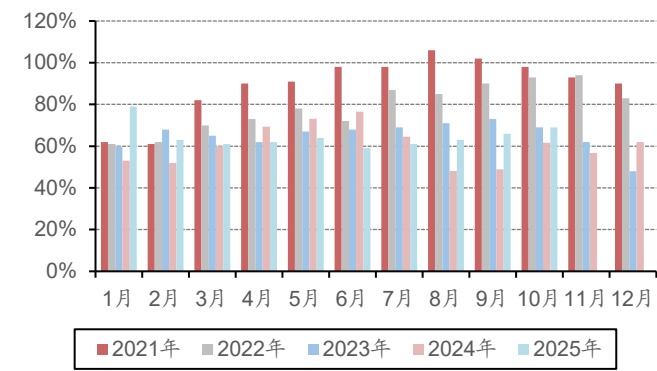
头部厂家产能利用率高，已对部分客户提价，年底将迎来大客户价格谈判，负极整体价格中枢有望上移。

3、石墨化环节盈利有望显著恢复

同时石墨化建设严重滞后（重资产、耗电大、审批难），产能弹性较小，未来供需态势有望不断向好。

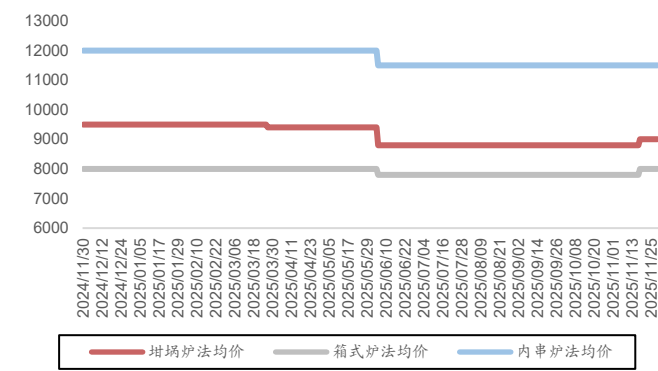
10 月份以来，石墨化代工价格开始普遍提升。三方数据显示，10 月份以来，石墨化价格提升 200 元/吨，由于新建项目有限，预计后续石墨化环节盈利有望显著恢复。

图 11：负极行业产能利用率情况



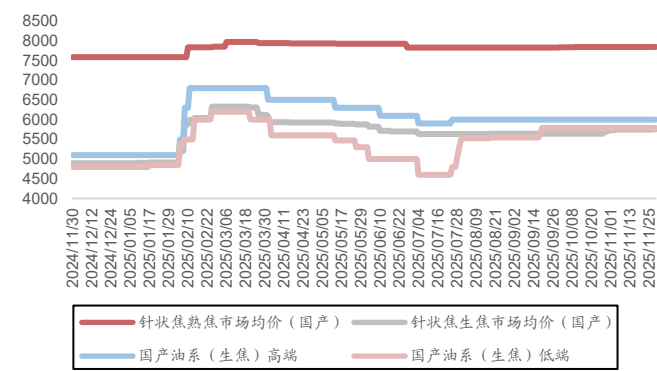
资料来源：隆众资讯、招商证券

图 12：石墨化均价（单位：元/吨）



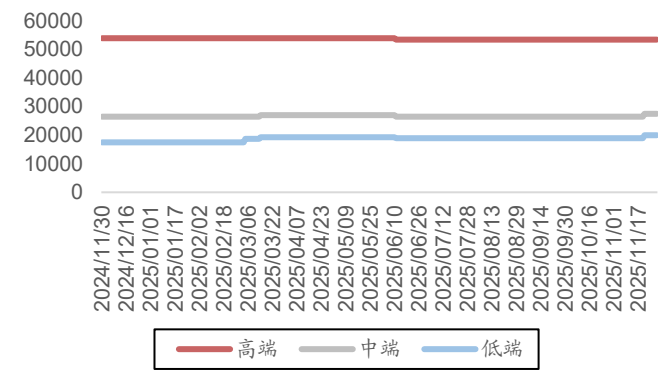
资料来源：百川盈孚、招商证券

图 13：焦类价格（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚、招商证券

图 14：负极价格（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚、招商证券

盈利预测

公司全面转型锂电负极材料，后续随着低成本产能释放，以及负极价格向上，公司盈利或有弹性。

负极材料产品：行业负极产能利用率回升，石墨化逐渐偏紧，各环节价格进入上行通道，预计 2025-2027 年增速为 30.8%/163.03%/97.33%，毛利率为 3%/28%/24%。

预测公司 2025-2027 年合计营收 5.41/14.24/28.09 亿元，同比增速 9.69%/163.03%/97.33%；综合毛利 3%/28%/24%。预计 2026、2027 年归母净利润为 2.41/3.96 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：盈利预测

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负极材料	营业收入	183	414	541	1424	2809
	YoY		126.41%	30.80%	163.03%	97.33%
	毛利率	8%	6%	3%	28%	24%
	营业收入	161	79			
印刷业务	YoY	-59.80%	-50.83%			
	毛利率	-2%	8%			
合计	营业收入	344	493	541	1424	2809

敬请阅读末页的重要说明

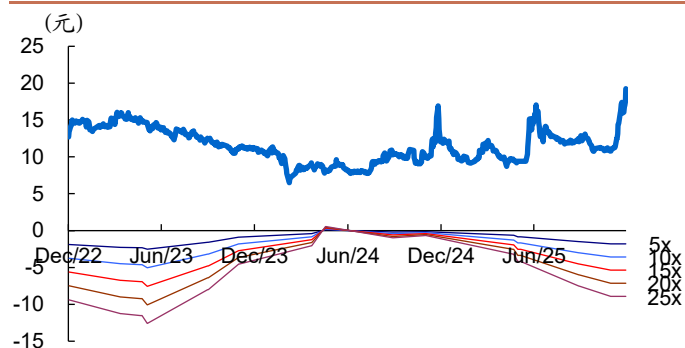
百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
	YoY	-17.16%	43.47%	9.69%	163.03%	97.33%
	毛利率	3%	6%	3%	28%	24%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

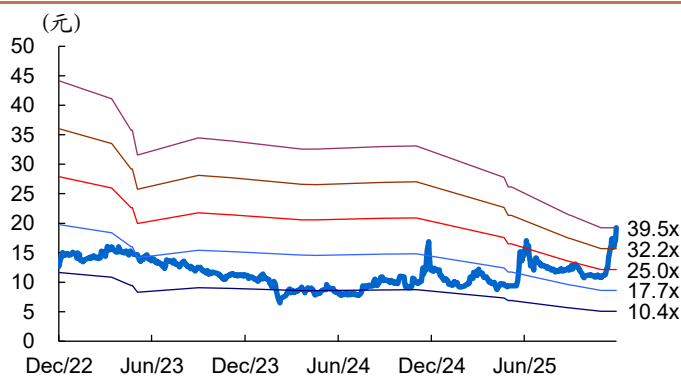
- 1、负极规划产能无法落地风险：**公司规划负极规划产能较大，自身资产负债率较高，流动性短期承压，若实际产无法落地，将对盈利造成影响。
- 2、受行业等影响负极持续亏损风险：**负极行业产能总体过剩，价格处于低位，若后续行业盈利无法修复，负极业务存在持续亏损的风险。
- 3、原材料价格波动风险：**公司主要原材料在生产成本中占比较高，原材料价格的大幅波动会对公司生产成本和经营业绩产生重大影响。
- 4、行业政策波动风险：**国家新能源汽车财政补贴政策逐步退坡。新能源产业政策的调整可能影响下游市场销量，进而对公司负极产品的销售及营收产生波动。

图 15: 滨海能源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 16: 滨海能源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	289	396	491	1196	2433
现金	77	7	59	194	414
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	49	54	141	279
应收款项	103	109	120	315	621
其它应收款	9	16	18	47	93
存货	78	172	194	380	792
其他	20	42	46	118	234
非流动资产	549	883	894	901	909
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	284	332	450	523	553
无形资产商誉	126	276	249	224	201
其他	139	275	195	155	154
资产总计	838	1279	1384	2097	3341
流动负债	506	816	965	1418	2237
短期借款	11	0	145	158	0
应付账款	238	358	404	790	1646
预收账款	8	1	1	2	3
其他	248	458	415	469	588
长期负债	97	227	227	227	227
长期借款	0	0	0	0	0
其他	97	227	227	227	227
负债合计	603	1044	1192	1646	2465
股本	222	222	222	222	222
资本公积金	75	75	75	75	75
留存收益	(114)	(141)	(181)	60	456
少数股东权益	51	79	76	94	124
归属于母公司所有者权益	183	156	116	357	752
负债及权益合计	838	1279	1384	2097	3341

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(21)	1	39	207	463
净利润	(37)	(30)	(43)	259	426
折旧摊销	26	26	50	56	58
财务费用	9	14	15	16	18
投资收益	(21)	1	2	2	2
营运资金变动	16	21	6	(173)	(116)
其它	(14)	(31)	9	48	77
投资活动现金流	(160)	(286)	(68)	(68)	(68)
资本支出	(147)	(288)	(67)	(67)	(67)
其他投资	(12)	3	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流	226	230	81	(4)	(175)
借款变动	178	114	96	13	(158)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	48	116	(15)	(16)	(18)
现金净增加额	46	(55)	52	135	220

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	344	493	541	1424	2809
营业成本	333	463	523	1022	2129
营业税金及附加	2	3	3	8	15
营业费用	5	3	16	21	42
管理费用	35	27	22	36	70
研发费用	11	4	11	28	56
财务费用	9	13	15	16	18
资产减值损失	(9)	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	1	0	0	0	0
投资收益	21	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	(38)	(32)	(49)	290	478
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	5	0	0	0	0
利润总额	(42)	(31)	(48)	291	478
所得税	(4)	(1)	(5)	32	53
少数股东损益	(19)	(2)	(3)	18	30
归属于母公司净利润	(18)	(28)	(40)	241	396

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-17%	43%	10%	163%	97%
营业利润	-77%	-17%	55%	-692%	64%
归母净利润	-82%	55%	43%	-700%	64%
获利能力					
毛利率	3.2%	6.1%	3.4%	28.2%	24.2%
净利率	-5.3%	-5.7%	-7.4%	16.9%	14.1%
ROE	-9.4%	-16.6%	-29.5%	101.8%	71.3%
ROIC	-8.5%	-6.6%	-9.8%	57.8%	59.4%
偿债能力					
资产负债率	72.0%	81.6%	86.1%	78.5%	73.8%
净负债比率	2.4%	3.8%	10.5%	7.5%	0.0%
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.8	1.1
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.8	1.0
存货周转率	2.9	3.7	2.9	3.6	3.6
应收账款周转率	2.2	3.8	3.3	4.5	4.1
应付账款周转率	1.5	1.6	1.4	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	-0.08	-0.13	-0.18	1.08	1.78
每股经营净现金	-0.09	0.00	0.17	0.93	2.09
每股净资产	0.82	0.70	0.52	1.61	3.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.71
估值比率					
PE	-236.1	-152.0	-106.5	17.8	10.8
PB	23.3	27.4	36.8	12.0	5.7
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。