

双主业龙头地位稳固，专注核心主业发展

2023 年 04 月 22 日

➤ **事件说明。**公司发布 2022 年报，全年实现营收 217.02 亿元，同比+4.84%，实现归母净利润 26.91 亿元，同比-19.42%，扣非后归母净利润 23.29 亿元，同比+23.53%。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2022Q4 营收 58.61 亿元，同比+17.51%，环比+15.63%，归母净利润为 4.82 亿元，同比-14.72%，环比-11.93%，扣非后归母净利润为 3.66 亿元，同比-33.54%，环比-32.46%。**毛利率：**2022Q4 毛利率为 19.73%，同比-4.39pcts，环比-6.43pcts。**净利率：**2022Q4 净利率为 8.74%，同比-3.51pcts，环比-2.81pcts。

➤ **人造石墨全球出货量领先，硅基、硬碳等新品推向市场。**负极材料全年出货 18.29 万吨，吨净利约 6000 元。2022 年公司负极材料人造石墨出货量蝉联全球第一，海外销售量同比增长超过 50%。截至 2022 年底，公司已完成约 70 万吨负极材料的产能布局，其中已投产成品产能约 20 万吨，并规划了四川眉山 20 万吨、云南安宁 30 万吨一体化基地。新产品方面，**硅基材料**实现海外客户的吨级供货，中大型项目已通过海外客户的测试和审核，一二代硅氧负极产品已实现批量供应。2022 年规划了浙江宁波 4 万吨级硅基负极产能，一期 1 万吨产能已开始建设，预计 2024 年初投试产。**硬碳负极**国内客户已实现吨级销售，海内外客户已送样验证。

➤ **偏光片市占率连贯全球第一，研发和产能端持续投入。**偏光片全年出货量 1.27 亿㎡，市占率 29%，持续保持全球第一。公司加强全尺寸产品、新技术(OLED 手机电视用，VR 显示端用)和新材料(新型补偿膜、环保型粘着剂、高性能粘着剂等)的开发力度，提高产品竞争力。杉金广州、张家港、四川绵阳产线正在按计划有序推进建设，我们预计未来市占率进一步提升。

➤ **落实聚焦战略，专注核心主业发展。**电解液业务 2022 年主营营收为 11.05 亿元，同比下降 19.31%，出货量为 1.83 吨。为聚焦核心主业发展，公司在 2023 年 2 月 17 日完成衢州杉杉 51%的股权出售交割，自 2023 年 2 月 18 日起，公司不再对衢州杉杉实施控制，此外，报告期内，公司已出售充电桩业务、储能业务、锂盐业务，并将继续剥离光伏业务，目前光伏电站出售已签署相关协议。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 244.52、271.71、346.88 亿元，同比增速分别为 12.7%、11.1%、27.7%，归母净利润分别为 30.10、34.75、45.95 亿元，同比增速分别为 11.8%、15.5%、32.2%，4 月 21 日收盘价对应 PE 为 12、11、8 倍，考虑到公司战略部署方向清晰，新产品放量提供第二成长曲线，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动风险、国际贸易环境变化风险、汇率风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21702	24452	27171	34688
增长率 (%)	4.8	12.7	11.1	27.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	2691	3010	3475	4595
增长率 (%)	-19.4	11.8	15.5	32.2
每股收益 (元)	1.19	1.33	1.53	2.03
PE	14	12	11	8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.33 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

相关研究

1.杉杉股份 (600884.SH) 2022 年半年报点评：业绩符合预期，负极龙头多曲线生长-2022/08/12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21702	24452	27171	34688
营业成本	16487	19115	21246	27210
营业税金及附加	80	86	95	121
销售费用	281	269	272	312
管理费用	713	782	842	1041
研发费用	953	978	978	1214
EBIT	3283	3334	3864	4953
财务费用	696	678	818	902
资产减值损失	-138	-100	-100	-100
投资收益	888	978	1087	1388
营业利润	3397	3510	4006	5304
营业外收支	-2	-10	-11	-12
利润总额	3395	3500	3995	5292
所得税	570	595	679	900
净利润	2825	2905	3316	4392
归属于母公司净利润	2691	3010	3475	4595
EBITDA	4529	4722	5484	6756

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4742	6855	8659	12083
应收账款及票据	4923	4848	6000	7855
预付款项	1392	1338	1275	1361
存货	5030	4959	5464	6429
其他流动资产	2856	3779	4337	4880
流动资产合计	18943	21779	25736	32608
长期股权投资	6917	7617	8117	8417
固定资产	8351	10247	11394	11804
无形资产	1758	1998	2248	2508
非流动资产合计	25983	28205	29697	30408
资产合计	44925	49983	55432	63016
短期借款	3928	4428	4928	5428
应付账款及票据	5189	5430	6373	8744
其他流动负债	3782	3751	3854	4213
流动负债合计	12899	13610	15155	18385
长期借款	4176	6176	7176	7676
其他长期负债	3720	4120	4520	4920
非流动负债合计	7896	10296	11696	12596
负债合计	20795	23905	26851	30981
股本	2264	2264	2264	2264
少数股东权益	1077	972	813	610
股东权益合计	24130	26078	28581	32035
负债和股东权益合计	44925	49983	55432	63016

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	4.84	12.67	11.12	27.67
EBIT 增长率	-1.78	1.55	15.89	28.18
净利润增长率	-19.42	11.83	15.47	32.23
盈利能力 (%)				
毛利率	24.03	21.83	21.81	21.56
净利润率	12.40	12.31	12.79	13.25
总资产收益率 ROA	5.99	6.02	6.27	7.29
净资产收益率 ROE	11.67	11.99	12.51	14.62
偿债能力				
流动比率	1.47	1.60	1.70	1.77
速动比率	0.83	0.97	1.08	1.20
现金比率	0.37	0.50	0.57	0.66
资产负债率 (%)	46.29	47.83	48.44	49.16
经营效率				
应收账款周转天数	71.78	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	88.14	95.00	90.00	80.00
总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.59
每股指标 (元)				
每股收益	1.19	1.33	1.53	2.03
每股净资产	10.18	11.09	12.27	13.88
每股经营现金流	0.22	1.58	1.63	2.28
每股股利	0.30	0.32	0.36	0.41
估值分析				
PE	14	12	11	8
PB	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.12	6.38	5.16	3.68
股息收益率 (%)	1.84	1.97	2.20	2.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2825	2905	3316	4392
折旧和摊销	1245	1388	1620	1803
营运资金变动	-3734	-622	-1217	-829
经营活动现金流	506	3586	3701	5167
资本开支	-4245	-3034	-2738	-2347
投资	-661	-590	-392	-194
投资活动现金流	-4949	-2666	-2063	-1173
股权募资	3210	0	0	0
债务募资	-1448	2900	1900	1400
筹资活动现金流	-329	1193	167	-570
现金净流量	-4768	2113	1804	3423

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026