

2022 年报点评：盈利水平好于行业，Q1 业绩略超预期

买入（维持）

2023 年 04 月 25 日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	21,264	22,499	27,488	37,773
同比	158%	6%	22%	37%
归属母公司净利润（百万元）	2,259	1,887	2,326	3,134
同比	107%	-16%	23%	35%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.46	3.73	4.59	6.19
P/E（现价&最新股本摊薄）	12.59	15.06	12.22	9.07

投资要点

- **2022 年公司实现归母净利润 22.59 亿元，同比增长 107.02%，业绩符合市场预期，23Q1 业绩略超预期。**2022 年公司营收 212.64 亿元，同比增长 157.5%；归母净利润 22.59 亿元，同比增长 107.02%；扣非净利润 23.25 亿元，同比增长 182.23%；22 年毛利率为 17.4%，同比降低 0.84pct；净利率为 10.62%，同比降低 2.59pct。公司预告 23Q1 归母净利 4.0-4.5 亿，同增 3%-16%，环减 42%-49%，扣非净利 4.0-4.5 亿，同增 14%-28%，环减 34%-41%。
- **22 年全年出 6.3 万吨，23Q1 预计 1.4 万吨，全年预期 40%+增长。**公司 22 年出货 6.3 万吨，同增 34%，其中 Q4 出货 1.9 万吨，环增 15%，公司全年海外出口 2.1 万吨，占比 34%。公司 23Q1 预计出货 1.4 万吨，同比持平，环降 25%，其中海外客户需求相对稳定，表现好于市场；全年看，公司现有产能 5 万吨，常州二期 5 万吨预计 23Q2 达产，江苏四期 2 万吨预计 23H2 调试爬坡，我们预计 23 年出货有望达 9 万吨，维持 40%+增长，受益于美国市场增长，SK 及北美大客户将贡献主要增量。
- **22 年盈利维持高位，我们预计 23 年仍可好于行业。**盈利端，公司 22 年全年单吨利润 3.5 万元左右，同增 110%+，其中 Q4 单吨扣非仍维持 3.9 万元左右，环比持平。23Q1 单吨扣非利润我们预计 2.5-3 万元，环比下降 30%左右，明显好于行业平均水平，主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到 70%，盈利水平高于国内，且公司库存水平维持低位，减值压力较小，看全年，我们预计全年单吨盈利仍可维持 2 万+。
- **22 年底存货高增，经营性现金流显著增长。**22 年公司期间费用 8 亿，期间费用率 4%，同减 3pct。22 年底存货 29 亿，较年初增长 99%，较 Q3 末增长 27%；应收账款 58 亿，较年初增长 144%；22 年经营活动净现金流净额 11.6 亿，同增 52%，其中 Q4 经营性现金流 8.15 亿，环增 150%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司盈利水平下降，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 18.87/23.26/31.34 亿元（原预测 23/24 年归母净利 27.63/33.66 亿元），同比-16%/+23%/+35%，对应 PE 为 15x/12x/9x，考虑公司海外出货占比高，我们给予 2023 年 20xPE，目标价 74.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.12
一年最低/最高价	54.10/117.43
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	27,284.91
总市值(百万元)	28,424.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.69
资产负债率(% ,LF)	46.70
总股本(百万股)	506.50
流通 A 股(百万股)	486.19

相关研究

《当升科技(300073): 2022 年业绩预告点评: Q4 盈利环比持平，业绩略超市场预期》

2023-01-12

《当升科技(300073): 2022 年三季报点评: Q3 业绩符合预期，单吨盈利维持稳定【勘误版】》

2022-10-24

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和岳斯瑶的指导。

2022 年公司实现归母净利润 22.59 亿元，同比增长 107.02%，业绩符合市场预期。2022 年公司营收 212.64 亿元，同比增长 157.5%；归母净利润 22.59 亿元，同比增长 107.02%；扣非净利润 23.25 亿元，同比增长 182.23%；22 年毛利率为 17.4%，同比降低 0.84pct；净利率为 10.62%，同比降低 2.59pct，22 年业绩符合市场预期。

2022 年 Q4 归母净利润 7.81 亿元，环比增长 37.93%；公司 2023 年 Q1 业绩略超预期。2022 年 Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 71.77/7.81/6.78 亿元，同比增加 132.53%/114.72%/118.85%，环比增长 44.28%/37.93%/0.65%。公司预告 23Q1 归母净利 4.0-4.5 亿，同增 3%-16%，环减 42%-49%，扣非净利 4.0-4.5 亿，同增 14%-28%，环减 34%-41%，略超市场预期。

图 1：公司分季度业绩拆分情况（百万元）

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	-	7,176.9	4,974.4	5,270.6	3,842.3
-同比	-	132.53%	127.88%	205.60%	204.00%
毛利率	-	16.88%	17.51%	18.00%	17.41%
归母净利润(百万)	4.0-4.5	780.5	565.9	525.2	387.0
-同比	3%-16%	114.72%	101.78%	76.35%	159.38%
归母净利率	-	10.88%	11.38%	9.96%	10.07%
扣非归母净利润(百万)	4.0-4.5	677.7	673.3	622.95	351.40
-同比	14%-28%	118.85%	202.00%	253.24%	205.72%
扣非归母净利率	-	9.44%	13.54%	11.82%	9.15%

数据来源：公司公告、东吴证券（香港）

分业务看，锂电材料业绩高增，智能装备同比下降。2022 年公司锂电材料业务收入 210.94 亿元，同比增长 161.51%，毛利率 17.22%，同比降 0.46pct。分产品看，多元材料贡献主要增量，2022 年多元材料营收 190.57 亿，同比增长 175.82%，毛利率 18.27%，同比上升 0.03pct。钴酸锂 2022 年营收 7.58 亿，同比下降 21.66%，毛利率 9.13%，同比下降 6.86pct。子公司来看，江苏当升 2022 年营收 131.47 亿元，同比增长 154.54%，净利润 14.20 亿元；常州当升 2022 年营收 83.34 亿元，同比增长 209.47%，净利润 7.65 亿元；中鼎高科为公司智能装备经营主体，2022 年营收 1.79 亿元，同比下降 6.77%，净利润 0.45 亿元。

图 2：公司分业务情况

科目	2022年				2022H2		2022H1		
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率	同比
锂电材料	多元材料	190.57	175.82%	18.27%	0.03pct	109.28	18.16%	81.29	18.42%
	钴酸锂	7.58	-21.66%	9.13%	-6.86pct	3.22	4.08%	4.36	13.04%
	其他	12.79	100.00%	6.31%	0.18pct	8.3	6.64%	4.49	5.55%
锂电材料合计	210.94	161.51%	17.22%	-0.46pct	120.79	16.98%	90.15	17.52%	
境内：锂电材料	140.94	162.47%	15.62%	-3.21pct	82.18	15.67%	58.76	15.56%	
境外：锂电材料	70.01	159.60%	20.43%	5.04pct	38.62	19.80%	31.39	21.20%	
智能装备	1.70	-11.35%	40.10%	-1.38pct	0.72	41.55%	0.98	38.86%	
境内：智能装备	1.58	-15.56%	39.19%	-1.73pct	0.61	39.94%	0.97	38.80%	
境外：智能装备	1.22	147.72%	51.85%	-10.46pct	1.21	95.58%	0.01	45.25%	

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

22年全年出 6.3 万吨，23Q1 预计 1.4 万吨，全年预期 40%+增长。公司 22 年出货 6.3 万吨，同增 34%，其中 Q4 出货 1.9 万吨，环增 15%，公司全年海外出口 2.1 万吨，占比 34%。公司 23Q1 预计出货 1.4 万吨，同比持平，环降 25%，其中海外客户需求相对稳定，表现好于市场；全年看，公司现有产能 5 万吨，常州二期 5 万吨预计 23Q2 达产，江苏四期 2 万吨预计 23H2 调试爬坡，我们预计 23 年出货有望达 9 万吨，维持 40%+ 增长，受益于美国市场增长，SK 及北美大客户将贡献主要增量。同时公司新产品进展顺利，公司在四川计划投资建设 30 万吨/年磷酸（锰）铁锂项目及 20 万吨/年三元正极材料产线项目顺利推进中；且钠电正极配合国内大客户开发顺利，已实现吨级供应；新型富锂锰基产品目前已向国内主流电池生产商送样，未来有望贡献增量。

22 年盈利维持高位，我们预计 23 年仍可好于行业。盈利端，公司 22 年全年单吨利润 3.5 万元左右，同增 110%+，其中 Q4 单吨扣非仍维持 3.9 万元左右，环比持平。23Q1 单吨扣非利润我们预计 2.5-3 万元，环比下降 30%左右，明显好于行业平均水平，主要系公司客户结构优异，海外销量占比达到 70%，盈利水平高于国内，且公司库存水平维持低位，22 年库存量 0.44 万吨，减值压力较小，看全年，我们预计全年单吨盈利仍可维持 2 万+。此外公司加大上游布局，与 ALB、SQM、中伟股份、华友钴业、中信国安等供应商在镍、钴、锂等资源保障方面采取上下游合作方式进行布局，保证自身资源供应。

图 3：公司锂电材料产销情况

锂电材料	产量（万吨）	销量（万吨）	销量同比	库存（万吨）	单价 （万元/吨，含税）
2022年	6.5	6.3	34%	0.44	30.0
-境内		4.2	38%		28.8
-境外		2.1	28%		32.5

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

公司全年费用率显著下降，经营性现金流显著增长。2022 年公司期间费用合计 8.05 亿元，同比增长 45.65%，费用率为 3.78%，同比降低 2.91pct。2022 年公司经营活动净现金流净额为 11.6 亿元，同比上升 52.42%；资本开支为 11.2 亿元，同比上升 80.74%；账面现金为 52.16 亿元，较年初增长 20.8%。

盈利预测与投资评级：考虑公司盈利水平下降，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 18.87/23.26/31.34 亿元（原预测 23/24 年归母净利 27.63/33.66 亿元），同比 -16%/+23%/+35%，对应 PE 为 15x/12x/9x，考虑公司海外出货占比高，我们给予 2023 年 20xPE，目标价 74.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

当升科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,112	20,105	25,005	33,522	营业总收入	21,264	22,499	27,488	37,773
货币资金及交易性金融资产	7,216	6,976	8,872	11,443	营业成本(含金融类)	17,564	18,786	23,230	32,279
经营性应收款项	7,511	8,709	10,787	14,844	税金及附加	45	47	58	79
存货	2,865	3,860	4,773	6,633	销售费用	50	67	96	113
合同资产	0	0	0	0	管理费用	275	315	385	491
其他流动资产	519	560	574	602	研发费用	860	945	1,127	1,322
非流动资产	3,444	4,113	4,740	5,247	财务费用	-381	-55	22	80
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	31	45	55	76
固定资产及使用权资产	2,244	2,809	3,423	3,917	投资净收益	-110	-67	82	144
在建工程	634	734	734	734	公允价值变动	-44	0	0	0
无形资产	191	215	239	263	减值损失	-188	-232	-72	-72
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	3	2	1	营业利润	2,539	2,139	2,637	3,556
其他非流动资产	349	329	309	289	营业外净收支	-1	6	6	6
资产总计	21,555	24,218	29,746	38,768	利润总额	2,538	2,145	2,643	3,562
流动负债	9,752	10,673	14,083	20,251	减:所得税	279	257	317	427
短期借款及一年内到期的	60	100	1,022	2,123	净利润	2,259	1,887	2,326	3,134
非流动负债					减:少数股东损益	0	0	0	0
经营性应付款项	9,019	9,646	11,928	16,574	归属母公司净利润	2,259	1,887	2,326	3,134
合同负债	181	376	465	646					
其他流动负债	491	552	669	908	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.46	3.73	4.59	6.19
非流动负债	313	313	313	313	EBIT	2,318	2,338	2,593	3,488
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,488	2,711	3,115	4,132
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.40	16.50	15.49	14.54
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	10.62	8.39	8.46	8.30
其他非流动负债	308	308	308	308	收入增长率(%)	157.50	5.81	22.17	37.41
负债合计	10,065	10,987	14,396	20,565	归母净利润增长率(%)	107.02	-16.43	23.22	34.77
归属母公司股东权益	11,490	13,231	15,349	18,203					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	11,490	13,231	15,349	18,203					
负债和股东权益	21,555	24,218	29,746	38,768					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,160	972	2,273	2,840	每股净资产(元)	22.69	26.12	30.30	35.94
投资活动现金流	-269	-1,103	-1,061	-1,000	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	-214	-110	685	731	ROIC(%)	19.63	16.53	15.36	16.73
现金净增加额	870	-241	1,896	2,571	ROE-摊薄(%)	19.66	14.27	15.15	17.22
折旧和摊销	170	373	523	644	资产负债率(%)	46.69	45.37	48.40	53.05
资本开支	-1,117	-1,034	-1,134	-1,134	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.59	15.06	12.22	9.07
营运资本变动	-1,294	-1,601	-690	-1,159	P/B (现价)	2.47	2.15	1.85	1.56

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

