

当升科技（300073.SZ）-2023 年中报点评

正极盈利持续高位，新产品全方位加速布局

买入

核心观点

公司 2023H1 实现净利润 9.26 亿元，同比+1%。公司 2023H1 实现营收 84.02 亿元，同比-8%；实现归母净利润 9.26 亿元，同比+1%；毛利率为 17.58%，同比-0.17pct。公司 2023Q2 实现营收 37.10 亿元，同比-30%、环比-21%；实现归母净利润 4.95 亿元，同比-6%、环比+15%；毛利率为 19.03%，同比+1.03pct、环比+2.60pct。

公司 Q2 正极销量环比略增，盈利能力稳定高位。公司 2023H1 三元材料营收 76.66 亿元，同比-6%；毛利率为 18.08%，同比-0.34pct。钴酸锂营收 3.18 亿元，同比-27%；毛利率为 7.91%，同比-5.13pct。磷酸铁锂&钠电材料营收 0.52 亿元，毛利率为 1.39%。我们估计公司 2023Q2 正极材料销量在 1.6 万吨左右，环比增长超 10%；2023H1 正极材料销量估计在 3.0 万吨左右，同比略有增长。我们估计公司 2023Q2 正极吨净利约为 2.9-3.0 万元，环比基本持平。公司凭借优质客户与较高产能利用率，盈利水平持续行业领先。

公司产能持续扩张，全球化布局扎实推进。截止 2023H1 末，公司三元材料及钴酸锂建成产能 7.4 万吨，在建产能 8 万吨。公司常州二期 5 万吨项目部分产能已建成投产，剩余产能预计年内竣工。公司江苏四期年产 2 万吨正极项目预计 2023Q4 投产；攀枝花基地首期一阶段 4 万吨磷酸铁锂项目有望年底建成。此外，公司在 2023 年 7 月与芬兰矿业、芬兰电池化学品签署合资协议，成立合资公司在欧洲建设 20 万吨多元正极与 30 万吨磷酸（锰）铁锂产能，加码全球化布局。

公司产品性能持续提升，产品类别不断丰富。三元正极方面，公司 8 系高镍产品在海外持续放量，9 系以上的超高镍产品已导入多家客户圆柱电池项目。磷酸盐系材料方面，公司多款高能量、高安全、长寿命的磷酸（锰）铁锂材料成功导入国内一流动力及储能电池客户，并实现批量销售。钠电正极方面，公司推出了性价比更高、电化学性更优的层状氧化物体系钠电正极材料，2023H1 产品出货超百吨。固态电池材料方面，公司已与赣锋锂电、卫蓝新能源、清陶、辉能等固态电池客户建立了紧密战略合作关系。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；高镍需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于三元动力电池占比低迷造成的三元正极需求增速较缓，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 20.48/21.01/23.27 亿元（原预测为 22.22/25.24/28.77 亿元），同比-9/+3/+11%，EPS 分别为 4.04/4.15/4.60 元，当前 PE 为 11/10/9 倍。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,258	21,264	18,026	20,155	23,081
(+/-%)	159.4%	157.5%	-15.2%	11.8%	14.5%
净利润(百万元)	1091	2259	2048	2101	2327
(+/-%)	183.4%	107.0%	-9.3%	2.6%	10.8%
每股收益(元)	2.15	4.46	4.04	4.15	4.60
EBIT Margin	11.3%	11.6%	12.5%	11.8%	11.6%
净资产收益率(ROE)	16.5%	21.6%	16.5%	14.5%	14.2%
市盈率(PE)	19.83	9.58	10.57	10.30	9.30
EV/EBITDA	25.3	12.1	10.3	9.5	8.5
市净率(PB)	2.29	1.88	1.63	1.44	1.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

联系人：李全

010-88005313

021-60375434

wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	42.72 元
总市值/流通市值	21638/20867 百万元
52 周最高价/最低价	83.53/41.80 元
近 3 个月日均成交额	282.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《当升科技（300073.SZ）-2023 年一季度报点评——一季度业绩亮眼，股权激励计划彰显长期发展信心》——2023-04-25

《当升科技（300073.SZ）-2022 年年报点评——四季度盈利能力稳定高位，正极国际化龙头持续增长》——2023-04-14

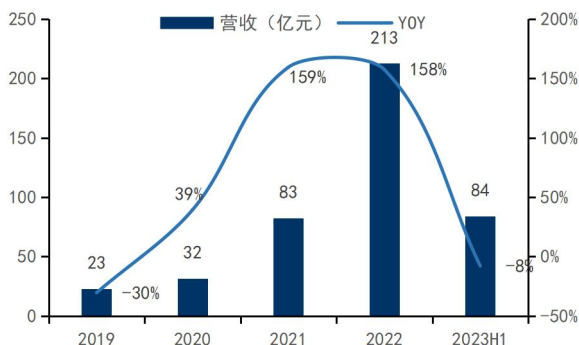
《当升科技（300073.SZ）-2022 年三季度业绩点评——正极销量稳中有升，盈利能力环比略增》——2022-10-24

《当升科技（300073.SZ）-2022 年中报业绩点评——高镍正极加速推进，盈利能力稳步提升》——2022-08-30

《当升科技（300073.SZ）-高镍正极加速渗透，中报业绩表现亮眼》——2022-07-05

公司 2023H1 实现营收 84.02 亿元,同比-8%;实现归母净利润 9.26 亿元,同比+1%;毛利率为 17.58%,同比-0.17pct。公司 2023Q2 实现营收 37.10 亿元,同比-30%、环比-21%;实现归母净利润 4.95 亿元,同比-6%、环比+15%;毛利率为 19.03%,同比+1.03pct、环比+2.60pct。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



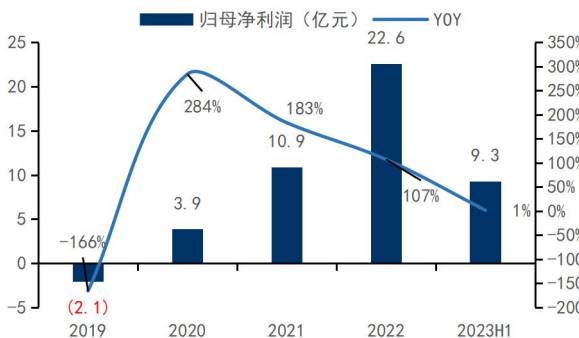
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



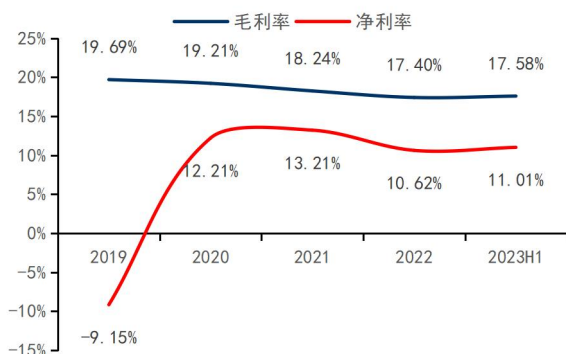
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比显著下降。公司 2023H1 期间费用率为 1.93%, 同比-3.09pct。公司 2023H1 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.24% (-0.03pct)、0.85% (-0.72pct)、3.47% (-2.08pct)、-2.62% (-0.27pct)。

公司 2023H1 末存货为 14.68 亿元, 较 2022 年末减少 13.97 亿元, 较 2023Q1 末减少 2.17 亿元。公司 2023H1 计提资产减值损失 0.26 亿元、冲回信用减值损失 0.04 亿元。

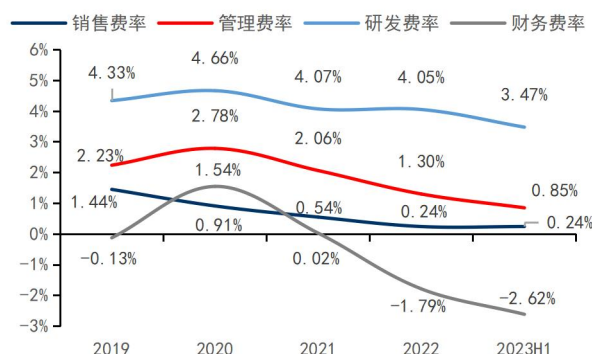
公司 2023H1 汇兑收益为 1.44 亿元, 主要系美元升值带来的收益; 公司 2023H1 公允价值变动损失为 1.77 亿元, 主要系中科电气股票公允价值变动金额及远期结汇损失。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司正极销量环比略增，盈利能力稳定高位。公司 2023H1 三元材料营收 76.66 亿元，同比-6%；毛利率为 18.08%，同比-0.34pct。钴酸锂营收 3.18 亿元，同比-27%；毛利率为 7.91%，同比-5.13pct。磷酸铁锂&钠电材料营收 0.52 亿元，毛利率为 1.39%。

我们估计公司 2023Q2 正极材料销量在 1.6 万吨左右，环比增长超 10%；2023H1 公司正极材料销量估计在 3.0 万吨左右，同比略有增长。我们估计公司 2023Q2 正极吨净利约为 2.9-3.0 万元，环比基本持平。公司凭借优质客户结构与较高的产能利用率，盈利水平持续处于行业领先地位。

公司产能持续扩张，全球化布局扎实推进。截止 2023H1 末，公司三元材料及钴酸锂建成产能为 7.4 万吨，在建产能 8 万吨。公司常州二期 5 万吨项目部分产能已建成投产，剩余产能预计年内竣工。公司江苏四期年产 2 万吨正极项目部分产线正进行调试，预计 2023Q4 投产。公司攀枝花基地首期一阶段 4 万吨磷酸铁锂项目加速建设中，有望年底建成。此外，公司在 2023 年 7 月与芬兰矿业、芬兰电池化学品签署合资协议，成立合资公司在欧洲建设 20 万吨多元正极与 30 万吨磷酸(锰)铁锂产能，加码全球化布局。

公司产品性能持续提升，产品类别不断丰富。三元正极方面，公司 8 系高镍产品在海外持续放量，9 系以上的超高镍产品已导入多家客户圆柱电池项目。磷酸盐系材料方面，公司多款高能量、高安全、长寿命的磷酸(锰)铁锂材料成功导入国内一流动力及储能电池客户，并实现批量销售。钠电正极方面，公司推出了性价比更高、电化学性更优的层状氧化物体系钠电正极材料，2023H1 产品出货超百吨。固态电池材料方面，公司已与赣锋锂电、卫蓝新能源、清陶、辉能等固态电池客户建立了紧密战略合作关系。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

基于三元动力电池占比低迷造成的三元正极需求增速较缓，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 20.48/21.01/23.27 亿元（原预测为 22.22/25.24/28.77 亿元），同比-9/+3/+11%，EPS 分别为 4.04/4.15/4.60 元，当前 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2023 年 8 月 27 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
688779	长远锂科	9.32	179.80	0.77	0.53	0.73	0.84	12.07	17.75	12.83	11.13	增持
688005	容百科技	50.51	228.81	3.00	2.36	2.99	3.85	16.83	21.42	16.90	13.13	增持
300073	当升科技	42.72	216.38	4.46	4.04	4.15	4.60	9.58	10.57	10.30	9.30	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4318	5216	4000	4000	4000	营业收入	8258	21264	18026	20155	23081
应收款项	2429	6065	3457	3976	4679	营业成本	6752	17564	14914	16860	19412
存货净额	1439	2865	2222	2595	3162	营业税金及附加	21	45	47	55	60
其他流动资产	791	1305	895	1012	1165	销售费用	45	50	46	55	60
流动资产合计	12367	18112	13159	14242	15764	管理费用	170	275	176	200	220
固定资产	1605	2867	4334	5155	5802	研发费用	336	860	592	600	650
无形资产及其他	161	191	184	176	168	财务费用	2	(381)	(113)	(67)	(74)
其他长期资产	354	385	180	202	231	投资收益	85	(110)	(4)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	102	(188)	(22)	0	0
资产总计	14487	21555	17857	19774	21964	其他收入	19	175	62	40	40
短期借款及交易性金融负债	6	60	1090	877	765	营业利润	1241	2539	2379	2492	2792
应付款项	4351	9018	2205	2483	2855	营业外净收支	8	(1)	0	0	0
其他流动负债	257	491	594	669	769	利润总额	1249	2538	2379	2492	2792
流动负债合计	4749	9752	4249	4432	4851	所得税费用	158	279	332	349	391
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(0)	43	74
其他长期负债	289	313	313	313	313	归属于母公司净利润	1091	2259	2048	2101	2327
长期负债合计	289	313	313	313	313	现金流量表（百万元）					
负债合计	5039	10065	4562	4746	5165	净利润	1091	2259	2048	2101	2327
少数股东权益	0	0	(0)	43	117	资产减值准备	1	(218)	(26)	0	0
股东权益	9448	11490	13295	14986	16683	折旧摊销	122	159	283	381	466
负债和股东权益总计	14487	21555	17857	19774	21964	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	2	(381)	(113)	(67)	(74)
每股收益	2.15	4.46	4.04	4.15	4.60	营运资本变动	(435)	(884)	(2796)	(686)	(992)
每股红利	0.42	0.48	0.81	1.24	1.38	其它	(17)	(155)	(84)	(24)	0
每股净资产	18.65	22.69	26.25	29.67	33.17	经营活动现金流	761	1160	(575)	1771	1802
ROIC	18%	29%	19%	16%	16%	资本开支	(618)	(1117)	(1741)	(1195)	(1105)
ROE	16%	22%	17%	15%	14%	其它投资现金流	(2091)	848	201	(21)	(29)
毛利率	18%	17%	17%	16%	16%	投资活动现金流	(2709)	(269)	(1541)	(1216)	(1134)
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%	12%	权益性融资	4621	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	14%	14%	14%	负债净变化	(8)	(381)	1029	(213)	(111)
收入增长	159%	158%	-15%	12%	15%	支付股利、利息	(75)	(215)	(243)	(410)	(630)
净利润增长率	183%	107%	-9%	3%	11%	其它融资现金流	(8)	(381)	1029	(213)	(111)
资产负债率	35%	47%	26%	24%	24%	融资活动现金流	4537	(214)	900	(555)	(668)
息率	1.0%	1.1%	1.9%	2.9%	3.2%	现金净变动	2589	677	(1216)	0	0
P/E	19.8	9.6	10.6	10.3	9.3	货币资金的期初余额	1727	4318	5216	4000	4000
P/B	2.3	1.9	1.6	1.4	1.3	货币资金的期末余额	4318	5216	4000	4000	4000
EV/EBITDA	25.3	12.1	10.3	9.5	8.5	企业自由现金流	(115)	355	(2317)	552	673
						权益自由现金流	(125)	314	(1190)	396	625

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032