

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

三季度单吨盈利超预期，海外客户优势明显

2023 年 10 月 24 日

事件: 公司发布 2023 年三季报, 前三季度公司实现营业收入 125.4 亿元, 同比减少 11.0%, 归母净利润 14.9 亿元, 同比增长 0.9%; 扣非后归母净利润 16.4 亿元, 同比减少 0.7%。

点评:

- **2023Q3 公司单吨盈利超预期。** 2023Q3 公司营收 41.42 亿元, 同比-16.74%, 归母净利润 5.66 亿元, 同比+0.03%, 扣非后归母净利润 5.72 亿元, 同比-15.06%。2023Q3 在 2023Q3 公司毛利率为 19.69%, 同比+2.18pct, 环比+0.66pct, 净利率 13.65%, 同比+2.27pct, 环比+0.31pct。2023Q3 公司锂电材料业务吨盈利接近 3.1 万元/吨, 与上半年单吨盈利基本环比持平。我们认为公司盈利稳健原因: 1) 客户结构优异, 海外客户占比较高, 受益于下游客户的快速增长; 2) 费用管控优异, 2023Q3 销售/管理/研发费率合计 4.4%, 环比-0.3pct, 同比-1.3pct。
- **专利诉讼获胜诉。** 公司于 2023 年 9 月 11 日收到民事判决书, 针对尤米科尔公司对当升科技子公司江苏当升提起专利侵权诉讼, 公司一审获胜诉, 由原告尤米科尔承担本次诉讼的案件受理费。
- **新产品多线推进。** 公司 9 系以上的超高镍产品已导入多家客户圆柱电池项目, 市场渗透率持续上升。同时, 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。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 148/166/206 亿元, 归母净利润分别为 22.8/27.9/31.9 亿元, 同比增长+0.9%、22.6%、14.3%。截止 2023 年 10 月 24 日市值对应 23、24 年 PE 估值分别是 10/8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源车需求不及预期风险; 锂电池技术迭代变化风险; 原材料价格波动超预期风险; 环保及安全生产风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,258	21,264	14,834	16,607	20,553
增长率 YoY %	159.4%	157.5%	-30.2%	12.0%	23.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,091	2,259	2,278	2,794	3,194
增长率 YoY%	183.4%	107.0%	0.9%	22.6%	14.3%
毛利率%	18.2%	17.4%	22.5%	24.5%	23.3%
净资产收益率ROE%	11.5%	19.7%	16.3%	16.5%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	2.15	4.46	4.50	5.52	6.31
市盈率 P/E(倍)	40.33	12.65	9.52	7.76	6.79
市净率 P/B(倍)	4.66	2.49	1.55	1.28	1.06

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 24 日收盘价



资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,367	18,112	17,059	19,821	25,132
货币资金	4,318	5,216	7,219	8,951	12,048
应收票据	67	291	41	45	56
应收账款	2,363	5,774	4,028	4,509	5,581
预付账款	403	661	287	313	394
存货	1,439	2,865	2,162	2,358	3,021
其他	3,777	3,305	3,323	3,644	4,032
非流动资产	2,120	3,444	4,362	4,786	5,016
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,453	2,233	2,523	2,733	2,849
无形资产	161	191	206	220	234
其他	506	1,019	1,633	1,833	1,933
资产总计	14,487	21,555	21,422	24,606	30,148
流动负债	4,749	9,752	7,210	7,452	9,656
短期借款	0	9	0	0	0
应付票据	3,243	6,676	5,038	5,149	6,474
应付账款	1,108	2,342	1,533	1,671	2,374
其他	398	725	640	631	807
非流动负债	289	313	313	313	313
长期借款	0	0	0	0	0
其他	289	313	313	313	313
负债合计	5,039	10,065	7,524	7,765	9,969
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	9,448	11,490	13,955	16,976	20,418
负债和股东权益	14,487	21,555	21,479	24,741	30,387

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,258	21,264	14,834	16,607	20,553
同比(%)	159.4%	157.5%	-30.2%	12.0%	23.8%
归属母公司净利润	1,091	2,259	2,278	2,794	3,194
同比(%)	183.4%	107.0%	0.9%	22.6%	14.3%
毛利率(%)	18.2%	17.4%	22.5%	24.5%	23.3%
ROE%	11.5%	19.7%	16.3%	16.5%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	2.15	4.46	4.50	5.52	6.31
P/E	40.33	12.65	9.52	7.76	6.79
P/B	4.66	2.49	1.55	1.28	1.06
EV/EBITDA	37.27	8.87	5.87	4.12	2.73

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,258	21,264	14,834	16,607	20,553
营业成本	6,752	17,564	11,492	12,530	15,754
营业税金及附加	21	45	45	50	62
销售费用	45	50	45	50	62
管理费用	170	275	237	266	329
研发费用	336	860	742	830	1,028
财务费用	2	-381	-57	-78	-104
减值损失合计	1	-218	-8	-7	-8
投资净收益	85	-110	7	8	10
其他	223	17	260	216	207
营业利润	1,241	2,539	2,590	3,176	3,631
营业外收支	8	-1	-1	-1	-1
利润总额	1,249	2,538	2,589	3,175	3,630
所得税	158	279	311	381	436
净利润	1,091	2,259	2,278	2,794	3,194
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,091	2,259	2,278	2,794	3,194
EBITDA	1,065	2,640	2,476	3,105	3,556
EPS(当年)(元)	2.15	4.46	4.50	5.52	6.31

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	761	1,160	2,962	2,145	3,308
净利润	1,091	2,259	2,278	2,794	3,194
折旧摊销	131	170	203	224	238
财务费用	29	-317	-57	-78	-104
投资损失	0	-85	110	-7	-8
营运资金变动	-214	-1,294	593	-755	0
其它	-191	232	-48	-32	-11
投资活动现金流	-2,709	-269	-951	-413	-211
资本支出	-618	-1,117	-621	-421	-221
长期投资	93	0	-80	-40	-20
其他	-2,184	848	-250	48	30
筹资活动现金流	4,537	-214	-9	0	0
吸收投资	4,624	0	0	0	0
借款	0	9	-9	0	0
支付利息或股息	-75	-215	0	0	0
现金流净增加额	2,568	870	2,002	1,732	3,097

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3 年行业研究经验，2022 年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023 年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。