

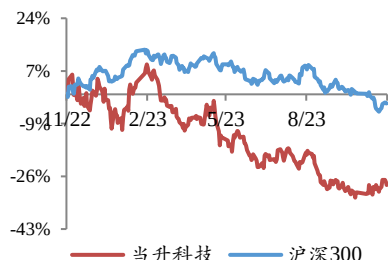
盈利水平维持高位，国内外布局优势凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-02

收盘价（元）	43.53
近 12 个月最高/最低（元）	67.05/41.06
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	488
流通股比例（%）	96.44
总市值（亿元）	220
流通市值（亿元）	213

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 1.当升科技 22 年年报及 23Q1 业绩预告点评：深耕海外业绩高增，产能建设提速业绩放量在即 2023-04-17
- 2.深耕海外提升盈利水平，纵横布局加码产能 2022-10-25
- 3.当升科技 2022H1 业绩预告点评：产品客户结构持续优化，产能扩张业绩逐步兑现 2022-07-05
- 4.当升科技 2022Q1 点评：量利齐升业绩快速增长，产能扩张巩固竞争优势 2022-04-26

主要观点：

● 公司发布 2023 三季度报告

23 年 Q3 公司实现营收 41.4 亿元，同比/环比-16.7%/11.6%；归母净利 5.7 亿元，同比/环比+0.03%/+14.4%；扣非净利 5.7 亿元，同比/环比-15.1%/-10.6%。23 年 Q1-Q3 公司累计实现营收 125.4 亿元，归母净利润 14.9 亿元，扣非净利润 16.4 亿元，其中非经常性损益约为 1.45 亿元，主要为汇率波动和中科电气股票公允价值变动的损失。

● 公司出货水平优秀，海外客户结构稳定

23Q3 锂电材料出货量预计超过 1.8 万吨，主要系占比最高的三元正极材料出货随下游新能源车厂需求增加，同时磷酸（锰）铁锂材料产生规模订单。我们估算公司 Q3 正极材料单吨净利接近 3.0 万元，仍维持较高盈利水平，系公司海外出货占比高达 70%，且每家供货比例基本持平。公司客户分布国家覆盖韩国、日本、欧洲和美国，与 SK on、LG 新能源、AESC 等全球一线品牌的动力电池以及宝马、奔驰、大众等汽车企业持续加强战略合作关系。我们预计公司前三季度正极材料累计出货量约 5 万吨，全年预计可达 7 万吨。

● 公司产品种类丰富，各类新品研发进展顺利

公司现已在高镍、超高镍、中镍高电压、磷酸（锰）铁锂、钠电正极等领域形成了完整的产品布局。1) 磷酸（锰）铁锂材料主要面向国内客户，已导入一流动力、储能电池客户并实现批量销售；2) Ni92、Ni95、Ni98 等超高镍多元材料处于行业先进水平，导入国内外多家大圆柱及大软包电池项目；3) 钠电层状氧化物已实现稳定出货超百吨，销售持续增长；4) 固态电池方面，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。

● 国内外多方面产能扩张，扩大公司现有优势

国内：攀枝花 30 万吨磷酸（锰）铁锂基地，首期 12 万吨已启动建设，第一阶段 4 万吨预计于年底投产；已启动江苏正极材料三期建设，新增产能 1.8 万吨；常州锂电新材料产业基地建设，第一阶段新增产能 2 万吨。国外：欧洲项目总规划 50 万吨，其中多元材料 20 万吨、磷酸（锰）铁锂 30 万吨。国内外产能扩充力度增强，针对不同市场有针对性的丰富产品结构，全方位国内外电池、汽车市场。

● 投资建议：调整公司 23/24/25 归母净利润至 21.08/23.60/29.44 亿元（前值 22.69/28.06/30.27 亿元），对应 P/E 为 11x/9x/8x，维持“买入”评级。

● 风险提示：新能源车发展不及预期；产能扩张产品开发不及预期；材料价格波动等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21264	18626	21568	27209
收入同比（%）	157.5%	-12.4%	15.8%	26.2%
归属母公司净利润	2259	2108	2360	2944
净利润同比（%）	107.0%	-6.7%	11.9%	24.8%
毛利率（%）	17.4%	18.1%	18.4%	18.4%
ROE（%）	19.7%	15.8%	15.0%	15.8%
每股收益（元）	4.46	4.16	4.66	5.81
P/E	12.65	10.59	9.46	7.58
P/B	2.49	1.67	1.42	1.20
EV/EBITDA	9.41	5.65	4.43	2.56

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18112	17487	20870	26579	营业收入	21264	18626	21568	27209
现金	5216	7425	9681	13158	营业成本	17564	15260	17604	22211
应收账款	5774	3622	4194	5291	营业税金及附加	45	28	54	68
其他应收款	21	26	30	38	销售费用	50	35	54	82
预付账款	661	610	704	888	管理费用	275	186	259	299
存货	2865	2119	2445	3085	财务费用	-381	-97	-129	-109
其他流动资产	3575	3685	3816	4120	资产减值损失	-218	0	0	0
非流动资产	3444	3891	3922	3832	公允价值变动收益	-44	-40	-75	-115
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-110	-79	-32	-27
固定资产	2233	2489	2709	2819	营业利润	2539	2511	2756	3454
无形资产	191	215	238	260	营业外收入	5	4	4	4
其他非流动资产	1019	1187	974	753	营业外支出	6	1	0	2
资产总计	21555	21377	24792	30412	利润总额	2538	2514	2760	3456
流动负债	9752	7689	8624	11169	所得税	279	407	400	512
短期借款	9	39	39	39	净利润	2259	2107	2360	2944
应付账款	2342	1907	2445	3085	少数股东损益	0	-1	0	0
其他流动负债	7401	5743	6140	8045	归属母公司净利润	2259	2108	2360	2944
非流动负债	313	326	446	576	EBITDA	2488	2675	2925	3754
长期借款	0	100	220	350	EPS（元）	4.46	4.16	4.66	5.81
其他非流动负债	313	226	226	226					
负债合计	10065	8015	9070	11745					
少数股东权益	0	-1	-1	-1					
股本	507	507	507	507					
资本公积	7163	7163	7163	7163					
留存收益	3821	5694	8054	10998					
归属母公司股东权益	11490	13363	15723	18667					
负债和股东权益	21555	21377	24792	30412					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1160	3167	2495	3705	成长能力				
净利润	2259	2107	2360	2944	营业收入	157.5%	-12.4%	15.8%	26.2%
折旧摊销	170	258	294	406	营业利润	104.6%	-1.1%	9.7%	25.3%
财务费用	-317	7	19	32	归属于母公司净利	107.0%	-6.7%	11.9%	24.8%
投资损失	110	79	32	27	获利能力				
营运资金变动	-1294	667	-283	183	毛利率（%）	17.4%	18.1%	18.4%	18.4%
其他经营现金流	3785	1489	2714	2875	净利率（%）	10.6%	11.3%	10.9%	10.8%
投资活动现金流	-269	-805	-354	-341	ROE（%）	19.7%	15.8%	15.0%	15.8%
资本支出	-1117	-737	-331	-323	ROIC（%）	17.8%	14.9%	14.0%	14.9%
长期投资	0	10	10	10	偿债能力				
其他投资现金流	848	-78	-33	-28	资产负债率（%）	46.7%	37.5%	36.6%	38.6%
筹资活动现金流	-214	-258	116	113	净负债比率（%）	87.6%	60.0%	57.7%	62.9%
短期借款	9	30	0	0	流动比率	1.86	2.27	2.42	2.38
长期借款	0	100	120	130	速动比率	1.44	1.83	1.97	1.95
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.18	0.87	0.93	0.99
其他筹资现金流	-223	-388	-4	-17	应收账款周转率	5.23	3.96	5.52	5.74
现金净增加额	870	2208	2256	3477	应付账款周转率	10.18	7.18	8.09	8.03

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	4.46	4.16	4.66	5.81	P/E	12.65	10.59	9.46	7.58
每股经营现金流薄)	2.29	6.25	4.93	7.31	P/B	2.49	1.67	1.42	1.20
每股净资产	22.69	26.38	31.04	36.86	EV/EBITDA	9.41	5.65	4.43	2.56

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈晓，华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。