

整体盈利能力逆势坚挺，环比稳定提升

当升科技（300073.SZ）

推荐(维持评级)

核心观点：

- **事件：**3月29日公司发布年度报告。2023年实现收入151.27亿，同比-28.86%，归母净利润19.24亿，同比-14.80%，扣非净利润19.80亿，同比-14.86%，EPS 3.80元。23Q4实现营业收入25.84亿，同/环比-64.0%/-37.6%，归母净利润4.33亿，同/环比-44.6%/-23.6%，扣非净利润3.43亿，同/环比-49.4%/-40.0%。业绩符合预期。
- **2023年正极材料销>产，库存水平大幅下降。**受行业周期性影响，公司23年销售规模降低，各业务营收均有下滑，正极材料收入占比提升至96.6%。23年公司正极材料产销量6.08万吨/6.27万吨，同比-6.08%/-1.19%，库存水平大幅下降至0.22万吨，同比-51.1%，带动期末存货余额降至6.94亿元，同比-57.8%。我们预计全年三元正极出货量约6万吨，Q4出货量约1.2万吨，同/环比均有下滑，主要受海外客户需求增速放缓及竞争加剧影响；公司磷酸铁锂正极出货量集中在储能领域，同时正在积极开发国内外动力电池客户，攀枝花项目将于24年3月投产，预计24年形成显著规模放量。
- **三元材料毛利率逆势坚挺。**公司23年销售毛利率18.1%，同比增长0.66pcts，23Q4为17.0%，同/环比+0.12pcts/-2.68pcts。其中三元正极材料业务毛利率19.1%，同比增长0.81pcts贡献最大。23年国内三元正极材料均价同比降幅超25%，公司仍取得毛利率逆势上涨的佳绩，主要原因系产能利用率维持高及客户结构优势。磷酸铁锂业务处于开拓期，自有产能建设尚未完成，维持微利或略微亏损，预计24年产能释放后将得到缓解。
- **费用控制稳定，利润率季度稳步提升。**公司23年四费率2.51%，同比-1.29pcts，其中利息收入较22年增加近1亿元，最终利润率为12.68%，同比+2.1pcts。季度看盈利能力环比持续提升，23Q4净利率高达16.7%，同/环比+5.87pcts/+3.08pcts，近两年最高。
- **技术多点开花，占领技术制高点。**1)公司在超高镍NCM/NCA、NCMA等多元材料研发上持续取得突破，通过定制设计开发特殊结构前驱体及新型复合掺杂技术的应用，产品性能领先于同行竞品。2)磷酸(锰)铁锂材料从低锰到高锰产品齐备，静待产能落地放量。3)公司在固态电池领域研发靠前，双相复合固态锂电正极材料、固态电解质产品解决了正极与电解质固固界面难题，技术指标行业领先，与卫蓝、清陶、赣锋锂电等国内头部固态电池合作紧密，24年将实现上车验证。4)公司在钠电正极材料与富锂锰基等电池材料领域亦取得突破进展，积极抢占下一代电池材料技术制高点。
- **加快海外市场开拓布局。**2023年公司公告在芬兰以合资形式规划建设50万吨新材料产业基地项目。该基地总规划50万吨，其中多元材料20万吨，磷酸(锰)铁锂30万吨，一期年产6万吨高镍项目预计25年投产。芬兰项目的实施将进一步加快公司全球化战略的落地，为公司供应欧美等全球新能源市场奠定坚实基础。
- **股东定增显信心，坚持分红显担当。**2024年2月8日公司发布定增预案，股东矿冶集团预增资8-10亿元支持公司长期发展，将有效增强公司资金实力，为加速产品升级、扩大市场份额做储备。上市以来公司坚持现金分红与投资者共享发展成果，股利分配率稳定在14%+，有效保障投资者收益。
- **投资建议：**公司作为全球锂电三元正极龙头，产品定位高端，坚持技术引领发展，与客户高度协作、双向驱动创新的经营模式，高镍、固态等前沿技术储备深厚，23年积极布局磷酸铁锂市场。海外客户占比高，盈利能力抗周期能力行业领先。公司全球布局提速，产能渐入收获期。考虑到全球电动化趋势放缓、需求不达预期的风险，我们下调部分预测，预计公司2024/2025年营收153.35亿元/162.63亿元，归母净利润16.45亿元/17.87亿元，EPS为3.25元/3.53元，对应PE为12.07倍/11.11倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车产业政策变化的风险；锂电池需求不及预期的风险；公司新产能投产不及预期的风险；新业务、客户拓展不及预期的风险；上游原材料涨幅过大又无法向下游传导的风险；行业竞争加剧导致市占率下滑的风险。

分析师

周然

☎：(8610) 80927636

✉：zhouan@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130514020001

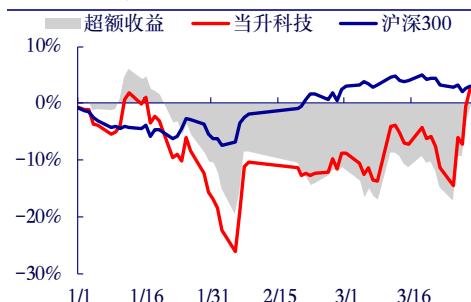
研究助理

段尚昌

☎：(8610) 80927687

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

公司股价表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

市场数据

2024-3-29

收盘价	39.21
一年内最高价	60.60
一年内最低价	26.86
上证指数	3,041.17
总股本(亿股)	5.07
实际流通股(亿股)	5.07
流通股市值(亿元)	198.79

资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

1.【银河电新周然团队】行业点评_光伏板块持续上涨行情点评_20240308

2.【银河电新周然团队】行业点评_坚定新能源高质量发展_0301

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15127.07	15335.21	16263.43	21392.80	流动资产	12565.63	19519.83	19974.04	22685.79
营业成本	12395.20	12690.53	13491.63	17652.48	现金	5689.27	11393.77	11726.71	12323.20
营业税金及附加	33.08	35.06	35.60	47.51	应收账款	2911.87	3595.22	3685.94	4782.36
营业费用	42.74	54.28	47.27	66.12	其它应收款	52.56	37.29	41.28	56.88
管理费用	184.67	233.88	219.09	291.87	预付账款	65.62	318.84	277.87	345.19
财务费用	-256.19	-85.34	-170.90	-175.89	存货	693.01	1495.72	1413.30	1782.59
资产减值损失	-2.20	-0.41	-0.55	-1.04	其他	3153.30	2679.00	2828.93	3395.59
公允价值变动收益	-38.24	0.00	0.00	0.00	非流动资产	4844.18	5554.35	6459.88	7258.60
投资净收益	-120.69	-14.84	-76.66	-97.41	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2221.03	1886.64	2050.71	2791.04	固定资产	3557.08	4120.33	4758.97	5369.30
营业外收入	30.85	0.00	0.00	0.00	无形资产	285.74	334.92	392.73	459.81
营业外支出	0.65	0.00	0.00	0.00	其他	1001.36	1099.11	1308.18	1429.49
利润总额	2251.22	1886.64	2050.71	2791.04	资产总计	17409.81	25074.18	26433.92	29944.40
所得税	332.38	241.60	263.72	376.14	流动负债	3643.49	5719.35	5607.36	7150.40
净利润	1918.85	1645.04	1786.99	2414.90	应付账款	1293.30	1573.35	1605.42	2086.75
少数股东损益	-5.42	0.00	0.00	0.00	其他	2350.19	4146.00	4001.94	5063.65
归属母公司净利润	1924.26	1645.04	1787.00	2414.91	非流动负债	491.67	491.67	491.67	491.67
EBITDA	2396.69	2251.03	2412.49	3260.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	3.80	3.25	3.53	4.77	其他	491.67	491.67	491.67	491.67
					负债合计	4135.16	6211.02	6099.03	7642.08
					归属母公司股东权益	13075.97	18664.48	20136.20	22103.64
					负债和股东权益	17409.81	25074.18	26433.92	29944.40
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率(%)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1222.21	2936.16	2163.62	2586.58	营业收入	-28.86%	1.38%	6.05%	31.54%
净利润	1918.85	1645.04	1787.00	2414.91	营业利润	-12.52%	-15.06%	8.70%	36.10%
折旧摊销	270.78	449.73	532.68	645.47	毛利率	18.06%	17.25%	17.04%	17.48%
财务费用	-97.38	0.00	0.00	0.00	净利率	12.72%	10.73%	10.99%	11.29%
投资损失	120.69	14.84	76.66	97.41	ROE	14.72%	8.81%	8.87%	10.93%
营运资金变动	-1024.71	826.15	-233.25	-572.23	ROIC	13.28%	8.17%	7.91%	9.98%
其它	33.98	0.40	0.53	1.02	资产负债率	23.75%	24.77%	23.07%	25.52%
投资活动现金流	-646.63	-1175.13	-1515.40	-1542.62	净负债比率	-40.11%	-58.47%	-55.87%	-53.62%
资本支出	-1331.43	-1163.31	-1442.76	-1447.56	流动比率	3.45	3.41	3.56	3.17
长期投资	0.00	3.01	4.02	2.34	速动比率	3.21	3.08	3.24	2.86
其他	684.80	-14.84	-76.66	-97.41	总资产周转率	0.78	0.72	0.63	0.76
筹资活动现金流	-199.34	3846.66	-315.27	-447.48	P/E	10.32	12.07	11.11	8.22
现金净增加额	473.06	5704.49	332.95	596.48	P/B	1.52	1.06	0.99	0.90

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyongyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722tangmanling_bj@chinastock.com.cn