

当升科技（300073.SZ）-2023 年年报点评

2023 年四季度盈利承压，多种正极产品量产稳步推进

买入

核心观点

公司 2023 年净利润为 19.24 亿元，同比-15%。公司 2023 年营收 151.27 亿元，同比-29%；归母净利润 19.24 亿元，同比-15%；毛利率 18.1%，同比+0.7pct。公司 2023Q4 营收 25.84 亿元，同比-64%、环比-38%；归母净利润 4.33 亿元，同比-45%、环比-24%；毛利率 17.0%，同比+0.1pct、环比-2.7pct。

公司 2023 年正极出货量同比持平，四季度出货环比下滑。公司 2023 年正极销量为 6.27 万吨，同比-1%。2023 年公司海外电池客户竞争压力较大 出货增长放缓、同时国内磷酸铁锂电池占比持续走高，致使公司正极出货量同比持平。我们估计 2023Q4 公司正极材料出货量约为 1.4 万吨，环比下滑超 20%。这主要受到海外需求走弱、电池企业进行库存控制等因素影响。展望 2024 年，伴随新客户开拓、磷酸铁锂出货持续提升，公司正极销量有望稳步增长。

受客户结构、产能利用率等影响，公司 2023Q4 盈利承压。2023 年公司正极材料吨扣非净利超 3.1 万元，同比-0.5 万元，盈利能力行业领先。我们估计 2023Q4 公司正极吨扣非净利约为 2.5 万元，环比下滑约 0.5 万元。公司 2023Q4 盈利能力环比下滑或受到国内客户占比提升、产能利用率下滑折旧压力增大、磷酸铁锂出货增长但盈利较差等因素影响。展望 2024 年，公司受到三元正极国内销售占比或稳步提升、新建产能带来一定折旧摊销压力、磷酸铁锂产能爬坡初期成本压力较大等影响，盈利能力或呈现明显回落。

公司正极产品类型持续丰富，客户开拓稳步推进。三元正极方面，公司高镍及超高镍产品广泛应用于大圆柱电池等产品；中镍高压材料实现国内外广泛应用。固态电池正极方面，公司 2023 年出货超百吨并持续提升在辉能、清陶、卫蓝、赣锋锂电等客户的供应份额。磷酸（锰）铁锂正极方面，公司已经向中创新航、科信聚力、宜春清陶等国内动力及储能电池客户批量销售。钠电正极方面，公司已实现向海内外多家客户数百吨供货。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；高镍需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于海外客户需求增速放缓对公司出货产生的消极影响、以及磷酸铁锂正极爬产过程中对盈利造成的短期压力，我们下调盈利预测。2023 年公司正极销量为 6.3 万吨，单吨毛利为 4.2 万元；我们假设 2024-2026 年正极销量为 8.4/11.1/14.3 万吨，单吨毛利分别为 1.9/1.8/1.6 万元。由此我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.16/11.95/14.46 亿元（原预测 2024-2025 年为 21.01/23.27 亿元），同比-47%/+18%/+21%，EPS 分别为 2.01/2.36/2.86 元，当前 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,264	15,127	11,131	12,702	14,577
(+/-%)	157.5%	-28.9%	-26.4%	14.1%	14.8%
净利润(百万元)	2259	1919	1016	1195	1446
(+/-%)	107.0%	-15.0%	-47.1%	17.7%	21.0%
每股收益(元)	4.46	3.79	2.01	2.36	2.86
EBIT Margin	11.6%	13.6%	9.2%	9.8%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	21.6%	15.5%	7.5%	8.1%	9.0%
市盈率 (PE)	9.12	10.73	20.28	17.23	14.24
EV/EBITDA	11.7	10.7	16.1	13.6	11.3
市净率 (PB)	1.79	1.55	1.46	1.37	1.26

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	40.66 元
总市值/流通市值	20594/20548 百万元
52 周最高价/最低价	61.27/26.86 元
近 3 个月日均成交额	425.15 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

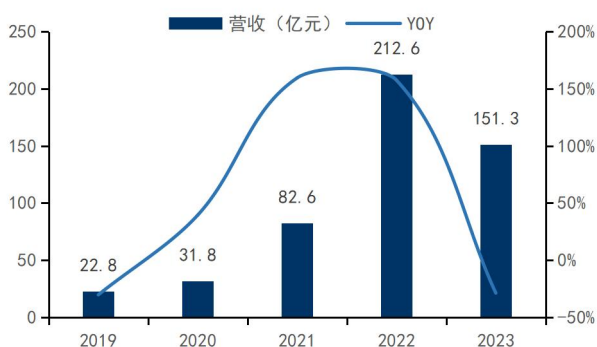
相关研究报告

《当升科技（300073.SZ）-2023 年三季报点评-财务业绩表现亮眼，正极国际化龙头盈利稳定高位》——2023-10-25
《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》——2023-08-28
《当升科技（300073.SZ）-2023 年一季报点评-一季度业绩亮眼，股权增持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

公司 2023 年实现营收 151.27 亿元，同比-29%；实现归母净利润 19.24 亿元，同比-15%；实现扣非归母净利润 19.80 亿元，同比-15%。公司 2023 年毛利率为 18.06%，同比+0.66pct；净利率为 12.68%，同比+2.06pct。

公司 2023Q4 实现营收 25.84 亿元，同比-64%、环比-38%；实现归母净利润 4.33 亿元，同比-45%、环比-24%；实现扣非归母净利润 3.43 亿元，同比-49%、环比-40%。公司 2023Q4 毛利率为 17.00%，同比+0.12pct、环比-2.68pct；净利率为 16.57%，同比+5.69pct、环比+2.92pct。

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、%）



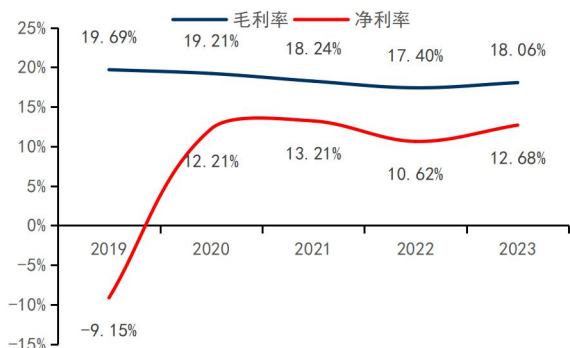
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年期间费用率同比显著下降。公司 2023 年期间费用率为 2.51%，同比-1.28pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.28%/1.22%/2.70%/-1.69%，同比+0.05%/-0.07%/-1.35%/+0.10pct。2023 年碳酸锂价格持续走低，致使研发材料费用下降，研发费用率显著降低。

公司 2023Q4 期间费用率为 2.49%，同比-1.10pct、环比-1.20pct。公司 2023Q4 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.58%/3.16%/-0.93%/-0.32%，同比+0.51%/+2.64%/-3.55%/-0.70pct，环比+0.40%/+2.38%/-4.32%/+0.35pct。

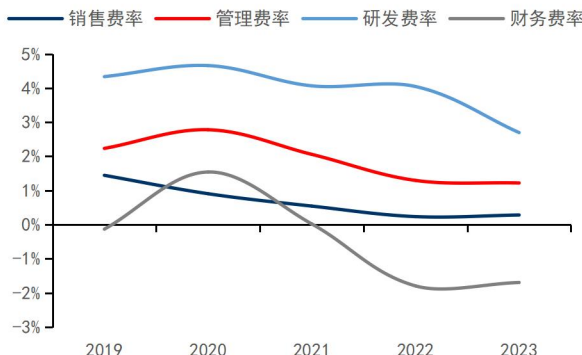
公司 2023 年末正极材料库存量为 0.22 万吨, 同比-51%。2023 年末公司存货为 6.93 亿元, 较 2022 年末下降 21.72 亿元。

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

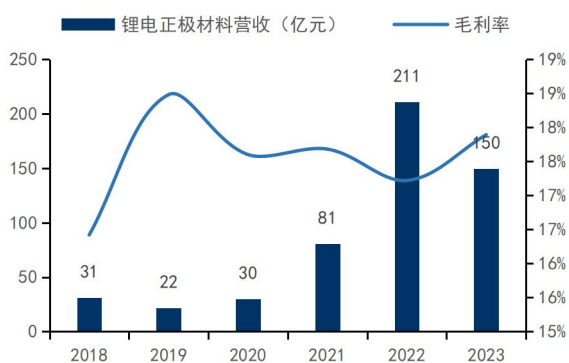


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年正极出货量同比持平, Q4 出货环比下滑。公司 2023 年正极材料营收达到 149.90 亿元, 同比-29%; 销量为 6.27 万吨, 同比-1%; 产量为 6.08 万吨, 同比-6%、其中三元正极/钴酸锂/磷酸铁锂产量分别为 5.46/0.33/0.29 万吨。2023 年公司海外电池客户竞争压力较大 出货增长放缓、国内市场磷酸铁锂电池占比持续走高, 致使公司出货量同比基本持平。我们估计 2023Q4 公司正极材料出货量约为 1.4 万吨, 环比下滑超 20%。这主要受到海外电动车需求走弱、电池企业进行库存控制等因素影响。

展望 2024 年, 伴随公司新客户的持续开拓、磷酸铁锂正极出货持续提升, 公司正极销量有望快速增长。

图7: 公司锂电正极材料业务营收及毛利率 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司锂电正极材料业务销量及增速 (万吨, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年正极盈利能力处于行业领先地位。2023 年公司正极材料吨扣非净利润超 3.1 万元, 同比-0.5 万元, 盈利能力行业领先。

我们估计 2023Q4 公司正极吨扣非净利约为 2.5 万元, 环比下滑 0.5 万元左右。公司 2023Q4 盈利能力环比下滑或主要受到国内客户占比提升、产能利用率下滑折旧压力增大、磷酸铁锂出货增长但盈利较差等因素影响。公司 2023 年底锂电正极产能为 8.3 万吨, 较 2022 年底增加 3.3 万吨, 在建产能为 4 万吨。

展望 2024 年，公司三元正极国内销售占比或稳步提升、磷酸铁锂产能爬坡初期成本压力较大，公司盈利能力或呈现回落趋势。

公司正极产品品类持续丰富，客户开拓持续取得新突破。

三元正极方面，公司 8 系高镍及超高镍产品在海外持续放量，产品广泛应用于大圆柱电池和方形电池等产品中；中镍高压材料已经配套用于国内外著名电池厂、车厂产品中。公司已经与 SK On、AESC、LG 新能源、Murata、北美车企、欧洲电芯大客户等深度开展业务合作；同时，公司亦加强与国内客户战略合作，目前已经成为蜂巢能源、亿纬锂能等客户的第一供应商。

固态电池正极材料方面，公司在 2023 年内出货超百吨，持续提升在辉能、清陶、卫蓝新能源、赣锋锂电等客户的供应份额，并成功配套用于上汽集团、越南 VinFast 等全球一线车企固态车型上。

磷酸（锰）铁锂材料方面，公司已经向中创新航、科信聚力、宜春清陶等国内一流动力及储能电池客户批量销售。

钠电正极方面，公司积极布局层状氧化物类、聚阴离子类等不同体系钠电正极材料，目前已经实现了海内外多家客户数百吨供货。

盈利预测

正极材料业务

营业收入：2023 年以来，海外新能源车需求增长放缓，动力电池出货量增速下降。公司以海外电池客户为主，受到海外需求较弱以及市场竞争加剧等因素影响，海外电池客户市场份额同比下滑，从而对于公司收入产生消极影响。同时，国内磷酸铁锂电池占比的提升致使公司三元正极销量短期承压。此外，碳酸锂价格在 2023 年持续走低，亦对公司收入产生消极影响。

基于上述原因，我们假设 2024-2026 年正极营收为 108.6/124.5/143.3 亿元，同比-26%/+15%/+15%；正极销量为 8.4/11.1/14.3 万吨，同比+34%/+32%/+28%。

毛利率：展望 2024 年，公司国内客户占比或将稳步提升、新建产能折旧摊销压力较大，盈利能力或将显著回落。同时，公司磷酸铁锂正极处于产能爬坡初期，行业竞争压力大且前期费用成本较高，亦对公司盈利或产生消极影响。

基于上述原因，我们下调公司正极业务毛利率，我们假设 2024-2026 年正极业务毛利率分别为 15.0%/15.7%/16.4%；单吨毛利分别为 1.9/1.8/1.6 万元。

智能装备业务

我们预计 2024-2026 年公司智能装备业务营收为 1.1/1.1/1.1 亿元；毛利率为 33%/32%/32%。

表1：公司业务拆分

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
正极材料	营业收入（亿元）	198.1	146.1	108.5	124.5	143.3
	YoY		-26%	-26%	15%	15%
	销量（万吨）	6.3	6.3	8.4	11.1	14.3
	毛利润（亿元）	35.5	26.6	16.3	19.5	23.5
	单吨毛利（万元）	5.6	4.2	1.9	1.8	1.6
智能装备	毛利率（%）	17.9%	18.2%	15.0%	15.7%	16.4%
	营业收入（亿元）	1.6	1.3	1.1	1.1	1.1
	YoY		-21%	-13%	0%	0%
	毛利润（亿元）	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
	毛利率（%）	38.3%	34.7%	33.0%	32.0%	32.0%
其他业务	营业收入（亿元）	12.9	3.9	1.7	1.4	1.4
	YoY		-69%	-58%	-15%	0%
	毛利润（亿元）	0.9	0.3	0.1	0.1	0.1
	毛利率（%）	6.8%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%
	营业收入（亿元）	212.6	151.3	111.3	127.0	145.8
合计	YoY		-29%	-26%	14%	15%
	毛利润（亿元）	37.0	27.3	16.8	20.0	23.9
	毛利率（%）	17.4%	18.1%	15.1%	15.7%	16.4%

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

费用率假设如下：

管理费用：考虑到公司生产规模持续扩大，管理费用或稳步提升；而收入增加的同比提升或带动费用率相对稳定。由此，我们假设 2024-2026 年公司管理费用率为 1.7/1.7/1.7%。

销售费用：考虑到公司正积极开拓客户群体、并持续布局新的产品品类，未来几年销售费用或维持小幅增长态势。由此，我们假设 2023-2025 年公司销售费用率为 0.4/0.4/0.3%。

研发费用：考虑到公司处于技术密集型行业，且仍需进行产品的持续迭代升级与新产品的开发，研发费用仍将持续投入。由此，我们假设 2023-2025 年公司研发费用率为 3.6/3.5/3.4%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年营收为 111.3/127.0/145.8 亿元，同比 -26%/+14%/+15%；毛利率分别为 15.1/15.7/16.4%，实现归母净利润分别为 10.16/11.95/14.46 亿元，同比 -47%/+18%/+21%。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

基于海外客户需求增速放缓对公司出货产生的消极影响、以及磷酸铁锂正极爬产过程中对盈利造成的短期压力，我们下调盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 10.16/11.95/14.46 亿元（原预测 2024-2025 年为 21.01/23.27 亿元），同比 -47%/+18%/+21%，EPS 分别为 2.01/2.36/2.86 元，当前 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (2024 年 4 月 1 日)

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				投资评级
			亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E		
688778	厦钨新能	33.58	141.29	3.73	1.26	2.05	2.36	9.01	26.65	16.41	14.23	增持	
688005	容百科技	29.48	142.75	3.00	1.29	2.80	3.60	9.82	22.85	10.54	8.19	增持	
300073	当升科技	40.66	205.94	4.46	3.79	2.01	2.36	9.12	10.73	20.28	17.23	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5216	5689	6000	6144	6538	营业收入	21264	15127	11131	12702	14577
应收款项	6065	2920	2287	2610	2995	营业成本	17564	12395	9453	10705	12184
存货净额	2865	693	1433	1636	1877	营业税金及附加	45	33	25	32	36
其他流动资产	1305	2044	756	856	975	销售费用	50	43	42	47	50
流动资产合计	18112	12566	11676	12451	13597	管理费用	275	185	190	220	250
固定资产	2867	3969	4334	4697	5049	研发费用	860	408	395	450	500
无形资产及其他	191	286	274	263	251	财务费用	(381)	(256)	(85)	(105)	(113)
其他长期资产	385	589	223	254	292	投资收益	(110)	(121)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(188)	(5)	0	0	0
资产总计	21555	17410	16507	17665	19190	其他收入	175	32	70	70	70
短期借款及交易性金融负债	60	87	137	50	50	营业利润	2539	2221	1182	1423	1740
应付款项	9018	3150	1414	1600	1823	营业外净收支	(1)	30	0	0	0
其他流动负债	491	297	279	315	359	利润总额	2538	2251	1182	1423	1740
流动负债合计	9752	3643	1941	2093	2378	所得税费用	279	332	176	214	261
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(10)	15	32
其他长期负债	313	492	492	492	492	归属于母公司净利润	2259	1919	1016	1195	1446
长期负债合计	313	492	492	492	492	现金流量表 (百万元)	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	10065	4135	2433	2584	2869	净利润	2259	1919	1016	1195	1446
少数股东权益	0	199	189	203	236	资产减值准备	(218)	(2)	0	0	0
股东权益	11490	13076	13885	14877	16085	折旧摊销	159	241	400	457	512
负债和股东权益总计	21555	17410	16507	17665	19190	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(381)	(256)	(85)	(105)	(113)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(884)	(963)	(552)	(392)	(467)
每股收益	4.46	3.79	2.01	2.36	2.86	其它	(155)	27	(95)	(91)	(80)
每股红利	0.67	0.41	0.40	0.47	1.43	经营活动现金流	1160	1222	769	1170	1411
每股净资产	22.69	26.21	27.79	29.77	32.22	资本开支	(1117)	(1332)	(753)	(809)	(853)
ROIC	29%	17%	7%	8%	9%	其它投资现金流	848	685	367	(31)	(37)
ROE	22%	15%	8%	8%	9%	投资活动现金流	(269)	(647)	(386)	(840)	(890)
毛利率	17%	18%	15%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	9%	10%	11%	负债净变化	(381)	(117)	50	(87)	0
EBITDA Margin	12%	15%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(215)	(338)	(206)	(203)	(239)
收入增长	158%	-29%	-26%	14%	15%	其它融资现金流	(381)	(117)	50	(87)	0
净利润增长率	107%	-15%	-47%	18%	21%	融资活动现金流	(214)	(199)	(71)	(185)	(126)
资产负债率	47%	24%	15%	15%	15%	现金净变动	677	376	311	144	394
息率	1.6%	1.0%	1.0%	1.2%	3.5%	货币资金的期初余额	4318	5216	5689	6000	6144
P/E	9.1	10.7	20.3	17.2	14.2	货币资金的期末余额	5216	5689	6000	6144	6538
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	355	(295)	(31)	317	515
EV/EBITDA	11.7	10.7	16.1	13.6	11.3	权益自由现金流	314	(194)	91	319	611

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提及的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