

当升科技 (300073.SZ)

海外客户项目换代影响阶段盈利，固态电池+海外卡位将逐步显现

买入 (维持评级)

当前价格: 44.21 元
 目标价格: 51.6 元

投资要点:

➤ 2024Q1 业绩概况:

2024Q1 实现收入 15.2 亿元，同比-68%，环比-41%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比-74%，环比-74%，实现扣非归母净利润 1.04 亿元，同比-75%，环比-70%。

➤ 单吨盈利下滑主要由于海外项目阶段错位

我们预计 24Q1 三元+钴酸锂出货量约为 1 万吨，单吨净利润约为 1.1 万元/吨，铁锂出货预计为几千吨级别，暂为微亏状态。盈利环比、同比下滑，主要由于海外客户项目更迭，加工费较高的海外项目收入占比从去年高位下滑。公司中镍高电压、高镍高电压、超高镍、单晶等产品已经导入海外和国内多个项目，海外客户导入难度大、认证周期长、产品生命周期长，预计海外占比将在新项目起量之后逐步回升，带动盈利能力逐步修复。芬兰项目预计年内动工，流程手续继续推进，锁定欧洲中长期市场。

➤ 卡位固态/锰铁锂/钠电新技术

公司固态电池与国内领先的初创公司清陶、卫蓝、辉能等长期合作，给初创企业提供技术开发支持，卡位稳固，目前已成功导入辉能、清陶、卫蓝新能源、赣锋锂电等固态电池客户，并实现批量销售。公司产品为高镍正极复合固态电解质，在固态电解质领域布局早积累深，工艺原理相通，在研放大产线，卡位增量市场。多款高能量、高安全、长寿命的磷酸（锰）铁锂材料持续向中创新航、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，产品的能量密度、低温及安全性能领先。钠电正极材料产品性能指标行业领先，出货量持续稳定增长，已实现数百吨级供应。

➤ 盈利预测与投资建议

考虑到海外需求短期放缓，项目放量周期较长且海外客户供应链短期内竞争加剧，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预期为分别为 8.7/13.0/19.4 亿元（前次预测为 24.7/32.5/-亿元），对应当前市值 PE 为 26/17/12 倍，考虑到公司在新技术、海外高端客户前瞻卡位，给予 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 51.6 元，维持“买入”评级。

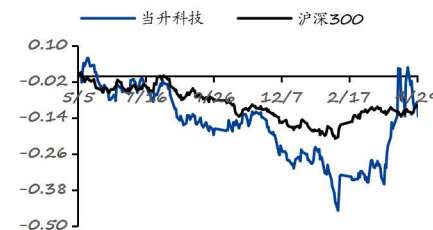
➤ 风险提示

三元正极材料需求不及预期、原材料价格和加工费波动、新技术落地不及预期等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	506.50/505.36
流通 A 股市值(百万元)	22,342.13
每股净资产(元)	26.03
资产负债率(%)	18.78
一年内最高/最低价(元)	55.28/26.86

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师: 游宝来(S0210523030002)

YBL3804@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福电新】当升科技：收入业绩环比双升，盈利能力维持较高水平——2023Q3 点评——2023.10.25
- 2、【华福电新】当升科技：业绩逆势增长，新技术放量，出海战略高举高打——2023H1 点评——2023.08.23
- 3、【华福电新】当升科技：出海芬兰建厂正式签约，核心骨干增持顺利推进——2023.07.30

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,264	15,127	11,420	13,642	16,876
增长率(%)	158%	-29%	-25%	19%	24%
净利润(百万元)	2,259	1,924	869	1,300	1,937
增长率(%)	107%	-15%	-55%	50%	49%
EPS(元/股)	4.46	3.80	1.72	2.57	3.82
市盈率(P/E)	9.9	11.6	25.8	17.2	11.6
市净率(P/B)	1.9	1.7	1.7	1.5	1.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,689	5,562	3,992	3,375	营业收入	15,127	11,420	13,642	16,876
应收票据及账款	2,920	2,205	2,634	3,258	营业成本	12,395	9,738	11,403	13,809
预付账款	66	52	60	73	税金及附加	33	25	30	37
存货	693	544	638	772	销售费用	43	89	93	81
合同资产	0	0	0	0	管理费用	185	236	228	248
其他流动资产	3,197	2,697	2,997	3,434	研发费用	408	479	532	602
流动资产合计	12,566	11,059	10,320	10,912	财务费用	-256	-235	-236	-239
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	3,557	3,882	4,690	6,441	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	412	1,412	2,912	3,912	公允价值变动收益	-38	-38	-38	-38
无形资产	286	313	347	388	投资收益	-121	-121	-121	-121
商誉	23	23	23	23	其他收益	65	65	65	65
其他非流动资产	566	568	571	573	营业利润	2,221	988	1,493	2,240
非流动资产合计	4,844	6,199	8,543	11,337	营业外收入	31	32	33	33
资产合计	17,410	17,258	18,864	22,249	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	949	利润总额	2,251	1,019	1,525	2,272
应付票据及账款	3,150	2,475	2,898	3,509	所得税	332	150	225	335
预收款项	1	1	1	1	净利润	1,919	869	1,300	1,937
合同负债	108	81	97	120	少数股东损益	-5	0	0	0
其他应付款	8	8	8	8	归属母公司净利润	1,924	869	1,300	1,937
其他流动负债	377	439	430	455	EPS (按最新股本摊薄)	3.80	1.72	2.57	3.82
流动负债合计	3,643	3,004	3,433	5,043					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	492	492	492	492					
非流动负债合计	492	492	492	492					
负债合计	4,135	3,495	3,925	5,534					
归属母公司所有者权益	13,076	13,564	14,740	16,516					
少数股东权益	199	199	199	199					
所有者权益合计	13,275	13,762	14,939	16,715					
负债和股东权益	17,410	17,258	18,864	22,249					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,222	1,847	1,166	1,724
现金收益	1,905	948	1,407	2,109
存货影响	2,172	149	-93	-135
经营性应收影响	3,742	732	-436	-635
经营性应付影响	-5,868	-676	423	612
其他影响	-729	694	-136	-227
投资活动现金流	-647	-1,829	-2,848	-3,369
资本支出	-1,439	-1,667	-2,685	-3,203
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	792	-162	-163	-166
融资活动现金流	-199	-146	113	1,028
借款增加	27	0	0	949
股利及利息支付	-338	-123	-160	-215
股东融资	204	0	0	0
其他影响	-92	-23	273	294

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-28.9%	-24.5%	19.5%	23.7%
EBIT 增长率	-7.5%	-60.7%	64.3%	57.7%
归母公司净利润增长率	-14.8%	-54.9%	49.6%	49.0%
获利能力				
毛利率	18.1%	14.7%	16.4%	18.2%
净利率	12.7%	7.6%	9.5%	11.5%
ROE	14.5%	6.3%	8.7%	11.6%
ROIC	16.2%	6.0%	9.1%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	23.8%	20.3%	20.8%	24.9%
流动比率	3.4	3.7	3.0	2.2
速动比率	3.3	3.5	2.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	103	81	64	63
存货周转天数	52	23	19	18
每股指标 (元)				
每股收益	3.80	1.72	2.57	3.82
每股经营现金流	2.41	3.65	2.30	3.40
每股净资产	25.82	26.78	29.10	32.61
估值比率				
P/E	12	26	17	12
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	83	169	114	76

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn