

# 当升科技（300073.SZ）-2024年中报点评

## Q2 三元正极盈利稳健，磷酸铁锂与固态电池材料快速放量

优于大市

### 核心观点

公司2024H1实现归母净利润2.87亿元、同比-69%。公司2024H1实现营收35.41亿元，同比-58%；实现归母净利润2.87亿元、同比-69%；毛利率为14.10%，同比-3.48pct。公司2024Q2实现营收20.25亿元，同比-45%、环比+33%；实现归母净利润1.76亿元，同比-64%、环比+60%；毛利率为13.51%，同比-5.53pct、环比-1.38pct。

公司2024H1三元正极出货相对承压，Q2出货与盈利环比表现稳定。公司2024H1三元正极业务营收26.90亿元，同比-65%；毛利率为17.88%，同比-0.20pct。公司2024H1钴酸锂正极营收2.37亿元，同比-25%；毛利率为2.37%，同比-5.54pct。我们估计2024H1公司三元正极与钴酸锂销量约为2万吨，同比明显下滑；其中Q2销量略超1万吨，环比微增。我们估计公司三元正极与钴酸锂正极盈利能力表现稳定，Q2环比Q1吨净利相对持平。2024年海外新能源车需求表现较弱、海外电池企业出货承压，进而对公司三元正极出货产生一定影响。

公司磷酸盐系正极发展迅速，国内客户开拓顺利。公司2024H1磷酸（锰）铁锂+钠电正极业务实现营收4.58亿元，同比+774%；毛利率为-2.91%，同比-4.30pct。我们估计2024H1公司磷酸盐系正极销量超1.2万吨，其中Q2销量近万吨。公司持续巩固与中创新航的供应关系，并且进一步加大与亿纬锂能、兰钧新能源、宜春清陶等国内一流动力及储能电池客户的合作力度。

公司持续加大技术投入，在固态电池材料、钠电正极等领域布局领先。公司2024H1固态电池材料累计出货数百吨，已顺利导入辉能、清陶、卫蓝新能源、赣锋锂电等客户，并且成功装车应用于上汽集团等车企固态车型上。钠电正极方面，公司已开发出层状氧化物类、聚阴离子类等不同体系材料，积极卡位电动卡车、圆柱储能等项目。此外，公司高容量高密度富锂锰基材料性能指标在业内处于领先水平，已完成关键客户导入并逐步放量。

**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，维持优于大市评级。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。我们预计公司2024-2026年实现归母净利润6.64/8.27/10.62亿元（原预测为10.16/11.95/14.46亿元），同比-65%/+25%/+28%，EPS分别为1.31/1.63/2.10元，动态PE为22/18/14倍。

### 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	8,273	9,836	11,676
(+/-%)	157.5%	-28.9%	-45.3%	18.9%	18.7%
净利润(百万元)	2259	1919	664	827	1062
(+/-%)	107.0%	-15.0%	-65.4%	24.5%	28.4%
每股收益(元)	4.46	3.79	1.31	1.63	2.10
EBIT Margin	11.6%	13.6%	4.3%	6.4%	7.6%
净资产收益率(ROE)	21.6%	15.5%	5.3%	6.0%	7.2%
市盈率(PE)	6.46	7.60	21.96	17.64	13.74
EV/EBITDA	9.4	8.1	22.0	15.2	12.0
市净率(PB)	1.27	1.10	1.07	1.02	0.96

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 证券分析师：李全  
010-88005313 021-60375434  
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn  
S0980520080003 S0980524070002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	28.80元
总市值/流通市值	14587/14554百万元
52周最高价/最低价	54.29/26.86元
近3个月日均成交额	414.20百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

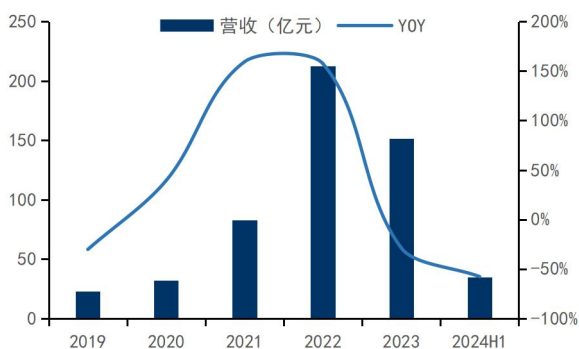
#### 相关研究报告

- 《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》——2024-04-02
- 《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年一季度业绩亮眼，股权激励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

公司 2024H1 实现营收 35.41 亿元，同比-58%；实现归母净利润 2.87 亿元、同比-69%；实现扣非归母净利润 2.17 亿元，同比-80%；毛利率为 14.10%，同比-3.48pct；净利率为 7.49%，同比-3.52pct。

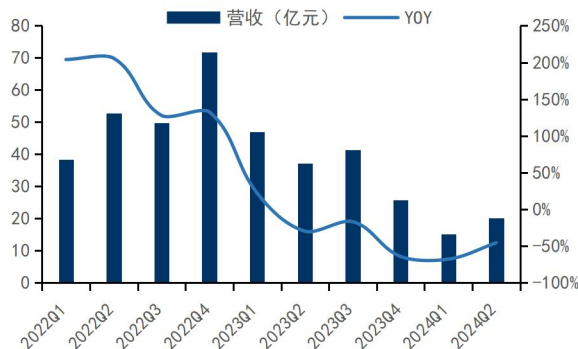
公司 2024Q2 实现营收 20.25 亿元，同比-45%、环比+33%；实现归母净利润 1.76 亿元，同比-64%、环比+60%；实现扣非归母净利润 1.12 亿元，同比-82%、环比+8%；毛利率为 13.51%，同比-5.53pct、环比-1.38pct；净利率为 7.86%，同比-5.48pct、环比+0.85pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



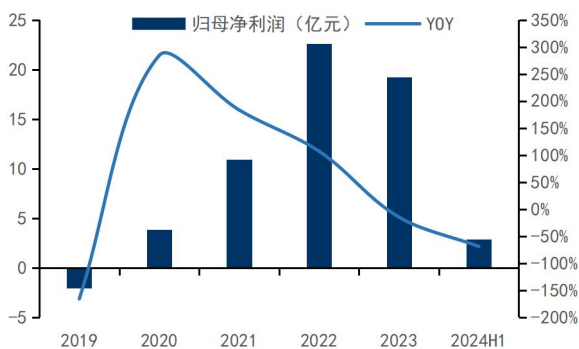
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



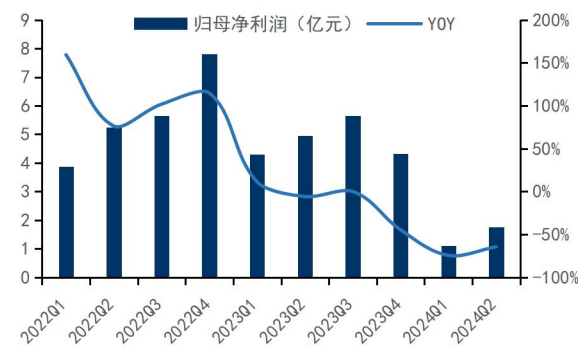
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

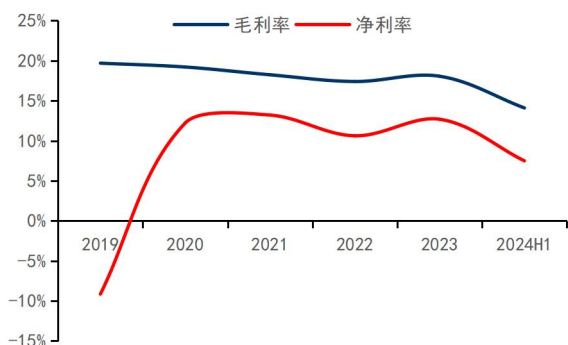


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司期间费用率同比显著增长。**公司 2024H1 期间费用率为 6.95%，同比+5.02pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.54%/2.56%/5.74%/-1.89%，同比+0.30/+1.71/+2.27/+0.73pct。材料价格下跌背景下，公司收入同比显著下滑；公司持续注重研发投入，故而研发费用率增长明显。

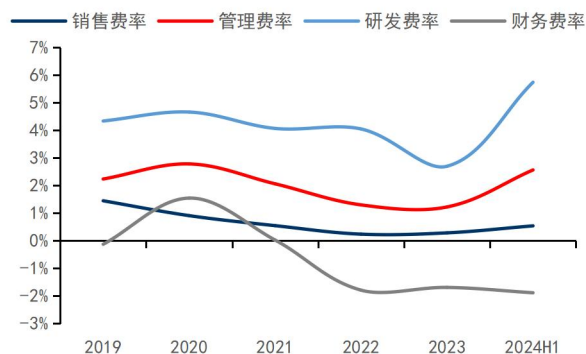
公司 2024Q2 末存货为 9.20 亿元，较 Q1 末减少 0.06 亿元。公司 2024H1 计提资产减值损失 0.19 亿元，其中 Q2 计提 0.19 亿元。公司 2024H1 冲回信用减值损失 0.26 亿元，其中 Q2 冲回 0.27 亿元。公司 2024H1 其他收益为 0.64 亿元，其中 Q2 为 0.52 亿元。

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

**2024H1 公司三元正极出货相对承压，Q2 出货与盈利环比表现稳定。**公司 2024H1 三元正极业务营收 26.90 亿元，同比-65%；毛利率为 17.88%，同比-0.20pct。公司 2024H1 钴酸锂正极营收 2.37 亿元，同比-25%；毛利率为 2.37%，同比-5.54pct。

我们估计 2024H1 公司三元正极与钴酸锂销量约为 2 万吨，同比明显下滑；其中 Q2 销量略超 1 万吨，环比微增。我们估计公司三元正极与钴酸锂正极盈利能力表现稳定，Q2 环比 Q1 吨净利相对持平。2024 年海外新能源车需求表现较弱、海外电池企业出货承压，进而对公司三元正极出货产生一定影响。

**公司磷酸盐系正极业务发展迅速，国内客户开拓顺利。**公司 2024H1 磷酸（锰）铁锂、钠电正极材料业务实现营收 4.58 亿元，同比+774%；毛利率为-2.91%，同比-4.30pct。我们估计 2024H1 公司磷酸盐系正极销量超 1.2 万吨，其中 Q2 销量近万吨。公司持续巩固与中创新航的核心供应关系，并且进一步加大与亿纬锂能、兰钧新能源、宜春清陶等国内一流动力及储能电池客户的合作力度。

**公司持续加大技术投入，在固态电池材料、钠电正极等领域布局领先。**公司 2024H1 固态电池材料累计出货数百吨，已顺利导入辉能、清陶、卫蓝新能源、赣锋锂电等固态电池客户，并且成功装车应用于上汽集团等一线车企固态车型上。钠电正极方面，公司已开发出层状氧化物类、聚阴离子类等不同体系材料，积极卡位电动卡车、圆柱储能等项目。此外，公司高容量高密度富锂锰基材料性能指标在行业内处于领先水平，已完成关键客户导入并逐步放量。

### 投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级

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。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 6.64/8.27/10.62 亿元（原预测为 10.16/11.95/14.46 亿元），同比-65%/+25%/+28%，EPS 分别为 1.31/1.63/2.10 元，动态 PE 为 22/18/14 倍。

表1: 可比公司估值表 (2024年8月28日)

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688005	容百科技	20.05	96.85	0.42	1.02	1.41	47.74	19.66	14.22	优于大市
300073	当升科技	28.80	145.87	1.31	1.63	2.10	21.96	17.64	13.74	优于大市

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	6154	6255	6389	营业收入	21264	15127	8273	9836	11676
应收款项	6065	2920	2425	2695	3199	营业成本	17564	12395	7193	8431	9960
存货净额	2865	693	907	1078	1280	营业税金及附加	45	33	53	60	70
其他流动资产	1305	2044	504	590	697	销售费用	50	43	46	50	55
<b>流动资产合计</b>	<b>18112</b>	<b>12566</b>	<b>11177</b>	<b>11811</b>	<b>12765</b>	管理费用	275	185	211	230	250
固定资产	2867	3969	4317	4635	4915	研发费用	860	408	413	430	450
无形资产及其他	191	286	274	263	251	财务费用	(381)	(256)	(134)	(129)	(131)
其他长期资产	385	589	331	393	467	投资收益	(110)	(121)	31	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(188)	(5)	32	0	0
<b>资产总计</b>	<b>21555</b>	<b>17410</b>	<b>16100</b>	<b>17103</b>	<b>18399</b>	其他收入	(13)	27	159	170	200
短期借款及交易性金融负债	60	87	50	50	50	营业利润	2539	2221	712	953	1242
应付款项	9018	3150	1578	1846	2183	营业外净收支	(1)	30	5	0	0
其他流动负债	491	297	211	246	290	<b>利润总额</b>	<b>2538</b>	<b>2251</b>	<b>718</b>	<b>953</b>	<b>1242</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9752</b>	<b>3643</b>	<b>1922</b>	<b>2241</b>	<b>2641</b>	所得税费用	279	332	100	136	180
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(47)	(10)	0
其他长期负债	313	492	492	492	492	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2259</b>	<b>1919</b>	<b>664</b>	<b>827</b>	<b>1062</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>313</b>	<b>492</b>	<b>492</b>	<b>492</b>	<b>492</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10065</b>	<b>4135</b>	<b>2414</b>	<b>2733</b>	<b>3132</b>	净利润	2259	1919	664	827	1062
少数股东权益	0	199	152	142	142	资产减值准备	(218)	(2)	(18)	0	0
股东权益	11490	13076	13534	14228	15124	折旧摊销	159	241	416	502	584
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21555</b>	<b>17410</b>	<b>16100</b>	<b>17103</b>	<b>18399</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(381)	(256)	(134)	(129)	(131)
每股收益	4.46	3.79	1.31	1.63	2.10	营运资本变动	(884)	(963)	169	(214)	(421)
每股红利	0.67	0.41	0.26	0.33	1.05	其它	(155)	27	(192)	(159)	(151)
每股净资产	22.69	26.21	27.02	28.37	30.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>1160</b>	<b>1222</b>	<b>1039</b>	<b>957</b>	<b>1074</b>
ROIC	29%	17%	3%	4%	6%	资本开支	(1117)	(1332)	(753)	(809)	(853)
ROE	22%	15%	5%	6%	7%	其它投资现金流	848	685	289	(42)	(54)
毛利率	17%	18%	13%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>(647)</b>	<b>(464)</b>	<b>(851)</b>	<b>(907)</b>
EBIT Margin	12%	14%	4%	6%	8%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	9%	12%	13%	负债净变化	(381)	(117)	(37)	0	0
收入增长	158%	-29%	-45%	19%	19%	支付股利、利息	(215)	(338)	(206)	(133)	(165)
净利润增长率	107%	-15%	-65%	24%	28%	其它融资现金流	(381)	(117)	(37)	0	0
资产负债率	47%	24%	15%	16%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(199)</b>	<b>(110)</b>	<b>(4)</b>	<b>(34)</b>
息率	2.3%	1.4%	0.9%	1.1%	3.6%	<b>现金净变动</b>	<b>677</b>	<b>376</b>	<b>465</b>	<b>101</b>	<b>134</b>
P/E	6.5	7.6	22.0	17.6	13.7	货币资金的期初余额	4318	5216	5689	6154	6255
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	货币资金的期末余额	5216	5689	6154	6255	6389
EV/EBITDA	9.4	8.1	22.0	15.2	12.0	企业自由现金流	355	(295)	140	23	72
						权益自由现金流	314	(194)	217	133	185

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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