

## 正极龙头业绩韧性仍强，新材料布局领先 树长期优势

### 核心观点

- 业绩环比持稳，彰显龙头韧性。**公司近期发布 2024 三季报，前三季度实现营业收入 55.25 亿元，同比-55.95%；实现归母净利润 4.64 亿元，同比-68.87%。单三季度来看，公司实现营业收入 19.84 亿元，同比-52.10%，环比-2.01%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比-68.66%，环比+0.53%。公司作为全球锂电正极领军企业，在行业整体利润空间收窄、波动压力加大时，依旧维持了稳健的经营业绩，彰显龙头优势。
- 国际化高端产能稳步推进，深度融入大客户供应链。**公司深耕海外市场，2024 年上半年，锂电材料境外毛利率达 21.1%，高出国内市场 9.3pct，是公司盈利韧性的重要来源。公司产能布局遍布全球，已顺利完成境外香港、卢森堡、芬兰子公司的设立，其中欧洲项目总体规划 50 万吨，其中多元材料 20 万吨，磷酸（锰）铁锂 30 万吨，其建成投产有望满足国际大客户本土化供应及产能配套需求，强化在国际高端供应链中的领先地位。
- 磷酸盐系正极快速放量，固态电池材料抢占先机。**公司坚定布局多元化技术路线，磷酸（锰）铁锂材料已成功导入中创新航、亿纬锂能、兰钧新能源等国内一流动力及储能电池客户，今年上半年实现销量同比数倍增长，累计出货破万吨，随着攀枝花基地投产，有望贡献盈利增量。针对未来的潜在市场需求和技术趋势，公司提前布局固态锂电关键材料，正极材料方面，上半年累计出货数百吨，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，成功装车应用于上汽等一线车企固态车型上；在固态电解质开发方面，成功开发出高离子电导率、高稳定性的纳米级固态电解质，有望凭借研发优势实现技术卡位，抓住新技术带来的发展机遇。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.58、1.83、2.31 元（前次 24-25 年预测值为 4.57、5.11 元，下修主要原因系 2024 年三元正极受海外市场需求增速放缓、公司铁锂产能爬坡前期拖累盈利）。根据可比公司估值水平，给予公司 2025 年 28 倍 PE，公司合理总市值 259.28 亿元，对应公司整体目标价 51.24 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 下游锂电池需求不及预期；动力电池技术路线变革；上游原材料价格波动无法向下传导；产能投放不及预期；行业竞争加剧等。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,264	15,127	8,845	10,220	11,119
同比增长(%)	157.5%	-28.9%	-41.5%	15.5%	8.8%
营业利润(百万元)	2,539	2,221	933	1,083	1,368
同比增长(%)	104.6%	-12.5%	-58.0%	16.1%	26.3%
归属母公司净利润(百万元)	2,259	1,924	798	926	1,168
同比增长(%)	107.0%	-14.8%	-58.5%	16.0%	26.1%
每股收益(元)	4.46	3.80	1.58	1.83	2.31
毛利率(%)	17.4%	18.1%	13.7%	15.1%	16.8%
净利率(%)	10.6%	12.7%	9.0%	9.1%	10.5%
净资产收益率(%)	21.6%	15.7%	6.0%	6.7%	7.9%
市盈率	9.7	11.4	27.6	23.8	18.8
市净率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年10月28日）	43.43元
目标价格	51.24元
52周最高价/最低价	53.23/26.34元
总股本/流通A股（万股）	50,650/50,536
A股市值（百万元）	21,997
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2024年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.4	20.24	43.48	-0.53
相对表现%	0.66	13.21	27.2	-11.81
沪深300%	0.74	7.03	16.28	11.28



### 证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
李梦强	limengqiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517100003
杨雨浓	yangyunong@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090005

### 相关报告

海外布局优势彰显，盈利水平高位维持	2023-11-02
正极业务维持高盈利，海外扩张加码	2022-11-02

## 可比公司估值情况

**表 1：当升科技可比公司估值水平**

公司	代码	最新价格 (元) 2024/10/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
容百科技	688005	29.44	1.20	0.59	1.20	1.77	24.48	49.54	24.48	16.64
五矿新能	688779	5.87	-0.06	0.05	0.17	0.22	-91.01	118.35	35.36	26.68
振华新材	688707	12.33	0.20	0.11	0.53	0.87	61.10	114.06	23.41	14.10
中伟股份	300919	40.04	2.08	2.15	2.64	3.08	19.28	18.64	15.19	13.00
德方纳米	300769	43.09	-5.84	-2.02	1.21	2.08	-7.38	-21.31	35.63	20.73
	最大值						61.10	118.35	35.63	26.68
	最小值						(91.01)	(21.31)	15.19	13.00
	平均数						1.29	55.85	26.81	18.23
	调整后 平均						12.13	60.74	27.75	17.16

数据来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,216	5,689	4,871	4,443	5,477	营业收入	21,264	15,127	8,845	10,220	11,119
应收票据、账款及款项融资	6,850	4,799	3,627	3,679	3,447	营业成本	17,564	12,395	7,629	8,678	9,256
预付账款	661	66	177	204	222	销售费用	50	43	42	47	52
存货	2,865	693	1,526	1,562	1,388	管理费用	275	185	205	225	246
其他	2,519	1,319	1,632	1,636	1,638	研发费用	860	408	339	355	377
<b>流动资产合计</b>	<b>18,112</b>	<b>12,566</b>	<b>11,832</b>	<b>11,524</b>	<b>12,173</b>	财务费用	(381)	(256)	(95)	(89)	(92)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	188	5	(98)	28	18
固定资产	2,233	3,557	4,109	5,296	5,993	公允价值变动收益	(44)	(38)	20	20	20
在建工程	634	412	819	1,162	1,061	投资净收益	(110)	(121)	10	10	10
无形资产	191	286	276	267	257	其他	(14)	32	80	78	76
其他	385	589	654	669	687	<b>营业利润</b>	<b>2,539</b>	<b>2,221</b>	<b>933</b>	<b>1,083</b>	<b>1,368</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,444</b>	<b>4,844</b>	<b>5,859</b>	<b>7,393</b>	<b>7,998</b>	营业外收入	5	31	8	8	8
<b>资产总计</b>	<b>21,555</b>	<b>17,410</b>	<b>17,691</b>	<b>18,917</b>	<b>20,170</b>	营业外支出	6	1	2	2	2
短期借款	9	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,538</b>	<b>2,251</b>	<b>939</b>	<b>1,089</b>	<b>1,374</b>
应付票据及应付账款	9,018	3,150	3,052	3,471	3,702	所得税	279	332	141	163	206
其他	725	494	475	486	493	<b>净利润</b>	<b>2,259</b>	<b>1,919</b>	<b>798</b>	<b>926</b>	<b>1,168</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9,752</b>	<b>3,643</b>	<b>3,526</b>	<b>3,957</b>	<b>4,195</b>	少数股东损益	0	(5)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,259</b>	<b>1,924</b>	<b>798</b>	<b>926</b>	<b>1,168</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.46	3.80	1.58	1.83	2.31
其他	314	492	472	486	500						
<b>非流动负债合计</b>	<b>314</b>	<b>492</b>	<b>472</b>	<b>486</b>	<b>500</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>10,065</b>	<b>4,135</b>	<b>3,999</b>	<b>4,443</b>	<b>4,695</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	199	199	199	199	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	507	507	507	507	507	营业收入	157.5%	-28.9%	-41.5%	15.5%	8.8%
资本公积	7,163	7,163	7,163	7,163	7,163	营业利润	104.6%	-12.5%	-58.0%	16.1%	26.3%
留存收益	3,821	5,407	5,824	6,606	7,607	归属于母公司净利润	107.0%	-14.8%	-58.5%	16.0%	26.1%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>11,490</b>	<b>13,275</b>	<b>13,692</b>	<b>14,474</b>	<b>15,475</b>	毛利率	17.4%	18.1%	13.7%	15.1%	16.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,555</b>	<b>17,410</b>	<b>17,691</b>	<b>18,917</b>	<b>20,170</b>	净利率	10.6%	12.7%	9.0%	9.1%	10.5%
						ROE	21.6%	15.7%	6.0%	6.7%	7.9%
						ROIC	18.3%	13.4%	5.3%	6.0%	7.2%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	46.7%	23.8%	22.6%	23.5%	23.3%
净利润	2,259	1,919	798	926	1,168	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	142	236	261	333	412	流动比率	1.86	3.45	3.36	2.91	2.90
财务费用	(381)	(256)	(95)	(89)	(92)	速动比率	1.54	3.26	2.92	2.52	2.57
投资损失	110	121	(10)	(10)	(10)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,079)	(746)	253	286	609	应收账款周转率	4.9	3.3	3.5	4.9	4.8
其它	110	(51)	(206)	3	(7)	存货周转率	7.8	6.6	6.9	5.6	6.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,160</b>	<b>1,222</b>	<b>1,001</b>	<b>1,449</b>	<b>2,079</b>	总资产周转率	1.2	0.8	0.5	0.6	0.6
资本支出	(1,423)	(1,427)	(1,209)	(1,852)	(1,000)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	9	2	1	0	0	每股收益	4.46	3.80	1.58	1.83	2.31
其他	1,145	779	(318)	30	30	每股经营现金流	2.29	2.41	1.98	2.86	4.11
<b>投资活动现金流</b>	<b>(269)</b>	<b>(647)</b>	<b>(1,526)</b>	<b>(1,822)</b>	<b>(970)</b>	每股净资产	22.69	25.82	26.64	28.18	30.16
债权融资	15	6	(7)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	9.7	11.4	27.6	23.8	18.8
其他	(230)	(205)	(286)	(55)	(75)	市净率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(214)</b>	<b>(199)</b>	<b>(293)</b>	<b>(55)</b>	<b>(75)</b>	EV/EBITDA	6.4	6.7	13.5	11.2	8.8
汇率变动影响	192	97	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.9	7.5	17.7	14.9	11.6
<b>现金净增加额</b>	<b>870</b>	<b>473</b>	<b>(819)</b>	<b>(428)</b>	<b>1,035</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。