

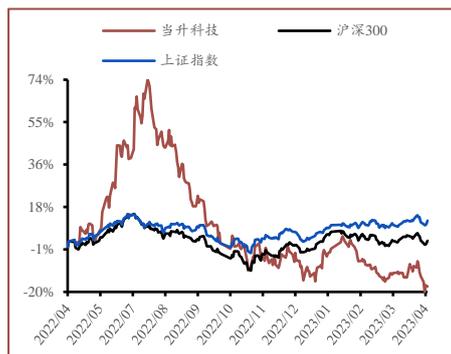
# 23Q1 盈利符合预期，高比例海外客户保障盈利水平

■ 证券研究报告

## 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	53.51
流通股本(亿股)	4.86
每股净资产(元)	23.54
总股本(亿股)	5.07

### 最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊

SAC 证书编号: S0160522120001  
zhanglei02@ctsec.com

### 相关报告

- 《正极材料产量迅速提升，业绩增长超预期》 2020-11-05
- 《海外销量快速提升，高镍产品研发取得重大突破》 2020-09-02
- 《业绩符合预期，新建产能释放在即》 2019-08-28

## 核心观点

- ❖ **事件:** 当升科技发布一季度报, 23 年 Q1 公司营业收入 46.92 亿元, 同环比+22.12%/-34.62%; 实现归母净利润 4.31 亿元, 同环比+11.26%/-44.83%; 实现扣非归母净利润 4.25 亿元, 同环比+21.01%/-37.25%。
- ❖ **海外客户优势显著, 单吨净利维持高位:** 公司国际客户占比达到 70% 以上, 覆盖韩国 SK on、LG 新能源, 日本 Murata、AESC 等全球锂电巨头, 成为全球同时向日、韩、欧、美出口产品的领先企业。公司在海外客户开拓上具有先发优势, 是国内第一家出口三元 NCM 材料企业, 海外客户高稳定性与低成本敏感性使得公司在锂盐价格大幅下跌、加工费收缩的环境下仍能维持较高的盈利水平。
- ❖ **碳酸锂跌价影响有限, 公司盈利水平将随需求逐季恢复:** ①**价:** 由于锂、镍价格下降, 预计随着碳酸锂降价空间缩小, 公司产品单吨售价将减速下滑并逐渐保持稳定。②**利:** 23 年公司 Q1 计提资产减值损失 0.27 亿元, 对公司单吨盈利水平影响有限, 显示了公司卓有成效的库存管理能力。纵向上, 相较于公司 22 年正极材料年均净利 3.59 万元有所下降; 但横向上在行业内仍居于显著高位, 预计 Q2 开始公司出货将随着下游需求回暖而环比显著上升, 叠加公司在行业内高单吨盈利优势, 公司业绩将实现逐季恢复。
- ❖ **多元材料产能翻倍, 磷酸(锰)铁锂进展顺利:** ①**多元材料:** 随着江苏常州二期 5 万吨产能的逐步释放, 预计公司 23 年三元材料自有有效产能可达 9.1 万吨, 约为 22 年的 2 倍, 四川新理想 5 万吨产能目前可作为外协加工补充产能(计划通过股权转让或增资扩股等方式引入当升科技)。②**前驱体:** 公司持续深化产业链一体化布局, 新增 1 万吨多元材料前驱体产能有望于 23 年投产。③**磷酸(锰)铁锂:** 公司与四川蜀道合作投资的 30 万吨磷酸(锰)铁锂项目计划于 23Q4 投产 4 万吨, 成为公司利润增长新的发力点。
- ❖ **投资建议:** 高比例海外客户保障盈利水平, 展望未来锂、镍价格下降缩窄三元材料与磷酸铁锂成本差异, 叠加高镍渗透率提升+海外增量市场预期, 有利公司产品份额的提升。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 254.43/318.13/402.99 亿元, 归母净利润 22.57/28.52/35.08 亿元, 对应 PE 分别为 12.01/9.50/7.73 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 原材料价格波动的风险; 盈利水平下降风险; 产能结构性过剩风险; 技术路线变化风险。

### 盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8258	21264	25443	31813	40299
收入增长率(%)	159.41	157.50	19.65	25.04	26.67
归母净利润(百万元)	1091	2259	2257	2852	3508
净利润增长率(%)	183.45	107.02	-0.06	26.35	23.00
EPS(元/股)	2.38	4.46	4.46	5.63	6.93
PE	36.47	12.65	12.01	9.50	7.73
ROE(%)	11.55	19.66	16.42	17.18	17.45
PB	4.66	2.49	1.97	1.63	1.35

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>8257.87</b>	<b>21264.14</b>	<b>25443.11</b>	<b>31813.18</b>	<b>40299.18</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	6751.94	17564.28	21847.02	27166.77	34326.27	营业收入增长率	159.4%	157.5%	19.7%	25.0%	26.7%
营业税费	21.29	44.52	60.96	74.95	100.75	营业利润增长率	174.7%	104.6%	1.2%	31.3%	27.8%
销售费用	44.90	50.08	61.06	76.35	96.72	净利润增长率	183.4%	107.0%	-0.1%	26.4%	23.0%
管理费用	170.03	275.49	305.32	381.76	443.29	EBITDA 增长率	196.6%	107.9%	1.5%	30.5%	29.1%
研发费用	335.71	860.35	1083.00	1311.54	1669.08	EBIT 增长率	227.8%	117.5%	-6.0%	32.0%	30.8%
财务费用	1.80	-381.28	-155.64	-250.07	-310.32	NOPLAT 增长率	233.8%	121.5%	-7.2%	27.0%	30.3%
资产减值损失	0.69	-218.11	-150.00	-1.00	-1.00	投资资本增长率	148.2%	22.2%	19.6%	20.7%	21.8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>91.80</b>	<b>-43.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	147.9%	21.6%	19.6%	20.7%	21.9%
投资和汇兑收益	84.81	-110.45	324.31	188.99	181.25	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>1240.58</b>	<b>2538.77</b>	<b>2569.99</b>	<b>3374.68</b>	<b>4313.02</b>	毛利率	18.2%	17.4%	14.1%	14.6%	14.8%
加:营业外净收支	8.31	-0.75	0.00	0.00	0.00	营业利润率	15.0%	11.9%	10.1%	10.6%	10.7%
<b>利润总额</b>	<b>1248.89</b>	<b>2538.02</b>	<b>2569.99</b>	<b>3374.68</b>	<b>4313.02</b>	净利率	13.2%	10.6%	8.9%	9.0%	9.0%
减:所得税	157.91	279.42	312.30	522.50	681.86	EBITDA/营业收入	14.5%	11.7%	9.9%	10.4%	10.6%
<b>净利润</b>	<b>1090.98</b>	<b>2258.60</b>	<b>2257.30</b>	<b>2852.18</b>	<b>3508.16</b>	EBIT/营业收入	12.9%	10.9%	8.6%	9.0%	9.3%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	4318.05	5216.36	8382.49	10407.49	14041.71	固定资产周转天数	64	38	49	48	43
交易性金融资产	2986.04	1999.87	1999.87	1999.87	1999.87	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>146</b>	<b>54</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>9</b>
应收账款	2362.75	5773.76	3414.33	7190.67	5123.57	流动资产周转天数	547	311	239	293	238
应收票据	66.59	291.14	62.24	379.61	180.10	应收帐款周转天数	73	69	65	60	55
预付帐款	402.68	660.64	764.65	950.84	1201.42	存货周转天数	52	44	30	25	25
存货	1439.46	2865.12	626.05	2996.11	1769.43	总资产周转天数	445	305	301	291	278
其他流动资产	202.24	498.34	498.34	498.34	498.34	投资资本周转天数	418	198	198	191	184
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	11.5%	19.7%	16.4%	17.2%	17.4%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.5%	10.5%	10.8%	9.3%	11.1%
投资性房地产	71.37	62.44	62.44	62.44	62.44	ROIC	9.8%	17.8%	13.9%	14.6%	15.6%
固定资产	1452.50	2233.09	3409.12	4154.48	4747.01	费用率					
在建工程	152.02	634.14	317.07	158.54	79.27	销售费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
无形资产	161.49	191.46	217.18	242.89	268.61	管理费用率	2.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%
其他非流动资产	169.67	162.99	162.99	162.99	162.99	财务费用率	0.0%	-1.8%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
<b>资产总额</b>	<b>14486.63</b>	<b>21555.48</b>	<b>20988.42</b>	<b>30508.98</b>	<b>31740.52</b>	三费/营业收入	2.6%	-0.3%	0.8%	0.7%	0.6%
短期债务	0.00	8.90	18.90	30.90	38.90	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1108.34	2342.23	3119.53	3672.17	4909.40	资产负债率	34.8%	46.7%	34.6%	45.8%	36.5%
应付票据	3242.59	6675.90	3033.89	9040.23	5262.38	负债权益比	53.3%	87.6%	52.9%	84.1%	57.3%
其他流动负债	11.00	23.10	23.10	23.10	23.10	流动比率	2.60	1.86	2.39	1.87	2.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.17	1.44	2.12	1.55	2.02
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	902510.07	12153.57	2555.84	2050.49	1977.14
<b>负债总额</b>	<b>5038.57</b>	<b>10065.32</b>	<b>7270.27</b>	<b>13968.35</b>	<b>11598.43</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.39	0.39	123.39	DPS(元)	0.42	0.67	0.00	0.00	0.00
股本	506.50	506.50	506.50	506.50	506.50	分红比率					
留存收益	1779.06	3821.02	6078.32	8930.50	12438.66	股息收益率	0.5%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>9448.06</b>	<b>11490.15</b>	<b>13747.85</b>	<b>16600.03</b>	<b>20231.19</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	2.38	4.46	4.46	5.63	6.93
净利润	1090.98	2258.60	2257.30	2852.18	3508.16	BVPS(元)	18.65	22.69	27.14	32.77	39.70
加:折旧和摊销	131.12	170.31	345.32	417.46	491.02	PE(X)	36.5	12.6	12.0	9.5	7.7
资产减值准备	-102.48	188.35	120.00	-29.00	-29.00	PB(X)	4.7	2.5	2.0	1.6	1.3
公允价值变动损失	-91.80	43.99	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	29.43	-317.12	0.85	1.40	1.90	P/S	5.3	1.3	1.1	0.9	0.7
投资收益	-84.81	110.45	-324.31	-188.99	-181.25	EV/EBITDA	33.2	9.4	7.4	5.1	3.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	123.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-214.18	-1294.15	1663.11	-197.64	563.04	PEG	0.2	0.1	—	0.4	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>761.39</b>	<b>1160.49</b>	<b>4062.22</b>	<b>2855.19</b>	<b>4476.51</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2708.97</b>	<b>-269.02</b>	<b>-905.24</b>	<b>-840.80</b>	<b>-848.39</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>4536.70</b>	<b>-214.15</b>	<b>9.15</b>	<b>10.60</b>	<b>6.10</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。