

当升科技（300073）

2025 年一季报点评：Q1 三元盈利恢复，铁锂盈利持续好转

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	15,127	7,593	10,806	12,793	15,159
同比（%）	(28.86)	(49.80)	42.32	18.39	18.49
归母净利润（百万元）	1,924.27	471.83	603.42	732.36	1,023.21
同比（%）	(14.80)	(75.48)	27.89	21.37	39.71
EPS-最新摊薄（元/股）	3.80	0.93	1.19	1.45	2.02
P/E（现价&最新摊薄）	9.85	40.19	31.43	25.89	18.53

投资要点

- **Q1 业绩符合预期。**公司 25 年 Q1 营收 19.1 亿元，同环比 25.8%/-7.7%，归母净利润 1.1 亿元，同环比+0.2%/+1366%，扣非归母净利 0.7 亿元，同环比-36%/+236%，非经常性损益主要为政府补助，毛利率 10.9%，同环比-4/0.6pct，归母净利率 5.8%，同环比-1.5/+5.4pct。
- **三元：Q1 出货环比持平，Q2 起海外订单放量，盈利逐步恢复。**出货端，25Q1 三元正极出货约 1 万吨，同环比持平，海外销量占比约 50%，和 24Q4 持平。公司 3 月公告与 LGES、SK On 签订长期供货协议，预计在 2025 年至 2027 年分别向 LGES、SK On 出货 11、1.7 万吨正极材料；我们预计 25 年公司三元正极出货近 6 万吨，同增 40-50%，海外订单占比将由 24 年的 50%提升至 25 年的 60%。盈利端，我们测算 Q1 三元正极单吨扣非利润约 0.6 万元，环比扭亏，我们预计随着 Q2 起海外订单释放，25 年盈利水平逐季恢复。
- **铁锂：Q1 单吨盈利环比提升，25 年出货同比翻倍，盈利将进一步好转。**出货端，25Q1 铁锂正极出货约 2.4 万吨，环减 15%左右；公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能，25H2 公司自有产能新增 8 万吨，25 全年有效产能预计达 15 万吨（自有+代工厂），我们预计 25 年铁锂出货 12 万吨+，同比翻倍。盈利端，25Q1 铁锂单吨盈利环比略有提升，但由于向攀枝花子公司收取部分研发费用，导致子公司净利润环比略有下滑，少数股东损益表现为负，我们预计 Q2 起铁锂盈利有望进一步好转。
- **Q1 经营性现金流下滑，资本开支放缓。**公司 25 年 Q1 期间费用 1.4 亿元，同环比+27.4%/+14.6%，费用率 7.3%，同环比+0.1/+1.4pct；经营性现金流 3.6 亿元，同环比-344%/-19%；25 年 Q1 资本开支 1.1 亿元，同环比-69.2%/-51.5%；25 年 Q1 末存货 13.7 亿元，较年初+29%。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.0/7.3/10.2 亿元，同比+27%/+21%/+40%，对应 PE 为 31x/26x/19x，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期。

2025 年 04 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110

hujinyun@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.44
一年最低/最高价	26.91/57.00
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	18,943.57
总市值(百万元)	18,963.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.21
资产负债率(% ,LF)	23.03
总股本(百万股)	506.50
流通 A 股(百万股)	505.97

相关研究

《当升科技(300073)：2024 年年报点评：Q4 减值导致三元亏损，铁锂放量盈利转正》

2025-04-01

《当升科技(300073)：2024 年业绩预告点评：受 Northvolt 破产影响，Q4 业绩低于预期》

2025-01-17

当升科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,872	13,396	14,326	15,704	营业总收入	7,593	10,806	12,793	15,159
货币资金及交易性金融资产	7,553	8,004	8,020	8,302	营业成本(含金融类)	6,653	9,486	11,207	13,084
经营性应收款项	3,021	3,853	4,526	5,358	税金及附加	41	58	69	82
存货	1,060	1,299	1,535	1,792	销售费用	38	49	56	65
合同资产	0	0	0	0	管理费用	210	270	307	333
其他流动资产	238	240	245	252	研发费用	370	432	486	546
非流动资产	5,250	5,389	5,807	6,104	财务费用	(110)	(74)	(66)	(47)
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	167	130	128	136
固定资产及使用权资产	4,513	4,547	4,952	5,236	投资净收益	25	22	26	27
在建工程	202	302	302	302	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	295	319	343	367	减值损失	(71)	(32)	(32)	(62)
商誉	23	23	23	23	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	5	4	营业利润	530	704	856	1,198
其他非流动资产	212	192	172	152	营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	17,122	18,785	20,133	21,809	利润总额	536	710	862	1,204
流动负债	2,774	3,864	4,544	5,286	减:所得税	63	106	129	181
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	100	100	100	净利润	473	603	732	1,023
经营性应付款项	2,417	3,447	4,072	4,754	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	48	76	90	105	归属母公司净利润	472	603	732	1,023
其他流动负债	168	242	283	328	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.93	1.19	1.45	2.02
非流动负债	655	655	655	655	EBIT	376	511	668	1,049
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	773	1,114	1,400	1,901
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.38	12.22	12.40	13.69
租赁负债	483	483	483	483	归母净利率(%)	6.21	5.58	5.72	6.75
其他非流动负债	173	173	173	173	收入增长率(%)	(49.80)	42.32	18.39	18.49
负债合计	3,429	4,519	5,199	5,941	归母净利润增长率(%)	(75.48)	27.89	21.37	39.71
归属母公司股东权益	13,167	13,739	14,408	15,341					
少数股东权益	527	527	527	527					
所有者权益合计	13,693	14,266	14,934	15,867					
负债和股东权益	17,122	18,785	20,133	21,809					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,598	1,240	1,201	1,490	每股净资产(元)	26.00	27.13	28.45	30.29
投资活动现金流	(797)	(714)	(1,118)	(1,117)	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	(54)	(75)	(66)	(92)	ROIC(%)	2.38	2.98	3.74	5.58
现金净增加额	764	451	16	282	ROE-摊薄(%)	3.58	4.39	5.08	6.67
折旧和摊销	397	604	732	853	资产负债率(%)	20.03	24.06	25.82	27.24
资本开支	(865)	(734)	(1,134)	(1,134)	P/E (现价&最新股本摊薄)	40.19	31.43	25.89	18.53
营运资本变动	738	28	(264)	(414)	P/B (现价)	1.44	1.38	1.32	1.24

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>