



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 05 月 11 日

基础数据

05 月 09 日收盘价（元）	40.00
总市值（亿元）	202.60
总股本（亿股）	5.07

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：王帅

S0190521110001

wangshuai21@xyzq.com.cn

分析师：武圣豪

S0190524030007

wushenghao@xyzq.com.cn

当升科技(300073.SZ)

传统业务稳定发展，看好新技术持续突破

投资要点：

- 公司 2025 年 Q1 实现营收 19.1 亿元，同比+25.8%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比+0.2%，实现扣非归母净利 0.7 亿元，同比-36%。由于 Northvolt 提交破产重整申请，公司对 Northvolt 应收账款进行减值计提，故而对于利润产生明显影响。
- 坚持创新驱动发展，引领行业技术升级。多元材料方面，高镍、超高镍产品技术持续取得突破，通过前驱体微观结构精细化控制和异构化、孔隙率调控实现续航、安全、寿命、效率以及低温性能全面提升，已批量供应全球高端电池客户并应用于无人机、eVTOL 等低空飞行器市场，同时积极推进人形机器人领域的研发测试和市场推广。中镍高电压产品持续稳定放量，技术不断迭代升级，已成为业界标杆广泛供货于国内外著名电池生产商及全球高端电动汽车，占据部分客户一供位置，多款产品通过 LGES、SK on 等大客户认证和测试，产品容量、低温功率等指标得到客户高度认可。磷酸（锰）铁锂材料方面，从低锰到高锰产品齐备，覆盖动力、储能、小型动力多种终端场景，在下游及终端市场表现出优异的技术特性，并持续推出更高压实产品，研发水平走在行业前列，已成为公司新的增长极。
- 固态电池材料产业化稳步推进。1）半固态锂电正极材料采用新一代双相复合工艺，解决了超高镍正极材料安全性差、产气严重等实用化问题，实现了在半固态体系中的本质安全、超低阻抗和宽温域下优异的低高温性能，成功批量应用在无人机、eVTOL 等低空飞行器市场。全固态锂电正极材料采用超稳定快离子导体修饰工艺，解决了固态电解质与正极材料界面阻抗大、副反应严重等瓶颈难题，实现了在全固态电池体系中超高容量发挥、超长循环寿命，产品性能得到头部企业广泛认可。2）固态电解质方面，公司已开发与布局氧化物聚合物复合、硫化物、卤化物等多个技术路线，通过特殊组分设计技术调控锂离子通道，多元素靶向修饰工艺稳定材料结构，成功开发出高离子电导率、结构稳定性优异的氧化物及硫卤化物固态电解质并完成年产百吨级中试线建设，实现吨级稳定制备。目前多款电解质产品已经获得下游头部电池厂商与车企的认证及导入。3）尖晶石型正极材料方面，公司成功开发出兼具高容量与长循环的高端锰酸锂与镍锰酸锂正极材料，客户评测各项性能指标表现优异。4）富锂锰基产品方面，公司通过结构改善和工艺提升，平衡了富锂锰基材料压实密度和容量之间的“跷跷板”，性能大幅提升，具有高压密、高容量、长循环寿命等特点。
- 投资建议：预计 2025-2027 年公司归母净利润 7.0/8.7/10.9 亿元，对应 5 月 9 日 PE 为 29/23/19x，公司盈利仍好于市场平均水平，且固态电池进展领先行业，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：行业政策变化；下游需求不及预期；产业链竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7593	11525	14446	17481
同比增长	-49.8%	51.8%	25.3%	21.0%
归母净利润（百万元）	472	697	874	1086
同比增长	-75.5%	47.7%	25.5%	24.2%
毛利率	12.4%	13.2%	13.9%	14.2%
ROE	3.6%	5.1%	6.1%	7.1%
每股收益（元）	0.93	1.38	1.73	2.14
市盈率	42.9	29.1	23.2	18.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11872	13274	14768	16734
货币资金	6420	5607	5472	5741
交易性金融资产	1133	1103	1073	1043
应收票据及应收账款	2329	3558	4479	5441
预付款项	146	250	311	375
存货	1060	1592	1959	2342
其他	784	1165	1474	1792
非流动资产	5250	5959	6265	6168
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3999	4136	4046	3810
在建工程	202	602	902	1002
无形资产	295	358	435	526
商誉	23	23	23	23
其他	731	841	859	807
资产总计	17122	19233	21032	22902
流动负债	2774	4131	5141	6174
短期借款	85	135	185	165
应付票据及应付账款	2416	3614	4493	5460
其他	273	382	463	549
非流动负债	655	863	963	943
长期借款	0	0	0	0
其他	655	863	963	943
负债合计	3429	4995	6104	7117
股本	507	507	507	507
未分配利润	5345	5788	6343	7033
少数股东权益	527	529	531	535
股东权益合计	13693	14239	14928	15785
负债及权益合计	17122	19233	21032	22902

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	472	697	874	1086
折旧和摊销	397	528	598	644
营运资金的变动	738	-941	-700	-679
经营活动产生现金流量	1598	281	756	960
资本支出	-865	-1228	-906	-518
长期投资	35	28	28	28
投资活动产生现金流量	-797	-1172	-824	-390
债权融资	55	252	152	-35
股权融资	327	0	0	0
融资活动产生现金流量	-54	78	-67	-301
现金净变动	764	-813	-135	269

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7593	11525	14446	17481
营业成本	6653	10008	12441	15005
税金及附加	41	63	87	122
销售费用	38	63	87	122
管理费用	210	340	433	542
研发费用	370	576	737	927
财务费用	-110	-156	-126	-120
投资收益	25	35	58	105
公允价值变动收益	19	0	0	0
信用减值损失	-26	20	25	30
资产减值损失	-46	-30	-35	-10
营业利润	530	792	995	1236
营业外收支	6	2	2	2
利润总额	536	794	997	1238
所得税	63	95	120	149
净利润	473	699	877	1090
少数股东损益	1	2	3	3
归属母公司净利润	472	697	874	1086
EPS(元)	0.93	1.38	1.73	2.14

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-49.8%	51.8%	25.3%	21.0%
营业利润增长率	-76.2%	49.6%	25.5%	24.3%
归母净利润增长率	-75.5%	47.7%	25.5%	24.2%
盈利能力				
毛利率	12.4%	13.2%	13.9%	14.2%
归母净利率	6.2%	6.0%	6.1%	6.2%
ROE	3.6%	5.1%	6.1%	7.1%
偿债能力				
资产负债率	20.0%	26.0%	29.0%	31.1%
流动比率	4.28	3.21	2.87	2.71
速动比率	3.77	2.70	2.36	2.20
营运能力				
资产周转率	44.0%	63.4%	71.8%	79.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.93	1.38	1.73	2.14
每股经营现金	3.15	0.56	1.49	1.90
估值比率(倍)				
PE	42.9	29.1	23.2	18.7
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn