

当升科技 (300073.SZ)

优于大市

2024年三元正极出货承压，固态电池与钠电池材料布局稳步推进

核心观点

公司2024年实现归母净利润4.72亿元，同比-75%；2025Q1实现归母净利润1.11亿元，同比基本持平。公司2024年实现营收75.93亿元，同比-50%；实现归母净利润4.72亿元，同比-75%。公司2024Q4实现营收20.68亿元，同比-20%、环比+4%；实现归母净利润0.08亿元，同比-98%、环比-96%。由于客户Northvolt已提交破产重整申请，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。公司2025Q1实现营收19.08亿元，同比+26%，环比-8%；实现归母净利润1.11亿元，同比基本持平。

公司三元正极2024年出货承压、2025年有望稳中向好。受海外新能源车行业增速较低等因素影响，公司2024年三元正极营收51.48亿元，同比-63%；毛利率16.16%，同比-2.92pct。我们估计2024年公司三元正极销量超4万吨，同比下滑约30%；其中2024Q4三元正极出货约1.1万吨，环比小幅提升。我们估计2025Q1公司三元正极出货量超1万吨。2025年以来，公司先后与SK On、LG新能源签署三元正极供货协议。后续欧洲新能源车需求有望显著回暖、公司海外客户拓展持续取得新进展，三元正极出货量有望稳中向好。

公司磷酸盐系正极出货快速增长，国内客户开拓顺利。2024年公司磷酸盐系正极与钠电正极实现营收17.54亿元，同比+1288%；毛利率为0.52%，同比-0.53%。我们估计公司2024年磷酸盐系正极出货量近6万吨，其中2024Q4出货量约2.4万吨，环比+14%。我们估计2025Q1公司磷酸盐系正极出货量约超2.3万吨。公司目前深度绑定中创新航、力神电池、瑞浦兰钧、宜春清陶等国内一流动力及储能电池客户。2025年公司预计新增8万吨磷酸（锰）铁锂产能，以满足下游客户迫切需求。

公司积极进行新型锂电材料产品布局。公司半固态电池正极材料已应用于无人机、eVTOL等市场；全固态电池正极材料性能获得客户广泛认可。同时，公司已布局氧化物聚合物复合、硫化物、卤化物等多个技术路线，并完成氧化物及硫卤化物固态电解质百吨级中试线建设，实现吨级稳定制备。此外，公司积极布局层状氧化物、聚阴离子类钠电正极材料，产品已经批量供货。

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，预计2025-2027年公司实现归母净利润6.45/8.26/10.01亿元（原预测2025-2026年为8.27/10.62亿元），同比+36%/+28%/+21%，EPS分别为1.27/1.63/1.98元，动态PE为30/23/19倍。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,127	7,593	10,611	13,633	15,775
(+/-%)	-28.9%	-49.8%	39.7%	28.5%	15.7%
净利润(百万元)	1924	473	645	826	1001
(+/-%)	-14.8%	-75.4%	36.4%	28.0%	21.2%
每股收益(元)	3.80	0.93	1.27	1.63	1.98
EBIT Margin	13.6%	3.7%	4.6%	5.2%	5.8%
净资产收益率(ROE)	15.6%	3.5%	4.6%	5.6%	6.4%
市盈率(PE)	9.9	40.4	29.6	23.1	19.1
EV/EBITDA	10.1	35.4	24.6	19.8	16.8
市净率(PB)	1.44	1.40	1.34	1.27	1.22

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 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券分析师：李全 021-60375434 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	37.73元
总市值/流通市值	19110/19090百万元
52周最高价/最低价	57.00/26.91元
近3个月日均成交额	788.62百万元

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

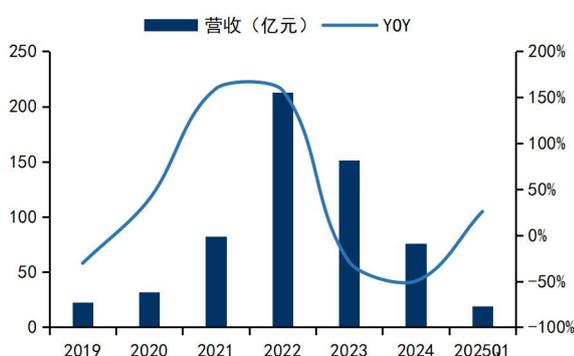
- 《当升科技(300073.SZ)-2024年中报点评-Q2三元正极盈利稳健，磷酸铁锂与固态电池材料快速放量》——2024-08-30
- 《当升科技(300073.SZ)-2023年年报点评-2023年四季度盈利承压，多种正极产品量产稳步推进》——2024-04-02
- 《当升科技(300073.SZ)-2023年三季报点评-财务业绩表现亮眼，正极国际化龙头盈利稳定高位》——2023-10-25
- 《当升科技(300073.SZ)-2023年中报点评-正极盈利持续高位，新产品全方位加速布局》——2023-08-28
- 《当升科技(300073.SZ)-2023年一季度报点评-一季度业绩亮眼，股权激励计划彰显长期发展信心》——2023-04-25

公司 2024 年实现营收 75.93 亿元，同比-50%；实现归母净利润 4.72 亿元，同比-75%；实现扣非归母净利润 2.73 亿元，同比-86%。在会计准则最新口径下，公司 2024 年毛利率为 12.38%、同比-5.68pct；净利率为 6.23%、同比-6.45pct。

公司 2024Q4 实现营收 20.68 亿元，同比-20%、环比+4%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比-98%、环比-96%；实现扣非归母净利润-0.49 亿元。由于客户 Northvolt 已提交破产重整申请，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。

公司 2025Q1 实现营收 19.08 亿元，同比+26%，环比-8%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比基本持平，环比大幅增长；实现扣非归母净利润 0.67 亿元，同比-36%、环比扭亏为盈。公司 2025Q1 毛利率为 10.93%，同比-3.96pct，环比+0.57pct；净利率 5.76%，同比-1.25pct，环比+4.05pct。

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

2024 年公司期间费用率同比提高。公司 2024 年期间费用率为 6.69%，同比+4.19 pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/2.77%/4.87%/-1.45%，同比+0.22/+1.54/+2.18/+0.25pct。

2025Q1 公司期间费用率保持相对平稳。2025Q1 公司期间费用率为 7.25%，同比+0.09pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.38%/2.00%/5.97%/-1.10%，同比-0.17/-0.70/-0.11/+1.08pct。

公司 2024 年末固定资产为 39.99 亿元，较 2023 年末增加 4.42 亿元。公司 2025Q1 末固定资产为 39.05 亿元。公司 2024 年末在建工程为 2.02 亿元，较 2023 年末减少 2.10 亿元。公司 2025Q1 末在建工程为 2.57 亿元。

公司 2024 年末存货为 10.60 亿元，较 2023 年末增加 3.67 亿元。公司 2025Q1 末存货为 13.66 亿元。

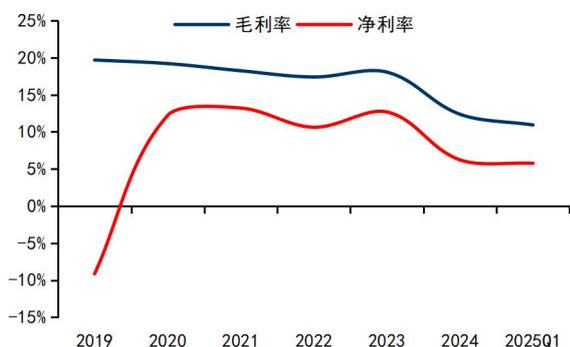
公司 2024 年其他收益为 1.67 亿元，同比增加 1.02 亿元；2024Q4 其他收益为 0.79 亿元。公司 2025Q1 其他收益为 0.55 亿元。

公司 2024 年投资收益为 0.25 亿元，同比增加 1.46 亿元，2024Q4 投资收益为 0.08 亿元。公司 2025Q1 投资收益为 0.01 亿元。

公司 2024 年计提信用减值损失 0.26 亿元，同比多计提 0.23 亿元，2024Q4 计提信用减值损失 1.33 亿元，主要系客户 Northvolt 已提交破产重整申请，公司对相应应收账款进行减值计提。公司 2025Q1 冲回信用减值损失 0.07 亿元。

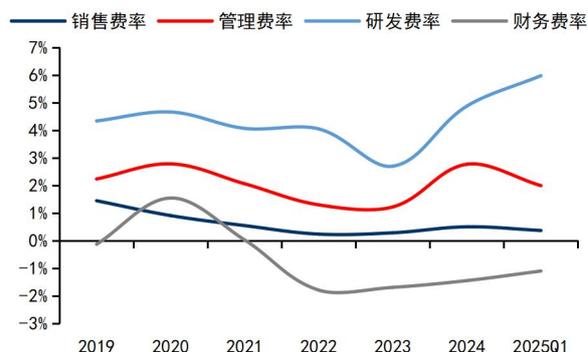
公司 2024 年计提资产减值损失 0.46 亿元，同比多计提 0.44 亿元，2024Q4 计提 0.27 亿元。公司 2025Q1 未计提资产减值损失。

图5：公司毛利率、净利率情况



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

公司 2024 年三元正极出货承压。受海外新能源车行业增速较低、国内外新能源行业竞争加剧等因素影响，公司 2024 年三元正极业务表现承压。公司 2024 年三元正极营收为 51.48 亿元，同比-63%；毛利率为 16.16%，同比-2.92pct。我们估计 2024 年公司三元正极销量超 4 万吨，同比下滑约 30%；其中 2024Q4 三元正极出货约 1.1 万吨，环比小幅提升。我们估计 2025Q1 公司三元正极出货量超 1 万吨。

2025 年 3 月，公司与 SK On 签订 2025-2027 年 1.7 万吨高镍及中镍多型号正极供货协议。同时，双方后续将就 2026-2028 年非约束性额外供销 11 万吨左右正极材料进行协商与确定。2025 年 3 月，公司与 LG 新能源签订长期供货协议，LG 新能源预计在 2025-2027 年间采购约 11 万吨高镍及中镍等正极材料。展望 2025 年，欧洲新能源车需求有望显著回暖、海外客户拓展持续取得新进展，公司三元正极出货量有望稳中向好。

公司磷酸盐系正极出货快速增长，国内客户开拓顺利。2024 年公司磷酸盐系正极与钠电正极实现营收 17.54 亿元，同比+1288%；毛利率为 0.52%，同比-0.53%。我们估计公司 2024 年磷酸盐系正极出货量近 6 万吨，其中 2024Q4 出货量约 2.4 万吨，环比+14%。我们估计 2025Q1 公司磷酸盐系正极出货量约超 2.3 万吨。公司目前深度绑定中创新航、力神电池、瑞浦兰钧、宜春清陶等国内一流动力及储能电池客户。公司攀枝花首期一阶段 4 万吨磷酸（锰）铁锂项目已实现建成即投产、投产即满产，2025 年公司预计新增 8 万吨磷酸（锰）铁锂产能，以满足下游客户迫切的需求。

公司积极进行新型锂电材料产品布局。固态电池正极材料方面，公司半固态电池正极材料已成功应用于无人机、eVTOL 等低空飞行器市场；全固态电池正极材料解决了界面阻抗大、副反应严重等难题，性能获得客户广泛认可。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，并完成氧化物及硫卤化物固态电解质百吨级中试线建设，实现吨级稳定制备。钠电正极方面，公司积极布局层状氧化物、聚阴离子类正极等材料，产品已经批量供货于下游客户圆柱启停、方形储能、动力等项目。

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，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.45/8.26/10.01 亿元（原预测 2025-2026 年为 8.27/10.62 亿元），同比+36%/+28%/+21%，EPS 分别为 1.27/1.63/1.98 元，动态 PE 为 30/23/19 倍。

表1：可比公司估值表（2025 年 4 月 26 日）

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	
688005	容百科技	21.33	152.45	0.61	1.02	1.41	34.97	20.91	15.13		优于大市	
300073	当升科技	37.73	191.10	0.93	1.27	1.63	40.39	29.61	23.14		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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5689	6420	6279	6450	6596	营业收入	15127	7593	10611	13633	15775
应收款项	2920	2329	3111	3735	4322	营业成本	12395	6653	9276	11896	13723
存货净额	693	1060	1163	1494	1729	营业税金及附加	33	41	32	41	47
其他流动资产	2044	784	557	714	823	销售费用	43	38	37	48	55
流动资产合计	12566	11872	12286	13583	14669	管理费用	185	210	276	341	379
固定资产	3969	4201	4067	3960	3816	研发费用	408	370	504	600	663
无形资产及其他	286	295	283	272	260	财务费用	(256)	(110)	(91)	(105)	(127)
其他长期资产	589	754	1061	1363	1578	投资收益	(121)	25	15	15	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(71)	0	0	0
资产总计	17410	17122	17698	19177	20322	其他收入	27	186	160	150	150
短期借款及交易性金融负债	87	140	100	100	100	营业利润	2221	530	752	978	1201
应付款项	3150	2416	2181	2818	3259	营业外净收支	30	6	0	0	0
其他流动负债	297	168	366	473	546	利润总额	2251	536	752	978	1201
流动负债合计	3643	2774	2753	3526	4063	所得税费用	332	63	105	142	180
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(5)	0	1	10	20
其他长期负债	492	655	655	655	655	归属于母公司净利润	1924	473	645	826	1001
长期负债合计	492	655	655	655	655	现金流量表 (百万元)	2020	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4135	3429	3409	4182	4718	净利润	1924	473	645	826	1001
少数股东权益	199	527	528	538	558	资产减值准备	(2)	(46)	0	0	0
股东权益	13076	13167	13761	14458	15046	折旧摊销	241	356	431	469	506
负债和股东权益总计	17410	17122	17698	19177	20322	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(256)	(110)	(91)	(105)	(127)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(963)	481	(535)	(353)	(404)
每股收益	3.80	0.93	1.27	1.63	1.98	其它	22	333	(105)	(110)	(122)
每股红利	0.75	0.10	0.25	0.82	0.99	经营活动现金流	1222	1598	436	833	981
每股净资产	26.21	27.03	28.21	29.61	30.81	资本开支	(1332)	(871)	(286)	(350)	(350)
ROIC	17%	2%	3%	5%	6%	其它投资现金流	685	74	(292)	(287)	(199)
ROE	16%	4%	5%	6%	6%	投资活动现金流	(647)	(797)	(577)	(637)	(549)
毛利率	18%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	0	(0)	0	0	0
EBIT Margin	14%	4%	5%	5%	6%	负债净变化	(117)	218	(40)	0	0
EBITDA Margin	15%	8%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(338)	(381)	(51)	(129)	(413)
收入增长	-29%	-50%	40%	28%	16%	其它融资现金流	(117)	218	(40)	0	0
净利润增长率	-15%	-75%	36%	28%	21%	融资活动现金流	(199)	(54)	(0)	(24)	(286)
资产负债率	24%	20%	19%	22%	23%	现金净变动	376	747	(141)	171	146
息率	2.0%	0.3%	0.7%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	5216	5689	6420	6279	6450
P/E	9.9	40.4	29.6	23.1	19.1	货币资金的期末余额	5689	6420	6279	6450	6596
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	企业自由现金流	(295)	214	28	372	524
EV/EBITDA	10.1	35.4	24.6	19.8	16.8	权益自由现金流	(194)	529	66	462	633

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 ±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 ±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