

当升科技 (300073)

2025 半年报点评: Q2 三元盈利大幅提升, 铁锂亏损持续收窄

2025 年 08 月 27 日

买入 (维持)

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 胡锦涛

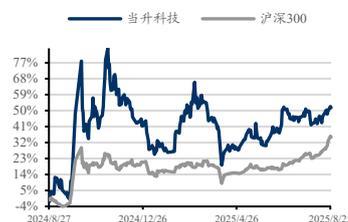
执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,127	7,593	11,540	13,630	16,096
同比 (%)	(28.86)	(49.80)	51.98	18.11	18.10
归母净利润 (百万元)	1,924.26	471.83	700.05	842.27	1,142.75
同比 (%)	(14.80)	(75.48)	48.37	20.32	35.67
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.54	0.87	1.29	1.55	2.10
P/E (现价&最新摊薄)	12.47	50.85	34.27	28.49	21.00

投资要点

- Q2 业绩超市场预期。**公司 25H1 营收 44.3 亿元, 同+25.2%, 归母净利润 3.1 亿元, 同+8.5%, 毛利率 13.3%, 同-0.8pct, 归母净利率 7%, 同-1.1pct; 其中 25Q2 营收 25.2 亿元, 同环比+24.7%/+32.3%, 归母净利润 2 亿元, 同环比+13.6%/+81.3%, 毛利率 15%, 同环比+1.5/+4.1pct, 归母净利率 7.9%, 同环比-0.8/+2.1pct。
- 三元: Q2 国际客户占比提升, 盈利环比大幅增长。**出货端, 25H1 正极材料出货约 7 万吨, 同比翻倍, 其中 Q2 正极出货 3.5 万吨, 同增 70%。三元正极 25H1 出货 2.5 万吨+, 同增约 25%, 其中 Q2 出货约 1.4 万吨, 同增约 30%。公司与 LGES、SK On 签订长期供货协议, 将在 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%。盈利端, 我们测算 Q2 三元正极单吨扣非利润 1 万元+, 环增 60%+, 主要由于国际客户占比由 Q1 的 50%提升至 Q2 的 60%, 且原材料涨价带来正向影响, 随着下半年 LGES 放量, 国际客户占比保持增长态势, 我们预计盈利水平稳步提升。
- 铁锂: 25H1 铁锂出货高增, 亏损收窄, 下半年盈利将进一步好转。**出货端, 25H1 铁锂正极出货 4 万吨+, 同增超两倍, 其中 Q2 出货 2 万吨+, 同比翻倍以上增长。公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能, 25H2 攀枝花首期二阶段 8 万吨将投产, 25 年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, 25H1 攀枝花子公司净利润-0.2 亿元, 主要由于研发费用较高, 若扣除研发费用, 铁锂单吨净利约 500 元; 下半年随着锂价反弹且自有产能投产, 我们预计铁锂盈利趋势向好。
- 全固态电池专用正极材料率先出货, 固态电解质进展领先。**公司固态锂电材料持续放量, 其中硫化物全固态电池专用正极材料率先实现吨级出货, 双相复合正极材料已导入清陶、卫蓝、辉能等多家客户。固态电解质方面, 公司已完成氧化物电解质年产百吨级中试线建设, 并布局硫化物电解质百吨级产线, 预计今年底有望建成。
- Q2 资本开支大幅提升, 经营性现金流承压。**公司 25H1 期间费用率 6.7%, 同-0.2pct, 其中 Q2 费用率 6.3%, 同环比-0.5/-0.9pct; 25H1 经营性净现金流 3.9 亿元, 同-15.2%, 其中 Q2 经营性现金流 0.3 亿元, 同环比-95%/-92%; 25H1 资本开支 6.1 亿元, 同+39.7%, 其中 Q2 资本开支 5 亿元, 同环比+467%/+369%; 25H1 末存货 15.1 亿元, 较年初+42.2%。
- 盈利预测与投资评级: 考虑公司盈利能力显著提升, 我们上调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润 7.0/8.4/11.4 亿元 (原预期 6.0/7.3/10.2 亿元), 同比+48%/+20%/+36%, 对应 PE 为 34x/28x/21x, 维持“买入”评级。**
- 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.08
一年最低/最高价	28.45/57.00
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	22,303.22
总市值(百万元)	23,992.46

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.39
资产负债率(% ,LF)	22.34
总股本(百万股)	544.29
流通 A 股(百万股)	505.97

相关研究

- 《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》
2025-04-25
- 《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	13,711	14,777	16,296	营业总收入	7,593	11,540	13,630	16,096
货币资金及交易性金融资产	7,553	7,978	8,083	8,458	营业成本(含金融类)	6,653	10,061	11,871	13,828
经营性应收款项	3,021	4,113	4,820	5,689	税金及附加	41	62	74	87
存货	1,060	1,378	1,626	1,894	销售费用	38	52	60	69
合同资产	0	0	0	0	管理费用	210	288	327	354
其他流动资产	238	242	248	254	研发费用	370	462	518	579
非流动资产	5,250	5,389	5,807	6,104	财务费用	(110)	(74)	(66)	(48)
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	167	138	143	145
固定资产及使用权资产	4,513	4,547	4,952	5,236	投资净收益	25	23	27	29
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	818	985	1,338
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	19,100	20,584	22,400	利润总额	536	824	991	1,344
流动负债	2,774	4,091	4,807	5,581	减:所得税	63	124	149	202
短期借款及一年内到期的非流动负债	140	100	100	100	净利润	473	700	842	1,143
经营性应付款项	2,417	3,656	4,313	5,025	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	48	80	95	111	归属母公司净利润	472	700	842	1,143
其他流动负债	168	255	299	346	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	1.29	1.55	2.10
非流动负债	655	655	655	655	EBIT	376	614	780	1,178
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	773	1,218	1,512	2,031
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.38	12.81	12.90	14.09
租赁负债	483	483	483	483	归母净利率(%)	6.21	6.07	6.18	7.10
其他非流动负债	173	173	173	173	收入增长率(%)	(49.80)	51.98	18.11	18.10
负债合计	3,429	4,747	5,462	6,236	归母净利润增长率(%)	(75.48)	48.37	20.32	35.67
归属母公司股东权益	13,167	13,827	14,596	15,637					
少数股东权益	527	527	527	527					
所有者权益合计	13,693	14,354	15,122	16,164					
负债和股东权益	17,122	19,100	20,584	22,400					

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	1,221	1,297	1,593	每股净资产(元)	26.00	27.30	28.82	30.87
投资活动现金流	(797)	(713)	(1,117)	(1,115)	最新发行在外股份(百万股)	544	544	544	544
筹资活动现金流	(54)	(83)	(76)	(103)	ROIC(%)	2.38	3.57	4.33	6.17
现金净增加额	764	425	105	375	ROE-摊薄(%)	3.58	5.06	5.77	7.31
折旧和摊销	397	604	732	853	资产负债率(%)	20.03	24.85	26.53	27.84
资本开支	(865)	(734)	(1,134)	(1,134)	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.85	34.27	28.49	21.00
营运资本变动	738	(86)	(276)	(429)	P/B(现价)	1.70	1.61	1.53	1.43

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>