



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

正极龙头全球化布局，卡位固态关键材料

——当升科技首次覆盖

买入（首次）

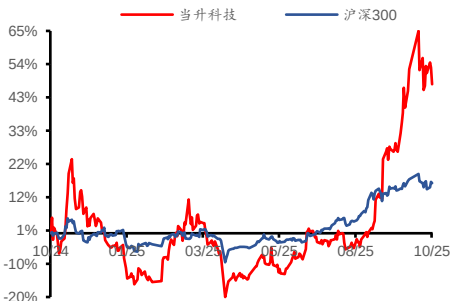
行业： 电力设备
日期： 2025年10月22日

分析师： 于庭泽
SAC 编号： S0870523040001
联系人： 郭吟冬
SAC 编号： S0870123060051

基本数据

最新收盘价（元）	64.28
12mth A 股价格区间（元）	34.81-71.71
总股本（百万股）	544.29
无限售 A 股/总股本	92.96%
流通市值（亿元）	325.24

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

锂电正极材料龙头，产品矩阵丰富。公司深耕正极材料二十余年，业务涵盖多元材料、磷酸（锰）铁锂、钠电材料、钴酸锂和多元前驱体等正极材料的研发、生产和销售，广泛应用于电动汽车、储能设施及 3C 电子产品等领域。截至 2025 年上半年，公司已拥有锂电材料产能 7.4 万吨，多元材料产能国内领先，在建产能包括攀枝花基地年产 8 万吨磷酸（锰）铁锂正极材料产线和芬兰基地年产 6 万吨高镍多元材料产线。

技术实力保持业内领先，新兴领域充分前瞻布局。公司已在高镍、超高镍、中镍高电压、磷酸铁锂、钴酸锂及下一代电池材料等领域形成了完整的产品布局，其中，高镍和超高镍多元材料技术持续领跑行业发展。固态电池产业化在即，公司系统布局氧化物、硫化物、卤化物等固态电池材料体系，全固态正极材料已批量出货。

全球化战略深入推进，卡位高端产业链。公司多元材料多项产品作为行业标杆，深度绑定优质国内外客户，海外市场方面，与 LGES、SK on、三星 SDI、Murata 等国外客户建立深度合作关系，进入海外高端新能源车企供应链；国内市场方面，高镍、中镍高电压产品批量导入亿纬锂能、比亚迪等国内主流动力电池厂商。积极拓展磷酸（锰）铁锂业务，深度绑定中创新航、中汽新能、瑞浦兰钧、宜春陶瓷、Power Co 等国内外客户，在动力、储能及 EV 领域实现应用。

■ 投资建议

我们预测 2025-2027 年公司营业收入分别为 102.99/133.72/154.69 亿元，同比增速分别为 35.6%、29.8%、15.7%，归母净利润分别为 6.92/8.72/9.87 亿元，同比增速分别为 46.6%、26.0%、13.2%，EPS 为 1.27/1.60/1.81 元/股，2025 年 10 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 50.57x、40.12x、35.45x。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

产能建设不及预期，需求不及预期，行业竞争加剧，技术路线变化

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7593	10299	13372	15469
年增长率	-49.8%	35.6%	29.8%	15.7%
归母净利润	472	692	872	987
年增长率	-75.5%	46.6%	26.0%	13.2%
每股收益（元）	0.87	1.27	1.60	1.81
市盈率（X）	74.15	50.57	40.12	35.45
市净率（X）	2.66	2.38	2.27	2.16

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 10 月 22 日收盘价）

目 录

1 全球锂电正极材料龙头，技术领跑行业发展	4
1.1 聚焦正极材料领域，产品矩阵丰富	4
1.2 深耕多元材料领域，拓展磷酸(锰)铁锂及钴酸锂业务	5
2 下游需求蓬勃发展，技术迭代持续推进	9
2.1 锂电正极材料下游需求旺盛	9
2.2 与上游企业深度合作，把握资源供应优势	13
2.3 公司三元材料具备规模优势，磷酸铁锂业务快速发展	14
2.4 固态电池产业化在即，正极材料加速技术迭代	14
3 前沿技术布局领先，海内外市场加速开拓	15
3.1 研发实力强劲，技术能力保持领先	15
3.2 全球化布局持续深入，高端产业链优势地位凸显	16
4 盈利预测与投资建议	17
5 风险提示	18

图

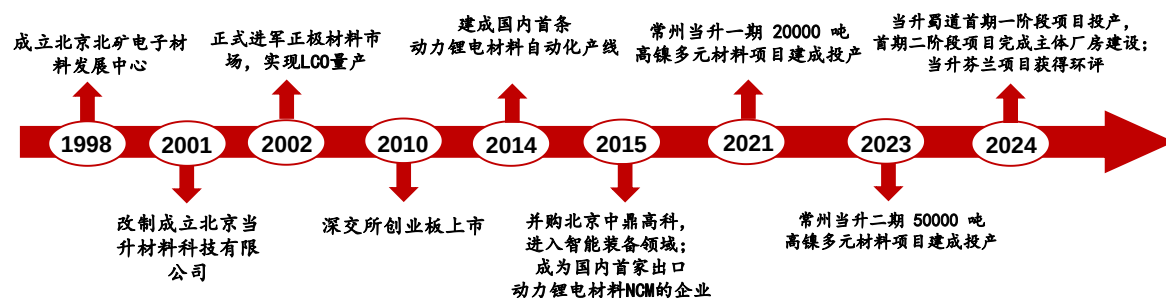
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司营业收入情况	5
图 3：公司归母净利润情况	5
图 4：公司锂电材料业务产销量（万吨）	6
图 5：公司分业务营收占比	6
图 6：公司毛利率及净利率	7
图 7：公司分业务毛利率（%）	7
图 8：公司期间费用率	7
图 9：公司研发投入及其在营收中的占比	8
图 10：锂电正极材料产业链示意图	9
图 11：全球锂离子电池出货量（GWh）及同比	10
图 12：全球汽车动力电池和储能电池出货量（GWh）及同比	10
图 13：全球新能源汽车销量	11
图 14：我国新能源汽车销量及渗透率	11
图 15：2021-2024 年我国新型储能装机规模情况	12
图 16：全球及中国智能手机出货量（亿部）	12
图 17：我国平板电脑出货量（万台）	12
图 18：2014-2024 年中国锂离子电池正极材料出货量	13
图 19：我国三元材料企业产能占比	14
图 20：我国磷酸铁锂企业产能占比	14

1 全球锂电正极材料龙头，技术领跑行业发展

1.1 聚焦正极材料领域，产品矩阵丰富

深耕正极材料二十余年，成长为全球锂电正极材料行业的龙头企业。当升科技成立于 1998 年，前身是北京北矿电子材料发展中心。公司于 2002 年正式进军正极材料行业，2010 年在创业板上市，是国内首家以锂电材料为主营业务的上市公司。

图 1：公司发展历程



资料来源：当升科技官网，上海证券研究所

电池材料产品应用广泛，技术优势明显。公司业务涵盖多元材料、磷酸（锰）铁锂、钠电材料、钴酸锂和多元前驱体等正极材料的研发、生产和销售，产品主要应用于电动汽车、储能设施及 3C 电子产品等领域。公司深耕锂电正极材料领域二十多年，持续突破行业共性关键技术，率先开发出高比能量、高比功率动力锂电用镍钴锰酸锂（NCM）正极材料系列化产品，在全球锂电材料市场竞争中持续保持领先地位。

表 1：公司电池材料产品概览

产品名称	应用及特点
镍钴锰（铝）酸锂	用于电动汽车、储能系统、笔记本电脑、电动工具等领域，具有高容量、长寿命、高安全、高倍率等优点
磷酸铁锂	用于电动汽车、储能系统等领域，具有高安全、低成本、长寿命等优点
磷酸锰铁锂	用于电动汽车、储能系统等领域，具有高电压、低成本、长寿命、低压降等优点
固态锂电关键材料	用于电动汽车等领域，具有高安全、高容量、高倍率等优点
钴酸锂	用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、无人机等领域，具有高电压、高能量密度、高倍率等优点
钠离子电池正极材料	用于电动汽车、储能系统、电动自行车等领域，具有低成本、高容量、高倍率、长循环寿命等优点

资料来源：当升科技官网，上海证券研究所

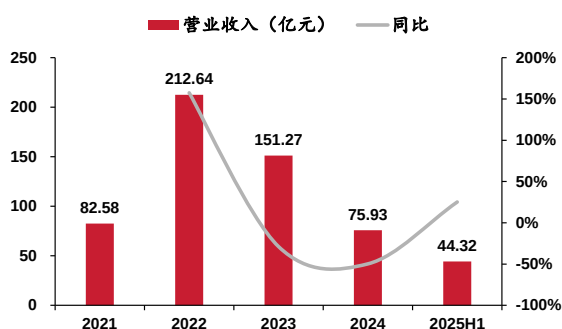
子公司中鼎高科聚焦智能装备业务。中鼎高科的核心产品圆刀模切机、品检机能够自动、高效地实现对多种复合材料的模切、排废、贴合及缺陷检测，广泛应用于消费类电子、医疗、卫生、食品包装、柔性电路板等领域。同时，中鼎高科积极开拓新业务及新领域，聚焦锂电材料生产制造用自动化装备的创新性开发，与母公司业务形成了有效协同与互补。

国内外项目建设加速推进，为提升公司市占率夯实基础。截至 2025 年上半年，公司拥有锂电材料产能 7.4 万吨，智能装备业务产能 1515 座/台套。在建产能方面，公司攀枝花基地首期二阶段项目年产 8 万吨产线设备安装调试正在有序推进中，预计 2025 年下半年建成投产，将助力公司磷酸（锰）铁锂正极材料总产能跃升至年产 12 万吨；当升（芬兰）新材料全力推进欧洲新材料产业基地一期项目的工程建设工作，计划建成年产 6 万吨高镍多元材料生产线，生产线按照超高镍及高镍多晶、单晶的要求设计，同时兼具生产中镍产品的能力。公司将持续放大在高端产业链中的优势地位，全力打造全球锂电正极材料赛道的标杆企业。

1.2 深耕多元材料领域，拓展磷酸(锰)铁锂及钴酸锂业务

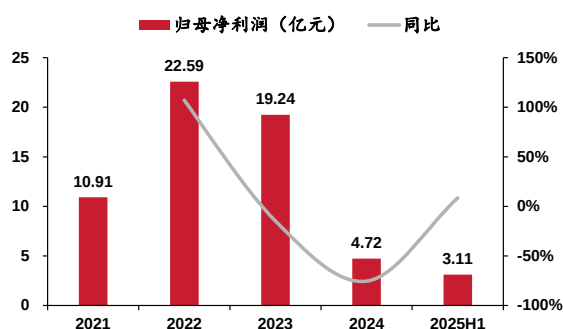
2025 年以来，公司业绩企稳回升。2025H1，公司实现营业收入 44.32 亿元，同比增长 25.17%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 8.47%，业绩重回增长区间。2025 年上半年，公司在产品出货和市场开拓方面都取得积极进展，成为公司业绩增长的重要来源。

图 2：公司营业收入情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 3：公司归母净利润情况

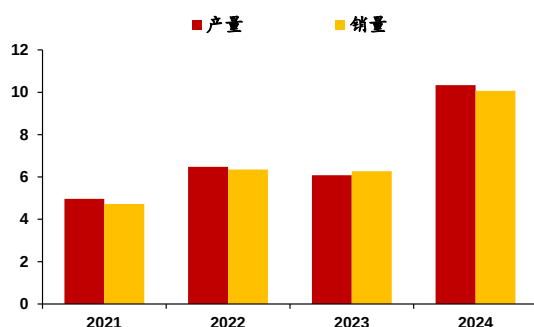


资料来源：iFinD，上海证券研究所

2021-2024 年，公司锂电材料业务产销规模总体呈现增长态势。其中，2024 年，公司锂电材料业务产销量分别达 10.34 和 10.07 万吨，同比分别增长 69.95%和 60.53%，产销规模大幅增长。2025H1，公司锂电材料业务产能利用率达到 98.83%，接近满产。随着新建产能项目逐步推进，公司产销规模有望持续扩大。

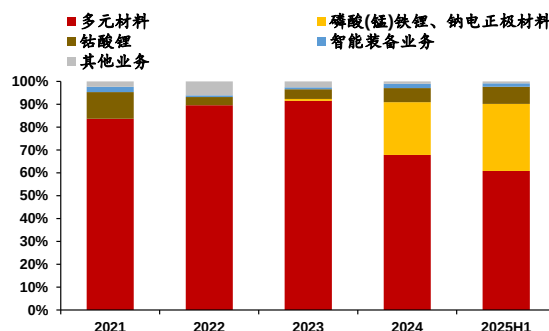
分业务看，多元材料业务营收占比最高，磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料业务营收占比快速上升。2021 年至 2025 年上半年，公司多元材料营收占比从 83.67%降至 60.82%，磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料营收占比则从 2023 年的 0.83%升至 2025 年上半年的 29.37%。2025 年上半年，公司多元材料业务持续放量，多项产品作为行业标杆深度融入全球高端新能源车企及一线品牌动力电池供应链；磷酸(锰)铁锂销量同比实现跨越式大幅提升，连续月度出货量近万吨，多款产品放量为公司贡献新的利润增长点，磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料实现营收 13.02 亿元，同比大增 184.43%。

图 4：公司锂电材料业务产销量（万吨）



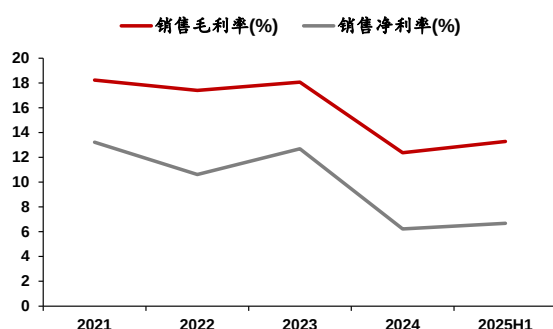
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 5：公司分业务营收占比

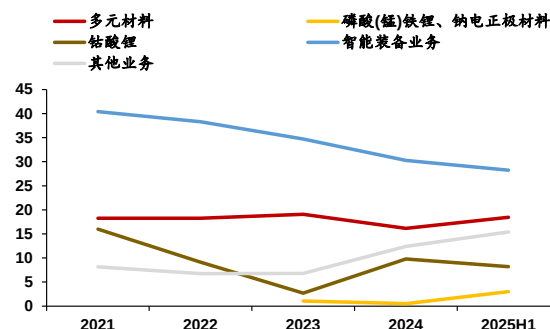


资料来源：iFinD，上海证券研究所

主营业务盈利能力提升。2025 年上半年，公司销售毛利率和销售净利率分别为 13.27%和 6.68%。其中，锂电材料业务盈利能力均有所回暖，多元材料业务、磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料业务、钴酸锂业务的毛利率分别为 18.44%、3.02%和 8.19%，同比分别增长 0.56、5.93 和 5.82 个百分点。

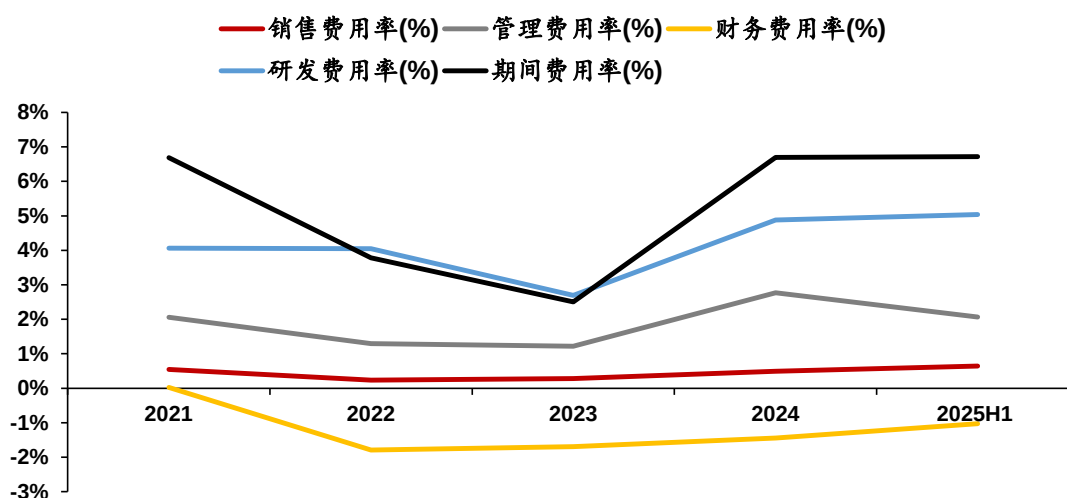
图 6：公司毛利率及净利率


资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 7：公司分业务毛利率 (%)


资料来源：iFinD，上海证券研究所

2025 年上半年，公司期间费用率为 6.72%，同比下降 0.23 个百分点。其中，管理费用率和研发费用率有所下降，销售费用率和财务费用率有所上升。

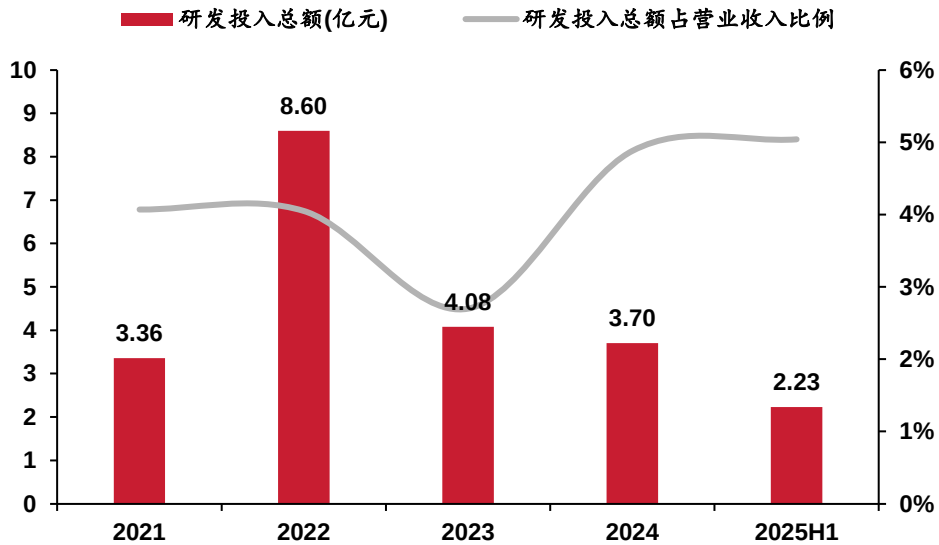
图 8：公司期间费用率


资料来源：iFinD，上海证券研究所

1.3 创新驱动持续发力，卡位固态电池材料

持续加大研发投入，取得亮眼成果。公司坚持研发投入，持续构建技术优势护城河，近年来研发投入在营收中的占比呈增长趋势。公司科研技术人员占员工总数 1/4，拥有锂电正极材料行业首家“国家认定企业技术中心”，以及“国家技术创新示范企业”“国家知识产权示范企业”等创新平台，产品综合技术性能处于全球先进水平，在海外高端动力电池材料市场占有率持续保持优势。

图 9：公司研发投入及其在营收中的占比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

产品布局完善，高镍等领域引领行业技术进步。公司已在高镍、超高镍、中镍高电压、磷酸铁锂、钴酸锂及下一代电池材料等领域形成了完整的产品布局。高镍和超高镍多元材料领域，公司技术持续领跑行业发展，已率先批量供应全球高端电池客户，并开发出针对大圆柱电池的高镍正极材料；中镍高电压多元材料实现了 5、6、7、8 系全覆盖，技术不断迭代升级，已成为业界标杆广泛供货于国内外知名电池生产商及全球高端电动汽车；磷酸铁锂材料方面，产品持续迭代升级，关键技术指标达到行业领先水平。钴酸锂材料方面，公司高容量高电压钴酸锂产品性能实现突破。

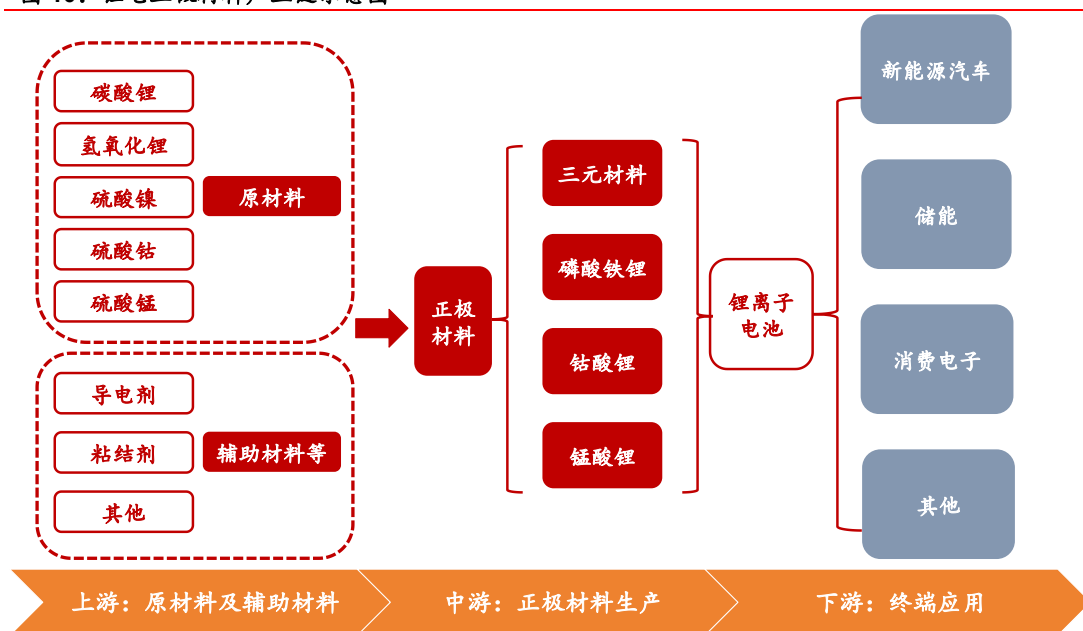
前瞻布局固态锂电材料等新兴领域，取得关键进展。新型锂电正极材料在乘用车、低空飞行、人形机器人及 AI 等前沿市场前景广阔，公司积极布局，持续取得突破。固态锂电材料方面，公司系统布局氧化物、硫化物、卤化物等固态电池材料体系，半固态、全固态正极材料取得突破，固态电解质技术保持行业领先；磷酸锰铁锂方面，公司推出高锰 LMFP 产品并实现十吨级连续出货，成为行业标杆产品，技术优势明显；尖晶石镍锰酸锂、富锂锰基、钠电正极材料等领域亦取得良好进展。

2 下游需求蓬勃发展，技术迭代持续推进

2.1 锂电正极材料下游需求旺盛

正极材料是锂电池产业链的重要环节，直接影响电池的性能。在锂电池的成本构成中，正极材料占比最高，占据电池总成本的30~40%左右。从产业链看，我国锂电池正极材料上游主要包括碳酸锂、氢氧化锂、硫酸镍、硫酸钴等原材料，以及导电剂、粘接剂等辅助材料等；中游为锂电池正极材料生产与供应，按照化学成分划分，其主要分为钴酸锂材料、锰酸锂材料、磷酸铁锂材料和三元材料；下游为应用领域，锂电池正极材料被广泛应用于锂离子电池中，应用终端涉及新能源汽车、储能、消费电子等行业。

图 10：锂电正极材料产业链示意图



资料来源：观研天下，上海证券研究所

国内动力电池正极材料以磷酸铁锂和三元材料为主，性能有所差异。从能量密度上来看，磷酸铁锂的理论比容量低于三元材料，但由于三元材料电池需要较为复杂的电池管理系统，这两种材料制成电池模组后其能量密度的差异有所减小。三元材料主要分为镍钴锰酸锂（NCM）、镍钴铝酸锂（NCA）两种，三元材料的能量密度更高，但其安全性能略低于磷酸铁锂，对电池的监控管理技术要求较高。其中 NCM 凭借高能量密度的优势，在新能源乘用车中逐步大规模应用，是国内三元材料的主要类型。

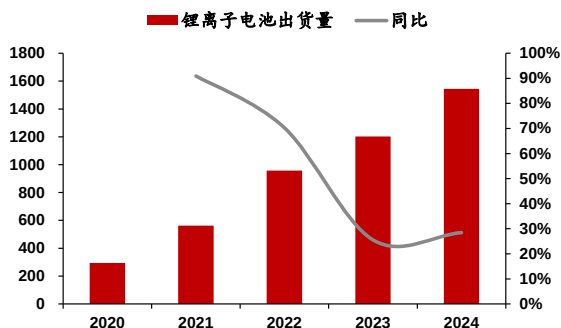
表 2：主要正极材料性能比较

项目	磷酸铁锂	三元材料	
		镍钴锰酸锂	镍钴铝酸锂
材料结构	橄榄石	层状氧化物	
理论比容量	较低	较高	较高
循环寿命	高	低	低
热稳定性	优秀	较好	较差
成本	较低	高	较高
原料资源	磷与铁资源丰富	钴、镍相对贫乏	

资料来源：湖南裕能招股说明书，上海证券研究所

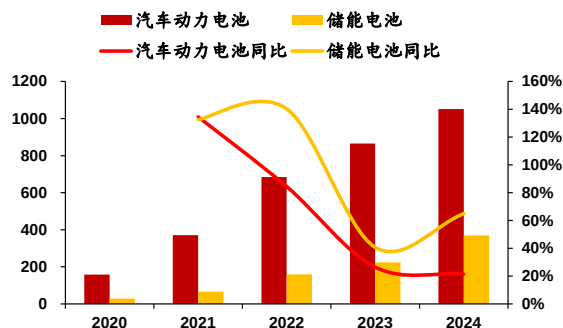
新能源汽车与储能双轮驱动，全球锂电池市场高速增长。据 iFinD，2024 年，全球锂离子电池出货量达 1545.10 GWh，同比增长 28.48%，2020-2024 年 CAGR 达 51.34%，锂电池需求持续快速增长。其中，2024 年全球汽车动力电池和储能电池出货量分别为 1051.20 和 369.80 GWh，同比增幅分别为 21.50%和 64.94%。GGII 数据显示，2025 年 1-6 月中国锂电池出货量 776GWh，同比增长 68%，增速强劲。其中，动力、储能、数码类锂电池出货量分别为 477GWh、265GWh、34GWh，同比增长分别为 49%、128%、25%。

图 11：全球锂离子电池出货量（GWh）及同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

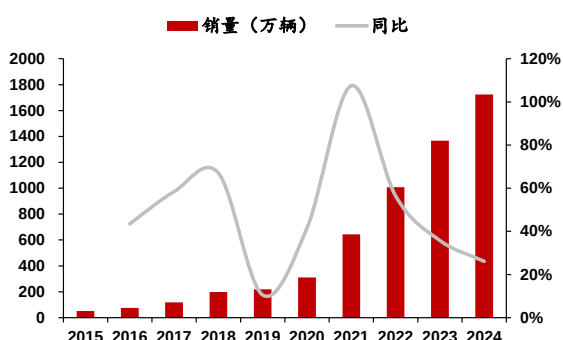
图 12：全球汽车动力电池和储能电池出货量（GWh）及同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

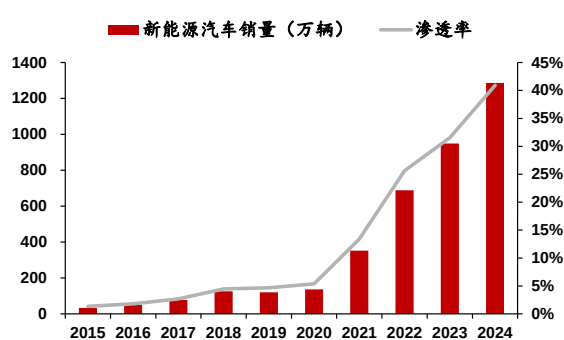
新能源车市场蓬勃发展，渗透率持续提升。据 CleanTechnica，2024 年全球新能源汽车销量达 1724.16 万辆，同比增长 26.08%，近年来保持稳定增长。国内方面，据中国汽车工业协会数据，2024 年，我国新能源汽车销量 1286.60 万辆，同比增长 35.50%，渗透率 40.93%，新能源汽车市场份额快速上升；2025 年 1-6 月新能源汽车产销分别完成 697 万辆和 694 万辆，同比分别增长 41% 和 40%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 44%。

图 13：全球新能源汽车销量



资料来源：CleanTechnica，上海证券研究所

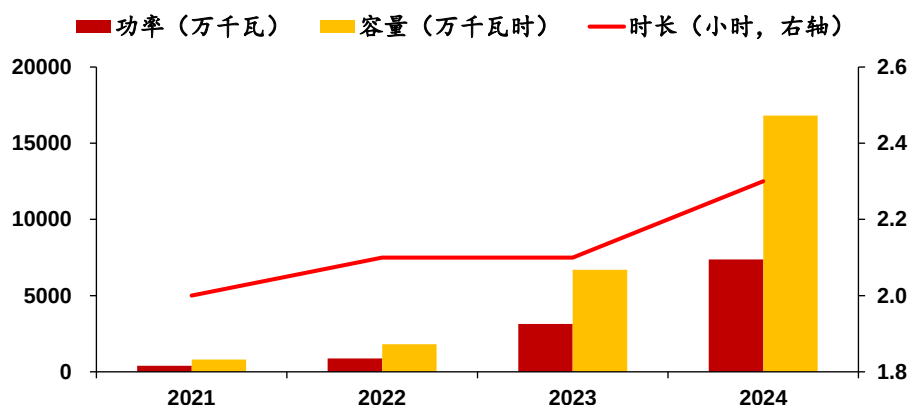
图 14：我国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，上海证券研究所

能源转型背景下，全球储能需求快速增长。近年来，在风电、光伏装机量持续增长与 5G 基站建设加快的背景下，全球储能锂电池应用需求快速增长。据智研咨询援引中关村储能产业技术联盟（CNESA）DataLink 全球储能数据库的不完全统计，2024 年，全球新增投运新型储能项目装机规模达到 74.1GW/177.8GWh，已连续 7 年在新增电力储能装机中占据最大比重，2024 年达到历史新高的 89%。我国大力支持新型储能发展，据《中国新型储能发展报告（2025）》，截至 2024 年底，全国已建成投运新型储能 73.76 GW/168 GWh，较 2023 年底增长超过 130%，装机规模占全球总装机比例超过 40%。据 GGII 预测，2025 年中国储能市场规模将超 500GWh。

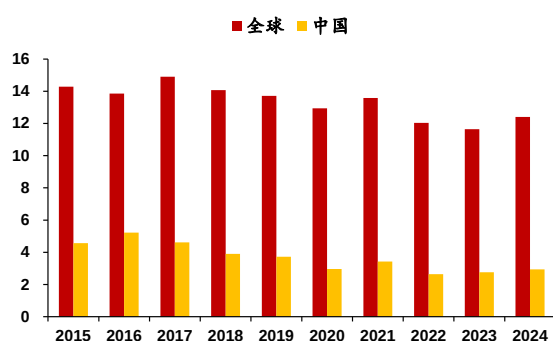
图 15：2021-2024 年我国新型储能装机规模情况



资料来源：《中国新型储能发展报告（2025）》，上海证券研究所

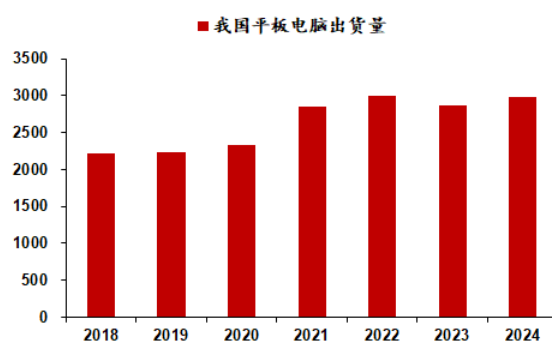
全球消费电子市场 2024 年来出现复苏迹象。智能手机方面，据 iFinD、IDC 数据，2024 年全球及我国智能手机出货量分别为 12.40 和 2.94 亿部，同比分别增长 6.53% 和 6.52%；IDC 预测 2025 年全球智能手机出货量预计将同比增长 1%。平板电脑方面，据 Canalys，2024 年全球平板电脑总出货量达到 1.476 亿台，同比增长 9.2%，相比 2023 年呈现出稳健复苏态势；据 IDC，2024 年我国平板电脑出货量为 2987 万台，同比增长 4.15%。受政府补贴政策刺激，2025 年上半年国内消费电子市场延续复苏态势。

图 16：全球及中国智能手机出货量（亿部）



资料来源：iFinD，IDC，上海证券研究所

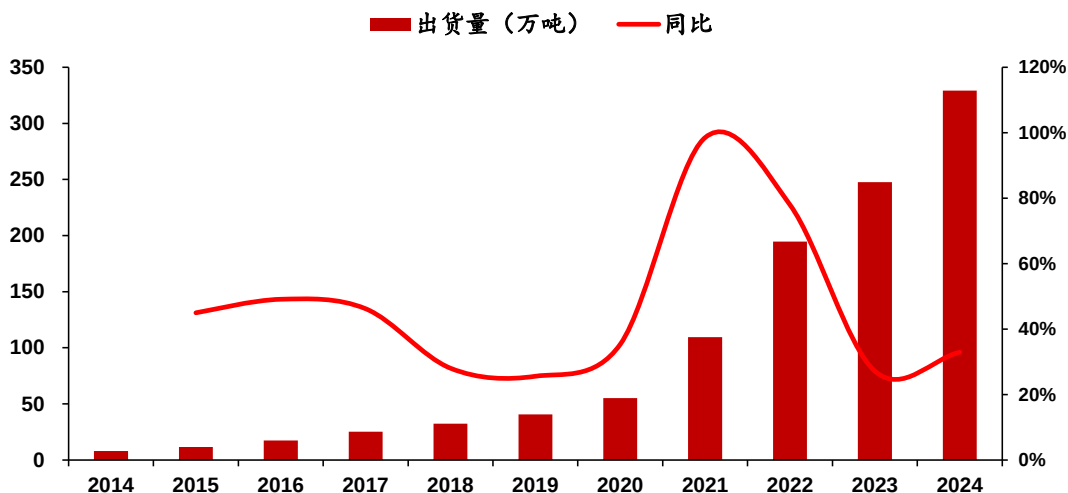
图 17：我国平板电脑出货量（万台）



资料来源：IDC，上海证券研究所

下游需求旺盛，我国锂电正极材料产业保持高景气，磷酸铁锂市场增长迅猛。据 ICC 鑫椏资讯数据统计，2025 年 1-6 月全球磷酸铁锂产量 163.2 万吨，同比增长 66.6%。据 EVTank，2024 年，中国锂离子电池正极材料出货量为 329.2 万吨，同比增长 32.9%，主要增量来自于磷酸铁锂正极材料。

图 18：2014-2024 年中国锂离子电池正极材料出货量



资料来源：EVTank，上海证券研究所

2.2 与上游企业深度合作，把握资源供应优势

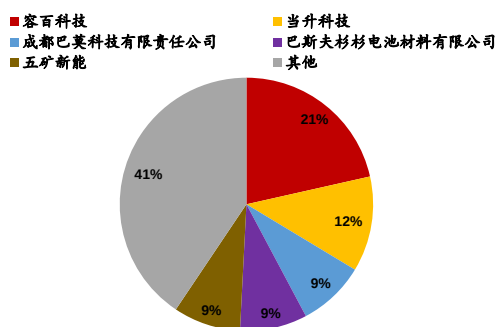
深度融合产业链上游，打造安全稳定供应链体系。正极材料行业竞争激烈，把握上游原材料对于行业内公司的生存环境有重要意义。在镍、锂、磷上游资源布局方面，公司积极推进与中伟股份、格林美、赣锋锂业、云天化等资源优势企业深度合作，保障公司资源供应的持续稳定和成本优势。

2025 年 2 月，公司与前驱体龙头中伟股份达成战略合作，涉及产品供销、矿产资源开发、产品研发等多个维度。根据公司公告披露，双方一致同意就动力、储能、低空及 AI、机器人等领域锂电池用三元材料、钴酸锂、磷酸（锰）铁锂、钠电材料、固态锂电材料、半固态锂电材料、富锂锰基等产品的原材料供应链建立长期合作伙伴关系，未来 3-5 年，双方预计在相关产品的合作量达 3-10 万吨/年。在矿产资源开发方面，双方共同进行镍、钴、锂、磷、锰、钠等相关优质矿产的开发、回收和应用，共同构建上游关键矿产资源优势。在产品研发方面，双方一致同意将就电池用三元前驱体、四氧化三钴、磷酸（锰）铁、钠电前驱体、固态锂电前驱体、聚阴离子前驱体、富锂锰基前驱体等产品及应对正极材料发展的现有技术以及未来前瞻性技术开发、认证等方面进行深度合作。

2.3 公司三元材料具备规模优势，磷酸铁锂业务快速发展

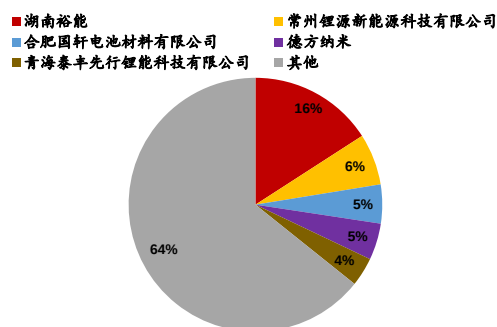
正极材料行业竞争激烈，公司在三元材料领域具有规模优势。按产能分析，三元材料行业相对集中，据钢联数据，我国现有总产能 139.72 万吨，其中，容百科技产能领先，公司排名第二，占比 12.17%，我国三元材料行业产能 CR5 达 59.40%。磷酸铁锂行业竞争更为分散，据钢联数据，我国现有总产能 503.7 万吨，湖南裕能产能领先，拥有 80 万吨产能，占比 15.88%，我国磷酸铁锂行业产能 CR5 为 35.74%；当升蜀道（攀枝花）新材料有限公司产能占比约 1%，公司的市场份额仍有较大提升空间。

图 19：我国三元材料企业产能占比



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

图 20：我国磷酸铁锂企业产能占比



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

磷酸铁锂业务快速发展，新增产能放量可期。2025 年上半年，公司三元材料、磷酸铁锂出货量均实现同比增长，市场竞争力不断增强。尤其是磷酸铁锂业务实现了产销两旺，销量同比实现大幅增加，已跻身国内磷酸铁锂电池主流厂商战略供应商行列。当升蜀道（攀枝花）正聚焦产能建设释放，全力推动首期二阶段项目建设投产，预计建成后磷酸（锰）铁锂正极材料总产能将跃升至年产 12 万吨。

2.4 固态电池产业化在即，正极材料加速技术迭代

固态电池产业化加速，高镍三元、富锂锰基材料高度适配。固态电池的核心优势在于能量密度跨越式提升、安全性实现质的飞跃、电池厚度大幅降低。目前固态电池处于从半固态向全固态过渡的关键期，技术路线逐步成熟，据中国化信，全固态电池的工程化突破预计将在 2026-2027 年实现。固态电池的性能突破与成本下降依赖于高性能材料的创新。对正极材料而言，高比能、高能量密度是正极材料主要发展方向，核心在于与固态电解质的协同适配。高镍三元材料和富锂锰基材料备受关注。

高镍三元材料：以 NCM622、NCM811 等为代表，其高比容量特性与固态电解质的宽电化学窗口相结合，有助于提升电池续航能力；另外，固态电解质能抑制高镍材料在循环过程中的界面副反应和结构退化，有效缓解传统液态电池中常见的容量衰减问题，从而可提升电池的循环寿命。

富锂锰基材料：富锂锰基是全固态电池可选用的理想正极材料，其通过锰元素部分替代锂，可降低正极材料成本，同时提高能量密度，具有高电压、高放电比容量的优势。

3 前沿技术布局领先，海内外市场加速开拓

3.1 研发实力强劲，技术能力保持领先

固态材料布局领先，已实现全固态正极材料批量出货。固态锂电材料方面，公司系统布局氧化物、硫化物、卤化物等固态电池材料体系。2025 年上半年，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，双相复合正极材料荣获中关村论坛百项新技术新产品推介，相关产品已导入清陶、卫蓝、辉能、赣锋锂电、中汽新能等多家固态电池客户，成功应用在无人机、eVTOL 等低空飞行器以及人形机器人领域。全固态电池专用钴酸锂、富锂锰基正极材料成功卡位比亚迪、一汽、中科固能等国内顶级车企和电池客户。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和硫化物固态电解质小试线建设，实现固态电解质吨级稳定制备并获得下游多家重点客户的认证及导入。

定增项目圆满落地，支撑进一步研发投入。公司 2025 年 7 月宣布此次定增项目圆满落地，募集资金总额达 10 亿元。本次发行是公司强化核心竞争力、深化战略布局的重要举措，募集资金将全部用于补充流动资金，将进一步增强公司资金实力，支撑研发投入力度，满足未来业务发展需要。公司称，本次募集资金将继续投入新能源汽车领域，研发固态锂电池、钠离子电池等下一代电池材料关键技术及产品，实现新型电池材料核心技术的自主可控、高端动力电池市场应用的持续卡位，进一步夯实公司在新能源材料产业的优势地位。

3.2 全球化布局持续深入，高端产业链优势地位凸显

深度绑定优质客户，海内外市场开拓卓有成效。公司多元材料多项产品作为行业标杆深度融入全球高端新能源车企及一线品牌动力电池供应链。海外市场方面，公司与 LGES、SK on、三星 SDI、Murata 等国际巨头建立深度合作关系，并与 LGES、SK on 两大锂电巨头签订未来三年上百亿元订单，为未来销量和盈利奠定了坚实基础，产品配套进入大众、现代、戴姆勒、宝马等海外高端新能源车企。国内市场方面，高镍、中镍高电压产品批量导入亿纬锂能、比亚迪、远景、蜂巢能源、微宏动力、中汽新能等国内主流动力电池厂商，配套用于蔚来、吉利等新能源车企。超高镍 9 系产品成功导入亿纬锂能等国内头部圆柱厂商。磷酸（锰）铁锂业务方面，2025 年上半年公司产品销量同比实现跨越式大幅提升，连续月度出货量近万吨，深度绑定中创新航、中汽新能、瑞浦兰钧、宜春清陶、Power Co 等国内外客户，在动力、储能及 EV 领域实现应用。钴酸锂业务方面，公司通过技术创新持续提升产品性能和质量，目前 4.50V、4.53V 钴酸锂已通过锂威、冠宇等主流客户测试并批量应用，实现由行业跟跑、并跑到领跑的跨越。

加速芬兰基地产能建设，卡位全球高端供应链。公司欧洲项目总体规划 50 万吨，其中多元材料 20 万吨，磷酸（锰）铁锂 30 万吨，将分期建设，其中一期项目计划建成年产 6 万吨高镍多元材料生产线，生产线按照超高镍及高镍多晶、单晶的要求设计，同时兼具生产中镍产品的能力。目前芬兰基地项目已正式开工建设，该项目推动了公司从产品国际化经营迈向产业国际化经营，将快速响应国际大客户本土化供应及产能配套需求，深度融入欧洲电动汽车产业链，提升全球市场占有率，持续放大在高端产业链中的优势地位，为全球化布局注入新动能，有助于公司全力打造全球锂电正极材料赛道的标杆企业。

4 盈利预测与投资建议

2025 年上半年，公司三元材料、磷酸铁锂出货量均实现同比增长。随着公司在建项目逐步推进，产能逐渐释放，我们认为公司锂电材料业务产销规模有望持续扩大。此外，随着锂电行业释放“反内卷”信号，行业盈利能力有望回升。我们认为，公司凭借规模化优势和产品性能优势，盈利水平有望领先竞争对手。

我们预计公司多元材料业务 2025-2027 年收入增速分别为 15%、13%、12%，毛利率分别为 19%、19.5%、20%；磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料业务 2025-2027 年收入增速分别为 100%、60%、20%，毛利率分别为 4%、5%、6%；钴酸锂业务 2025-2027 年收入增速分别为 40%、30%、20%，毛利率分别为 8%、10%、12%。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2024A	2025E	2026E	2027E
多元材料	5148.19	5920.42	6690.07	7492.88
磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料	1754.18	3508.36	5613.37	6736.05
钴酸锂	471.71	660.40	858.51	1030.22
智能装备业务	144.31	137.00	137.00	137.00
其他业务	74.70	72.60	72.60	72.60
合计	7593.10	10,298.76	13,371.55	15,468.74
分业务收入增速	2024A	2025E	2026E	2027E
多元材料	-62.82%	15.00%	13.00%	12.00%
磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料	1287.91%	100.00%	60.00%	20.00%
钴酸锂	-25.39%	40.00%	30.00%	20.00%
智能装备业务	12.68%	-5.07%	0.00%	0.00%
其他业务	-81.02%	-2.82%	0.00%	0.00%
合计	-49.80%	35.63%	29.84%	15.68%
分业务毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
多元材料	16.16%	19.00%	19.50%	20.00%
磷酸(锰)铁锂、钠电正极材料	0.52%	4.00%	5.00%	6.00%
钴酸锂	9.78%	8.00%	10.00%	12.00%
智能装备业务	30.26%	27.00%	27.00%	27.00%
其他业务	12.40%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	12.38%	13.26%	12.86%	13.41%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

我们预测 2025-2027 年公司营业收入分别为 102.99/133.72/154.69 亿元，同比增速分别为 35.6%、29.8%、15.7%，归母净利润分别为 6.92/8.72/9.87 亿元，同比增速分别为 46.6%、26.0%、13.2%，EPS 为 1.27/1.60/1.81 元/股，2025 年 10 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 50.57x、40.12x、35.45x。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

产能建设不及预期，需求不及预期，行业竞争加剧，技术路线变化。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6420	7347	6760	7027
应收票据及应收账款	2329	2574	3722	4086
存货	1060	961	1555	1615
其他流动资产	2063	2511	2734	3024
流动资产合计	11872	13393	14772	15751
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	59	59	59	59
固定资产	3999	4503	4930	5258
在建工程	202	2	182	163
无形资产	295	301	305	308
其他非流动资产	695	826	769	712
非流动资产合计	5250	5691	6244	6500
资产总计	17122	19084	21016	22251
短期借款	85	85	85	85
应付票据及应付账款	2416	2757	3914	4317
合同负债	48	69	87	103
其他流动负债	225	274	344	383
流动负债合计	2774	3185	4430	4887
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	655	651	651	651
非流动负债合计	655	651	651	651
负债合计	3429	3836	5081	5538
股本	507	544	544	544
资本公积	7163	8121	8121	8121
留存收益	5498	6049	6733	7508
归属母公司股东权益	13167	14719	15404	16179
少数股东权益	527	528	531	534
股东权益合计	13693	15248	15935	16713
负债和股东权益合计	17122	19084	21016	22251

现金流量表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	1598	1076	807	1492
净利润	473	694	874	990
折旧摊销	397	568	666	764
营运资金变动	738	-184	-720	-256
其他	-10	-3	-13	-6
投资活动现金流量	-797	-990	-1190	-997
资本支出	-865	-815	-1215	-1015
投资变动	35	0	0	0
其他	32	-175	25	18
筹资活动现金流量	-54	835	-204	-229
债权融资	55	1	0	0
股权融资	327	996	0	0
其他	-436	-162	-204	-229
现金净流量	764	927	-587	266

利润表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7593	10299	13372	15469
营业成本	6653	8933	11653	13394
营业税金及附加	41	36	47	54
销售费用	38	82	147	201
管理费用	210	216	267	294
研发费用	370	566	735	851
财务费用	-110	-176	-203	-186
资产减值损失	-46	0	0	0
投资收益	25	5	25	18
公允价值变动损益	19	0	0	0
营业利润	530	781	985	1116
营业外收支净额	6	5	5	5
利润总额	536	786	990	1121
所得税	63	92	116	131
净利润	473	694	874	990
少数股东损益	1	2	2	3
归属母公司股东净利润	472	692	872	987

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	12.4%	13.3%	12.9%	13.4%
净利率	6.2%	6.7%	6.5%	6.4%
净资产收益率	3.6%	4.7%	5.7%	6.1%
资产回报率	2.7%	3.8%	4.4%	4.6%
投资回报率	2.3%	3.4%	4.2%	4.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	-49.8%	35.6%	29.8%	15.7%
EBIT 增长率	-82.3%	62.2%	29.0%	18.8%
归母净利润增长率	-75.5%	46.6%	26.0%	13.2%
每股指标（元）				
每股收益	0.87	1.27	1.60	1.81
每股净资产	24.19	27.04	28.30	29.73
每股经营现金流	2.94	1.98	1.48	2.74
每股股利	0.20	0.27	0.34	0.39
营运能力指标				
总资产周转率	0.44	0.57	0.67	0.72
应收账款周转率	2.90	4.20	4.25	3.97
存货周转率	7.59	8.84	9.26	8.45
偿债能力指标				
资产负债率	20.0%	20.1%	24.2%	24.9%
流动比率	4.28	4.21	3.33	3.22
速动比率	3.77	3.80	2.89	2.81
估值指标				
P/E	74.15	50.57	40.12	35.45
P/B	2.66	2.38	2.27	2.16
EV/EBITDA	18.90	23.98	19.85	16.83

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。