

昆工科技 (920152.BJ)

2025 年 11 月 14 日

投资评级：增持（维持）

陆良铅炭电池产线正式进入量产阶段，构建算力中心储备一体标杆

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/11/13
当前股价(元)	30.00
一年最高最低(元)	31.50/10.71
总市值(亿元)	33.40
流通市值(亿元)	24.65
总股本(亿股)	1.11
流通股本(亿股)	0.82
近 3 个月换手率(%)	243.65

北交所研究团队

● 2025Q1-3 实现营业收入同比增长 12.09%，维持“增持”评级

昆工科技公布 2025 三季报, 2025Q1-3 实现营业收入 4.76 亿元, 同比增长 12.09%, 其中 Q3 单季营收 1.84 亿元, 同比增幅达 26.05%, 显示主营业务扩张势头良好。2025Q1-3 归母净利润-5980 万元 (2024Q1-3 为-1120 万元)。考虑到铅炭电池下游市场拓展推进、电池产能提升, 我们下调 2025、提升 2026 并增加 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年实现归母净利润-0.35/1.55/2.77 亿元 (原值 2025-2026 年 0.51/1.10), 对应 EPS 为-0.31/1.39/2.48 元, 当前股价对应 2026-2027PE 为 21.5/12.1X, 维持“增持”评级。

● 云南曲靖陆良铅炭电池产线投产，构建郑州空港智算中心储备一体解决方案

作为铝基铅炭电池的核心生产枢纽, 陆良项目截至 2025H1 累计投入 4.23 亿元, 2025 年 3 月末正式进入批量生产阶段, 标志着昆工科技储能电池规模化制造能力实现关键突破。依托关键工序高自动化装备与工艺优化, 产线生产效率、产品合格率得以提升, 核心产品 6V-430AH、2V-3200AH 的性能表现获得客户认可。昆工科技提供的 55.62MWh 铝基铅炭电池储备一体系统, 以国内领先的“储能+备用电源一体化解决方案, 为郑州空港智算中心 6000P 算力需求构建全时段稳定电力屏障, 成为新型数字基础设施建设的标杆实践。

● 铅炭电池技术成熟、低成本、安全性高，现阶段在海外户储市场更为适用

铅炭电池在负极中加入炭材料, 减少铅用量的同时延长电池寿命, 使电池性能得到综合提升。铅酸/铅炭电池主要使用稀硫酸水溶液作为电解液, 不会发生热失控、自燃爆炸情况。在如乌兹别克斯坦一类的自身电力系统压力较大, 居民生活易受断电影响的地区, 户用储能是保障用户侧电力持续稳定供应的重要手段。家庭住宅, 特别是独栋房屋存在大量木质结构。因此铅炭电池较高的安全性使其更为适用。同时独栋住宅空间较大, 地下室、车库等大面积空间富裕, 使用铅炭电池替代锂电池作为储能电池时对体积较大、重量较大等问题不敏感。

● 风险提示：原材料价格波动风险、储能电池市场开拓的风险、市场竞争风险。

相关研究报告

《铅炭储能技术突破双线市场 海外户储订单增长+国内 IDC 蓝海卡位——北交所首次覆盖报告》-2025.2.27

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	490	618	734	2,433	3,651
YOY(%)	-13.1	26.3	18.7	231.5	50.0
归母净利润(百万元)	-1	-33	-35	155	277
YOY(%)	-102.5	-3045.2	-4.1	548.4	78.2
毛利率(%)	13.8	12.0	9.8	16.5	16.1
净利率(%)	-0.2	-5.4	-4.7	6.4	7.6
ROE(%)	-0.3	-7.4	-8.9	29.1	34.9
EPS(摊薄/元)	-0.01	-0.30	-0.31	1.39	2.48
P/E(倍)	-3158.9	-100.4	-96.5	21.5	12.1
P/B(倍)	7.5	8.2	9.0	6.4	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	500	510	639	1391	1535
现金	55	11	37	73	91
应收票据及应收账款	198	188	267	482	561
其他应收款	8	4	10	38	35
预付账款	13	55	43	96	113
存货	157	147	184	325	441
其他流动资产	69	105	98	378	294
非流动资产	649	919	1015	1042	1044
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	332	534	697	764	780
无形资产	76	91	103	118	135
其他非流动资产	241	294	215	161	128
资产总计	1148	1429	1654	2433	2579
流动负债	404	730	991	1615	1478
短期借款	125	99	491	601	405
应付票据及应付账款	131	312	349	667	791
其他流动负债	148	319	150	347	281
非流动负债	274	245	244	232	211
长期借款	215	207	205	194	173
其他非流动负债	59	38	38	38	38
负债合计	678	975	1235	1847	1689
少数股东权益	28	48	45	60	93
股本	109	109	111	111	111
资本公积	202	202	202	202	202
留存收益	132	95	32	351	1022
归属母公司股东权益	443	406	374	526	798
负债和股东权益	1148	1429	1654	2433	2579

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12	21	-95	30	309
净利润	-1	-34	-37	170	310
折旧摊销	17	31	30	37	40
财务费用	8	17	17	33	36
投资损失	0	0	1	1	0
营运资金变动	-19	-16	-109	-213	-81
其他经营现金流	8	22	3	3	3
投资活动现金流	-418	-219	-127	-65	-43
资本支出	401	224	126	64	42
长期投资	-18	4	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	294	176	-244	-38	-52
短期借款	-3	-26	392	109	-196
长期借款	185	-8	-1	-11	-21
普通股增加	0	0	3	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	112	210	-638	-136	165
现金净增加额	-112	-22	-466	-73	214

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	490	618	734	2433	3651
营业成本	422	544	662	2033	3062
营业税金及附加	3	6	5	13	20
营业费用	6	8	10	24	29
管理费用	19	25	29	54	62
研发费用	28	34	48	73	73
财务费用	8	17	17	33	36
资产减值损失	-6	-32	-8	-5	-5
其他收益	3	9	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	0
投资净收益	-0	-0	-1	-1	-0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	-0	-38	-43	200	365
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	-1	-39	-44	200	364
所得税	1	-5	-7	30	55
净利润	-1	-34	-37	170	310
少数股东损益	-0	-0	-3	14	33
归属母公司净利润	-1	-33	-35	155	277
EBITDA	26	1	-3	253	420
EPS(元)	-0.01	-0.30	-0.31	1.39	2.48

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-13.1	26.3	18.7	231.5	50.0
营业利润(%)	-101.3	-7930.3	-13.4	562.0	82.3
归属于母公司净利润(%)	-102.5	-3045.2	-4.1	548.4	78.2
获利能力					
毛利率(%)	13.8	12.0	9.8	16.5	16.1
净利率(%)	-0.2	-5.4	-4.7	6.4	7.6
ROE(%)	-0.3	-7.4	-8.9	29.1	34.9
ROIC(%)	1.8	-2.8	-2.4	13.1	21.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.0	68.2	74.6	75.9	65.5
净负债比率(%)	92.5	110.9	177.4	139.1	66.0
流动比率	1.2	0.7	0.6	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.4	0.4	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	1.2	1.5
应收账款周转率	3.3	4.3	3.5	6.5	7.0
应付账款周转率	4.5	2.5	2.0	4.0	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.01	-0.30	-0.31	1.39	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.19	-0.86	0.27	2.77
每股净资产(最新摊薄)	3.98	3.65	3.34	4.70	7.14
估值比率					
P/E	-3158.9	-100.4	-96.5	21.5	12.1
P/B	7.5	8.2	9.0	6.4	4.2
EV/EBITDA	147.3	2761.2	-1479.6	16.6	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn