

# 当升科技 (300073)

## 2025 年报点评: 三元贡献稳定增长, 铁锂打造第二成长曲线

2026 年 04 月 01 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

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	7,593	10,374	23,319	27,171	31,208
同比 (%)	(49.80)	36.63	124.77	16.52	14.86
归母净利润 (百万元)	471.83	632.33	1,049.33	1,358.65	1,624.13
同比 (%)	(75.48)	34.02	65.95	29.48	19.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.87	1.16	1.93	2.50	2.98
P/E (现价&最新摊薄)	62.24	46.44	27.98	21.61	18.08

### 投资要点

- **业绩基本符合市场预期。**公司 25 年营收 103.7 亿元, 同比 36.6%, 归母净利 6.3 亿元, 同比 34%, 扣非净利 5 亿元, 同比 83.5%, 毛利率 12.7%, 同比 0.4pct, 归母净利率 6.1%, 同比-0.1pct; 其中 25Q4 营收 29.7 亿元, 同环比 43.9%/0.3%, 归母净利 1.3 亿元, 同环比 1616.1%/-32.4%, 扣非净利 1.1 亿元, 同环比 331.4%/-16.7%, 毛利率 12.6%, 同环比 2.2/0.6pct。
- **三元: Q4 受确认出货节奏影响、国际客户占比下降、单位盈利略降。**公司 25 年多元材料收入 62 亿元, 同增 21%, 毛利率 14%, 同比-2pct, 公司境外收入 29 亿元, 同增 77%, 我们预计主要由多元材料贡献; 出货端, 25 年三元正极材料我们预计出货约 5 万吨, 同比+40%, 其中 Q4 三元出货 1 万吨+, 同比持平, 环比下降, 主要系有海外大客户确收延后确认导致, 26Q1 受抢出口+大客户放量影响, 出货我们预计环增 70%+, 全年出货我们预计 7.5 万吨, 同增 50%。盈利端, 我们测算 25 年全年三元正极单吨扣非利润 0.9 万元+, 其中 Q4 单吨净利 0.7-0.8 万, 主要由于国际客户占比下降导致, 随着 26 年 LGES 放量, 国际客户占比保持增长态势, 我们预计 26 年盈利水平稳步提升至 0.8-1 万元/吨。
- **铁锂: 铁锂出货高增、单位盈利进一步提升。**25 年铁锂收入 28 亿元, 同增 62%, 毛利率 6%, 同增 5.6pct, 出货端, 25 年我们预计铁锂正极出货 9.2 万吨+, 同增 60%, 其中 Q4 出货近 3 万吨, 环增 30%。截至 25 年末公司有 12 万吨自有产能+5 万吨代工产能, 叠加攀枝花 12 万吨产能爬坡, 我们预计 26 年铁锂出货 18 万吨, 同比翻倍。盈利端, 铁锂单吨净利稳步增长, Q4 单吨净利恢复至 0.07-0.08 万元, 看 26 年, 我们预计 Q1 受益于涨价及碳酸锂库存收益, 单吨环比改善明显, 全年铁锂单吨净利有望维持 0.15-0.2 万元/吨。
- **钴酸锂: 受益于钴涨价, 贡献稳定利润。**25 年钴酸锂收入 10 亿元, 同增 121%, 毛利率 20%, 同增 10pct, 主要受益于钴涨价。出货端, 25 年钴酸锂我们预计出货 0.58 万吨, 同增 70%+, 26 年我们预计出货 0.8 万吨, 同比进一步增长; 盈利端, 公司钴酸锂受益于钴涨价, 我们测算 25 年单吨净利稳定 1 万元+, 26 年我们预计可维持。
- **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, 固态电解质方面, 公司全方位布局硫化物、卤化物、氧化物等材料体系, 成功开发出高离子电导率、具有良好界面浸润性的氯碘复合固态电解质等新型固态电解质产品, 保持高离子电导率并显著降低界面压力, 并具备规模化供应能力, 已在头部客户进入批量验证。
- **资本开支大幅提升、经营性现金流承压。**公司 25 年期间费用 7.4 亿元, 同 44.6%, 费用率 7.1%, 同比 0.4pct, 其中 Q4 期间费用 2.5 亿元, 同环比 105.6%/31.4%, 费用率 8.3%, 同环比 2.5/2pct; 25 年经营性净现金流 11.5 亿元, 同比-28.1%, 其中 Q4 经营性现金流 4.2 亿元, 同环比-5.9%/16.2%; 25 年资本开支 19.2 亿元, 同比 122.4%, 其中 Q4 资本开支 8.2 亿元, 同环比 273%/669%; 25 年末存货 29.1 亿元, 较年初 174.2%。
- **盈利预测与投资评级:**基于年报业绩, 我们基本维持 26-27 年归母净利润预测 10.5/13.6 亿元 (原预测 10.5/13.7 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 16.2 亿元, 同比+66%/+29%/+20%, 对应 PE 为 28x/22x/18x, 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)	53.04
一年最低/最高价	33.47/76.11
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	26,836.72
总市值(百万元)	28,869.34

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.99
资产负债率(%LF)	31.14
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 年三季报点评: 三元受益于欧洲电动化新周期, 铁锂盈利大幅改善》

2025-10-27

《当升科技(300073): 三元构筑盈利基石, 固态材料实现关键卡位》

2025-09-26

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>15,409</b>	<b>24,064</b>	<b>27,144</b>	<b>30,657</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,374</b>	<b>23,319</b>	<b>27,171</b>	<b>31,208</b>
货币资金及交易性金融资产	8,035	12,380	13,694	15,298	营业成本(含金融类)	9,053	20,884	24,221	27,667
经营性应收款项	4,015	8,322	9,620	11,046	税金及附加	31	69	80	92
存货	2,906	2,861	3,318	3,790	销售费用	42	103	114	134
合同资产	0	0	0	0	管理费用	264	466	543	624
其他流动资产	452	501	512	523	研发费用	486	828	937	1,092
<b>非流动资产</b>	<b>6,997</b>	<b>7,055</b>	<b>7,394</b>	<b>7,611</b>	财务费用	(56)	(58)	(77)	(87)
长期股权投资	4	4	14	24	加:其他收益	108	233	272	281
固定资产及使用权资产	4,833	4,787	5,113	5,317	投资净收益	4	0	0	0
在建工程	1,228	1,328	1,328	1,328	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	303	327	351	375	减值损失	6	(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	3	3	2	1	<b>营业利润</b>	<b>700</b>	<b>1,229</b>	<b>1,592</b>	<b>1,905</b>
其他非流动资产	602	582	562	542	营业外净收支	29	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>22,406</b>	<b>31,119</b>	<b>34,537</b>	<b>38,268</b>	<b>利润总额</b>	<b>729</b>	<b>1,235</b>	<b>1,598</b>	<b>1,911</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,035</b>	<b>13,770</b>	<b>15,950</b>	<b>18,201</b>	减:所得税	94	185	240	287
短期借款及一年内到期的非流动负债	40	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>635</b>	<b>1,049</b>	<b>1,359</b>	<b>1,624</b>
经营性应付款项	5,645	13,021	15,102	17,250	减:少数股东损益	3	0	0	0
合同负债	136	167	194	221	<b>归属母公司净利润</b>	<b>632</b>	<b>1,049</b>	<b>1,359</b>	<b>1,624</b>
其他流动负债	215	482	554	629	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.93	2.50	2.98
<b>非流动负债</b>	<b>943</b>	<b>943</b>	<b>943</b>	<b>943</b>	EBIT	612	969	1,275	1,598
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,053	1,652	2,087	2,531
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	12.73	10.44	10.86	11.35
租赁负债	455	455	455	455	归母净利率(%)	6.10	4.50	5.00	5.20
其他非流动负债	488	488	488	488	收入增长率(%)	36.63	124.77	16.52	14.86
<b>负债合计</b>	<b>6,978</b>	<b>14,713</b>	<b>16,892</b>	<b>19,143</b>	归母净利润增长率(%)	34.02	65.95	29.48	19.54
归属母公司股东权益	14,693	15,672	16,911	18,390					
少数股东权益	734	734	734	734					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,428</b>	<b>16,407</b>	<b>17,645</b>	<b>19,125</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,406</b>	<b>31,119</b>	<b>34,537</b>	<b>38,268</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,150	5,093	2,580	2,894	每股净资产(元)	26.99	28.79	31.07	33.79
投资活动现金流	(2,833)	(736)	(1,144)	(1,144)	最新发行在外股份(百万股)	544	544	544	544
筹资活动现金流	1,231	(12)	(122)	(146)	ROIC(%)	3.53	5.01	6.16	7.17
现金净增加额	(483)	4,345	1,314	1,604	ROE-摊薄(%)	4.30	6.70	8.03	8.83
折旧和摊销	441	684	812	933	资产负债率(%)	31.14	47.28	48.91	50.02
资本开支	(1,923)	(734)	(1,134)	(1,134)	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.44	27.98	21.61	18.08
营运资本变动	63	3,334	384	282	P/B(现价)	2.00	1.87	1.74	1.60

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>