

电力设备

2026 年 05 月 08 日

昆工科技 (920152)

——业绩符合预期，电池业务启航，阴阳极板需求边际向好

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2026 年 05 月 07 日

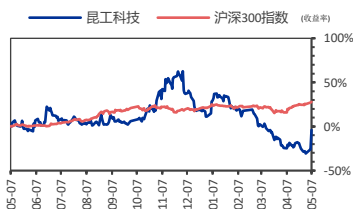
收盘价 (元)	19.17
一年内最高/最低 (元)	35.00/13.65
市净率	12.0
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	1,574
上证指数/深证成指	4,180.09/15,641.89

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	1.60
资产负债率%	84.69
总股本/流通 A 股 (百万)	111/82
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

研究支持

郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

联系人

郑菁华 A0230525060001
zhenqjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件 1：公司发布 2025 年年报，业绩符合预期。**2025 年，公司实现营收 6.32 亿元 (YoY+5.9%)，归母净利润-2.13 亿元，扣非归母净利润-2.16 亿元；2025Q4 单季，公司实现营收 1.13 亿元 (YoY-34.4%、QoQ-45.2%)，归母净利润-1.60 亿元，扣非归母净利润-1.61 亿元。
- **事件 2：公司发布 2026 年一季报，业绩符合预期。**2026Q1 单季，公司实现营收 1.23 亿元 (YoY-1.0%、QoQ+9.0%)，归母净利润-2606 万元，扣非归母净利润-2651 万元。
- **25 年收入端：电池业务启航，但因会计处理未全额确认收入；阴阳极板需求边际向好。**2025 年，公司电池业务实现量产，全年完成产品交付 90.31MWh，已收款 3804.29 万元，但因合同中包含质保条款，采用分期摊销方式确认收入，当年收入确认仅为 257 万元。公司阴阳极板 (包含阳极板、阴极板、产品加工) 实现收入 5.63 亿元，其中栅栏型铝基铅合金阳极板等优势产品出货稳定，阳极板实现收入 4.37 亿元，同比增长 13.1%，主要原因为终端湿法冶金需求旺盛，分上下半年来看，下半年阳极板、阴极板收入较上半年分别增长 17.2%、109.3%，反映出终端需求的边际向好。
- **25 年利润端：电池业务早期固定成本高仍未盈利，阴阳极板原料涨价压缩毛利率。**2025 年，公司陆良产线仍处产能爬坡阶段，产能利用率偏低，产销规模不足以摊薄固定成本，因此电池业务毛利率为-11.7%；同时，公司电池作为独创技术，订单执行率低，存货周转较慢，公司对相关资产及存货计提减值准备，资产减值损失为-7980 万元。公司阴阳极板业务，部分关键原材料价格大幅上涨 (如银价)，压缩了毛利率，阳极板、阴极板毛利率分别为 7.5%、4.5%，分别同比减少 8.3、1.3pcts。费用端，公司管理费用为 4136 万元，同比增加 1523 万元，主要系股权激励费用。陆良工厂投产后人员及房屋折旧增加所致；公司财务费用为 2832 万元，同比增加 1136 万元，主要系融资增加、利息费用增加所致。
- **电池业务增长节奏稳健，规模化发展格局加速形成。**公司积极推动标杆项目的落地，于 2025 年完成郑州人工智能计算中心项目的交付，为公司电池提供案例背书，有利于后续规模化推广；同时，公司积极对接多种应用场景，比如数据中心、工商业、新能源配储、通讯基站等，拓宽需求范围。截至 2026/4/27，公司累计签订销售合同 555.87MWh，合同总额 3.90 亿元，累计交付 138.41MWh，累计收款 5514.92 万元，26Q1 主要交付了太湖能谷订单；2026/5/6，公司公告了中邮建 3411.00 万元采购合同。根据 2025 年年报，2026 年电池业务保底目标为 2.5-3GWh 销售，逐步形成规模化发展格局。
- **阴阳极板业务头部地位进一步稳固。**在下游冶金需求旺盛的带动下，公司阴阳极板业务需求边际向好，头部地位进一步巩固。截至 26Q1 末，该业务在手订单达 4.70 亿元；2026/4/2，公司公告了不锈钢阴极板 8950 万元采购合同；综上，传统业务预计将保持可观的增长。
- **盈利预测及估值：**虽然公司电池业务稳步推进，但是下游储能项目涉及各方，部分项目进展低于我们此前预期，我们下调公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计分别实现收入 22.23、32.60、45.51 亿元 (26-27 年原值分别为 31.68、47.16 亿元)，归母净利润 1.01、2.21、3.49 亿元 (26-27 年原值分别为 1.42、3.26 亿元)。考虑到公司储能电池仍处于“0-1”阶段，业绩潜力尚未完全释放，我们基于中期出货量 (预计 2029 年) 测算目标市值，预计中期出货量为 9GWh，对应中期利润空间为 4.87 亿元，参考可比公司 2028 年平均 PE 给到 14 倍 PE，对应目标市值 68 亿元，年均复合增速为 37%，维持“增持”评级。
- **风险提示：**储能项目拓展不及预期风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	632	123	2,223	3,260	4,551
同比增长率 (%)	5.9	-1.0	251.5	46.6	39.6
归母净利润 (百万元)	-213	-26	101	221	349
同比增长率 (%)	-	-	-	118.7	58.2
每股收益 (元/股)	-1.96	-0.24	0.91	1.98	3.14
毛利率 (%)	0.6	9.4	13.7	15.9	16.1
ROE (%)	-107.1	-14.7	31.4	40.7	39.2
市盈率	-	-	21	10	6

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	597	632	2,223	3,260	4,551
其中：营业收入	597	632	2,223	3,260	4,551
减：营业成本	522	628	1,918	2,741	3,818
减：税金及附加	6	8	11	16	23
主营业务利润	69	-4	294	503	710
减：销售费用	10	9	11	16	23
减：管理费用	26	41	111	163	228
减：研发费用	34	15	20	29	41
减：财务费用	17	28	38	50	36
经营性利润	-18	-97	114	245	382
加：信用减值损失(损失以“-”填列)	3	-17	-1	-1	-1
加：资产减值损失(损失以“-”填列)	-32	-80	0	0	0
加：投资收益及其他	8	2	3	3	3
营业利润	-39	-190	115	245	385
加：营业外净收入	-1	0	0	0	0
利润总额	-40	-190	115	245	385
减：所得税	-6	18	9	20	31
净利润	-34	-209	106	226	354
少数股东损益	0	5	5	5	5
归属于母公司所有者的净利润	-34	-213	101	221	349

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。