

评级变动报告

当升科技 300073.SZ



基于未来3-5年磷酸铁锂加工费回暖支撑传统业务盈利修复，但对固态电池短期放量节奏预期趋于谨慎的判断，核心逻辑如下：

营收端受固态电池预期修正压制：尽管2026-2027年受益于LFP加工费回暖及海外高镍三元长协订单支撑，营收在160亿-191亿元区间，但我们对2028年全固态电池大规模商业化的预期进行了理性回调。剔除部分过于乐观的增量订单后，2028年营业收入预测从363.72亿元下调至272.1亿元，降幅达25.2%；

盈利端结构性回调但基本盘稳固：得益于高压实密度LFP产品的差异化优势及海外高毛利订单占比提升，2026-2027年归母净利润预测维持在10.5亿-14.1亿元，呈现稳健修复态势。由于2028年固态电池量产可能延后，该年度归母净利润预测从30.2亿元下调至21.8亿元，降幅达27.8%。

基于上述现金流模型的修正，我们将DDM估值微调至375.43亿元。这一调整主要源于2028年盈利预测下调和月度滚动带来的折现期变化，而非对公司远期终局逻辑的根本性改变。对比当前市场总市值，股价已较为充分地计价了固态电池长期市场空间预期。

公司基本信息



公司主营业务涵盖三元正极材料、磷酸铁锂、固态电池材料及前驱体等产品，广泛应用于新能源汽车、储能系统和消费电子领域。公司拥有北京、江苏、四川、湖北、内蒙古等多个生产基地，并在海外布局产能，具备全球化运营能力。公司持续投入研发，已形成覆盖高镍、超高镍、快充、长循环等高端材料的技术体系。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	373.17亿(较上期-2.19%)
当前股价	52.45元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估(上行空间+31%)
总市值	285.48亿	产业格局	★★★☆☆		
PE-TTM	35.75	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	383.91亿(较上期-0.86%)
PB-MRQ	1.91			状态	偏低估(上行空间+34%)

公司盈利预测

当升科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	151.3	75.9	103.7	191.2	191.1	272.1	321.2	435.0
归母净利润(亿)	19.2	4.7	6.3	10.5	14.1	21.8	26.7	37.7
归母净利润增速(%)	-14.7	-75.5	34.2	65.8	34.4	54.3	22.9	41.0
经营性净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	21.4	26.4	37.4
经营性净利润增速(%)	-17.3	-81.0	46.3	89.8	36.1	55.6	23.3	41.5
经营性归母净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	21.4	26.4	37.4
经营性归母净利润增速(%)	-17.1	-81.1	46.0	90.7	36.1	55.6	23.3	41.5

资料来源：壹评级

估值评级

1. 营业收入预测变动

我们对公司营业收入的预测出现“2026-2027年维持高位，2028年显著下调”的变动（2028年营收预测从363.72亿元下调至272.1亿元，降幅约25%），主要是基于对固态电池商业化进程预期的修正。

固态电池量产预期回归理性（核心驱动）：此前市场对公司2028年全固态电池的大规模商业化持极度乐观态度，导致原预测中包含了较高的超额收益预期。随着产业链调研深入，我们发现全固态电池在界面阻抗、生产工艺一致性等方面仍存在技术瓶颈，2028年的实际量产规模将低于此前的激进假设。因此，我们剔除了部分过于乐观的增量订单预期，从7万吨下调至2万吨，导致2028年营收预测大幅回调。

磷酸铁锂产能爬坡符合预期：2026-2027年营收预测维持在160亿-191亿元区间，主要得益于公司攀枝花基地及与云天化合作项目的产能有序释放。

2. 归母净利润预测变动

我们对公司归母净利润的预测调整为“2026-2027年稳健，2028年结构性下调”（2028年净利润预测从30.2亿元下调至21.8亿元，降幅约27%），这一变动主要源于固态电池方脸。

产品结构变化影响利润率：2028年营收规模因固态电池预期下调而减少，净利润的下调幅度（-27%）与营收降幅基本匹配。这是因为在原预测中，2028年被视为“固态电池爆发元年”，其极高的单品溢价被过度计入。修正后，固态电池贡献的利润减少。

磷酸铁锂加工费回暖修复：2026-2027年净利润维持在10.5亿-14.1亿元水平，且呈现上升趋势，核心在于磷酸铁锂加工费的回暖直接增厚了单吨净利。2025年，行业整体加工费处于低位，随着行业扩产放缓和周期回归，加工费有望回暖。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括磷酸铁锂、固态电池材料、多元材料，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

磷酸铁锂

收入假设：

量：2025年磷酸铁锂出货量约6万吨，主要来自攀枝花基地首期12万吨产能逐步满产；2026年目标出货12万吨，增量依赖西南基地二期建设及代工产能协同释放。远期规划总产能有望突破40万吨。

价：2025年磷酸铁锂均价约3.3万元/吨，当前已站上5.3万元/吨；长期看，在全球储能需求刚性支撑下，叠加材料性能升级，价格中枢有望维持在5.4万元/吨区间。

盈利能力假设：

短期：2026年成本约3.35万元/吨，毛利率约6%，虽低于三元材料，但已实现稳定盈利，受益于磷酸铁锂行业周期回暖。

长期：通过五代产品迭代、自供前驱体比例提升及规模化效应，单位成本得到控制，稳态ROIC可稳定在10%左右。

固态电池材料

收入假设：

量：2025年固态电池材料出货近千吨，处于客户验证与小批量导入阶段；2026年目标出货1000吨，主要来自清陶、卫蓝、辉能等客户的半固态电池装车放量，以及一汽、蔚来等车企百公斤级订单转化。远期随着全固态电池产业化推进，2027年后有望进入万吨级放量通道。

价：2026年固态正极材料均价约14万元/吨，显著高于传统三元；长期看，价格中枢预计维持在14.3万元/吨，该价格不确定性较高。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本约11.5万元/吨，毛利率超18%，仍然处于试产阶段。

长期：随着硫化物电解质与复合正极量产工艺成熟，公司有望规模化生产，长期ROIC维持在11.8%水平。

多元材料

收入假设：

量：2025年多元材料出货约6万吨，主要来自LG、SK On等海外客户订单恢复；2026年目标出货7.5万吨，增量依赖高镍9系产品在欧洲高端车型的渗透及大圆柱电池材料导入。远期受制于三元电池整体增速放缓，产能扩张趋于谨慎，增长以结构优化为主。

价：2025年高镍三元均价约13.3万元/吨，当前随镍价企稳略有回升；长期看，在高端电动车对能量密度的持续追求下，高镍产品价格中枢有望维持在14-15万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2026年单位成本约11.5万元/吨，毛利率约18%，海外订单占比提升和供大于求的情况缓解，带动整体盈利修复。

长期：随着固态电池放量，高镍三元被替代，将贡献极少利润。

公司整体业绩预测

当升科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	151.3	75.9	103.7	191.2	191.1	272.1	321.2	435.0
归母净利润(亿)	19.2	4.7	6.3	10.5	14.1	21.8	26.7	37.7
归母净利润增速(%)	-14.7	-75.5	34.2	65.8	34.4	54.3	22.9	41.0
经营性净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	21.4	26.4	37.4
经营性净利润增速(%)	-17.3	-81.0	46.3	89.8	36.1	55.6	23.3	41.5
经营性归母净利润(亿)	19.2	3.6	5.3	10.1	13.8	21.4	26.4	37.4
经营性归母净利润增速(%)	-17.1	-81.1	46.0	90.7	36.1	55.6	23.3	41.5

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

磷酸铁锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	17.5	28.4	56.3	49.1	61.5	78.2	130.5
收入增速(%)	0.0	0.0	61.8	98.4	-12.8	25.3	27.2	66.8
经营性净利润(亿)	0.0	-1.3	-0.6	0.5	1.3	2.6	4.7	10.0
经营性净利率(%)	0.0	-7.3	-2.2	0.8	2.6	4.2	5.9	7.7
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	50.7	174.6	169.2	106.2	78.8	114.8
固态电池材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.2	2.8	33.3	50.7	103.6
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1559.7	1110.8	52.4	104.2
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	3.1	4.8	9.7
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	9.1	9.5	9.4	9.4	9.4
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1627.7	1098.0	51.7	103.5
多元材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	138.5	51.5	62.1	123.0	127.4	165.2	179.8	188.3
收入增速(%)	-27.3	-62.8	20.7	98.1	3.6	29.7	8.9	4.7
经营性净利润(亿)	19.3	4.4	4.2	9.6	12.2	15.6	16.9	17.6
经营性净利率(%)	14.0	8.6	6.8	7.8	9.5	9.5	9.4	9.4
经营性净利润增速(%)	-16.3	-77.2	-4.6	128.1	26.6	28.4	8.5	4.2
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.8	6.9	13.2	11.7	11.9	12.1	12.4	12.6
收入增速(%)	-42.0	-46.0	91.7	-12.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.2	0.5	1.7	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	-1.4	7.3	13.2	0.2	0.7	0.6	0.6	0.5
经营性净利润增速(%)	-308.7	390.3	247.2	-98.4	207.9	-11.2	-3.7	-6.8

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
多元材料	-24.9%	负增长	一般	较强	7.8%	6.47	17.6
磷酸铁锂	5.0%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	11.0
固态电池材料	9.8%	中等+	一般	较强	8.5%	16.77	20.9
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
多元材料(亿)	4.7	84.4	89.0	45.1	-	-	134.2
磷酸铁锂(亿)	-39.2	83.5	44.3	20.6	-	-	64.9
固态电池材料(亿)	-9.5	182.8	173.4	-	-	-	173.4
其他(亿)	1.5	0.5	1.9	9.6	-	-	11.5
公司整体测算(亿)	-42.6	351.2	308.6	75.3	-	-	383.9

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
多元材料(亿)	47.0	-	47.0	45.1	-	-	92.1
磷酸铁锂(亿)	-19.0	75.7	56.7	20.6	-	-	77.3
固态电池材料(亿)	24.7	169.1	193.8	-	-	-	193.8
其他(亿)	1.2	-0.9	0.3	9.6	-	-	9.9
公司整体测算(亿)	53.9	243.9	297.8	75.3	-	-	373.2

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，传统三元和磷酸铁锂材料业务仍受碳酸锂、镍钴等原材料价格波动及行业产能周期影响，盈利弹性大；另一方面，尽管固态电池材料等新技术方向具备长期成长逻辑，但尚处产业化早期，收入占比低、技术路线未定，对其市场定位尚未形成一致预期。技术路径对于公司估值影响较大，确定性较低。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。