

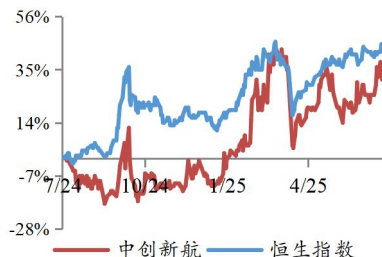
锂电需求结构分化，单位盈利持续向上

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-07-29

收盘价 (港元) 21.00
近 12 个月最高/最低 (港元) 21.80/11.02
总股本 (百万股) 1,772
流通股本 (百万股) 612
流通股比例 (%) 34.51
总市值 (亿港元) 372
流通市值 (亿港元) 128

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 中创新航：深耕电池十数载，动力+储能业务双轮驱动

中创新航是专业从事锂电池、电池管理系统及相关集成产品和锂电池材料的研制、生产、销售和市场应用开发的新能源高科技企业。在动力领域，公司是全球少量同时具备三元、铁锂全球交付能力的企业，支持客户全系车型首发。2024 年公司动力业务收入 195.51 亿元，占总营业收入比重约 70%。在储能领域，公司全面覆盖发电侧风光储、电网侧调峰调频、用户侧削峰填谷、备用电源及船用储能等应用领域。2024 年公司储能业务收入 82.01 亿元，占总营业收入比重约 30%。

● 行业：锂电需求结构分化，产业链利润迎来修复

1) 供给端：电池行业技术持续迭代，技术掌控与极限制造构筑护城河，电池生产中原材料成本占比高，规模化生产仍是企业降低成本及精进工艺的重要途径，能有效减轻价格联动影响。

2) 需求端：锂电需求结构分化，增长逐渐向“质变”过渡。动力电池新增需求增速趋于平稳，结构性机会渐显，技术创新溢价有所提升；储能电池维持高增但利润率略承压，未来存在巨大的发展空间；消费电子依赖具体场景创新打开增长天花板。

3) 发展趋势：上游原料价格回调，行业调整后利润中枢最终将导向电池环节。在行业价格止战，产能退潮的背景下，2025 年全产业链盈利有望迎来修复，产能利用率提升是盈利关键。

● 公司亮点：产品构筑差异优势，单位盈利持续向上

1) 技术端：公司完成高比能 5C 超充磷酸铁锂、6C 超充高镍圆柱、高锰铁锂电池技术及产品攻关，实现高能效、超长寿命储能电池技术进一步突破。在新型电池方面，公司 400Wh/kg 高比能、高安全混合固液电池产品进入产业化阶段。

2) 客户端：公司客户结构持续优化，单客户供应价值量不断提升。乘用车客户结构持续优化，单客产品类拓展平抑供应波动；商用车实现市场主流产品全覆盖，国际交付量持续攀升；储能出货量持续高增，获战略客户高度认可。

3) 盈利端：公司先进制造赋能，制造效率及投入产出比提升，出货高增叠加产品结构优化，单位盈利仍具备上升空间。分业务看，动力方面，公司高比例三元业务结构支撑溢价能力，高毛利动力模组交付比例提升进一步推动毛利率上行；储能方面，新产品量产交付推动均价上行，电芯和系统直接向海外交付，有望进一步支撑量价上行。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营收 513.25/727/959.6 亿元，同比+85%/+42%/+32%，实现归母净利润 16.24/26.87/39.82 亿元，同比+175%/+65%/+48%，对应当下 18/11/7 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元人民币

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27752	51325	72700	95960
收入同比 (%)	3%	85%	42%	32%
归母净利润	591	1624	2687	3982
归母净利润同比 (%)	101%	175%	65%	48%
ROE (%)	1.68%	4.41%	6.80%	9.16%
每股收益 (元)	0.33	0.92	1.52	2.25
市盈率 (P/E)	38.55	17.76	10.74	7.25

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：深耕电池领域，动力储能双驱动	5
1.1 深耕电池十数载，动力+储能业务双轮驱动	5
1.2 股权结构明晰，员工持股平台激励	5
1.3 动力奠定营收基础，储能支撑第二增长曲线	6
2 行业：多元化供应趋势明显，竞争格局优化	8
2.1 行业技术持续迭代，技术掌控与极限制造构筑护城河	8
2.2 锂电需求结构分化，行业格局持续优化	10
2.3 产业链利润迎来修复，产能利用率提升是盈利关键	13
3 公司亮点：产品构筑差异优势，单位盈利持续向上	15
3.1 差异化技术+产能储备，构筑产品差异化优势	16
3.2 客户结构持续优化，单客户供应价值量不断提升	19
3.3 规模效应释放叠加成本控制，单位盈利仍在向上通道	20
3.4 推进全球化产能布局，国际化进程加速	21
4 盈利预测	22
5 风险提示	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构(截至 2024 年 12 月 31 日)	6
图表 3 2019-2024 营业收入及同比增速	6
图表 4 2019-2024 归母净利润及同比增速	6
图表 5 2020-2024 公司按业务划分收入	7
图表 6 2020-2024 公司按地区划分收入	7
图表 7 2019-2024 公司毛利率及净利率	7
图表 8 2019-2024 公司期间费用率	7
图表 9 动力电池产业链	8
图表 10 储能电池产业链	9
图表 11 电池生产工艺流程图	9
图表 12 EV 电池成本构成	10
图表 13 2019-2021 年中创新航销售成本构成	10
图表 14 电池需求测算	10
图表 15 2023 年国内动力电池企业装机量排名	12
图表 16 2024 年国内动力电池企业装机量排名	12
图表 17 中国重要动力电池企业欧美布局情况	13
图表 18 中国重要动力电池企业海外其他布局情况	13
图表 19 中国新型储能累计装机规模预测	13
图表 20 中国企业 24 年全球市场储能电池出货量	13
图表 21 锂电产业链价格变化趋势（%）	14
图表 22 碳酸锂价格走势（万元/吨）	14
图表 23 主要电池厂商国内动力电池装机份额	14
图表 24 国内动力电池装机集中度变化	14
图表 25 动力电池各环节新增投资规模（亿元）	15
图表 26 部分电池厂商研发费用（亿元）	15
图表 27 部分电池厂商研发费用率（%）	15
图表 28 中创新航科研实力突出	16
图表 29 中创新航产品矩阵	17
图表 30 中创新航产能规划一览	18
图表 31 中创新航部分主要客户一览	20
图表 32 中创新航实验能力行业领先	21
图表 33 中创新航归母净利润及单位盈利	21
图表 34 葡萄牙零碳 AI 超级工厂动工	22
图表 35 21-24 年中创新航月度全球装机量	22
图表 36 公司 2025-2027 年各业务收入预测	23

1 公司概况：深耕电池领域，动力储能双驱动

1.1 深耕电池十数载，动力+储能业务双轮驱动

2015 年 12 月，金沙投资、洛阳公司及华科投资在江苏常州创立中航锂电有限公司；2018 年公司开启战略重组和转型，2019 年 7 月重组完成后，公司最终由金坛方控制；2021 年 11 月，公司正式更名为中创新航；2022 年中创新航在港交所上市；2024 年以来，中创新航加速推进全球化；2025 年 3 月，中创新航正式纳入港股通标的名单。

中创新航是专业从事锂电池、电池管理系统及相关集成产品和锂电池材料的研制、生产、销售和市场应用开发的新能源高科技企业。公司致力于构建全方位能源运营体系，为以动力及储能为代表的新能源全场景应用市场提供完善的产品解决方案和全生命周期管理。

动力业务：在乘用车领域，公司以“高能量密度、高安全、长寿命、超快充、全气候”为核心产品竞争力，是全球少量同时具备三元、铁锂全球交付能力的企业，支持客户全系车型首发。在商用车领域，公司以“长寿命、高能量密度、高安全、全气候、标准化、可扩展性强”为核心产品竞争力，全面覆盖纯电动公交车、通勤车、物流车、工程机械等领域，搭载车型已广泛应用于高温高湿、偏远高原、高寒低压等多应用场景，交付配套量行业领先。2024 年公司动力业务收入 195.51 亿元，占总营业收入比重约 70%。

储能业务：公司以“高安全、长寿命、高经济效率、高度集成率”为储能核心产品竞争力，为客户提供满足多种需求的储能集成系统服务，全面覆盖发电侧风光储、电网侧调峰调频、用户侧削峰填谷、备用电源及船用储能等应用领域。2024 年公司储能业务收入 82.01 亿元，占总营业收入比重约 30%。

图表 1 公司发展历程

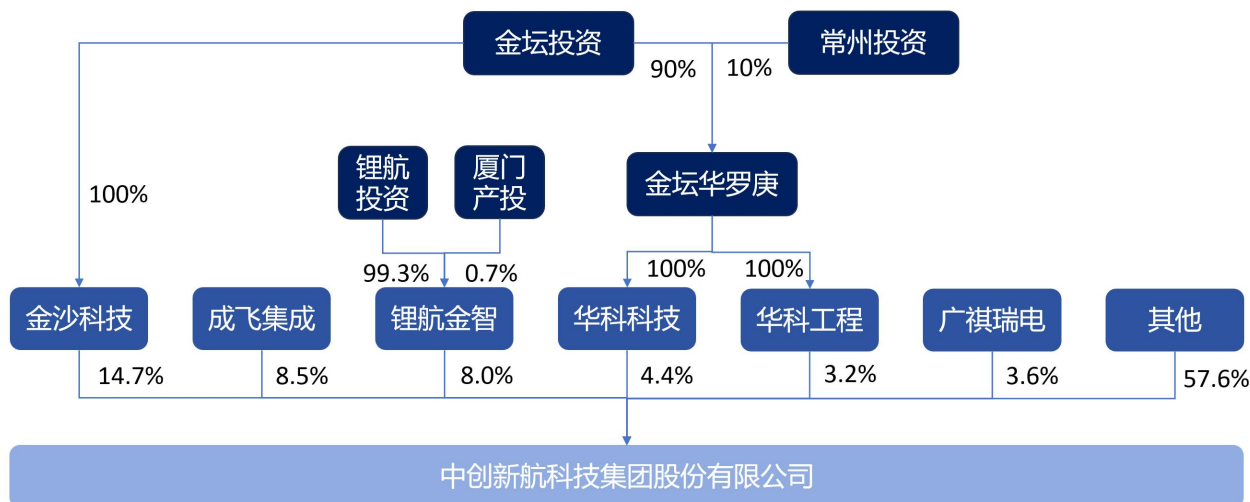


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构明晰，员工持股平台激励

股权结构明晰，员工持股平台激励。公司目前主要股东为金坛控股（常州市金坛区政府全资），直接及通过华科科技和华科工程间接持有公司股份 23.7%，成飞集成持股 8.5%，广祺瑞电持股 3.6%。锂航金智持有公司股份 8.0%，其执行合伙人是厦门锂航股权投资，为公司 2019 年实施股权激励计划而成立的员工持股平台之一。

图表 2 公司股权结构(截至 2024 年 12 月 31 日)

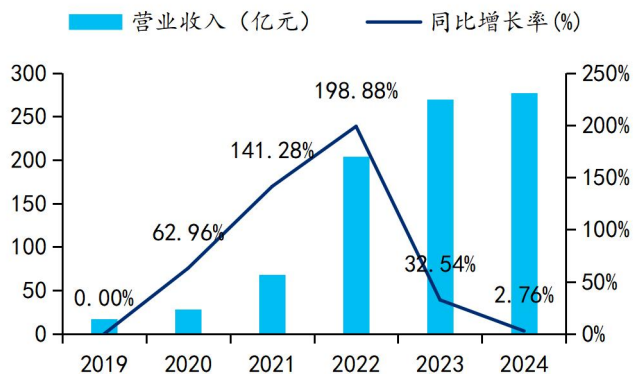


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 动力奠定营收基础，储能支撑第二增长曲线

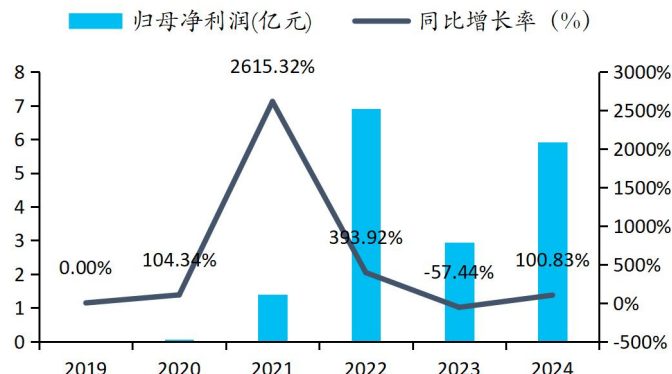
23 年收入增速下滑主要系电池价格下行，24 年储能业务作为第二成长曲线开始爆发。公司 23 年实现收入 270.06 亿元，同比+32.54%，实现归母净利润 2.94 亿元，同比-57.44%。营收增长主要得益于公司产能释放，产品线不断丰富，动力电池市场核心客户合作黏性持续增强，配套客户进一步多元化，储能系统各细分领域头部客户战略合作，销售实现快速增长。公司 24 年实现收入 277.52 亿元，同比+2.76%，实现归母净利润 5.91 亿元，同比+100.83%。盈利修复主要得益于公司高毛利业务占比提升，规模化优势释放及直通率提升带来的成本优化。

图表 3 2019-2024 营业收入及同比增速



资料来源：iFind，华安证券研究所

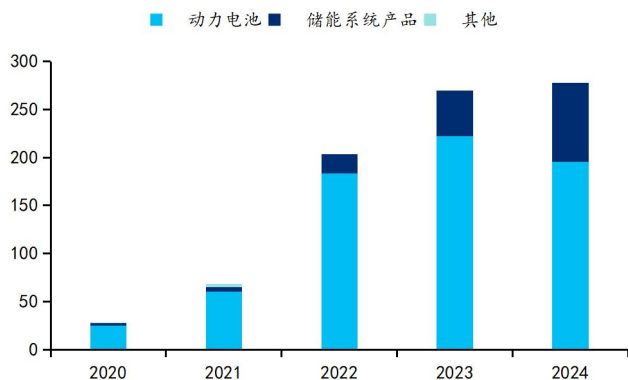
图表 4 2019-2024 归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，华安证券研究所

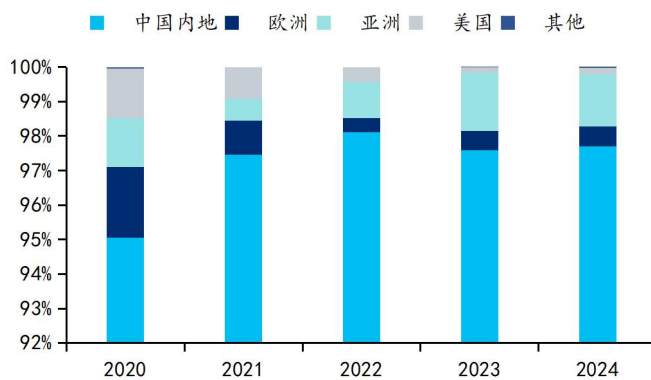
动力业务结构持续优化，储能业务有序放量。动力方面，公司 24 年实现营收 195.51 亿元，乘用车领域全面发力国际市场，海外动力电池装机量同比大幅增长，商用车国内装机量较上年同期增长 85.2%，已实现市场主流产品全覆盖，完成战略客户全部车型的全面配套和批量交付。储能方面，公司 24 年储能出货量持续大幅增长，储能业务实现营收 82.01 亿元，同比+72.40%，314Ah 电芯产品在行业内率先实现大规模批量稳定交付，获得战略客户对产品 & 交付能力的高度认可，并获全球最大储能电池订单。

图表 5 2020-2024 公司按业务划分收入



资料来源：iFind，华安证券研究所

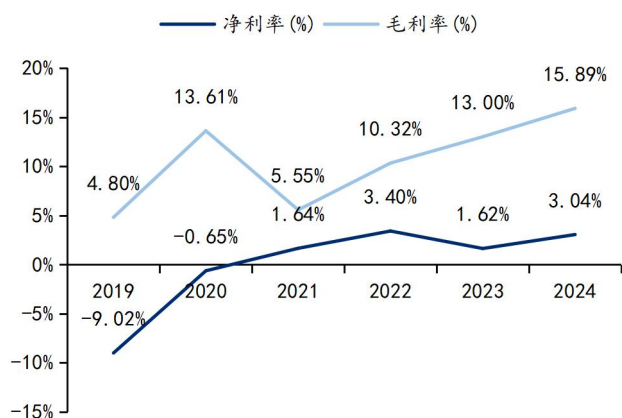
图表 6 2020-2024 公司按地区划分收入



资料来源：iFind，华安证券研究所

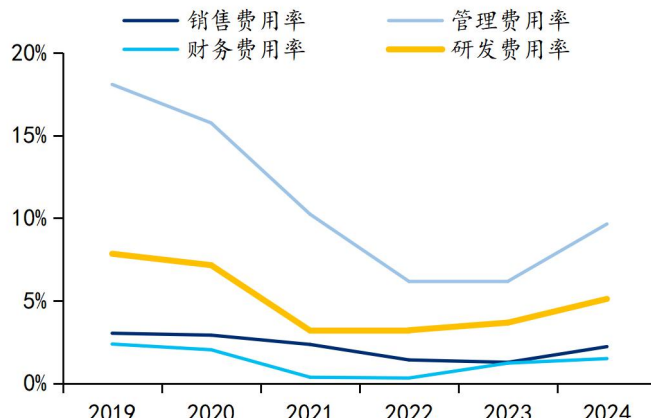
随着产品结构优化，公司毛/净利率有望持续优化。2022-2024，公司综合毛利率分别为 10.32%/13.00%/15.89%，得益于规模效应的逐步释放和投入产出比提升带来的成本优化，公司毛利率保持逐年上升态势。随着高毛利动力模组交付比例提升及储能新品上量，公司 25 年毛利率有望再上一个台阶。2022-2024，公司净利率分别为 3.40%/1.62%/3.04%，23 年净利率下滑可能与储能产能爬坡有关。2024 公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.22%/9.64%/1.50%/5.11%，同比分别 +0.95Pct/+3.46 Pct /+0.27 Pct /+1.44 Pct。未来随着规模效应的释放和费用控制的加强，公司净利率水平有望持续提升。

图表 7 2019-2024 公司毛利率及净利率



资料来源：iFind，华安证券研究所

图表 8 2019-2024 公司期间费用率



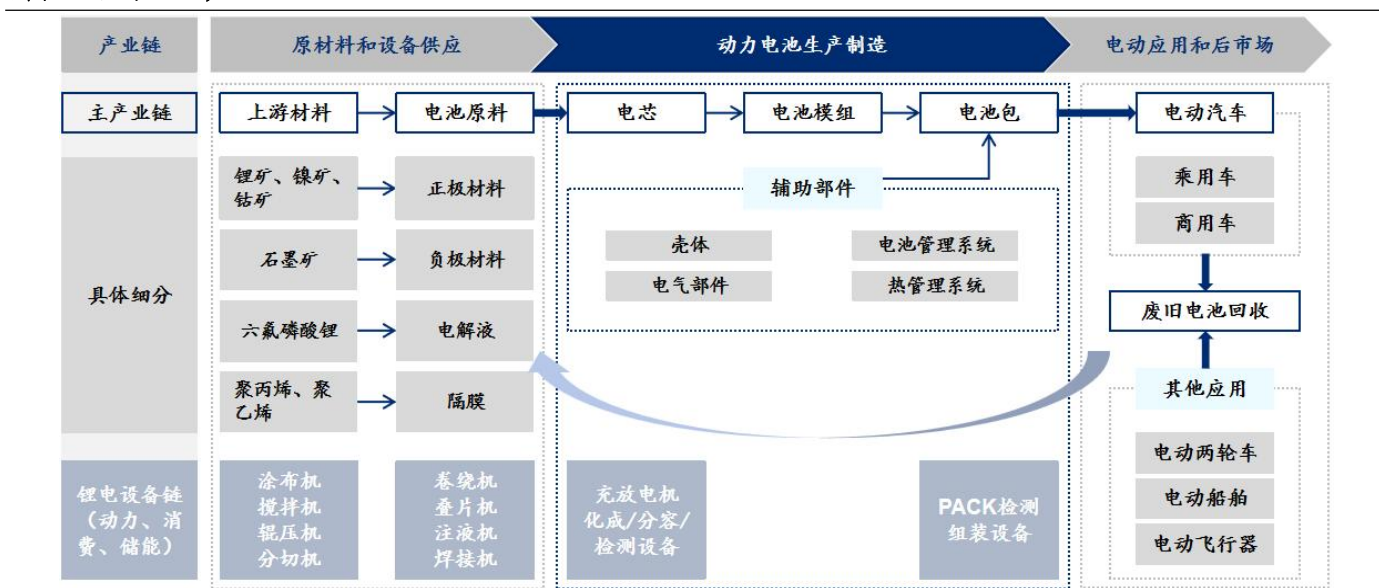
资料来源：iFind，华安证券研究所

2 行业：多元化供应趋势明显，竞争格局优化

2.1 行业技术持续迭代，技术掌控与极限制造构筑护城河

锂电池产业链下游应用可分为动力、消费、储能三大领域，中创新航主要深耕于动力和储能行业。其中，动力电池产业链的终端产品为电动汽车。动力电池的安全性能、能量密度和循环寿命直接影响电动汽车的续航里程、安全性、使用寿命、充电时间和温度适应性等性能，因而是新能源汽车最关键的部件之一；其生产成本占整车成本近 40%，与四大电池原料及其上游矿产和化工材料供应链具有高度价格联动性。

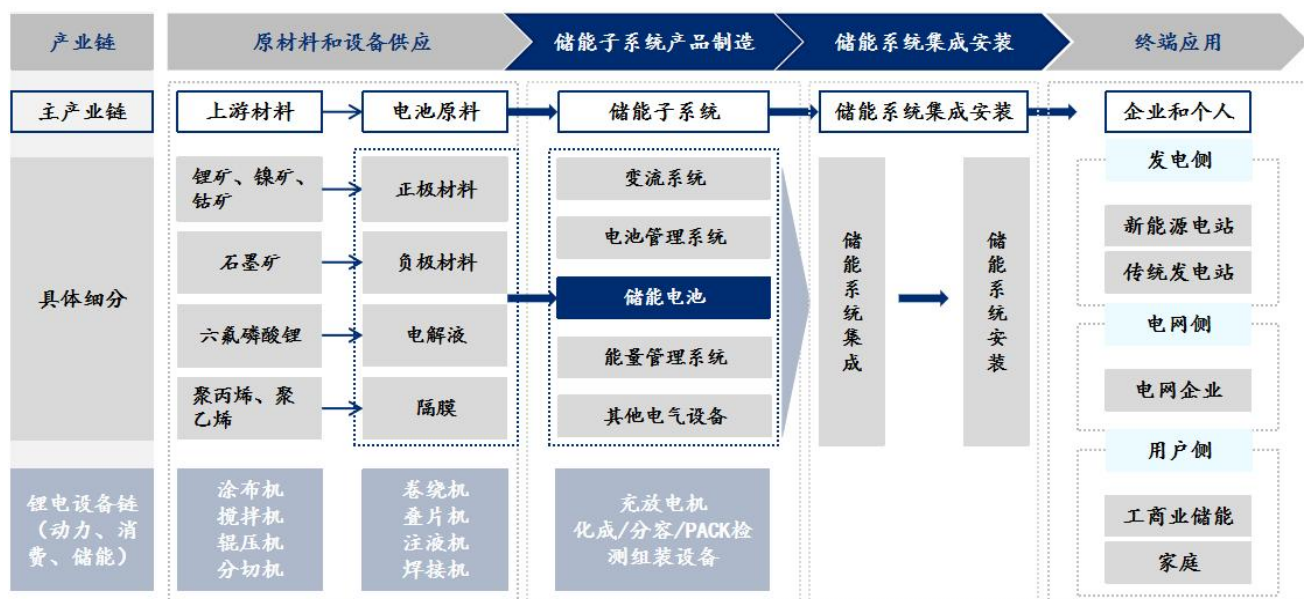
图表 9 动力电池产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，华安证券研究所

储能电池是储能子系统的构成部分，可以储存电能并在需要时输出电能以供使用，具备削峰填谷、系统调频、平滑新能源电力输出等功能，在与子系统其他产品集成安装后，其产业链下游广泛应用于发电、输配电、用电等电力系统环节。储能电池是将化学能转化为电能的装置，主要以锂离子电池、液流电池、铅蓄电池和钠基电池等储能技术为主。作为产业链价值量最高的部分，储能电池成本约占储能系统总成本的 60%。

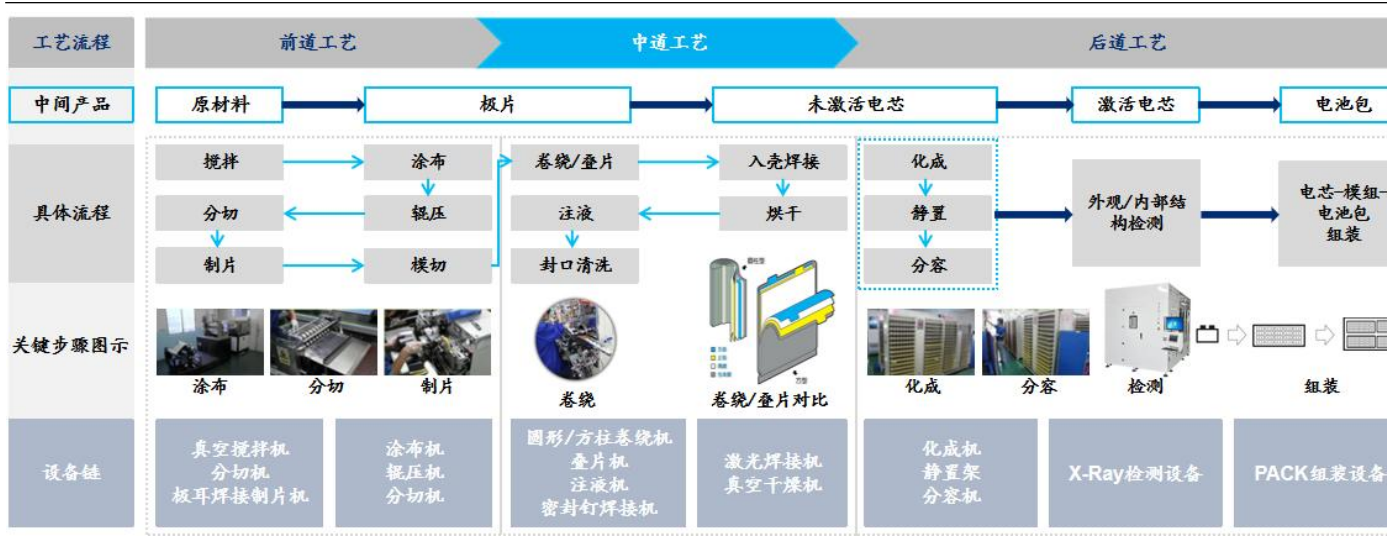
图表 10 储能电池产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，华安证券研究所

电池生产工艺流程复杂，技术掌控与极限制造为护城河关键一环。电池的生产工艺流程多、工艺控制难度大、且技术仍然在持续迭代。由产业链构成可见，工艺流程涉及四大电池原料以及各类锂电设备，主要可分为前、中、后三道工艺。电池原料包括正极材料、负极材料、电解液和隔膜。前道工艺投入正负极原材料，经过搅拌、涂布、辊压、分切等工序生产制造极片；中道工艺将极片进行卷绕或叠片，形成电芯的功能结构；后道工艺通过化成、分容，将电芯激活，并进行检测和分选，最终组装成电池包。规模化生产是企业降低成本及精进生产工艺的重要途径，制造能力、车企订单和产能投放情况均限制了二线企业向前跃进。

图表 11 电池生产工艺流程图

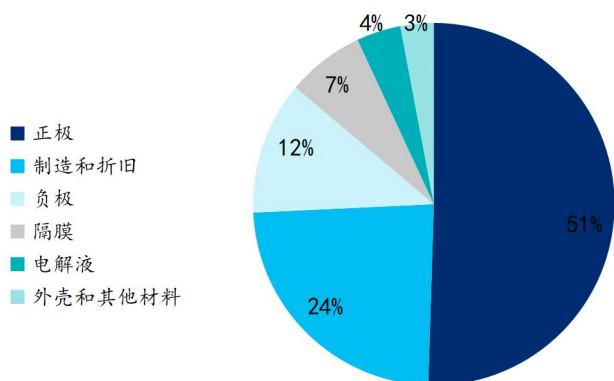


资料来源：中商产业研究院，Sujor Battery，Grepow，华安证券研究所

原材料成本占比高，技术进步和规模经济促降本。电池生产工艺流程中涉及的

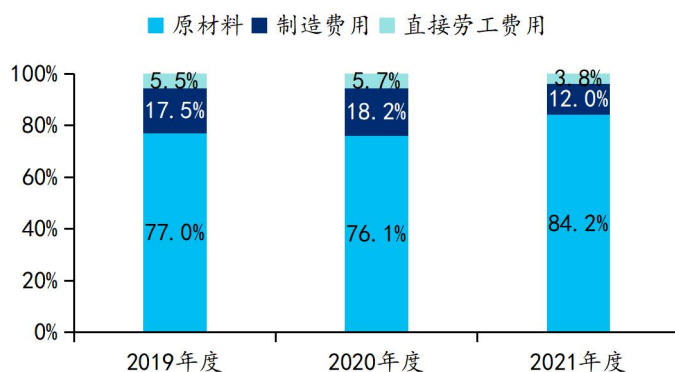
原材料费用、工艺和设备相关的直接劳工费用和制造费用，共同构成电池生产成本。中创新航招股说明书显示，原材料成本占总成本比重较高，其中 2021 年占比高达 84%。根据 Visual Capital 对 EV 电池单元零部件的成本拆分，每个电池的正极成本约占电池总成本的 51%，负极占电池成本的 12%，制造和折旧成本占比为 24%。正极材料是电池生产成本最高的部分，由于电池放电时，正极会储存从负极流入的电子和带正电的分子，直到电池再次充电，因而正极对电池性能具有决定性作用。合成电池正极的主要材料包括锂镍钴锰铝等金属元素及其聚合物或氧化物，正极材料价格与上游矿材价格密切相关。2021 年原材料价格上涨推动电池成本上升，而生产技术进步和规模经济在一定程度上减轻了价格联动的影响。

图表 12 EV 电池成本构成



资料来源：Visual Capital，华安证券研究所

图表 13 2019-2021 年中创新航销售成本构成



资料来源：中创新航招股说明书，华安证券研究所

2.2 锂电需求结构分化，行业格局持续优化

锂电需求结构分化，增长逐渐向“质变”过渡。过去几年内，我国新型电池行业在市场规模、技术创新、产业链协同以及国际化发展等方面均取得了显著成就，需求增长逐渐从“量增”转向“质变”。动力电池增速换挡但技术创新溢价有所提升，新能源汽车市场在经历了多年的高速增长后，逐渐进入相对稳定的发展阶段，新增需求增速趋于平稳，结构性机会渐显，电动重卡和工程机械、电动船舶等领域对新型电池需求旺盛。储能电池维持高增但利润率略承压，未来存在巨大的发展空间。消费电子市场规模相对较小，依赖具体场景创新打开增长天花板。我们认为 2025 年全球锂电池需求合计 1992GWh，同比增长约 29%，其中动力电池需求可达 1404GWh，储能电池需求约 430GWh，消费电池需求约 158GWh。

图表 14 电池需求测算

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	317.3	428.9	469	459	549	706	889	1,062
YoY	65%	35%	9%	-2%	20%	28%	26%	19%
-欧洲新能源车销量（万辆）	214.2	251.0	289	260	312	390	468	515
单车电池容量（kwh）	53.0	55.0	57.0	60.0	63.0	63.0	64.0	65.0
纯电动需求量（Gwh）	113.5	138.1	164.4	156.0	196.6	245.7	299.5	334.6
-美国新能源车销量（万辆）	65.2	98.0	147	175	201	261	340	424

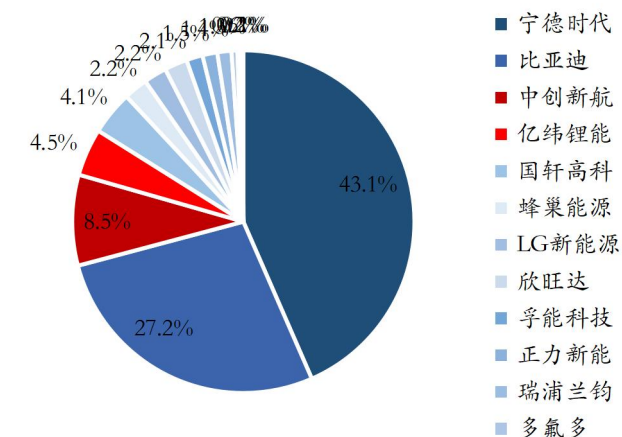
单车电池容量 (kwh)	60.0	63.0	65.0	67.0	70.0	72.0	73.0	75.0
纯电动需求量 (Gwh)	39.1	61.7	95.4	117.1	140.6	188.1	247.9	318.3
-其他国家新能源车销量 (万辆)	37.8	79.9	33	24	36	54	82	122
单车电池容量 (kwh)	40.0	42.0	45.0	47.0	50.0	51.0	52.0	53.0
纯电动需求量 (Gwh)	15.1	33.5	15.0	11.4	18.1	27.7	42.4	64.8
海外：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	167.8	233.3	274.9	284.4	355.3	461.5	589.8	717.8
海外：电动商用车销量 (万辆)	4.1	6.3	10.0	12.0	16.7	23.4	30.5	39.6
单车电池容量 (kwh)	120.0	130.0	150.0	165.0	198.0	257.4	270.3	283.8
海外：商用车动力电池装机需求 (Gwh)	4.9	8.2	14.9	19.7	33.1	60.3	82.3	112.4
国内：新能源乘用车销量 (万辆)	332.3	653.5	900.2	1228.1	1524.9	1896.3	2361.9	2946.5
国内：乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	140.4	290.2	412.1	537.8	679.8	846.3	1054.4	1315.0
国内：纯电动销量 (万辆)	272.1	502.3	623	717	860.5	1032.6	1239.1	1487.0
单车电池容量 (kwh)	47.3	51.4	54.8	56.8	58.3	59.3	60.3	61.3
纯电动需求量 (Gwh)	128.6	258.2	341.1	407.0	501.3	611.9	746.7	910.9
国内：插电式销量 (万辆)	60.2	151.2	277	511	664.3	863.7	1122.7	1459.6
单车电池容量 (kwh)	19.5	21.2	25.6	25.6	26.9	27.1	27.4	27.7
插电式动力需求量 (Gwh)	11.7	32.0	71.0	130.8	178.5	234.4	307.7	404.1
国内：电动商用车销量 (万辆)	18.5	33.7	44.6	57.6	69.1	83.0	99.6	119.5
国内：商用车动力电池装机需求 (Gwh)	27.3	39.4	47.4	66.5	82.7	103.0	128.2	159.6
国内：电动专用车销量 (万辆)	10.1	23.3	34.7	43.4	52.1	62.5	75.0	90.0
单车电池容量 (kwh)	93.0	73.1	78.2	86.0	90.3	94.8	99.6	104.5
电动专用车动力需求量 (Gwh)	9.4	17.1	27.2	37.3	47.0	59.3	74.7	94.1
国内：电动客车销量 (万辆)	8.3	10.3	9.8	14.2	17.1	20.5	24.6	29.5
单车电池容量 (kwh)	214.0	216.3	205.3	205.3	209.4	213.6	217.8	222.2
电动客车动力需求量 (Gwh)	17.8	22.3	20.2	29.2	35.7	43.7	53.5	65.5
国内：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	351	619	829	1,286	1,594	1,979	2,461	3,066
YoY	165%	77%	34%	55%	24%	24.2%	24.4%	24.6%
国内新能源车出口销量 (万辆)	1	68	120	128	154	185	222	266
YoY	-68.6%	4813.2%	77.2%	6.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
国内新能源车销量合计 (含出口，万辆)	352	687	950	1,414	1,748	2,164	2,683	3,332
YoY	158%	95%	38%	49%	24%	24%	24%	24%
国内汽车销量 (万辆，含出口)	2624.8	2684.9	3004.5	3142.6	3,174	3,206	3,238	3,270
国内：动力电池装机需求 (Gwh)	168	330	459	604	763	949	1,183	1,475
YoY	147%	97%	39%	32%	26%	24.5%	24.6%	24.7%
全球新能源车销量 (万辆)	672	1,122	1,423	1,757	2,160	2,708	3,381	4,167
YoY	107%	67%	27%	23%	23%	25%	25%	23%
全球动力电池装机需求 (gwh)	340	571	749	908	1,151	1,471	1,855	2,305
YoY	110%	68%	31%	21%	27%	27.8%	26.1%	24.3%
全球动力电池实际需求 (gwh)	415	697	914	1,108	1,404	1,795	2,263	2,812
YoY	110%	68%	31%	21%	27%	27.8%	26.1%	24.3%
全球消费类电池合计 (gwh)	119	119	131	144	158	174	192	211
国内消费类电池 (gwh)	65	65	71	78	86	95	104	115

海外消费类电池 (gwh)	54	54	59	65	72	79	87	96
全球储能电池合计 (gwh)	62	126	211	297	430	576	730	922
国内储能电池 (gwh)	18	39	75	104	129	152	179	210
海外储能电池 (gwh)	44	87	135	193	301	424	550	712
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	477	823	1,125	1,405	1,834	2,371	2,992	3,734
YoY	106%	72%	37%	25%	30%	29.3%	26.2%	24.8%
全球锂电池合计 (gwh)	596	942	1,255	1,549	1,992	2,545	3,184	3,944
YoY	78%	58%	33%	23%	29%	27.7%	25.1%	23.9%

资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所测算

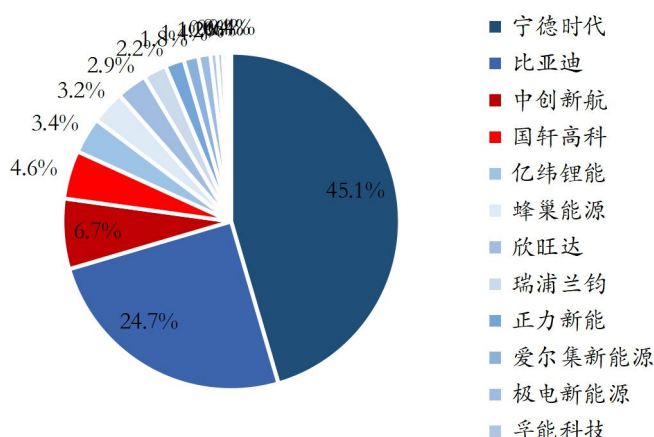
动力电池市场竞争格局较稳定，行业集聚程度高，梯队分化明显。据动力电池产业联盟数据，2024 年中国动力和其他电池累计产量为 1,096.8GWh，累计同比增长 41.0%；动力电池累计装车量 548.4GWh，累计同比增长 41.5%，其中宁德时代占比份额为 45.1%，同比增加 1.89pct。从装机量排名前五的企业变动情况来看，与去年竞争格局基本一致，排名变化主要出现在二、三线厂商。新增厂商极电新能源、耀宁新能源背靠吉利汽车，因湃电池背靠广汽集团，均为老牌车企自造电池布局企业。相对缺少规模经济优势的二、三线厂商将进入产能整合和优胜劣汰的阶段，全球化布局尤其是海外建厂，实现本地化配套成为部分厂商的突围方向。

图表 15 2023 年国内动力电池企业装机量排名



资料来源：动力电池产业联盟，华安证券研究所

图表 16 2024 年国内动力电池企业装机量排名



资料来源：动力电池产业联盟，华安证券研究所

图表 17 中国重要动力电池企业欧美布局情况

全球化布局	动力电池企业	项目具体地区	具体信息
欧洲	宁德时代	德国图林根	2023年1月26日启动, 规划产能14GWh, 投资预算18亿欧元
		匈牙利德布勒森	于2025年投产, 投资金额 73.4 亿欧元, 规划产能100GWh
	远景动力	西班牙纳瓦拉莱德拉马塔	研发制造最新一代磷酸铁锂电池产品, 预计2026年投产
		法国杜埃	最晚2025年年初建成, 2030年实现年产能24GWh, 及40GWh的扩容潜力
		英国桑德兰第二工厂	将于2025年投入运营, 2030年实现年产能25GWh, 及35GWh的扩容潜力
	国轩高科	德国哥廷根	2022年底正式启动, 计划投建年产18GWh生产基地
		斯洛伐克	与斯洛伐克电池制造商InoBat合资, 预计2027年1月投产, 投资12亿欧元
	中创新航	葡萄牙	建设运营锂电池生产基地, 预计2025年底投产, 预计年产能15GWh
		德国	与德国迪索公司2021年12月21日签约, 规划年产能20GWh+
	孚能科技	土耳其	与土耳其汽车创业集团TGGG的合资公司Siro已于2023年3月建成并投产6GWh的模组和电池包(Pack)产线
美国	亿纬锂能	匈牙利德布勒森	将于2026年竣工投产, 用于生产圆柱形动力电池
		土耳其	拟与Aksoo组建合资公司, 从事电池模组等产线, 作为工程总包方实施储能
	欣旺达	匈牙利尼赖吉哈佐	预计投产时间2026年下半年, 产品类型涵盖三元和磷酸铁锂
	比亚迪	匈牙利	投资建厂, 计划于2025年投产
	宁德时代	密歇根	与福特合作, 投资35亿美元, 计划在2026年投产
		内华达	与特斯拉合作, 技术授权模式, 合作研发快充电池
		田纳西	2012年开始投产运营
	远景动力	南卡罗来纳	于2026年投产, 规划年产能达到300GWh
		肯塔基	于2025年实现量产, 规划产能30GWh, 并具备扩容至400GWh的潜力
	国轩高科	密歇根	正负极材料项目, 投资额约23.64亿美元, 2031年建成后, 工厂每年将生产15万吨电池正极材料, 5万吨负极材料

资料来源: 公司公告及年报, 华安证券研究所

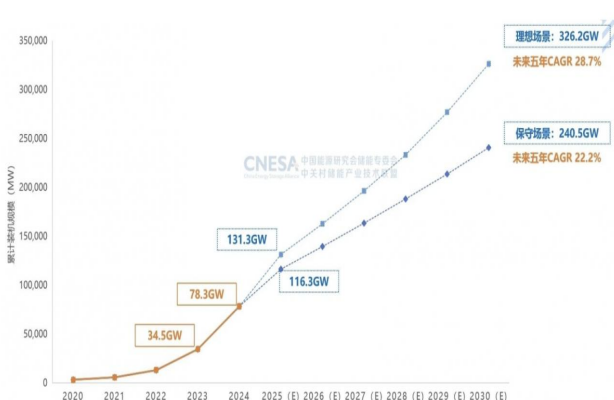
图表 18 中国重要动力电池企业海外其他布局情况

全球化布局	动力电池企业	项目具体地区	具体信息
东南亚	宁德时代	印度尼西亚	三方协议投资建设动力电池产业链项目, 包括从镍矿开发到电池制造六个子项目, 预计建设周期2022-2026年, 投资总金额不超过59.68亿美元
		印度尼西亚	与Indonesia Battery Corporation合作, 投资11.8亿美元建设一座年产能15GWh的电池电芯工厂, 预计2027年投入商业运营
		泰国	与泰国国家石油公司旗下Nuovo Plus合资成立, 一期电池包规划产能每年2GWh, 未来计划扩大到每年8GWh, 2023年12月首款产品下线
	国轩高科	印度尼西亚	2022年与上汽通用五菱印尼分公司成立印尼国轩新材料有限公司及印尼国轩绿色能源应用有限公司; 2023年9月与印尼公司ANEM达成合作, 建设一家高压液浸 (HPAL) 工厂, 生产电动汽车电池所用材料
		越南	2022年11月与VinGroup合资越南富座磷酸铁锂电池工厂, 一期规划产能5GWh, 投资额约2.75亿美元
		马来西亚	计划中
	蜂巢能源	泰国	与Banpu NEXT合资成立, 生产配备L600磷酸铁锂动力电池的LCPT电池包, 于2024年2月正式投产并开始批量交付
		泰国	与Energy Absolute合资建设, 年产能超过6GWh
	亿纬锂能	印度尼西亚	五方合资建设红土镍矿湿法冶炼项目, 年产能约12万吨镍金属和1.5万吨一期圆柱电池项目, 预计于2025年一季度投产, 投资不超过4.2亿美元
		马来西亚	二期投资建设储能电池及消费电子电池制造项目, 投资金额不超过32.77亿元, 建设期不超过2.5年
其他地区	欣旺达	印度新德里	2017年4月20日成立海外建立的第一个工厂
		越南	2024年7月15日公告拟投建越南富座磷酸铁锂电池工厂项目, 投资总额不超过20亿元
	宁德时代	墨西哥	计划在墨西哥投资50亿美元建厂, 为特斯拉和福特供应电池
	远景动力	日本	神奈川工厂2010年投产, 茨城县工厂规划年产能18GWh, 一期工厂于2024年量产
	国轩高科	阿根廷	与阿根廷国家能源矿业公司合资, 先期和后期规划建设年产能1万吨及5万吨电池正极材料生产线

资料来源: SNE Research, 华安证券研究所

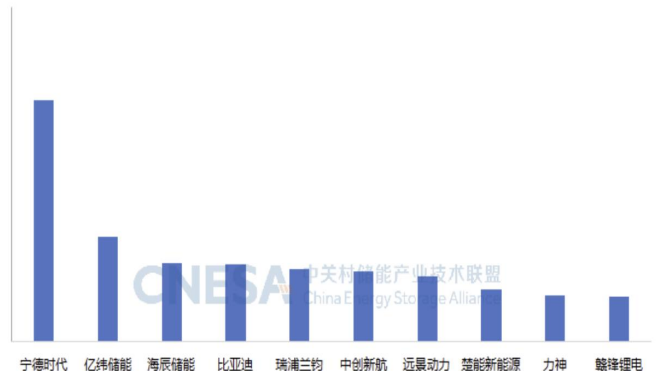
储能赛道高景气, 头部企业的优势正逐步扩大。中国储能装机规模一直保持高速增长的趋势, 技术创新将成为驱动行业发展的核心引擎, 新型储能技术如液流电池、重力储能、氢储能等正蓄势待发。根据 CNESA 统计, 2024 年新型储能装机规模首次超过抽水蓄能, 达到 78.3GW/184.2GWh, 功率/能量规模同比增长 126.5%/147.5%。中国企业 2024 年度全球市场储能电池出货量 TOP10 分别为: 宁德时代、亿纬储能、海辰储能、比亚迪、瑞浦兰钧、中创新航、远景动力、楚能新能源、力神、赣锋锂电。目前中国储能锂电池市场集中度水平一般, 但 CR3 和 CR5 均呈稳步上升态势, 头部企业的优势正逐步扩大。

图表 19 中国新型储能累计装机规模预测



资料来源: CNESA, 华安证券研究所

图表 20 中国企业 24 年全球市场储能电池出货量



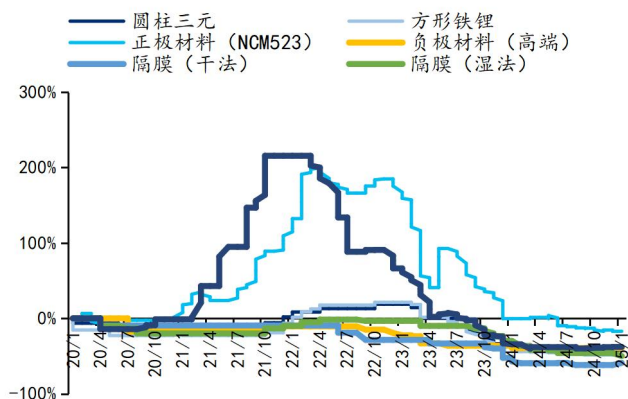
资料来源: CNESA, 华安证券研究所

2.3 产业链利润迎来修复, 产能利用率提升是盈利关键

上游原料价格回调, 电池环节盈利好转。经过前两年上游材料价格暴涨时期, 行业回调之后, 利润中枢最终将导向电池环节。电池环节直接材料成本占比较高, 原材料控制能力能够贡献差异化盈利。在过去原材料价格震荡调整时期, 头部电池厂商通过资源自供、采购策略设计和技术降本构建护城河。根据 GGII 预测, 在行业价格止战, 产能退潮的背景下, 2025 年全产业链盈利有望迎来修复。未来在产业链

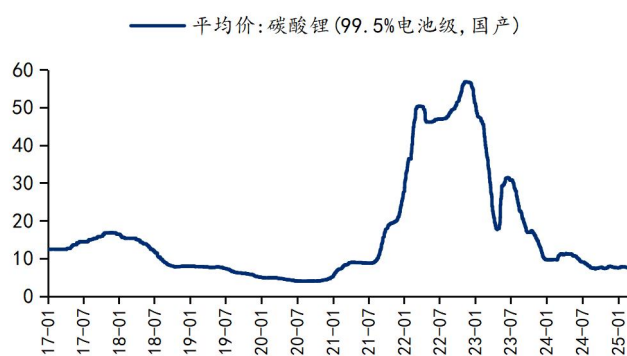
价格机制调整下，整体行业利润越加朝向均值回归。

图表 21 锂电产业链价格变化趋势 (%)



资料来源：鑫铈锂电，华安证券研究所

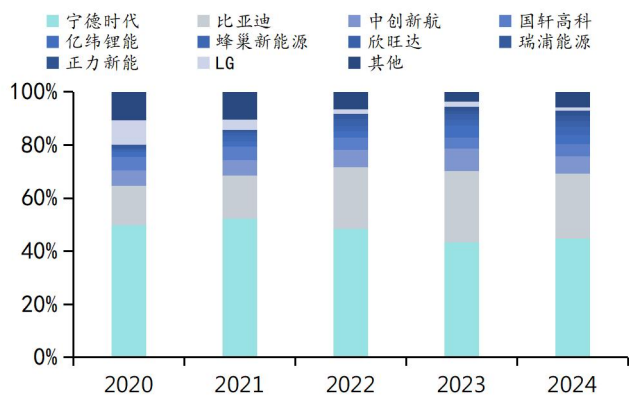
图表 22 碳酸锂价格走势 (万元/吨)



资料来源：iFind，华安证券研究所

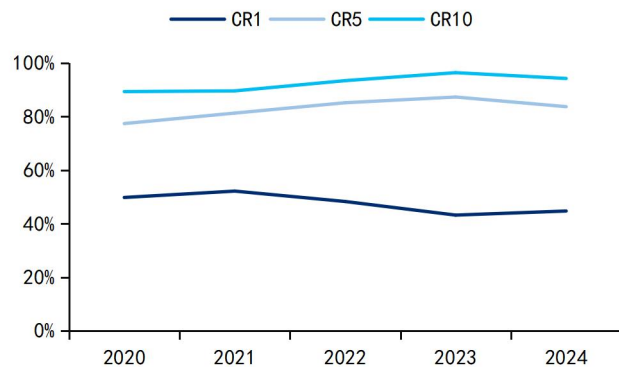
车企多元供应趋势明显，为二线电池厂提供突围窗口期。相较于 20-21 年，近两年电池龙头装机份额有所下降，但 CR5 和 CR10 持续提高，行业竞争结构持续优化，中小厂商进入产能整合和优胜劣汰的阶段。多数车企选择采用 2 家及以上供应商以更好保障动力电池供应安全，且头部电池厂商溢价能力过强衍生出一定的替代需求，加之车企产品矩阵分化催生定制化需求，二线电池厂商仍有突围机会。

图表 23 主要电池厂商国内动力电池装机份额



资料来源：合格证，华安证券研究所

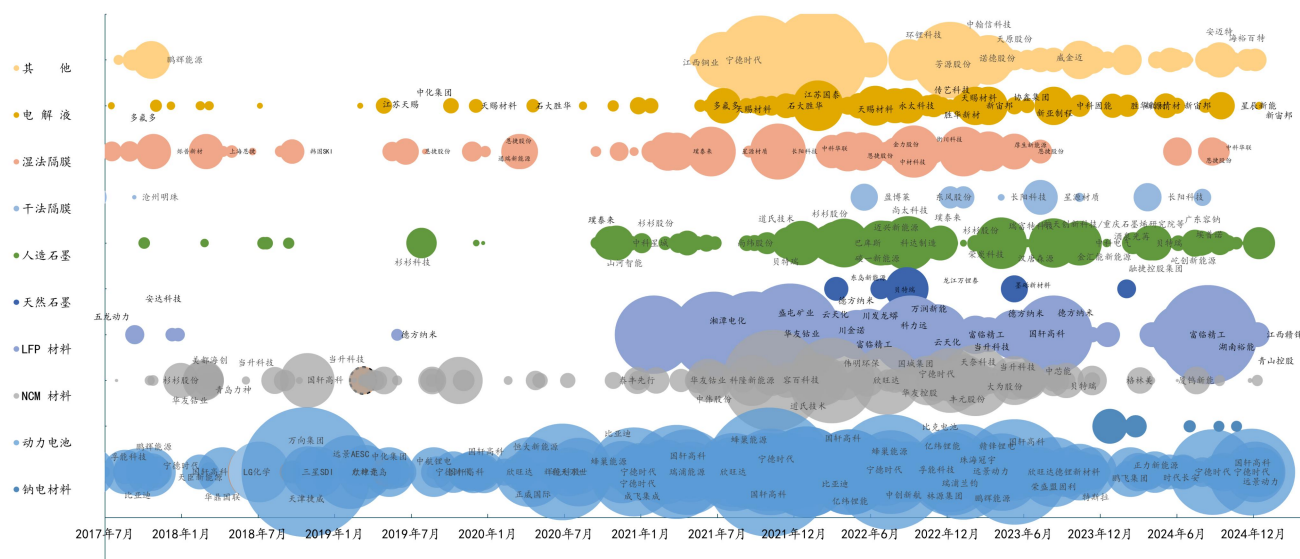
图表 24 国内动力电池装机集中度变化



资料来源：合格证，华安证券研究所

电池环节单位 GWh 投资额较高，产能利用率提升是盈利关键。电池属于重资产投资环节，投资金额较高，2024 年电池新能源产业链投资总额达 6281.88 亿元；分子行业看电池板块投资额绝对值较高，约为 3705.5 亿元，占投资总额的 59.0%。电池行业的高产能投入带来的高经营杠杆特征显著，产能利用率水平成为影响企业盈利能力的关键变量。这种特殊的成本结构导致电池行业呈现“赢家通吃”格局，头部企业凭借产能利用率优势不断强化成本护城河，而尾部企业则容易在低利用率陷阱中陷入“越亏损越投产”的恶性循环。中创新航采取与地方产投合作的模式进行扩张，通过合资而非全资方式进行产能扩建，有效减少资金压力。

图表 25 动力电池各环节新增投资规模 (亿元)

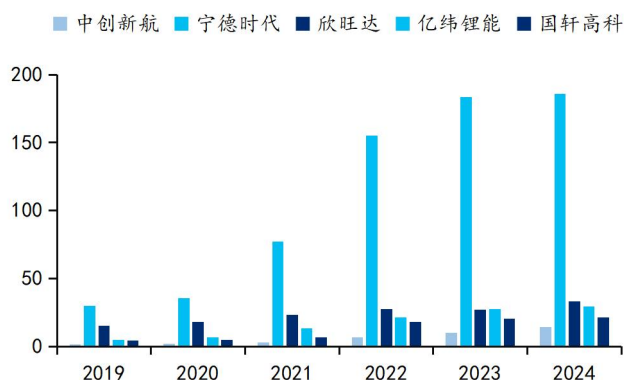


注：对于未披露投资规模的项目，本图基于每 GWh 动力电池分别对应电池投资 5 亿元，单位 GWh 所需要三元正极投资约 5400 万元，磷酸铁锂正极投资 3200 万元，人造负极材料 2400 万元，电解液投资 300 万元，湿法隔膜投资 7800 万元估算

资料来源：电池网，各公司公告，华安证券研究所测算

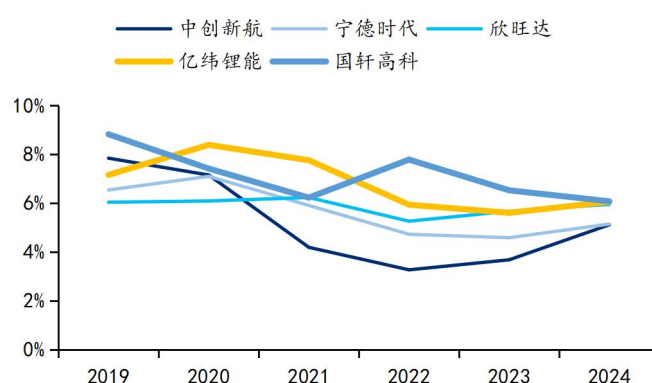
头部厂商高营收摊薄费用，支撑更高的研发投入。从行业整体研发投入格局来看，动力电池企业的研发强度普遍集中在 3%-8% 的区间，且各厂商投入比例保持相对平稳。然而在绝对金额层面，龙头企业与其他厂商已形成数量级差异。以 2024 年数据为例，虽然宁德时代 5.14% 的研发费用率低于亿纬锂能的 6.05%，但其 186.07 亿元的研发资金规模却是亿纬锂能 29.42 亿元的 6 倍。这种规模化优势不仅稀释了头部企业研发成本占比，更形成“高投入-高技术壁垒-高市占率”的良性循环，进一步强化其行业统治力。

图表 26 部分电池厂商研发费用 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 部分电池厂商研发费用率 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

3 公司亮点：产品构筑差异优势，单位盈利持续向上

3.1 差异化技术+产能储备，构筑产品差异化优势

技术持续突破，核心竞争力不断提升。公司提出了“能量与资源的极致平衡、能量与安全极致平衡，设计与制造高度融合”的创新发展核心理念，以高压化、高锰化、无钴化和固态化为导向，建立了一套行业领先的、高效的研发体系，展现出高效、系统、强大的底层技术创新能力。在材料创新方面，公司聚焦 5V 高压镍锰酸锂材料、新型超快充硅碳材料、兼顾超快充&长寿命新型电解液添加剂、新型全固态电解质材料等关键材料，完成一系列重点技术突破。在高性能电池技术方面，公司完成高比能 5C 超充磷酸铁锂、6C 超充高镍圆柱、高锰铁锂电池技术及产品攻关，实现高能效、超长寿命储能电池技术进一步突破。在新型电池方面，公司 400Wh/kg 高比能、高安全混合固液电池产品进入产业化阶段，热安全、日历寿命等核心指标行业领先；高能硫化物全固态电池完成关键技术阶段突破。未来随着固态电池技术的进一步突破，固态电池在高端新能源汽车和飞行器、人形机器人等领域的应用将逐渐增多，推动行业竞争格局向多元化方向发展，技术研发实力强、创新能力突出的公司有望迎来更多的发展机遇。

图表 28 中创新航科研实力突出



资料来源：公司官网，华安证券研究所

采用差异化技术路线，多产品贡献向上可能性。公司主要产品为三元和铁锂系统的电芯、电池模组和电池包。动力方面，公司持续追求电池的高能量密度和稳定的安全性能，不断推出更具竞争力的三元系、磷酸盐系新产品。三元领域有 800V 3C/5C 中镍高电压电池、“顶流”高镍 R46 大圆柱产品、高能高镍多元电池等；铁锂领域有针对混动市场的“顶流”铁锂 R46 大圆柱产品、高比能磷酸铁锂电池、800V 5C 超充磷酸铁锂电池等。同时，公司深耕电力储能、工商业储能、户用储能等应用场景，持续保持产品力领先。314Ah 电芯产品在行业内最早通过认证并率先实现大规模批量稳定交付，成功实现市场卡位。基于新一代储能电芯开发的“第三代液冷

集装箱储能系统”，集高安全、高可靠性、高效能、长寿命、高能量密度于一体，业内领先。

图表 29 中创新航产品矩阵

领域	产品名称	特性
乘用车	400V 2C 中镍高电压电池	可实现 20%-80%电量充电时间 18 分钟，已在中高端纯电 BEV/增程 (REEV) 市场实现大批量交付
	800V 3C/5C 中镍高电压电池	可实现 20%电量至 80%电量充电时间 10 分钟，已实现大批量交付
	6C 高镍 R46 大圆柱电池	实现电芯能量密度高达 300Wh/kg 的同时，最大快充能力超过 6C
	三元动力 高能高镍多元电池	通过多元掺杂正极、自缓冲硅碳负极、高安全电解液、界面自修复等创新技术，在电芯能量密度高达 350Wh/kg 的基础上，循环寿命超过 1,500 次；同时，通过极端针刺刺穿测试，最大程度保障高能电池安全，在安全与寿命上实现新突破
	超高能量密度半固态电池	围绕超高能量电池本质安全需求，通过新型液态安全电解液与固态安全技术的优势结合，在电芯能量密度突破 400Wh/kg 的同时，循环寿命接近 1,000 次，实现能量、性能、安全的极致平衡
	高功率磷酸铁锂方形电池	具有高功率、全气候场景应用等特点，是为乘用车混动市场开发的优质产品，里程覆盖 80km-400km
	高功率磷酸铁锂 R46 大圆柱电池	针对混动市场开发的新一代产品，兼具极致成本和极致性能等领先优势
	磷酸盐系动力 高比能磷酸铁锂电池	L300 系列方形电芯采用全极耳叠片技术，电芯更薄更轻，具有更优的体积效率和装配效率，已引领成为行业第三代标准
	800V 3C 快充磷酸铁锂电池	行业内率先推出的快充磷酸铁锂产品，兼具高比能、高倍率、快充等特点，获得中高端纯电乘用车市场的高度认可
	800V 5C 超充磷酸铁锂电池	可实现 10%电量至 80%电量充电时间 12 分钟
商用车	轻商领域 量产标准箱	可覆盖 30-100 度电，领跑微面、中面、大面、微卡、小卡、轻卡领域
	单包大电量电池系统	单包可覆盖 100-180 度电，实现实测 600 公里满载里程，20%电量至 80%电量充电时间 15 分钟
	重商领域 量产标准箱	可按需求搭配电池系统，多组合实现 90~600 度电的全覆盖，满足牵引、搅拌、自卸、专用、工程机械等不同工况、不同领域全场景需求

储能领域	100 度电标准箱		适配重卡 400-800 度电池系统，满载续航里程高达 530km，整包能量密度达 167Wh/kg
	314Ah 电芯		业内最早通过认证并率先实现大规模稳定交付
	电力储能	第三代液冷集装箱储能系统	集高安全、高可靠性、高能效、长寿命、高能量密度于一体，通过创新性的系统设计，实现 20 尺标准尺寸的储能集装箱电量达到 6.25MWh+
	工商业储能	标准化户外一体柜产品及完整解决方案	具备模块化设计、主动安全系统、智能配电系统、安全可靠、经济高效等优势
	户用储能	长寿命方形电池及智能管理系统	具备过充、过放、过温、过流、短路等多种保护机制，相继通过了 UL/IEC/CE 等一系列海外认证

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司产能快速扩建，海外规划有序推进。中创新航董事长表示，到 2025 年公司的动力电池产能将达到 500GWh，到 2030 年产能预计达到 1TWh。目前公司已经建成常州、洛阳、厦门、成都、武汉、合肥、黑龙江、广州、江门九大产业基地；已经形成深圳、上海、常州、成都 4 大研发中心，同时在规划建设欧洲、北美等海外产业基地及研发中心。22 年 11 月，公司宣布欧洲产业基地落户葡萄牙，开启了产能全球布局进程，24 年一季度葡萄牙项目正式获得环评批准，25 年 2 月葡萄牙基地正式动工。公司结合客户及市场需求，于 24 年启动了面向东盟地区的产业布局。

产能布局充分考虑终端车企地理位置，快速响应能力强。公司产业基地和生产基地的建设充分考虑了终端客户的地理位置，目前已建成和在建的基地可以对主要客户实现全覆盖和就近配套供货，降低运输成本。常州的产业基地对应长安汽车、零跑汽车和广汽丰田，目前在建的武汉产业基地对应小鹏汽车和吉利路特斯，广州和厦门的产业基地对应广汽埃安。公司未来产能提升后，规模效应将进一步显现，盈利能力有望得到提升。

图表 30 中创新航产能规划一览

状态	生产基地	公布时间	投资金额	投产时间	规划年产能	项目进度
正常	河南洛阳	-	-	-	10GWh	量产
正常	江苏常州	-	-	一期 17 年 Q4 已投产	4.5GWh	量产
		2017Q3		二期 20 年开始陆续投产	12.5GWh	量产
		-		三期于 21 年 2 月开工建设，22 年有序投产	23GWh	量产
		2021Q1		四期 21 年 1 月签约	25GWh	建设中
正常	福建厦门	2019Q4	50 亿	一期已于 20 年第四季度投产	10GWh	量产
		2021Q1	50 亿	二期已于 22 年底投产	10GWh	量产
		2022Q1	100 亿	三期于 22 年 2 月开工建设，于 23 年陆续投入生产	40GWh	量产
正常	湖北武汉	21H2	100 亿	一期二期产能 20GWh，21 年 7 月动工，于 23 年全面投产	20GWh	量产

		2022Q2	80 亿	三期 22 年 5 月签约, 预计 24 年投产	20GWh	建设中
		2022Q2	40 亿	四期 22 年 5 月签约, 预计 25 年投产	10GWh	建设中
正常	安徽合肥	2021 年 8 月	248 亿	一期于 22 年 10 月投产	20GWh	量产
				二期于 22 年底投产		量产
				三期 22 年 10 月签约, 预计 25 年投产	30GWh	建设中
正常	广东江门	2022 年 1 月	200 亿	一期项目投资为 135 亿元, 产能达 35GWh, 已于 23 年 4 月建成投产	50GWh	量产
正常	四川成都	2021Q2	130 亿	一期已于 22 年 9 月建成投产	20GWh	量产
		2022Q3	150 亿	二期于 22 年 9 月签约, 于 24 年 9 月启动建设	30GWh	建设中
正常	四川眉山	2022Q1	100 亿	22 年 10 月主体结构封顶, 2023 年陆续投产	20GWh	量产
正常	葡萄牙	2022 年 11 月	2.9 亿美元	共设 5 个工厂, 分别用于生产电极片、制造电芯、组装、包装和制造电池外壳, 预计 2025 年底投产	15GWh	建设中
待规划	黑龙江哈尔滨	2021 年 11 月	-	-	30GWh	待规划
待规划	广东广州	2022 年 1 月	-	-	50GWh	待规划

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 客户结构持续优化, 单客户供应价值量不断提升

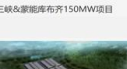
乘用车客户结构持续优化, 单客产品类拓展平抑供应波动。纯电方面, 公司在保持经济型乘用车优势地位的同时, 在中高端乘用车市场装机量实现大幅增长, 除广汽、吉利、小鹏、蔚来、零跑等品牌车型稳定量产交付外, 新增某头部新势力、智己汽车等客户新车型配套。混动方面, 公司多个项目实现大批量交付, 新增奇瑞、东风、北汽等多家头部客户主销车型量产配套, 市占率不断提升。海外动力电池装机量同比大幅增长, 主要是随著国内自主品牌出海增加, 公司装车海外出口量同比增长, 同时在新客户开拓方面进展顺利, 获得丰田、大众、福特、奥迪、马自达等多家国际客户全新平台及项目定点, 国际化进程不断推进。

商用车实现市场主流产品全覆盖, 国际交付量持续攀升。在轻型商用车领域, 目前已与吉利、瑞驰、奇瑞、北汽、东风、长安等客户深度合作, 全面配套交付行业主流车型; 重卡及专用车领域, 已与三一集团、徐工集团、陕汽重卡等客户在自卸车、搅拌车、牵引车、装载机、挖掘机等方面进行合作。国际市场方面, 欧洲市场客户基数持续扩大, 交付数量稳步攀升, 交付产品类型日益丰富, 已覆盖主流大巴业务。

储能出货量持续高增, 获战略客户高度认可。公司与‘五大六小’等电力集团建立了直接的合作关系, 并且与国家电投、中核汇能、中国能建、三峡新能源、中

国电气装备集团等实现了战略合作，多个储能电站项目采用公司产品并实现投运并网。与系统集成商、风电、光伏等领域头部客户签订了战略合作协议，实现长期稳定供货关系，市场占有率及排名进一步提升。国际市场实现重大突破，完成多个国际头部储能业主、EPC、集成商供应商准入，进入客户白名单并实现批量交付。未来，公司将精准匹配系统集成商的市场开拓过程和产品需求，实现在头部集成商客户的份额进一步提升和交付倍增；并在已建立的电站业务能力基础上，参与独立储能电站的竞配业务，实现电站业务带动储能产品出货增量。

图表 31 中创新航部分主要客户一览

乘用车					商用车	储能	新领域
							
							
							
							
							

资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 规模效应释放叠加成本控制，单位盈利仍在向上通道

先进制造赋能，制造效率及投入产出比提升。在技术开发方面，公司厚电极制造技术成功开发并实现高速化量产，推动产品能量密度提升 5%，制造成本降低 3%，制芯效率提升 20%。此外，公司完成顶流电池核心技术开发应用，实现关键工序制造效率提升 30%+，空间利用率提高 20%+。在检测交付方面，公司采用机器视觉一体化解决方案，构建以 AI 为基础的大数据平台，测试及检测效率提升 50%，实现过程 ppb 级质量管控及高可靠性批量交付能力达成。在电池全生命周期管理方面，公司采用制造大数据与虚拟测量技术，优化电池制造工艺，成功实现关键工序制造效率提升 20%+，能耗降低 50%+。

出货高增叠加产品结构优化，单位盈利仍具备上升空间。随着电池环节价格进入相对稳定区间，营收与交付量线性关联性更加突出。整体看，出货量高增带来的规模效应释放，叠加投入产出比提升带来的成本控制贡献，公司 25 年毛利率有望再

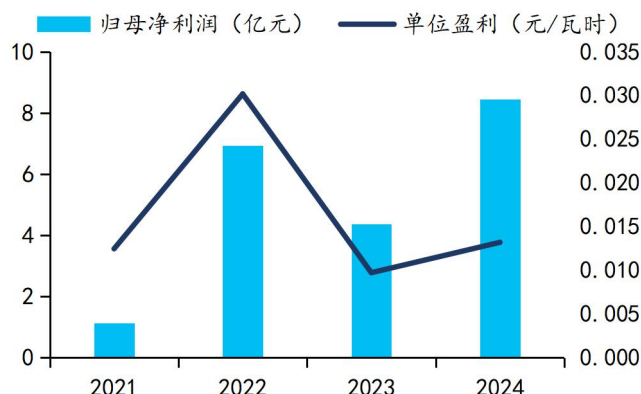
上一个台阶。分业务看，25年公司单位盈利仍有较高提升空间。动力端，公司高比例三元业务结构支撑溢价能力，高毛利动力模组交付比例提升会进一步推动毛利率上行；储能端，新产品量产交付推动均价上行，电芯和系统直接向海外交付，有望进一步支撑量价上行。

图表 32 中创新航实验能力行业领先



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 33 中创新航归母净利润及单位盈利



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4 推进全球化产能布局，国际化进程加速

全球化产能布局加速推进，拓展布局本土化产业链。自欧洲产业基地、泰国产业基地后，2024 年公司启动东盟地区产业布局，大力拓展海外产业布局。2025 年 2 月 24 日，公司葡萄牙基地动工，将建成一座零碳 AI 超级工厂，预计在 2027 年实现交付。未来公司将借助新的海外平台，全面提升海外交付能力和综合服务能力，将技术优势和产品优势转化为对全球市场的影响力；同时公司将结合全球合作伙伴的区域性分布，积极拓展和布局本土化产业链体系。

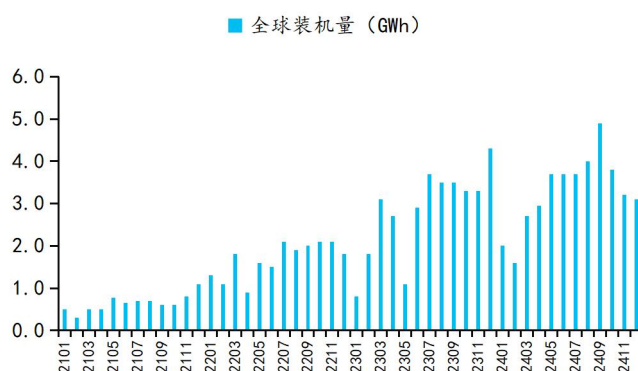
国际业务进展顺利，有望贡献新增量。2024 年，公司国际动力电池装机量同比大幅增长，乘用车全面发力国际市场，获得丰田、大众、福特、奥迪、马自达等多家国际客户全新平台及项目定点，商用车产品相继通过 UL/IEC/CE 等认证后成功推向国际市场；储能获全球最大储能电池订单，完成多个国际头部储能业主、EPC、集成商供应商准入，进入客户白名单并实现批量交付；船舶市场签约多条国际大型商船项目并陆续交付。未来随着商用车正式开始跨境海外交付，储能电芯和系统直接向海外交付，将进一步支撑量价上行，支撑业绩上涨。

图表 34 葡萄牙零碳 AI 超级工厂动工



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 35 21-24 年中创新航月度全球装机量



资料来源：SNE Research，华安证券研究所

4 盈利预测

动力业务：1) **出货量方面：**乘用车配套客户销量可观，商用车正式开始跨境海外交付，船舶业务拓展至中东混动船/海工船、新加坡港口拖船等，出货量高增具备坚实支撑，因此我们预计 2025/2026/2027 年公司动力电池出货量增速为 67%/47%/36%。2) **价格方面：**2024 年国内电池价格进入相对稳定区间，因此我们预计 2025/2026 年电池价格的降幅将大幅收窄。3) **营收方面：**我们预计 2025/2026/2027 年动力电池产品营收为 315/451/600 亿元。4) **毛利率方面：**公司出货量高增带来的规模效应释放叠加直通率提升带来的投入产出比提升对毛利率形成一定支撑，且高毛利动力模组交付比例提升会进一步推动毛利率上行，我们预计 2025/2026/2027 年动力电池产品毛利率为 16.6%/17.0%/17.4%。

储能业务：1) **出货量方面：**考虑到 25 年公司大客户交付规模提升，且储能产能进一步释放，pack 业务占比提升，我们预计 2025/2026/2027 年公司储能业务出货增速为 160%/42%/35%。2) **营收方面：**我们预计 2025/2026/2027 年储能业务产品营收为 198/276/360 亿元。3) **毛利率方面：**公司出货量高增带来的规模效应释放叠加直通率提升带来的投入产出比提升对毛利率形成一定支撑，新产品性能明显提升，支撑均价上行，电芯和系统直接向海外交付进一步推动量价上行，我们预计 2025/2026/2027 年毛利率持续提升，分别为 16%/16.4%/16.8%。

我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营收 513.25/727/959.6 亿元，同比 +85%/+42%/+32%，实现归母净利润 16.24/26.87/39.82 亿元，同比 +175%/+65%/+48%，对应当下 18/11/7 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36 公司 2025-2027 年各业务收入预测

时间		2024	2025E	2026E	2027E
动力电池	出货量 (GWh)	45	75	110	150
	YOY (%)		66.67%	46.67%	36.36%
	营收 (亿元)	195.51	315.00	451.00	600.00
	营业成本 (亿元)	164.15	262.62	374.19	495.42
	毛利率 (%)	16.04%	16.63%	17.03%	17.43%
储能电池	出货量 (GWh)	25	65	92	124
	YOY (%)		160.00%	41.54%	34.78%
	营收 (亿元)	82.01	198.25	276.00	359.60
	营业成本 (亿元)	69.28	166.63	230.87	299.37
	毛利率 (%)	15.52%	15.95%	16.35%	16.75%

资料来源：公司年报，华安证券研究所测算

5 风险提示

原材料价格大幅波动：目前上游原料价格回调，未来如果原材料相关产能释放不及预期，可能会导致原材料价格上行。

下游需求不及预期：国内外新能源补贴政策退坡后，新能源汽车销量增长或不及预期。

行业竞争加剧：若电池行业竞争加剧，产品价格降幅超预期，产业链内公司营收和毛利率将会承压，公司业绩可能受到影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万人民币		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,605	55,302	76,082	100,348
现金	9,059	12,217	15,889	21,569
应收账款及票据	8,616	14,257	20,194	26,656
存货	5,263	9,539	13,446	17,662
其他	12,668	19,290	26,553	34,461
非流动资产	86,868	101,871	115,032	128,193
固定资产	81,005	94,005	107,005	120,005
无形资产	1,559	1,710	1,861	2,012
其他	4,304	6,156	6,166	6,176
资产总计	122,473	157,174	191,114	228,541
流动负债	45,584	72,818	97,921	124,662
短期借款	18,960	23,960	28,960	33,960
应付账款及票据	19,488	35,770	50,422	66,232
其他	7,136	13,088	18,539	24,470
非流动负债	28,835	33,979	38,979	43,979
长期债务	27,156	32,156	37,156	42,156
其他	1,679	1,823	1,823	1,823
负债合计	74,419	106,798	136,900	168,641
普通股股本	1,772	1,772	1,772	1,772
储备	33,419	35,047	37,738	41,724
归属母公司股东权	35,184	36,812	39,503	43,489
少数股东权益	12,870	13,564	14,711	16,411
股东权益合计	48,054	50,376	54,214	59,899
负债和股东权益	122,473	157,174	191,114	228,541

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,113	8,724	7,606	9,666
净利润	591	1,624	2,687	3,982
少数股东权益	252	694	1,147	1,700
折旧摊销	2,474	0	0	0
营运资金变动及其	-204	6,406	3,772	3,984
投资活动现金流	-18,284	-14,500	-12,652	-12,489
资本支出	-16,607	-13,151	-13,151	-13,151
其他投资	-1,677	-1,349	499	662
筹资活动现金流	16,394	8,930	8,715	8,500
借款增加	16,396	10,000	10,000	10,000
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-2	-1,070	-1,285	-1,500
现金净增加额	1,225	3,158	3,672	5,680

利润表	单位:百万人民币			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,752	51,325	72,700	95,960
其他收入	0	0	0	0
营业成本	23,342	42,924	60,507	79,479
销售费用	616	934	1,323	1,746
管理费用	1,257	2,002	2,835	3,742
研发费用	1,418	2,623	3,715	4,904
财务费用	415	889	1,041	1,183
除税前溢利	790	2,158	3,570	5,290
所得税	-53	-160	-264	-391
净利润	844	2,318	3,834	5,682
少数股东损益	252	694	1,147	1,700
归属母公司净利润	591	1,624	2,687	3,982
EBIT	1,205	3,047	4,610	6,473
EBITDA	3,679	3,047	4,610	6,473
EPS (元)	0.33	0.92	1.52	2.25

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	2.76%	84.94%	41.65%	31.99%
归属母公司净利润	100.83%	174.76%	65.40%	48.20%
获利能力				
毛利率	15.89%	16.37%	16.77%	17.18%
销售净利率	2.13%	3.16%	3.70%	4.15%
ROE	ROE	1.68%	4.41%	6.80%
ROIC	1.37%	3.07%	4.12%	5.11%
偿债能力				
资产负债率	60.76%	67.95%	71.63%	73.79%
净负债比率	77.12%	87.14%	92.65%	91.06%
流动比率	0.78	0.76	0.78	0.80
速动比率	0.59	0.56	0.57	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.37	0.42	0.46
应收账款周转率	3.54	4.49	4.22	4.10
应付账款周转率	1.18	1.55	1.40	1.36
每股指标（元）				
每股收益	0.33	0.92	1.52	2.25
每股经营现金流	1.76	4.92	4.29	5.45
每股净资产	19.85	20.77	22.29	24.54
估值比率				
P/E	38.55	17.76	10.74	7.25
P/B	0.65	0.78	0.73	0.66
EV/EBITDA	16.27	23.87	17.15	12.89

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。