

## 中创新航 (03931.HK)

## 海外业务可期，入通改善流动性

**2025 年 2 月 24 日，公司发布盈利预喜。**根据公司初步评估，2024 年公司净利润介于 7.86-8.74 亿元，较 2023 年的 4.37 亿元同比增长 80%-100%。业绩增长的主要驱动因素包括：

- 随着公司业务拓展及持续增长，规模效应不断体现。动力电池方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟，2024 年中创新航在国内的动力电池装车量位列第三，达到 36.48GWh。储能电池方面，根据 EVTank，中创新航在全球储能电池出货量中稳居第六。
- 得益于公司的技术和产品力优秀，在不断提升产品性能的同时持续降低成本。

**Q1 出货规模值得期待，关注海外业务。**根据高工锂电，中创新航 2025Q1 动力电池出货量预计达 20GWh，同比增幅近 150%。其中，面向出口车型的出货量预计占中创新航动力板块整体出货量的 30%以上，这可能得益于：1) 2024 年 7 月阳光电源与沙特 ALGIHAZ 成功签约当时全球最大储能项目，容量高达 7.8GWh，中创新航为该项目供应高性能电芯；2) 2024 年 11 月，阳光电源再获欧洲市场 4.4GWh 储能订单，中创新航再次为阳光电源储能项目配套高性能电芯；3) 公司和多家国际车企就新平台项目达成合作，并助力多个国内车企实现整车出口。

**2025 年 3 月 10 日起，中创新航被正式纳入港股通。**3 月 9 日中创新航在港交所公告，根据上交所发布的通知，公司股份获纳入沪港通下的港股通标的证券名单，并于 2025 年 3 月 10 日起生效。我们认为，入通有助于公司扩大投资群体，中创新航股票的流动性有望进一步提高。

**投资建议：**参考公司 2024 年盈利预喜，我们适当调整了盈利预测，预计公司 2024-2026 年的营业收入为 324/395/489 亿元，同比增长 20%/22%/24%；归母净利润为 5.7/14.7/21.9 亿元，同比增长 94%/157%/49%。我们认为公司后续具备较高增长潜力，给予公司目标市值 400 亿港元，对应 25 倍 2025 年 P/E，给予“买入”评级。

**风险提示：**核心客户流失风险，议价能力提升不及预期风险，下游装机需求不及预期风险，不同电池技术路线市场份额变动风险。

| 财务指标      | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 20375 | 27006 | 32411 | 39517 | 48903 |
| (+/-) (%) | 199%  | 33%   | 20%   | 22%   | 24%   |
| 归母净利润     | 692   | 294   | 572   | 1469  | 2192  |
| (+/-) (%) | 394%  | -57%  | 94%   | 157%  | 49%   |
| EPS       | 0.44  | 0.17  | 0.32  | 0.83  | 1.24  |
| P/E       | 38.15 | 98.54 | 55.86 | 21.75 | 14.58 |

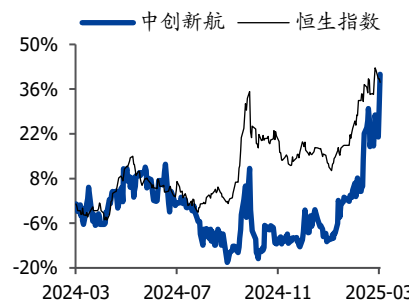
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价

## 买入（维持）

## 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 海外        |
| 前次评级             | 买入        |
| 03 月 12 日收盘价（港元） | 19.38     |
| 总市值（百万港元）        | 34,347.21 |
| 总股本（百万股）         | 1,772.30  |
| 其中自由流通股（%）       | 34.51     |
| 30 日日均成交量（百万股）   | 1.55      |

## 股价走势



## 作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

## 相关研究

- 《中创新航 (03931.HK)：冉冉升起的电池科技“新星”》 2023-03-13

## 财务报表和主要财务比率

**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度             | 2022A  | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>      | 37,359 | 32,111  | 23,110  | 22,223  | 29,359  |
| 现金               | 10,932 | 7,834   | -5,801  | -12,935 | -14,041 |
| 应收账款及票据          | 6,287  | 7,062   | 8,475   | 10,334  | 12,788  |
| 存货               | 11,822 | 7,126   | 8,356   | 10,128  | 12,459  |
| 其他               | 8,318  | 10,089  | 12,080  | 14,697  | 18,154  |
| <b>非流动资产</b>     | 53,101 | 73,318  | 93,574  | 108,574 | 118,574 |
| 固定资产             | 45,528 | 67,695  | 87,695  | 102,695 | 112,695 |
| 无形资产             | 1,486  | 1,432   | 1,432   | 1,432   | 1,432   |
| 其他               | 6,087  | 4,191   | 4,447   | 4,447   | 4,447   |
| <b>资产总计</b>      | 90,461 | 105,429 | 116,684 | 130,797 | 147,933 |
| <b>流动负债</b>      | 32,775 | 36,821  | 42,017  | 49,282  | 58,852  |
| 短期借款             | 2,480  | 8,115   | 8,115   | 8,115   | 8,115   |
| 应付账款及票据          | 21,647 | 19,959  | 23,404  | 28,367  | 34,897  |
| 其他               | 8,649  | 8,748   | 10,498  | 12,800  | 15,840  |
| <b>非流动负债</b>     | 16,110 | 22,222  | 27,476  | 32,476  | 37,476  |
| 长期债务             | 15,228 | 21,056  | 26,056  | 31,056  | 36,056  |
| 其他               | 882    | 1,166   | 1,420   | 1,420   | 1,420   |
| <b>负债合计</b>      | 48,885 | 59,043  | 69,493  | 81,758  | 96,328  |
| 普通股股本            | 1,772  | 1,772   | 1,772   | 1,772   | 1,772   |
| 储备               | 32,615 | 32,883  | 33,443  | 34,900  | 37,080  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 34,379 | 34,646  | 35,206  | 36,664  | 38,844  |
| 少数股东权益           | 7,196  | 11,740  | 11,985  | 12,375  | 12,762  |
| <b>股东权益合计</b>    | 41,575 | 46,386  | 47,191  | 49,039  | 51,606  |
| <b>负债和股东权益</b>   | 90,461 | 105,429 | 116,684 | 130,797 | 147,933 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2,109   | 2,900   | 2,458   | 4,096   | 5,261   |
| 净利润            | 692     | 294     | 572     | 1,469   | 2,192   |
| 少数股东权益         | 2       | 143     | 245     | 390     | 387     |
| 折旧摊销           | 960     | 1,750   | 0       | 0       | 0       |
| 营运资金变动及其他      | 455     | 713     | 1,641   | 2,237   | 2,683   |
| <b>投资活动现金流</b> | -23,996 | -19,930 | -19,888 | -14,875 | -9,861  |
| 资本支出           | -31,626 | -20,129 | -20,000 | -15,000 | -10,000 |
| 其他投资           | 7,630   | 199     | 112     | 125     | 139     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 29,761  | 13,898  | 3,806   | 3,656   | 3,506   |
| 借款增加           | 14,799  | 10,478  | 5,000   | 5,000   | 5,000   |
| 普通股增加          | 8,947   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 已付股利           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他             | 6,014   | 3,420   | -1,194  | -1,344  | -1,494  |
| <b>现金净增加额</b>  | 7,822   | -3,098  | -13,635 | -7,135  | -1,105  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 20,375 | 27,006 | 32,411 | 39,517 | 48,903 |
| 其他收入            | 1      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业成本</b>     | 18,271 | 23,494 | 27,549 | 33,392 | 41,078 |
| 销售费用            | 288    | 343    | 357    | 356    | 391    |
| 管理费用            | 591    | 676    | 681    | 692    | 880    |
| 研发费用            | 665    | 992    | 995    | 1,027  | 1,369  |
| 财务费用            | -119   | 195    | 1,194  | 1,344  | 1,494  |
| <b>除税前溢利</b>    | 646    | 434    | 810    | 1,844  | 2,557  |
| 所得税             | -48    | -4     | -7     | -15    | -21    |
| <b>净利润</b>      | 694    | 437    | 817    | 1,859  | 2,578  |
| 少数股东损益          | 2      | 143    | 245    | 390    | 387    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 692    | 294    | 572    | 1,469  | 2,192  |
| EBIT            | 527    | 629    | 2,004  | 3,187  | 4,051  |
| EBITDA          | 1,487  | 2,379  | 2,004  | 3,187  | 4,051  |
| EPS (元)         | 0.44   | 0.17   | 0.32   | 0.83   | 1.24   |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2022A   | 2023A   | 2024E  | 2025E   | 2026E   |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>     |         |         |        |         |         |
| 营业收入            | 198.88% | 32.54%  | 20.01% | 21.93%  | 23.75%  |
| 归属母公司净利润        | 393.92% | -57.44% | 94.26% | 156.81% | 49.23%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |        |         |         |
| 毛利率             | 10.32%  | 13.00%  | 15.00% | 15.50%  | 16.00%  |
| 销售净利率           | 3.39%   | 1.09%   | 1.76%  | 3.72%   | 4.48%   |
| ROE             | 2.01%   | 0.85%   | 1.62%  | 4.01%   | 5.64%   |
| ROIC            | 0.95%   | 0.84%   | 2.48%  | 3.64%   | 4.26%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |        |         |         |
| 资产负债率           | 54.04%  | 56.00%  | 59.56% | 62.51%  | 65.12%  |
| 净负债比率           | 16.30%  | 46.00%  | 84.70% | 106.25% | 112.80% |
| 流动比率            | 1.14    | 0.87    | 0.55   | 0.45    | 0.50    |
| 速动比率            | 0.72    | 0.64    | 0.31   | 0.20    | 0.24    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |        |         |         |
| 总资产周转率          | 0.32    | 0.28    | 0.29   | 0.32    | 0.35    |
| 应收账款周转率         | 4.15    | 4.05    | 4.17   | 4.20    | 4.23    |
| 应付账款周转率         | 1.31    | 1.13    | 1.27   | 1.29    | 1.30    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |        |         |         |
| 每股收益            | 0.44    | 0.17    | 0.32   | 0.83    | 1.24    |
| 每股经营现金流         | 1.19    | 1.64    | 1.39   | 2.31    | 2.97    |
| 每股净资产           | 19.40   | 19.55   | 19.86  | 20.69   | 21.92   |
| <b>估值比率</b>     |         |         |        |         |         |
| P/E             | 38.15   | 98.54   | 55.86  | 21.75   | 14.58   |
| P/B             | 0.87    | 0.84    | 0.91   | 0.87    | 0.82    |
| EV/EBITDA       | 24.60   | 21.16   | 35.89  | 26.37   | 22.26   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com