

电池	收盘价 港元 19.56	目标价 港元 24.77个	潜在涨幅 +26.6%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 3 月 27 日

中创新航 (3931 HK)

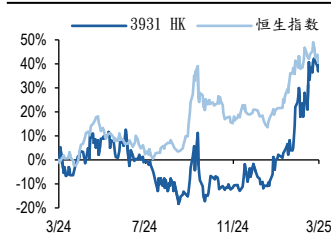
海外业务进展提速，纳入港股通改善流动性；维持买入

中创新航 2024 年净利润同比增长 93%，符合业绩指引。公司接连获得海外订单，1Q25 出货量增速显著，规模效应下盈利能力有望持续改善。纳入港股通有助于提升股票流动性，上调目标价至 24.77 港元，维持买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	19.60
52周低位 (港元)	11.26
市值 (百万港元)	11,964.27
日均成交量 (百万)	2.28
年初至今变化 (%)	52.10
200天平均价 (港元)	13.74

资料来源: FactSet

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

④ 储能业务增速显著，整体盈利能力改善。2024 年中创新航收入 277.5 亿元（人民币，下同），同比增长 2.8%，主要得益于出货量增长；根据 SNE Research 数据，2024 年中创新航全球动力电池装机量 44GWh（vs 2023 年 34GWh），储能出货量 20GWh（vs 2023 年 8GWh）。其中动力电池收入同比-12.1%至 195.5 亿元，储能电池收入同比+72.4%至 82 亿元，储能收入占比提升至 30%（vs 2023 年 18%）。尽管电池价格下行，但公司盈利能力改善，2024 年公司净利润 8.4 亿元，同比提升 93%，符合业绩指引；毛利率和归母净利率分别同比提升 2.9/1.0 个百分点至 15.9%/2.1%，我们认为主要得益于规模效应和技术提升。

④ 陆续获得海外订单，2025 年海外出货量值得期待。2024 年下半年以来，中创新航陆续获得海外储能订单和动力电池定点：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电芯；2）2024 年 11 月，中创新航为英国 Thorpe Marsh 和 West Burton C 两座标杆电站提供 314Ah 储能电芯，订单规模达 4.4GWh。3）动力电池方面，中创新航已与多家国际车企就新平台项目达成合作，获得多个定点订单。根据高工锂电数据，中创新航 2025 年 1 季度动储电池出货量预计达 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。

④ 入港股通增加流动性，调升目标价至 24.77 港元。考虑到中创新航海外出货量增速强劲以及规模效应下盈利能力有望持续改善，我们上调公司 2025-26 年收入预测 1-2%至 411.8 亿/495.3 亿元，并上调归母净利润 11-24%至 11.4 亿/18.7 亿元。2025 年 3 月 10 日起，中创新航被正式纳入港股通，我们认为入通有助于提升公司股票的流动性，因此降低了对中创新航的交易流动性折价，基于 DCF 模型，调升目标价至 24.77 港元（原为 15.59 港元），维持买入评级。

盈利预测变动

	2025E			2026E			2027E		
(人民币百万)	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	41,176	40,957	1%	49,528	48,343	2%	57,369	-	-
毛利润	6,788	5,796	17%	8,331	7,072	18%	9,853	-	-
毛利率	16.5%	14.2%	2.3ppt	16.8%	14.6%	2.2ppt	17.2%	-	-
归母净利润	1,141	1,025	11%	1,866	1,507	24%	2,780	-	-
归母净利率	2.8%	2.5%	0.3ppt	3.8%	3.1%	0.7ppt	4.8%	-	-

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中创新航 DCF 模型

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	2,285	3,383	4,722	5,860	6,453	6,914	7,319	7,744	8,186	8,647
减：所得税	(114)	(169)	(236)	(293)	(323)	(346)	(366)	(387)	(409)	(432)
加：折旧摊销	4,252	4,548	4,829	4,971	4,831	4,673	4,498	4,332	4,175	4,025
减：资本性支出	(10,200)	(10,200)	(7,700)	(2,200)	(1,700)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
减：运营资本变动	1,095	(257)	(796)	(1,056)	(1,338)	(1,529)	(1,634)	(1,721)	(1,810)	(1,904)
自由现金流	(2,682)	(2,696)	819	7,282	7,924	8,512	8,617	8,768	8,941	9,136
自由现金流现值	28,774									
终值现值	41,845									
企业价值	70,618									
净现金	-40,091									
少数股东权益	13,359									
股权价值 (百万人民币)	43,886									
股权价值 (百万港元)	48,762									
股份数量 (百万)	1772									
每股价值 (港元)	27.52									
交易流动性折价	10%									
目标价 (港元)	24.77									

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.1
税前债务成本	5.0%
预期债权比例	30%
有效税率	15%
WACC	10.2%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 中创新航 (3931 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3931 HK	中创新航	买入	19.56	24.77	26.6%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	256.92	314.11	22.3%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	48.35	56.51	16.9%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	22.24	29.07	30.7%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	中性	10.64	14.25	34.0%	2024 年 12 月 02 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	15.02	19.84	32.1%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	62.00	53.74	-13.3%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.00	6.24	-10.9%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.80	26.49	21.5%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.78	18.60	17.9%	2024 年 03 月 14 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	398.40	503.25	26.3%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	34.30	48.96	42.8%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.18	22.50	31.0%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	81.35	134.69	65.6%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	14.72	17.36	17.9%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	102.70	93.62	-8.8%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.18	3.34	5.0%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 3 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,006	27,752	41,176	49,528	57,369
主营业务成本	(23,494)	(23,342)	(34,388)	(41,197)	(47,516)
毛利	3,512	4,410	6,788	8,331	9,853
销售及管理费用	(1,019)	(1,873)	(2,265)	(2,496)	(2,582)
研发费用	(992)	(1,418)	(2,059)	(2,229)	(2,295)
其他经营净收入/费用	(736)	86	(180)	(224)	(255)
经营利润	764	1,205	2,285	3,383	4,722
财务成本净额	(330)	(415)	(660)	(722)	(750)
应占联营公司利润及亏损	(0)	(0)	0	0	0
税前利润	434	790	1,625	2,661	3,972
税费	4	53	5	5	0
非控股权益	(143)	(252)	(489)	(800)	(1,192)
净利润	294	591	1,141	1,866	2,780
作每股收益计算的净利润	294	591	1,141	1,866	2,780

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,774	9,059	8,025	6,987	7,541
应收账款及票据	6,829	8,414	12,024	14,379	16,661
存货	7,126	5,263	8,508	10,488	12,300
其他流动资产	10,382	12,869	13,209	13,209	13,209
总流动资产	32,111	35,605	41,767	45,063	49,710
物业、厂房及设备	67,695	81,005	86,955	92,607	95,477
无形资产	1,358	1,481	1,290	1,261	1,235
其他长期资产	4,265	4,382	4,412	4,441	4,469
总长期资产	73,318	86,868	92,657	98,309	101,181
总资产	105,429	122,473	134,424	143,372	150,891
短期贷款	8,115	18,960	18,960	18,960	18,960
应付账款	19,959	19,487	27,626	31,908	35,455
其他短期负债	8,748	7,138	7,319	7,319	7,319
总流动负债	36,821	45,584	53,905	58,187	61,734
长期贷款	21,056	27,156	29,156	31,156	31,156
其他长期负债	1,166	1,679	1,679	1,679	1,679
总长期负债	22,222	28,835	30,835	32,835	32,835
总负债	59,043	74,419	84,740	91,023	94,569
股本	1,772	1,772	1,772	1,772	1,772
储备及其他资本项目	32,874	33,412	34,553	36,419	39,199
股东权益	34,646	35,184	36,325	38,191	40,971
非控股权益	11,740	12,870	13,359	14,159	15,350
总权益	46,386	48,054	49,684	52,350	56,322

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	434	790	1,625	2,661	3,972
折旧及摊销	1,750	3,569	4,252	4,548	4,829
营运资本变动	(1,116)	(1,064)	1,095	(257)	(796)
利息调整	195	420	660	722	750
税费	(88)	53	5	5	0
其他经营活动现金流	1,725	(656)	189	205	249
经营活动现金流	2,900	3,113	7,826	7,883	9,004
资本开支	(18,071)	(16,807)	(10,200)	(10,200)	(7,700)
其他投资活动现金流	(1,859)	44	51	45	40
投资活动现金流	(19,930)	(16,763)	(10,149)	(10,155)	(7,660)
负债净变动	10,497	16,946	2,000	2,000	0
权益净变动	4,400	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(999)	(2,012)	(711)	(767)	(790)
融资活动现金流	13,898	14,934	1,289	1,233	(790)
汇率收益/损失	34	0	0	0	0
年初现金	10,872	7,774	9,059	8,025	6,987
年末现金	7,774	9,059	8,025	6,987	7,541

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.166	0.334	0.644	1.053	1.569
全面摊薄每股收益	0.166	0.334	0.644	1.053	1.569
每股账面值	19.550	19.835	20.414	21.264	21.264
利润率分析(%)					
毛利率	13.0	15.9	16.5	16.8	17.2
EBITDA利润率	9.3	17.2	15.9	16.0	16.6
EBIT利润率	2.8	4.3	5.5	6.8	8.2
净利率	1.1	2.1	2.8	3.8	4.8
盈利能力(%)					
ROA	0.3	0.5	0.8	1.3	1.8
ROE	0.6	1.2	2.3	3.6	4.9
ROIC	0.4	0.6	1.2	1.8	2.6
其他					
净负债权益比(%)	46.1	77.1	80.7	82.4	75.6
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转天数	110.7	110.7	110.7	110.7	110.7
应收账款周转天数	92.3	94.3	96.3	98.3	100.3
应付账款周转天数	310.1	300.1	290.1	280.1	270.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。