西牛证券 WESTBULL SECURITIES | 研究報告

2025 年 8 月 11 日

## 中創新航 | 03931.HK

更新報告

# 利潤率預期具進一步提高的空間

| 評級 | 目標價 |
|---|---|
| 買入 | HK$ 25.30 |

上半財年出貨成績亮麗：中創新航(03931.HK)發盈喜，宣佈 2025 年上半年淨利潤較去年同期增長 70% - 90%至 7.1 億元人民幣 - 7.9 億元人民幣，增長幅度可能高於第一季度的 75.4%。2025 年第一季度，中創新航(03931.HK)總收入同比增長約 42.0%至 69.0 元億人民幣，按該成長幅度計算，集團動力電池的銷售價格相較市場平穩，並未跟隨市場價格下滑。第二季集團緊隨市場步伐，裝車量增長保持強勁。根據市場統計，2025 年上半年集團於中國地區的動力電池裝車量達到 19.5GWh，同比增長 40.7%，至六月份市佔率大幅上升至 7.5%。

2025 年中國動力電池銷售量顯著上升，上半年約為 485.5GWh，較去年同期增長 51.6%，其中磷酸鐵鋰電池及三元電池銷售量分別為 354.8GWh 及 129.8GWh。同期，中國動力電池出口量約為 81.6GWh，同比增長 26.5%。動力電池需求增長主要來自於新能源汽車需求成長帶動，2025 年中國新能源乘用車零售銷售同比增加 33.3%至 546.8 萬輛。根據乘聯會的數字，6 月份新能源車滲透率進一步上升至 53.3%，同時新勢力品牌的零售份額保持於約 20%的高水平。

新勢力交付量增長為集團帶來積極的動力，同時集團於部份新勢力品牌的滲透率亦進一步提高，其中與小鵬及零跑的合作亦擴展至新的產品線。此外，集團於商用車亦取得理想的進展，全年銷售量很可能超出年初 10GWh 的目標。新項目方面，集團已與多名客戶進行接洽，當中預計成為小米汽車第三款車型的主要供應商之一，並取得韓系車廠一份規模比較大的海外訂單。

儲能業務穩定成長：中創新航(03931.HK)在儲能方面保持增長，按月出貨量大幅成長，保持滿產滿銷的狀態，有望實現全年 45GWh 的全年出貨目標。儲能電池的出貨量仍然受到產能的限制，伴隨產能釋放、新客戶及直供比例的增加，儲能業務預計能夠保持較高的增速，同時利潤率亦得到改善。

利潤率預期具進一步提高的空間：受惠於出貨量提升及穩健的價格水平，我們上調集團的營收預測，並預計集團的利潤水平在規模效應及直供比例提高的帶動下得以持續改善。特別是 2026 – 2027 年將有較大型的新項目導入，並預計有利於提升集團的利潤水平。因此我們維持對集團「買入」的評級，並提高目標價至每股 25.30 港元。


敖曉風, Brian, CFA

高級分析師

brianngo@westbullsec.com.hk

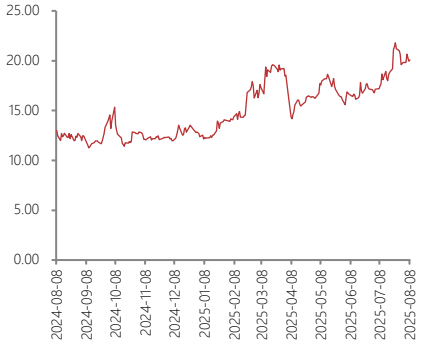
+852 3896 2965

香港上環德輔道中 199 號無限極廣場 2701 – 2703 室


| 中創新航 (03931.HK) | |
|---|---|
| 評級 | 買入 (買入) |
| 目標價 | HK$ 25.30 (HK$ 16.64) |
| 現價 | HK$ 20.08 |
| 52-周波幅 | HK$ 11.02 – 23.65 |
| 市值 (港元, 十億) | 36.0 |

| 人民幣, 百萬 | 24(A) | 25(E) | 26(E) | 27(E) |
|---|---|---|---|---|
| 收入 | 27,751.5 | 43,126.0 | 57,249.0 | 73,106.4 |
| 毛利 | 4,409.9 | 7,687.9 | 10,410.0 | 13,793.8 |
| 毛利率 | 15.9% | 17.8% | 18.2% | 18.9% |
| 歸母淨利潤 | 591.2 | 1,377.7 | 2,059.9 | 3,096.9 |
| 每股盈利 | 0.334 | 0.777 | 1.162 | 1.747 |

| 股價表現 | 1 個月 | 3 個月 | 半年 | 一年 |
|---|---|---|---|---|
| 絕對值 | 15.1% | 14.2% | 39.6% | 54.2% |
| 相對恒指 | 12.2% | 5.1% | 22.0% | 7.1% |



## 同業比較

| | | 市值 | 市盈率 | 預測市盈率 | 市賬率 | 市銷率 | 總收入 | 毛利率 | 股本回報率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | (港元，百萬) | (x) | (x) | (x) | (x) | (港元，百萬) | (%) | (%) |
| 00666.HK | 瑞浦蘭鈞 | 26,047.4 | - | - | 0.3 | 1.3 | 19,286.8 | 4.1 | (10.8) |
| 01211.HK | 比亞迪 | 1,026,640.7 | 19.9 | - | 4.2 | 1.1 | 842,204.1 | 19.4 | 24.8 |
| 002074.CH | 國軒高科 | 57,346.4 | 41.8 | - | 2.0 | 1.4 | 38,356.8 | 18.0 | 4.9 |
| 300014.CH | 億緯鋰能 | 98,081.4 | 21.8 | - | 2.3 | 1.7 | 52,687.2 | 17.4 | 11.0 |
| 300207.CH | 欣旺達 | 42,634.8 | 25.5 | - | 1.6 | 0.7 | 60,713.8 | 15.2 | 6.5 |
| 300750.CH | 寧德時代 | 1,331,100.0 | 19.9 | - | 4.1 | 3.1 | 392,340.1 | 24.4 | 23.8 |
| 688567.CH | 孚能科技 | 22,232.9 | - | - | 2.1 | 1.8 | 12,659.0 | 11.3 | (2.7) |
| | 平均值 | *372,012.0* | *25.8* | - | *2.4* | *1.6* | *202,606.8* | *15.7* | *8.2* |
| 03931.HK | 中創新航 | 35,587.8 | 55.1 | 30.1 | 0.9 | 1.2 | 30,076.4 | 15.9 | 1.7 |

*資料來源: 彭博、西牛證券*

## 風險因素

- 動力電池價格持續走弱
- 國內新能源汽車需求增長放緩
- 儲能電池產能未能提升
- 國際關稅調整對海外業務造成影響
- 新項目進度未能如預期

## 財務報表

損益表

| (人民幣，百萬) | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
|---|---|---|---|---|
| 總收入 | 27,751.5 | 43,126.0 | 57,249.0 | 73,106.4 |
| *按年增長* | *2.8%* | *55.4%* | *32.7%* | *27.7%* |
| 直接成本 | (23,341.6) | (35,438.1) | (46,839.0) | (59,312.6) |
| 毛利 | 4,409.9 | 7,687.9 | 10,410.0 | 13,793.8 |
| 其他收入 | 218.5 | 27.7 | (67.6) | (166.7) |
| 經營開支 | (3,423.0) | (5,150.2) | (6,679.7) | (8,356.3) |
| 經營溢利 | 1,205.4 | 2,565.4 | 3,662.8 | 5,270.9 |
| 淨財務成本 | (415.1) | (495.8) | (568.4) | (618.9) |
| 聯營及合營公司 | (0.1) | (0.1) | (0.2) | (0.2) |
| 稅前利潤 | 790.2 | 2,069.5 | 3,094.2 | 4,651.8 |
| 稅項 | 53.4 | (103.5) | (154.7) | (232.6) |
| 淨利潤 | 843.6 | 1,966.0 | 2,939.5 | 4,419.2 |
| *按年增長* | *93.0%* | *133.0%* | *49.5%* | *50.3%* |

資產負債表

| (人民幣，百萬) | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
|---|---|---|---|---|
| 固定資產 | 81,005.5 | 87,057.1 | 91,988.2 | 94,399.9 |
| 無型資產 | 1,480.5 | 1,610.6 | 1,765.3 | 1,895.1 |
| 商譽 | - | - | - | - |
| 其他非流動資產 | 4,382.0 | 4,440.0 | 4,484.3 | 4,598.7 |
| 非流動資產 | 86,868.0 | 93,107.7 | 98,237.9 | 100,893.8 |
| | | | | |
| 庫存 | 5,263.4 | 6,536.0 | 7,573.7 | 8,591.4 |
| 應收款項 | 8,414.3 | 9,051.5 | 9,837.7 | 11,170.0 |
| 現金及現金等物 | 9,058.6 | 9,575.2 | 10,612.0 | 11,931.8 |
| 其他流動資產 | 12,869.1 | 14,199.2 | 15,476.4 | 17,341.5 |
| 流動資產 | 35,605.4 | 39,361.9 | 43,499.7 | 49,034.7 |
| | | | | |
| 總資產 | 122,473.4 | 132,469.6 | 141,737.6 | 149,928.5 |
| | | | | |
| 長期借貸 | 27,156.3 | 31,654.9 | 35,018.4 | 36,913.1 |
| 其他非流動負債 | 1,678.9 | 1,688.5 | 1,696.3 | 1,699.6 |
| 非流動負債 | 28,835.2 | 33,343.4 | 36,714.7 | 38,612.7 |
| | | | | |
| 應付款項 | 19,486.5 | 20,286.7 | 21,106.9 | 22,181.9 |
| 短期借貸 | 18,960.1 | 21,129.8 | 22,365.6 | 22,574.5 |
| 其他流動負債 | 7,137.7 | 7,662.3 | 8,534.7 | 9,092.7 |
| 流動負債 | 45,584.3 | 49,078.8 | 52,007.2 | 53,849.1 |
| | | | | |
| 總負債 | 74,419.5 | 82,422.2 | 88,721.9 | 92,461.8 |
| | | | | |
| 非控股股東權益 | 12,870.1 | 13,458.3 | 14,337.9 | 15,660.2 |
| 控股股東權益 | 35,183.8 | 36,589.0 | 38,677.8 | 41,806.5 |
| 總權益 | 48,053.9 | 50,047.4 | 53,015.7 | 57,466.7 |

| 現金流量表<br>(人民幣，百萬) | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
|---|---|---|---|---|
| 稅前溢利 | 790.2 | 2,069.5 | 3,094.2 | 4,651.8 |
| 財務成本 | 415.1 | 495.8 | 568.4 | 618.9 |
| 財務收入 | (154.8) | (253.4) | (261.4) | (277.5) |
| 折舊及攤銷 | 2,414.6 | 4,893.7 | 5,948.4 | 6,824.7 |
| 其他 | 344.8 | 332.9 | 405.6 | 473.8 |
| 營運資金變動 | (696.8) | (1,298.4) | (770.5) | (1,986.5) |
| 經營現金流 | 3,113.1 | 6,240.2 | 8,984.8 | 10,305.1 |
| | | | | |
| 淨資本開支 | (16,586.5) | (11,079.0) | (11,037.9) | (9,369.2) |
| 其他 | (1,697.0) | 165.9 | 186.7 | 128.4 |
| 投資現金流 | (18,283.5) | (10,913.1) | (10,851.2) | (9,240.8) |
| | | | | |
| 股份發行 | - | - | - | - |
| 淨借貸 | 16,400.2 | 6,668.3 | 4,599.3 | 2,103.7 |
| 利息支出 | (1,088.0) | (1,461.9) | (1,676.6) | (1,826.3) |
| 股息支出 | - | - | - | - |
| 其他 | 1,081.4 | (16.9) | (19.4) | (21.7) |
| 融資現金流 | 16,393.6 | 5,189.5 | 2,903.2 | 255.6 |
| | | | | |
| 股本自由現金流 | 1,838.8 | 367.6 | 869.6 | 1,213.2 |
| 公司自由現金流 | (13,399.9) | (4,911.9) | (2,136.9) | 844.6 |

| 財務比率 | 2024 (A) | 2025 (E) | 2026 (E) | 2027 (E) |
|---|---|---|---|---|
| 毛利率 | 15.9% | 17.8% | 18.2% | 18.9% |
| 經營溢利率 | 4.3% | 5.9% | 6.4% | 7.2% |
| 淨利潤率 | 3.0% | 4.6% | 5.1% | 6.0% |
| 核心 EBITDA 利潤率 | 13.4% | 17.5% | 17.2% | 17.0% |
| 股本回報比率 | 1.8% | 4.0% | 5.7% | 8.0% |
| 資產回報比率 | 0.7% | 1.5% | 2.1% | 3.0% |
| 流動比率 | 78.1% | 80.2% | 83.6% | 91.1% |
| 速動比率 | 62.7% | 49.0% | 49.7% | 53.0% |
| 現金比率 | 19.9% | 19.5% | 20.4% | 22.2% |
| 債務權益比率 | 96.0% | 105.5% | 108.2% | 103.5% |
| 淨債務權益比率 | 77.1% | 86.3% | 88.2% | 82.8% |
| 庫存周轉天數 | 96.9 | 60.8 | 55.0 | 49.7 |
| 應收賬款周轉天數 | 79.4 | 62.3 | 51.4 | 45.3 |
| 應付賬款周轉天數 | 308.4 | 204.8 | 161.3 | 133.2 |

*資料來源: 公司資料、西牛證券*

.

*西牛證券是香港一家主要服務香港上市公司的券商，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式: Alphasense、FactSet、Capital IQ、Refinitiv、Wind、Choice、慧博投研資訊、同花順及發現報告。*

西牛證券評級:

| | |
|---|---|
| 強烈買入 | ：未來12個月絕對增長超過50% |
| 買入 | ：未來12個月絕對增長超過10% |
| 持有 | ：未來12個月絕對回報在-10%至+10% |
| 沽售 | ：未來12個月絕對下降超過10% |
| 強烈沽售 | ：未來12個月絕對下降超過50% |

投資者應在閱讀本報告時假設西牛證券正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明: 本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解， 並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明:

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中資訊已經由西牛證券有限公司(簡稱為"西牛證券")的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是西牛證券或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發佈日時西牛證券發佈，且可在不通知前提下予以變更。西牛證券或任何其他人都不為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。西牛證券和其高級職員、董事和雇員，包括本報告準備和發佈過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票; (2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係; 和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發佈之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告資訊或者依據此資訊行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什麼原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由西牛證券發佈。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多資訊，請聯繫西牛證券在其當地所設立之分支機構。

西牛證券有限公司版權所有©。保留所有權利。