

中创新航（03931.HK）

动储发力出货高增，盈利改善拐点明确

买入（首次）

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,006	27,752	41,517	53,022	62,656
同比(%)	32.54	2.76	49.60	27.71	18.17
归母净利润（百万元）	294.38	591.20	1,300.57	2,132.90	3,091.40
同比(%)	(57.44)	100.83	119.99	64.00	44.94
EPS-最新摊薄（元/股）	0.17	0.33	0.73	1.20	1.74
P/E（现价&最新摊薄）	108.37	53.96	24.53	14.96	10.32

投资要点

- **深耕动力电池及储能系统，业绩持续高增。**中创新航是国内动力电池及储能系统企业，深耕行业十余年，动力电池装机量稳居全球前四、国内前三。公司 20-24 年营收 CAGR 达 77%，净利润 CAGR 约 227%，24 年储能业务收入同比大增 72%，成为核心增长引擎。技术层面，公司布局全产业链专利，覆盖 5C 超充、高锰铁锂、半固态电池等前沿领域，客户涵盖小鹏、广汽、吉利等头部车企。产能方面，国内布局合肥、武汉、成都、江门、眉山等重点基地建设，海外布局葡萄牙、泰国基地，25 年拟斥资 12 亿元控股传感器企业苏奥传感，强化产业链协同。
- **动力+储能双轮驱动，公司成长动能强劲。**公司 25H1 销量超过 45gwh，全年销量有望超过 110gwh，同比增 60%+。其中，动力 65GWh，同比+44%，储能出货量 45-50GWh，同比+80%-100%，展望 2026 年公司销量有望维持 20-30%增长。动力电池方面，25 年 1-6 月公司国内装机 19.5GWh，稳居第三，全球装机量达 21.8GWh，位列第四，乘用车客户结构持续优化，已绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，并切入现代、大众、丰田等海外头部品牌，配套份额不断扩大；商用车领域亦深度绑定吉麦、奇瑞等核心客户，市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势，产品结构持续升级，海外项目加速落地，已服务南非、智利等大型项目并绑定阳光电源等龙头客户，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。
- **盈利改善趋势明确，技术领先构筑护城河。**锂电池价格已触底，25H1 部分储能产品价格已略微提升，我们预计公司 25 年动力产品均价 0.4-0.45 元/wh、储能产品均价 0.3-0.35 元/wh，基本稳定。盈利端看，公司产能利用率逐步提升，规模效应显现，毛利率逐季改善，25Q1 已提升至 16%，单 wh 归母净利率提升至近 0.01 元/wh，未来随着高容量产品放量、海外订单交付加快，公司盈利弹性有望释放，未来有望提升至 0.02 元/wh+。
- **盈利预测与投资评级：**公司深耕行业十余年，动力电池装机量稳居全球前四、国内前三，客户结构持续优化，绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势，海外项目加速落地，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 13.01/21.33/30.91 亿元，同比+119.99%/64.00%/44.94%，价对应 PE 分别为 25/15/10 倍，给予公司 2026 年 25 倍 PE，对应股价约 30 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、原材料价格波动、产能投放不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	22.70
一年最低/最高价	11.02/23.65
市净率(倍)	1.03
港股流通市值(百万港元)	12,657.44

基础数据

每股净资产(元)	20.11
资产负债率(%)	62.61
总股本(百万股)	1,772.30
流通股本(百万股)	611.67

内容目录

1. 深耕国内动力及储能，业绩实现高速增长	5
1.1. 深耕动力电池多年，国内市场份额领先	5
1.2. 营收保持同比增长，产品竞争能力强	7
1.3. 主营业务：动力与储能双轮驱动成长，多元新能源业务全面开花	10
2. 加速海外拓展全球份额稳步提升，把握储能大趋势快速放量	16
2.1. 动力电池：客户结构优化，海内外放量驱动增长	16
2.2. 储能：绑定龙头客户，持续加码储能	25
2.3. 产能：出货量高增长，产能扩张稳步推进	28
3. 成本优化与技术积累支撑长期成长	31
3.1. 成本下行+规模效应释放，盈利能力持续修复	31
3.2. 技术领先助力中长期持续成长	34
4. 盈利预测与投资建议	35
4.1. 核心假设	35
4.2. 盈利预测	36
5. 风险提示	37

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 24 年末)	6
图 3: 苏奥传感主要产品.....	6
图 4: 核心管理层背景介绍.....	7
图 5: 2019-2025Q1 公司营业收入情况 (亿元)	8
图 6: 2019-2025Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	8
图 7: 2019 年-2024 年公司分产品收入 (亿元) 及增速	8
图 8: 2019 年-2024 年公司营收结构	8
图 9: 2019 年-2025Q1 公司毛利率、净利率情况	9
图 10: 2019-2025Q1 公司毛利率同业对比	9
图 11: 2019-2025Q1 公司净利率同业对比.....	9
图 12: 2019-2025Q1 公司四项费用率	10
图 13: 2019-2025Q1 公司期间费用率同业对比	10
图 14: 动力电池主要产品及状态.....	10
图 15: 公司乘用车主要配套车型.....	11
图 16: 商用车领域主要电池产品.....	12
图 17: 公司商用车主要配套车型.....	12
图 18: 储能主要产品概述.....	13
图 19: 公司储能主要项目	13
图 20: 19 年-25Q1 公司动力及储能出货量 (GWh)	14
图 21: 公司新兴市场主要产品.....	14
图 22: 公司主要客户.....	15
图 23: 前五大客户及最大客户占比.....	15
图 24: 国内电动车总销量 (万辆, 中汽协口径)	16
图 25: 国内电动车月度批发销量 (万辆, 乘联会口径)	16
图 26: 国内电动车月度电池装机量 (GWh)	17
图 27: 动力电池厂商国内装机量 (GWh).....	17
图 28: 动力电池厂商国内市占率.....	17
图 29: 全球动力电池装机量 (GWh) 及环比增速	18
图 30: 动力电池厂商全球装机量 (GWh)	19
图 31: 动力电池厂商全球市占率.....	19
图 32: 欧洲电动车销量 (万辆) 及渗透率.....	19
图 33: 欧洲动力电池市场格局.....	19
图 34: 其他地区电动车销量 (辆) 及同比增速.....	20
图 35: 其他地区动力电池市场格局.....	20
图 36: 公司乘用车客户结构拆分.....	21
图 37: 公司商用车客户结构拆分.....	21
图 38: 公司动力电池销量及同比增速.....	21
图 39: 中创新航配套新势力份额变化.....	22
图 40: 中创新航配套自主品牌份额变化.....	22
图 41: 中创新航配套商用车份额变化.....	24
图 42: 国内月度总体储能产量 (GWh) 和环比	25

图 43: 1-5 月国内储能电池厂产量 (GWh) 及份额变化..... 25

图 44: 海外电池产能规划 (GWh) 26

图 45: 24 年海外储能电池及系统竞争格局 (出货端) 27

图 46: 公司储能销量及同比增速..... 27

图 47: 公司 392Ah 储能电芯及 6.25MWh 液冷集装箱..... 27

图 48: 公司动力及储能销量 (GWh) 及同比增速..... 28

图 49: 主流电池企业产能、产能利用率..... 29

图 50: 电池全行业供需平衡表..... 29

图 51: 中创新航国内外主要产能基地..... 30

图 52: 国内三元及铁锂电芯均价变化 (含税, 元/Wh) 31

图 53: 国内电芯成本变化 (含税, 元/Wh) 31

图 54: 主流企业电池盈利情况..... 32

图 55: 主流厂商储能电池收入及盈利情况..... 32

图 56: 公司在德国 EES 储能展发布领先储能新品..... 34

图 57: 公司科研实力..... 35

图 58: 公司收入拆分..... 35

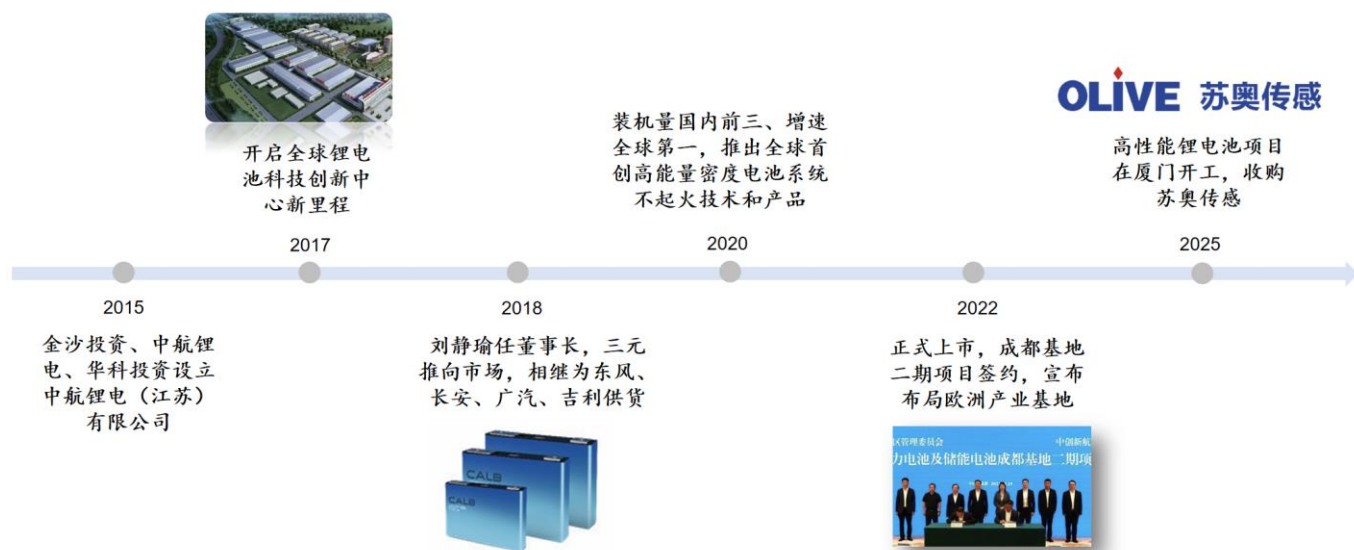
图 59: 可比公司估值 (截至 2025 年 8 月 29 日) 36

1. 深耕国内动力及储能，业绩实现高速增长

1.1. 深耕动力电池多年，国内市场份额领先

国内动力电池头部，市场份额持续提升。2015 年，金沙投资、中航锂电、华科投资设立中航锂电（江苏）有限公司；2018 年，公司开启战略重组和实施战略转型，聚焦乘用车市场；2020 年，公司成为全球唯二同时具备三元、铁锂全球交付能力的企业，并支持客户全系车型首发；2021 年，德国公司、深圳研究院、江苏公司、武汉公司、合肥公司相继成立；2022 年，公司在港交所上市，布局欧洲产业基地，动力与储能市场双驱动；2024 年，公司布局东盟产业基地；2025 年，公司高性能锂电池项目在厦门开工，收购苏奥传感，技术和市占率国内全面领先。

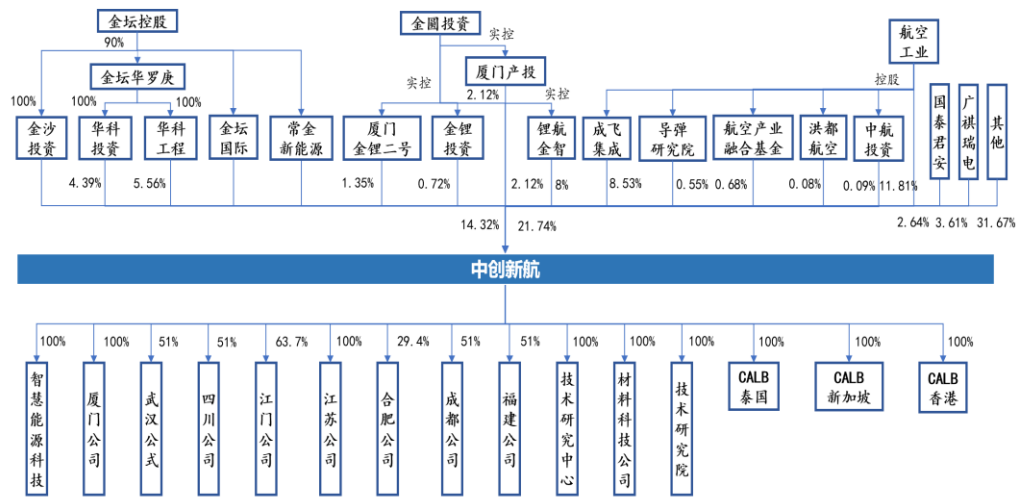
图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构分散，地方国资协同央企资源。公司股权结构呈“地方国资+央企战略入股+产业资本协同”格局，治理稳定、资源协同优势突出。截至24年末，金坛控股、金沙投资等一组地方国资平台合计持股26.02%，构成一致行动关系；厦门金圆集团直接或间接持股14.32%，进一步强化地方资本支持。央企航空工业集团直接及间接持股合计达9.93%，引入高等级产业资源与技术背书，体现国家战略性产业布局导向。尽管股权分散，但治理结构稳健，有利于中长期稳健发展。

图2：公司股权结构（截至 24 年末）



数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

控股苏奥传感，强化产业协同与战略布局。25 年 5 月 6 日，公司通过增持股份至 11%，正式成为苏奥传感的实际控制人及控股股东。同期，原控股股东李宏庆无条件且不可撤销地放弃公司 19.55%的股份，使其持股比例降至 6%。此次控股系公司产业链上下游协同及战略整合的重要进展，丰富了公司产品矩阵，提升供应链整合能力，增加公司在新能源产业链中长期竞争力。

图3：苏奥传感主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

管理层战略前瞻，核心团队经验丰富。董事长刘静瑜具备丰富的国际化管理与央企改革经验，上任后精准把握行业趋势，推动公司在关键节点实现战略转型，明确聚焦乘用车赛道，加速三元电池导入，实现 2019 年快速放量；强调“极致性能、极致成本”，有效抢占市场份额；注重长期可持续发展，强调技术创新与体系效率双轮驱动。**公司核心团队多来自中国航空工业集团旗下天马微电子**，具备扎实的专业基础和丰富的制造管理经验，在严苛质量体系、精益生产、技术攻坚等方面积累深厚，为公司在动力电池行业的快速扩张与高质量交付奠定组织与文化基础。

图4：核心管理层背景介绍

核心团队姓名	核心团队人物简介	核心团队职务
刘静瑜	女，1970 年 4 月出生，东北财经大学管理学硕士，高级会计师，中国注册会计师，注册评估师，注册税务师。现任天马微电子股份有限公司董事，总经理，厦门天马微电子有限公司董事，上海天马有机发光显示技术有限公司董事长。2003 年进入天马微电子股份有限公司，历任天马微电子股份有限公司财务部经理，副总经理兼总会计师。	董事长，总裁，执行董事，总经理
潘芳芳	2017 年 9 月获航空工业授予高级工程师资格。2015 年 12 月 8 日加入集团，2019 年 9 月 5 日获委任高级副总裁及首席技术官，主要负责市场战略、产品战略、研发、知识产权工作，在电池研发方面有超 10 年经验。2011 至 2019 年担任洛阳公司电池材料室主任、电池设计所所长、项目总工程师、副总工程师及首席技术官，负责材料研发、电池产品开发、科研管理、重大项目攻关等工作。	首席技术官，副总裁
戴颖	男，1978 年出生，中国国籍，中南财经大学经济学学士，本科学历。曾任职于蔚深证券，平安保险，大成基金，平安大华基金，天马微电子股份有限公司。现任深圳市同益实业股份有限公司副总经理兼董事会秘书。	副总裁，执行董事，公司秘书
耿言安	男，1982 年 11 月出生，本科学历。现任天马微电子股份有限公司财务总监，驰誉电子有限公司总经理。2007 年加入天马微电子股份有限公司，历任上海天马微电子有限公司财务主管，成都天马微电子有限公司财务经理，财务副总监，上海中航光电子有限公司财务副总监。	副总裁
高艳	2005 年 6 月及 2007 年 12 月获得中南大学管理学学士及硕士学位，专业为会计学。曾任职于天马的财务主管，主要负责天马的会计机构运作。	副总裁
王小强	2006 年 7 月获得郑州大学工学学士学位，专业为材料科学与工程，并于 2009 年 6 月获得北京科技大学工学硕士学位，专业为材料学。2009 年 7 月至 2010 年 10 月期间，其担任山西太钢不锈钢钢管有限公司技术工程师，主要负责车间生产工艺。	副总裁
何凡	2001 年 6 月获得苏州城建环保学院学士学位，专业为环境工程。曾任天马厂务高级经理、厂务副总监及厂务总监，环境安全工程师及环境安全经理，主要负责项目建设及运行管理工作。	副总裁
谢秋	2006 年 6 月获得哈尔滨工程大学工学学士学位，专业为计算机科学与技术。2016 年获航空工业高级工程师资格。2016 年 6 月，因大规模风光储输综合系统锂电储能技术研究项目获洛阳市人民政府授予的洛阳市科学技术进步奖一等奖。	副总裁

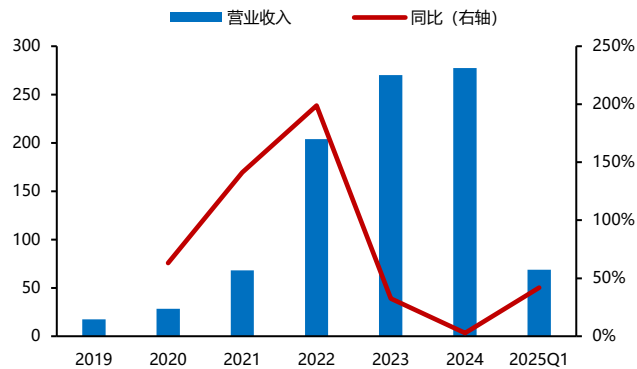
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 营收保持同比增长，产品竞争能力强

20 年以来公司营收维持同增，业绩高速增长。20-24 年公司营收复合增速约 77%，归母净利润复合增速约 227%，主要系储能业务出货量及营收占比提升。24 年公司营收 227.52 亿元，同比+3%，归母净利润 5.91 亿元，同比+101%；25Q1 营收 68.96 亿元，同比+42%，归母净利润 2.3 亿元，同比+36%。**20 年以来，公司储能出货量及营收占比持**

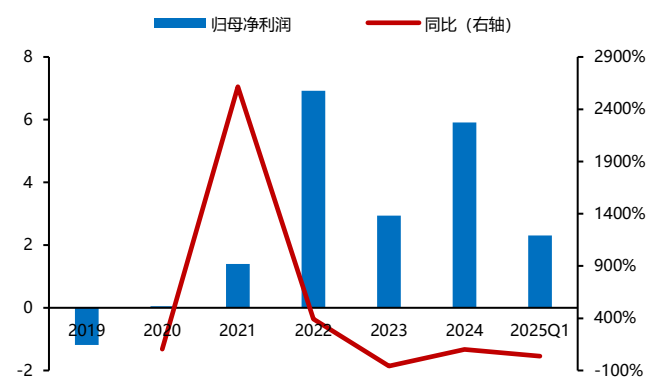
续增长。20-24 年，储能业务营收 CAGR 为 124%，22 年以来，储能营收占比提升，主要系公司持续开拓储能业务领域。20-24 年，公司动力电池业务收入 CAGR 为 67%，24 年收入同降主要系电池价格下降。

图5：2019-2025Q1 公司营业收入情况（亿元）



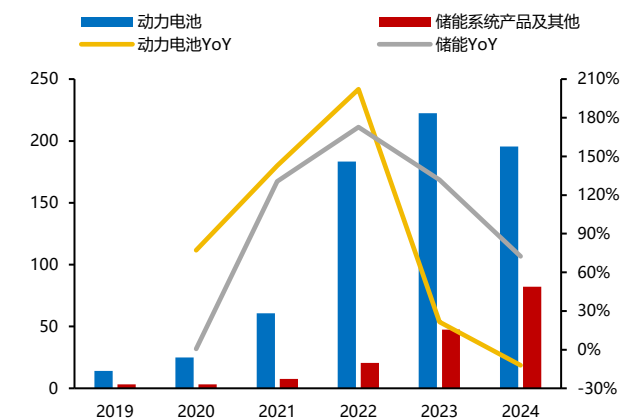
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2019-2025Q1 公司归母净利润情况（亿元）



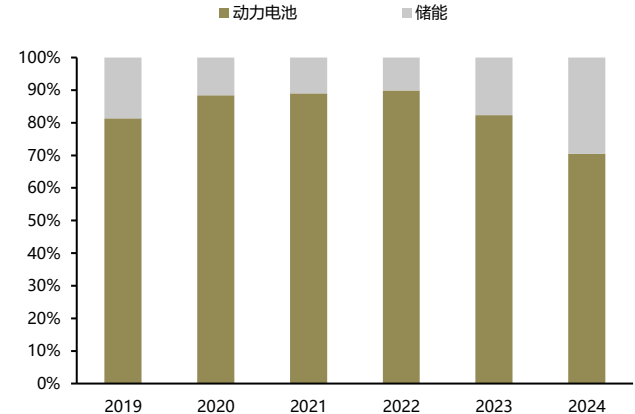
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2019 年-2024 年公司分产品收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

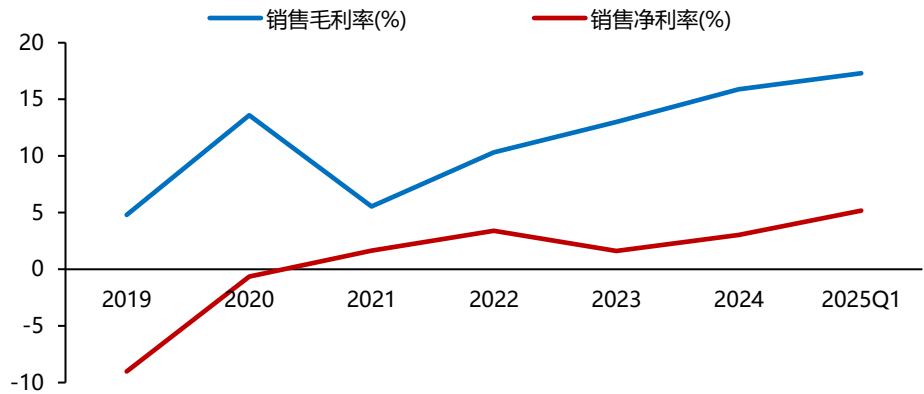
图8：2019 年-2024 年公司营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

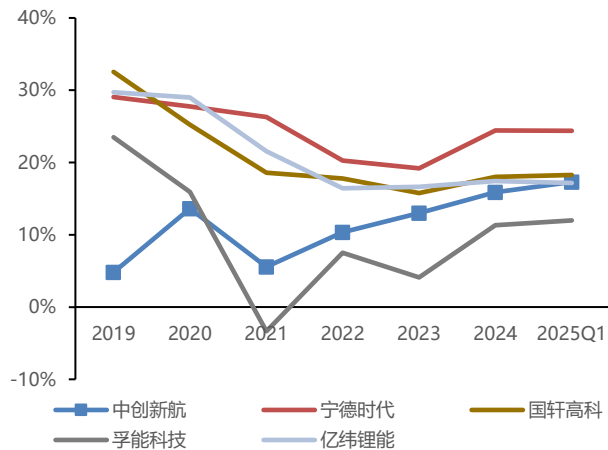
盈利水平稳步提升，位居电池厂领先地位。20-24 年公司毛利率分别为 13.61%/5.54%/10.32%/13%/15.89%，净利率为-0.64%/1.63%/3.40%/1.61%/3.04%，稳步提升。2025Q1 延续增长趋势，毛利率和净利率分别为 17.31%、5.18%。公司利润率增长较快主要系储能产品收入占比及控本能力提升。随着电池级碳酸锂的价格大幅下降，公司原材料成本下降，毛利率仍有增长空间。对比同业，25Q1 公司毛利率仅次于宁德时代（24%）、国轩高科（18%）；净利率仅次于宁德时代（18%）、亿纬锂能（9%），位居第三。除宁德时代外，公司盈利能力已居于头部电池厂商的领先地位。

图9：2019年-2025Q1 公司毛利率、净利率情况



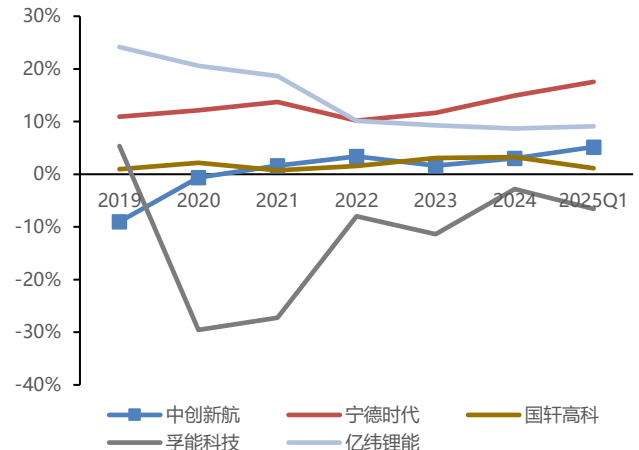
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2019-2025Q1 公司毛利率同业对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

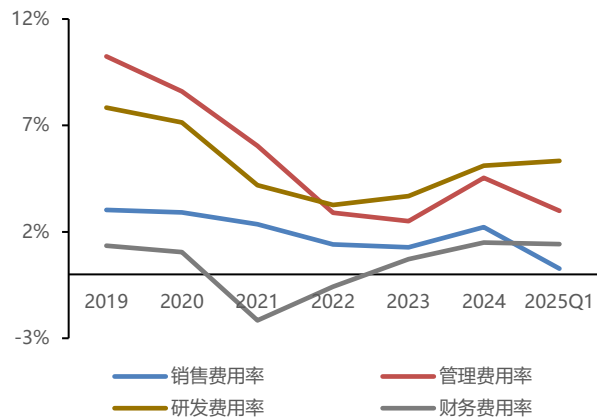
图11：2019-2025Q1 公司净利率同业对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

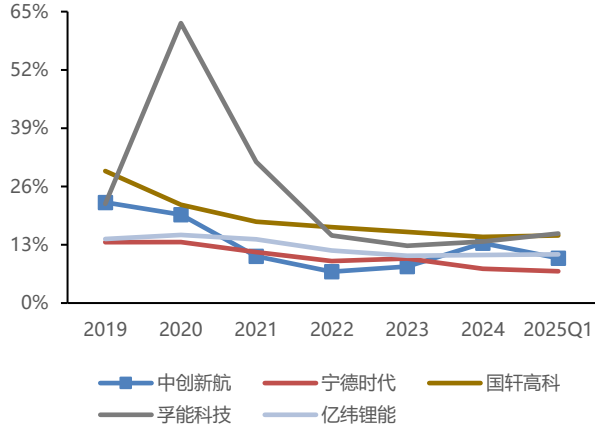
控费能力提升，19年以来费用率有所降低。19年以来，公司销售费用率及管理费用率降低，主要系规模效应释放及内部精细化管理提升效率。22年以来研发费用率提升，主要系公司加大核心技术方向战略投入，夯实产品竞争力。21年以来，财务费用率提升，主要系公司加大债务融资力度以支持扩产与转型。整体看，公司期间费用率自19年以来缓慢降低，体现公司控费能力提升。对比同业，25Q1公司期间费用率为10%，仅高于宁德时代（7.1%），体现公司在降本增效背景下，控费能力显著优化，位于行业前列。

图12：2019-2025Q1 公司四项费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2019-2025Q1 公司期间费用率同业对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 主营业务：动力与储能双轮驱动成长，多元新能源业务全面开花

动力电池业务高质量发展，产品迭代加速落地。公司 800V 5C 中镍高压电池实现 12 分钟快充、已量产交付；高能量密度“顶流”圆柱电池和半固态/全固态电池有望 25 至 27 年陆续量产；R46 大圆柱等产品持续推进商业化。24 年公司动力电池装车量同增 16.6%，全球排名第 4，国内位列第 3，市占率提升。尽管电池均价下行，动力电池收入同降 12.1% 至 195.51 亿元，但在销量持续增长的支撑下，核心业务展现出良好韧性与竞争力。

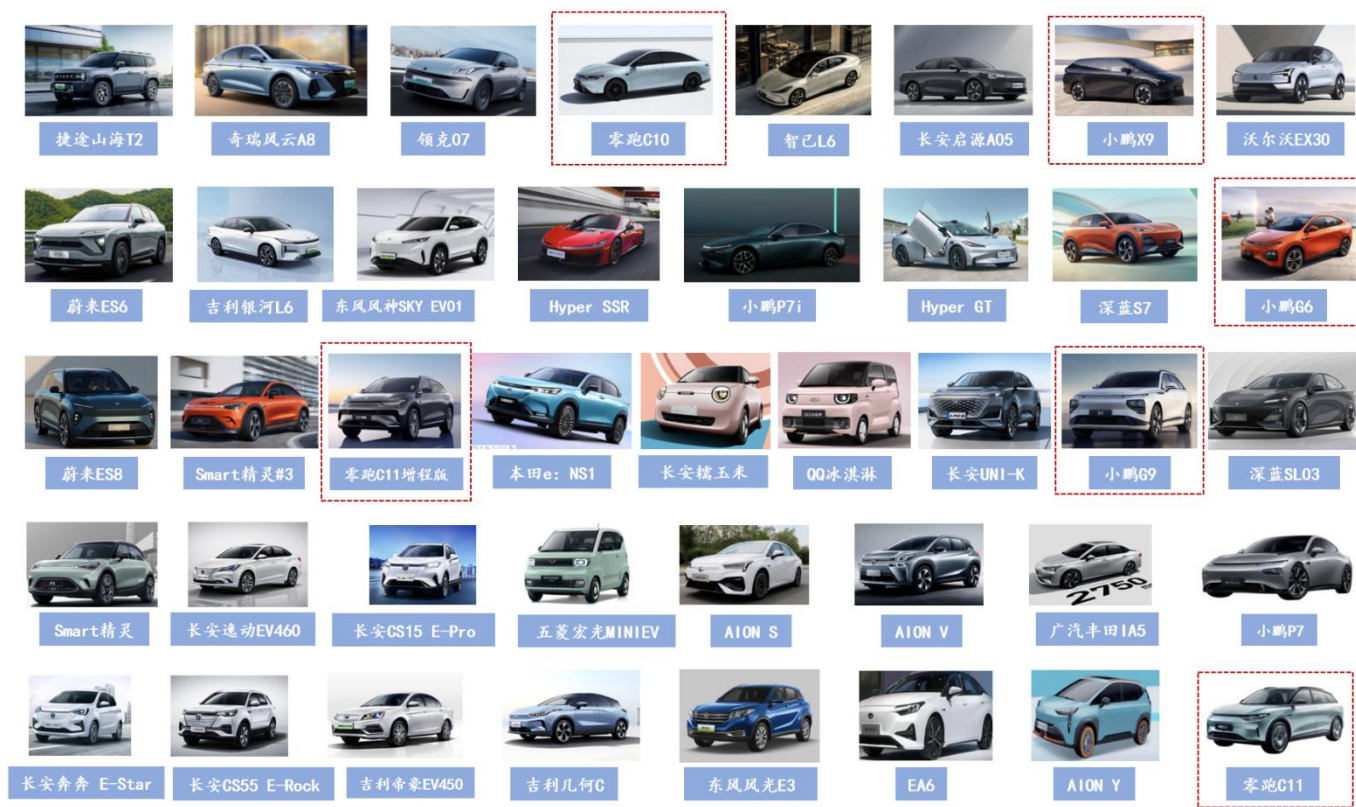
图14：动力电池主要产品及状态

电池体系	产品名称	关键参数	状态/时间点
三元系	800V5C 中镍高压电池	10%→80%快充 12 分钟	已批量交付
	“顶流”圆柱电池（R46）	能量密度：306Wh/kg 与 350Wh/kg	将于 2025/2026 年 批量供货
		面向 eVTOL	
	半固态高能电池	能量密度：400Wh/kg	2025 年实现量产
		循环寿命约 1000 次	
	“无界”全固态电池	能量密度：430Wh/kg	2027 年小批量生产
		容量：50Ah+长寿命高功率	
磷酸盐系	高功率磷酸铁锂 R46 圆柱电池	面向混动市场，兼具高性能与低成本	已批量交付
	800V5C 超充磷酸铁锂电池	快充：10%→80%需 12 分钟适配纯电与混动	已量产
	下一代磷酸锰铁锂电池	能量密度：210Wh/kg	2025 年实现量产
		快充：10%→80%需 15 分钟	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司动力电池主要配套乘用车和商用车。乘用车方面，截至 25 年中，公司累计配套超 200 万辆新能源车，交付超 100GWh，核心客户涵盖小鹏、零跑、吉利、蔚来、长安、东风等，配套热销车型有小鹏 G6、小鹏 G9、零跑 C10、零跑 C11 等，目前已经进入小米、华为体系。24 年公司混动装机量同增近 200%，国际市场获现代、丰田、本田、大众、奥迪等定点，海外装机量翻倍增长。

图15：公司乘用车主要配套车型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

商用车方面，24 年公司新车公告数同增 150%，国内装机量同增 85.2%，配套巴黎奥运会园区车辆，深度绑定奇瑞、福田、地上铁、京东等；海外布局欧洲、印度，英国市占率超 50%，获戴姆勒定点。公司产品持续升级，轻型商用车产品覆盖 30-200 度电，均实现 2C 快充并已批量交付；重型商用车“至远”系列为业内首款量产单包 100 度电系统，能量覆盖 400-800 度电，循环寿命超 4500 次，满足 8 年质保，已批量出货。

图16：商用车领域主要电池产品

类别	产品系列	电量范围	特点描述	状态
轻型商用车	标准箱产品	30-100 度电	全线升级至 2C 倍率充放电	已量产
	“至远” 系列	单包 100-200 度电	满载实测续航 600 公里	已批量交付
重型商用车	“至远” 重卡系统	单包 100 度电起	行业首款量产百度电单包；系统覆盖 400-800 度电；适配多类工况	已批量交付
		系统能量密度 167Wh/kg	循环寿命超 4500 次，满足 8 年质保要求	已批量交付

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：公司商用车主要配套车型

						
吉利远程商用车	厦门金龙	苏州金龙	宇通电动城市公交	英国“鲍里斯”大巴	奇瑞商用车	瑞驰新能源
车型：纯电动物流专用车 电量：38.64KWh/41.86KWh	车型：18米纯电动城市BRT 电量：427KWh 单车最大电量，唯一可配套BRT的供应商	车型：海格8.5米纯电动公交 电量：182.65KWh	车型：10米纯电动城市公交 电量：186.6KWh		车型：纯电动物流专用车 电量：37KWh	车型：纯电动物流车 电量：41.85KWh/50.38KWh 纯电动微面物流车销量冠军车型
						
牵引车	福田欧辉	宇通客车	东风襄旅	UPS物流车	渣土车	金龙客车
车型：牵引车 电量：365.30KWh	车型：10.5米纯电动城市公交 电量：286KWh	车型：10米纯电动城市公交 电量：186.6KWh	车型：8米纯电动城市公交 电量：110KWh	车型：纯电动物流专用车 电量：86KWh	车型：渣土车 电量：284.39KWh	车型：11米纯电动旅游车 电量：182KWh

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司储能核心竞争产品含电芯和储能系统，具有高安全性、长寿命、高效率、高集成度特点。储能电芯涵盖电力储能（314Ah 电芯率先大规模交付）、工商储（覆盖百 kWh 至数十 MWh 全场景，拓展欧美日韩等市场）及户储（出货量突破百 MWh）；储能系统含磷酸铁锂电池模组、电池盒及电池箱，可在发电侧、电网侧及用户侧为客户形成功能性储能系统。24 年，公司储能收入 82 亿元，同增 72.4%，主要系储能业务快速拓展及市场需求释放。24 年公司储能电芯出货量全球第 5，单月出货量突破 5GWh，拿下全球最大储能项目（7.8GWh）订单并完成交付，实现首个自投电站及海外交流侧项目落地。

图18：储能主要产品概述

储能细分领域	主要产品及特点	应用及市场
电力储能场景	314Ah 电芯大规模交付 第二代产品寿命 15000 次，前 1000 次零衰减，度电成本降 25% 392Ah 电芯支持 6.25MWh 集装箱 “至久”600Ah+电芯，能量密度 440Wh/L，支持 20 尺集装箱 6.8MWh+，2000V 高压系统	大型电力储能系统
工商业储能	标准化户外一体柜系统，模块化、积木式设计 支持百 kWh 至数十 MWh 全场景耦合方案	美国、欧洲、日本等 海外主流市场
户用储能	多重保护机制 通过 UL、IEC、CE 认证 兼容低压/高压直流及交直流一体架构 出货量超百 MWh，具备多项战略合作	家庭储能市场

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

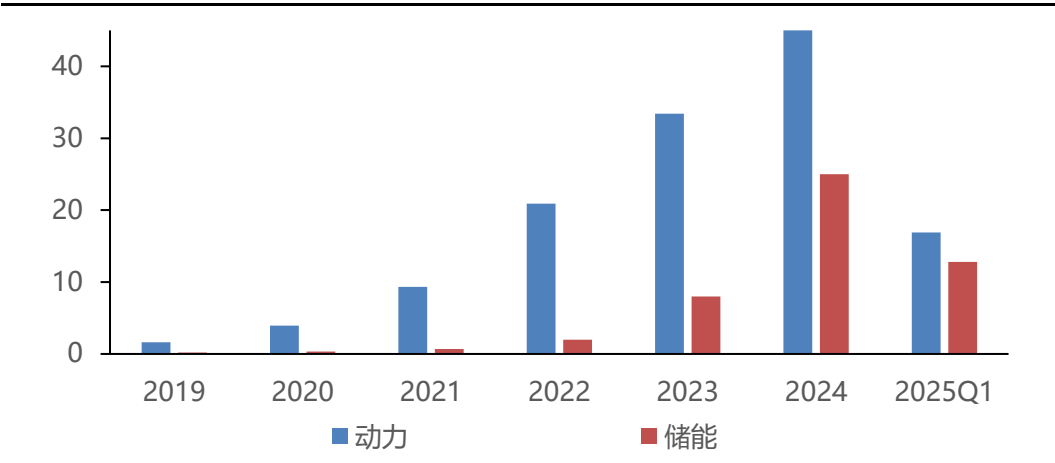
图19：公司储能主要项目

主要项目	项目介绍
三峡&蒙能库布齐 150MW 项目	全国首个千万千瓦级新能源大基地先导工程储能项目
中国三峡 150MW/150MWh 储能电站项目	首个集中式大功率 1P 液冷项目
特变电工新疆巴州若羌县源网荷储项目 30MW/60MWh 储能项目	簇控式精细化管理，有效解决簇间环流，能量效率提升 3%
三峡新能源庆云储能电站示范项目二期	目前国内最大的独立储能电站，助力“德州庆云全域全时段绿电供应示范区”落地
华润洛浦储能项目	100MWh 新疆首个长时储能增配光伏的配套项目
玉门油田储能项目	80MWh 玉门油田在新能源储能项目上实现了“零”的突破
华润阿拉善/乌拉特风储项目	大型 280Ah 高压储能项目 L173F280 储能标准化平台产品集装箱阻沙率≥99%高低温极端沙漠环境的安全使用
国电投海南州光储实证基地项目	34MWh 青海省首个光储一体化项目
中科院合作开发储能项目	北京冬奥会保电储能工程
国家电网江苏一期储能三跃站	我国首批大型电网侧项目
国家电网张北风光储电站	世界规模最大的新能源综合利用平台
国家电网江苏二期昆山储能电站	全球最大电网侧单站锂电储能站
国家电投大庆储能项目	首个兆瓦级储能电站
阿拉善右旗光伏储能项目	采用“光伏治沙+储能”方案，是阿拉善右旗首个储能项目
龙源西藏阿里微网光伏发电项目	世界海拔最高（4225m）的储能电站
温州南麂岛离网型风光柴储项目	中国首个兆瓦级海岛离网型风光柴储互补新能源发电站
南方电网深圳宝清储能电站	中国首个兆瓦级储能电站
三门峡狮子坪风电场储能电站	河南省首个新能源发电侧储能项目

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

商用车出货占比持续提升，助力动力电池业务结构优化。公司动力及储能出货量稳步提升，25H1 动储出货 45GWh，占比大致相当，动力略多。动力出货量中，商用车占比不断增加，主要系单车带电量更高，且持续拓展海外市场。未来，随着重卡、轻卡、电动巴士等高能耗细分场景快速电动化，及公司“至远”系列等高性能产品全球市场加速渗透，我们预计商用车出货量及占比将持续提升。

图20：19 年-25Q1 公司动力及储能出货量（GWh）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

业务多元发展，打造全场景应用。除乘用车、商用车、储能领域外，公司在船舶市场进展顺利。24 年，公司赢得全球最大石油公司的首个电动船项目及兆瓦级船用电池国际订单，海洋工程船市场实现“零突破”；在海外，公司批量交付新加坡港口电动船，并顺利切入美国高端游艇市场。此外，公司持续开拓轨道交通、矿山矿用、低空经济等新兴市场，提供高安全性、高可靠性和高性能的产品解决方案，引领商用行业新能源发展。

图21：公司新兴市场主要产品

新兴项目	介绍
中远海运绿水 01	全球最大、世界首制万吨级纯电动集装箱船
eVTOL	助力小鹏全球首个电动垂起飞行汽车成功首飞，率先完成海陆空电池配套“大满贯”
家用储能	标准模块化产品串并联扩容可满足市场多种电量的需求，应用于欧洲、澳大利亚、亚非等市场
高端游艇	欧洲高端游艇备电市场排名 NO.1 市占率超过 80%
700TEU 级长江干线电动集装箱船项目	长江流域首次换电模式的纯电船舶示范试点
轨道交通	结合轨道结构的承重和导向车辆运输系统及轨道运行线路，定制开发轨道交通动力系统解决方案
矿用车辆	开拓矿区、港口等复杂工况特点，为工程机械、矿车提供安全、可靠、耐久电池产品专项解决方案
昆明滇池纯电动旅游船	中国内陆湖最大载客量纯电动游船
“漓江之梦”号铝制纯电动豪华游艇	国内第一艘全铝合金纯电动旅游观光船

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

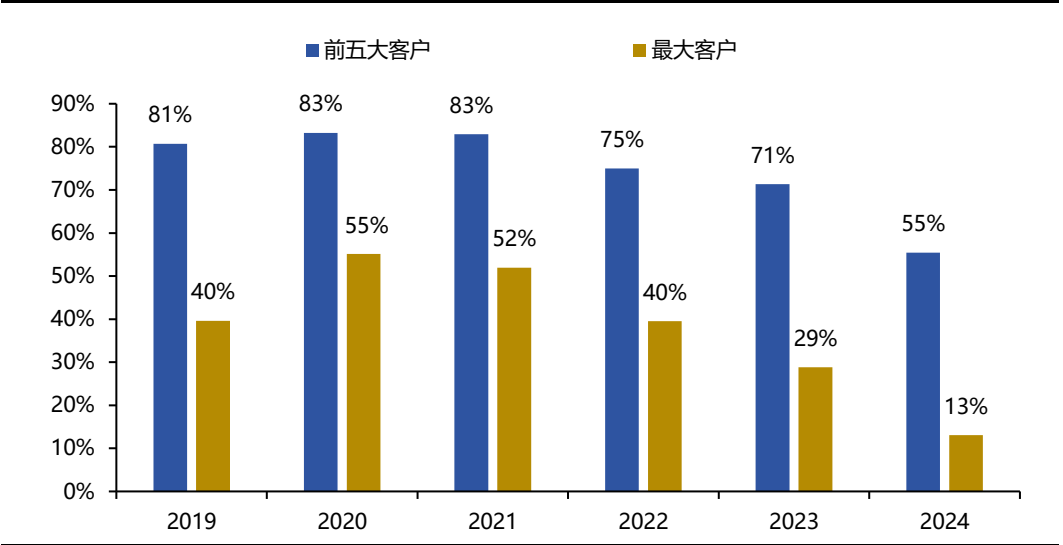
公司客户结构不断优化，市场拓展能力增强。22 - 24 年期间，公司前五大客户占比依次为至 75%、71%、55%，最大客户占比为 40%、29%、13%，客户集中度显著改善。这反映出公司客户基础日益多元，风险分散能力增强，为构建稳健、可持续的业务基本盘提供有力支撑。

图22：公司主要客户

领域	细分板块	客户
乘用车	纯电市场	小鹏、吉利、长安、广汽、智界、部分合资品牌等
	混动市场	吉利、零跑、奇瑞、东风、北汽
	国际市场	丰田、本田、大众、奥迪，欧洲及东南亚其他客户
商用车	轻型商用车	奇瑞、吉利、瑞驰、福田、东风、长安、金龙； 地上铁、京东、货拉拉（B 端客户）
	重型商用车	重汽、徐工、三一、陕汽、解放、东风、临工
	国际市场	英国（电动大巴市占率超 50%，主供三元 VDA）、戴姆勒、印度 （AIS038/AIS-004 认证通过）
储能市场	电力央国企	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、国家能源集团、华润集团
	集成商/光伏风电	多家系统集成商、风电及光伏头部企业，入围电力企业储能设备框架名录
	国际市场	多家全球储能业主、EPC 总包商、储能集成商， 全球最大储能电池订单客户

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：前五大客户及最大客户占比



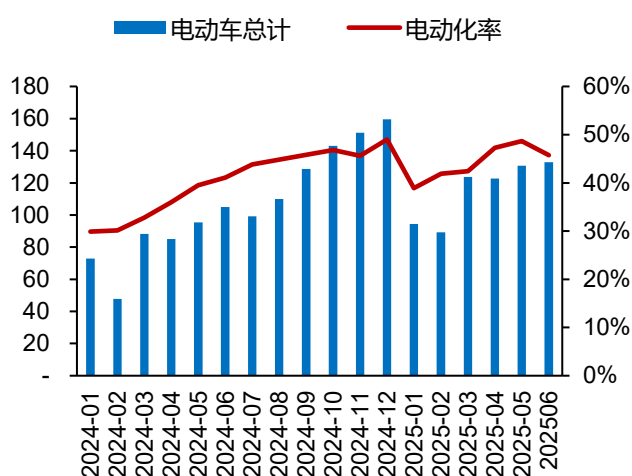
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 加速海外拓展全球份额稳步提升，把握储能大趋势快速放量

2.1. 动力电池：客户结构优化，海内外放量驱动增长

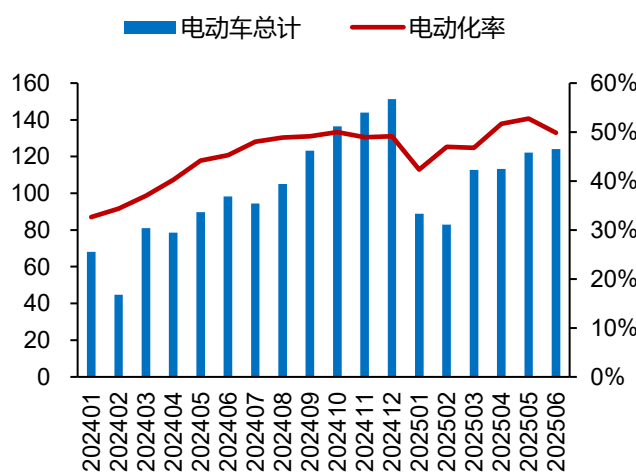
新车密集发布，国内电动车销量维持增势。中国新能源汽车市场维持高增，24 年国内销量 1287 万辆，同增 36%，渗透率 40.9%，同增 9.3pct，全年销量远超市场预期。25 年 1-6 月电动车销量 693.5 万辆，同增 40%，累计渗透率 46%，较 24 年提升 10.6pct。25 年各季度主流车企均有新车型发布，有望支撑 25 年销量高增长。

图24：国内电动车总销量（万辆，中汽协口径）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

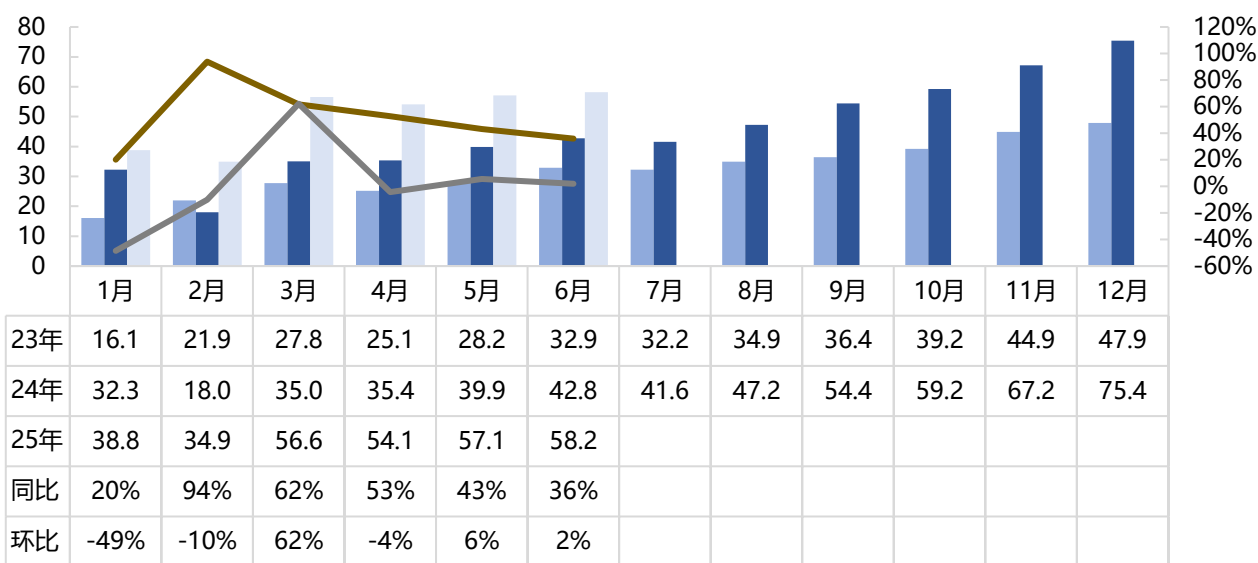
图25：国内电动车月度批发销量（万辆，乘联会口径）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

电动车销量增长，为动力电池提供广阔空间。24 年国内动力电池装机电量 548GWh，同增 42%；25 年 1-6 月，国内动力电池装机量 299.7GWh，同增 47%。25 年国内新能源汽车维持良好发展态势，电动化率持续提升，出口高增，驱动终端需求持续释放。此外，商用车电动化进程加快、轻卡与重卡市场带电量提升显著，进一步抬高整体装机需求。供给端，头部电池企业技术迭代加速、产品结构优化，有望持续提升市占率与盈利能力，支撑动力电池持续增长。

图26：国内电动车月度电池装机量（GWh）



数据来源：汽车动力电池产业联盟，东吴证券研究所

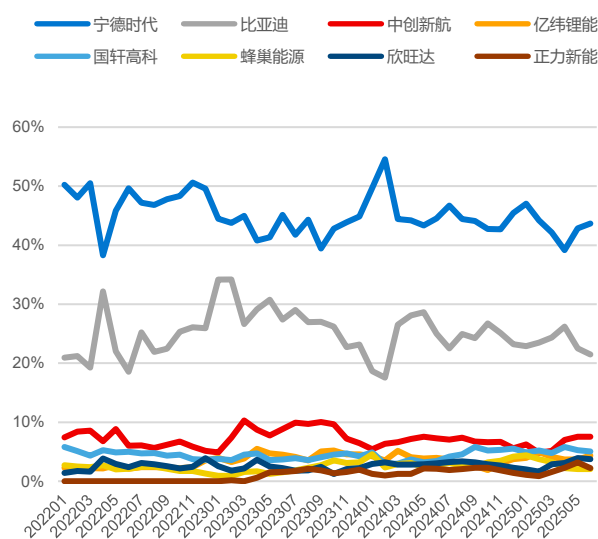
中创新航动力电池装机量稳居国内前三，仅次于宁德时代及比亚迪。25年1-6月，中创新航动力电池装机19.5GWh，市占率6.5%，同比-0.4pct。宁德时代为国内动力电池龙头，市占率第一，25年1-6月装机量128.6GWh，市占率43%，同比-3.3pct；比亚迪次之，25年1-6月装机量70.4GWh，市占率23.5%，同比-1.6pct。二线电池厂中，中创新航动力电池装机量领先，未来随着乘用车及商用车客户持续拓展，装机量及市占率有望进一步提升。

图27：动力电池厂商国内装机量（GWh）

Top10	简写	25年 6月	占比	环比 (pct)	25年 1-6月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	25.4	43.7%	0.8	128.6	43.0%	-3.3
2	比亚迪	12.5	21.5%	-1.0	70.4	23.5%	-1.6
3	中创新航	4.4	7.6%	0.0	19.5	6.5%	-0.4
4	国轩高科	2.9	5.0%	-0.2	15.5	5.2%	1.6
5	亿纬锂能	2.5	4.4%	0.7	12.2	4.1%	-0.1
6	欣旺达	2.2	3.7%	-0.2	9.1	3.0%	0.1
9	蜂巢能源	1.2	2.1%	0.0	8.4	2.8%	-0.2
7	正力新能	1.3	2.2%	-1.0	6.0	2.0%	0.4
8	瑞浦兰钧	1.3	2.2%	0.0	6.6	2.2%	0.4
10	因湃电池	1.1	1.9%	1.3	3.3	1.1%	1.0
总量		58.2	100%	-	355.6	100%	-

数据来源：SNE，GGII，东吴证券研究所

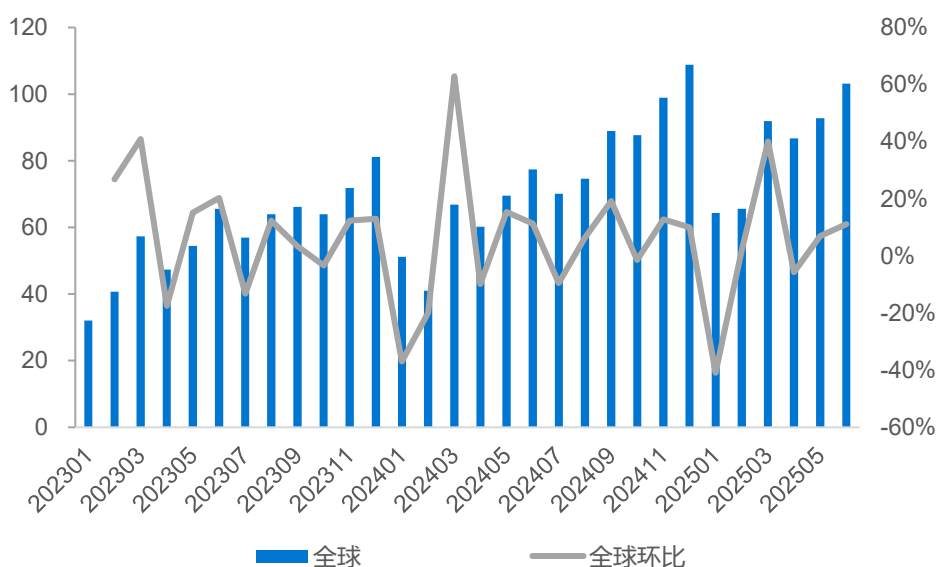
图28：动力电池厂商国内市占率



数据来源：SNE，GGII，东吴证券研究所

全球装机量稳步增长，电动化趋势驱动动力电池需求持续攀升。25 年 1-6 月，全球动力电池装机量 504.4GWh，同比+38%。25 年以来，整体呈增长趋势，主要系全球新能源车渗透率稳步提升、单车带电量加大及海外市场加速放量等。随着各国碳中和目标推进，电动化政策持续加码，消费者对续航与性能的要求不断提升，叠加中高端车型与商用车占比上升，带动整体电池需求量快速扩大。供给端，电池技术进步与成本优化也将促进动力电池装机提速。

图29：全球动力电池装机量（GWh）及环比增速



数据来源：SNE，GGII，东吴证券研究所

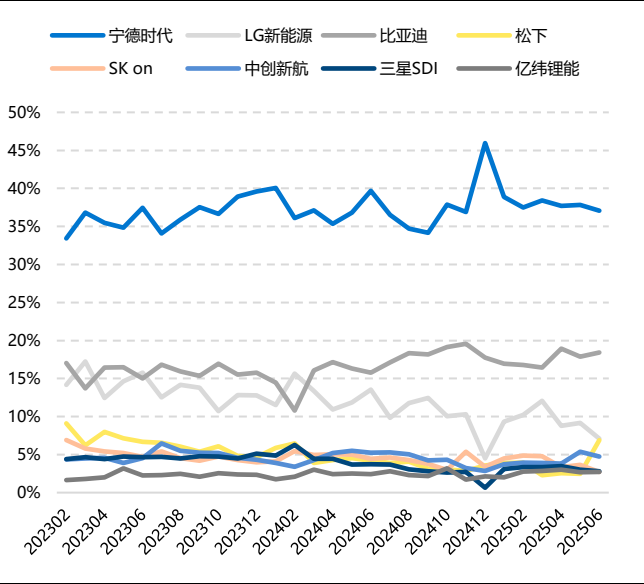
国内厂商动力电池全球份额提升，中创新航位居全球第四。25 年 1-6 月，中创新航全球装机量 21.8GWh，市占率 4.3%，同减 0.5pct，位居全球第四。整体看，日韩电池厂份额同比下滑，国内电池厂份额进一步提升。宁德时代、比亚迪分别位居全球动力电池装机量前二，25 年 1-6 月装机量分别为 190.9GWh、89.9GWh，市占率分别为 37.8%、17.8%，同比+0.1pct、+2.4pct。LG 新能源位居全球第三，25 年 1-6 月份额 9.4%，同降 2.9pct；SK on 份额 3.9%，同降 0.9pct；三星 SDI 份额 3.2%，同降 1.6pct；松下份额 3.7%，同降 0.8pct。

图30：动力电池厂商全球装机量 (GWh)

Top10	简写	25 年 6 月	占比	环比 (pct)	25 年 1-6 月	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	38.2	37.1%	8.8	190.9	37.8%	0.1
2	比亚迪	19.9	19.3%	19.9	89.9	17.8%	2.4
3	LG 新能源	7.3	7.1%	-14.1	47.2	9.4%	-2.9
4	中创新航	4.9	4.8%	-2.0	21.8	4.3%	-0.5
8	SK on	2.8	2.7%	-17.6	19.6	3.9%	-0.9
5	松下	7.1	6.9%	208.7	18.8	3.7%	-0.8
6	国轩高科	4.1	4.0%	28.1	17.9	3.5%	0.9
7	三星 SDI	2.9	2.8%	3.6	16.0	3.2%	-1.6
9	亿纬锂能	2.8	2.7%	12.0	13.6	2.7%	0.5
10	蜂巢能源	2.4	2.3%	0.0	12.9	2.6%	0.9
总量		103.1	100%	-	504.4	100%	-

数据来源：SNE，GGII，东吴证券研究所

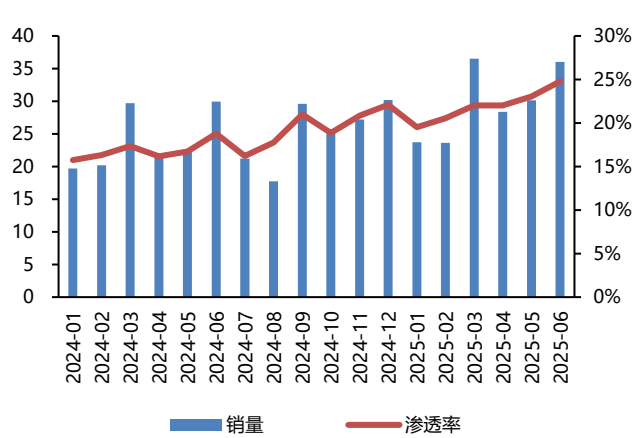
图31：动力电池厂商全球市占率



数据来源：SNE，GGII，东吴证券研究所

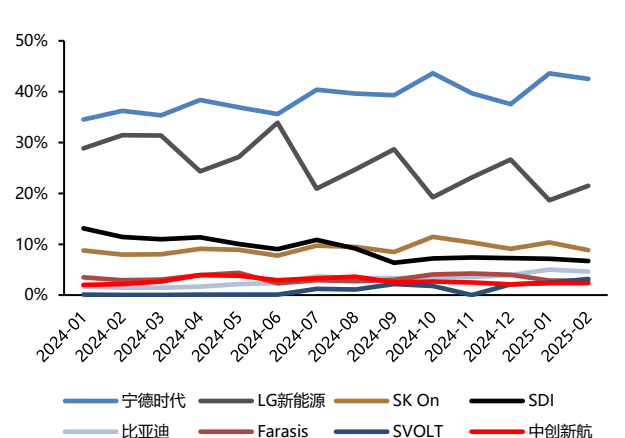
欧洲电动车渗透率稳步提升，动力电池市场集中度高。25 年 1-6 月，欧洲电动车销量达 178.4 万辆，同比+24%，渗透率由 2024 年初的 15.74%提升至 25 年 6 月的 24.78%，呈上行趋势。25-26 年欧洲迎来新车高峰期，Stellantis 率先推出新车型，大众、现代起亚、雷诺日产、宝马及奔驰等 25 年下半年陆续发布全新纯电平台与车型。终端需求改善将带动欧洲装机量持续增长。欧洲动力电池竞争格局相对集中，前三大厂商市占率维持高位。25 年 1-2 月，出货量前三厂商分别为宁德时代、LG 新能源、SK On，市占率分别为 43.05%、20.08%、9.61%，合计超 70%；中创新航位列第八，市占率为 2.35%。当前，宁德时代凭借技术领先与成本控制优势，欧洲市场份额仍在稳步提升，而其他主流厂商份额多呈现稳定或缓慢下滑趋势，体现欧洲市场集中度高、强者恒强的格局。

图32：欧洲电动车销量（万辆）及渗透率



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

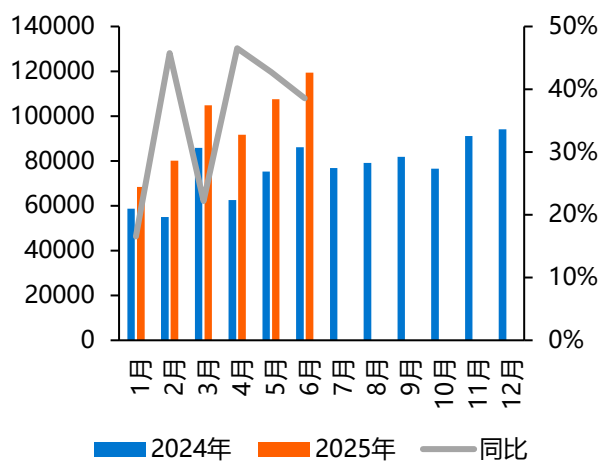
图33：欧洲动力电池市场格局



数据来源：SNE，东吴证券研究所

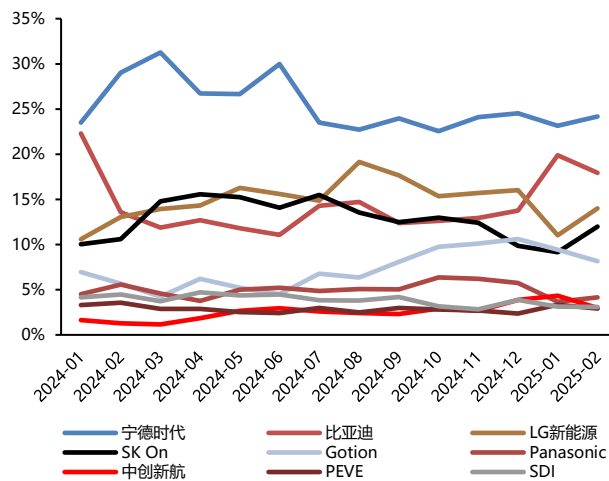
传统市场电动车增速放缓，新兴市场加速放量。其他地区 25 年 1-6 月电动车销量 57 万辆，同增 35%，电动化率 4.62%，较 24 年增 1.1pct，日本、澳大利亚等传统市场销量增长放缓或下滑，新兴市场如印尼、印度、墨西哥、马来西亚、土耳其开始起量。**新兴市场电动车起量带动电池需求增长，中资厂商优势凸显。**竞争格局方面，其他地区较欧美更为分散，中国厂商具备较强竞争优势。市占率前三大厂商为宁德时代、比亚迪、LG 新能源，25 年 1-2 月份额分别为 23.69%、18.86%、12.59%，合计 55.14%；**中创新航**凭借海外市场的持续拓展及技术输出，市占率达 2.99%，位列第七，具备进一步提升空间。当前中资厂商在产品适配、成本控制和交付能力方面具备综合优势，叠加政策推动本地化合作模式逐步落地，在拉美、东南亚、中东等新兴市场市占率有望进一步提升。

图34：其他地区电动车销量（辆）及同比增速



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

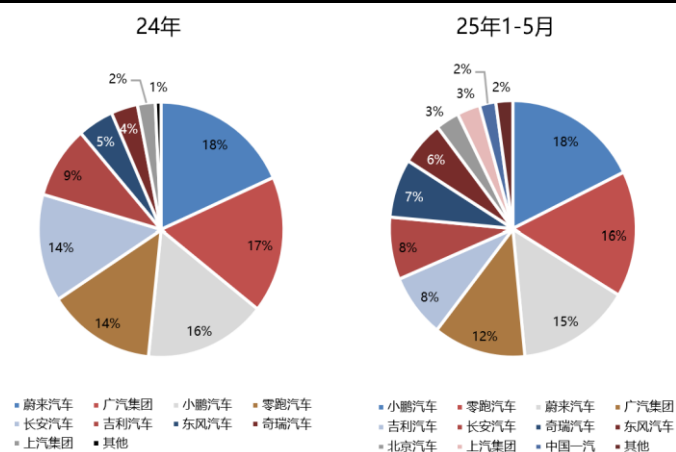
图35：其他地区动力电池市场格局



数据来源：SNE，东吴证券研究所

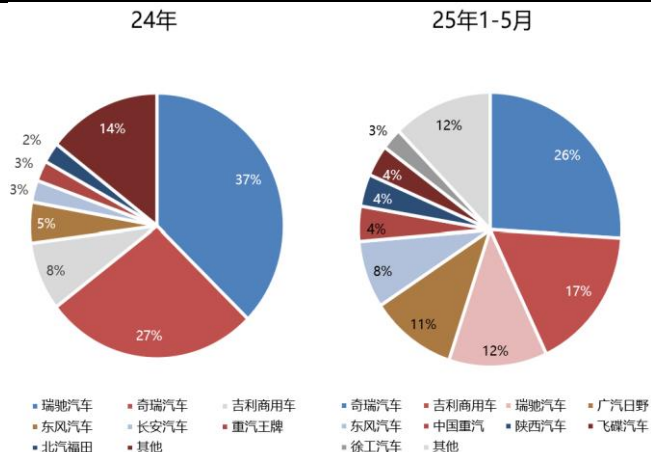
乘用车客户结构持续优化，海内外放量驱动出货增长。19 年以来，公司动力电池出货量逐年增长，24 年，动力电池出货量 45GWh，同比+35%。**乘用车方面**，25 年 1-5 月，公司前五大客户为小鹏、零跑、蔚来、广汽、吉利，装机量为 1.95 GWh/ 1.74 GWh/ 1.63 GWh/ 0.89 GWh/ 0.89GWh，份额为 18%/ 16%/ 15%/ 12%/ 8%，较 24 年+2pct/ +2pct/ -3pct/ -5pct/ -1pct。25 年以来，公司乘用车动力电池业务结构优化，小鹏、零跑等新势力客户加速放量，成为拉动销量增长的重要驱动力。25H1 小鹏销量稳步提升，月销稳定在 3.5 - 4 万辆，公司已配套 G6、G9、G7、P7 等主销车型，下半年将新增 X9 增程版；零跑延续黑马态势，月销维持在 4.5 万辆，继切入 C 系列后，公司开始配套 B 系列产品，客户粘性持续增强；吉利方面，公司此前配套沃尔沃、smart 等出海车型，未来铁锂大圆柱产品将切入共平台 PHEV 系列，放量预期明确。此外，公司正积极与华为、小米、理想等头部品牌洽谈合作，客户质量持续优化。

图36: 公司乘用车客户结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

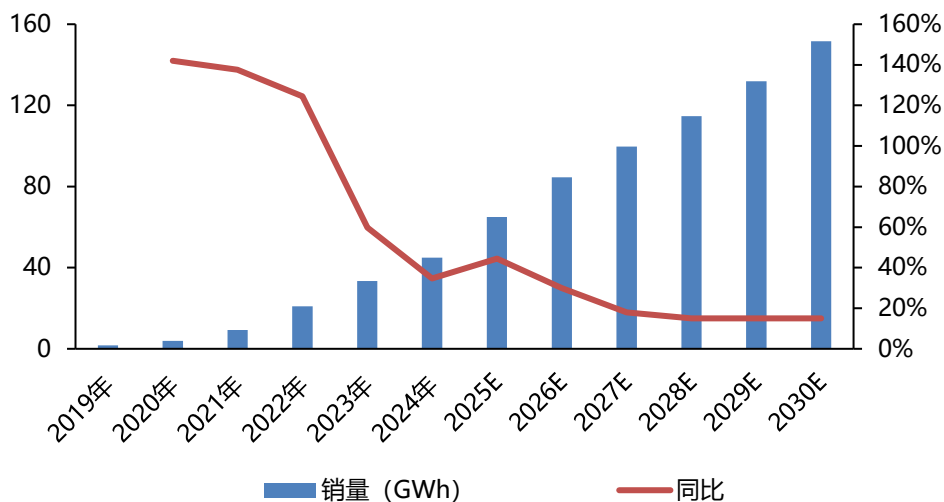
图37: 公司商用车客户结构拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外方面，公司已获取韩国现代旗下 SUV 项目订单，自 27 年起年均供货 10 - 15 万台；27 年起，将为大众合资两款纯电与 PHEV 车型供货，年均规模 30 - 40 万台。此外，公司在丰田体系中实现突破，除智柏外还新增卡罗拉混动车型项目，客户深度与合作广度进一步提升。公司凭借产品竞争力与快速响应能力，持续打入全球优质车企供应链，在国内外协同放量下，乘用车动力电池出货将稳步增长，打开中长期成长空间。

图38: 公司动力电池销量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

份额持续提升，公司加速绑定新势力与自主品牌客户。公司在新势力车企中的配套份额持续攀升，25 年 1 - 5 月在零跑、小鹏、蔚来中动力电池装机份额达 27.3%、27.1%、26.6%，稳居第一梯队，成为零跑最大供应商。**自主品牌方面**，公司在东风、广汽等头部

车企的渗透率亦稳步提升，25 年 1-5 月份额分别为 17.7%、14.9%，绑定优势持续增强。伴随客户销量扩张与新车型切入，公司乘用车电池出货有望保持高增态势。

图39：中创新航配套新势力份额变化

年份		2021	2022	2023	2024	2025.1-5	
汽车企业	电池企业	全年	全年	全年	全年	汇总	相对 24 年变化
蔚来汽车	宁德时代	100.0%	100.0%	86.6%	64.8%	52.9%	-17.9pct
	中创新航	0.0%	0.0%	13.4%	29.1%	26.6%	-7.7pct
小鹏汽车	中创新航	4.2%	38.9%	49.8%	43.1%	27.1%	-25.4pct
	亿纬锂能	15.2%	39.0%	23.3%	25.5%	32.1%	7pct
	比亚迪	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	42.7%	30.3pct
	欣旺达	0.0%	0.2%	12.5%	7.8%	1.4%	-11.7pct
	宁德时代	80.6%	21.8%	12.9%	0.7%	0.0%	-0.2pct
零跑汽车	中创新航	16.7%	29.9%	25.7%	35.4%	27.3%	-10.9pct
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	21.2%	24.0%	-10.5pct
	国轩高科	30.1%	20.7%	12.8%	20.5%	25.1%	6.4pct
	蜂巢能源	2.4%	30.5%	35.1%	5.6%	3.7%	0.2pct
	欣旺达	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	17.2%	7.9pct
	瑞浦兰钧	0.0%	10.3%	4.2%	9.3%	0.0%	-0.7pct
	宁德时代	49.1%	3.6%	1.2%	0.0%	1.2%	3.6pct
	其他	1.7%	5.0%	21.1%	0.0%	1.4%	4pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所

图40：中创新航配套自主品牌份额变化

年份		2021	2022	2023	2024	2025.1-5	
汽车企业	电池企业	全年	全年	全年	全年	汇总	相对 24 年变化
吉利汽车	宁德时代	86.3%	82.3%	68.3%	53.2%	56.6%	3.3pct
	蜂巢能源	0.0%	0.7%	4.0%	13.2%	9.8%	-3.4pct
	衢州极电	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	14.7%	4pct
	耀宁新能源	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	4.8%	1.1pct
	极电新能源	0.0%	0.0%	0.2%	1.3%	0.0%	-1.3pct
	国轩高科	3.4%	7.6%	7.8%	6.7%	5.1%	-1.6pct
	中创新航	6.1%	3.8%	9.4%	6.9%	4.9%	-2pct
	欣旺达	0.5%	5.3%	10.3%	3.2%	1.6%	-1.7pct
	其他	3.6%	0.2%	0.0%	1.1%	2.5%	1.4pct
广汽乘用车	亿纬锂能	0.0%	6.3%	14.6%	30.6%	18.2%	-12.4pct
	中创新航	68.5%	39.4%	43.3%	26.0%	14.9%	-11.1pct
	宁德时代	13.4%	43.1%	32.4%	19.7%	32.8%	13.1pct
	因湃电池	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	20.1%	12.7pct
	耀能新能源	0.0%	0.0%	1.4%	3.7%	3.4%	-0.3pct
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	6.4%	2.6%	-3.8pct
	孚能科技	18.0%	11.2%	6.4%	5.1%	1.2%	-3.9pct

	其他	0.1%	0.1%	3.3%	1.2%	6.9%	5.7pct
长安汽车	宁德时代	40.1%	65.7%	64.1%	74.5%	83.7%	9.3pct
	中创新航	37.0%	12.2%	23.7%	19.5%	8.9%	-10.6pct
	国轩高科	13.6%	20.4%	8.9%	4.4%	7.0%	2.6pct
	亿纬锂能	0.0%	0.0%	0.3%	1.6%	0.3%	-1.2pct
	其他	9.4%	1.8%	3.0%	0.1%	0.0%	-0.1pct
东风汽车	宁德时代	78.8%	52.5%	47.8%	27.0%	24.4%	-2.6pct
	欣旺达	0.0%	25.0%	22.8%	37.6%	38.2%	0.6pct
	蜂巢能源	0.0%	0.1%	0.9%	11.6%	7.6%	-4pct
	中创新航	0.0%	0.0%	1.1%	15.2%	17.7%	2.6pct
	孚能科技	0.0%	0.0%	7.3%	2.6%	1.1%	-1.5pct
	其他	21.2%	22.5%	20.1%	6.1%	11.0%	4.9pct
奇瑞汽车	宁德时代	6.9%	8.2%	10.9%	65.8%	65.1%	-0.7pct
	国轩高科	26.4%	42.9%	32.6%	17.9%	19.0%	1.1pct
	多氟多	38.6%	38.1%	35.1%	3.5%	0.8%	-2.6pct
	比亚迪	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	0.6%	-3.4pct
	中创新航	0.0%	4.5%	6.4%	8.0%	13.9%	5.9pct
	亿纬锂能	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1pct
	其他	28.1%	6.3%	14.9%	0.7%	0.6%	-0.1pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所

商用车高景气延续，公司绑定核心客户、持续提升份额。公司商用车客户覆盖长安、东风、奇瑞、福田、三一、陕汽、中国重汽、徐工等，结构分散。25 年以来，公司前五大客户分别为奇瑞、吉利商用车、瑞驰、广汽日野、东风，1-5 月装机量为 0.34GWh/0.22 GWh/0.16 GWh/0.14 GWh/0.10GWh，前五大客户在公司商用车装机中的份额为 26%/17%/12%/11%/8%，较 24 年-1pct/+9pct/-25pct/+10pct/+3pct。同时，公司凭借技术积累与产品体系，在核心客户中市占率持续提升。21 年以来，公司已成为吉麦新能源、奇瑞商用车第一大供应商，25 年 1-5 月市占率为 93%、54%；在东风、瑞驰、长安跨越中为第二大供应商，市占率为 16%、35%、24%。相较乘用车，商用车动力电池格局更优、竞争对手少、价格及盈利空间更大。未来，随着换电网络逐步完善，公共领域电动化政策持续推进及环保监管趋严，国内新能源商用车需求持续释放，公司有望充分受益行业红利，实现商用车装机量与盈利能力的双重提升。

图41：中创新航配套商用车份额变化

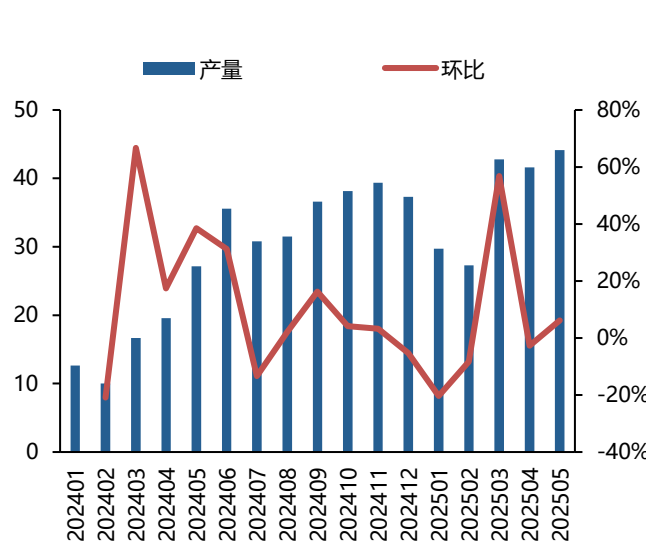
年份		2021	2022	2023	2024	2025.1-5	
汽车企业	电池企业	全年	全年	全年	全年	汇总	相对 24 年变化
东风汽车	宁德时代	28%	36%	42%	79%	66%	-12.9pct
	亿纬锂能	48%	32%	27%	8%	8%	0.1pct
	河南锂动电源	18%	28%	26%	6%	8%	2.5pct
	中创新航	3%	3%	2%	6%	16%	10.4pct
	其他	2%	1%	3%	2%	1%	-0.1pct
吉利商用车	宁德时代	55%	58%	68%	57%	37%	-19.3pct
	亿纬锂能	27%	26%	6%	24%	29%	4.7pct
	国轩高科	16%	10%	19%	12%	18%	5.9pct
	中创新航	0%	6%	4%	4%	12%	8.8pct
	其他	2%	1%	3%	4%	4%	-0.1pct
吉麦新能源	中创新航	—	100%	100%	100%	93%	-7.1pct
	中航锂电		0%	0%	0%	7%	7.1pct
奇瑞汽车	宁德时代	38%	36%	38%	35%	30%	-4.9pct
	国轩高科	59%	61%	49%	21%	6%	-14.9pct
	中创新航	0%	2%	13%	36%	54%	18pct
	亿纬锂能	0%	0%	0%	7%	6%	-1.3pct
	其他	3%	1%	0%	0%	3%	3.2pct
瑞驰汽车	国轩高科	88%	25%	25%	5%	1%	-3.8pct
	中创新航	0%	48%	48%	58%	35%	-22.1pct
	宁德时代	1%	10%	9%	34%	57%	22.3pct
	天劲新能源	8%	7%	10%	0%	0%	-0.3pct
	其他	3%	10%	8%	3%	7%	3.9pct
长安跨越商用车	宁德时代				83%	76%	-6.7pct
	中创新航	—	—	—	17%	24%	6.3pct
	中航锂电				0%	0%	0.4pct
长安汽车	安驰新能源	20%	10%	2%	0%	2%	1.4pct
	国轩高科	0%	0%	15%	28%	48%	19.3pct
	宁德时代	63%	90%	80%	66%	44%	-22.2pct
	中创新航	0%	0%	3%	5%	6%	1.1pct
	其他	16%	0%	0%	0%	0%	0.4pct
中国重汽	比亚迪	0%	0%	0%	17%	29%	11.6pct
	宁德时代	99%	100%	99%	80%	63%	-17pct
	瑞浦兰钧	0%	0%	0%	3%	5%	1.9pct
	中创新航	0%	0%	0%	0%	3%	2.8pct
	其他	1%	0%	1%	0%	1%	0.7pct
	其他	5%	1%	7%	2%	2%	0.7pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所

2.2. 储能：绑定龙头客户，持续加码储能

25 年国内储能市场延续高景气，政策催化持续加码，项目落地节奏加快。继“136 号文”出台后，内蒙古、甘肃、云南、河北等省份陆续发布支持政策，如内蒙古提出全年 60GWh 并网目标，甘肃给予 330 元/kW/年容量补贴，地方补贴结构呈分化态势，强化项目落地保障。装机节奏上半年明显加快，核心系抢装兑现年内政策红利，全年国内储能装机有望超 110GWh，实现与去年持平或小幅增长。竞争格局方面，头部份额小幅下滑，二线厂商加速崛起并加快出海步伐。宁德时代 1-5 月市占率 28.3%，同比-9.4pct，亿纬锂能 11.6%，同比-4.4pct；中创新航、远景能源、海辰储能等份额持续提升，分别为 8.4%/5.3%/10.9%，同比+3.3/+3.0/+1.8pct。近期国内月度排产已接近 45GWh，全年储能电池出货量有望同比增长 40%+至约 450GWh，行业高景气有望持续。

图42：国内月度总体储能产量（GWh）和环比



数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

图43：1-5 月国内储能电池厂产量（GWh）及份额变化

	25年1-5月	累计占比	同比24年1-5月
宁德时代	52.5	28.3%	-9.4pct
亿纬锂能	21.6	11.6%	-4.4pct
瑞浦兰钧	12.7	6.8%	-1.3pct
中创新航	15.6	8.4%	3.3pct
海辰储能	20.3	10.9%	1.8pct
比亚迪	18.3	9.9%	1.5pct
国轩高科	10.2	5.5%	1.2pct
远景能源	9.9	5.3%	3pct
鹏辉能源	4.6	2.5%	-0.3pct
赣锋锂电	4.7	2.5%	0pct
力神电池	1.2	0.6%	0.3pct
派能科技	0.5	0.3%	0pct
南都电源	0.8	0.4%	-0.1pct
双登富郎特	0.1	0.0%	0pct
中天储能	0.1	0.1%	0pct
ATL	0.0	0.0%	0pct
其他	12.5	6.7%	4.5pct
合计	185.5	100.0%	0pct

数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

欧洲：政策驱动装机翻倍，盈利能力强。竞争格局方面，欧洲储能系统集中度提升，核心厂商为 Nidec、特斯拉、比亚迪，其中 Nidec 凭借自主逆变器、变压器等核心组件及大额订单跃居首位。阳光电源与特斯拉近期持续获欧订单，25 年有望实现份额突破。欧洲储能系统经济性好、盈利能力强，系统价格高于 1.2 元/Wh，单位利润超 0.3 元/Wh，具备较高投资吸引力。25 年，欧洲储能市场有望迎来加速期，在 RepowerEU 法案、清洁工业法案以及各国财政补贴推动下，我们预计大储装机量翻倍增长，工商储亦有望达 4 - 5GWh，户储增速在 20%以上，重点国家包括英国、意大利、波兰等。

图44：海外电池产能规划（GWh）

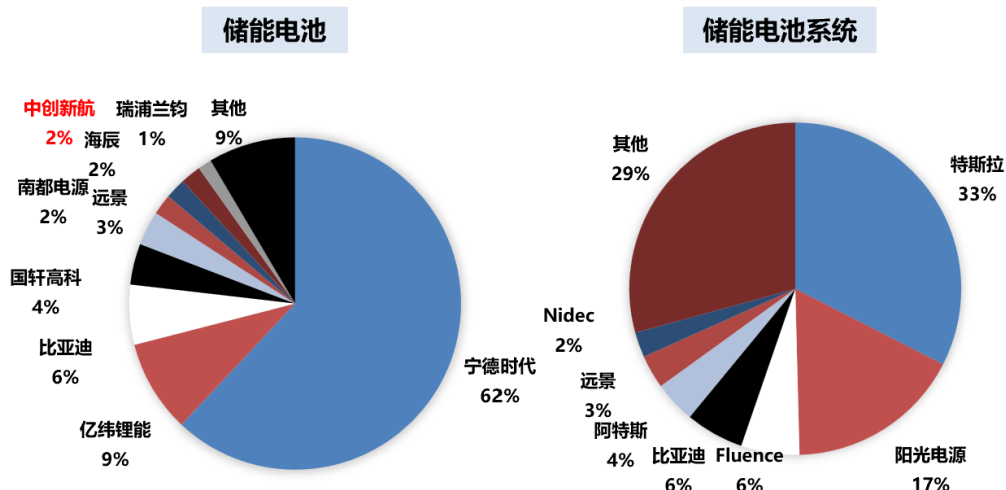
		产能规划	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
宁德时代	德国	14	5	10	14	14	14	14	14
	匈牙利	100			10	30	30	60	60
	西班牙	50				10	25	40	50
	印尼	6.9			3	6.9	6.9	15	15
	合计	170.9	5	10	27	60.9	75.9	129	139
亿纬锂能	匈牙利	20				10	20	20	20
	马来西亚	15			15	15	15	15	15
	合计	35			15	25	35	35	35
中创新航	葡萄牙	40					10	15	15
欣旺达	匈牙利						5	5	5
	泰国				5	10	10	10	10
	合计				5	10	15	15	15
海辰	美国	10			2	10	10	10	10
特斯拉	美国	5		5	10	10	10	10	10
LG	美国	21.5		5	15	21.5	21.5	21.5	21.5
合计			5	20	74	137.4	172.4	235.5	245.5

数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

新兴市场：中东、南美、澳洲、东南亚大储率先爆发。25 年新兴市场储能装机有望达 37GWh，成为全球增长的重要接力区。分区域看，中东项目体量大、节奏快，全年装机有望超 20GWh，澳洲在政策推动下工商储与户储快速增长，东南亚亦呈上升趋势。中东、拉美市场系统集成商竞争激烈，阳光电源凭借先发优势份额领先；**电芯集中度相对较低，我们预计二线厂商如中创新航等份额有望提升。**价格端，中东储能系统报价约 0.9 元/Wh，由于龙头厂商成本控制能力强，毛利有望维持 0.1 元/Wh 以上水平，优于国内。

竞争格局方面，海外特斯拉与阳光电源构成储能系统第一梯队，24 年合计份额 50%；Fluence、比亚迪、阿特斯等组成第二梯队，出货在 4 - 7GWh 不等；宁德、晶科等加速切入系统环节，或重塑竞争格局。**电池端，**宁德时代保持绝对领先地位，24 年份额超 60%，中创新航份额为 2%，随着其在中东、东南亚等新兴市场中标，绑定龙头阳光电源，25 年储能全球份额有望提升至 10%，同比+8pct。

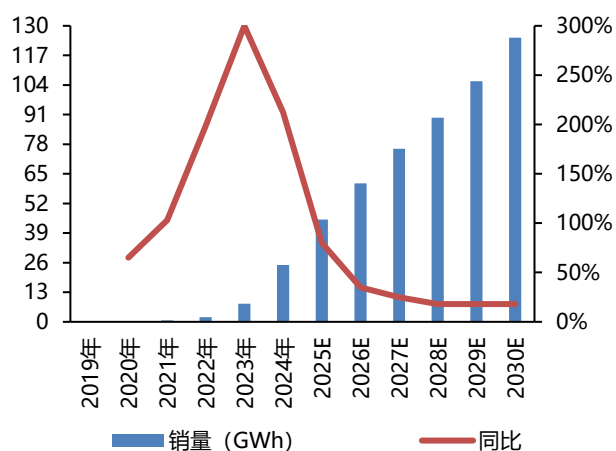
图45：24 年海外储能电池及系统竞争格局（出货端）



数据来源：Solar Media，东吴证券研究所

产品技术与客户双轮驱动，公司储能高成长可期。公司持续加码储能业务，25 年 4 月全球首发量产 392Ah 储能电芯及 6.25MWh 液冷系统，搭载自修复 SEI 膜技术，容量与能效显著提升，系统端度电成本下降 15%。同期推出 314Gen2.0 与 640Ah 等多款储能电芯，强化全场景解决方案。5 月，公司宣布为拉丁美洲大型光储一体化项目——智利塔拉帕卡 Aurora 项目提供高性能储能电芯，为非洲最大单体独立储能系统项目——南非 153MW /612MWh 红沙电池储能项目提供高性能储能电芯。**客户方面，公司已与阳光、中车等龙头建立稳定合作，阳光为其最大客户。**25H1 公司储能出货超 20GWh，全年有望达 45-50GWh，产品力强叠加绑定龙头客户，公司储能业务有望延续高成长。

图46：公司储能销量及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

图47：公司 392Ah 储能电芯及 6.25MWh 液冷集装箱

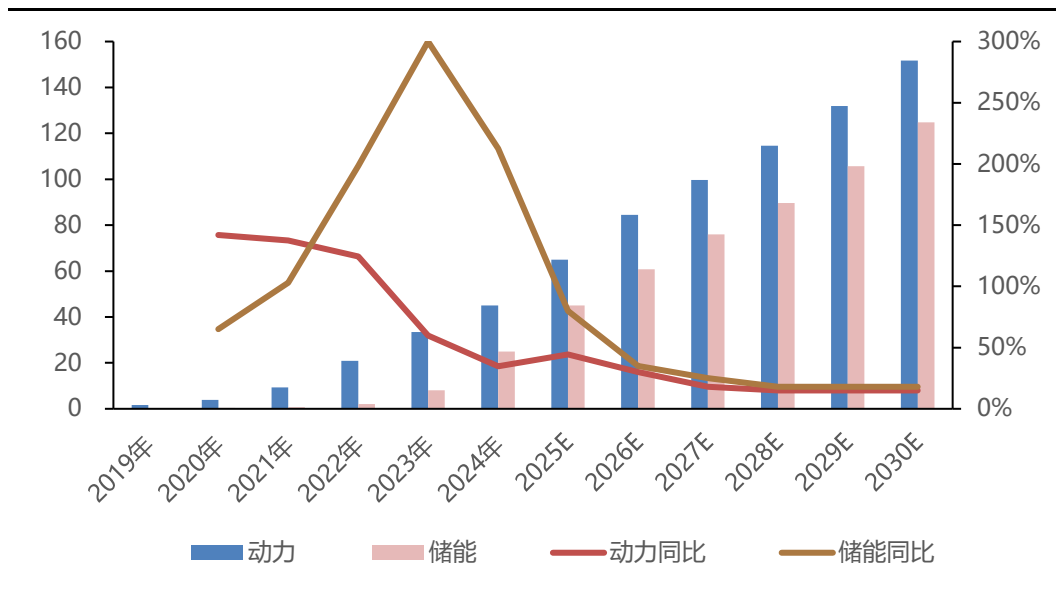


数据来源：ESIE，公司官网，东吴证券研究所

2.3. 产能：出货量高增长，产能扩张稳步推进

出货结构优化，动力储能双线高增。客户结构持续优化及海外项目交付放量的催化下，公司出货量快速增长。我们预计 25 年动力电池出货量将达 65GWh，同比+44%；储能电池出货量同为 45-50GWh，同比高增 80%-100%。展望 26 年，动力与储能出货量有望分别提升至 85GWh/61GWh，同比+30%/+35%，成长确定性强。

图48：公司动力及储能销量（GWh）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

龙头产能利用率提升，率先有序扩大资本开支。24Q4 起电池龙头开始扩大资本开支，二线紧随其后，总体扩张稳健，并加大欧洲及东南亚布局。24Q4 行业去库完成，排产恢复，龙头产能利用率提升至 90%+，开始加大扩产，其中宁德、比亚迪计划 25 年分别扩建 100gwh+ 产能，同时二线电池企业跟进，新建产能部分为大容量储能电芯，且多集中欧洲和东南亚。从产能利用率看，25 年行业产能利用率较 24 年略有提高，我们预计为 66%，26 年随着新产能释放，我们预计小幅下降至 64%，总体产能利用率平稳。中创新航 24 年有效产能为 110Gwh，25 年上半年扩产进度加快，我们预计 25 年全年有效产能 140GWh，25、26 年产能利用率为 79%、88%。

图49：主流电池企业产能、产能利用率

	产能 (gwh)			出货量 (gwh)			产能利用率		
	2024 有效	2025 有效	2026 有效	2024	2025	2026	2024	2025	2026
宁德时代	680	850	1,000	485	630	760	71%	74%	76%
LG 新能源	225	267	344	140	150	160	62%	56%	47%
比亚迪	323	467	599	240	312	374	74%	67%	63%
中创新航	110	140	170	70	110	150	55%	79%	88%
松下	86	106	107	50	55	60	58%	52%	56%
三星 SDI	51	70	98	40	50	60	78%	72%	61%
亿纬锂能	117	156	190	80	130	170	68%	83%	89%
国轩高科	120	130	150	64	90	110	53%	69%	73%
SKI	92	118	119	45	50	55	49%	42%	46%
欣旺达	60	60	80	24	40	60	40%	67%	75%
蜂巢能源	50	60	80	27	45	60	54%	75%	75%
孚能科技	50	60	80	15	20	30	30%	33%	38%
主流厂商合计	1,963	2,483	3,016	1270	1,682	2,049	65%	68%	68%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：电池全行业供需平衡表

电池	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E
供给 (gwh)	365	530	1031	1623	2168	2770	3438
同比		45%	94%	57%	34%	28%	24%
需求 (动力+储能, gwh)	208	462	821	1077	1372	1841	2193
同比		123%	78%	31%	27%	34%	19%
过剩 (gwh)	157	68	210	547	796	928	1244
产能利用率	57%	87%	80%	66%	63%	66%	64%

数据来源：GGII，东吴证券研究所预测

产能扩张有序推进，构建全球交付体系。公司自 21 年起布局合肥、武汉、成都、江门、眉山等重点基地，23 年底起陆续投产，我们预计 25 年有效产能达 130 - 140GWh，未来两年年均新增 40GWh。25 年初，厦门(规划产能 30GWh)和成都二期(产能 30GWh)项目相继开工；5 月与邯郸产投合资设立新公司，聚焦北方动力与储能市场。海外方面，24 年泰国基地落地强化东盟产业链协同，葡萄牙锡内什超级工厂（规划产能 15GWh）获批纳入葡萄牙国家利益项目（PIN），助力公司深耕欧洲新能源市场。随着全球化布局持续推进，公司产能利用率有望进一步提升，为业绩稳定增长提供强力支撑。

图51：中创新航国内外主要产能基地

基地名称	期数	投资金额	规划产能	时间节点	进展及重点描述	主要产品/特点	备注
厦门基地	一期	50 亿元	10GWh	21 年竣工	电芯、模组到 PACK 全自动生产，模组产能提升 60%	高安全、长寿命、高能量密度电池	多款热销车型应用
	二期	50 亿元	10GWh	21 年 3 月开工，2022 年 Q2 投产	PACK 产品高安全长寿命，模组单线产能提升 60%	高性能锂电池	25 年 2 月新开工高性能锂电池项目（投资 150 亿，产能 30GWh）
	三期	—	40GWh	分两部分，一期为此前建设，二期年初宣布启动，各 20GWh	计划完成后厦门总产能达 60GWh	—	—
江苏常州基地	一期	—	2.5GWh	21 年持续建设	总共规划 6 期工程，产能逐步释放，共 70GWh	动力电池、无人机、机器人电池等	江苏基地产值 22 年达 1700 亿元
	二期 JSA3	39 亿元	7GWh	21 年 2 月模组厂房封顶	模组厂房封顶	—	—
	三期	100 亿元	23GWh	21 年 6 月主厂房封顶	主厂房提前封顶	CIR 电池系统产品	工序简化约 25%，产线空间占用率降低 30%。应用首发的脉冲自加热技术，温升可达 3℃/min，支持配套车型在全气候条件下行驶
	四期	-	25GWh	25 年 6 月启动	规划设计产能 25GWh，预计 26 年内投产	高性能动力电池	兼顾无人机、机器人应用
成都基地	一期	—	20GWh	22 年 9 月投产	储能产品 280Ah，循环寿命 12000 次+，高效率	储能及动力电池	升级至 300+Ah
	二期	-	30GWh	25 年 3 月开工，26 年 Q2 投产	新建动力电池及储能电池生产基地和研究院	动力电池及储能电池	一期产值破百亿
武汉基地	一期	100 亿元	20GWh	21 年 7 月开工，已投产	800V 铁锂高端动力电池，支持超快充，首发配套小鹏 G9	动力电池	乘用车市场
合肥基地	一期	248 亿元	20GWh	21 年 11 月启动建设	中镍高压三元电池，600+km 续航，支持快充	高端动力电池	主要配套出口车型
江门基地	一期	—	35GWh	22 年 1 月签约，预计 23 年 Q1 投产	“One-Stop”极简制造技术，主厂房封顶	动力电池	规模化生产推进
	二期	—	35GWh	今年已启动	—	—	—
眉山基地	—	100 亿元	未公开	22 年 3 月签约	锂电池及储能系统项目	动力电池及储能系统	四川锂电全产业链发展
邯郸基地	—	—	未定	25 年框架协议签署	基地框架签约，具体产能未确定，主要用于储能，面向北方市场	储能电池	规划中，进展待定
葡萄牙锡内什	—	20 亿欧元（152 亿人民币）	15GWh	24 年环评批准，25 年 Q1 正式开工建设	项目获葡萄牙国家利益项目（PIN）认可，环评通过，计划打造零碳 AI 超级工厂	动力电池及储能电池	预计 28 年完工，打造欧洲新能源产业标杆

泰国	—	—	—	24 年设立基地	为 pack 厂，非电芯厂	海外产业布局	持续提升国际竞争力和交付能力
----	---	---	---	----------	---------------	--------	----------------

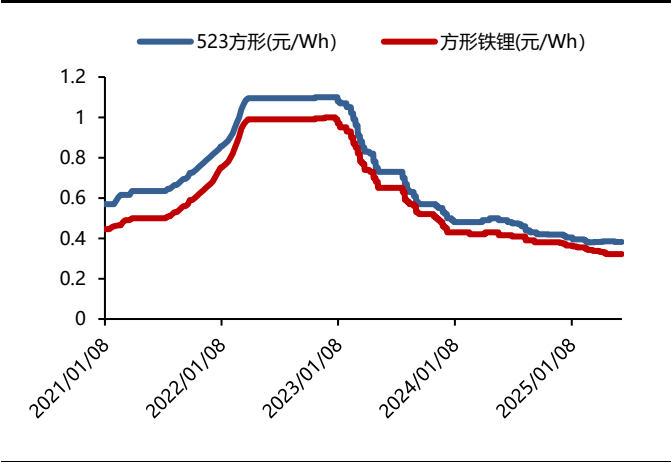
数据来源：公司公告，GGII，电动中国，锂电产业通，东吴证券研究所

3. 成本优化与技术积累支撑长期成长

3.1. 成本下行+规模效应释放，盈利能力持续修复

电池价格触底企稳，价格战难以为继。25 年受碳酸锂价格下行及中游材料加工费小幅回调影响，电池成本呈小幅下降趋势。6 月据国内市场报价，523 方形三元电芯价格稳定在 0.38 元/Wh，方形铁锂电芯价格维持在 0.32 元/Wh，价格体系进入平台期。头部厂商产品仍具备 5% - 15% 的价格溢价能力，二三线厂商多数已陷入现金亏损状态。考虑当前行业整体毛利水平及现金流状况，价格战边际效益递减，难以为继。后续随下游补库存及需求修复，电池价格有望回归理性区间，行业有望进入良性竞争阶段。

图52：国内三元及铁锂电芯均价变化（含税，元/Wh）



数据来源：鑫椤锂电，SMM，东吴证券研究所

图53：国内电芯成本变化（含税，元/Wh）

		2024: NCM622			2025: NCM622		
三元NCM622		单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)
电芯原材料成本							
电芯材料成本合计(元/wh)		0.34			0.32		
其中：钴锂成本占比							
钴（从金属含量口径）		202	t	16.00	0.03	25.00	0.04
碳酸锂（正极+电解液含量）		679	t	8.00	0.05	6.00	0.04
六氟磷酸铁锂		107	t	6.00	0.01	5.70	0.01
镍		569	t	12.00	0.06	12.00	0.06
电芯材料制造成本合计(元/wh)		0.06			0.06		
合格率		97.0%			97.0%		
产能利用率		90.0%			90.0%		
电芯成本合计（元/wh），不含税		0.42			0.40		
		2024: 铁锂			2025: 铁锂		
磷酸铁锂							
		单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)
电芯原材料成本							
电芯材料成本合计(元/wh)		0.22			0.20		
碳酸锂（正极+电解液含量）		520	t	8.00	0.04	6.00	0.03
六氟磷酸铁锂		180	t	6.00	0.01	5.70	0.01
电芯材料制造成本合计(元/wh)		0.06			0.06		
合格率		97.5%			97.5%		
产能利用率		90.0%			90.0%		
电芯成本合计（元/wh），不含税		0.29			0.27		

数据来源：鑫椤锂电，SMM，东吴证券研究所

动力盈利分化显著，中创新航有望稳中有升。25Q1，宁德时代单位归母净利 0.09 元/Wh，与国内二三线盈利差距扩大；二线厂商中，亿纬锂能单位归母净利 0.02 元/Wh，中创新航单位归母净利 0.01 元/Wh，国轩高科盈亏平衡，其他电池厂基本处于亏损状态。从成本差异角度看，宁德时代与二线电池企业相比有 0.05-0.06 元/Wh 的成本差异，从产品结构角度看，宁德时代海外占比高，海外市场盈利较国内高 0.1 元/Wh 以上，分化显著。23-24 年，中创新航电池单位归母净利稳定在 0.01 元/Wh，后续随着大容量产品推进及海外交付加速，盈利弹性有望释放。

图54：主流企业电池盈利情况

代表公司	单位	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025Q1
宁德时代	出货(Wh)	40	47	133	289	170	220	205	269	122
	单价(元/Wh)	1.08	1	0.89	1.1	1.11	0.92	0.78	0.71	0.67
	单位归母净利润(元/Wh)	0.13	0.1	0.08	0.07	0.09	0.11	0.09	0.09	0.09
亿纬锂能	出货(Wh)	2.4	4.3	12.8	30.3	22	33	34	46	22.8
	单价(元/Wh)	0.83	0.87	0.88	1.03	1	0.73	0.55	0.52	0.52
	单位归母净利润(元/Wh)	0.03	0.03	0.03	0.01	0.03	0.04	0.01	0.02	0.02
中创新航	出货(Wh)	1.82	4.26	9.98	25	18	29	25	45	29.7
	单价(元/Wh)	1.08	0.75	0.77	0.92	0.77	0.57	0.56	0.38	0.37
	单位归母净利润(元/Wh)	-0.26	-0.05	-0.06	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
国轩高科	出货(Wh)	-	9	15.8	26.8	20	25	27	34	18
	单价(元/Wh)	-	0.79	0.7	0.94	0.84	0.72	0.7	0.62	0.57
	单位归母净利润(元/Wh)	-	0.02	0	-0.02	0.002	0.001	0.001	0.002	0.002
欣旺达 (动储)	出货(Wh)	0.3	1.3	3.5	12.1	5	7	8	17	6.8
	单价(元/Wh)	0.88	0.74	0.94	1.18	1.17	0.93	0.84	0.6	0.55
	单位归母净利润(元/Wh)	-	-	-0.28	-0.98	-0.11	-0.15	-0.1	-0.04	-0.08
瑞浦兰钧	出货(GWh)	-	1.55	3.3	16.61	7.5	11.98	16.18	27.53	-
	单价(元/GWh)	-	0.66	0.72	1.00	0.99	0.67	0.53	0.42	-
	单位归母净利润(元/GWh)	-0.575	-0.030	-0.246	-0.024	-0.107	-0.072	-0.031	-0.030	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

储能方面，公司储能电池收入及毛利率仅次于宁德时代和亿纬锂能，在二线电池厂中居于领先地位。23-24 年公司储能电池毛利率分别为 13%、16%，单位毛利为 0.08 元/GWh、0.05 元/GWh。同期，宁德毛利率分别为 24%、27%，单位毛利为 0.21 元/GWh、0.17 元/GWh，稳居行业龙头；亿纬毛利率分别为 17%、15%，单位毛利为 0.11 元/GWh、0.06 元/GWh，排名第二。展望未来，随着中创新航产品结构优化、大电芯放量、海外高毛利订单占比提升，叠加产能释放带来的规模效应，公司储能盈利能力有望改善。

图55：主流厂商储能电池收入及盈利情况

		2023	2024
宁德时代	出货(GWh)	69	93
	单价(元/Wh)	0.87	0.62
	单位毛利(元/Wh)	0.21	0.17
	毛利率	24%	27%
亿纬锂能	出货(GWh)	26	50

	单价(元/Wh)	0.62	0.38
	单位毛利(元/Wh)	0.11	0.06
	毛利率	17%	15%
中创新航	出货(GWh)	8	25
	单价(元/Wh)	0.67	0.37
	单位毛利(元/Wh)	0.08	0.05
	毛利率	13%	16%
海辰储能	出货(GWh)	18	34
	单价(元/Wh)	0.57	0.38
	单位毛利(元/Wh)	0.07	0.07
	毛利率	12%	18%
瑞浦兰钧	出货(GWh)	15	22
	单价(元/Wh)	0.47	0.33
	单位毛利(元/Wh)	0.02	0.02
	毛利率	5%	5%
正立新能	出货(GWh)	0.75	0.58
	单价(元/Wh)	0.42	0.37
	单位毛利(元/Wh)	0.03	0.04
	毛利率	8%	11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

政策优化叠加成本下行，公司毛利率有望稳步提升。136号文落地推动行业规范化发展，储能市场竞争格局有望优化，大量低质产能将逐步出清。政策对储能产品质量与安全性的高要求，为优质电池厂商提供发展红利。**价格端**，公司314Ah储能电芯单价达0.3元/Wh，高于部分厂商价格（0.26-0.27元/Wh），价格优势有望转化为毛利率改善。**成本端**，电池级碳酸锂价格大幅回落，公司原材料采购成本下降，叠加控费能力持续提升，毛利水平具备持续上行空间。**此外，公司加速出海步伐，已在葡萄牙实现首个项目交付，澳洲储能项目亦将进入交付期。**通过聚焦德国、中东、澳洲、美国、新加坡等重点海外展会提升客户触达，海外营收占比有望持续提升，进一步优化盈利结构。我们预计公司25年毛利率与净利率同比提升超2pct，Q1业绩表现已初步验证趋势。

图56：公司在德国 EES 储能展发布领先储能新品



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 技术领先助力中长期持续成长

技术积淀深厚，安全与创新能力构筑长期成长护城河。公司由中国空空导弹研究院孵化，具备深厚的军工背景与极端环境适应技术积累，早期在高海拔、高盐雾等场景广泛布局示范应用，奠定差异化技术优势。公司铁锂产品 3C 至 5C、三元产品 2C 至 6C 研发进展领先行业。21-22 年广汽埃安发布的全球首款三元针刺不起火电池即由公司供应，25 年 3 月，小鹏 G6 电动车在中东冲突中被导弹击中仍未起火，体现公司电池产品在极端安全场景下的系统热管理优势。除硬件安全外，公司在全生命周期管理层面亦有显著进展，通过大数据分析与虚拟测量技术优化制程，单位能耗下降超过 50%。截至 24 年底，公司累计授权专利已达 3,531 项，覆盖材料、电芯、系统、电控、BMS 及回收全产业链，技术壁垒与科技护城河持续夯实，为公司中长期成长奠定坚实基础。

图57：公司科研实力



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

动力电池：公司在该领域客户结构持续优化，已绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，并切入现代、大众、丰田等海外头部品牌，配套份额不断扩大；商用车领域亦深度绑定吉麦、奇瑞等核心客户，市占率快速提升。基于此，我们预计 2025-2027 年动力电池营收增速分别为 34%/27%/16%。

储能及相关产品：该业务延续高成长趋势，产品结构持续升级，海外项目加速落地，已服务南非、智利等大型项目并绑定阳光电源等龙头客户，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。基于此，我们预计 2025-2027 年储能及相关产品营收增速分别为 86%/28%/23%。

图58：公司收入拆分

	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	20,376	27,006	27,752	41,517	53,022	62,656
YoY	199%	33%	3%	50%	28%	18%
毛利润（百万）	2,105	3,512	4,410	6,920	9,263	11,333
毛利率	10.3%	13.0%	15.9%	16.7%	17.5%	18.1%
动力电池						
营业收入（百万）	18,324	22,249	19,551	26,263	33,460	38,693
YoY	202%	21%	-12%	34%	27%	16%

毛利润 (百万)	1,814	2,781	3,421	4,938	6,525	7,739
毛利率	9.9%	12.5%	17.5%	18.8%	19.5%	20.0%
储能及相关产品						
营业收入 (百万)	2,051	4,757	8,201	15,253	19,562	23,964
YoY	360%	132%	72%	86%	28%	23%
毛利润 (百万)	290	731	988	1,983	2,739	3,595
毛利率	14.2%	15.4%	12.1%	13.0%	14.0%	15.0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测

公司是国内动力电池及储能系统企业，深耕行业十余年，动力电池装机量稳居全球前四、国内前三。公司客户结构持续优化，绑定小鹏、零跑、蔚来等主流车企，市占率快速提升。储能业务延续高成长趋势，海外项目加速落地，叠加大电芯放量、产能释放，中长期成长空间广阔。盈利端，公司产能利用率逐步提升，规模化体现，毛利率逐季改善，未来随着高容量产品放量、海外订单交付加快，盈利弹性有望释放。我们预计公司2025-2027 归母净利润分别为 13.01/21.33/30.91 亿元，同比+119.99%/64.00%/44.94%，价对应 PE 分别为 25/15/10 倍。

选取宁德时代、亿纬锂能、欣旺达作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 为 22/17/14 倍，考虑到公司动力及储能领域绑定头部客户，产品结构优化，技术积淀深厚，出海步伐加速，中长期成长空间广阔，盈利水平有望持续改善，给予公司 2026 年 25 倍 PE，对应股价约 30 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图59：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 29 日）

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE				评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
300750	宁德时代	13,959.71	306.18	507.45	657.15	787.45	926.91	26.55	21.24	17.73	15.06	买入
300014	亿纬锂能	1,169.95	57.19	40.76	48.62	68.59	85.90	23.61	24.06	17.06	13.62	买入
300207	欣旺达	453.15	24.55	14.68	21.98	27.69	33.60	38.26	20.62	16.37	13.49	买入
平均值								29.47	21.98	17.05	14.06	
3931.HK	中创新航	366.74	22.70	5.91	13.01	21.33	30.91	53.96	24.53	14.96	10.32	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中创新航股价单位为港元/股，归母净利润及市值单位为亿人民币

5. 风险提示

市场竞争加剧风险：新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引了众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

原材料价格波动风险：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

产能投放不及预期风险：公司处于产能快速扩张阶段，若新建产能建设进度和调试投产情况不及预期，可能对业绩产生不利影响。

中创新航三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	35,605.39	45,461.15	58,261.13	70,665.75
现金及现金等价物	9,058.55	7,776.56	9,520.61	13,498.58
应收账款及票据	8,615.70	12,800.93	16,348.36	19,319.02
存货	5,263.44	7,688.02	10,939.60	12,830.80
其他流动资产	12,667.70	17,195.63	21,452.55	25,017.34
非流动资产	86,868.00	91,701.85	92,499.05	93,256.39
固定资产	81,005.46	83,780.19	84,466.18	85,117.87
商誉及无形资产	1,558.77	1,675.83	1,787.04	1,892.68
长期投资	16.11	16.11	16.11	16.11
其他长期投资	829.15	929.15	929.15	929.15
其他非流动资产	3,458.50	5,300.57	5,300.57	5,300.57
资产总计	122,473.38	137,163.00	150,760.18	163,922.13
流动负债	45,584.30	58,293.86	68,839.92	77,581.47
短期借款	18,960.09	18,960.09	18,960.09	18,960.09
应付账款及票据	19,488.14	28,830.09	36,465.34	42,769.34
其他	7,136.07	10,503.68	13,414.49	15,852.04
长期借款	28,835.16	28,979.31	28,979.31	28,979.31
其他	27,156.29	27,156.29	27,156.29	27,156.29
负债合计	1,678.87	1,823.02	1,823.02	1,823.02
股本	74,419.46	87,273.18	97,819.23	106,560.78
少数股东权益	1,772.30	1,772.30	1,772.30	1,772.30
归属母公司股东权益	12,870.08	13,401.30	14,315.40	15,640.29
负债和股东权益	35,183.84	36,488.53	38,625.55	41,721.07

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,113.10	8,234.36	7,597.24	9,782.98
投资活动现金流	(18,283.53)	(8,798.04)	(4,934.97)	(4,886.80)
筹资活动现金流	16,393.64	(922.33)	(922.33)	(922.33)
现金净增加额	1,224.59	(1,481.89)	1,744.05	3,977.97
折旧和摊销	2,473.52	4,308.21	4,402.80	4,442.66
资本开支	(16,606.58)	(7,200.00)	(5,200.00)	(5,200.00)
营运资本变动	(504.52)	1,409.62	(509.87)	314.90

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,751.53	41,516.53	53,021.72	62,656.28
营业成本	23,341.63	34,596.11	43,758.40	51,323.21
销售费用	615.97	830.33	1,007.41	1,127.81
管理费用	1,257.40	1,660.66	2,067.85	2,318.28
研发费用	1,417.61	1,992.79	2,385.98	2,631.56
其他费用	91.06	124.55	159.07	187.97
经营利润	1,027.85	2,312.09	3,643.01	5,067.44
利息收入	0.00	181.17	155.53	190.41
利息支出	415.12	922.33	922.33	922.33
其他收益	177.47	207.50	265.03	313.20
利润总额	790.20	1,778.43	3,141.24	4,648.73
所得税	-53.43	-53.35	94.24	232.44
净利润	843.63	1,831.79	3,047.01	4,416.29
少数股东损益	252.43	531.22	914.10	1,324.89
归属母公司净利润	591.20	1,300.57	2,132.90	3,091.40
EBIT	1,205.32	2,519.59	3,908.04	5,380.64
EBITDA	3,678.84	6,827.80	8,310.84	9,823.31

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	0.33	0.73	1.20	1.74
每股净资产(元)	19.85	20.59	21.79	23.54
发行在外股份(百万股)	1,772.30	1,772.30	1,772.30	1,772.30
ROIC(%)	1.52	2.73	3.89	5.05
ROE(%)	1.68	3.56	5.52	7.41
毛利率(%)	15.89	16.67	17.47	18.09
销售净利率(%)	2.13	3.13	4.02	4.93
资产负债率(%)	60.76	63.63	64.88	65.01
收入增长率(%)	2.76	49.60	27.71	18.17
净利润增长率(%)	100.83	119.99	64.00	44.94
P/E	53.96	24.53	14.96	10.32
P/B	0.91	0.87	0.83	0.76
EV/EBITDA	16.27	10.29	8.24	6.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月25日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>