

电力设备

2025 年 12 月 16 日

中创新航

(03931)

——迎动储景气周期，蝶变全球电池价值引领者

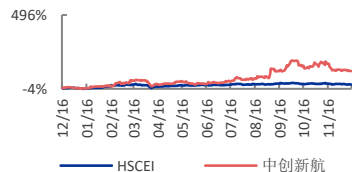
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 12 月 15 日

收盘价（港币）	27.02
恒生中国企业指数	8917.7
52 周最高/最低（港币）	37.20/11.90
H 股市值（亿港元）	478.88
流通 H 股（百万股）	761.50
汇率（港币/人民币）	0.9078

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com
曾子栋 A0230525070007
zengzd@swsresearch.com

联系人

曾子栋 A0230525070007
zengzd@swsresearch.com

- **战略聚焦成效显著，多维突破助力跨越发展。**公司历经多轮战略升级，战略重组入局锂电，聚焦乘用车三元电池转型，再到港股上市后加速国际化，完成了从行业参与者到全球竞争者的跨越。混合所有制股权结构与稳定专业的高管团队提供坚实支撑，国内外产业基地逐步落地，构建起覆盖动力与储能的全场景产品体系。动力电池涵盖 5C 超充、高能量密度等高端产品，储能电池中大容量电芯及储能系统开发领先。1H25，公司营收 164 亿元，同比+31.7%；归母净利润为 4.7 亿元，归母净利率为 2.8%，盈利水平逐步提升。
- **动储需求双线爆发，行业格局优化开启盈利改善周期。**下游新能源汽车市场持续扩容，1-3Q25，中国新能源车销量达 1120 万辆，新能源渗透率攀升至 46%，商用车电动化成为重要增量，叠加单车带电量提升，有力支撑动力电池需求。储能市场高景气延续，国内招标与中标规模稳步增长，投资主体多元，我们预计全球储能电池出货量从 2025 年 530GWh 跃升至 2028 年 1343GWh。锂电行业竞争呈现头部集中与二线崛起态势，公司市占率稳步提升，叠加锂电行业进入供需改善周期，为企业盈利改善打开新空间。
- **核心壁垒逐步巩固，全力打造全球电池核心品牌。**公司动储出货高增下，行业配套份额稳步提升，客户结构不断优化，前五大客户依赖度从 2023 年 71%降至 2024 年 55%，客户覆盖国际车企、储能企业及新兴领域伙伴，且核心客户合作升级为深度战略绑定模式。国内多基地产能阶梯式增长，海外葡萄牙、泰国基地有序推进，全球化产能网络逐步成型。此外，公司规模效应与精细化管理推动成本优化，高端产品矩阵与技术创新构筑溢价能力，430Wh/kg 全固态电池等前沿技术布局领先，前瞻布局与全球竞争力持续增强。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**行业需求景气向上，公司动储放量后盈利可期。目前锂电下游动力侧商用车加速新能源渗透，储能侧迎来光储平价的建设爆发期。公司作为锂电行业领军公司，在不断提升行业份额的同时有望充分受益于电芯产品迭代的技术溢价。目前公司在动力领域不断开拓新客户新车型，储能电芯及储能系统加速外拓海外市场，未来动储电芯出货放量后规模效应有望逐步彰显。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 10.8/25.9/38.4 亿元，对应 12 月 15 日收盘价 PE 分别为 40/17/11 倍。我们给予公司 26 年 PE 估值为 21 倍（行业可比公司平均估值），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险；海外贸易保护政策风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,006	27,752	42,300	74,800	96,300
同比增长率 (%)	32.54	2.76	52.42	76.83	28.74
归属普通股股东净利润	294	591	1,082	2,592	3,838
同比增长率 (%)	-57.44	100.83	82.94	139.64	48.09
每股收益（元/股）	0.17	0.33	0.61	1.46	2.17
ROE (%)	0.85	1.68	2.98	6.67	8.99
市盈率	148	74	40	17	11

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。行业需求景气向上，公司动储放量后盈利可期。目前锂电下游动力侧商用车加速新能源渗透，储能侧迎来光储平价的建设爆发期。公司作为锂电行业领军公司，在不断提升行业份额的同时有望充分受益于电芯产品迭代的技术溢价。目前公司在动力领域不断开拓新客户新车型，储能电芯及储能系统加速外拓海外市场，未来动储电芯出货放量后规模效应有望逐步彰显。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 10.8/25.9/38.4 亿元，对应 12 月 15 日收盘价 PE 分别为 40/17/11 倍。我们给予公司 26 年 PE 估值为 21 倍（行业可比公司平均估值），首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

动力电池：全球新能源车渗透率持续提升，车企配套电池分散化趋势延续，公司配套份额有望中长期提升。我们预计 25-27 年公司动力电池销量有望达到 65/110/135GWh，考虑原材料上涨和公司出口占比提升，我们预计 25-27 年单 Wh 价格分别为 0.45/0.47/0.48 元。

储能电池：公司通过前期大量储能项目交付经验积累，有望在未来斩获更多国内外储能项目。我们预计 25-27 年销量有望达到 45/70/90GWh，考虑原材料上涨和公司储能系统产品出货占比提升，我们预计 25-27 年单 Wh 价格分别为 0.29/0.33/0.35 元。

有别于大众的认识

市场普遍认为锂电需求成长性有限，下游需求增长存在不确定性。我们认为一方面动力电池中新能源商用车渗透率快速提升，储能中光储平价带来蓬勃装机需求，短中期需求增长势头明显，另一方面，下游需求对电芯容量和快充提出更高要求，锂电创新周期开启。因此，我们需要关注长期深耕动力储能，具备平台化供应能力的公司。

市场普遍认为公司锂电盈利能力存在不确定性。我们认为锂电下游需求仍然保持强劲增长，公司客户份额持续开拓中，出货增长带来的规模效应将逐渐显现，此外，公司储能电池价格修复有望带来盈利弹性，且公司储能系统产品正加速国内外市场开拓，公司毛利率及净利率存提升空间。

股价表现的催化剂

- 1、下游锂电需求景气度超预期；
- 2、公司国内及海外动力客户开拓顺利，储能电池价格修复及系统产品出货提升；
- 3、动储业务出货提升下规模效应显现。

核心假设风险

原材料价格大幅上涨的风险；行业竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险；海外贸易保护政策风险。

目录

1. 战略开启全球新篇，多维突破助力跨越发展	6
1.1 战略聚焦成效显著，资本技术双轮驱动未来	6
1.2 动力储能双轮驱动，产品结构持续升级	7
2. 动储景气提升，供需优化迎来新一轮盈利周期	10
2.1 需求：全球需求多点爆发，动力储能双线高增	10
2.2 供给：动储格局多元演进，盈利周期长期延展	13
3. 公司核心壁垒逐步巩固，全力打造全球电池核心品牌	16
3.1 动力电池持续领先，储能电池出货爆发	16
3.2 规模、成本与技术的三维协同，打造全球电池核心品牌	19
4. 盈利预测与估值分析	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值分析与投资分析意见	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权结构图（截至 1H25）	7
图 3：公司营收（亿元）及同比增长	8
图 4：公司分类别营收（亿元）	8
图 5：公司毛利润（亿元）及毛利率	9
图 6：公司费用（亿元）及费用率	9
图 7：公司归母净利润（亿元）及归母净利率	9
图 8：中国新能源汽车年度销量及渗透率统计	10
图 9：中国新能源商用车年度销量及渗透率统计	10
图 10：中国新能源汽车市场结构变化	10
图 11：中国新能源乘用车单车带电量（kWh）	10
图 12：国内储能系统加 EPC 季度招标规模	11
图 13：国内储能系统加 EPC 季度中标规模	11
图 14：国内储能系统加 EPC 季度招标规模	11
图 15：1H25 国内已建成独立储能项目资金来源	11
图 16：锂电整体周期	13
图 17：电池环节资本开支及固定资产	13
图 18：电池环节扣非净利率变化	13
图 19：储能电芯出货格局	15
图 20：1-3Q25，中创新航位居全球储能电芯出货第五	18
图 21：1-3Q25，中创新航位居全球大储电芯出货第四	18
图 22：公司乘用车与低空飞行领域产品	21
图 23：公司商用车领域产品	21
图 24：公司储能电芯产品	21
图 25：公司储能系统产品	22
图 26：公司固态电池	22
图 27：国内动力和其他电池出口量	23
表：公司高管信息及履历	

表 2：公司电池产品及特点	8
表 3：全球动力及储能电池市场需求预测	12
表 4：全球动力电池装机市场格局（装机量：GWh）	14
表 5：中国动力电池装机市场格局（装机量：GWh）	14
表 6：2023 及 2024 年全球主要厂商动力储能出货量排名（单位：GWh）	16
表 7：公司前五大客户占比变化.....	16
表 8：公司主要合作客户及情况.....	17
表 9：动力电池公司在新能源乘用车新车配套情况.....	17
表 10：国内新能源商用车电池配套情况	18
表 11：公司基地分布及进展	19
表 12：公司电池单位盈利情况.....	20
表 13：公司新兴技术及内容.....	22
表 14：25 年公司海外市场布局及发展.....	23
表 15：公司营收拆分测算	25
表 16：可比公司估值表.....	26

1. 战略开启全球新篇，多维突破助力跨越发展

1.1 战略聚焦成效显著，资本技术双轮驱动未来

战略聚焦多次进阶，技术与产品精准导向，公司进入全场景应用赋能阶段。公司以中航锂电为起点，依托航空工业技术底蕴进入锂电池领域。2015 年成立江苏公司，标志着产业化进程正式启动。2018 年成为关键转折，公司进行股权重组脱离航空工业体系，并在董事长刘静瑜带领下实施深化改革，业务全面转向乘用车市场，技术聚焦高性能三元体系，后续乘用车领域公司成功进入广汽、长安、小鹏等主流车企供应链，实现装机量与行业排名的快速提升。公司 2020 年布局商用车市场，2021 年发力储能市场，2022 年开启国际化发展新篇章，并于 10 月在香港联交所成功上市。2024 年公司加速全球化布局，东盟产业基地正式落地。2025 年公司发布多个全场景应用的领先技术及产品，持续为行业发展赋能。

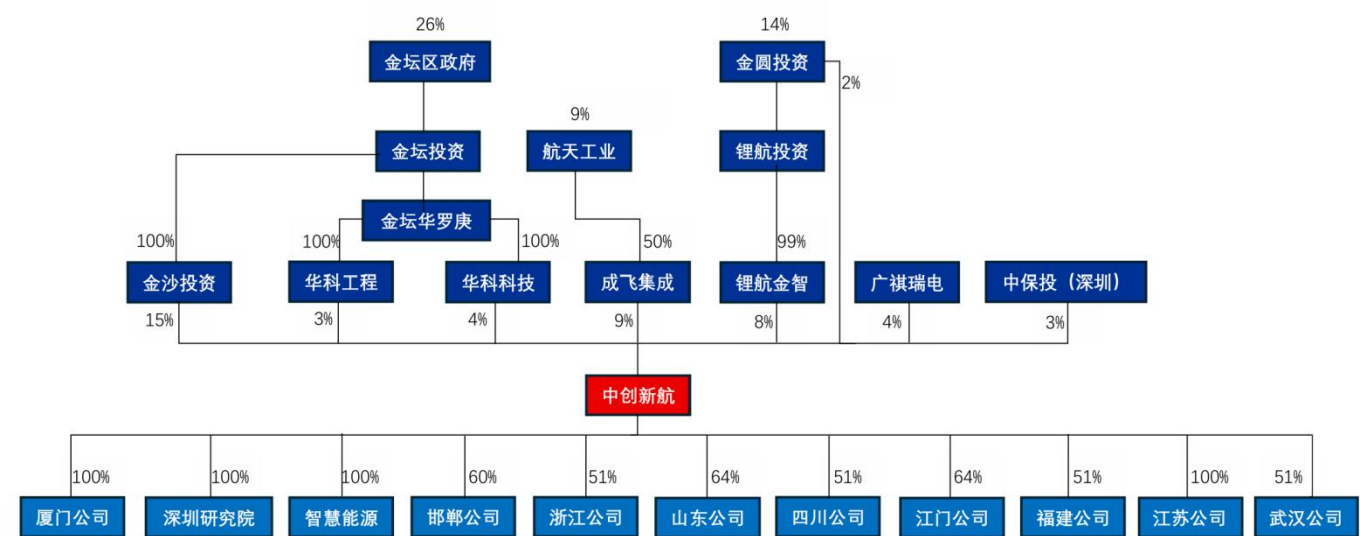
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

中创新航采用“政府引导、市场运作”混合所有制股权结构。截至 1H25，常州市金坛区政府通过旗下投资平台合计持股约 26.0%；中国航空工业集团持股约 9.2%，提供央企产业资源背书；金圆投资通过锂航投资等持股约 14.3%，实现跨区域国资协同。其他重要股东包括广祺瑞电（持股约 3.6%）等市场化投资机构。管理层中，董事长等高管持股体现了激励与约束的平衡。这一结构既保持了国资主导的稳定性，又融入了产业协同与市场化机制。高管团队稳健且经验丰富。公司董监高成员经验丰富且任职时间较长，对公司业务、财务和文化有较深入的理解。董事长刘静瑜女士和联席公司秘书戴颖先生均任职超 5 年，管理层人员稳定且专业能力多元。

图 2：公司股权结构图（截至 1H25）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，申万宏源研究

表 1：公司高管信息及履历

姓名	职务	个人履历
刘静瑜	董事长 执行董事	会计学硕士，高级会计师、注册会计师；自 2018 年起担任公司董事、董事长、总经理及执行董事等核心职务。
戴颖	联席公司秘书 执行董事	国际金融学士，自 2019 年起历任公司副总经理、董事、执行董事及公司秘书等职，此前曾在多家知名金融机构及上市公司担任管理职务。
姜金华	股东监事 监事会主席	精细化工学士，长期在地方党政机关及国有企业担任主要领导职务，自 2021 年起担任本公司监事，现任监事会主席，并兼任江苏金坛建设发展有限公司董事长等企业职务。
潘芳芳	副总裁 首席技术官	博士学位，在电池材料与产品开发领域拥有逾十年经验；自 2015 年加入集团，现任公司高级副总裁兼首席技术官，全面负责研发、知识产权及技术战略工作，并兼任上海分公司负责人。
耿言安	副总裁	自 2018 年加入集团，现任高级副总裁，负责集团采购及信息技术工作，并兼任多家子公司法定代表人、董事及总经理等职务。
何凡	副总裁	环境工程学士，自 2018 年加入集团，现任公司副总裁，负责集团制造运营、工程建设及环境安全工作，并兼任武汉公司法定代表人、董事及总经理。
高艳	副总裁	会计学硕士学位，自 2020 年加入集团，现任高级副总裁兼财务负责人，主管集团财务及人力资源工作，并兼任北京分公司负责人。
谢秋	副总裁	计算机科学与技术学士学位，2015 年加入集团，现任副总裁，负责车载业务销售及产品研发工作，曾主导多项重大科研项目并获得省部级科学技术进步奖。
王小强	副总裁	材料学硕士及材料科学与工程学士，2015 年加入集团，现任副总裁兼党委副书记，负责集团制造技术、质量及储能业务发展，并兼任多家子公司法定代表人及总经理职务。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，申万宏源研究

1.2 动力储能双轮驱动，产品结构持续升级

公司产品体系主要覆盖动力与储能市场。动力市场方面，公司深耕三元与磷酸铁锂两大核心技术路线，为乘用车、商用车提供全场景动力电池解决方案。乘用车方面，5C 超充磷酸铁锂电池可实现 12 分钟快充，高镍圆柱三元电池能量密度达 310Wh/kg，固液混合、磷

酸锰铁锂等新技术已完成验证；商用车方面，公司“至远”系列构建全场景产品矩阵，覆盖轻商与重商全系车型，兼具快充、长续航、高空间利用率优势。储能市场方面，公司覆盖电力、工商业、户用全场景。公司电力储能具备 314Ah/392Ah 量产电芯及新一代“至久”大电芯。

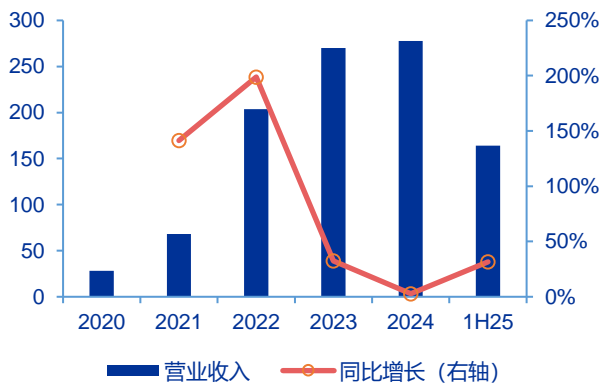
表 2：公司电池产品及特点

电池	主要特点
三元动力产品	含 12 分钟超充的 800V5C 中镍高电压电池（配套小鹏新 P7，助力创全球续航纪录）、能量密度 310Wh/kg 的“顶流”高镍圆柱电池（量产配套 eVTOL 客户），以及 360Wh/kg 固液混合电池（已完成开发，将量产配套）。
磷酸盐系列产品	含行业首款量产的“顶流”铁锂圆柱电池（配套吉利、东风混动车型）、12 分钟超充的 800V 5C 铁锂电池（5C 铁锂超充增程电池，2025Q4 配套小鹏新车），以及能量密度 210Wh/kg+、15 分钟快充的下一代磷酸锰铁锂电池（已完成整车验证）。
至远系列电池	构建商用车全场景产品矩阵，覆盖轻商（城配/城际/客车）、重商（短倒/干线/工程机械等）全系列车型，聚焦快充、长续航、高空间利用率核心需求，多款产品已量产或将于 2025-2026 年陆续交付。
电力储能电池	公司电力储能产品覆盖多元场景，314Ah 系列（含二代长循环款）、392Ah 电芯已批量稳定交付并获客户认可；新一代“至久”600Ah+、588Ah 大电芯，在能量密度、寿命、能效等核心指标上全面升级，可提升电站收益，均将于 2025 年四季度量产。
工商业储能-户外储能柜	公司推出 261KWh 液冷户外储能柜，以 200KWh/m ² 行业领先面积能量密度节省占地，搭载自研 AI-EMS 系统，兼具 15 年超长寿命与百 KWh 至 2MWh 灵活扩展能力。产品已量产，广泛应用于企业、园区、光储充等多场景，覆盖欧美日等市场，适配复杂应用需求。
户用储能	公司推出标准化户用储能产品及完整解决方案，覆盖 2.7-15KWh 全域，能量密度 140Wh/L，安装空间省 40%，寿命延长 15%，能量转换效率超 98%，10 年 TCO 降低 20% 以上；支持 OTA 远程升级，适配多系统架构，已与多家国内外客户达成战略合作，批量出货至英、德、智等多国。

资料来源：公司招股说明书，公司公告，申万宏源研究

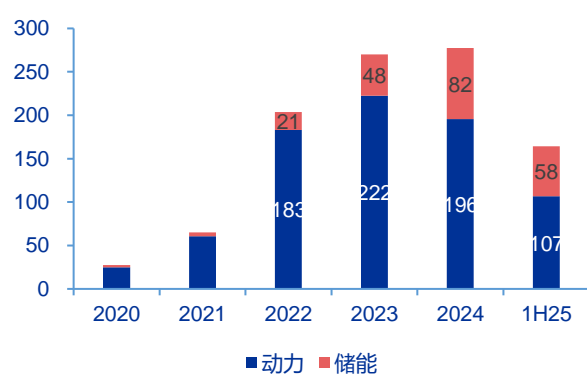
公司营收体量逐步增长，储能营收占比不断提升。1H25 公司实现营收 164 亿元，同比+31.7%，其中动力电池营收 107 亿元，同比+9.5%，储能电池营收 58 亿元，同比+109.7%，储能营收占比达到 35%。2024 年公司实现营收 278 亿元，同比+2.8%，其中动力/储能电池营收分别为 196/82 亿元，储能电池营收占比达到 30%。

图 3：公司营收（亿元）及同比增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：公司分类别营收（亿元）

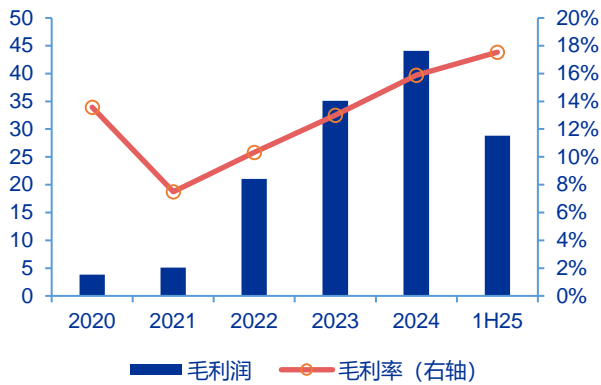


资料来源：公司公告，申万宏源研究

毛利率随营收同步向上，费用率逐渐稳定。1H25 公司毛利润为 29 亿元，毛利率约 17.7%。2024 年公司毛利率呈现 V 型回升态势，毛利率从 2023 年的 15.5% 逐步攀升至 2024 年的 18.7%，1H25 为 17.7%。

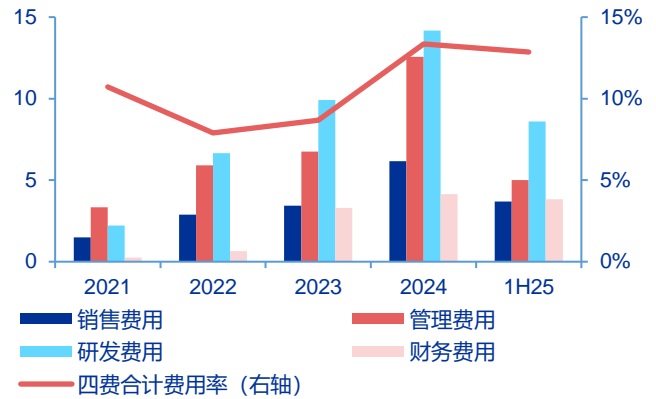
年的 15.9%，公司产品竞争力、成本控制能力、客户多元性和议价能力的稳步增强下，盈利质量持续优化。期间费用率趋向稳定。1H25 公司销售、管理、研发和财务费用分别为 3.7 亿元、5.0 亿元、8.6 亿元和 3.8 亿元，费用率分别为 2.2%，3.0%，5.2%和 2.3%，总费用率为 12.9%。公司从 21 年到 24 年四费合计费用率有所波动，但总体稳定在 15%以内，其中 24 年由于研发投入高和储能扩产导致费用率稍高。

图 5：公司毛利润（亿元）及毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

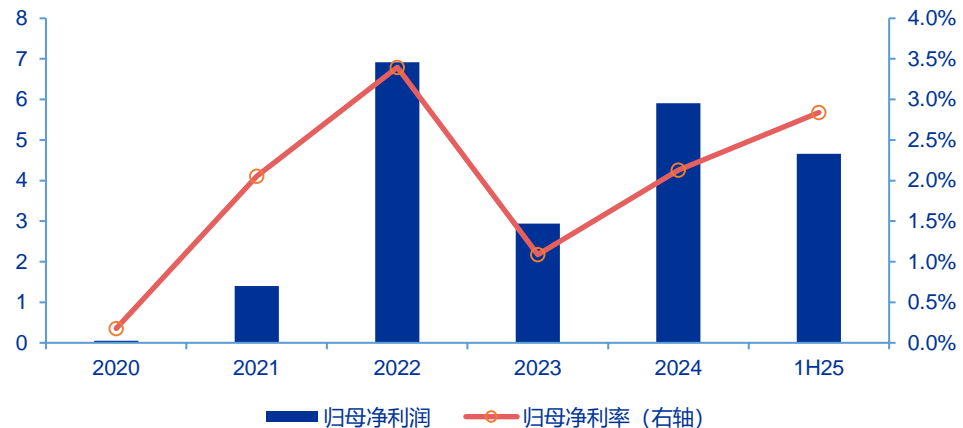
图 6：公司费用（亿元）及费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

规模扩张及控费降本下，盈利有望持续修复。20-24 年，行业激烈竞争，公司业务扩张费用支出较多，公司整体归母净利率较为波动。随着 25 年电池原材料成本稳定，行业份额竞争逐渐良性，叠加动力储能需求景气，公司归母净利和归母净利率逐渐修复。1H25 公司归母净利润为 4.7 亿元，归母净利率为 2.8%。

图 7：公司归母净利润（亿元）及归母净利率



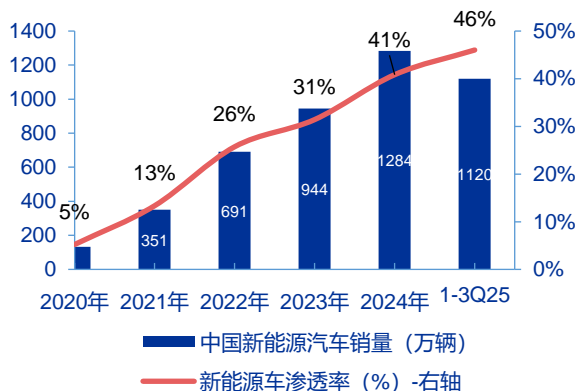
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 动储景气提升，供需优化迎来新一轮盈利周期

2.1 需求：全球需求多点爆发，动力储能双线高增

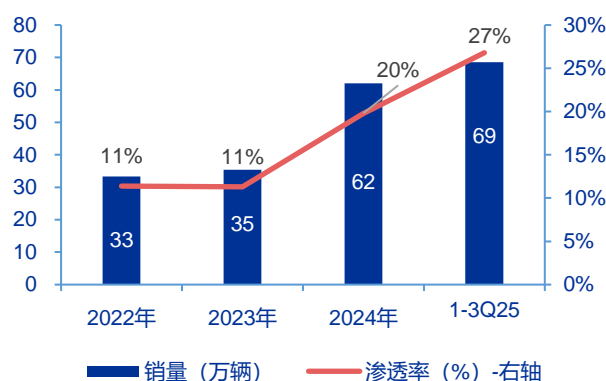
下游整车需求强劲，多维驱动动力电池持续放量。1-3Q25，中国新能源汽车市场总量快速增长、新能源商用车快速普及展现出强劲动能，动力电池市场体量持续突破。1-3Q25 国内新能源车销量达 1120 万辆，渗透率攀升至 46%，电动化替代进程持续深化。新能源乘用车为动力电池需求基本盘，而新能源商用车成为重要增量市场。1-3Q25 国内新能源商用车销量达 69 万辆，同比+71%，渗透率提升至 27%。商用领域电动化进程明显加快，推动大容量、高功率电池需求快速起量，为动力电池带来新增长空间。

图 8：中国新能源汽车年度销量及渗透率统计



资料来源：中国汽车工业协会，商联会，SMM 上海有色网，申万宏源研究

图 9：中国新能源商用车年度销量及渗透率统计



资料来源：中国汽车工业协会，商联会，SMM 上海有色网，申万宏源研究

纯电销量占比回升，单车大电量电池愈加普及。新能源车销量结构变化及大电池普及，共同助推单车带电量提升。1-3Q25 纯电动车型占比回升至 64%，扭转了此前份额下滑态势，反映出在电池能量密度提升和充电设施改善推动下纯电车型接受度提升。供给端多个车企陆续推出多款纯电动新车型，未来纯电动车型销量占比预计继续提升，进而有望带动单车带电量提升。纯电&插混车型均在普及大电量电池，23 年以来，中国新能源车乘用车发展中续航提升为重要方向，且电池技术迭代带来高能量密度电池普及，不同车型带电量稳步提升。25 年 9 月，中国纯电动/插混车型平均带电量分别达 56/28kWh。

图 10：中国新能源汽车市场结构变化

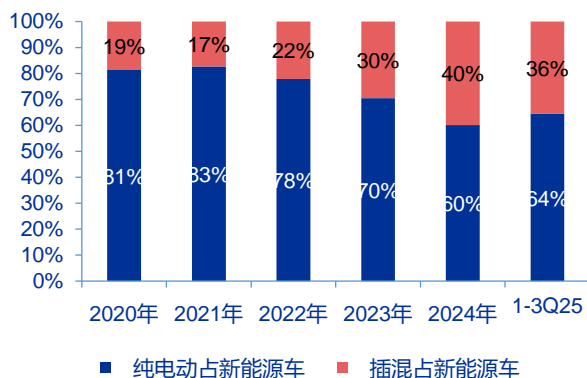
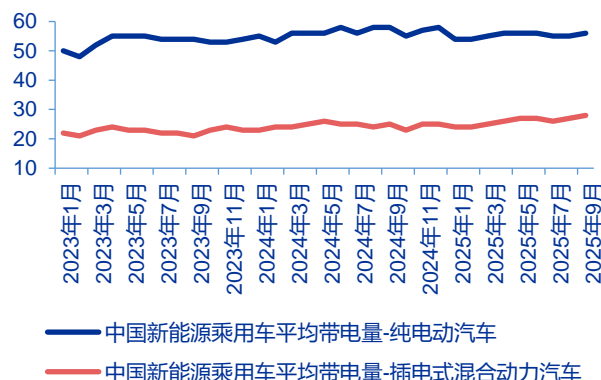


图 11：中国新能源乘用车单车带电量 (kWh)

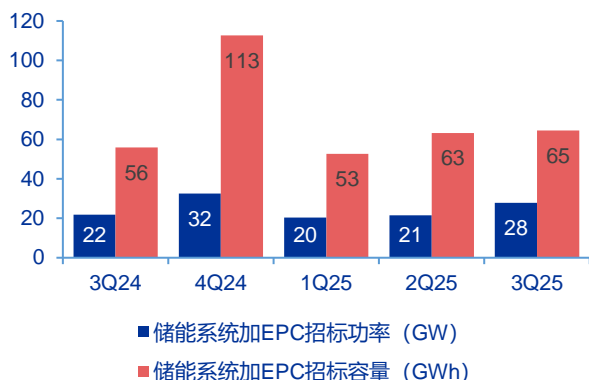


资料来源：中国汽车工业协会，商联会，SMM 上海有色网，申万宏源研究

资料来源：中国汽车工业协会，商联会，SMM 上海有色网，申万宏源研究

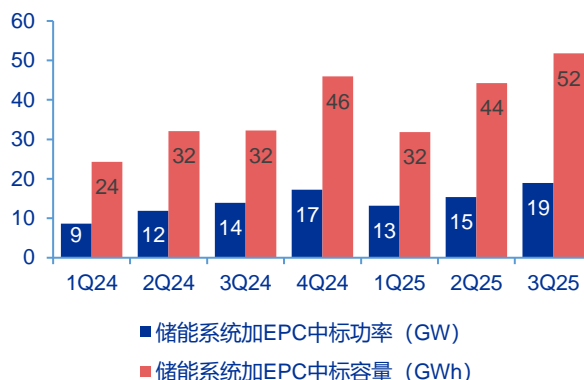
国内储能经济性提升，高景气度延续。国内储能市场招标活跃度高企，中标规模稳步提升，装机节奏加快，项目落地加速。3Q25 国内储能招标功率 28GW，同环比 +28%/+30%；中标功率 19GW，同环比+36%/+23%。2Q25 国内储能装机功率 17GW，环比+209%。储能投资主体多元，地方国资及民营企业成为主要投资方。1H25，独立储能项目业主达 176 家，地方国资出资占比 42%，形成“国资引领、产业协同”格局。

图 12：国内储能系统加 EPC 季度招标规模



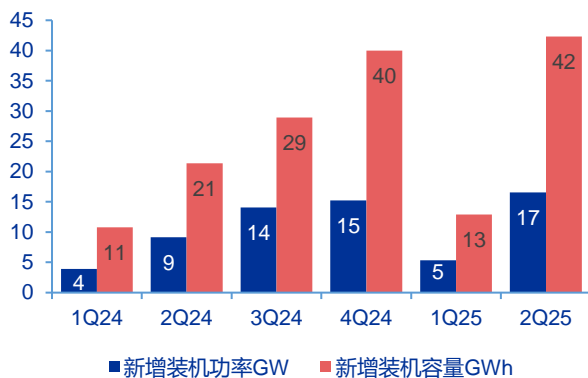
资料来源：SMM 上海有色网，寻熵研究院，申万宏源研究

图 13：国内储能系统加 EPC 季度中标规模



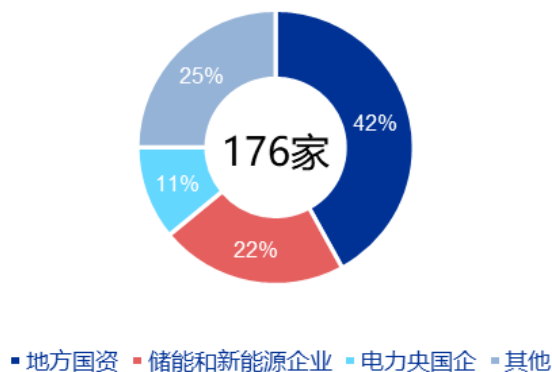
资料来源：SMM 上海有色网，寻熵研究院，申万宏源研究

图 14：国内储能系统加 EPC 季度招标规模



资料来源：SMM 上海有色网，寻熵研究院，申万宏源研究

图 15：1H25 国内已建成独立储能项目资金来源



资料来源：SMM 上海有色网，寻熵研究院，申万宏源研究

动力需求基本盘稳固，储能打开需求新空间。全球新能源市场体量持续扩张。我们预计全球新能源车销量将从 25 年 2094 万辆增长至 28 年 3336 万辆，新能源车渗透率稳步提升至 39%，预计全球动力电池出货需求将从 25 年 1367GWh 增至 28 年 2388GWh，有力支撑需求快速增长。储能板块成为增长极。我们预计全球储能电池出货量将从 25 年 530GWh 跃升至 28 年 1343GWh，未来 TWh 储能需求有望成为驱动锂电整体需求增长的重要引擎。

表 3：全球动力及储能电池市场需求预测

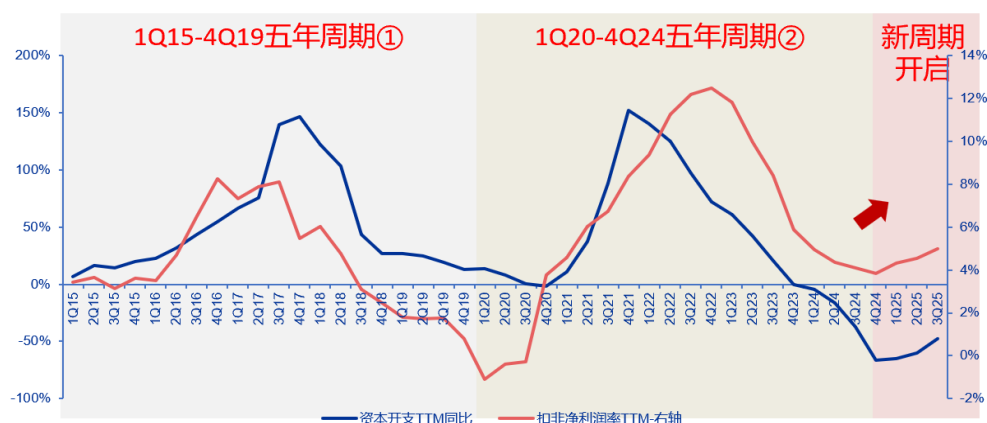
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
1 国内新能源车：动力电池装机需求 (GWh)	286	388	528	715	872	1,024	1,153
国内：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	619	829	1,158	1,410	1,648	1,862	2,057
YoY	91%	34%	40%	22%	17%	13%	10%
1.1 国内电动乘用车装机需求 (GWh)	260	355	469	579	668	757	831
国内新能源乘用车销量 (万辆)	586	794	1096	1320	1513	1697	1857
YoY	89%	36%	38%	20%	15%	12%	9%
新能源车渗透率	28%	36%	49%	60%	68%	75%	81%
1.2 国内电动商用车装机需求 (GWh)	26	33	60	136	204	267	322
国内电动商用车销量 (万辆)	33	35	62	90	135	165	200
YoY	144%	6%	77%	45%	50%	22%	21%
新能源车渗透率	10%	9%	14%	21%	31%	38%	45%
2 海外新能源车：动力电池装机需求 (GWh)	227	326	338	406	500	631	804
海外：新能源车合计销量 (万辆，本土销量)	398	520	558	684	837	1,039	1,279
YoY	31%	31%	7%	23%	22%	24%	23%
2.1 海外电动乘用车装机需求 (GWh)	218	311	318	373	435	522	633
海外新能源乘用车销量 (万辆)	391	510	546	668	812	999	1219
YoY	31%	30%	7%	22%	22%	23%	22%
新能源车渗透率	8%	10%	10%	12%	15%	18%	21%
2.2 海外电动商用车装机需求 (GWh)	8	15	20	33	65	109	171
海外电动商用车销量 (万辆)	6	10	12	17	25	40	60
YoY	55%	58%	20%	40%	50%	60%	50%
新能源车渗透率	1%	2%	2%	3%	4%	7%	10%
全球新能源车销量 (万辆)	1,017	1,349	1,716	2,094	2,484	2,901	3,336
YoY	62%	33%	27%	22%	19%	17%	15%
新能源车渗透率	14%	17%	21%	26%	30%	35%	39%
全球动力电池装机需求 (GWh)	512	714	866	1,121	1,372	1,655	1,957
YoY	66%	39%	21%	29%	22%	21%	18%
全球动力电池出货量 (GWh)	692	871	1,057	1,367	1,674	2,019	2,388
YoY	73%	26%	21%	29%	22%	21%	18%
全球储能电池出货量合计 (GWh)	152	210	320	530	850	1,088	1,343
YoY	145%	38%	52%	66%	60%	28%	23%
全球储能装机 (GWh)	85	127	210	302	500	680	850
出货量/装机量	179%	166%	152%	175%	170%	160%	158%
全球动力+储能电池实际需求合计 (GWh)	844	1,081	1,377	1,897	2,524	3,107	3,731
YoY	83%	28%	27%	38%	33%	23%	20%

资料来源：中汽协，Marklines，商联会，中国动力电池产业创新联盟，SNE Research，SMM 上海有色网，申万宏源研究

2.2 供给：动储格局多元演进，盈利周期长期延展

锂电正处在新一轮盈利向上周期。锂电两轮周期中，资本开支 TTM 同比走势与扣非净利率 TTM 走势保持相对同步。4Q23 开始，锂电资本开支 TTM 同比进入负增长，增量供给快速回落，扣非净利率 TTM 下降趋缓。1Q25 开始，锂电资本开支 TTM 同比降幅边际趋缓，锂电扣非净利率 TTM 从低点开始拐点向上。3Q25，季度扣非净利率保持修复向上，资本开支同比降幅收窄，行业进入盈利预期向上—头部厂商资本开支企稳—行业供需平衡的良性循环。

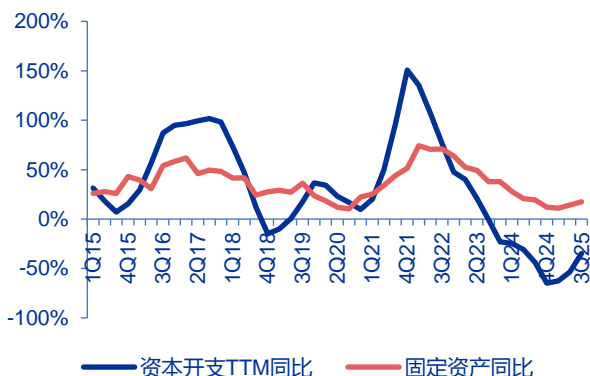
图 16：锂电整体周期



资料来源：万得资讯，申万宏源研究；备注：资本开支用现金流量表中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金代替

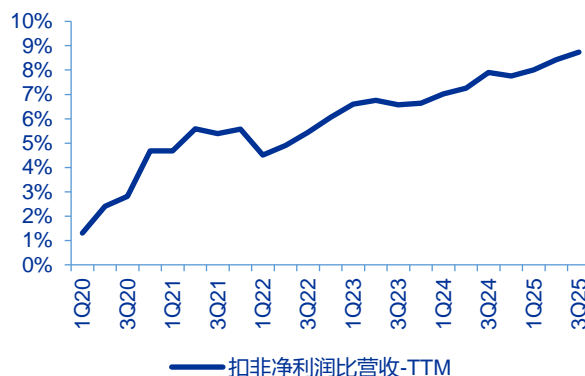
电池环节 22 年以来产能投资强度趋缓，规模效应+产品迭代下盈利稳定向上。电池环节处于锂电中游，对行业需求变化更为敏感。22 年以来，下游电池需求稳定增长，中游电池环节扩产逐渐谨慎，整体产能投资强度趋缓。25 年开始，随行业供需逐渐趋紧，电池环节固定资产同比增速小幅提升，我们认为该轮产能扩产一方面体现行业需求处在景气攀升，另一方面扩产更为理性，扩产主要以行业一二线公司为主，扩产产能具备订单需求保障。同时电池环节盈利近年呈现持续修复向上态势，21 年后扩产产能逐步投放，行业规模效应彰显，而电池环节出现多轮产品迭代（快充电池等），新产品层出不穷体现技术带来的盈利溢价。

图 17：电池环节资本开支及固定资产



资料来源：万得资讯，申万宏源研究

图 18：电池环节扣非净利率变化



资料来源：万得资讯，申万宏源研究

市场集中度维持高位，二线厂商格局稳步提升。根据 SNE Research，25 年 1-10 月全球动力电池 CR2 为 55.0%，二线国内阵营竞争中，中创、国轩、亿纬三家二线国内企业合计市占率达 11.5%，其中中创新航占比达到 4.8%。根据中国动力电池产业创新联盟，1-3Q25 中国动力电池 CR2 为 65.3%，中创新航位列第三，占比 7.1%。车企为保障供应链安全，车型配套电池积极引入二线厂商，竞争格局向更加健康、多元的方向演进。

表 4：全球动力电池装机市场格局（装机量：GWh）

2023			2024			2025M1-10		
企业	装机量	市占率	企业	装机量	市占率	企业	装机量	市占率
宁德时代	259.7	36.8%	宁德时代	339.3	37.9%	宁德时代	355.2	38.1%
比亚迪	111.4	15.8%	比亚迪	153.7	17.2%	比亚迪	157.9	16.9%
LG 新能源	95.8	13.6%	LG 新能源	96.3	10.8%	LG 新能源	86.5	9.3%
松下	44.9	6.4%	中创新航	39.4	4.4%	中创新航	44.3	4.8%
SKOn	34.4	4.9%	SK on	39	4.4%	国轩高科	38.7	4.2%
中创新航	33.4	4.7%	松下	35.1	3.9%	SK on	37.7	4.0%
三星 SDI	32.6	4.6%	三星 SDI	29.6	3.3%	松下	35.9	3.9%
国轩高科	17.1	2.4%	国轩高科	28.5	3.2%	三星 SDI	25.1	2.7%
亿纬锂能	16.2	2.3%	亿纬锂能	20.3	2.3%	亿纬锂能	24.6	2.6%
欣旺达	10.5	1.5%	欣旺达	18.3	2.1%	蜂巢能源	23.7	2.5%
其他	49.4	7.0%	其他	93.8	10.5%	其他	103.9	11.1%
合计	705.5	100.0%	合计	893.3	100.0%	合计	933.5	100.0%

资料来源：SNE Research，申万宏源研究

表 5：中国动力电池装机市场格局（装机量：GWh）

2023			2024			2025M1-9		
企业	装机量	市占率	企业	装机量	市占率	企业	装机量	市占率
宁德时代	167.1	43.1%	宁德时代	246	45.1%	宁德时代	210.7	42.8%
比亚迪	105.5	27.2%	比亚迪	135	24.7%	比亚迪	111.2	22.6%
中创新航	32.9	8.5%	中创新航	36.5	6.7%	中创新航	34.8	7.1%
亿纬锂能	17.3	4.5%	国轩高科	25	4.6%	国轩高科	26.3	5.3%
国轩高科	15.9	4.1%	亿纬锂能	18.7	3.4%	亿纬锂能	20.6	4.2%
蜂巢能源	8.7	2.2%	蜂巢能源	17.4	3.2%	欣旺达	16.5	3.4%
LG 新能源	8.3	2.2%	欣旺达	15.8	2.9%	蜂巢能源	14.0	2.9%
欣旺达	8.3	2.1%	瑞浦兰钧	12.1	2.2%	瑞浦兰钧	11.4	2.3%
孚能科技	5.9	1.5%	正力新能	9.9	1.8%	正力新能	11.1	2.2%
正力新能	5.4	1.4%	LG 新能源	7.7	1.4%	吉曜通行	9.4	1.9%
其他	12.39	3.2%	其他	21.8	4.0%	其他	26.1	5.3%
合计	387.7	100.0%	合计	545.9	100.0%	合计	466.0	100.0%

资料来源：中国动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

储能电芯竞争格局呈现一超多强，中创新航份额提升。根据 InfoLink Consulting，2024/1H25 全球储能电芯出货 315GWh/240GWh，CR3 超 50%，头部企业全球竞争力持续强化。海外储能出货中国内企业占据主导，国内储能出货二三线企业竞争激烈，市场格局愈加集中。1H25 中创新航在全球/海外/国内储能电芯出货占比分别达 10%/9%/10%，份额均有提升。

图 19：储能电芯出货格局

1H25全球储能电芯出货占比



1H25海外储能电芯出货占比



1H25国内储能电芯出货占比



2024全球储能电芯出货占比



2024海外储能电芯出货占比



2024国内储能电芯出货占比



资料来源：InfoLink Consulting，申万宏源研究

3. 公司核心壁垒逐步巩固，全力打造全球电池核心品牌

3.1 动力电池持续领先，储能电池出货爆发

出货稳步提升，客户多元化明细。根据 SNE Research，2024 年，公司动力+储能电池总出货量达 64GWh，市场占比 5%，同比+1pct；其中动力电池出货量达到 44GWh，同比增长 29%，排名全球第四；储能出货量大幅上升，达到 20GWh，同比增长 150%。出货量高增同时，客户多元化布局深化，前五大客户依赖度显著降低。公司动力与储能领域客户覆盖不断延伸，多元化布局持续深化，客户结构抗风险能力明显增强。从客户集中度看，公司的前五大客户占比从 2023 年的 71.3%下降至 2024 年的 55.4%，单一客户依赖度迅速降低。公司下游业务合作也从乘用车、商用车和储能领域，同时也拓展至船舶/航空领域，实现海陆空市场全域布局。

表 6：2023 及 2024 年全球主要厂商动力储能出货量排名（单位：GWh）

2023 年					2024 年				
企业	动力出货	储能出货	总出货	市场占比	企业	动力出货	储能出货	总出货	市场占比
宁德时代	308	74	382	36%	宁德时代	381	110	491	38%
比亚迪	135	22	157	15%	比亚迪	165	27	192	15%
LG 新能源	129	8	137	13%	LG 新能源	120	8	128	10%
亿纬锂能	21	21	42	4%	亿纬锂能	28	40	68	5%
中创新航	34	8	42	4%	中创新航	44	20	64	5%
国轩高科	25	6	31	3%	国轩高科	32	18	50	4%
三星 SDI	49	9	58	6%	三星 SDI	38	10	48	4%
松下	41	-	41	4%	松下	40	2	42	3%
SK 创新	57	-	57	5%	SK 创新	31	-	31	2%
欣旺达	14	1	15	1%	欣旺达	21	1	22	2%
其他	52	36	88	8%	其他	98	65	163	13%

资料来源：SNE Research，申万宏源研究

表 7：公司前五大客户占比变化

2023 年			2024 年		
	金额（亿元）	占比		金额（亿元）	占比
第一大客户	77.7	28.8%	第一大客户	36.2	13.1%
第二大客户	49.1	18.2%	第二大客户	34.7	12.6%
第三大客户	30.3	11.2%	第三大客户	29.7	10.7%
第四大客户	未披露	未披露	第四大客户	27.9	10.1%
第五大客户	未披露	未披露	第五大客户	24.5	8.9%
前五客户	未披露	71.3%	前五客户	143.0	55.4%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

核心客户合作升级为深度战略模式，单客户价值持续提升。公司目前客户覆盖国内和海外乘用车企、商用车客户、储能客户、船舶及特种客户、新兴领域客户等。公司与核心客户

的合作已从单一产品配套，全面升级为“全平台绑定+联合开发+收益共享”的深度战略模式，推动单客户配套价值不断提升。

表 8：公司主要合作客户及情况

客户类别	主要客户/合作伙伴	合作概况	2025 年合作进展
国际乘用车	丰田、大众、现代	成功进入全球供应链体系，开展下一代平台项目合作。	丰田 BZ3X 车型实现量产配套。上汽奥迪高端纯电车型 E5 Sportback 已确定采用中创新航的电池方案。
国内乘用车	小鹏、零跑、吉利、长安、奇瑞、东风、北汽、奥迪等	深度合作，覆盖纯电与混动全场。配套小鹏 P7 三元，小鹏 X9 增程，小鹏 G6/G7/G9；混景，配套多款主力及爆款车型。动项目（吉利、长安等）渗透率提升。	
商用车及工程机械	中国重汽、三一、徐工等	覆盖纯电与混动市场，配套多款主力车型。	国内装车量大增，单月排名行业前三；获土耳其最大客车制造商定点。
储能客户	国家电投、中核汇能等	与头部企业战略合作，覆盖大储、工商业、户用全场景。	实现拉美和南非最大电站配套；工商业批量出货至欧美市场。
船舶及特种车辆	全球最大石油公司（混合动力船舶）、新加坡港口（电动船舶）	产品实现从小型客船到集装箱船的全域覆盖，取得多项国际船级社认证。	成功交付全球最大石油公司首个混合动力船舶项目及配套中东高端海工装备。获得首个兆瓦级别船用电池系统国际订单。
新兴领域伙伴	eVTOL、人形机器人头部企业	在低空经济、机器人等前沿领域进行前瞻性技术开发和产品配套。	通过 eVTOL 动力电池制造符合性审查，实现规模交付。R46 圆柱电芯（310Wh/kg）已量产配套行业 eVTOL 客户。360Wh/kg 固液混合大圆柱电池 26 年预计供应 eVTOL 客户。与人形机器人企业合作的固态电池项目实现阶段性里程碑进展。

资料来源：高工锂电，公司公告，申万宏源研究

（1）乘用车领域：乘用车业务构建了覆盖国际国内的高端客户矩阵，深度绑定丰田、大众、现代等全球车企和小鹏、吉利、长安等国内主流品牌，并实现纯电与混动全场景覆盖。根据工信部新能源乘用车配套公告，公司国内配套车型数量稳居高位，23 年以来配套份额达 10-11%，稳居市场前三。1H25，公司完成丰田 BZ3X 车型的量产配套，实现小鹏 P7 三元超充电池的配套，同时配套吉利、长安等企业的混动项目；2H25，公司与零跑新设合营企业获批，小鹏 X9 新车型搭载公司 5C 电池，持续彰显公司在乘用车电池领域的技术实力与市场认可度。

表 9：动力电池公司在新能源乘用车新车配套情况

	2023 年		2024 年		25 年 1-11 月	
	配套数量	份额	配套数量	份额	配套数量	份额
宁德时代	286	36.5%	386	41.6%	370	36.3%
弗迪	79	10.1%	116	12.5%	129	12.7%
中创新航	81	10.3%	108	11.6%	106	10.4%
国轩高科	81	10.3%	96	10.3%	102	10.0%
欣旺达	35	4.5%	38	4.1%	48	4.7%
蜂巢	71	9.1%	31	3.3%	40	3.9%
亿纬锂能	35	4.5%	42	4.5%	38	3.7%
瑞浦兰钧	34	4.3%	31	3.3%	26	2.6%
正力新能	15	1.9%	26	2.8%	22	2.2%
其他	67	8.5%	55	5.9%	137	13.5%
合计		%		%		%

资料来源：工信部，申万宏源研究

(2) 商用车领域：商用车及工程机械业务聚焦纯电与混动两大赛道，与中国重汽、三一、徐工等行业领军企业建立稳定合作，配套多款主力车型并形成规模化供应能力。中创新航商用至远品牌产品线全面覆盖微面、轻卡、重卡、客车、工程机械等主流及新兴细分市场。同时，针对不同车型、不同应用场景（长途干线、城市配送、工程建设等等）提供高度适配的电池系统，满足客户的差异化需求。公司 25 年在新能源商用车领域表现强劲，根据中国动力电池产业创新联盟，25 年 1-10 月，公司国内新能源商用车电池装车量达到 8.1GWh，市场占比 7.5%，同比+3.6pct。在海外商用车市场，公司成功斩获土耳其客车制造商定点项目，标志着产品竞争力获得国际市场认可，实现了国内市场领跑与海外市场突破的双重进展。

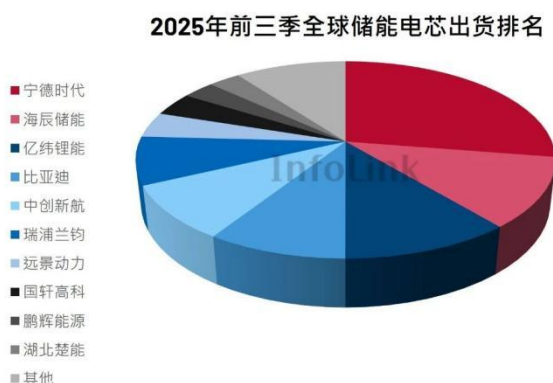
表 10：国内新能源商用车电池配套情况

	2024 年		25 年 1-10 月		
	装车量 (GWh)	占比	装车量 (GWh)	占比	同比变化 (百分比)
宁德时代	41.2	61.1%	53.4	49.3%	-12.0
亿纬锂能	8.2	12.2%	14.1	13.0%	0.5
比亚迪	4.4	6.5%	0.8	9.0%	2.8
国轩高科	3.7	5.5%	8.5	7.9%	2.4
中创新航	2.5	3.8%	8.1	7.5%	3.6
瑞浦兰钧	3.6	5.3%	6.4	5.9%	1.3
远航锦锂	-	-	3.0	2.7%	2.7
三一红象	0.7	1.0%	1.5	1.4%	0.7
赣锋锂电	0.2	0.4%	1.0	0.9%	0.5
其他	2.9	4.3%	11.6	2.4%	-
合计	67.5	100.0%	108.4	100.0%	

资料来源：中国动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

(3) 储能业务及船舶、新兴领域：公司与储能企业战略合作，覆盖大储、工商业、户用全场景；新兴领域中，与人形机器人头部企业合作的固态电池项目实现阶段性里程碑进展。根据 InfoLink Consulting, 1-3Q25, 全球储能电芯累计出货 410GWh, 同比增长 98.5%，出货结构中中创新航位居全球第五。1-3Q25，全球大储电芯出货 372GWh，同比增长 101.9%，出货结构中中创新航位居全球第四。

图 20：1-3Q25，中创新航位居全球储能电芯出货第五



资料来源：InfoLink Consulting，申万宏源研究

图 21：1-3Q25，中创新航位居全球大储电芯出货第四



资料来源：InfoLink Consulting，申万宏源研究

看好未来需求增长，公司近年产能呈阶梯式高速增长。2026 年底，我们预计公司产能达 230GWh 左右。25 年以来随需求快速增长，公司配套产能建设加快，国内 25 年厦门基地、眉山基地、江门基地、武汉基地及枣庄基地等建设逐步推进；海外基地 25 年 2 月公司葡萄牙 AI 超级工厂动工，建成后有望形成 15GWh 年产能；泰国 PACK 基地也顺利投产，全球化产能网络雏形初现。未来随国内外基地逐步投产，公司规模效应将进一步强化成本优势、提升全球竞争力。

表 11：公司基地分布及进展

生产基地	规划产能(GWh)	签约时间	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
常州-一期	2.5	-	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
常州-二期	7	-	7	7	7	7	7	7
常州-三期	23	-	5	10	12	15	19	23
常州-四期	25	2021 年 1 月	-	-	-	-	12	20
厦门-一期	10	2019 年 6 月	3	7	10	10	10	10
厦门-二期	10	2019 年 6 月	2	8	10	10	10	10
厦门-三期	50	2021 年 5 月	-	-	5	10	15	25
成都-一期	20	2021 年 4 月	5	8	10	15	20	20
成都-二期	30	2022 年 9 月	-	-	-	-	10	20
眉山	20	2022 年 3 月	-	5	7	10	15	20
武汉-一/二期	20	2021 年 5 月	-	5	7	10	15	20
武汉-三期	30	2022 年 5 月	-	-	5	10	17	25
合肥-一/二期	20	2021 年 8 月	2	5	9	15	20	20
合肥-三期	30	-	-	-	-	-	5	10
江门-一期	35	2022 年 1 月	-	7	12	18	25	33
江门-二期	35	-	-	-	-	-	5	10
眉山	25	2022 年 1 月	-	5	8	12	18	25
邯郸	50	2025 年 8 月	-	-	-	-	10	15
信阳	50	2025 年 11 月	-	-	-	-	2	15
枣庄	30	2025 年 10 月	-	-	-	-	2	15
葡萄牙	15	2022 年 11 月	-	-	-	-	5	15
合计	518		27	65	98	135	230	341

资料来源：公司公告，政府官网，公司官方公众号，申万宏源研究

3.2 规模、成本与技术的三维协同，打造全球电池核心品牌

规模、成本与技术的三维协同，有望成为公司盈利增长弹性来源。从具体逻辑看，2021-2024 年成本变动围绕“规模扩张降本”与“结构优化提效”两大主线展开，呈现出与业务发展阶段高度适配的特征。随着公司动力电池与储能产品销量实现跨越式增长，生产规模扩大带来的固定成本摊薄效应逐步释放，成为单位营业成本持续下行的基础支撑；同时，产品结构持续升级，储能大容量电芯出货占比提升，叠加超快充电等技术溢价产品的推广，进一步优化了成本与收益的匹配关系。此外，公司在生产工艺改进、供应链协同管理等方面的持续投入，也为成本管控提供了关键助力。

23-24 年行业竞争加剧下，公司单位净利小幅回升，体现盈利韧性。2022-2024 年，公司出货量不断攀升，随原材料成本下降，公司单 Wh 价格及单 Wh 成本逐步下滑，单 Wh

毛利小幅下降，规模效应下费用端单 Wh 费用均呈现小幅下降。总体来看，公司 23-24 年行业激烈竞争下，公司盈利呈现底部修复，体现出公司内在竞争力的稳步提升。展望未来，行业需求景气下，公司产品高端升级且直接出口规模有望逐步提升，公司有望实现“规模扩张-成本下降-盈利提升”的高质量发展路径。

表 12：公司电池单位盈利情况

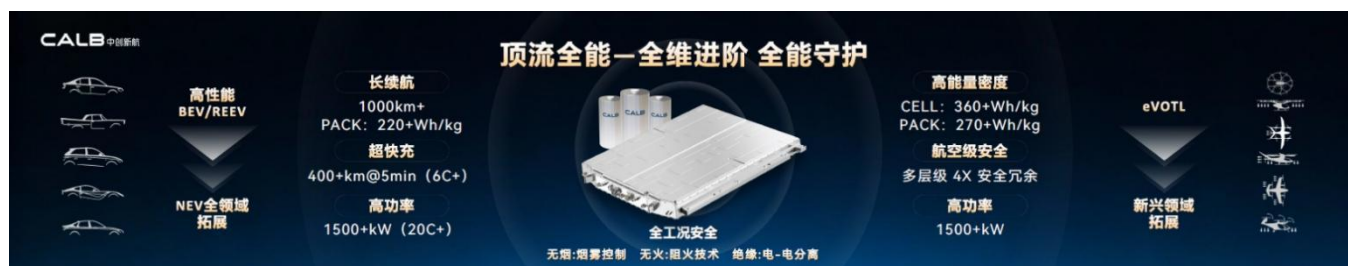
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入 (亿元)	68.2	203.8	270.1	277.5
营业成本 (亿元)	63.1	182.7	234.9	233.4
研发费用 (亿元)	2.2	6.6	9.9	14.2
管理费用 (亿元)	3.3	5.9	6.8	12.6
销售费用 (亿元)	1.5	2.9	3.4	6.2
总费用 (亿元)	7.1	15.4	20.1	32.9
归母净利润 (亿元)	1.4	6.9	2.9	5.9
公司销量 (GWh)	10.0	26.9	42.1	69.0
动力电池 (GWh)	9.3	24.0	34.0	44.0
储能产品 (GWh)	0.7	2.9	8.1	25.0
单 Wh 营收 (元)	0.68	0.76	0.64	0.40
单 Wh 营业成本 (元)	0.63	0.68	0.56	0.34
单 Wh 毛利 (元)	0.05	0.08	0.08	0.06
单 Wh 费用 (元)	0.07	0.06	0.05	0.05
单 Wh 研发费用 (元)	0.02	0.02	0.02	0.02
单 Wh 管理费用 (元)	0.03	0.02	0.02	0.02
单 Wh 销售费用 (元)	0.02	0.01	0.01	0.01
单 Wh 归母净利 (元)	0.014	0.026	0.007	0.009

资料来源：SNE Research，公司公告，申万宏源研究

高端产品矩阵扩容与技术壁垒构建，支撑公司溢价能力提升。公司以技术创新为核心，打造覆盖多场景的高端产品体系，凭借性能优势与差异化竞争力获取价格溢价。

(1) 动力电池领域：乘用车的 800V 5C 超充电池和商用车的至远系列电池等产品，通过高充电效率、高电量需求覆盖等核心特性，配套小鹏等车企爆款乘用车型和多类商用车型。**1) 乘用车领域，**继顶流全气候、顶流超充、顶流高功率、顶流高能后，中创新航再次推出重磅产品——顶流全能圆柱电池。其中乘用车性能电池满电续航可超 1000 公里，搭载 6C+超充技术可实现 5 分钟充电可行驶 400 公里+；**2) eVTOL 领域，**顶流电池电芯能量密度达 360Wh/kg+，系统能量密度达 270Wh/kg+。顶流通道带来低内阻，支持 1500kW+的瞬时超高功率放电，更完美契合 eVTOL 等低空飞行器对高功率、高响应的苛刻需求；**3) 商用领域：**公司推出“至远”系列全场景商用产品解决方案。拥有超高安全、超充长寿命、宽温域等三大技术创新平台，支持重商系列实现超快充峰值 4C（15 分钟补能），具备 15 年/300 万公里超长寿命。轻商系列能量密度高达 200Wh/kg，可支持车型实现 500 公里超长续航。

图 22：公司乘用车与低空飞行领域产品



资料来源：公司官方公众号，申万宏源研究

图 23：公司商用车领域产品



资料来源：公司官方公众号，申万宏源研究

(2) 储能领域：公司具备长循环寿命的 314Ah 二代电芯、适配大型电站的 392Ah 大电芯及新一代“至久”系列大电芯。公司“至久”系列含 588Ah/684Ah 电芯，全生命周期补锂可实现 3 年零衰减、15000+次循环，能量密度达 450Wh/L。储能系统上，公司 6.25MWh、6.9MWh 集装箱式储能系统零部件减少 30%，故障率降低 20%，能够实现 20 年光储同寿、LCOS 可降低 5.8%。其中，6.9MWh 集装箱长时储能系统具有“高度集成、安全可靠、超长寿命、超高收益”四大优势，实现了公司从“设备提供方”到“能源价值创造者”的跨越。

图 24：公司储能电芯产品



资料来源：公司官方公众号，申万宏源研究

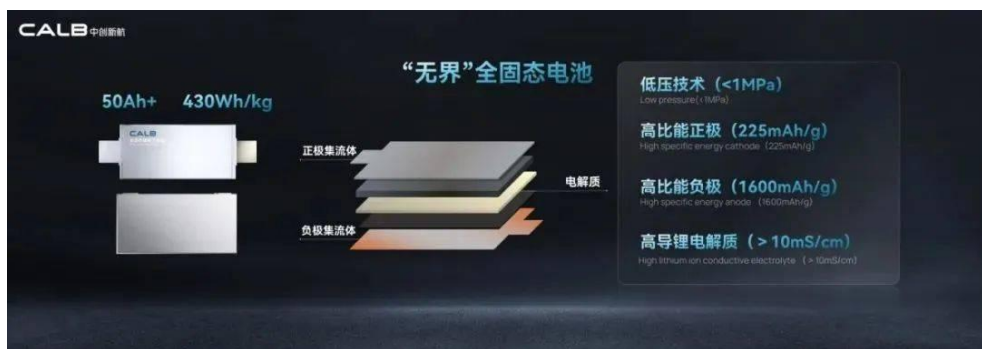
图 25：公司储能系统产品



资料来源：公司官方公众号，申万宏源研究

(3) **新兴领域：**公司聚焦固态电池、重商应用、电力储能三大核心赛道持续深耕，技术突破与产业化进程协同提速：固态电池领域全固态电池完成高性能核心材料自研，同时与人形机器人企业达成合作，半固态飞行电池计划 2026 年正式落地。重商领域针对性推出多款电池方案，覆盖干线物流、氢燃料重卡、超快充及工程机械等场景，量产交付计划快速推进。

图 26：公司固态电池



资料来源：NE 时代公众号，申万宏源研究

表 13：公司新兴技术及内容

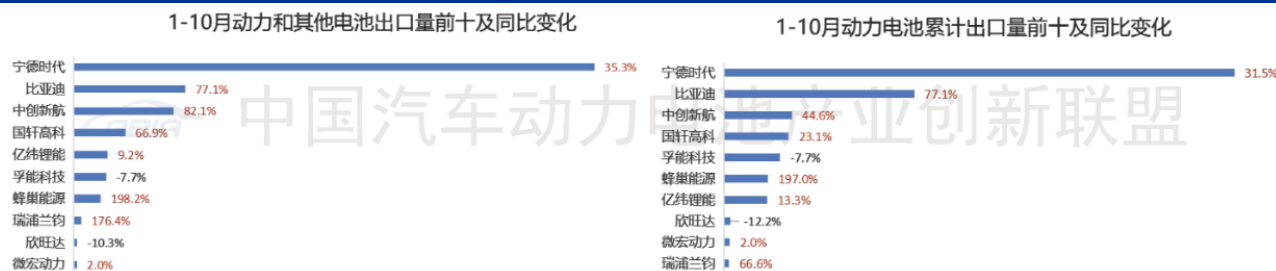
技术领域	具体突破内容
“无界”全固态电池	1.完成高性能固态电解质等核心材料的自研开发,全固态硅基体系电池能量密度达到 430Wh/kg, 完成全固态电池产线建设, 并规划了从半固态到全固态的稳健推进路线, 配套 200MWh 产线于 2025 年 8 月正式投用。 2.与头部人形机器人企业合作的固态电池项目达成阶段性里程碑。
半固态飞行电池	1.能量密度高达 350Wh/kg 的半固态电池。 2.耐温性提升至 200℃, 支持 10C 以上持续放电, 阻抗较传统产品降低 50%。 3.可满足 8 吨级 eVTOL 动力需求, 计划 2026 年正式落地应用。
重商领域	1.干线物流市场, 配备 200KWh 底挂电池方案, 大幅提升续航能力, 预计 2026 年上半年实现量产配套。 2.混动氢燃料重卡 33KWh 快充包已开发完成, 可有效解决市场端加氢基础设施不足的问题, 预计 2025 年下半年实现批量交付。 3.800V5C 超快充重卡电池系统可有效解决充电焦虑问题, 大幅提升运营效率, 预计将于 2026 年首发推向市场。 4.成功开发叠层(CTB)电池系统, 极简化的设计, 结构创新, 实现 284-426KWh 全电量覆盖, 适用于工程机械的恶劣工况场景, 预计 2026 年上半年实现量产配套。
电力储能领域	1.新一代至久 600Ah+储能大电芯, 能量密度达到 440Wh/L 以上, 实现 20 尺标准集装箱电量 6.8MWh 以上, 可支持系统 2000V 高压, 可将电站的能效提高 0.5 个百分点, 整个生命周期的度电成本降低 8%, 电站的投资回报率大大提升; 产品将于 2025 年四季度实现量产。 2.新一代至久 Ah 储能大电芯, 可达到 次的超长寿命, 确保 .% 以上的高能效, 实现安全可靠、

寿命衰减、系统效率、能量密度等核心指标的全面提升，大幅提升电站整体收益，产品将于 2025 年四季度末实现量产。

资料来源：高工锂电，公司公告，申万宏源研究

中创新航出口基本盘稳固，25 年实现出口的快速增长。目前公司出口主要是跟随下游客户出口，直接出口较少，但 26 年开始，公司动力及储能直接出口体量有望快速增长，并且公司海外布局战略实施下海外本土产能有望开始贡献。根据中国动力电池产业创新联盟，25 年 1-10 月，国内动力和其他电池出口累计同比增长 43.9%，中创新航动力和其他电池出口累计同比增长 82.1%，超过平均增速。25 年 1-10 月，国内动力电池出口累计同比增长 37.2%，中创新航动力电池出口累计同比增长 44.6%，超过平均增速。

图 27：国内动力和其他电池出口量



资料来源：中国动力电池产业创新联盟，申万宏源研究；注：蓝色柱体表示数量，红色标注字体表示同比增长

海外产能以“双本土化”为核心，构建“欧洲+东盟”全球化交付网络。目前公司海外基地重点推进两大产能支点建设，总投资约 20 亿欧元的葡萄牙零碳 AI 超级工厂于 1Q25 动工，规划一期年产能 15GWh，预计 2027 年实现交付，就近配套欧洲市场的核心客户，包括现代和零跑合作伙伴 Stellantis；泰国 PACK 基地已率先启动试生产，精准匹配东南亚市场需求。同时，通过获取 UL、IEC 等国际认证及满足各国要求，搭建“本地研发-本地生产-本地交付”闭环运营体系，为全球化供货提供产能支撑。

公司聚焦多区域高潜力市场，通过多元化合作实现海外客户精准突破。欧洲市场以商用车与储能为核心，拿下土耳其最大大巴制造商定点、配套法国轨道交通项目，并与欧洲储能集成商达成合作，392Ah 大电芯储能系统进入德英市场，同时进入丰田、大众、现代供应链并获下一代平台项目定点；东南亚依托泰国基地切入越南、印尼乘用车供应链，提供定制化动力电池方案；中东、拉美等新兴市场通过参与中东高端海工装备市场、南非最大独立储能电站打开局面，通过与商用车制造商合作开始进入印度市场。2025 年上半年海外储能出货占比提升，实现全球主要经济体客户覆盖。

表 14：25 年公司海外市场布局及发展

领域	地区/国家	项目/合作内容
产能基地	泰国	泰国基地顺利投产。
	葡萄牙	葡萄牙零碳 AI 工厂正式开工。
动力电池	欧洲	进入丰田、大众、现代车企业集团供应链，获多个国际 OEM 下一代平台项目定点。
	土耳其	获土耳其最大的大巴/客车制造商的定点。
	印度	9 月 1 日印度第二大商用车制造商 AshokLeyland 宣布与公司合作，公司提供其车辆配套电池。
储能系统	拉丁美洲	成功配套拉美电站项目。
	南非	成功配套南非电站项目。
	欧洲	工商业储能产品拓展到欧洲光储充等复杂场景的解决方案。

船舶及其他市场	多国市场	1.工商业储能产品适用于美国、欧洲、日本等市场。户用储能产品已批量出货至英国、土耳其、德国、法国、葡萄牙、智利等国家。 2.作为第二代长循环储能电芯的供应商，成功锁定海外客户长循环储能电池订单。 3.5MWh 液冷集装箱和储能户外柜等系统产品实现量产配套。
	法国	量产配套法国轨道交通项目。
	新加坡	获新加坡港口电动船舶项目的批量订单。
	中东	配套中东高端海工装备市场；交付全球最大石油公司的首个混合动力船舶项目。

资料来源：公司官网，高工锂电，SMM 新能源，公司公告，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

动力电池：全球新能源车渗透率持续提升，车企配套电池分散化趋势延续，公司配套份额有望中长期提升。我们预计 25-27 年公司动力电池销量有望达到 65/110/135GWh，考虑原材料上涨和公司出口占比提升，我们预计 25-27 年单 Wh 价格分别为 0.45/0.47/0.48 元。

储能电池：公司通过前期大量储能项目交付经验积累，有望在未来斩获更多国内外储能项目。我们预计 25-27 年销量有望达到 45/70/90GWh，考虑原材料上涨和公司储能系统产品出货占比提升，我们预计 25-27 年单 Wh 价格分别为 0.29/0.33/0.35 元。

预计公司 25-27 年营收有望达到 423/748/963 亿元。25 年开始，公司高端动力电池配套增加，大容量储能电芯及储能系统出货占比提升，产品结构升级。海外开拓上，公司目前市场化运营模式正逐步得到海外客户认可，海外客户新增订单及海外产能释放同步推进，考虑公司产品结构升级及海外客户拓展，毛利率保持稳步提升，预计 25-27 年有望达到 17.5%/18.0%/18.5%。

表 15：公司营收拆分测算

日期	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
营业收入(亿元)	204	270	278	423	748	963
Yoy		32.5%	2.8%	52.4%	76.8%	28.7%
毛利(亿元)	21	35	44	74	130.9	168.5
营业成本(亿元)	183	235	233	349	617.1	794.5
毛利率	10.3%	13.0%	15.9%	17.5%	18.0%	18.5%
动力电池						
营业收入(亿元)	183	222	196	293	517	648
销量 (GWh)	20	32	45	65	110	135
单价 (元/Wh)	0.91	0.69	0.43	0.45	0.47	0.48
储能电池						
营业收入(亿元)	21	48	82	131	231	315
销量 (GWh)	3	8	25	45	70	90
单价 (元/Wh)	0.71	0.59	0.33	0.29	0.33	0.35

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值分析与投资分析意见

行业需求景气向上，公司动储放量后盈利可期。目前锂电下游动力侧商用车加速新能源渗透，储能侧迎来光储平价的建设爆发期。公司作为锂电行业领军公司，在不断提升行业份额的同时有望充分受益于电芯产品迭代的技术溢价。目前公司在动力领域不断开拓新客户新车型，储能电芯及储能系统加速外拓海外市场，未来动储电芯出货放量后规模效应有望逐步彰显。

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 10.8/25.9/38.4 亿元，对应 12 月 15 日收盘价 PE 分别为 40/17/11 倍。公司产品主要为动力电池及储能电

池等，下游应用主要为新能源车及储能领域。可比公司选择上，我们一方面选取主营业务为动力及储能电池销售的公司，另一方面选取营收体量较大，行业出货排名靠前的公司，选择的可比公司为宁德时代/亿纬锂能/国轩高科/鹏辉能源。公司属于港股通标的，根据万得咨询，12月15日恒生沪深港通AH股溢价指数为120.32，考虑AH股溢价，可比公司25-27年PE均值对应33/21/16倍，公司在锂电的行业领军地位及在动储领域的规模效应逐渐显现，我们给予公司26年PE估值为21倍（行业可比公司平均估值），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值表

	证券简称	2025/12/15		申万预测 EPS				PE		
		收盘价(元)	总市值 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
03750	宁德时代*	519.0	23681	11.4	16.4	20.1	23.8	32	26	22
300014	亿纬锂能*	69.0	1431	2.0	2.2	3.5	4.5	31	20	15
300014	亿纬锂能*		考虑 AH 股折溢价					26	16	13
002074	国轩高科*	38.0	690	0.7	1.5	1.4	1.8	25	27	21
002074	国轩高科*		考虑 AH 股折溢价					21	23	17
300438	鹏辉能源*	50.0	252	-0.5	0.8	2.1	3.0	66	24	17
300438	鹏辉能源*		考虑 AH 股折溢价					55	20	14
	平均		33	21	16			33	21	16
03931	中创新航	27.0	435	0.3	0.6	1.5	2.2	40	17	11

资料来源：东方财富 Choice，申万宏源研究

注：1) *采用东方财富 Choice 一致预期；2) 宁德时代及中创新航收盘价单位为港元，宁德时代 EPS/总市值单位分别是每股港元/亿港元。

5. 风险提示

1、原材料价格大幅上涨的风险。由于锂电池成本容易受到上游碳酸锂等价格影响，若后续原材料价格上涨，将影响锂电的盈利能力。

2、行业竞争加剧导致产品价格大幅下降的风险。锂电池的快速发展吸引众多供应商纷纷扩大锂电产能，行业竞争加剧带来的价格战将显著影响企业的盈利能力。

3、海外贸易保护政策风险。近年来，各国政府针对进出口贸易的不同类别陆续实施相关贸易保护政策。不排除未来相关国家对锂电的进口贸易政策和产品认证要求等方面发生变化的可能性。部分海外国家在国产企业出口和当地建厂等方面做出诸多限制，对本地化生产、研发、供应链配套等方面提出相应的要求，锂电池产业链的国内公司出海面临贸易政策保护风险。

合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,006	27,752	42,300	74,800	96,300
主营收入	27,006	27,752	42,300	74,800	96,300
营业成本	-23,494	-23,342	-34,898	-61,336	-78,485
销售和管理费用	-1,019	-1,873	-2,369	-3,815	-4,430
研发费用	-992	-1,418	-1,946	-3,216	-3,948
其他经营损益	-677	219	85	150	193
财务费用	-330	-415	-700	-988	-1,245
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	-60	-132	-513	-602	-600
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	434	790	1,959	4,992	7,785
所得税	4	53	-157	-599	-1,168
净利润	437	844	1,803	4,393	6,618
少数股东损益及其他	143	252	721	1,801	2,779
归属普通股股东净利润	294	591	1,082	2,592	3,838

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	32,111	35,605	48,700	76,448	91,334
现金及等价物	7,834	9,059	11,840	24,110	28,393
应收款项	15,626	16,071	20,364	30,126	36,584
存货净额	7,126	5,263	11,285	17,000	21,145
其他流动资产	1,526	5,212	5,212	5,212	5,212
非流动资产	73,318	86,868	104,367	129,920	158,348
长期投资	655	845	845	845	845
固定资产	67,695	81,005	98,605	124,258	152,586
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	3,144	3,230	3,130	3,030	3,130
其他非流动资产	1,823	1,787	1,787	1,787	1,787
资产总计	105,429	122,473	153,067	206,368	249,682
流动负债	36,821	45,584	74,376	123,284	159,981
短期借款	8,115	18,960	38,104	64,940	87,321
应付款项	28,690	26,558	36,205	58,277	72,594
其他流动负债	17	66	66	66	66
非流动负债	22,222	28,835	28,835	28,835	28,835
负债合计	59,043	74,419	103,211	152,119	188,816
股本	1,772	1,772	1,772	1,772	1,772
总储备	32,874	33,412	34,493	37,085	40,923
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	11,740	12,870	13,591	15,392	18,172
权益总额	46,386	48,054	49,856	54,249	60,867
负债和股东权益合计	105,429	122,473	153,067	206,368	249,682

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	437	844	1,803	4,393	6,618
加：折旧摊销减值			7,808	9,941	12,061
利息净支出			700	988	1,245
投资损失			0	0	0
营运资本变动			-879	6,293	3,513
其他经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	2,900	3,113	9,431	21,615	23,436
资本开支			-25,100	-35,200	-40,300
现金流					

投资活动现金流	-19,930	-18,284	-25,094	-35,192	-40,289
支付股利和利息			-700	-988	-1,245
其它融资现金流			19,144	26,836	22,381
融资活动现金流	13,898	16,394	18,445	25,848	21,136
净现金流	-3,132	1,223	2,781	12,270	4,283

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。