

储能电芯弹性最大标的，用高经营杠杆迎接景气周期

鹏辉能源 (300438.SZ)

核心观点

复盘鹏辉能源过去五年的发展历史，公司曾在 2022 年欧洲户储需求爆发之时展现出强劲的业绩爆发力，但在 2023 至 2025H1 的下行周期中，因行业通缩减值，新投产产能利用率低迷导致的折旧压力等原因业绩承压。2025 年下半年开始，储能需求爆发带动行业新周期启动，公司作为本轮周期中锂电池中“含储量”最大的标的，户储大储产能配置充足，将在新周期中以充沛的产能规模和高经营杠杆迎来业绩持续增长期。

摘要

历史复盘：行业景气周期中公司业绩表现较为出色

鹏辉储能业务布局较早，上轮周期来临前已先行布局户储产能，同时于 2021 年已取得国内户储电芯出货第二的成绩。2022 年欧洲户储需求爆发时，公司业绩大幅增长，归母净利润同比上升 244% 达到 6.28 亿元，展现出强劲的业绩弹性。23 至 24 年供需反转，行业景气度低迷，公司因通缩减值、产能利用率低导致的折旧而业绩承压。

新周期：“含储量”最大，供不应求下有望释放高业绩弹性

随今年 10 月 4GWh 100Ah 户储电芯投产，公司总储能产能来到 44GWh，其中大储 24GWh，小储 20GWh。公司产能准备充分，在目前储能供不应求下，闲置的大储产能逐步已实现满产。此外，25H1 公司储能电芯业务占营收的 62%，“含储量”领先于其他 A 股电池标的。同时，本轮周期中大储需求旺盛，户储于今年 Q4 也能看到欧洲、亚非拉、澳洲市场的景气度回升。在此背景下，大储、小储均有望释放价格弹性，且相比动力与消费弹性更大。因此，公司作为储能电芯弹性最大标的，以高经营杠杆叠加加大储放量有望进一步释放弹性。

展望未来：业绩弹性有望在 2026 年集中体现

随着高价库存出清及规模效应显现，公司“量增利升”的逻辑有望兑现，我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 110.04、206.10、287.18 亿元，归母净利润 3.10、17.37、26.22 亿元，维持“买入”评级。

调升

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

SFC 编号:BVU271

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523110002

发布日期：2025 年 12 月 22 日

当前股价：51.53 元

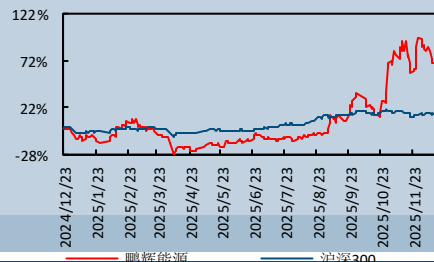
目标价格 6 个月：69.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.25/0.01	62.50/60.97	72.46/57.43
12 月最高/最低价 (元)			58.02/21.36
总股本 (万股)			50,334.34
流通 A 股 (万股)			40,416.42
总市值 (亿元)			259.37
流通市值 (亿元)			208.27
近 3 月日均成交量 (万)			4088.87
主要股东			
夏信德			26.25%

股价表现



目录

1、历史复盘：公司基本面与行业景气度高度相关	4
1.1 2021 年：业绩边际向好，储能业务成为增长核心驱动	4
1.2 2022 年：欧洲储能市场爆发，全球需求共振下公司业绩爆发	5
1.3 2023-2024 年：供需错配导致库存积压，原材料跌价导致减值至业绩承压	6
1.4 2024 年-2025Q1：需求见底，储能去库进入尾声	7
1.5 2025Q2 至今：户储、大储需求先后恢复，公司产销两旺打开上行空间	8
2、公司业务分析：储能电芯弹性最大的 A 股标的	10
2.1 产品定位：类型全面覆盖，布局前沿技术	10
2.2 储能：深耕户储基本盘，大储产能景气周期到来前已集中投放	12
2.2.1 小储：户储电芯市占前三，基本盘稳定	14
2.2.2 大储：提前布局产能，产能释放步入上行通道	15
2.3 消费：公司业绩“压舱石”，稳定贡献利润	16
3、公司复盘：景气周期中业绩表现出色，新周期有望再释业绩弹性	18
3.1 上行周期：先行扩产承接行业红利，储能业务量利齐升贡献核心业绩	18
3.2 下行周期：供需失衡导致公司计提大额减值，开工率不足导致折旧挤压利润	19
3.3 新周期：供给深度出清，储能需求海内外共振	21
3.3.1 国内市场：经济性提升导致储能需求爆发，投资积极性旺盛	21
3.3.2 海外市场：市场多点开花，大小储需求实现共振	22
3.4 进入新一轮周期，订单饱满、产能充足锁定业绩高弹性	25
4、投资建议：大储、户储量价齐升，有望为公司贡献核心业绩	28
风险分析	29
报表预测	1

图表目录

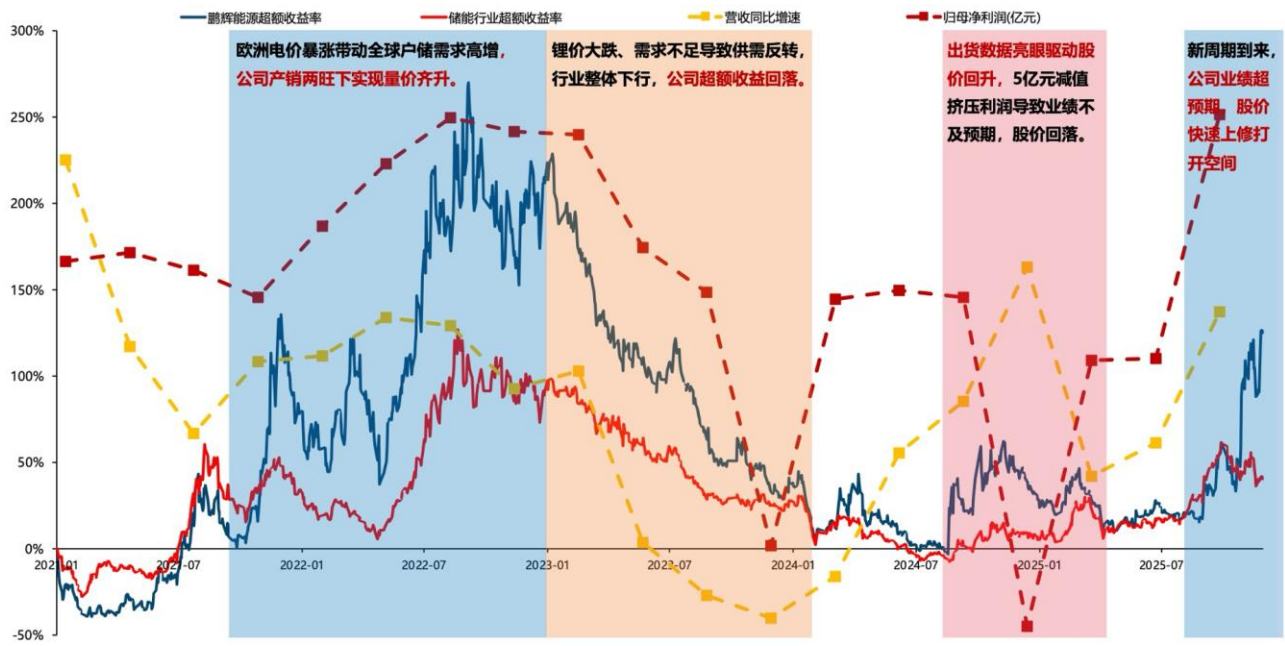
图表 1：驱动鹏辉能源股价上涨&下跌的核心矛盾在于业绩是否超预期，股价上行、下修均与储能行业景气度高度相关	4
图表 2：公司历经二十余年发展历程，消费/动力/储能多点开花，技术储备丰富	5
图表 3：锂电池业务（动力+储能）为公司核心业务	5
图表 4：储能业务占营收比例逐步增加，成为第一大业务	5
图表 5：2021 年起欧洲电价显著上涨（单位：欧元/MWh）	6
图表 6：2022 年中国户储电池出货量排名，公司高居第二	6
图表 7：公司营收大涨，毛利修复，实现量利齐升	6
图表 8：公司连续两年归母净利润高增，22 年创下历史新高	6
图表 9：供需错配叠加生产成本下移，导致锂价深度下跌	7
图表 10：随原材料降本以及竞争加剧，储能中标价持续下行	7
图表 11：原材料因锂价回落而下降，库存商品不降反升	7
图表 12：公司 23-24 年累计计提 7 亿元，高于公司盈利峰值	7
图表 13：资本开支：锂电、户储扩产意愿大幅回落	8

图表 14: 21 年过度扩张后, 22-24 年行业开工率均处于低位.....	8
图表 15: 近一年行情复盘: 大储、户储需求先后修复, 供需扭转驱动行业高景气, 公司业绩超预期验证 26 年确定性.....	9
图表 16: 锂电公司下半年股价: 鹏辉能源下半年股价表现领先板块, 三季报业绩披露后股价迅速上涨.....	9
图表 17: 鹏辉能源产品涉及领域广泛且种类众多.....	10
图表 18: 公司客户涵盖各领域.....	11
图表 19: 公司在产业链中作为中游供应商销售电芯, 海外直接面向终端客户销售大储集成系统.....	11
图表 20: 储能已成为公司第一大业务, 逐渐形成储能为主, 消费筑底的业务格局.....	12
图表 21: 鹏辉为目前 A 股“含储量”最高的电池标的。随大储开工率提升放量, 含储量有望进一步提升.....	13
图表 22: 公司扩产节奏快, 25 年底储能总产能在 40GWh.....	14
图表 23: 三季度储能出货达 6.74GWh, 四季度已满产.....	14
图表 24: 公司电芯总出货位列第九, 居于二线龙头.....	14
图表 25: 户储基本盘稳定, 差距逐步缩小.....	14
图表 26: 毛利率: 公司 Q3 盈利能力呈边际修复态势.....	15
图表 27: 费用率: 公司费用率低, 盈利弹性高.....	15
图表 28: 保守估计, 25 年国内储能电池产量在 600GWh 左右, 公司进入第二梯队.....	16
图表 29: 消费作为公司基本盘, 盈利贡献稳定.....	17
图表 30: 毛利率: 公司消费板块盈利能力逐步接近一线梯队.....	17
图表 31: 公司先行布局储能产能.....	18
图表 32: 21-22 年, 储能业务销量大增, 贡献规模增长.....	18
图表 33: 控费能力提升, 盈利加速释放.....	19
图表 34: 储能业务量利齐升, 贡献主要利润, 占比约六成.....	19
图表 35: 原材料价格腰斩, 存货周转率大降.....	19
图表 36: 23-24 年公司计提大额减值, 盈利承压转负.....	19
图表 37: 23 年起储能净利下降导致整体亏损 (亿元).....	20
图表 38: 储能盈利下滑拖累业绩, 但规模优势仍在.....	20
图表 39: 从调整 EBITDA 来看, 公司盈利能力仍强劲.....	20
图表 40: 固定资产激增至 55 亿元, 转固完毕折旧压力大.....	20
图表 41: 制造业公司具有高经营杠杆特征, 供需再反转下有望激发公司利润弹性.....	21
图表 42: 2025 年 1-10 月份国内储能项目新增招标 289.5GWh, 同比增长 73.3%.....	22
图表 43: 独立储能搭配容量电价 (容量补偿) 和峰谷价差, 可在多省实现良好的经济性.....	22
图表 44: 根据不同配比, 至 2028 年数据中心带动的储能新增需求或在 102-408GWh 之间.....	23
图表 45: 电网再度瘫痪, 乌克兰电价升至今年最高水平.....	24
图表 46: 澳洲出台政策激励与补贴, 下半年储能需求旺盛.....	24
图表 47: 户储出货逐步回归旺盛.....	24
图表 48: 进入新周期, 户储、工商储电池包增长明显.....	24
图表 49: 上调明年国内新增储能装机至 300GWh, 同比翻倍, 全球新增 481GWh.....	25
图表 50: 预计 2026 年锂电总需求为 2716GWh, 同比+32%.....	25
图表 51: 近两年订单/合作情况: 公司国内外订单饱满, 合作伙伴众多, 业绩实现确定性强.....	26
图表 52: 预计 26 年悲观/中性/乐观预期下, 公司储能出货 34/44/54GWh, 对应增速 58%/105%/151%.....	27

1、历史复盘：公司基本面与行业景气度高度相关

鹏辉能源自 2020 年全面转向储能后，股价表现可以分为三个阶段：2021-2022 年欧洲户储爆发下的上行周期、2023-2024 年供需反转下的下行周期、以及本轮新周期到来后的新上行周期。回顾三个阶段，公司股价上涨与下跌的核心矛盾在于业绩是否超预期，与储能行业景气度高度相关。

图表 1：驱动鹏辉能源股价上涨&下跌的核心矛盾在于业绩是否超预期，股价上行、下修均与储能行业景气度高度相关



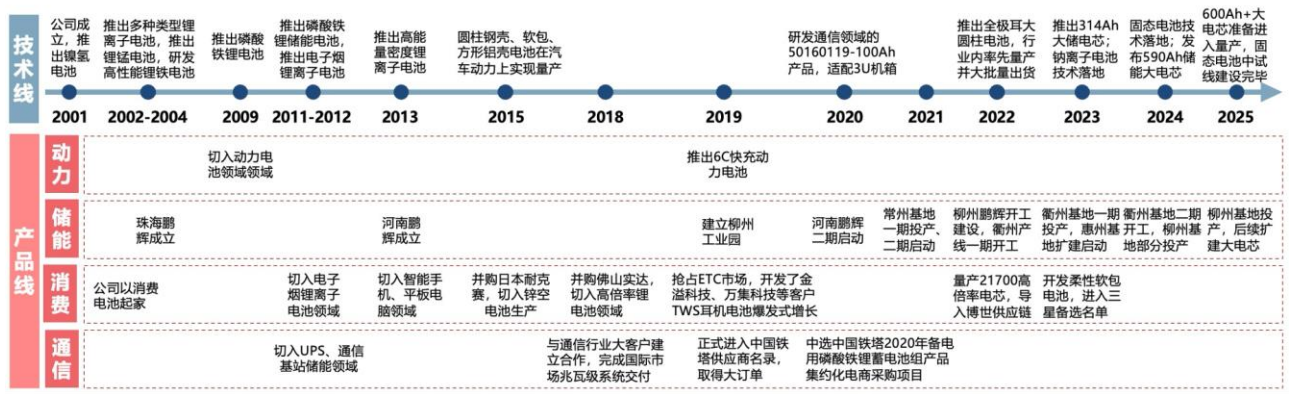
资料来源：Wind，鹏辉能源，中信建投，*注：超额收益率为相对沪深 300 收益率

1.1 2021 年：业绩边际向好，储能业务成为增长核心驱动

历史沿革：鹏辉能源最早成立于 2001 年，以消费电池起家，专注于高性能绿色电池的研发设计及生产，后续逐步切入通信、储能、动力电池等领域。

储能业务布局早。公司早在 2011 年就已推出磷酸铁锂储能电池，近些年来在常州、衢州、珠海、柳州多地建设储能电池生产基地，于 2021 年位居全球储能电池出货量排名 TOP2。公司已储备钠离子电池、固态电池技术，590Ah 储能大电芯已实现量产出货，后续将主力扩张大储电芯（600Ah+）。

图2：公司历经二十余年发展历程，消费/动力/储能多点开花，技术储备丰富

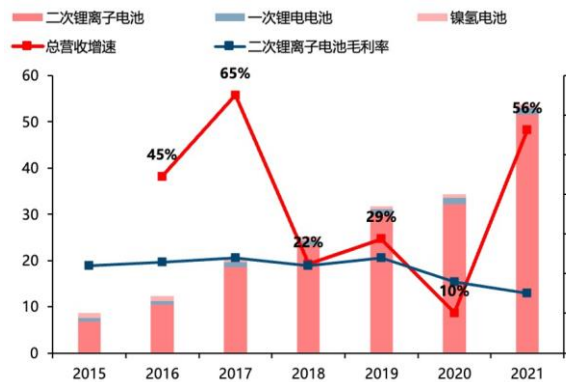


资料来源：公司公告，中信建投

产品结构：二次锂离子电池为公司的营收支柱，占比从2015年的77%攀升至2018年的超90%。

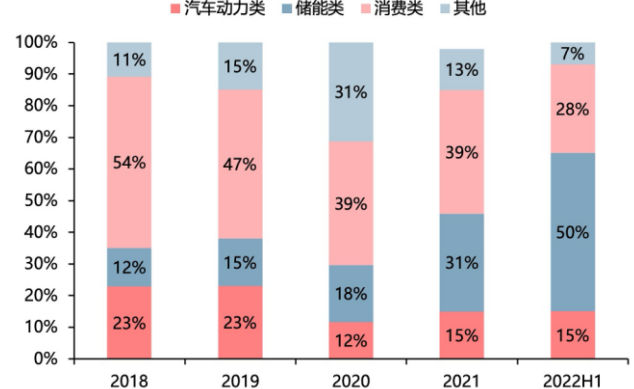
业务结构：随公司营收规模扩大，发展重心逐步向储能市场倾斜。储能业务占比已由2018年的12%持续上升至2022年上半年的50%，接力成为公司增长的核心驱动力。

图3：锂电池业务（动力+储能）为公司核心业务



数据来源：公司公告，中信建投

图4：储能业务占营收比例逐步增加，成为第一大业务



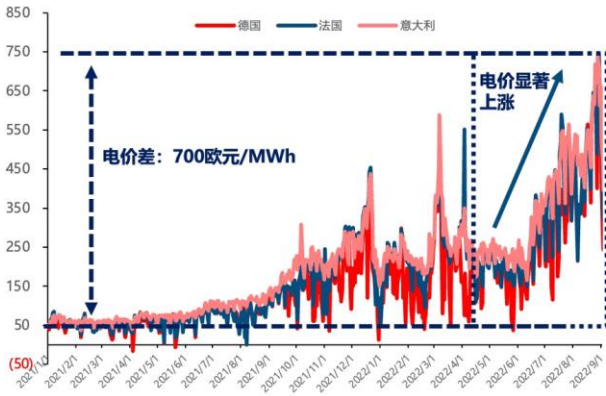
数据来源：公司公告，中信建投

1.2 2022年：欧洲储能市场爆发，全球需求共振下公司业绩爆发

欧洲户储爆发领跑全球，带动全球储能景气提升。21年俄乌关系紧张到22年俄乌战争爆发，天然气供应紧张加上来水偏枯、核电机组检修等原因，欧洲电价高涨，能源需求快速提升。叠加户储经济性提升，全球需求实现共振。

得益于储能电池布局，公司抓住市场机遇。2021年，中国厂商全球市场储能电池出货量公司排名第二；2022年，公司在户用储能出货量上跻身全球第二，与CATL、比亚迪、亿纬储能、瑞浦兰钧及派能科技等行业巨头共同领跑全球市场。

图5: 2021年起欧洲电价显著上涨(单位: 欧元/MWh)



数据来源: Nordpool, Epex.Spot, 中信建投

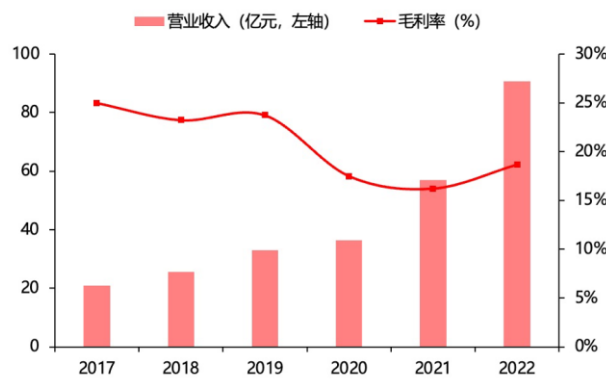
图6: 2022年中国户储电池出货量排名, 公司高居第二

排名	企业
1	CATL 宁德时代
2	鹏辉能源
3	比亚迪
4	EVE 亿纬储能
5	瑞浦兰钧
6	派能科技
7	蜂巢锂电
8	安驰科技
9	海辰储能
10	珠海冠宇

数据来源: 中关村储能, 中信建投

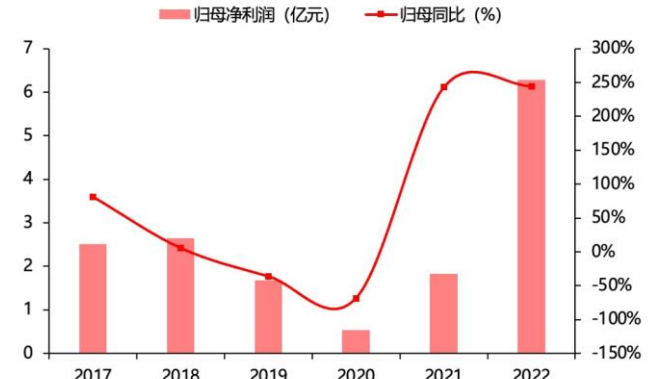
市场地位的提升直接体现为业绩层面的量利齐升。量方面, 2022年公司营收大幅增长至90.67亿元, 储能电池出货量达6GWh。利方面, 得益于户储赛道的高速增长及原材料成本压力的顺利传导, 公司盈利能力提升: 储能业务毛利率达19.6%, 带动整体毛利率修复至18.7%。在此推动下, 公司全年归母净利润同比高增244%至6.28亿元, 创下阶段性业绩新高。

图7: 公司营收大涨, 毛利修复, 实现量利齐升



数据来源: Wind, 中信建投

图8: 公司连续两年归母净利润高增, 22年创下历史新高



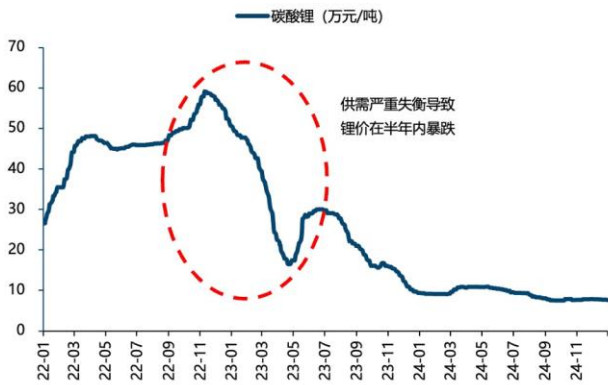
数据来源: Wind, 中信建投

1.3 2023-2024年: 供需错配导致库存积压, 原材料跌价导致减值至业绩承压

供需错配叠加需求退潮, 行业陷入去库周期。受2022年产业链快速扩产影响, 电芯产能增速远超需求增速, 供需显著失衡。与此同时, 欧洲电价快速回落(批发电价较高点回落70%), 加之补贴退坡, 导致终端需求大幅收缩。自2023年Q2起, 欧洲户储市场出现大额库存积压, 进而引发产业链全环节的价格战。

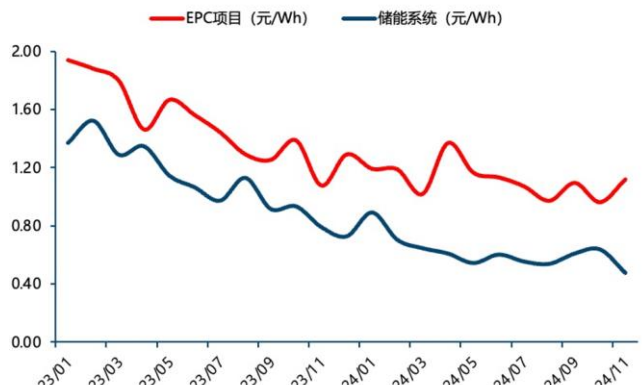
锂价暴跌引发资产减值, 惯性扩张加剧财务承压。碳酸锂价格从2022年底的近60万元/吨高位落至20万元/吨以下, 同时, 储能系统及EPC中标价格持续下行。在高价库存与低价订单的剪刀差下, 各电芯厂被迫计提大额资产减值损失。此外, 由于部分厂商仍处于产能扩张的惯性期, 资本开支高企与利润缩水并存, 使得企业面临较大的财务压力。

图表9: 供需错配叠加生产成本下移, 导致锂价深度下跌



数据来源: Wind, 中信建投证券

图表10: 随原材料降本以及竞争加剧, 储能中标价持续下行

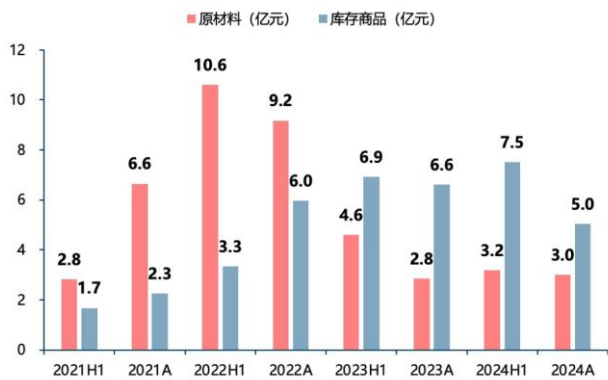


数据来源: 招标投标公共服务平台, 国际能源网, 中信建投

库存结构倒挂, 高额减值侵蚀利润。受行业环境冲击, 公司库存结构出现明显倒挂: 原材料账面价值随市价回落, 但成品去化受阻, 库存商品不降反升, 于2024H1达到7.51亿元的历史峰值。

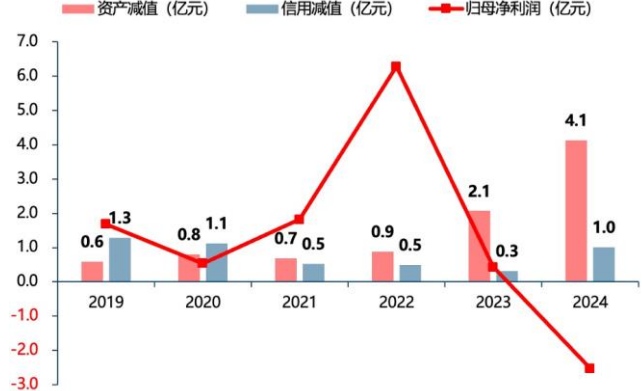
为消化这批高成本库存, 公司在2023-2024年累计计提资产减值、信用减值损失7.5亿元(其中2024年单年资产减值高达4.12亿元), 超过公司22年归母净利润峰值6.28亿元。大额减值叠加主营业务的负毛利压力, 导致公司业绩承受了大额亏损。

图表11: 原材料因锂价回落而下降, 库存商品不降反升



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表12: 公司23-24年累计计提7亿元, 高于公司盈利峰值



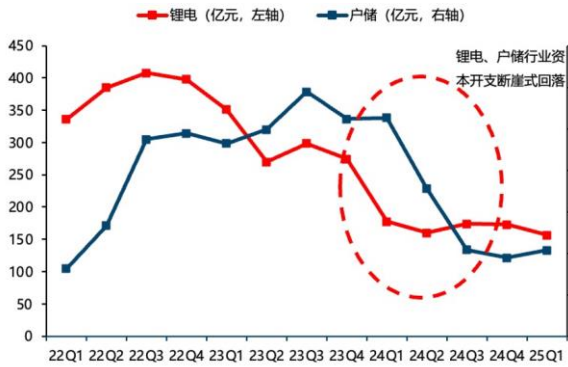
数据来源: 公司公告, 中信建投

1.4 2024年-2025Q1: 需求见底, 储能去库进入尾声

行业经历了去产能周期, 资本开支呈现断崖式下跌。锂电及户储板块的季度资本开支较峰值分别缩水约60%和65%。同时, 行业开工率已从2021年的142%高位回落并企稳在66%左右的低位, 扩产的消化已进入尾声, 产能出清加速。

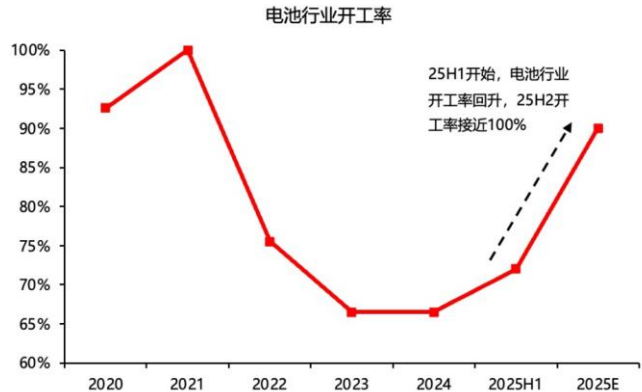
欧洲去库步入尾声，供需扭转曙光已至。欧洲户储去库已接近尾声，叠加产业链长达两年的降本，储能系统成本已降至历史低位，投资经济性显著。同时，由于庞大人口基数叠加缺电刚需，亚非拉新兴市场接力成为户储新增长点。在供给收缩与需求复苏的共振下，行业供需关系正处于触底反弹的前夜。

图表13：资本开支：锂电、户储扩产意愿大幅回落



数据来源：公司公告，中信建投

图表14：21年过度扩张后，22-24年行业开工率均处于低位



数据来源：公司公告，中信建投

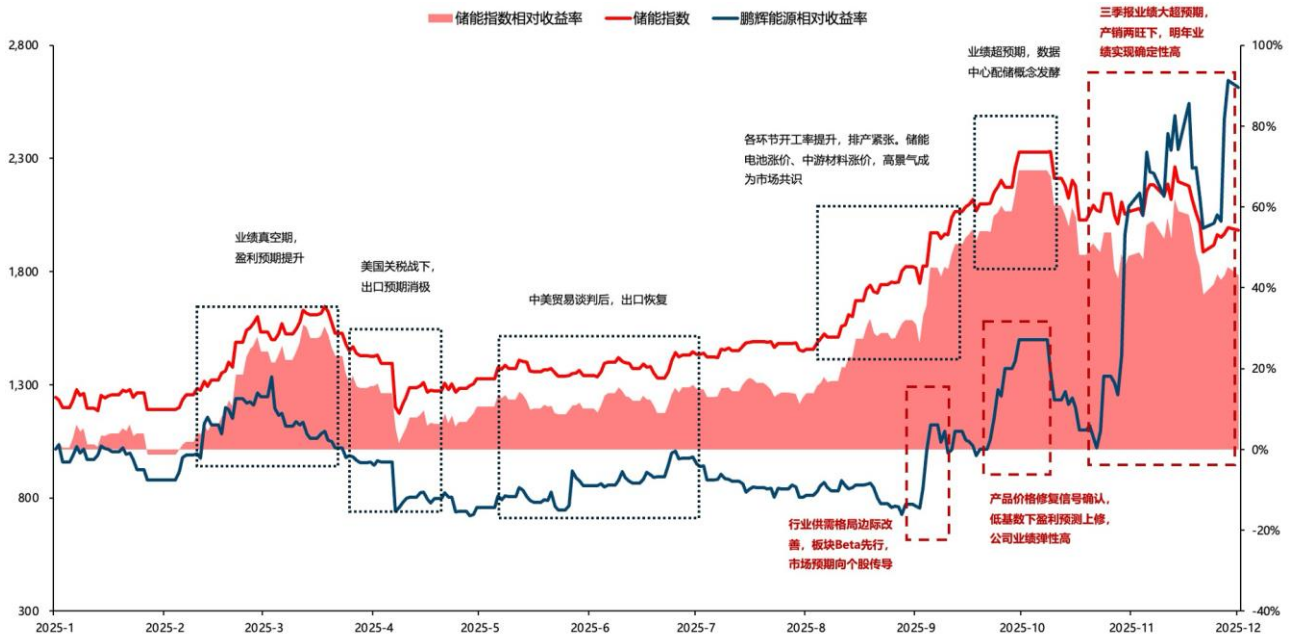
1.5 2025Q2 至今：户储、大储需求先后恢复，公司产销两旺打开上行空间

储能需求全球共振，供需格局扭转。伴随新能源渗透率提升及产业链价格下行，储能经济性拐点全面显现。国内市场在“容量电价”等政策与市场化机制双重驱动下，多省项目收益率转正，成为投资热土；海外市场则因欧洲去库进入尾声，亚非拉市场缺电衍生储能需求，需求逐步旺盛。

行业逻辑：进入 Q3，行业景气度进一步加速。国内招中标持续旺盛，供需格局边际收紧，导致全产业链出现排产紧张局面，部分环节价格回升，“量价齐升”的高景气度成为市场共识，带动板块录得显著超额收益。与此同时，AIDC 电源及 AI 数据中心配储等新兴概念主导海外市场预期，海内外需求共振下，行业整体估值中枢显著上移。

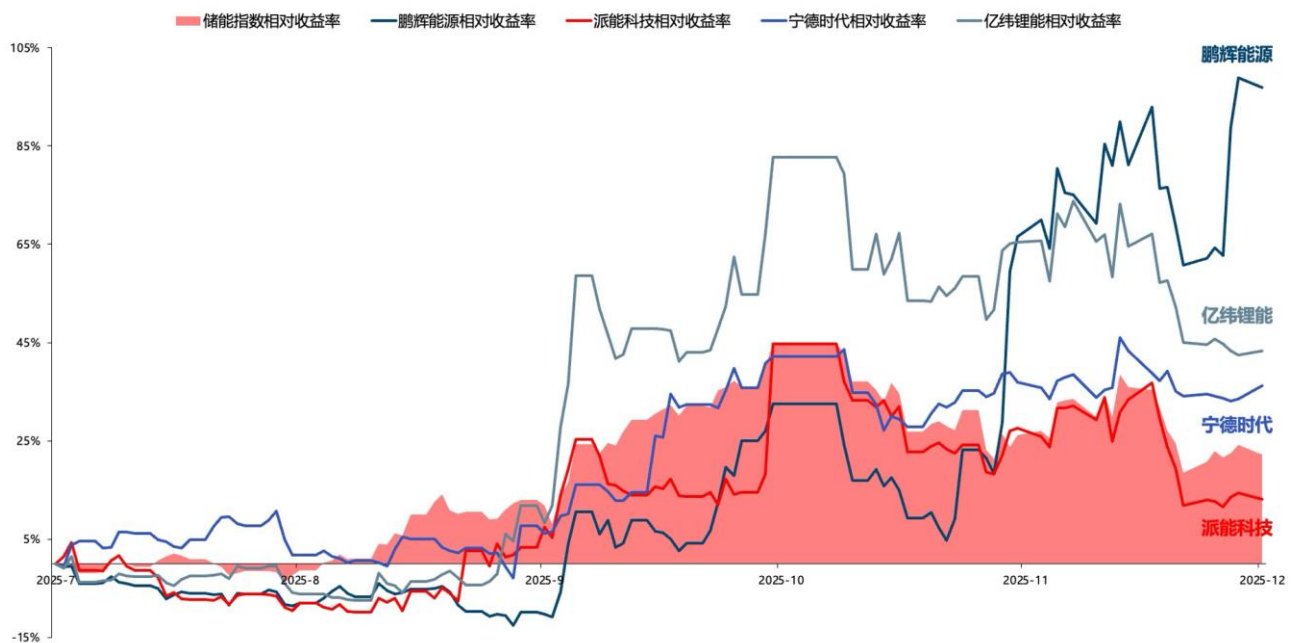
个股逻辑：公司前期受业绩承压影响，股价对行业利好反应滞后，处于显著低估区间，具备极高的修复弹性。随着三季报落地，公司基本面迎来强劲反转：**单季度储能电池出货 6.74GWh，实现归母净利润 2.03 亿元**，创历史单季度盈利新高，强势验证了困境反转逻辑。当前公司 24GW 大储+20GW 户储产能，开工率打满，在手订单可见度已至 2026 年 Q2。在产销两旺的格局下，公司明年业绩实现确定性强。

图表15： 近一年行情复盘：大储、户储需求先后修复，供需扭转驱动行业高景气，公司业绩超预期验证 26 年确定性



资料来源：Wind，中信建投，*注：相对收益率为相对沪深 300 指数收益率

图表16： 锂电公司下半年股价：鹏辉能源下半年股价表现领先板块，三季度业绩披露后股价迅速上涨



资料来源：Wind，中信建投，*注：相对收益率为相对沪深 300 指数收益率

2、公司业务分析：储能电芯弹性最大的 A 股标的

2.1 产品定位：类型全面覆盖，布局前沿技术

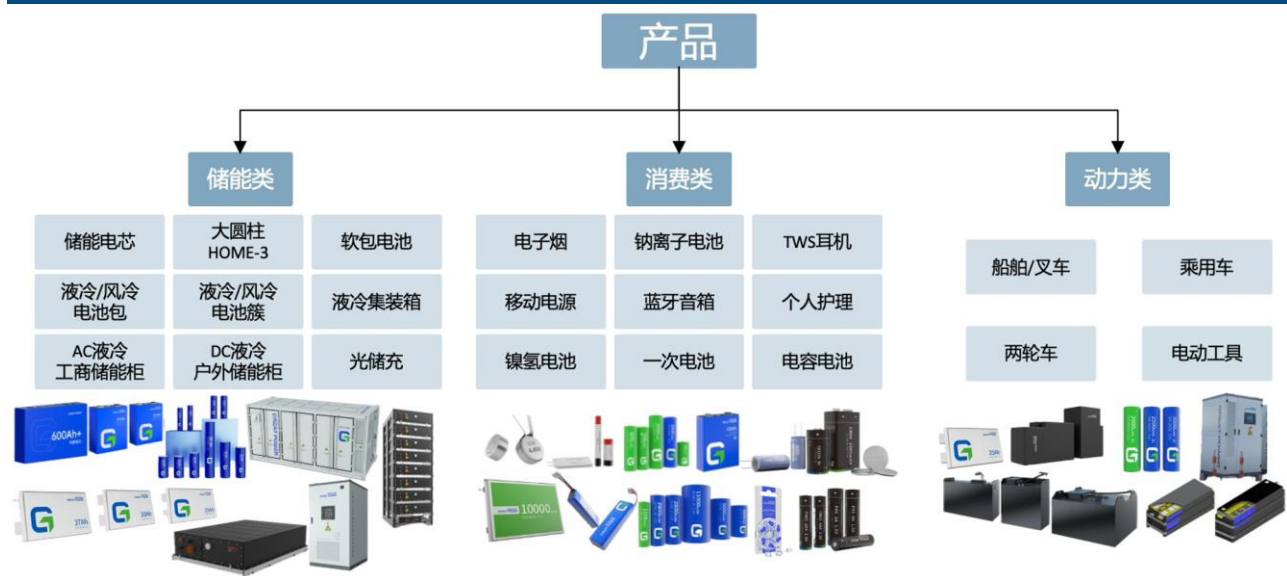
公司构建了多元化的产品矩阵，跨储能、消费、动力三大领域。

储能类：在电芯层面，公司针对大储市场重点布局 314Ah 电芯和 590Ah/600Ah+大电芯；针对小储市场，提供大圆柱及软包电池等多种解决方案。在系统集成层面，公司已具备大储及工商储系统的出货能力，主要面向海外市场。目前，公司业务重心仍稳固于大储与户储电芯环节，后续转向大储集成和终端开发。

消费类：产品广泛应用于 TWS 耳机、蓝牙音箱、电子烟及个人护理设备等智能终端，并涵盖移动电源、镍氢电池及一次电池等传统领域。同时，公司积极储备钠离子电池等前沿技术，持续巩固在消费电池细分市场的领先地位。

动力类：公司重点深耕电动两轮车、电动工具市场；在乘用车领域，公司与上汽通用五菱保持深度合作，主要配套高性价比的磷酸铁锂车型，实施差异化的市场卡位策略。

图表 17：鹏辉能源产品涉及领域广泛且种类众多



资料来源：公司官网，中信建投绘制

公司构建了覆盖全产业链的优质客户矩阵，实现了从消费电子到储能、动力的多维渗透。

储能类：大储客户结构持续优化，从主要服务“五大六小”发电集团，24年起与阳光电源、中车株洲等头部集成商合作，目前正积极转向项目制合作模式，进一步提升拿单能力；户储客户分布广泛，主要为各户储集成商，分散化的订单结构增强了抗风险能力；便携式储能则绑定正浩。

消费类：深耕二十载，耳机客户资源丰富（如哈曼、小米等），同时，公司成功切入国际电工龙头 TTI 供

应链，高端电动工具电池领域市场地位稳固。

动力类：乘用车电池深度绑定上汽通用五菱，在两轮车换电领域与头部客户保持稳定合作，同时积极拓展叉车业务。

此外，公司积极开发出海业务。公司产品已通过 GB/T 36276、IEC 62619、UL1973、UL9540A、UL1642 等多项国际主流认证。公司连续多年评为 BNEF 一级储能制造商，为产品出口欧洲、澳洲、北美等高价值市场奠定了坚实基础。

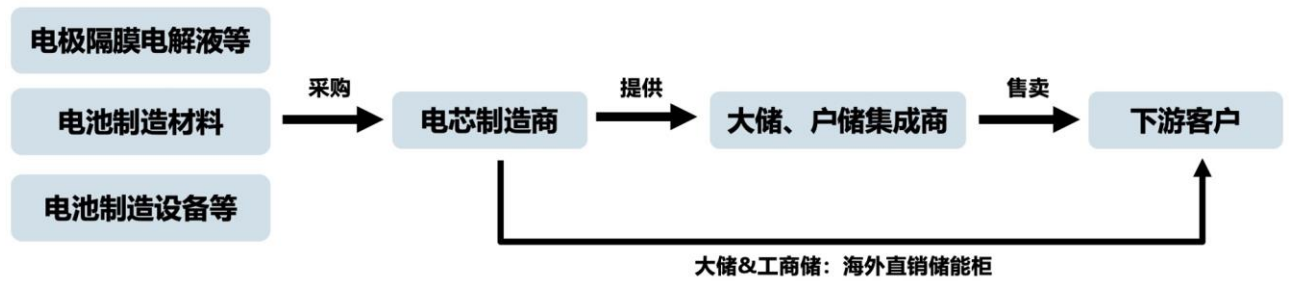
图表18： 公司客户涵盖各领域



资料来源：公司官网，中信建投绘制

公司采取灵活的差异化商业模式：在国内及传统业务中，公司定位为电芯制造商，主要向大储及户储集成商销售电芯与 pack。在海外市场，公司积极拓展业务，同时向下游延伸，直接面向终端客户销售大储集装箱及工商业储能柜等集成系统。后续，公司准备逐步转向大储集成销售和终端开发。

图表19： 公司在产业链中作为中游供应商销售电芯，海外直接面向终端客户销售大储集成系统

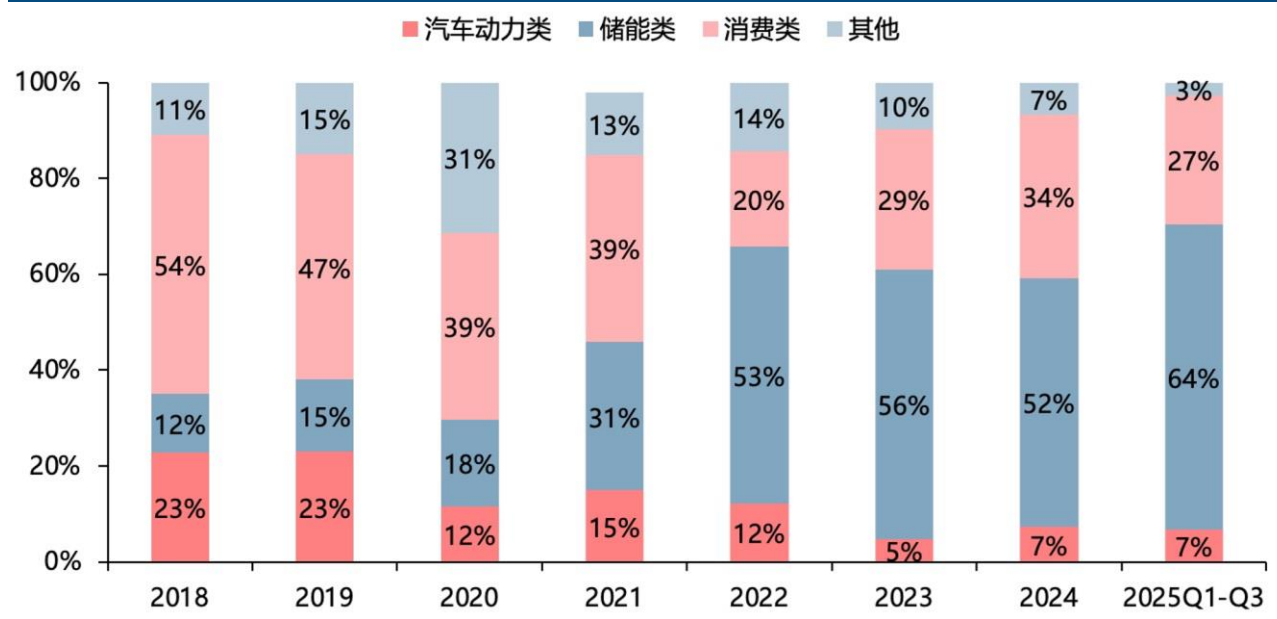


资料来源：中信建投绘制

2.2 储能：深耕户储基本盘，大储产能景气周期到来前已集中投放

自 2022 年起，储能已替代消费成为公司第一大营收支柱。目前，户用储能仍是公司的出货主力，大储业务正快速扩张，工商业储能处于起量阶段。在商业模式上，公司策略清晰：国内市场主要作为上游供应商销售电芯，海外市场则向下游延伸，直接销售大储集装箱及工商业储能柜等系统集成产品，未来可能转向终端储能电站开发。

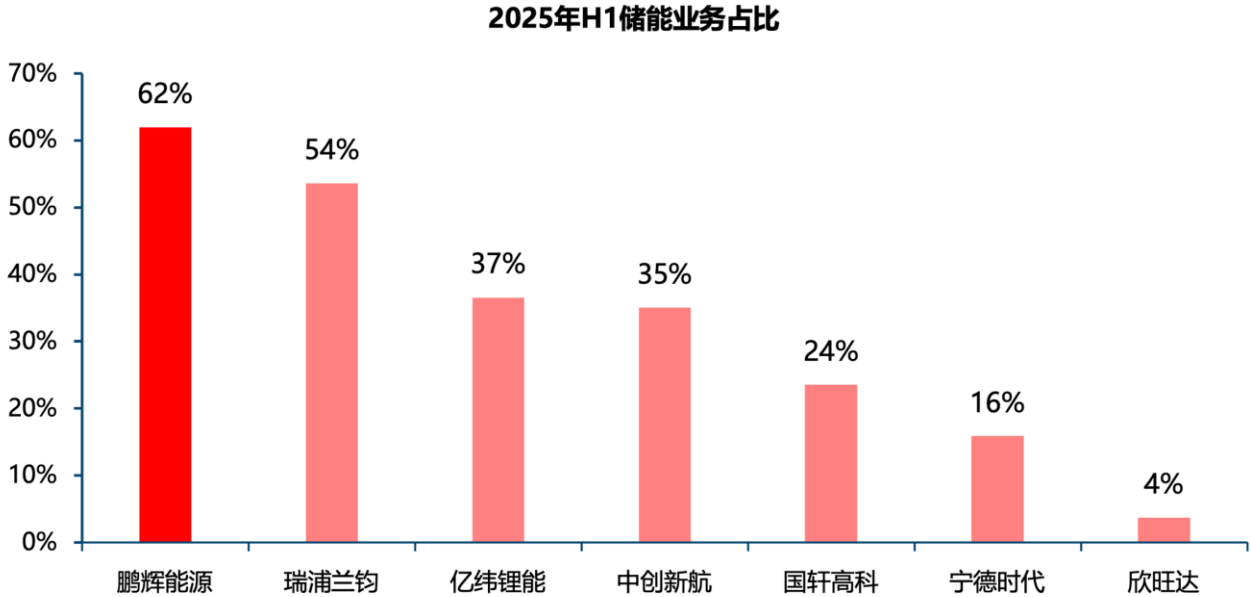
图表20： 储能已成为公司第一大业务，逐渐形成储能为主，消费筑底的业务格局。



资料来源：公司公告，中信建投

公司 2025H1 储能业务营收占比高达 62%，是目前市场“含储量”最高电池标的。鉴于本轮行业景气周期主要由储能需求爆发驱动，储能相对动力及消费电池弹性更高。叠加公司在本轮周期启动前已集中完成大储产能投放，先发优势显著，公司有望成为本轮上行周期中业绩弹性最高的电池标的。

图表21：鹏辉为目前 A 股“含储量”最高的电池标的。随大储开工率提升放量，含储量有望进一步提升



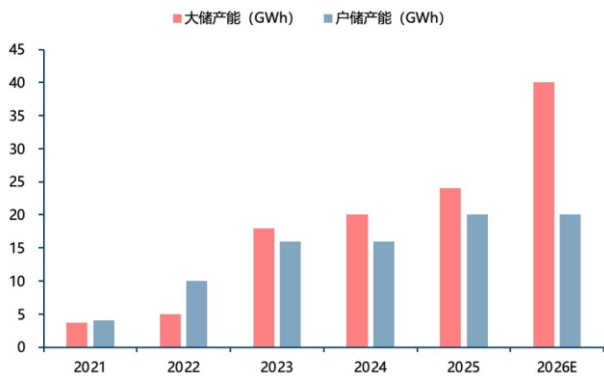
资料来源：各公司公告，中信建投

资本开支前置，主力扩张大储产能。得益于扩产节奏快，公司在 2022-2023 年已完成主要产能建设。2025 年底，公司大储名义产能将达 24GWh，户储名义产能 20GWh。后续扩产资源将集中向大储倾斜，预计新增 1-3 条 527Ah/600Ah+大电芯产线；若规划全部落地，2026 年底大储产能有望突破 40GWh，总产能迈上新台阶。

满产满销，业绩拐点确立。凭借前置的产能储备，公司在行业下行期仍保持一定市场韧性：2023 年储能电池出货排名第六（EESA），2024 年户储出货位列第四（GGII/Infolink），工商业储能系统出货位列第二（GGII）。进入 2025 年，公司 Q1-Q3 全球户储（含便携）出货量进一步提升至第三（Infolink）。

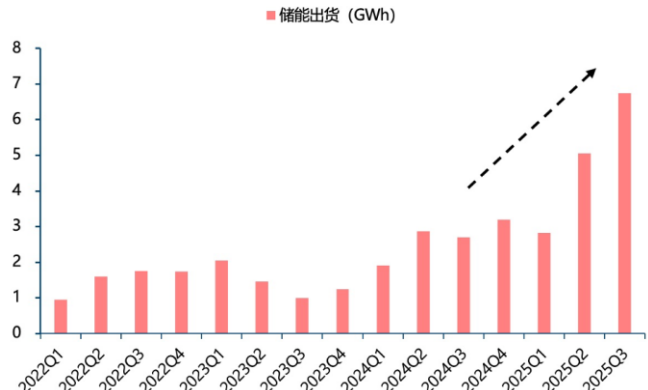
行业景气度回升，电芯供不应求。公司自 Q3 起已进入满产状态，单季出货量提升至 6.74GWh。目前在手订单可见度已延伸至明年 Q2。在量增与价格修复的双重驱动下，公司已在 25 年第三季度实现扭亏为盈，有望在 2026 年迎来业绩的释放。

图表22: 公司扩产节奏快, 25年底储能总产能在 40GWh



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表23: 三季度储能出货达 6.74GWh, 四季度已满产



数据来源: 公司公告, 中信建投

2.2.1 小储: 户储电芯市占前三, 基本盘稳定

2025 年前三季度, 储能行业头部效应虽强, 但中腰部竞争异常激烈。在此背景下, 公司于全球储能电芯总出货量中位列第九, 跻身第二梯队。

小储稳居全球前三, 市占差距持续缩小。在公司核心优势的小储领域, 行业维持高景气度 (前三季出货同比增长超 70%)。竞争格局上, 公司与瑞浦兰钧、亿纬锂能居于全球前三, 且三者间市占率差距持续缩小。具体到户储细分赛道, 公司同样保持全球第三的领先排名。

市占率领先, 在行业价格修复后转化为业绩。三季度单季, 公司小储出货量达 4.45GWh (其中户储 3.09GWh)。同时, 随电芯价格修复, 小储业务毛利率已回升至 20% 左右。作为当前盈利能力最强的板块, 户储的高质量增长已成为公司实现扭亏为盈的核心驱动力。

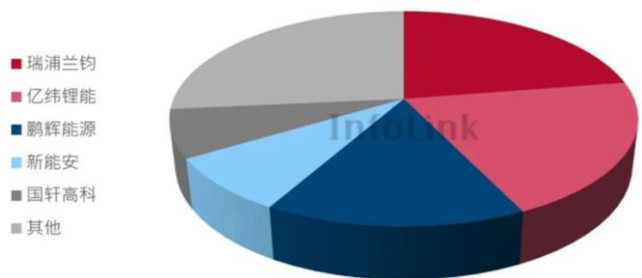
图表24: 公司电芯总出货位列第九, 居于二线龙头

出货TOP10	储能电芯出货排名	户储 (含便携) 电芯出货排名
1	宁德时代	瑞浦兰钧
2	海辰储能	亿纬锂能
3	亿纬锂能	鹏辉能源
4	比亚迪	弗迪电池
5	中创新航	赣锋锂电
6	瑞浦兰钧	派能科技
7	远景动力	欣旺达
8	国轩高科	新能安
9	鹏辉能源	国轩高科
10	湖北楚能	LGES

数据来源: PVinfolink, 鑫椏锂电, 中信建投

图表25: 户储基本盘稳定, 差距逐步缩小

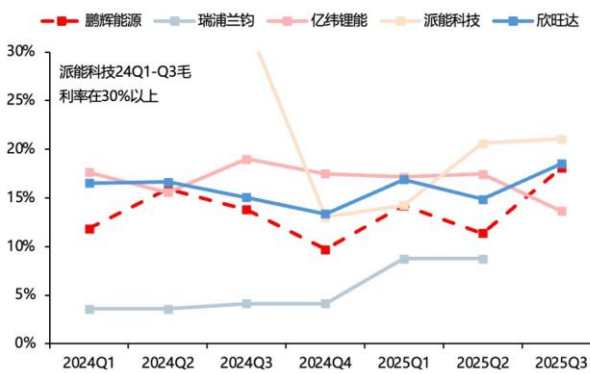
2025年前三季小型储能 (含通讯) 电芯出货排名



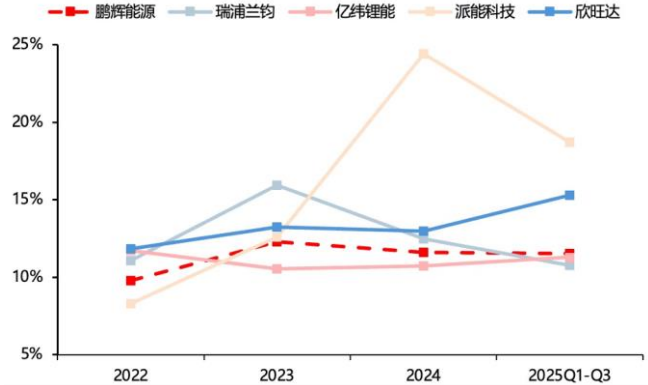
数据来源: PVinfolink, 中信建投

盈利能力边际修复。在户储领域, 公司盈利能力居于第一梯队。公司在取得全球户储市占第三的规模下, 2025Q3 毛利率修复至 18.07%, 盈利质量更优。

费用率维持 11% 低位, 盈利弹性大。公司拥有优秀的控费能力, 2025 前三季度期间费用率仅 11.52%, 处于电芯企业中较低水平。得益于直销于下游集成商, 公司销售费用率负担轻, 且管理费用率在可比公司中处于低水平。在规模优势与高盈利质量的双重加持下, 随着行业需求回暖, 公司具备高盈利弹性。

图表26：毛利率：公司 Q3 盈利能力呈边际修复态势


数据来源：Wind，中信建投，

图表27：费用率：公司费用率低，盈利弹性高


数据来源：Wind，中信建投，

*注：瑞浦兰钧使用半年度数据，用三费计算费用率

供给端：100Ah 户储电芯产能短缺。当前行业主要扩产大储 314Ah 以及 600Ah+大电芯，100Ah 户储电芯扩张放缓，呈现紧缺。公司今年 10 月 4GWh 100Ah 户储电芯投产，小储名义产能达到 20GWh，户储产能于行业景气上行时具备供给优势。

需求端：2 年去库结束，欧洲储能需求回暖。西欧高光伏渗透率倒逼电网调节需求，东欧补贴政策加速储能部署，叠加乌克兰能源设施受损导致电价上升，户储需求全面复苏。下半年以来，50Ah 与 100Ah 电芯持续供不应求，排产周期拉长且价格企稳回升。受益于此，公司户储出货有望维持高水平，并实现盈利修复。

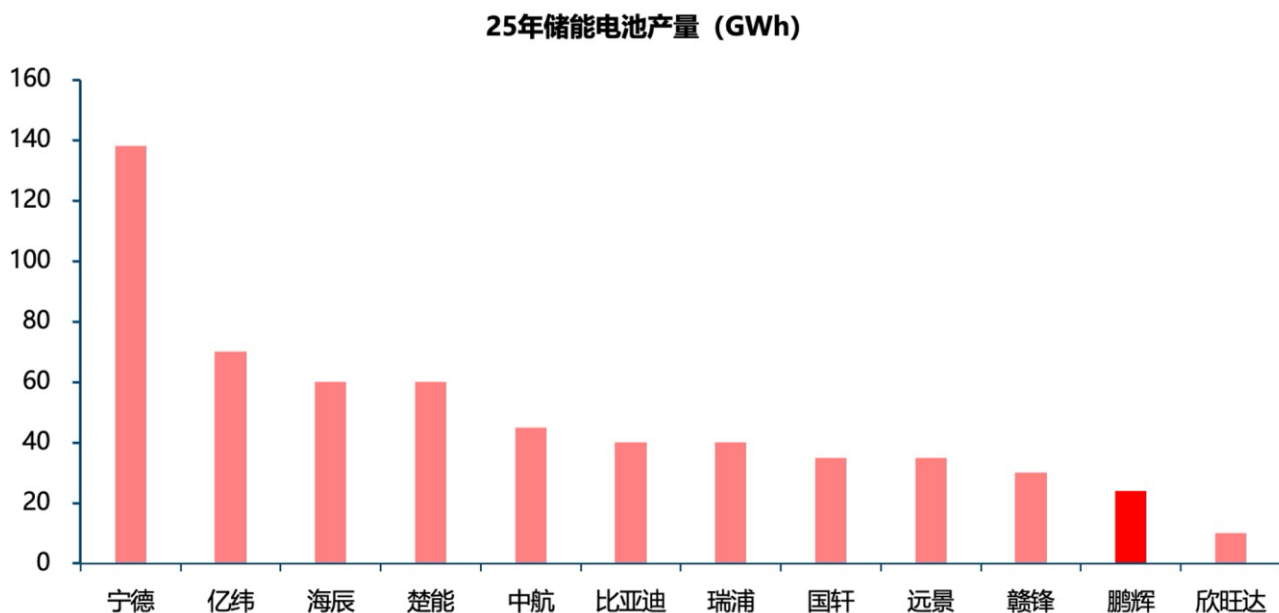
2.2.2 大储：提前布局产能，产能释放步入上行通道

公司自 2023 年起扩建大储产能，目前已具备 590Ah/600Ah+超大容量电芯的量产出货能力。2025 上半年受行业价格战及去库影响，大储电芯价格一度承压亏损且开工率较低；但自 Q2 起，产能利用率逐步爬升，至 Q3 大储产能已打满，目前正处于持续满产状态，经营拐点确立。

整体出货在第二梯队，大储起量明显。预计 2025 年公司确收口径总出货约 24GWh（大储约 8GWh），位居行业第二梯队。同时，工商业储能增长迅猛，出货量由去年的 0.5GWh 提升至今年前三季度的 1GWh。随着大储产能规模超越小储，未来大储在出货结构中的占比将持续提升。

明年展望：海外业务迎来收获期。公司重点出口直流侧储能柜，于美国、印度、中亚等市场取得订单。目前海外出货已超 2GWh，明年有望翻倍至 4GWh，显著贡献高盈利增量。同时，公司规划新增 590Ah/600Ah+产线，远期大储产能有望达 54GWh（总产能达 74GWh），进一步巩固市场地位。

图表28：保守估计，25年国内储能电池产量在 600GWh 左右，公司进入第二梯队



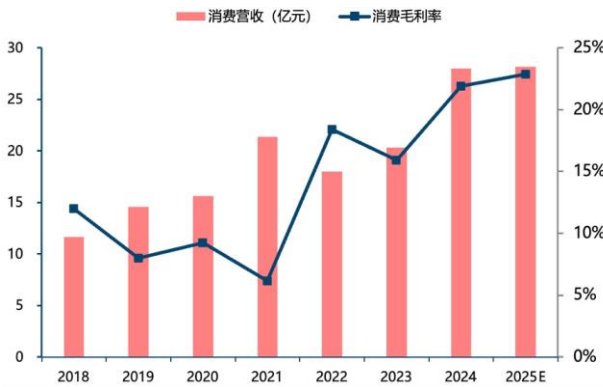
资料来源：各公司公告，中信建投

2.3 消费：公司业绩“压舱石”，稳定贡献利润

差异化竞争，卡位高成长赛道。公司深耕消费电池二十余载，出货量长期稳居全球前十。在战略上，公司选择差异化路线：错位智能手机、平板竞争，转而聚焦耳机、电动工具、智能穿戴等高附加值利基市场。公司已成功切入国际电工龙头创科实业供应链，并拥有丰富的 TWS 耳机客户资源，客户粘性较强。

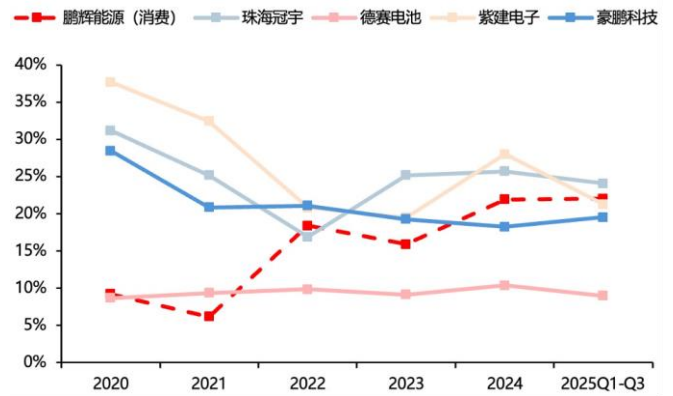
消费板块是公司的基本盘，为公司提供了稳定的现金流与利润支撑。自 2021 年起，该板块盈利能力持续修复，至 2024-2025 年，消费业务毛利率已回升至 22% 的高位区间，盈利水平逐步向一线厂商靠拢。此外，得益于优秀的费用管控，该板块在营收稳步增长的同时，持续贡献高质量利润，成为公司应对行业波动的“安全垫”。

图表29：消费作为公司基本盘，盈利贡献稳定



数据来源：公司公告，中信建投

图表30：毛利率：公司消费板块盈利能力逐步接近一线梯队



数据来源：公司公告，Wind，中信建投

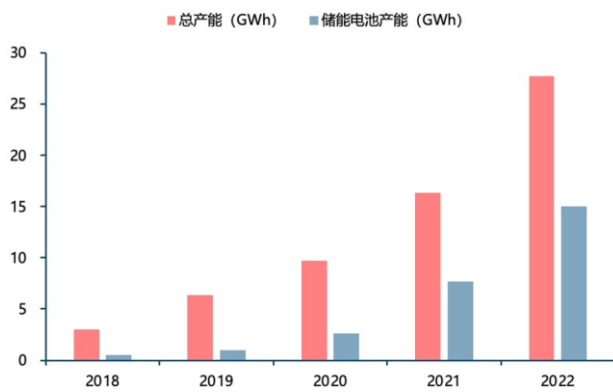
3、公司复盘：景气周期中业绩表现出色，新周期有望再释业绩弹性

3.1 上行周期：先行扩产承接行业红利，储能业务量利齐升贡献核心业绩

先行扩张产能，取得先发优势。公司在行业爆发前已先行布局产能：2021-2022 年，公司储能电池产能从 7.65GWh 快速扩充至约 15GWh，接近翻倍。在行业景气度提升下，产能提前布局为公司带来更大承接订单空间。

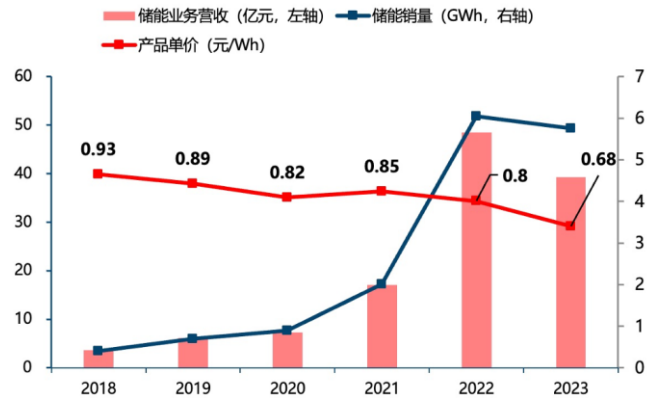
捕捉户储需求窗口期，销量实现三倍上升。受益于先行布局的产能，当 2022 年行业需求爆发时，公司将产能转化为出货，规模效应显著。公司储能销量在 2021 年突破 2GWh（已实现翻倍）的基础上，2022 年进一步增至 6.05GWh，同比实现 3 倍增长。储能业务营收随之升至 48.5 亿元，在行业上行的红利期，实现量增的突破。

图表31：公司先行布局储能产能



数据来源：公司公告，中信建投

图表32：21-22 年，储能业务销量大增，贡献规模增长

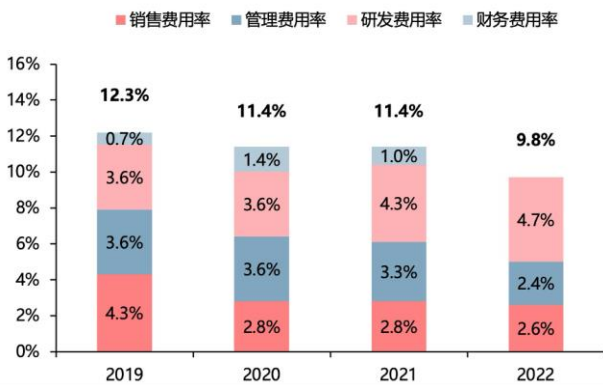


数据来源：公司公告，中信建投

运营效率提升，释放盈利弹性。在营收规模快速扩张的同时，公司费用管控能力进一步提升。2022 年，公司期间费用率降至历史低位的 9.8%。其中，得益于规模效应及渠道管理的优化，销售费用率与管理费用率分别压降至 2.6% 与 2.4%。成本费用管控能力提升，有效将收入增长转化为利润释放。

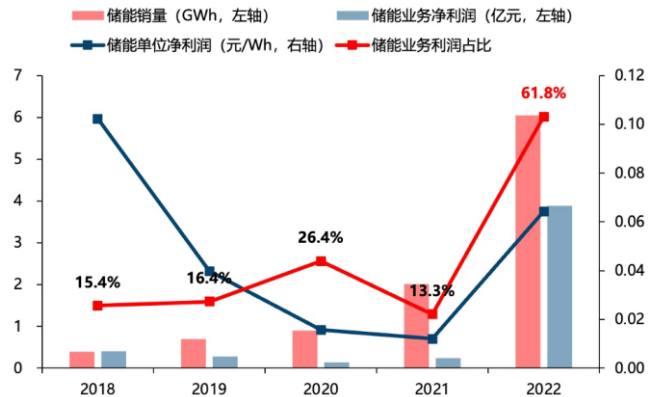
单瓦盈利上升，储能业务贡献超六成业绩。受益于行业高景气度带来的产品溢价及规模化生产下的降本效应，公司储能业务实现“量利齐升”。2022 年，储能单位净利升至 19 年前水平，盈利能力大幅提升。在此驱动下，储能业务净利润快速增长，占公司归母净利润的比重由此前的 15% 左右上行至 62%，正式确立了储能作为公司业绩增长第一核心驱动力的地位。

图表33: 控费能力提升, 盈利加速释放



数据来源: Wind, 中信建投

图表34: 储能业务量利齐升, 贡献主要利润, 占比约六成



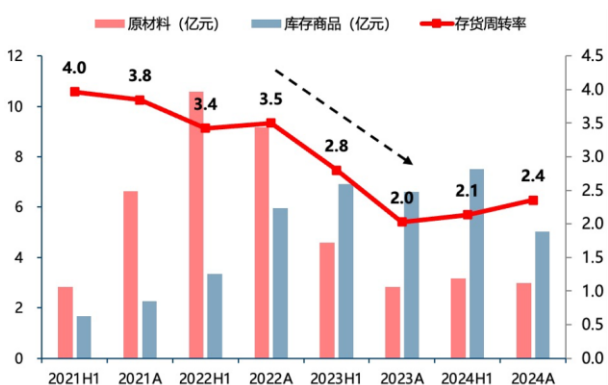
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

3.2 下行周期: 供需失衡导致公司计提大额减值, 开工率不足导致折旧挤压利润

原材料调整下行引发跌价, 库存贬值压力剧增。2022年Q4起, 碳酸锂价格深度向下调整, 叠加2023年Q1下游需求不及预期, 引发全产业链价格回落。作为中游电芯厂, 公司面临原材料快速降本, 叠加电芯供需错配的上下游双重冲击。

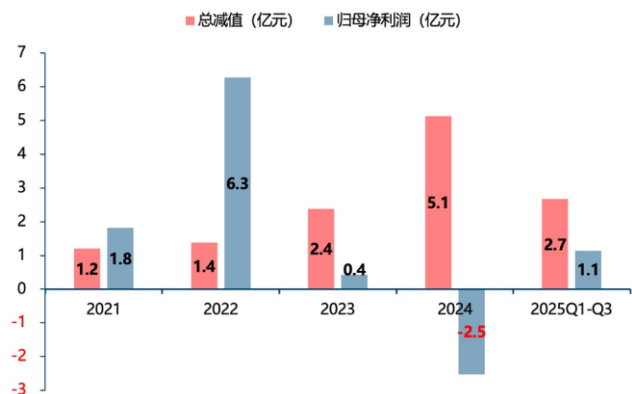
减值计提叠加下游需求不足跌价, 公司盈利承压转负。公司库存中的原材料账面价值从2022H1的10.6亿元高位, 快速收缩至2023年底的2.8亿元。原材料价格的快速下行导致公司库存水位较高(体现在存货周转率下降)与跌价计提风险, 间接致使公司归母净利润转负。

图表35: 原材料价格腰斩, 存货周转率大降



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表36: 23-24年公司计提大额减值, 盈利承压转负

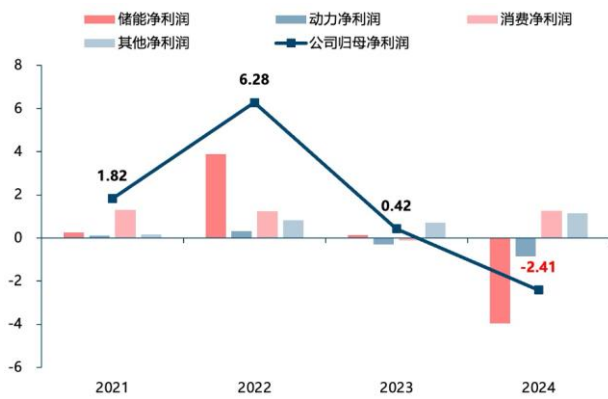


数据来源: Wind, 中信建投

储能业绩筑底, 但销量韧性稳固。受行业价格战影响, 公司储能业务盈利能力大幅受损。23-24年, 储能电芯价格大降, 导致单位净利由正转负, 储能业务净利润也由盈转亏。然而, 亏损更多源于行业层面的价格失衡, 而非公司竞争力下降。在极端行情下, 公司2024年储能销量仍逆势增长至10GWh, 市场份额依然稳固。表明需求端增速仍较好, 只是供给端过于失衡需时间消化。当前的亏损主要系大额折旧摊销、大储产能利用率不足

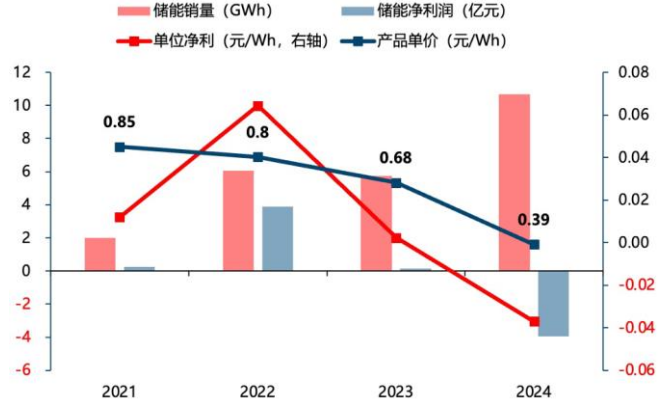
及资产减值计提共同作用的结果，随着行业出清，这些压制因素有望逐步解除。

图表37： 23年起储能净利下降导致整体亏损（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图表38： 储能盈利下滑拖累业绩，但规模优势仍在

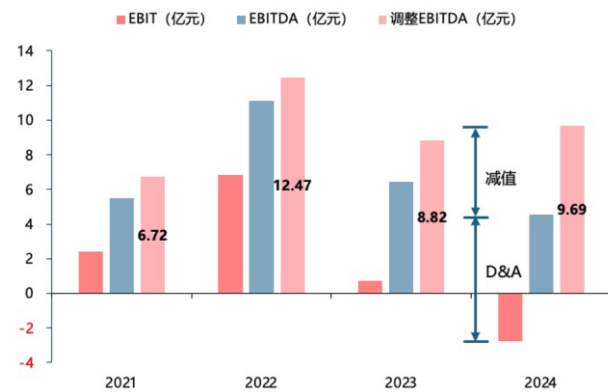


数据来源：Wind，公司公告，中信建投

资本开支高企遇行业下行，折旧、减值双重施压。公司的大额亏损，本质是扩张节奏与行业周期的阶段性错配。过去三年公司扩产速度较高，固定资产规模大幅提升至 55 亿元以上，随着主要产线建设完毕转固，同时公司大储产线开工率不足，折旧压力大。叠加公司因库存问题，2024 年计提了超 5 亿元的资产与信用减值。这些非现金性质的支出在行业低谷期集中释放，显著拖累公司的业绩表现。

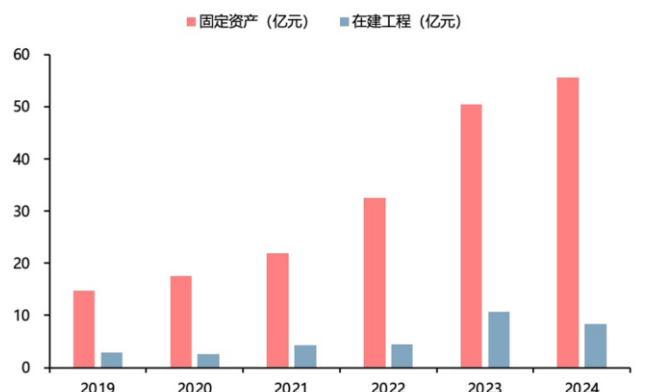
还原减值干扰后，经营韧性接近历史高位。2024 年，公司调整后 EBITDA（EBITDA+减值）约 10 亿元(其中折旧 7.3 亿元，减值 5.1 亿元)，接近 2022 年行业最景气时量级，公司的制造与获客核心竞争力并未大幅受损。随着产能建设高峰已过，以及行业景气度上行后大储开工率提升，后续折旧压力将边际递减，当前产能将成为下一轮业绩释放的基础。

图表39： 从调整 EBITDA 来看，公司盈利能力仍强劲



数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图表40： 固定资产激增至 55 亿元，转固完毕折旧压力大



数据来源：Wind，中信建投

*注：以 EBITDA+减值作为调整 EBITDA

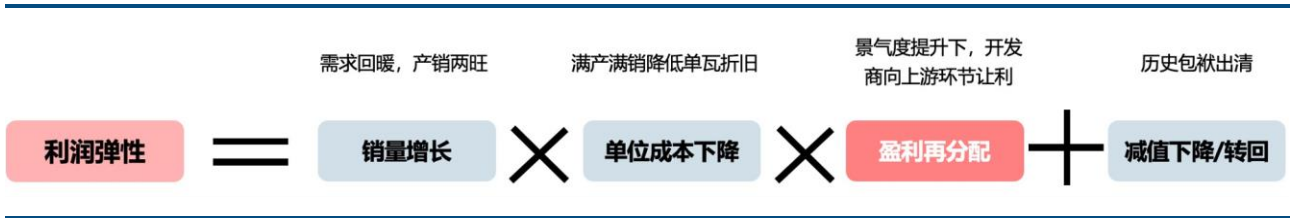
大储开工率提升摊薄折旧，打开降本空间。由于公司折旧负担较大（25 年三季度 7.3 亿元），25 年上半年，大储产线开工率不足 30%，全年开工率不到 50%。展望 2026 年，若大储出货实现翻倍增长，对应单瓦折旧成本将直接减半。不考虑大储电芯行业性的利润修复，仅大储“满产满销”带来的规模效应便能贡献几分钱向上的降

本增利空间。

展望后续：储能需求旺盛带动产品价格修复，公司库存经两年磨底后压力已大减，减值计提也已从高点回落。随储能出货量快速增长，分摊到单瓦的折旧成本将显著下降，直接转化为毛利增量。同时，旺盛需求下的供需反转将推动价格回升，叠加可能出现的产业链盈利再分配，在“销量增长+单瓦成本显著摊薄+减值出清”的三重共振下，公司有望实现业绩，迎来非线性业绩增长。

我们认为，本轮业绩承压本质是行业供需失衡，与公司扩产周期的阶段性错配。行业层面的需求误判与上下游价格下行引发计提减值，叠加公司先行扩产带来的折旧压力，致业绩触底。但公司核心经营韧性未改，产能布局和稳定市占将使得公司在新周期实现量利齐升，再次复现上一次周期中业绩超预期表现。

图表41：制造业公司具有高经营杠杆特征，供需再反转下有望激发公司利润弹性



资料来源：中信建投绘制

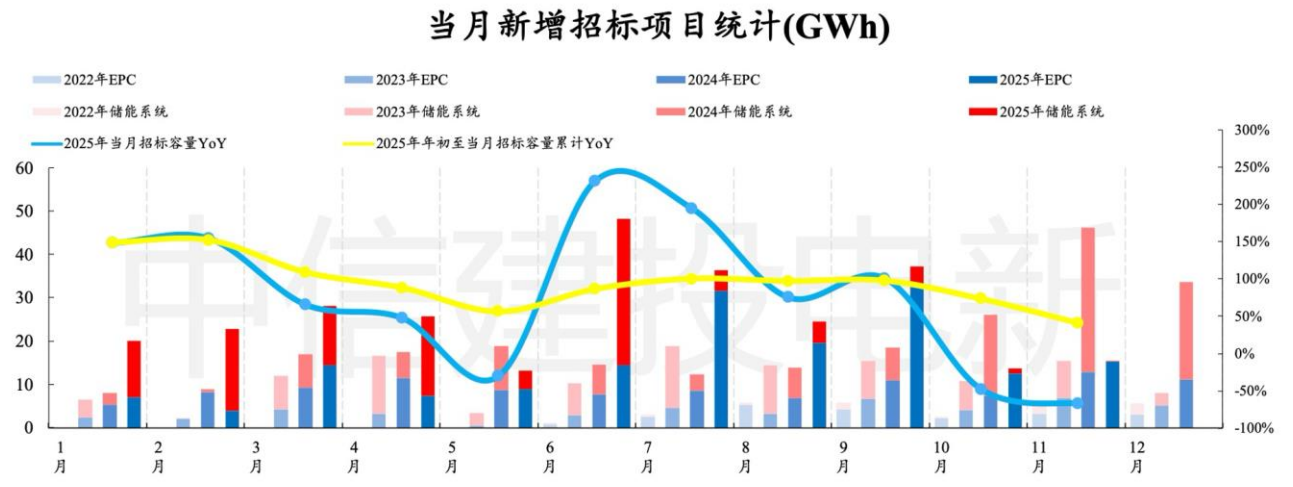
3.3 新周期：供给深度出清，储能需求海内外共振

3.3.1 国内市场：经济性提升导致储能需求爆发，投资积极性旺盛

供给侧：产能消化步入尾声，行业底部特征确立。历经三年的产能消化与去库洗牌，供给侧低谷期已过。当前产业链库存水位已降至历史低位，叠加行业开工率维持底部运行，落后产能加速出清。供给侧的深度调整为新一轮周期的需求爆发腾出空间，**供需已扭转**。同时，这轮各公司由于经历过产能过度扩张带来的底部周期，扩产谨慎。我们预计全行业供给端扩产增速大概在 30%，远低于上轮景气周期的过度扩张增速。

国内需求：政策松绑叠加经济性拐点，招标数据验证高景气。得益于“136 号文”推动储能全面入市及系统成本大幅下降，国内储能需求从政策强制配储转向市场利益驱动，更具有可持续性。今年 1-10 月国内储能新增招标高达 289.5GWh，同比增长 73%。“531”抢装节点过后，招标热度不降反增，充分证伪了需求不足的担忧，显示出行业极强的内生增长动力。

图表42： 2025年 1-10 月份国内储能项目新增招标 289.5GWh，同比增长 73.3%



资料来源：招标投标公共服务平台，国际能源网，储能头条，储能与电力市场，中信建投，*注：数据统计至 11 月 20 日

经济性：随着峰谷价差拉大，内蒙、山东、河北等多省储能项目 IRR 已突破 8%，社会资本投资意愿强烈。类比上次欧洲户储市场的爆发，经济性的提升是需求爆发的核心引擎。不同点在于，欧洲户储因电力危机产生恐慌性需求，而本轮需求受“储能降本+市场化拐点+国内大市场”驱动，更具有持续性且天花板更高。

图表43： 独立储能搭配容量电价（容量补偿）和峰谷价差，可在多省实现良好的经济性

经济性测算					
储能容量	100MW/600MWh				
储能单位造价	0.8 元/Wh				
运行时间	6000 次循环寿命				
	山东（容量补偿）	河北（容量电价）	宁夏（容量电价）	甘肃（容量电价）	内蒙（容量补偿）
平均峰谷价差	0.45 元/kWh	0.3 元/kWh	0.26 元/kWh	0.25 元/kWh	0.4 元/kWh
容量补偿/容量电价标准	容量补偿（折合约 0.06 元/kWh）	容量电价（100 元/kW/年）	容量电价（165 元/kW/年）	容量电价（330 元/kW/年）	容量补偿（0.35 元/kWh 按发电量）
年均等效充放电次数	330 次	500 次	330 次	330 次	330 次
峰谷套利收益（万元）	8910	9000	5148	4950	8400
容量补偿/容量电价收益（万元）	1188	1000	1650	2310（考虑容量供需系数）	7350
资本金 IRR	15+%	15+%	8.05%	10.56%	20+%

资料来源：各省发改委、能源局，中信建投测算

3.3.2 海外市场：市场多点开花，大小储需求实现共振

美国市场：稳定电源退坡叠加 AI 需求量升，电网面临“硬缺口”。美国电力系统正面临严峻的供需错配：供给侧，受煤电、油电加速退坡影响，可控电源总装机量不升反降，气电增长尚不足以填补缺口；需求侧，AI

数据中心建设浪潮叠加制造业回流，导致电力负荷激增。为维持电力系统稳定，未来几年美国将出现巨大的功率硬缺口，电网迫切需要新增灵活性资源。

市场空间：燃气轮机产能受限，储能成为填补缺口的最优解。“储能+可再生能源”凭借交付迅速、度电成本低及调节性能优越，成为目前满足美国电力装机需求的最可行方案。随着数据中心对供电可靠性要求的提升，配储时长有望从 1-2h 向 6-8h 演变，大幅拓宽市场容量。据测算，仅由数据中心驱动，到 2028 年美国新增储能容量有望达到 102-408GWh，市场天花板极高。

图表44： 根据不同配比，至 2028 年数据中心带动的储能新增需求或在 102-408GWh 之间

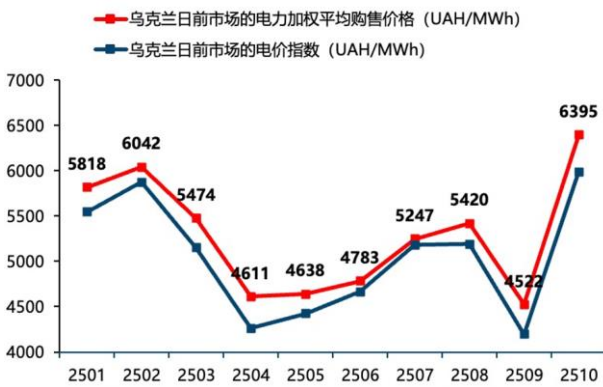
年份	2025E	2026E	2027E	2028E
稳定可控电源需求 (GW)	30.48	39.12	50.64	65.04
可使用的电源供给方式				
气电每年新增装机 (GW)	10	10	10	10
剩余装机需求 (GW)	20.48	29.12	40.64	55.04
其中 SOFC (GW)	1.2	1.5	2	4
其中储能 (GW)	19.28	27.62	38.64	51.04
功率配比 (下限)	20%	50%	80%	100%
功率配比 (上限)	50%	100%	100%	100%
时长 (h, 下限)	1	1.5	2	2
时长 (h, 上限)	4	6	8	8
储能容量 (GWh, 下限)	3.9	20.7	61.8	102.1
储能容量 (GWh, 上限)	38.6	165.7	309.1	408.3

资料来源：NERC, EIA, 中信建投测算

其他市场：欧洲政策加码，新兴市场爆发。除中美市场外，全球储能需求呈现多点开花之势。欧洲市场政策强力托底，西班牙、英国及意大利纷纷加速储能部署。澳洲市场得益于 CIS 计划提供的长期收入保障，近期招标中光储项目中标超 11GWh，市场热情高涨。新兴市场如智利，在建储能项目规模庞大，正加速迈向 GW 级市场；亚非拉地区凭借储能经济性的提升与庞大的人口基数，需求亦开始快速释放。

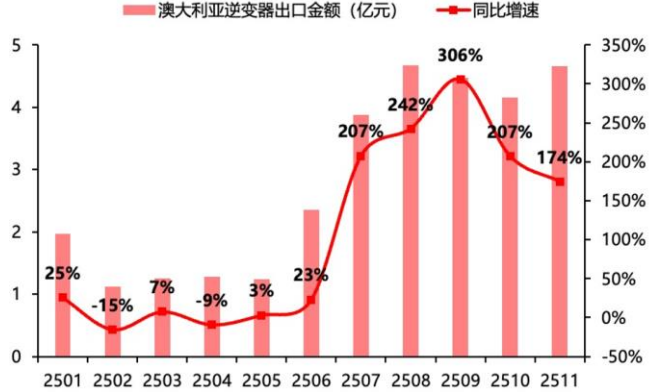
供给冲击与强力补贴政策共振，乌克兰与澳大利亚释放需求。乌克兰受战事影响，10 月近 60% 天然气产能瘫痪，电网调峰受限。电力供需失衡推高日前电价，10 月电价暴涨 42.7%。叠加欧洲投资银行以及乌克兰政府对储能的激励，户储市场旺盛。澳大利亚在 CIS 计划激励大储需求外，12 月 13 日扩容“户用电池计划”，从最初预估的 23 亿澳元增至 72 亿澳元左右，为户用及小商业光储提供约 30% 初始成本补贴。大小储需求共振，市场全面爆发。

图表45: 电网再度瘫痪, 乌克兰电价升至今年最高水平



数据来源: GMK, 中信建投

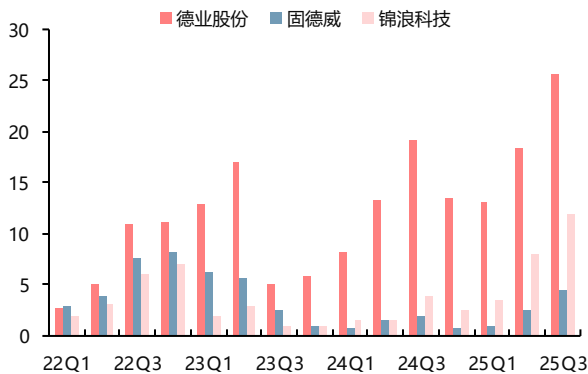
图表46: 澳洲出台政策激励与补贴, 下半年储能需求旺盛



数据来源: 海关统计, 中信建投

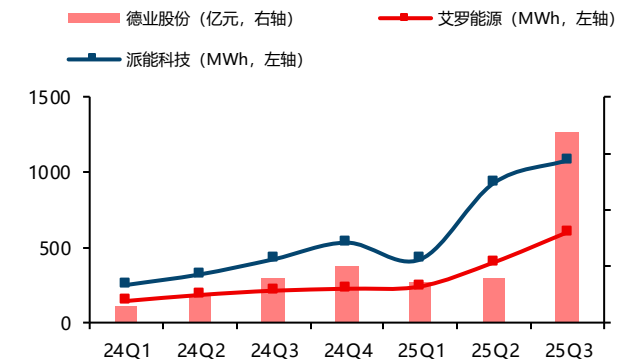
去库尾声叠加电网转型, 户储景气度全面上行。欧洲户储去库已步入尾声, Q3 以来户储系统出货量显著回升, 标志着市场需求开始复苏。东欧的补贴政策, 与乌克兰今年 10 月起面临的频繁缺电, 激发了欧洲户储需求。同时, 高比例风光并网倒逼全球电网投资增加, 终端电价长期看涨, 进一步打开了户储与工商储的套利空间。在“欧洲复苏+新兴市场上行+电网转型刚需”的共振下, 全球储能行业已走出低谷, 正式迈入新一轮景气周期。

图表47: 户储出货逐步回归旺盛 (万台)



数据来源: 公司公告, 中信建投

图表48: 进入新周期, 户储、工商储电池包增长明显



数据来源: 公司公告, 中信建投

3.3.3 需求测算: 储能即将迈入非线性量增新周期, 行业需求远超预期

国内大储为确定性最强增量市场, 海外多点开花需求共振。鉴于储能经济性提升推动行业进入非线性增长阶段, 我们认为明年国内新增储能装机可达 300GWh。海外需求方面, 欧洲增速将迎来回升, 中东市场因 AIDC 配储供需显著增量, 其他市场在低基数下有望实现倍增。

图表49：上调明年国内新增储能装机至 300GWh，同比翻倍，全球新增 481GWh

	容量	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
地区	中国新增容量 (GWh)	5	15.4	44.4	110	150	300	450
	YoY		208%	188%	148%	36%	100%	50%
	美国新增容量 (GWh)	10.9	13.2	27.7	37.1	45	50	65
	YoY		21.1%	109.8%	33.9%	21.3%	11.1%	30.0%
	欧洲新增容量 (GWh)	4.2	10.4	19	21.9	35	50	70
	YoY		148%	83%	15%	60%	43%	40%
	海外其他新增容量 (GWh)	8.3	14.7	13.5	16.5	42	81	127
	其中：中东			5	6	20	30	35
	其中：印度			0.5	0.5	3	6	15
	其中：拉美			2	3	5	10	12
其中：澳洲			2	3	6	10	15	
其中：其他地区（非洲、东南亚、中亚等）			4	4	8	25	50	
合计	全球新增储能容量 (GWh)	28.4	53.7	104.6	185.5	272	481	712
	全球新增储能容量 YoY		89.08%	94.79%	77.34%	46.63%	76.84%	48.02%

数据来源：IEA, Wind, 中信建投测算

储能需求非线性增长带动全球锂电需求增速有望超预期，我们已将预期从中性上调至乐观，预计 2026 年全球锂电需求 2716GWh，同比+32%。储能需求超预期有望带动中游材料环节量利齐升，其中电池环节将直接受益于储能需求。

图表50：预计 2026 年锂电总需求为 2716GWh，同比+32%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2030E
乘用车	38	79	103	142	319	544	732	941	1193	1389	2453
商用车	32	33	30	26	33	56	71	97	136	171	303
小动力（两轮车、AGV小车、叉车）	14	19	25	33	42	42	46	53	63	78	78
消费锂电	76	75	78	82	88	87	90	94	100	128	128
储能（通信）	0	0	6	7	10	11	13	12	10	7	7
储能悲观	0	3	6	23	66	159	224	370	562	718	1652
储能中性	0	3	6	23	66	159	224	370	562	831	2402
储能乐观	0	3	6	23	66	159	224	370	562	943	2777
合计悲观	160	209	248	313	558	899	1178	1566	2063	2491	4621
同比增速		30.4%	18.8%	26.5%	78.1%	61.0%	31.0%	33.0%	31.7%	20.8%	16.7%
合计中性	160	209	248	313	558	899	1178	1566	2063	2603	5371
同比增速		30.4%	18.8%	26.5%	78.1%	61.0%	31.0%	33.0%	31.7%	26.2%	19.9%
合计乐观	160	209	248	313	558	899	1178	1566	2063	2716	5746
同比增速		30.4%	18.8%	26.5%	78.1%	61.0%	31.0%	33.0%	31.7%	31.7%	20.6%

资料来源：Wind, 中信建投测算

3.4 进入新一轮周期，订单饱满、产能充足锁定业绩高弹性

排产情况：满产满销延续至明年，订单能见度极高。随着行业需求全面复苏，公司产能利用率自 Q3 起已打满，Q4 持续维持满产状态。目前在手订单充沛，小储订单已排至明年春节前后（部分客户锁单至年中），大储订单也已延伸至明年 Q2。出货量方面，得益于 9 月青岛产线投产，户储产能扩至 20GWh，预计全年出货

15GWh+；受益于提前的大储产能布局，大储产能达 24GWh。虽上半年受行业影响开工较低，但下半年开工率已爬升至满产，预计全年确收口径出货约 7GWh（实际交付量更高），为明年业绩进一步上行奠定基础。

国内合作：大储与龙头集成商合作，户储订单构筑基本盘。

大储：公司与中车株洲所、阳光电源两大行业龙头建立长期稳定合作关系，同时供货隆基绿能、天合储能。公开市场中标信息多见于项目型订单，但更多的主力出货通过战略合作形式直接供应龙头集成商。为进一步提升盈利能力，公司后续计划开拓新赛道，战略重心将逐步向利润率更高的项目制订单倾斜。

户储：公司作为德业股份、固德威、古瑞瓦特、艾罗能源及麦田能源等头部厂商的核心供应商，供货关系稳固，订单具备高频且饱满的特征。得益于此，公司户储电芯出货量持续居于第一梯队。

海外拓展：全球布局多点开花，交付量级实现翻倍。海外市场正成为公司新的增长极。公司业务版图已覆盖北美、中亚、欧洲、非洲、澳洲等高增长区域。今年海外交付预计 1-2GWh，从合作深度看，公司已获得加拿大 Discover Energy（5.1GWh）、澳洲 Genaspi（1GWh）等高价值长单。随着海外渠道的成熟与大项目的落地，明年海外交付有望翻倍至 3-4GWh，且海外订单盈利质量更优，将显著增厚公司利润。

图表51：近两年订单/合作情况：公司国内外订单饱满，合作伙伴众多，业绩实现确定性强

合作方	合作方式	合作情况	容量 (GWh)
国内			
和储能源	订单	储能电芯订单	1
普佳德	订单	储能电芯订单	1
金风零碳	订单	储能电芯订单	1
广东能源	订单	为两期光储一体化项目提供电芯	0.85
中国电器装备集团	订单	储能电芯订单	1.87
电源龙力集团	订单	储能电芯订单	0.45
三峡水利	订单	户用侧集采	0.2
妙益科技	订单	重卡动力电池订单	1
四川中孚	电站开发	大储/大型户用电站开发，一期400MWh户用电站，二期600MWh大储电站	1
阳光电源	战略合作	314Ah电芯优先供应，电芯战略合作伙伴	-
中车株洲所	战略合作	合作开发大电芯，电芯战略合作伙伴	-
盛弘电气	战略合作	电芯战略合作	-
鼎兴达	战略合作	电芯战略合作	-
海外			
加拿大Discover Energy System	订单	储能电芯订单	5.1
印度客户	订单	储能电芯订单	0.7
澳大利亚Genaspi Energy	订单	储能电芯订单	1
冈比亚共和国	战略合作	光储项目合作	-
北美Nuvve	战略合作	战略合作	-
比利时Omni Power	战略合作	电芯战略合作	-
摩洛哥瑞得投资	战略合作	战略合作	-

资料来源：各公司公告，中信建投

储能出货测算：按公司大储产能 24GWh，小储产能 20GWh，以及目前的开工情况和 Q1-Q3 的出货情况测算。预计 26 年在悲观/中性/乐观预期下，公司储能出货 34/44/54GWh，对应增速 58%/105%/151%。

考虑到公司 26 年预计新增 1-3 条 587Ah/600+Ah 产线，并且 26 年下半年即可爬坡放量，中性预期下，预计贡献 4GWh 大储确收，乐观预期下预计贡献 12GWh 大储确收。同时公司 2025Q1-Q3 已实现出货 14.62GWh 的近翻倍增长（同比+96%），且大储、小储产能于 Q3 接近满产，我们保守锚定中性预期：即预计 2026 年实现总出货 44GWh（同比+83%）。结构方面，预计国内大储贡献 24GWh，海外大储随着渠道突破放量至 4GWh，小储出货稳步提升至 16GWh。

展望 27 年，中性预期下，预计公司新增 3 条大储大电芯产线，储能总产能至少达到 68GWh（其中大储产能 48GWh，小储产能 20GWh）。公司后续可能不扩产小储产线，但是不排除产能升级可能，预计 27 年大储出货 48GWh（国内 40GWh，海外 8GWh），小储出货 20GWh。

图表52： 预计 26 年悲观/中性/乐观预期下，公司储能出货 34/44/54GWh，对应增速 58%/105%/151%

储能出货敏感性分析						
	2025Q1-Q3	2025E	悲观	2026E 中性	乐观	2027E
储能确收 (GWh)						
储能总计	14.62	21.5	34	44	54	68
其中大储 (国内)	3.43	6.5	18	24	30	40
其中大储 (海外)	0	0.5	2	4	6	8
其中小储	11.19	14.5	14	16	18	20
YOY	96%	101%	58%	105%	151%	55%

资料来源：公司公告，中信建投测算

公司三季度大小储价格、毛利均迎来修复，主因公司前期大储出货较低，没有锁定过多低价长单。随行业供需反转，景气度提升，公司大储价格快速迎来量价修复。

当前中游制造业盈利空间被极致压制，终端少量让利，盈利空间即可大幅增厚。若终端让利 12 分/Wh 利润，预计电池环节还能提升 1.5 分/Wh 利润，公司业绩将进一步向上。

基于 25Q3 公司业绩情况和储能出货情况，以及行业价格情况，我们预计 26 年悲观/中性/乐观预期下，公司盈利在 11/17/26 亿元，对应当前股价 PE 分别为 24/15/10x，具备较高的业绩弹性和估值性价比。

4、投资建议：大储、户储量价齐升，有望为公司贡献核心业绩

投资逻辑：公司业绩承压主因上一轮景气周期供需反转，以及产能扩张节奏错配的挤压。但展望本轮新周期，行业驱动力更强劲、需求更具韧性、市场空间更为广阔，且呈现多点开花之势。叠加公司产能、规模在底部周期得以稳固，随行业供需反转，价格将逐步修复。

展望未来，公司凭借户储市占前三的基本盘，以消费电子板块的稳定现金流支撑，将大储及海外拓展作为新增长极。随景气度提升，**公司有望复刻上一轮周期中产销两旺下的量价双升格局**。鉴于公司显著的经营杠杆效应，储能电芯单位盈利的小幅修复，即可使整体业绩迎来修复与显著增长。**当前股价具备较高的安全边际与业绩弹性，估值性价比逐步凸显。**

公司计划于 2026 年进一步加码大储，规划新增 1-3 条 600Ah+超大容量电芯产线（对应规模 8-24GWh）。若本轮行业高景气度持续性得以验证，公司有望延续此前积极的产能布局，通过大储产能投放持续巩固规模领先地位。技术储备方面，公司固态电池中试线已于今年落地，后续技术突破与量产进程将是提升公司长期估值中枢的关键看点。

盈利预测：基于 25Q3 公司业绩情况和储能出货情况，以及行业价格情况，我们预计 26 年悲观/中性/乐观预期下，公司盈利在 11/17/26 亿元，对应当前股价 PE 分别为 24/15/10x，具备较高的业绩弹性和估值性价比。我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 110.04、206.10、287.18 亿元，归母净利润 3.10、17.37、26.22 亿元，维持“买入”评级。

催化剂：关注公司后续订单排产情况；26 年行业景气度和供需情况，26 年公司 600Ah+大电芯产能扩建情况，以及公司固态电池中试线进展。

风险分析

1、全球储能需求增速不及预期的风险。公司的业绩修复弹性高度依赖于下游储能市场的扩容。若全球储能装机需求增速放缓，将对公司的大储及户储产品出货量造成直接压力，进而影响规模效应的释放。

2、行业竞争加剧导致盈利能力修复不及预期的风险。当前储能赛道参与者众多，若行业价格战竞争加剧，公司可能面临毛利率承压的风险，从而延缓公司业绩反转的节奏。

3、原材料价格波动及存货减值风险。目前电芯原材料价格已有上涨趋势，若未来原材料价格再次出现大幅波动，公司可能面临高价库存跌价准备计提的风险，对当期利润表产生扰动。

4、产能利用率提升不及预期及折旧摊销压力的风险。公司前期资本开支较大，当前固定资产折旧摊销金额处于高位。若下游订单增长不及预期，导致新增大储产能无法实现有效爬坡，公司将面临由于开工率不足导致的单瓦折旧成本过高、无法通过规模效应摊薄固定成本的风险。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,451.78	9,024.66	10,551.98	19,017.37	26,372.04
现金	2,241.45	1,646.40	1,656.43	3,091.50	4,307.76
应收票据及应收账款	2,345.60	3,806.17	4,460.41	8,324.75	11,599.87
其他应收款	59.17	74.84	84.11	145.91	203.31
预付账款	37.39	64.89	45.99	121.66	174.40
存货	3,102.54	2,797.95	3,797.66	6,682.72	9,220.98
其他流动资产	665.63	634.41	507.39	650.84	865.72
非流动资产	7,216.92	7,843.80	8,951.22	11,051.36	11,447.51
长期投资	147.64	366.92	366.23	365.54	364.84
固定资产	5,048.31	5,554.78	5,655.83	6,576.39	7,615.36
无形资产	436.69	472.31	924.51	793.39	672.89
其他非流动资产	1,584.28	1,449.80	2,004.65	3,316.03	2,794.42
资产总计	15,668.70	16,868.46	19,503.20	30,068.73	37,819.55
流动负债	7,235.17	9,201.83	11,619.78	20,394.24	25,767.06
短期借款	896.26	1,503.92	1,939.98	4,135.48	4,916.95
应付票据及应付账款	4,852.14	6,068.48	7,065.21	11,392.18	14,134.24
其他流动负债	1,486.77	1,629.43	2,614.59	4,866.59	6,715.87
非流动负债	2,816.46	2,415.67	2,311.29	2,302.90	1,965.49
长期借款	1,746.17	1,247.01	1,192.74	1,213.50	896.09
其他非流动负债	1,070.29	1,168.66	1,118.55	1,089.40	1,069.40
负债合计	10,051.63	11,617.50	13,931.07	22,697.14	27,732.55
少数股东权益	214.95	163.41	174.49	236.57	330.25
股本	503.44	503.34	503.34	503.34	503.34
资本公积	3,050.02	3,033.58	3,033.58	3,033.58	3,033.58
留存收益	1,848.68	1,550.63	1,860.71	3,598.09	6,219.81
归属母公司股东权益	5,402.13	5,087.55	5,397.64	7,135.02	9,756.74
负债和股东权益	15,668.70	16,868.46	19,503.20	30,068.73	37,819.55

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	435.83	-215.70	1,826.44	2,715.67	2,768.42
净利润	66.43	-323.51	321.17	1,799.46	2,715.40
折旧摊销	593.21	758.95	1,003.48	1,187.29	1,374.04
财务费用	46.42	61.37	128.29	182.18	235.10
投资损失	-3.13	-0.08	-88.17	-9.51	-19.31
营运资金变动	-495.54	-1,188.83	458.44	-450.50	-1,546.83
其他经营现金流	228.43	476.41	3.24	6.74	10.01
投资活动现金流	-1,565.51	-864.25	-2,069.92	-3,314.67	-1,781.12
资本支出	1,125.90	444.29	1,150.10	3,069.15	1,565.00
长期投资	-134.35	-309.36	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,557.06	-999.19	-3,220.02	-6,383.82	-3,346.12
筹资活动现金流	2,266.30	334.50	253.50	2,034.07	228.96
短期借款	92.60	607.66	436.06	2,195.50	781.47
长期借款	1,061.85	-499.15	-54.27	20.76	-317.41
其他筹资现金流	1,111.85	225.99	-128.29	-182.18	-235.10
现金净增加额	1,131.84	-740.16	10.02	1,435.07	1,216.26

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,932.48	7,960.51	11,042.86	20,610.00	28,718.40
营业成本	5,787.79	6,941.96	9,240.98	16,261.29	22,437.71
营业税金及附加	47.95	61.07	70.13	113.36	157.95
销售费用	181.92	162.92	291.26	515.25	717.96
管理费用	253.89	315.69	403.59	618.30	861.55
研发费用	369.55	384.23	434.04	762.57	1,062.58
财务费用	46.42	61.37	128.29	182.18	235.10
资产减值损失	-206.87	-412.46	-195.86	-159.97	-280.39
信用减值损失	-31.86	-100.72	-150.75	-103.05	-86.16
其他收益	75.32	137.48	119.83	90.00	115.77
公允价值变动收益	-7.93	-1.08	2.62	0.00	0.00
投资净收益	3.13	0.08	88.17	9.51	19.31
资产处置收益	9.22	5.22	3.53	5.68	5.91
营业利润	85.96	-338.20	342.13	1,999.22	3,019.99
营业外收入	5.66	10.09	2.73	10.70	12.69
营业外支出	67.12	7.82	10.37	10.52	15.57
利润总额	24.50	-335.93	334.49	1,999.40	3,017.12
所得税	-41.93	-12.42	13.32	199.94	301.71
净利润	66.43	-323.51	321.17	1,799.46	2,715.40
少数股东损益	23.33	-71.06	11.08	62.08	93.68
归属母公司净利润	43.10	-252.46	310.09	1,737.38	2,621.72
EBITDA	664.12	484.39	1,466.25	3,368.87	4,626.26
EPS (元)	0.09	-0.50	0.62	3.45	5.21

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-23.54	14.83	38.72	86.64	39.34
营业利润 (%)	-87.24	-493.43	201.16	484.35	51.06
归属于母公司净利润	-93.14	-685.72	222.83	460.29	50.90
获利能力					
毛利率 (%)	16.51	12.79	16.32	21.10	21.87
销售净利率 (%)	0.62	-3.17	2.81	8.43	9.13
ROE (%)	0.80	-4.96	5.74	24.35	26.87
ROIC (%)	3.74	-4.83	6.13	22.75	23.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.15	68.87	71.43	75.48	73.33
净负债比率	7.14	21.03	26.49	30.62	14.92
流动比率	1.17	0.98	0.91	0.93	1.02
速动比率	0.65	0.61	0.54	0.57	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.47	0.57	0.69	0.76
应收账款周转率	3.44	2.49	2.97	2.97	2.97
应付账款周转率	1.87	1.82	2.11	2.43	2.94
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.09	-0.50	0.62	3.45	5.21
每股经营现金流 (最新)	0.87	-0.43	3.63	5.40	5.50
每股净资产 (最新摊薄)	10.73	10.11	10.72	14.18	19.38
估值比率					
P/E	583.78	-99.67	81.15	14.48	9.60
P/B	4.66	4.95	4.66	3.53	2.58
EV/EBITDA	23.66	33.71	19.35	9.10	6.75

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7 年主机厂供应链管理+2 年新能源车研究经验，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk