


公司评级 **增持（首次）**
报告日期 2026 年 2 月 10 日

基础数据

2 月 9 日收盘价（港元）	8.98
总市值（亿港元）	229.39
总股本（亿股）	25.54

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师：张忠业

S0190522070004

请注意：张忠业并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。

zhangzhongye@xyzq.com.cn

正力新能(03677.HK)
差异化打法，利润弹性可期
投资要点：

- **我们的观点：**江苏正力新能电池技术股份有限公司（简称“正力新能”）现为中国 Top10 乘用车动力电池公司，公司具备汽车零部件基因，经营战略清晰；当前聚焦乘用车动力电池，市占率提升；公司以平台化产品、柔性制造等差异化打法带动出货增长、利润兑现；同时布局航空动力电池等新兴产品，拓展长期空间。我们预计公司 2025-2027 年锂电池出货各为 19.6、29.0、40.4GWh，3 年年复合增速 50%；随着规模效应渐显，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.02、12.58、18.64 亿元，分别同比+561.1%、+109.0%、+48.2%。截至 2026 年 2 月 9 日收盘，公司股价对应 2025-2027 年的 PE 依次为 32.8x、16.2x、10.9x；首次覆盖我们给予公司“增持”评级，建议投资者关注。
- **中国 Top10 乘用车动力电池公司，市占率提升：**正力新能成立于 2019 年，经过一系列并购重组和自主发展，扩充产能、完善产品矩阵；现以乘用车动力锂电池业务为核心，并布局陆海空全场景、多化学体系技术及产品。据中国汽车动力电池产业创新联盟，2025 年公司国内新能源乘用车动力电池装机量同比+62%至 15.67GWh，市占率同比+0.57pcts 至 2.58%，位列国内第 7。
- **经营战略清晰，利润率表现较突出：**2025H1 公司动力锂电池出货 7.63GWh，收入 31.7 亿元，毛利率 17.9%，归母净利润 2.2 亿元；利润率表现超越部分出货体量更大的同业公司，系因：
 - **汽车零部件基因：**公司创始人及核心高管在福耀玻璃有多年管理经验，深刻理解车厂对产品安全、品质、性能和成本的综合诉求。公司经营理念清晰，风格务实，不盲目追求体量，而是以差异化打法取得细分市场优势。
 - **标准化、平台化产品策略：**公司高度响应客户，与客户合作开发标准化电芯、平台化电池包，一款产品供多个客户多个车型。
 - **聚焦乘用车动力，且产能集中：**目前公司专注于乘用车动力电池，且产能集中在常熟。
 - **柔性产能设计，产线后发优势：**柔性产能切换客户订单的成本较低，且产线主要 2021 年后投建，设备先进，单位资本开支和折旧较低。
 - **成本管控有序：**公司核心团队制造业成本管控经验丰富。MOM 制造运营管理系统等智能化工具助力降本。
- **产能保障增强，乘用车客户定点增加，布局航空电池等新兴赛道，看好长期发展空间和业绩弹性：**
 - **产能逐步释放：**2025H1 末公司名义产能 25.5GWh。据招股书，公司 25GWh 常熟新产能将于 2025-2026 年分两期完成建设，2026 年末总产能升至 50.5GWh。
 - **客户资源积累，乘用车定点需求旺盛：**公司在零跑汽车、广汽丰田、上汽通用五菱、上汽通用、广汽传祺、一汽红旗、上汽乘用车、大众、丰田等多家头部车企核心车型取得定点，需求不断增长，且客户结构趋于多元。
 - **多项技术储备，航空电池逐步商业落地：**公司有航空电池、半固态电池、固态电池、钠电池等多项前沿技术及产品储备。公司是首家获得 AS9100D 航空认证的中国动力电池企业、苏州首批低空经济领航企业；与辽宁通用航空研究院等签署协议进行国内第一款双座电动轻型运动飞机 RX1E 合作开发；公司第二代航空电池采用双重半固态技术，能量密度超 320Wh/kg，低电量下仍可满足 12C 放电倍率，支持快充，可满足高频次、多样化飞行场景，产品已量产交付。
- **风险提示：**行业竞争激烈，公司出货增长不及预期，产品及原材料价格波动，客户履约风险，海外政策风险，资产减值等。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,130	8,177	12,165	16,819
同比增长	23.3%	59.4%	48.8%	38.3%
归母净利润(百万元)	91	602	1,258	1,864
同比增长	/	561.1%	109.0%	48.2%
毛利率	14.6%	18.1%	20.4%	21.1%
归母净利润率	1.8%	7.4%	10.3%	11.1%
ROE	1.7%	8.5%	14.1%	17.8%
EPS-摊薄(元)	0.04	0.24	0.49	0.73
市盈率	203.0	32.8	16.2	10.9

数据来源：公司招股书、wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，市盈率按照 2026/2/9 港股收盘价计算

资产负债表					单位:百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	5,732	6,306	6,849	7,927					
存货	679	814	977	1,173					
贸易应收款项及应收票据	1,623	1,867	2,147	2,469					
预付款项、其他应收款项及其他资产	73	95	110	121					
已抵押存款	958	1,101	1,267	1,393					
现金及现金等价物	2,199	2,165	2,060	2,462					
非流动资产	9,862	12,158	14,062	15,960					
物业、厂房及设备	5,704	7,682	9,577	11,462					
使用权资产	226	537	549	561					
其他无形资产	423	376	335	298					
于合营企业的投资	3,467	3,502	3,537	3,572					
预付款项、其他应收款项及其他资产	40	60	63	66					
总资产	15,594	18,465	20,911	23,887					
流动负债	6,497	6,831	7,415	7,980					
贸易应付款项及应付票据	3,743	3,555	3,733	3,920					
其他应付款项及应计费用	1,428	1,571	1,649	1,732					
合约负债	15	16	17	18					
计息银行及其他借款	1,246	1,620	1,943	2,235					
租赁负债	30	32	34	35					
拨备	35	37	39	41					
非流动负债	3,200	3,360	3,965	4,512					
计息银行及其他借款	2,769	2,907	3,489	4,012					
租赁负债	146	153	161	169					
拨备	228	239	251	264					
递延税项负债	58	61	64	67					
总负债	9,697	10,191	11,380	12,492					
归母净资产	5,897	8,273	9,531	11,395					
所有者权益	5,897	8,273	9,531	11,395					
负债及权益合计	15,594	18,465	20,911	23,887					

现金流量表					单位:百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动产生现金流量	-361	434	1,561	2,304					
投资活动产生现金流量	-775	-2,611	-2,432	-2,574					
融资活动产生现金流量	1,298	2,143	765	672					
现金净变动	162	-34	-105	401					
期初现金及现金等价物	2,034	2,199	2,165	2,060					
期末现金及现金等价物	2,196	2,165	2,060	2,462					

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

*注：表中估值倍数按 2026 年 2 月 9 日收盘价计算

利润表					单位:百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
收入	5,130	8,177	12,165	16,819					
销售成本	-4,382	-6,701	-9,678	-13,273					
毛利	748	1,477	2,487	3,546					
其他收入及收益	79	83	80	84					
销售及营销费用	-36	-42	-57	-74					
行政费用	-301	-384	-515	-676					
研发开支	-556	-647	-789	-928					
金融资产及合约资产减值(亏损)/收益净额	-10	-9	-11	-12					
其他开支	-15	-41	-55	-68					
财务费用	-133	-152	-150	-153					
应占合营企业损益	302	333	366	403					
除税前亏损	79	616	1,357	2,122					
所得税	12	-14	-99	-258					
净利润	91	602	1,258	1,864					
少数股东净利润	0	0	0	0					
归母净利润	91	602	1,258	1,864					

主要财务比率					单位:百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
成长性									
营业收入增长率	23.3%	59.4%	48.8%	38.3%					
毛利增长率	259.0%	97.3%	68.4%	42.6%					
归母净利润增长率	/	561.1%	109.0%	48.2%					
盈利能力									
毛利率	14.6%	18.1%	20.4%	21.1%					
归母净利率	1.8%	7.4%	10.3%	11.1%					
ROA	0.6%	3.5%	6.4%	8.3%					
ROE	1.7%	8.5%	14.1%	17.8%					
偿债能力									
资产负债率	62.2%	55.2%	54.4%	52.3%					
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0					
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8					
运营能力 (次)									
资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.8					
存货周转率	6.8	8.8	6.8	9.0					
每股资料 (元)									
EPS-摊薄	0.04	0.24	0.49	0.73					
每股归母净资产	2.5	3.2	3.7	4.5					
每股经营性现金流	-0.2	0.2	0.6	0.9					
估值倍数									
PE	203.0	32.8	16.2	10.9					
PB	3.2	2.5	2.1	1.8					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与民生商银国际控股有限公司、民银国际融资（香港）有限公司、天风证券、天风国际证券集团有限公司、瑛泰医疗、兴业银行、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、高邮市城市建设投资集团有限公司、江苏银行股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、米多多集团股份有限公司、南安市发展投资集团有限公司、淄博市张店区国有资产运营有限公司、盐城市大丰区海城实业发展有限公司、江苏银行、海南橡胶、合盛农业有限公司、广东天域半导体股份有限公司、成都兴城投资集团有限公司、江苏平仲科技发展有限公司、泰兴市江桥投资建设发展有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、龙南旅游发展投资(集团)有限责任公司、广州开发区控股集团有限公司、澄达国际有限公司、江阴国有资本控股（集团）有限公司、盐城市大丰区谐城实业发展有限公司、盐城市大丰区城市发展投资控股集团有限公司、东台惠民城镇化建设集团有限公司、东台市城市建设投资发展集团有限公司、淄博高新国际投资有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、上海银行、临工重机股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、圣火科技集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、金叶国际集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、土耳其主权基金、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、CMBC International Holdings、CMBC International Funding (HK) Limited、TFI Overseas Investment Limited、TIANFENG SECURITIES、TF International Securities Group Limited、INT MEDICAL、INDUSTRIAL BANK、UETD CONSTRUCTION & DEVELOPMENT STATE-OWNED CAPITAL INVESTMENT OPERATION (GROUP) CO., LTD.、GAOYOU CITY CONSTRUCTION INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Bank of Jiangsu Co., Ltd Yangzhou Branch、Hongxing Coldchain (Hunan) Co., Ltd.、Miduoduo Group Inc.、NAN' AN DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo Zhangdian District State-owned Assets Operation Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Haicheng Industrial Development Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、CHINA HAINAN RUBBER INDUSTRY、HALCYON AGRI CORPORATION LIMITED、Guangdong Tianyu Semiconductor Co., Ltd.、CHENGDU XINGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Pingzhong Technology Development Group Co., Ltd.、Taixing Jiangqiao Investment Construction and Development Co., Ltd.、Jiangxi Provincial Credit Financing Guarantee Group Co., Ltd.、LONGNAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Holding Group Limited、Chengda International Co., Limited、Jiangyin State-owned Assets Holding (Group) Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Xiecheng Industrial Development Co., Ltd.、Yancheng Dafeng Urban Development Investment Holding Group Co., Ltd.、Dongtai Huimin Urbanization Construction Group Co Ltd、Dongtai Urban Construction and Investment Group Co Ltd、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、SICHUAN GLOPORT INVESTMENT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF SHANGHAI、Lingong Heavy Machinery Co., Ltd.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、TAIZHOU CHEMICAL NEW MATERIALS INDUSTRY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、Holyfire Technology Group Limited、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Turkey Wealth Fund、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人

推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼	地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk