2026 年 11 月 18 日

国轩高科（002074.SZ）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

偕行大众开海境，秉恃新技术登高

投资逻辑

全球锂电赛道历经产能扩张与格局更迭，国轩高科动力、储能业务实现双轮放量提质。根据 SNE Research，2026 年上半年公司动力电池装机全球第五，储能电池出货进入全球前十。2026 年上半年，公司动力、储能实现收入 226、37 亿元，整体同增 41%；区域结构上，海外（含港澳台）收入 95 亿元，占比 34%，同增 48%，出海已成为公司核心成长动能。**公司成功跻身大众汽车全球核心供应商体系，以此为支点打开海外高增长空间，同时前瞻布局固态及钠电等下一代电池技术，深度契合“十五五”产业发展导向，为行业兼具全球化兑现能力与新技术放量潜力的成长型龙头：**

- **格局：政策破内卷，出海立新境。**锂电格局逐步优化，国内工信部牵头公司等六家头部企业编制锂电行业三年集约发展，统筹产能投放、遏制低端扩产。境外层面，近期中欧贸易谈判预期缓和，出海环境边际改善；公司已于 2025 年底开始正式交付大众 UC 统一标准电芯，合作进入量产兑现阶段，海外盈利动能充沛，大众作为公司第一大股东且为欧洲头部新能源车企，有望成为公司国际客户拓展与海外业绩增长的重要支点。
- **品类扩张：上游布局增强成本韧性，新型技术拓展产品矩阵。**电池核心原料碳酸锂价格波动较大，2026 年三季度碳酸锂价格已从上半年高点 18-20 万元/吨回落至 12-14 万元/吨，四季度低点进一步突破 9 万元/吨；公司三季度综合毛利率约为 15%，环比基本持平、同比下降 2pct，体现出一定成本韧性，但盈利仍受锂价下行压制。公司通过上游锂资源实现部分原料自供，能够平滑成本、降低利润波动，预计强化经营抗风险能力。新技术端，公司金石全固态 0.2GWh 中试线投产、2GWh 产线完成设计，钠晨储能产品推进量产，为中长期品类拓展提供储备。

融资规划：50 亿元定增加码 60GWh 新产能，制造与资本实力同步补强。公司 2026 年 2 月公告拟募资不超 50 亿元，40 亿元投向合肥、芜湖、南京合计 60GWh 电池项目，10 亿元补充流动资金，用于强化制造交付能力，及支撑技术迭代与海外布局等。方案于 2026 年 3 月获董事会、股东大会通过，尚待深交所审核及证监会注册；截至 6 月，项目备案、土地、环评及前期建设有序推进。

盈利预测、估值和评级

全球电气化赛道具备中长期成长性，公司携手大众深化海外战略布局，储能及固态新技术等赋能多级成长曲线，为行业分化周期中稀缺的成长型企业。我们预测 2026/2027/2028 年，公司归母净利 15/17/28 亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期、非经常性损益依赖度高、地缘贸易风险、行业竞争加剧、高负债率风险、应收账款减值风险、公允价值变动较高风险、公司减值准备较高、存货较高风险、应收账款周转较长风险等

新能源与电力设备组

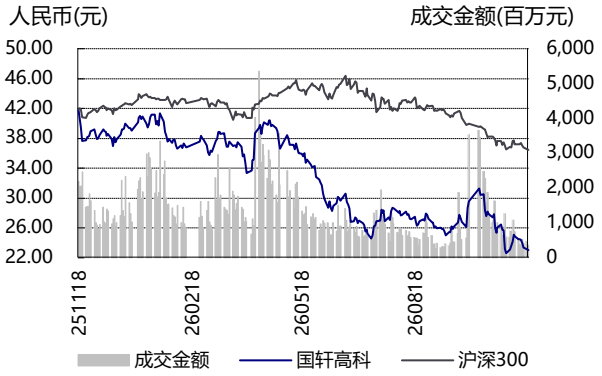
分析师：姚遥（执业 S1130512080001）

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：胡媛媛（执业 S1130526100001）

huyuanyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：22.99 元



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	35,392	45,070	62,500	79,000	95,000
营业收入增长率	11.98%	27.35%	38.67%	26.40%	20.25%
归母净利润(百万元)	1,207	2,383	1,534	1,704	2,817
归母净利润增长率	28.56%	97.49%	-35.64%	11.11%	65.28%
摊薄每股收益(元)	0.670	1.314	0.845	0.939	1.552
每股经营性现金流净额	1.50	2.00	1.01	6.79	7.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.65%	8.18%	4.95%	5.24%	8.01%
P/E	31.69	29.77	30.40	27.36	16.56
P/B	1.47	2.44	1.51	1.43	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、公司介绍：从铁锂先行者，到全球化新技术领航企业 4
1.1 历史沿革：深耕铁锂夯实基底，携手大众力拓全球 4
1.2 股权与治理：创始人团队保持主导，大众强化拓局域治理 4
1.3 业务版图：动储双能构筑核心，海外收入加速兑现 6
1.4 融资项目：50 亿元定增加码新质产能，资本补强支撑成长兑现 7
二、动力出海：战略绑定大众集团，全球化驶入快车道 8
2.1 动力电池步入成熟期，公司迎结构增长机会 8
2.2 铁锂全链条布局构筑护城河，大众助海外放量打开成长空间 8
2.3 中欧磋商打开窗口期，公司以本地化策略应对合规门槛 11
三、储能布局：大电芯与全球化并行，业务规模与盈利齐升 12
3.1 全球储能景气持续，业务步入高增通道 12
3.2 大电芯与全球认证破局，公司海外储能业务前景可期 12
3.3 AIDC 储能从配套变刚需，公司前瞻布局提前卡位 13
四、品类扩张：上游布局增强成本韧性，新型技术拓展产品矩阵 13
4.1 碳酸锂：上游资源布局，增强成本韧性 13
4.2 技术演进：液态体系持续升级，固态钠电并行推进 14
4.3 固态电池：产业化迈向量产验证，全链布局构筑护城河 15
4.4 钠离子电池：产业落地进程提速，内外体系协同增效 18
五、财务分析&盈利预测 19
5.1 财务分析：非经常性扰动逐步出清，主业盈利底座持续修复 19
5.2 盈利预测 21
六、风险提示 25

图表目录

图表 1： 公司历史沿革 4
图表 2： 公司股权结构 5
图表 3： 公司核心董事和高管 5
图表 4： 公司产业链及主营业务布局 6
图表 5： 2021-2026H1 公司海内外业务收入构成 7
图表 6： 公司 2026 年定增募投项目梳理 7
图表 7： 1H26 全球 TOP10 动力电池出货商（GWh） 8
图表 8： 公司电池业务整体出货量及增速 8
图表 9： 磷酸铁锂材料的压实密度变化 9

图表 10： 公司正极材料超能铁锂性能特点 9
图表 11： 公司海外地区营业收入（亿元）及增速 9
图表 12： 公司分地区毛利率水平 9
图表 13： 海外（除中国）动力电池装机量趋势（GWh） 10
图表 14： 2020-2025 年大众集团纯电汽车销量 10
图表 15： 2021-2025 年大众集团营业收入及增速 10
图表 16： 2021-2025 年大众集团营业利润及增速 10
图表 17： 公司为大众配套电芯预测 11
图表 18： 公司海内外基地产能及投产情况 11
图表 19： 欧盟颁布的电池相关法案以及对电池厂出海的影响 11
图表 20： 2022-2025 年公司储能业务营收及同比增速 12
图表 21： 2022-2025 年公司储能业务毛利率 12
图表 22： 2025 年中国企业储能出海规模（GWh） 13
图表 23： 公司同步斩获标普双 Tier1 认证 13
图表 24： 2020-2026 年电池级碳酸锂价格（万元/吨）变动图 14
图表 25： 公司碳酸锂资源布局 14
图表 26： 公司碳酸锂需求覆盖测算 14
图表 27： 公司前沿产品 15
图表 28： 液态锂电池和固态锂电池结构对比 15
图表 29： 聚合物、氧化物、硫化物固态电解质对比 16
图表 30： 固态电池全产业链闭环 17
图表 31： 硫化锂和硫化物固态电解质产能布局 17
图表 32： 国内主要企业全固态电池产业化进展对比 17
图表 33： 锂电池与钠电池性能对比 18
图表 34： 锂电池与钠电池性能雷达图 18
图表 35： 钠电池细分应用市场占比（2025 年） 18
图表 36： 2021-2026 年前三季度营业收入及同比增速（亿元） 20
图表 37： 2021-2026 年前三季度归母及扣非归母净利润（亿元） 20
图表 38： 2022-2026H1 公司产品收入结构 20
图表 39： 2022-2026H1 公司分业务毛利率 20
图表 40： 2021-2026 年前三季度公司毛利率与净利率 21
图表 41： 2021-2026 年前三季度公司期间费用率 21
图表 42： 2021-2026 年前三季度公司现金流情况（亿元） 21
图表 43： 公司动力及储能电芯系统季度均价测算（2026E；元/Wh） 23
图表 44： 公司主营业务及其他损益预测拆分（2023-2028 年；亿元） 24

一、公司介绍：从铁锂先行者，到全球化新技术领航企业

1.1 历史沿革：深耕铁锂夯实基底，携手大众力拓全球

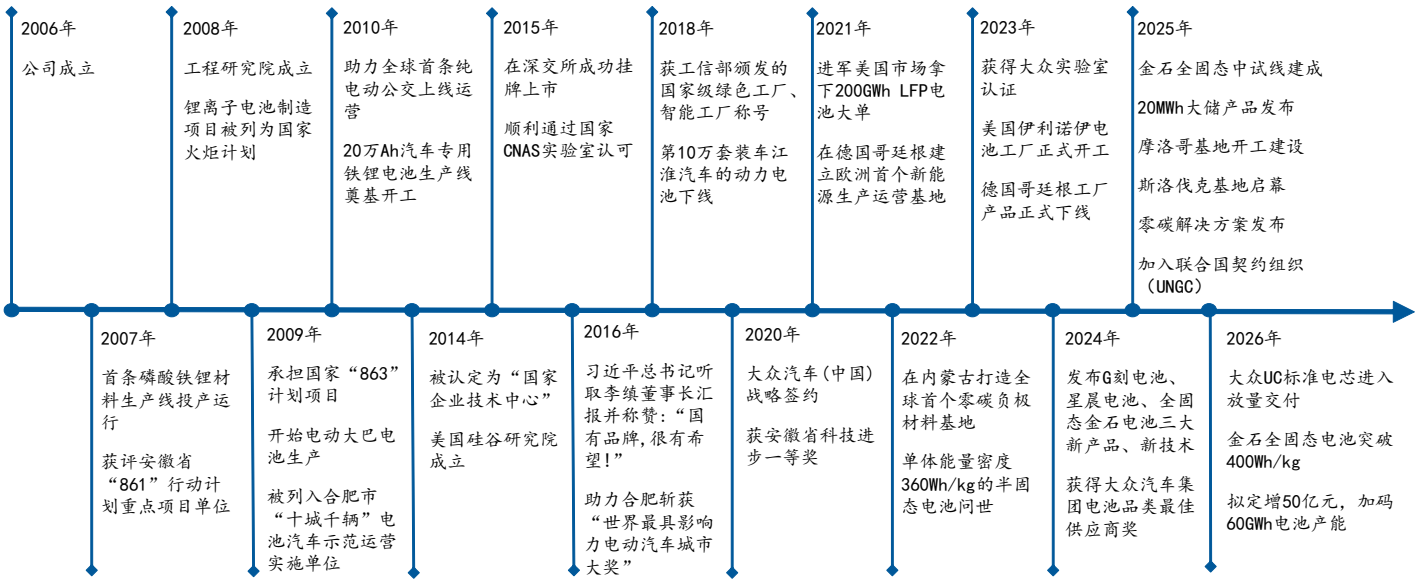
国轩高科是国内较早实现磷酸铁锂动力电池产业化的企业之一。2006 年至 2019 年，公司完成核心能力奠基。成立初期，公司围绕磷酸铁锂材料和动力电芯展开布局，先后投运材料及汽车专用电池产线，并在电动大巴、江淮汽车等客户实现规模化配套。2014 年，公司设立美国硅谷研究院并获认定为国家企业技术中心，2015 年登陆深交所，此后持续完善材料、电芯、系统集成及储能应用布局，研发、制造和融资能力逐步成熟。

2020 年至 2022 年，大众战略入股成为重要拐点。双方合作由股权关系逐步延伸至统一标准电芯开发、实验室认证及制造体系协同。同期，公司推进德国哥廷根等海外研发制造节点，并持续布局高能量密度及半固态技术，国际化能力开始形成。2023 年至 2025 年，公司陆续推进磷酸锰铁锂、混合固液和全固态等新体系，德国哥廷根工厂实现产品下线，全固态电池中试线建成投产；与此同时，与大众联合开发的 UC 统一标准电芯由研发验证逐步走向量产交付，公司与大众的合作开始由“资本和技术绑定”向“实际产品交付”转化。

2026 年，公司进一步进入全球化兑现和新质产能扩张阶段。公司披露已开始向大众 UC 统一标准电芯正式交付，供货覆盖大众德国、大众中国及 PowerCo 等主体；全固态电池方面已完成 2GWh 量产线设计。2 月，公司推出不超过 50 亿元的向特定对象发行 A 股股票方案，项目规划产能合计 60GWh，反映公司仍处于产能、技术和全球客户同步扩张阶段。

展望 2030 年，我们认为其战略主线将由“全球产能布局”进一步转向“全球产能兑现”：一方面依托大众扩大国际车企体系内的供货；另一方面推动海外业务由产品出口逐步向本地研发、制造、供应和服务转变，同时推进磷酸锰铁锂、混合固液和全固态等新技术由验证向规模产业化过渡。伴随海外基地和新增产能陆续投产，未来三年公司经营重点亦有望由资本开支驱动的规模扩张逐步转向产能利用率、盈利能力和现金回报的兑现。

图表1：公司历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

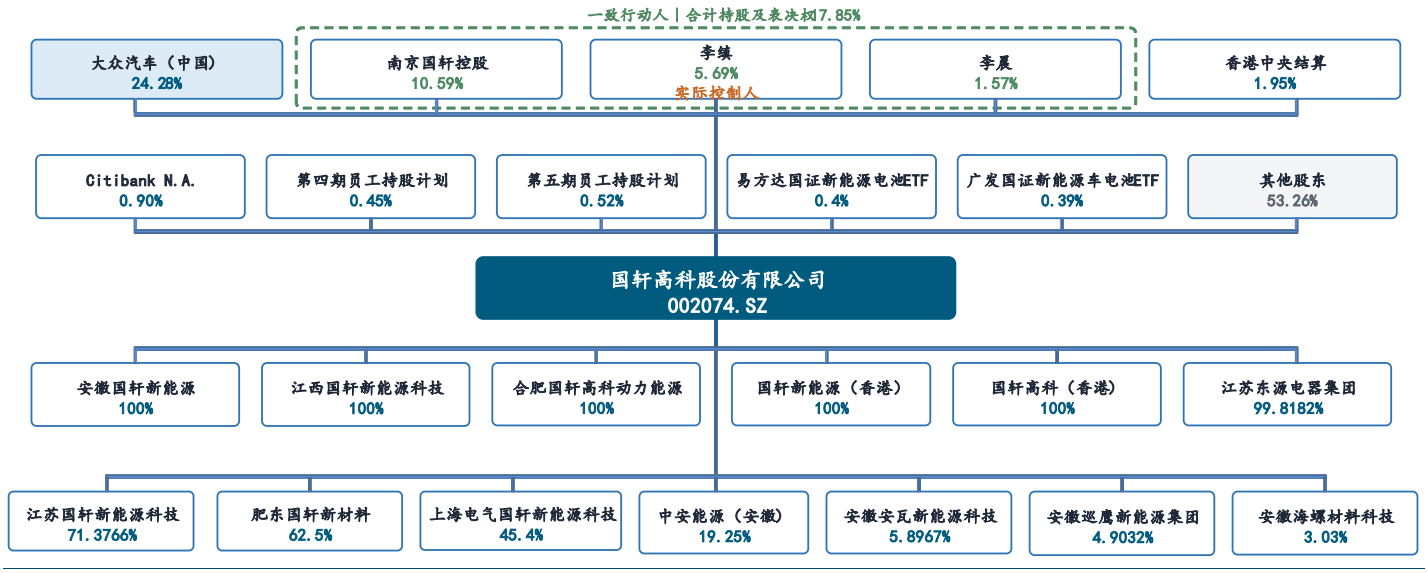
1.2 股权与治理：创始人团队保持主导，大众强化拓局域治理

截至 2026 年上半年，公司形成了“大众持股第一、创始团队掌握控制权”的特殊股权治理结构。大众汽车（中国）持有 24.28%的股份，为公司第一大股东；南京国轩控股、李缜及李晨构成一致行动关系，合计持股及表决权比例为 17.85%，李缜仍为公司实际控制人。但是公司的经济权益与实际表决权并不完全一致：根据双方股东协议，大众中国主动放弃部分股份的表决权，使其表决权比例保持在至少低于创始股东方 5 个百分点。因此，公司一致行动人仍在公司重大事项表决及长期战略中保持相对更强的话语权。

这一表决权安排并非简单的“5%表决权转让”，而是大众主动放弃部分所持股份的表决权。2020 年双方最初约定的承诺期限为相关股份登记至大众中国名下起 36 个月；2024 年 12 月，大众与创始股东方签署补充协议，将该期限进一步延长至 72 个月或大众自行决定的

更长期间。按照相关股份于 2021 年 12 月完成登记计算，现有安排至少延续至 2027 年末左右。大众在原承诺期届满前主动延长放弃表决权安排，也表明现阶段双方更倾向维持"大众深度参与、创始团队控制经营"的治理框架。

图表2：公司股权结构



来源：公司半年报，国金证券研究所

图表3：公司核心董事和高管

公司背景			大众汽车背景		
姓名	职务	核心履历	姓名	职务	核心履历
李缜	董事长 总经理	公司创始人；历任合肥市政府经济研究中心研究员、合肥市经济技术发展公司总经理，长期主导公司战略与经营	Olaf Korzinovski	董事 大众中国执行副总裁（生产与零部件）	历任大众全球工厂规划、发动机项目、天津变速器技术总经理、卡塞尔工厂总经理及零部件业务首席运营官
王启岁	董事副总经理 执行总裁	材料化学博士后、正高级工程师；历任材料分院、直属三厂及中国业务板块管理岗位	Rainer Ernst Seidl	董事 埃维能欧洲股份公司财务负责人	历任奥迪工程物流及财控、兰博基尼财务负责人、一汽大众第一（财务）副总裁、大众集团财务控制负责人
张巍	副总经理 储能业务板总裁	历任公司人力资源经理、南京国轩总经理、战略业务板块副总裁，具备基地与业务经营经验	Ralf Lorenz	副总经理 采购负责人	历任大众印度工厂生产材料采购负责人、大众电气采购负责人、上汽大众外饰采购负责人
Fu Zhou	副总经理 工程研究总院长	材料化学博士、海外博士后；历任陶氏电子材料、A123 研发及天齐锂业研发管理岗位	张一飞	财务负责人	历任江淮汽车财务科长、大众安徽核算、资金及税务总监
Steven Cai	董事 欧非业务板高级副总裁	具备通用汽车技术审查经历；历任宁德时代工程技术总监、国轩工程研究总院院长	曹勇	副总经理 工程研究总院常务副院长	曾任公司工程研究总院前瞻技术院院长、大众项目中心技术总监及工程研究总院副院长

来源：公司年报、官网，国金证券研究所

创始人李缜在治理体系中发挥着核心作用。与典型材料或电化学技术背景的电池企业创始人不同，李缜早年曾任合肥市政府经济研究中心研究员、合肥市经济技术发展公司总经理，其核心优势更偏向产业判断、战略资源整合与大客户经营。公司成长过程中，客户关系由早期江淮汽车等国内车企的规模配套，逐步升级至大众战略入股、统一标准电芯

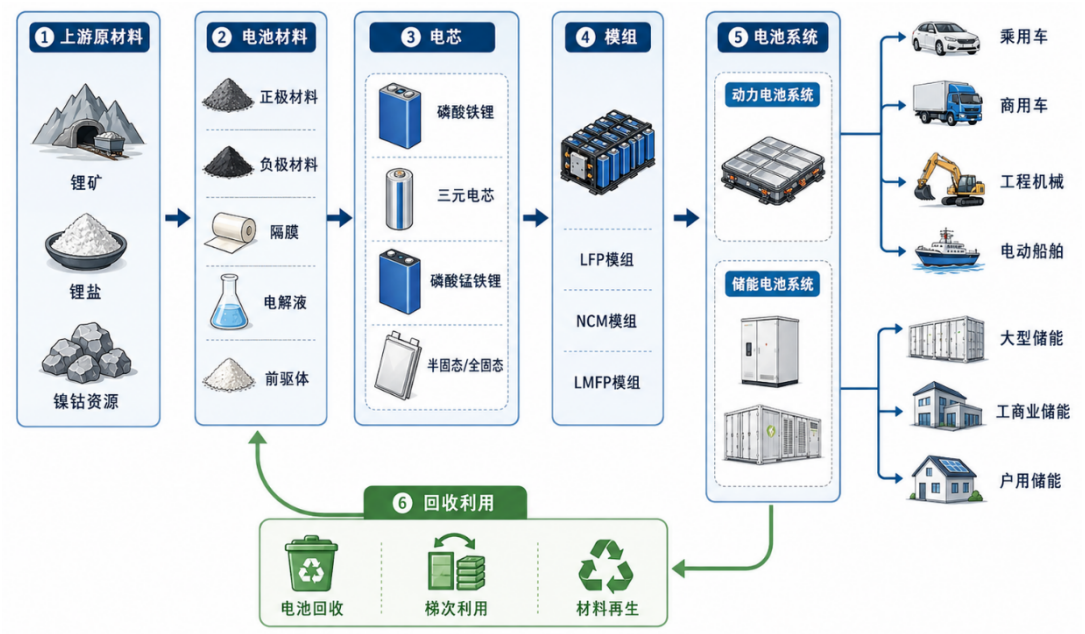
联合开发及全球体系供货，体现了管理层将客户合作由单纯产品采购向资本绑定、联合研发和长期供应关系升级的能力。大众的产业赋能则进一步补充了公司的全球化治理能力。公司董事及高级管理层已形成互补的团队结构，大众背景成员覆盖全球工厂管理、采购、财务及国际业务等领域，而公司团队长期积累电池研发、制造及中国市场经营经验。

1.3 业务版图：动储双能构筑核心，海外收入加速兑现

公司围绕锂电池主业构建了覆盖上游资源、电池材料、电芯、模组、电池系统和回收利用的一体化产业链布局。动力与储能是公司主体业务，2025 年总出货量约 100GWh，同比增长 57%，其中储能电池出货量占比约 28%。2025 年，动力电池系统实现收入 341 亿元，占营业收入的 76%；储能电池系统实现收入 91 亿元，占比 20%，两项业务合计贡献 96%的营业收入，输配电业务收入占比仅 1%。

动力与储能业务均已形成全球市场参与能力。据 SNE Research 统计，2025 年公司全球动力电池装机量达到 54GWh，同比增长 83%，全球市场份额提升至 5%，排名升至全球第五；2026 年上半年全球动力电池装机达到 28GWh，市占率为 5%，继续位列全球第五。国内装机量达 21GWh，同比增长 34%，市占率 6%，排名升至国内第三。储能业务目前则形成"海外以系统集成交付为主、国内以电芯出货为主"的经营结构，2025 年完成包头 1.2GWh 独立储能电站以及美国、日本等海外项目交付，并多次进入 BNEF Tier 1 储能供应商名单。

图表4：公司产业链及主营业务布局

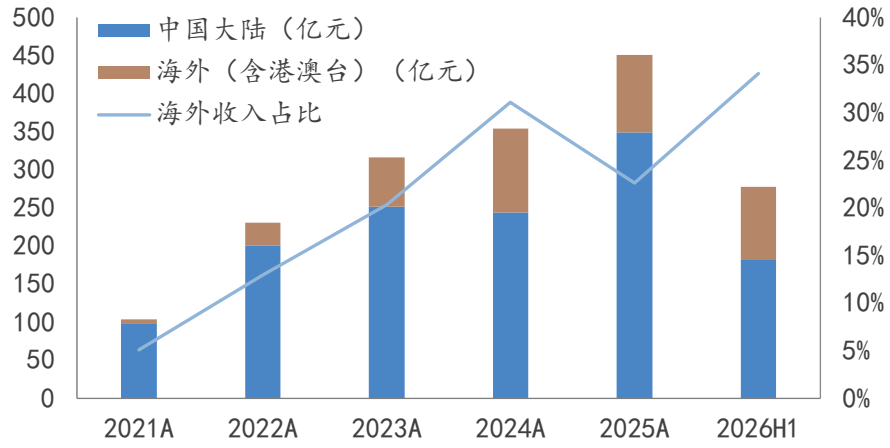


来源：公司官网，国金证券研究所

海外业务节奏良好，高毛利属性凸显全球化价值。2021 年，公司海外地区收入占比约为 5%，随着海外客户认证推进、产品出口扩大及全球制造基地逐步布局，2024 年海外收入占比提升至 31%。2025 年海外收入占比回落至 23%，反映了国内动力业务快速放量以及部分海外客户和项目交付的节奏变化，但并未改变公司全球化能力持续增强的长期方向。2026 年上半年海外业务重新加速，实现收入 95 亿元，同比增长 48%，高于国内 41%的收入增速，海外收入占比回升至 34%，全球化业务进入加速兑现阶段。

盈利能力方面，2026 年上半年海外业务毛利率约 18%，仍高于国内业务 14%的毛利率水平，体现了国际客户认证、产品标准及全球交付能力带来的较高附加值。大众入股后，公司在质量体系、标准电芯开发、生产管理和国际客户认证等方面获得持续赋能，同时通过德国、越南、摩洛哥等海外布局提升本地化生产和响应能力。公司自 2025 年 11 月才开始向大众交付产品，海外收入尚未充分释放。随着摩洛哥基地（20GWh）预计 2026 年投产、斯洛伐克基地（20GWh）预计 2027 年投产，叠加越南工厂已投产，高毛利出口业务有望进一步提升。随着大众 UC 标准电芯逐步放量、海外产能爬坡以及非大众客户持续拓展，公司全球化有望由收入扩张进一步转向利润贡献，成为整体盈利中枢提升和估值重塑的重要驱动力。

图表5：2021-2026H1 公司海内外业务收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 融资项目：50 亿元定增加码新质产能，资本补强支撑成长兑现

50 亿元定增加码 60GWh 电池产能，扩充优质制造能力并补充发展资金。2026 年 2 月，公司发布向特定对象发行 A 股股票预案，拟募集资金总额不超过 50 亿元，其中 40 亿元投向合肥、芜湖及南京三个 20GWh 电池生产项目，规划新增电池产能合计 60GWh，另有 10 亿元用于补充流动资金。三个电池项目计划总投资约 130 亿元，本次募集资金拟投入 40 亿元；计入补充流动资金后，本次募投项目总投资约 140 亿元。发行对象不超过 35 名，发行股份数量不超过发行前公司总股本的 15%，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票均价的 80%。

募投项目由单纯产能扩张转向优质产能和智能制造建设，为产品升级及新技术产业化提供制造基础。公司预案指出，当前动力电池行业同时存在低端产能相对过剩和高端产能不足的问题，新建项目将进一步提升产线自动化、智能化、效率及一致性，以满足下游客户对长续航、高安全等高性能电池的需求。同时，公司将 LMFP、半固态及全固态等技术积累列为本次募投项目的重要技术储备。伴随海外基地及新技术持续投入，公司资金需求保持较高水平。预案显示，公司 2022 年至 2024 年资产负债率由 66%上升至 72%，2025 年 9 月末仍为 72%；公司明确将优化资本结构、降低财务风险列为本次发行的重要目的之一。

项目已由规划阶段逐步进入实质建设。截至预案披露时，合肥项目已完成项目备案，土地出让及环评等手续正在办理；芜湖项目已完成备案并取得土地不动产权证及建设用地规划许可证；南京项目亦已取得投资项目备案证、土地不动产权证及建设用地规划许可证。此后项目审批持续推进：芜湖 20GWh 基地于 2026 年 2 月取得环评审批，项目明确建设 2 条磷酸铁锂电芯生产线及 1 条 PACK 生产线，并于 2 月进入施工登记阶段；其配套 110kV 变电站于 5 月取得环评批复。 南京 20GWh 智造基地一期、二期分别于 2026 年 3 月和 6 月取得环评批复，6 月 25 日取得项目用地使用权，项目建设要素进一步落实。

图表6：公司 2026 年定增募投项目梳理

项目	实施主体及地点	规划产能	总投资	拟使用募集资金	截至 2026H1 及后续进展
年产 20GWh 动力电池项目	合肥新站区；合肥国轩绿色能源	20GWh	50.01 亿元	20 亿元	建设中；H1 累计实际投入约 1.20 亿元
国轩高科 20GWh 新能源电池基地项目	芜湖高新区；芜湖国轩动力科技	20GWh	40.00 亿元	10 亿元	建设中；H1 累计实际投入约 11.24 亿元；已完成主项目环评审批及施工登记，配套 110kV 变电站核准、环评获批
新型锂离子电池（20GWh）智造基地项目	南京六合；江苏国轩新能源科技	20GWh	40.00 亿元	10 亿元	建设中；H1 累计实际投入约 5.28 亿元；一期、二期环评已获批，6 月取得项目用地；另引入战略资本支持项目建设
补充流动资金	国轩高科	/	10.00 亿元	10 亿元	用于满足业务扩张营运资金需求、优化资本结构
合计	/	60GWh	140.01 亿元	50 亿元	三个产能项目截至 H1 累计实际投入约 17.72 亿元

来源：公司《2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案》等，国金证券研究所

二、动力出海：战略绑定大众集团，全球化驶入快车道

动力电池行业格局加速分化，海外市场是核心的结构性高增赛道。公司一方面以全系列电芯产品覆盖多元需求，依靠磷酸铁锂全链条闭环配套，打造差异化的成本与稳定保供优势；另一方面依托和大众深度绑定的合作关系，借本地化产能落地、标准电芯规模化交付抢占海外高价值配套窗口，持续受益于二线电池份额扩张、大众电动化推进以及海外业务的持续兑现。

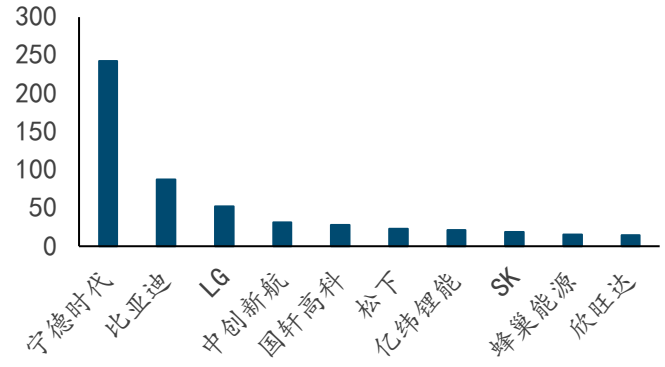
2.1 动力电池步入成熟期，公司迎结构增长机会

全球新能源车及动力电池需求存在结构性分化，车企供应链策略普遍采用一主供+多家战略二供的多供应商体系以降低成本压力及供应链中断风险，在此格局下，车企绑定单一头部电池厂的独家供货模式或出现瓦解，绑定全球一线车企的二线电池厂有望在部分平台和细分品类中提升供应份额，获取更强的订单确定性。

公司较早专注于新能源汽车动力锂电池生产，是全球领先的动力电池出货商。公司主营产品涵盖磷酸铁锂电芯、磷酸锰铁锂电芯、三元电芯以及电池模组、电池包等全系列产品。公司动力锂电池业务稳中有进、增速领跑行业；根据 SNE Research 统计数据，2025 年公司全球动力锂电池装机量达 53.5GWh，同比增长 82.5%，增速位列全球装机量 Top10 企业首位；全球市占率提升至 4.5%，排名较 2024 年上升三位，跃居全球第五。

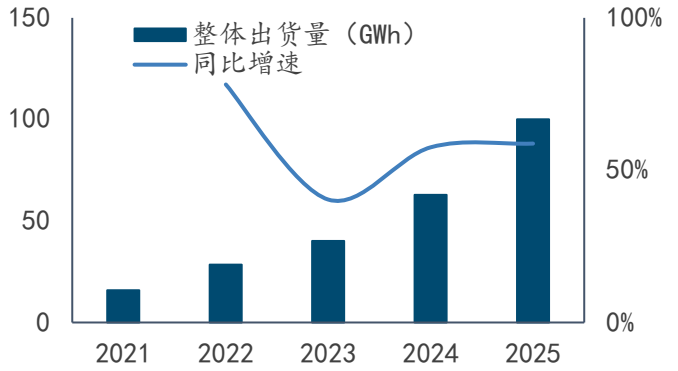
公司已与大众等主流新能源汽车厂商长期合作，营收规模逐年扩张。公司产品广泛应用于纯电动乘用车、商用车、专用车及混合动力汽车等全品类新能源车型，以大众集团为深度绑定的战略核心，在国内，与零跑、奇瑞、吉利和三一集团进行深度合作，并给 VinFast 和 Rivian 等海外客户提供动力电池，打开了高端乘用车和新能源重卡的高增长通道。公司动力电池业务营收规模快速扩张，但毛利率阶段性承压。从收入端看，动力电池系统营收从 2022 年的 184.82 亿元稳步攀升至 2025 年的 340.74 亿元；但在盈利端，受国内行业价格战及产能爬坡初期的影响，毛利率从 2022 年的 16.73%震荡下行至 2025 年的 14.39%。展望未来，随着海外基地投产，以及大众标准电芯等高溢价海外订单的放量交付，该板块有望通过海外业务的结构性拉动，迎来毛利率的修复。

图表 7：1H26 全球 TOP10 动力电池出货商（GWh）



来源：SNE Research，国金证券研究所

图表 8：公司电池业务整体出货量及增速

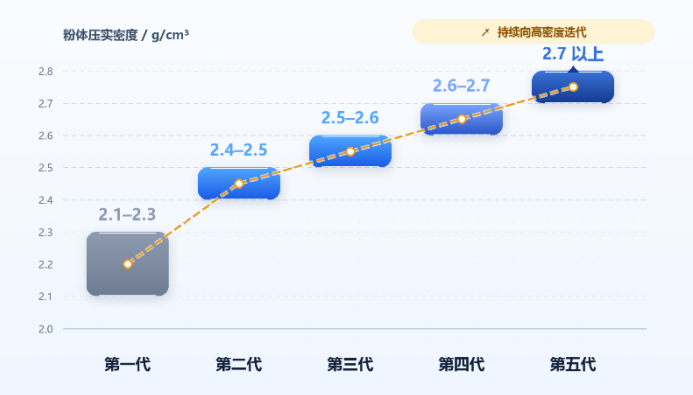


来源：公司年报，机构调研记录，业绩说明会，国金证券研究所

2.2 铁锂全链条布局构筑护城河，助海外放量打开成长空间

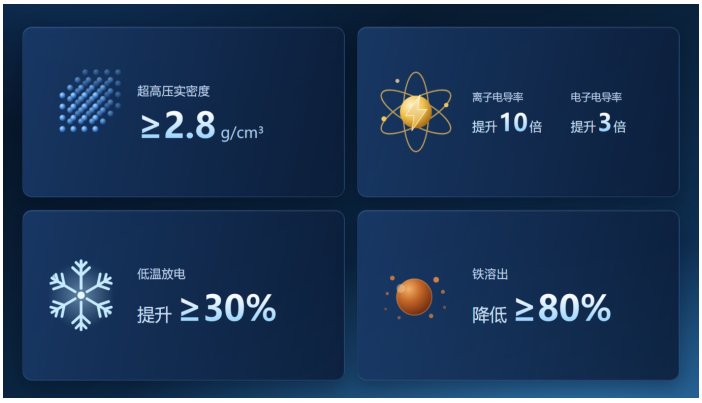
磷酸铁锂技术向高能量密度趋势发展，公司自供上游原材料兼具成本及性能优势。当前磷酸铁锂电池市场份额逐渐提升并反超三元锂电池，未来高压密产品在磷酸铁锂市场中的占比将会持续提升。公司布局磷酸铁锂电池全产业链，在原材料端，正极磷酸铁锂材料、碳酸锂材料、负极材料实现部分自供，其中正极材料达到较高自给率水平，庐江基地达产后可实现年产 20 万吨磷酸铁锂正极材料。产品端，基于第五代磷酸铁锂全场景电池发布 G 擎和 G 刻二代，具备快充和长寿命优势。公司掌握了从原材料到电池的全产业链，意味着在 LFP 电芯最核心的成本项上，不依赖外部采购，既能控制成本波动，也能在供应紧张时保供，可以有效提升产品竞争力。

图表9：磷酸铁锂材料的压实密度变化



来源：电池中国网，国金证券研究所

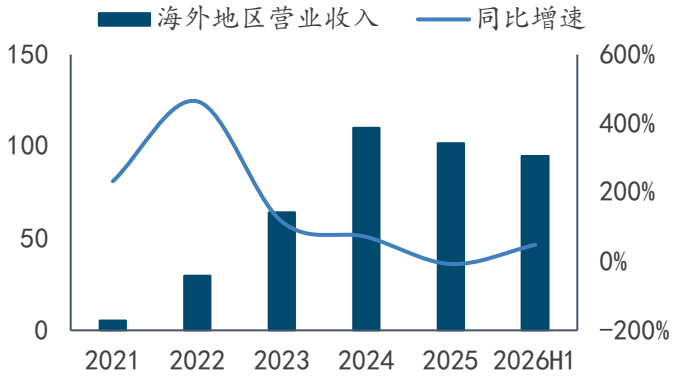
图表10：公司正极材料超能铁锂性能特点



来源：电池汽车观察家，国金证券研究所

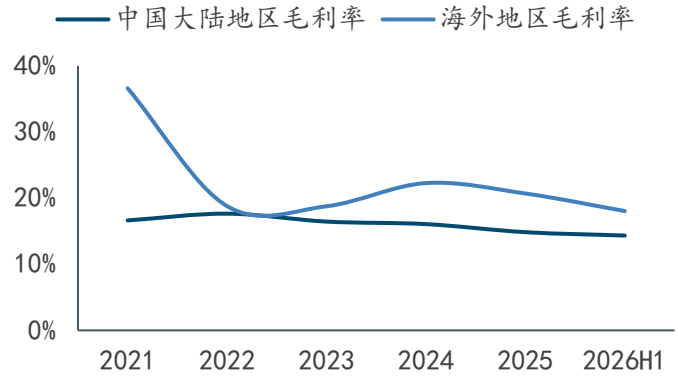
动力电池的增长重心在向海外倾斜，海外业务有望成为公司重要增长曲线。2026 年 1-7 月，不含中国市场的全球电动汽车动力电池装车量约 316.2GWh，同比增长 25.8%，增速高于同期全球整体市场的 20.4%。国内市场增速放缓，海外市场的装车增速更高，单纯依赖国内装机已经不足以支撑增长预期。公司在全球有八大研发基地，并有包括斯洛伐克、摩洛哥等地在内的 20+制造基地。营业收入方面，海外收入从 2021 年的 5.3 亿元增长到 2025 年的 101.8 亿元，2026 年上半年达到 94.76 亿元，同比增长 48.06%。盈利能力方面，海外毛利率持续高于国内：2025 年为 20.70%，比国内高出 5.9 个百分点，2026 年上半年略有下降但仍高于国内毛利率；因此海外业务对整体盈利形成了有效支撑。往后看，随着摩洛哥、斯洛伐克等基地逐步落地，加上大众标准电芯量产交付等客户合作深化，公司的海外市场的渗透空间与盈利溢价将成为最重要的增量来源之一。

图表11：公司海外地区营业收入（亿元）及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表12：公司分地区毛利率水平

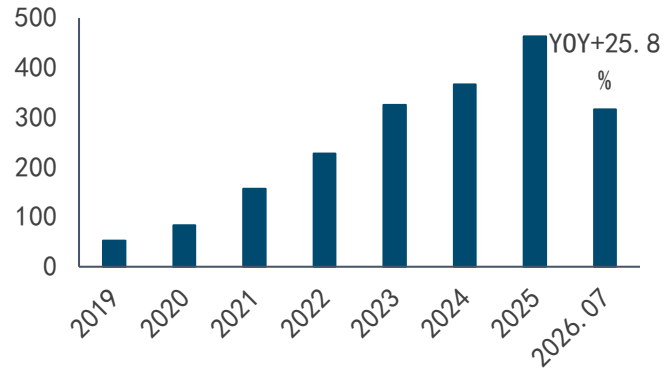


来源：公司年报，国金证券研究所

大众汽车是全球前五大电动汽车制造商之一，公司锁定大众带来了确定性增量。2025 年，大众集团全球纯电动车销量达 98.31 万辆、同比增长 32%，纯电占比从 2024 年的 8%提升至 11%，在欧洲本土市场电动汽车更以约 27%的市场份额明显领先，2026 年上半年纯电销量 43.85 万辆，同比下降 5.8%。公司与大众通过股权绑定、共建电池厂等形式进行全方位深度合作，并且公司在 2025 年顺利交付标准电芯，成为大众汽车在全球合作的首家量产交付标准电芯的公司。随着大众集团电动化战略的持续推进，其庞大的纯电销量基盘将持续扩大对动力电池的刚性需求，为公司提供了一个稳定且巨大的业绩基本盘，让未来的增长有了更明确的预期。

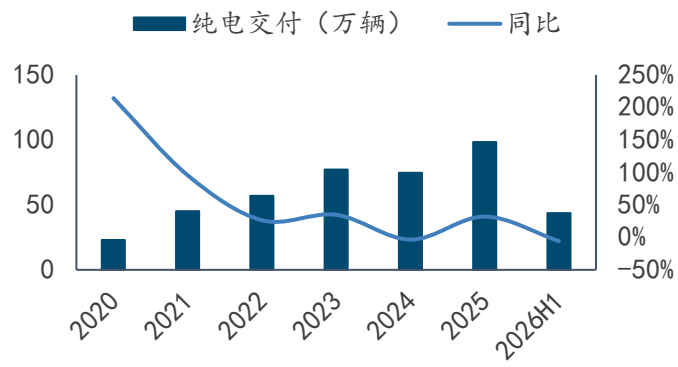
大众电动化转型承压下的战略调整，为公司打开份额扩张与盈利修复的空间。尽管大众营收规模庞大，从 2021 年的 2502 亿欧元提升至 2025 年的 3219 亿欧元，但 2025 年营业利润腰斩至 89 亿欧元，2026 年上半年营业利润 59 亿欧元，同比下降 11.6%，利润率大幅承压。为了在激烈的价格战中生存并保障发展，大众将其 PowerCo 萨尔茨吉特工厂的年产能规划从 40GWh 减半至 20GWh。大众利润承压后放缓自建产能，追求成本可控，而公司作为已跑通量产、具备磷酸铁锂全链条成本优势且拥有欧洲本地化产能的外部供应商，合理契合大众的诉求。未来，公司有望顺势承接更多大众让渡出的标准电芯市场份额，且伴随海外高溢价订单的放量，将有效拉动公司整体毛利率修复与利润规模跃升。

图表13：海外（除中国）动力电池装机量趋势（GWh）



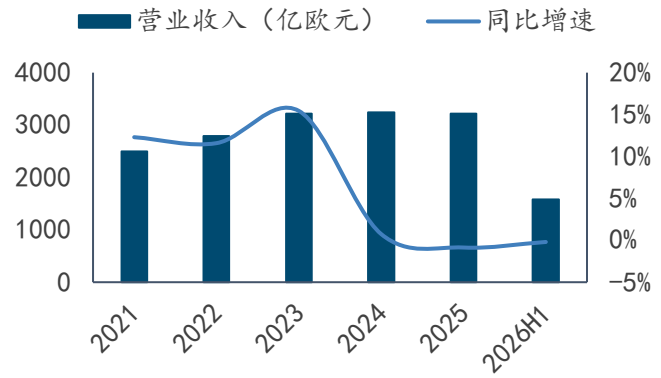
来源：SNE Research，国金证券研究所

图表14：2020-2025年大众集团纯电汽车销量



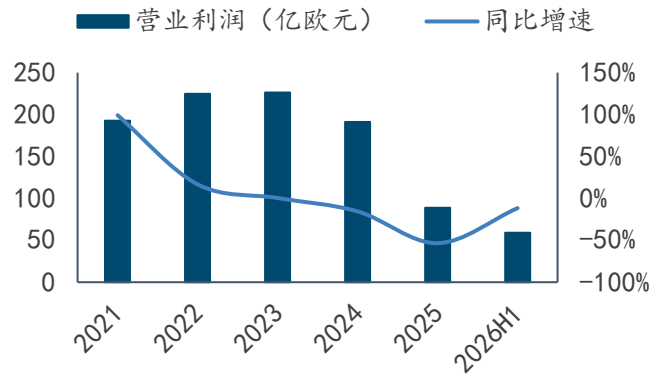
来源：大众集团官网，国金证券研究所

图表15：2021-2025年大众集团营业收入及增速



来源：大众集团财报，国金证券研究所

图表16：2021-2025年大众集团营业利润及增速



来源：大众集团财报，国金证券研究所

我们认为，公司或深度受益于大众电动化战略的推进，为其配套电芯数量有望增长。随着合肥 UC 工厂于 2025 年底正式量产，公司配套大众集团的终端电芯需求预计将迎来快速增长期，我们假设：

1. 大众集团销量：2025纯电交付 98 万辆（同比+32%）、插混 43 万辆（同比 +58%），是预测基点。2026 年纯电预计回落至 93 万辆，因欧洲碳排考核处于旧周期尾声、中国补贴退坡致需求前置；2027-2028 年 ID.2all、Cupra Raval、斯柯达 Epiq 三款 2.5 万欧元级车型在西班牙投产，填补欧洲 B 级纯电的最大空白，纯电回升至 106、122 万辆，对应 2025-2028 年复合增速 8%。插混由 44 万辆升至 66 万辆，增量来自中国 ID.ERA 增程系列与欧洲新一代插混，复合增速 16%。

2. 单车带电量：基准情形下，我们认为纯电车型 2025 年加权电池容量约为 70kWh，此后随 LFP 占比上升与入门车型放量，2028 年预计降至 68kWh，因 ID.2all 级车型 pack 仅 38、56kWh，77kWh 以上的 ID.7、Q6 e-tron 占比有限，加权均值存在下移压力。插混方向相反：在售途观 L 插混纯电续航 143km、帕萨特 157km 等对应 22kWh，基准情形下我们认为 2025 年加权约 22kWh；随着欧盟对插混实际纯电续航的考核收紧、国内插混进入“200km 纯电续航”竞赛，2028 年预计升至 28kWh。

3. 市场份额：区域上，依托斯洛伐克 20GWh 产线投产、大众安徽“与众 07”等配套落地及北美就近配套优势，我们预计公司在欧洲、中国、北美的终端份额将分别跃升至 28%、56%和 22%，按大众纯电区域结构（欧洲五成、中国两成、北美三成）加权，2028 年预计达到全球 32%的水平。时间上，受定点转量产 12-18 个月滞后的影响，份额呈 S 型爬坡（2027 年跳升最陡）。相较之下，插混口径 14%的份额更为谨慎，核心因公司尚未进入大众现有混动体系（ID.ERA 等当前由宁德时代及合资厂配套），其兑现需视后续能否斩获大众安徽增程或新插混项目定点。

综上，我们测算得出结论，从增长节奏看，2026 年是关键的放量元年。随着"与众 07"等

新车型密集上市，叠加全球标准电芯平台开始贡献收入，我们预计公司配套量有望从 2025 年的 0.6GWh 跃升至 2028 年的 29GWh。

图表17：公司为大众配套电芯预测

年份	纯电					插混/增程				
	大众销量（万辆）	单车带电量（kWh/辆）	总需求（GWh）	份额	配套（GWh）	大众销量（万辆）	单车带电量（kWh/辆）	总需求（GWh）	份额	配套（GWh）
2021	45.3	62.0	28.1	0.0	0.0	31.0	16.0	5.0	0.0	0.0
2022	57.2	64.0	36.6	0.0	0.0	24.6	17.0	4.2	0.0	0.0
2023	77.1	67.0	51.7	0.0	0.0	25.6	18.0	4.6	0.0	0.0
2024	74.5	69.0	51.4	0.0	0.0	27.1	20.0	5.4	0.0	0.0
2025	98.3	70.0	68.8	0.0	0.6	42.8	22.0	9.4	0.0	0.0
2026E	93.0	69.5	64.6	0.1	6.8	44.0	24.0	10.6	0.0	0.2
2027E	106.0	68.0	72.1	0.2	17.3	48.0	26.0	12.5	0.1	0.6
2028E	122.0	68.0	83.0	0.3	26.4	66.0	28.0	18.5	0.1	2.6

来源：大众汽车集团年报，上汽大众、一汽-大众车型参数，国金证券研究所测算

注 1：大众电池总需求（GWh）=终端销量（万辆）×单车带电量（kWh/辆）÷100；公司配套量（GWh）=大众电池总需求（GWh）×公司配套份额（%）

注 2：测算基于研究员假设条件，仅供参考，具体请以公司实际发生情况为准

2.3 中欧磋商打开窗口期，公司以本地化策略应对合规门槛

中欧磋商暂时性缓解电池出海压力，公司本地化路径契合合规政策。2026 年 10 月中欧磋商就混动汽车贸易达成谅解并延续价格承诺复审程序，为 PHEV 及其配套电池需求提供了边际增量，也避免了整车出口通道骤然中断；但合规门槛仍在推进，纯电芯出口面临的政策不确定性并未实质性消除。公司在欧洲另辟蹊径，通过联合 PowerCo 生产电池，斯洛伐克生产基地、摩洛哥磷酸铁锂电池超级工厂，降低供应链碳足迹与跨境成本，缓解欧盟电池法规与贸易措施带来的合规压力。更重要的是，大众作为股东兼客户的深度绑定，使公司在应对欧洲政策变动时，相比其他中国电池企业多了一层战略协同与政策缓冲。

图表18：公司海内外基地产能及投产情况

制造基地	产能	投产情况
合肥基地	20GWh	在建中
南京基地	70GWh	50GWh 已建成，2027 年将达到 70GWh
芜湖基地	20GWh	在建中
宜春基地	20GWh	年 [illegible] 投产
柳州基地	30GWh	2025 年底已投产
唐山基地	30GWh	2026 年 8 月已投产
德国哥廷根	20GWh	首款产品下线，规划产能 20GWh
摩洛哥肯尼特拉	年产 10 万吨磷酸铁锂正极材料项目，20GWh 高性能锂电池及配套项目	在建中
越南基地	5GWh	2023 年已投产
斯洛伐克基地	一期产能 20GWh	计划 2026 年试生产，2027 年正式生产

来源：国轩高科官网，柳州新闻网，中国汽车工业协会等，国金证券研究所

图表19：欧盟颁布的电池相关法案以及对电池厂出海的影响

法案	生效/执行时间	涉及材料/关键内容	影响判断
《欧盟电池与废电池法规》	2023/8/17	2025 年起动力电池需要第三方验证碳足迹声明，2027 年起动力、电助车及>2kWh 工业电池要求电池护照，2031 年起原材料回收比例要求提升	头部供应链基本可以满足要求

CRMA 《关键原材料法案》	2024/5/23	2030 年战略原材料 10%开采、40%加工、25%回收、单一第三国依赖不超过 65%	本土加工、回收、JV 方式参与项目；目前本土化比例较低，可能造成成本上涨（国内外研究认为实质影响可能 2029 年后）
IAA 《工业加速器法案》	2026/3/4	动力获得补贴需满足 70%非电池部件价值来自欧盟；法案生效 3 年后，电池储能系统须原产于欧盟，且其电芯、电池管理系统及至少 1 个额外的核心部件须原产于欧盟。	
反补贴关税	2026/6	拟将 PHEV 纳入反补贴税，2024 年纯电原有在 10%基础关税之上叠加 7.8%至 35.3%不等的额外税负	国内整车出口风险提升

来源：西美企业管理咨询，中华人民共和国商务部，贸企通，新华财经，观察者网，国金证券研究所

三、储能布局：大电芯与全球化并行，业务规模与盈利齐升

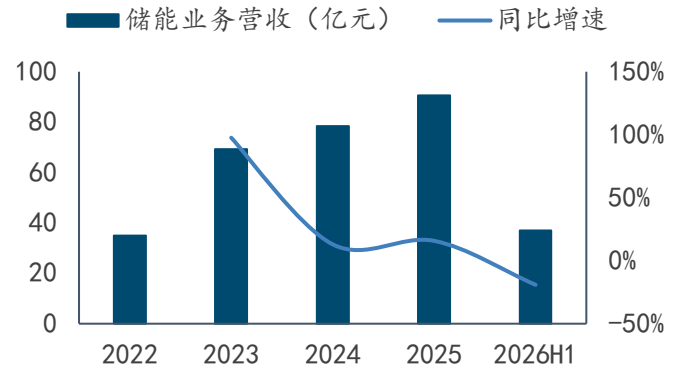
储能行业高景气延续，产业沿着大电芯化、系统化升级，AIDC 等新兴场景打开新增量空间。公司依托领先的大电芯技术、全场景产品矩阵、全球认证资质与海外交付能力，前瞻切入 AIDC 等高壁垒赛道抢占市场，把握储能持续扩容机遇。

3.1 全球储能景气持续，业务步入高增通道

全球储能正在经历一轮由能源转型、电网调节、AIDC 共同驱动的景气周期。据 EVTank 数据显示，2025 年全球储能锂电池出货量达 651.5GWh，同比增长 76.2%，到 2030 年全球储能电池的出货量预计超过 2TWh。进入 2026 年，增速进一步抬升，根据 ICC 鑫椤资讯统计，2026 年上半年全球储能电池出货 507.8GWh，同比增长 97.5%。储能赛道规模稳步扩张，电网、AIDC 等场景需求具备刚性支撑，储能业务已纳入各大电池厂商的重点布局框架，具备先发优势的企业有望收获份额增量。

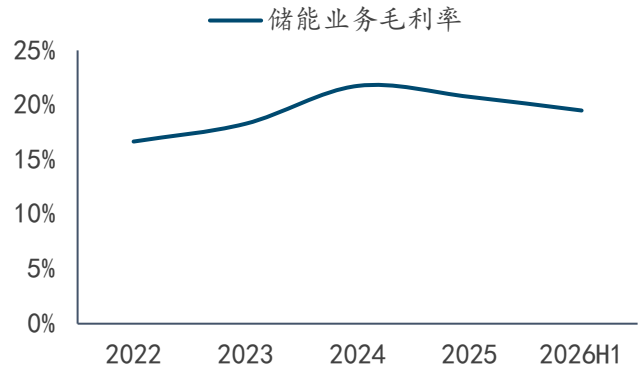
公司储能业务营收规模扩张，毛利率高于动力电池业务。受益于全球储能高增趋势，2026 年上半年公司储能电池出货量全球市占率约 4.5%，全球排名前十。营收端，公司储能业务收入从 2022 年的 35.08 亿元攀升至 2025 年的 90.66 亿元，三年复合增速达 37.2%，2026 年上半年同比下降 19.14%至 36.89 亿元；利润端，储能业务毛利率从 2022 年的 16.66%稳步爬升至 2025 年的 20.75%，2026 年上半年为 19.50%，且 2023 年起储能业务毛利率超过动力电池业务，支撑公司整体盈利质量提升。随着大电芯技术降本及 AIDC 等高壁垒场景的加速渗透，储能业务将进一步优化公司整体利润结构。

图表20：2022-2025 年公司储能业务营收及同比增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表21：2022-2025 年公司储能业务毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

3.2 大电芯与全球认证破局，公司海外储能业务前景可期

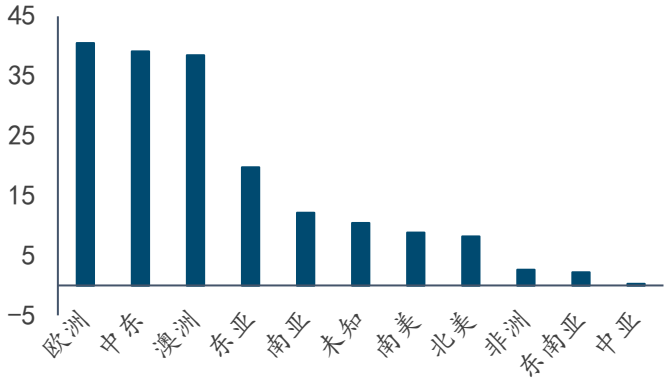
储能电芯大容量化趋势明确，公司领跑大电芯赛道且具备系统交付能力。行业电芯规格快速向 400Ah、500Ah 迭代，长时储能进入超大电芯规模化落地周期；公司 588Ah 电芯临近

量产，688Ah 超大电芯完成测试，技术优势持续巩固。依托电芯到储能系统的一体化交付能力，顺应行业向系统集成转型的方向，有望在大电芯渗透率提升过程中兑现成本与交付优势。

2025 年下半年海外储能出货占比 51.3%，规模首次超过国内市场，贸易、合规等壁垒重塑竞争格局。公司储能系统拥有 GB、CSA、TÜV 等全球认证，取得 BNEF、标普双 Tier1 资质，落地沙特、欧洲、澳洲市场。海外供应商准入门槛持续抬高，公司凭借资质壁垒突围高端市场，海外储能业务具备坚实支撑。

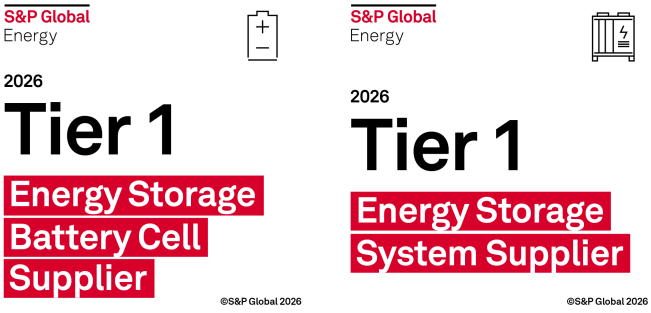
公司加速全球化产能与服务布局，海外是储能业务重要增长极。目前在德、美、摩洛哥、越南布局基地，海外规划产能超 100GWh；搭建全球服务网络，与 NextEra 等客户深度合作。伴随认证与产能布局落地，海外储能业绩贡献有望持续放大。

图表22：2025 年中国企业储能出海规模（GWh）



来源：储能头条，国金证券研究所

图表23：公司同步斩获标普双 Tier1 认证



来源：安徽省新质生产力产业研究会，国金证券研究所

3.3 AIDC 储能从配套变刚需，公司前瞻布局提前卡位

从新兴场景看，AIDC 形成非常明确的储能需求。EVTank 数据显示，2025 年 AIDC 用储能电池出货量已达 14.6GWh，中性预测下 2030 年存量需求将达 247.1GWh，乐观情形下更将攀升至 607GWh。2026 年 9 月，中央网信办等七部门联合印发《促进数字化绿色化协同转型发展实施方案（2026-2030 年）》将新型储能列为算电协同需要攻关的技术方向之一。AIDC 集群运行过程中，会遭遇高频脉冲负载、毫秒级功率波动等特殊工况，算力负载瞬时跳变对供电稳定性提出严苛标准。储能不再是锦上添花的配套，逐步转变为智算中心建设当中的刚性需求。

针对 AIDC 这一新兴场景，公司同样深度布局。2025 年公司在全球基站与数据中心 UPS 备电电池市占率突破 28%，稳居全球首位。公司数据中心产品具备 6C 大倍率放电能力，可从容应对高负荷冲击，响应断电应急需求；全生命周期容量保持率超 70%，完美契合数据中心客户对于长期运维降本与极高安全性的双重需求。AIDC 客户对价格敏感度相对较低、对技术适配和交付确定性要求更高，公司已形成认证和场景壁垒。随着 AIDC 场景放量，公司在这一高壁垒赛道的布局有望成为储能业务的重要增量，前景较好。

四、品类扩张：上游布局增强成本韧性，新型技术拓展产品矩阵

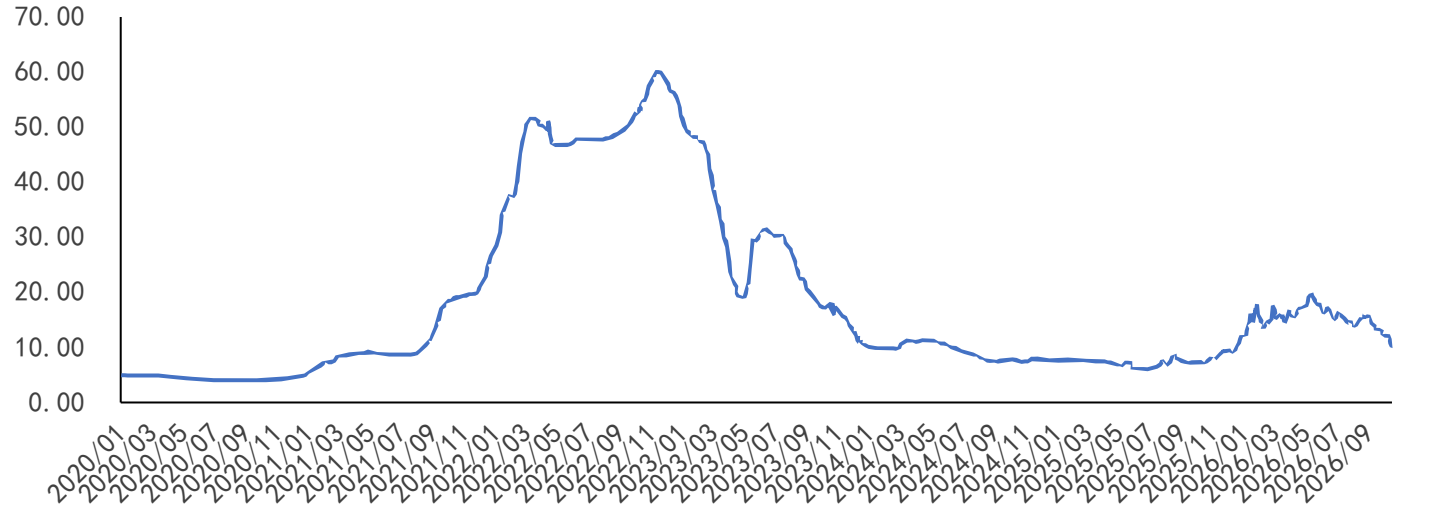
政策催化叠加技术迭代，一体化布局与新品类打开成长边界。伴随《新型电池产业发展“十五五”规划》落地，固态、钠离子电池等前沿技术的产业化进程加速。公司围绕资源保供、材料自研、新型电池产业化多维布局：依托宜春资源项目夯实原料供给能力，增强成本抗周期能力；固态路线完成中试验证、推进产业化产线落地，并布局硫化物体系关键材料；钠电储能产品有序推进量产。上游一体化平抑盈利波动，前沿电池品类落地有望打开高附加值市场空间，为中长期业绩与估值贡献弹性。

4.1 碳酸锂：上游资源布局，增强成本韧性

碳酸锂价格周期波动明显，原材料成本与产品售价的传导节奏共同影响电池盈利。2020 年以来，电池级碳酸锂月均价格由不足 5 万元/吨升至 2022 年高点近 60 万元/吨，此后大幅回落，2026 年亦经历上涨后回落的过程，反映出锂价较强的周期性与波动性。锂价变化通过正极材料采购成本、电池销售价格及存货价值等渠道影响企业利润。由于原材料采购、

库存消化与下游产品调价存在时间差，成本与售价难以同步调整：锂价上涨时，成本上升可能先于售价上调；锂价下跌时，售价回落与高成本库存消化亦可能形成盈利压力。

图表24：2020-2026 年电池级碳酸锂价格（万元/吨）变动图



来源：鑫椤锂电，国金证券研究所

公司布局上游锂资源及碳酸锂生产，有助于增强供应保障与成本管理能力。公司在江西宜春布局宜春科丰、宜丰国轩及奉新国轩三个碳酸锂项目，2022 年披露的合计规划产能为 12 万吨/年，并通过白水洞、水南段等矿权布局向资源端延伸。2023 年公司披露科丰年产 2 万吨项目已投产，2024-2025 年则明确随锂价周期调整产能释放，并通过降本增效及阶段性减产应对价格下行。结合 2026 年披露的长协采购及产品价格联动机制，我们认为，上游布局有助于缓冲成本波动、增强经营稳健性，并为下游供货与价格谈判提供支撑。

自产碳酸锂有望覆盖部分电池需求，覆盖比例提升仍取决于产量兑现。以 2025-2026 年碳酸锂产量均约 1 万吨作为测算起点，并设置 2027-2028 年产量增至 2 万吨、3 万吨的积极释放情景，对应同比增长 100%、50%。按每 GWh 电池耗用 600 吨碳酸锂当量的研究假设，结合公司 2026-2028 年电池出货量 150.7、191.6、244.4GWh，测算对应需求约 9.0、11.5、14.7 万吨。在当年产出全部用于内部配套的情况下，可分别覆盖约 11.1%、17.4%、20.5%的需求。以 2028 年为例，具体计算过程如下：

1）电池出货量：动力电池 163.2GWh＋储能电池 81.2GWh＝244.4GWh。

2）碳酸锂当量需求：244.4GWh×600 吨/GWh＝146,640 吨。

3）自产自用量：假设碳酸锂产量为 3 万吨，且全部用于内部配套。

4）需求覆盖比例：3 万吨÷14.664 万吨×100%＝20.5%。

图表25：公司碳酸锂资源布局

项目	历史规划产能	已核实进展
宜春科丰	2 万吨/年	2023 年 5 月披露投产
宜丰国轩	5 万吨/年	2023 年 5 月披露一期 2.5 万吨
奉新国轩	5 万吨/年	已披露项目规划
合计	12 万吨/年	历史规划合计

来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表26：公司碳酸锂需求覆盖测算

	2026E	2027E	2028E
电池出货量（GWh）	150.7	191.6	244.4
碳酸锂需求（万吨）	9.04	11.50	14.66
自供 1 万吨覆盖率	11.1%	8.7%	6.8%
自供 2 万吨覆盖率	22.1%	17.4%	13.6%
自供 3 万吨覆盖率	33.2%	26.1%	20.5%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

4.2 技术演进：液态体系持续升级，固态钠电并行推进

动力与储能电池进入多技术路线并行迭代阶段，液态体系持续升级，固态化与钠离子等新体系加快产业化验证。磷酸铁锂凭借成本、安全及循环寿命优势，仍将构成未来数年动力与储能市场的重要技术底座，磷酸锰铁锂则在现有铁锂产业链基础上进一步提升电压平台和能量密度。与此同时，高端动力、低空及储能等应用对高比能、安全、快充、低温及资源保障提出更高要求，推动电池技术沿混合固液、全固态及钠离子等方向延伸。其中，混

合固液兼顾性能提升与既有制造体系兼容性，承担液态向固态化演进过程中的产业化角色；全固态进一步打开高比能及本征安全上限；钠离子则作为平行的电化学体系，在储能、低温及资源约束场景形成差异化价值。

公司已形成覆盖不同产业周期的技术梯度，新技术逐步由研发储备迈向工程化兑现。公司以 LFP 和 LMFP 持续夯实动储基本盘，G 垣混合固液承担近期高比能产品升级，钠晨围绕储能及低温场景推进商业化，金石全固态则瞄准下一代高性能动力电池。政策端亦为产业化提供阶段性催化，自 2026 年 9 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日，符合国家标准的固态电池和钠离子电池免征消费税，而锂离子蓄电池同期逐步恢复征税，新体系获得阶段性的相对税收优势。 公司由此形成“成熟体系持续升级、过渡技术率先兑现、下一代体系前瞻突破”的产品梯度，在维持现有业务竞争力的同时，为下一轮电池技术升级保留成长空间。

图表27：公司前沿产品

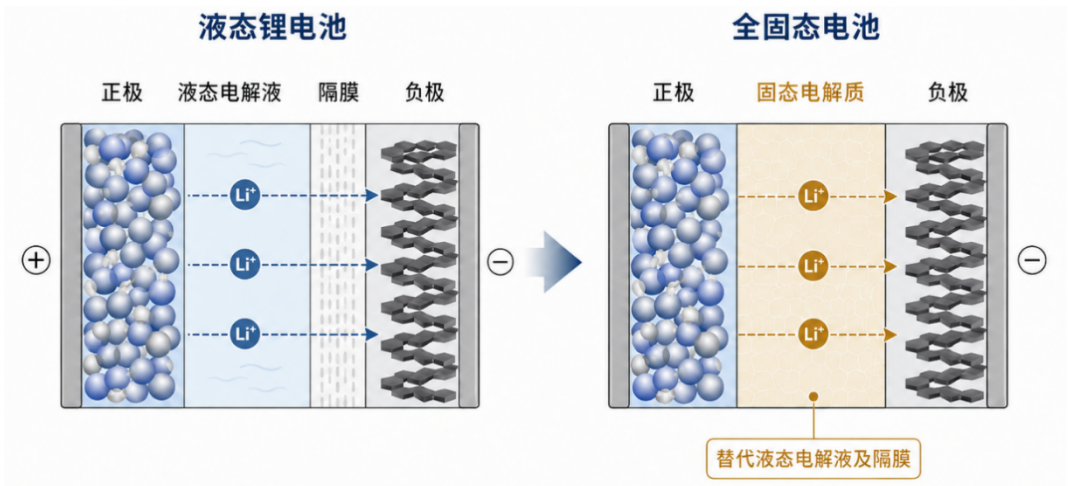
产品名称	核心特点	产业化阶段	产品图
金石 固态电池	能量密度突破 400Wh/kg 0.2GWh 中试线已投产，良率>90%	中试验证 2GWh 量产线 2026 年底启动	
G 垣 固液混合电池	9 分钟补能 500km，满电续航 1000km；提前 30 分钟热失控预警	商业化前期 桐城 10GWh 已投产	
启晨二代 LMFP 电池	能量密度提升，兼顾成本与安全	产业导入 已装车验证	
钠晨 钠离子电池	三款产品，-50℃超低温放电 （162/180Ah/261Wh/kg）	商业化初期 2026Q4 量产	

来源：公司官网，国金证券研究所

4.3 固态电池：产业化迈向量产验证，全链布局构筑护城河

固态电池兼具高安全与高比能潜力，全固态技术路线逐步向硫化物体系聚焦。传统液态锂电池采用可燃有机电解液，随着电芯能量密度持续提升，安全性与性能上限之间的矛盾更加突出；全固态以固态电解质替代液态电解液及隔膜，可进一步匹配高镍正极、硅碳乃至锂金属负极，为提升能量密度与本征安全性提供空间。聚合物、氧化物和硫化物是目前主要固态电解质路线，其中硫化物室温离子电导率可达到 10^{-3} 至 10^{-2}S/cm，同时具备较好的机械性能和延展性，在动力全固态领域具备较强应用潜力。当前行业主流方向逐步形成以硫化物为主体电解质、匹配高镍正极和硅碳负极的材料体系，并以 400Wh/kg 左右比能量和千次级循环寿命作为下一阶段车规产品的重要目标，2027 年前后有望进入小批量装车，2030 年前后逐步迈向规模化应用。

图表28：液态锂电池和固态锂电池结构对比



来源：国际储能网，国金证券研究所

产业竞争正由"能否做出样品"转向"能否实现低成本、高一致性的规模制造"，材料与工程化能力成为核心。硫化物路线仍面临高纯原料供给、水氧敏感、制造环境要求高、工艺复杂及批次一致性等问题，中试良率、成本控制和客户验证的重要性持续提升。尤其是硫化锂，其纯度直接影响后续电解质的化学计量、晶体结构及离子传输性能，同时也是硫化物体系的重要成本来源。以 Li_6PS_5Cl 粗粉电解质吨级产线为例，硫化锂在材料体系中的质量占比约 43%，原料成本占比可达约 82%，因此高纯硫化锂的低成本、规模化制备成为硫化物全固态产业化的重要突破口。行业竞争的重点正由实验室性能进一步延伸至关键材料、制造良率、供应链和客户认证的综合能力。

图表29：聚合物、氧化物、硫化物固态电解质对比

对比维度	聚合物	氧化物	硫化物
离子导电率（S/cm）	较低 10^{-6}~10^{-4}	中 10^{-5}~10^{-3}	高 10^{-3}~10^{-2}
机械性能	柔韧性好	脆性大	适中
界面接触	较好	较差（刚性）	较好（柔性）
化学稳定性	锂金属稳定 电化学窗口窄	化学稳定性高 电化学窗口宽	水氧敏感 化学稳定性低
热稳定性	差	好	差
安全性	好	好	好
加工难度	低	高	高
成本	低	中高	高

来源：《实用化硫化物固态电解质的研究进展与挑战》，国金证券研究所

公司布局起步较早，自 2019 年开始研发固态电池，早期同步推进半固态与全固态两条技术路线。截至 2024 年，公司已完成 360Wh/kg 软包半固态电池开发并具备产业化能力，全固态则聚焦硫化物路线并实现车规级电芯制备。此后公司研发重点进一步由电芯性能验证向中试制造、装车验证及供应链降本延伸，2026 年已完成 2GWh 全固态量产线设计，并持续推进硫化锂及硫化物固态电解质产业化。

G 垣固液混合电池承担了固态化产品近期产业化角色，在提升安全和高比能性能的同时保留较高的既有产线兼容性，目前已进入客户送样及上车测试阶段，年产能达到 12GWh，应用覆盖新能源汽车、eVTOL 及机器人等高价值场景。相较全固态，混合固液制造导入和客户验证周期更短，因此 G 垣不仅是液态体系向全固态演进的技术衔接，也是公司新技术体系中更接近收入兑现的高端产品平台，并可同步积累高比能电芯、Pack 及整车验证经验。

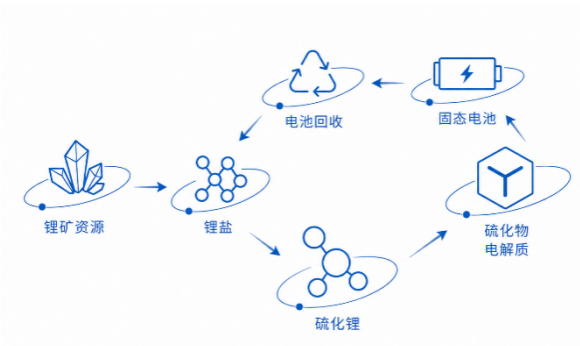
金石全固态进一步打开公司长期技术上限，400Wh/kg 性能突破与中试能力共同推动产品进入工程化验证阶段。金石采用硫化物路线，电芯能量密度达到 400Wh/kg，与行业下一阶段高比能全固态产品的主要目标区间相匹配，同时热失控失重率仅 0.01%，并已完成多项严苛安全测试。公司已建成 0.2GWh 全固态中试线，线体自主开发、核心设备国产化率达到 100%，此前披露关键工艺良率稳定在 90%以上，并持续推进 Pack 及装车路测；在此基础上，2GWh 级全固态产线设计工作已经完成。由百兆瓦时中试向吉瓦时级制造能力推进，意味着公司固态研发重点由单颗样品性能逐步转向设备节拍、良率、一致性和车规验证，工程化能力成为金石后续实现客户定点和规模制造的关键。

硫化锂自研自产直接卡位硫化物体系的性能与成本瓶颈，是公司固态布局的重要差异化。硫化锂产品水平核心在纯度和杂质控制，高纯化能够降低无机锂盐、残碳和水分等杂质对后续电解质离子传输及稳定性的影响。公司自主开发"气液固三相反应法"，从产品纯度、反应效率及能耗三个维度改善硫化锂产业化经济性，反应效率提升 3 倍、能耗下降 40%，产品纯度达到 4N 级，D50 不高于 3μm。在硫化锂尚未规模化、行业工艺路线仍处于工程验证阶段的背景下，公司同步掌握关键原料制备技术，有助于强化材料性能、供应稳定和后续降本能力。硫化锂高纯、低成本和规模制造能力的提升，也将直接影响硫化物电解质及全固态电芯的产业化经济性。

硫化物电解质进一步形成微晶与纳晶双路线，材料、电解质与电芯协同提升全固态技术迭代效率。公司微晶硫化物电解质离子电导率达到 8mS/cm 以上，纳晶产品达到 4 至 6mS/cm，

已进入主流高电导硫化物体系的典型区间。与单纯外购材料进行电芯开发相比，硫化锂、电解质与电芯的纵向协同能够缩短材料配方与电芯工艺之间的反馈周期，并围绕粒径、离子电导率、界面稳定和制造一致性进行联合优化。公司同时规划逐步扩大硫化锂及硫化物电解质产业化能力，进一步强化后续规模制造的关键材料保障。

图表30：固态电池全产业链闭环



来源：公司官网，国金证券研究所

图表31：硫化锂和硫化物固态电解质产能布局



来源：公司官网，国金证券研究所

关键材料产业化规划进一步体现公司推动全固态降本和规模制造的投入力度。按照现有规划，硫化锂产能有望由 2026 年的 300 吨/年提升至 2027 年的 2 万吨/年、2030 年的 5 万吨/年；硫化物固态电解质产能则由 2026 年的 2000 吨/年提升至 2027 年的 1 万吨/年、2030 年的 10 万吨/年。公司体系同时将固态产业链向上游锂资源和锂盐延伸，并覆盖硫化锂、硫化物电解质、固态电池及循环回收，逐步形成从资源和关键材料到电芯制造及回收利用的产业闭环。现有一体化产业基础由传统锂电体系向全固态迁移，有利于强化关键材料供应保障，并为后续固态电池持续降本和规模化生产提供支撑。

综合来看，当前全固态行业已经由实验室指标竞争逐步进入材料性能、工程放大、量产成本及客户验证的综合竞争阶段。公司以 G 垣建立近期商业化入口，以金石向 400Wh/kg 全固态产品推进；同时进一步向决定硫化物体系性能与成本的关键材料环节延伸。若后续吉瓦时级产线、材料降本及整车验证持续兑现，公司有望将当前技术储备逐步转化为高价值产品和新增客户份额，并在下一代动力电池技术升级中形成新的增长支点。

图表32：国内主要企业全固态电池产业化进展对比

公司	技术路线	能量密度目标	中试规模	量产规划	预计产业化时间
国轩高科	硫化物	400Wh/kg	0.2GWh 中试线已投产；关键工艺良率>90%	2GWh 全固态产线设计完成并推进建设	2027 年小批量；2030 年规模化
宁德时代	硫化物	400Wh/kg	处于中试/工程验证阶段；公开统一口径规模未披露	2027 年具备小批量生产能力	2027 年小批量；2030 年规模化
比亚迪	卤化物 硫化物	400Wh/kg	中试与车规验证推进；不采用未经公司统一披露的产能数字	2027 年前后开展小批量示范	2027 年小批量；2030 年规模化
一汽	硫化物	400Wh/kg	已完成 66Ah 车规级电芯试制；产线规模未披露	面向红旗高端车型推进产业化	2027 年底车型导入/小批量
卫蓝新能源	聚合物 氧化物 硫化物	400Wh/kg	硫化物全固态具备中试能力；规模未披露	全固态仍以中试和工程开发为主	2027 年小批量；2030 年规模化
上汽/清陶	聚合物	400Wh/kg	安亭全固态产线贯通，进入样件生产/验证阶段	规划 2027 年全固态量产交付	2027 年量产交付
亿纬锂能	硫化物 卤化物 聚合物	400Wh/kg	成都基地一期具备 60Ah 制造能力；二期 2026 年 12 月形成 100MWh/年	先以 100MWh 级能力切入高端装备，后续推进车规产品	2028 年推进 400Wh/kg 车规产品

吉利	聚合物 硫化物 卤化物	400Wh/kg	处于工程验证/样车阶段；中试规模未统一披露	2027 年小批量产业化，计划示范运营约 1000 辆；2030 年完成产业化布局	2027 年小批量；2030 年高端车型批量
中创新航	硫化物	400Wh/kg	已建全固态专用产线；具体 GWh 规模未披露	先在机器人/飞行器等场景导入，随后推进车规	2027 年车端装车/小批量
孚能科技	硫化物	400Wh/kg	0.2GWh 硫化物全固态中试线规划/建设；60Ah 产品推进交付	公司近年规划较 2025 行业表明显前移，后续推进 GWh 级扩产	2026-2027 年阶段性小批量；规模化节点待进一步确认

来源：公司官网，国金证券研究所

4.4 钠离子电池：产业落地进程提速，内外体系协同增效

钠离子电池凭借资源禀赋、宽温域及安全性能优势，在储能及部分动力场景与磷酸铁锂形成互补，2026 年产业化进程明显提速。钠资源储量丰富且分布广泛，有助于降低电池产业对锂资源价格及供应链波动的依赖；同时钠电具备较好的低温、高倍率和安全性能，在固定式储能、轻型动力及高寒应用等场景具有差异化价值。相较已经高度成熟的磷酸铁锂体系，现阶段钠电仍面临硬碳成本、长循环、生产控水及批量制造一致性等问题，其产业逻辑并非全面替代锂电，而是依托资源安全及场景性能形成补充。随着政策支持、材料体系完善及头部企业进入规模制造阶段，钠电正在由产品验证逐步转向商业化落地。

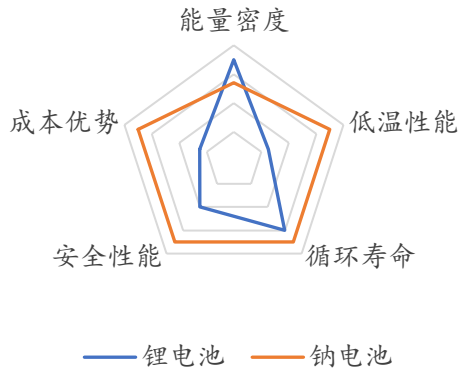
图表33：锂电池与钠电池性能对比

类别	能量密度（Wh/kg）	循环寿命（次）	低温保持率	工作温区	安全性
锂电池	120-200	>3000	约 70%	-20℃~60℃	较高
钠电池	100-160	8000-15000	-20℃>90%	-40℃~80℃	高

来源：SMM 钠电等，国金证券研究所

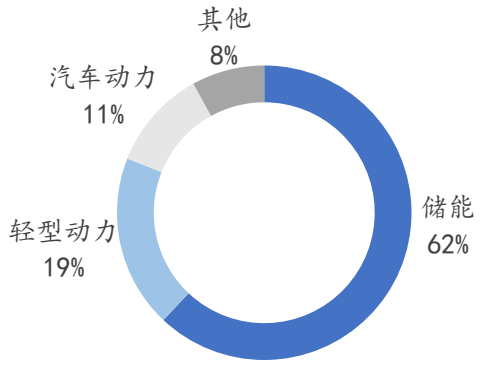
储能有望成为钠电近期最先实现规模应用的场景，与公司现有业务基础形成较高协同。固定式储能对电池重量和体积敏感度相对较低，能够弱化钠电当前能量密度不足的短板，同时更加重视安全、循环寿命、宽温域及长期成本，因此成为当前钠电商业化逻辑相对清晰的应用方向。公司已经形成从储能电芯、Pack、BMS 到系统集成和项目交付的业务体系，钠电产品在制造平台、系统开发和客户渠道方面均可一定程度复用现有能力。因此，公司布局钠电并非重新开辟独立业务链条，而是在“动力+储能”基本盘基础上增加适配低温、长循环及成本敏感场景的新产品体系，储能业务基础有望缩短新技术由电芯验证向终端应用转化的路径。

图表34：锂电池与钠电池性能雷达图



来源：国金证券研究所

图表35：钠电池细分应用市场占比（2025 年）



来源：起点研究院，国金证券研究所

公司钠电研发已持续近十年，钠晨产品发布标志着长期技术储备开始进入产业化验证阶段。2026 年 5 月，公司正式推出“钠晨 GNASCENT”钠离子电池，形成储能、动力及高能等不同产品方向，并围绕钠电能量密度、循环和安全等瓶颈采用无负极结构、多级预钠化及自阻隔界面等技术。公司披露，钠晨可实现零下 50℃环境放电，其中储能产品在零下 40℃环

境下容量保持率不低于 88%；高能产品能量密度达到 261Wh/kg，进一步拓宽钠电在重量敏感场景中的应用可能。相比单纯追求单一电芯参数，公司钠电研发更强调围绕不同应用场景形成差异化产品，为后续由储能向轻型动力等领域拓展提供技术储备。

产业化方面，储能品类率先定型，2026 年第四季度规模交付成为钠晨商业化的关键验证节点。公司披露，钠晨储能产品已完成技术定型并启动量产筹备，将依托现有吉瓦时级高度自动化产线及成熟制造体系推进产业化，预计 2026 年第四季度实现规模化量产交付。由此看，公司现阶段钠电布局的核心并不在于快速挑战磷酸铁锂主流地位，而在于利用既有制造与储能平台率先形成真实订单和产品交付，并通过规模制造持续验证良率、成本及客户接受度。若首批储能产品顺利实现规模交付，公司后续有望在现有储能客户体系中进一步复制，并逐步拓展低温动力、轻型交通等差异化应用。

整体来看，钠电对公司更偏向产品体系的补充和技术选择权，而非现阶段决定公司长期竞争格局的核心技术主线。相较宁德时代等已形成大规模订单和产业链牵引能力的头部企业，公司在钠电客户规模、供应链控制及持续交付能力方面仍需进一步验证；但相较单纯处于材料或电芯验证阶段的参与者，公司近十年的技术积累、吉瓦时级制造能力以及成熟储能系统平台，使其具备较为清晰的商业化转化路径。因此，钠电对公司的主要意义在于丰富现有动力和储能产品矩阵，覆盖 LFP 并非最优的细分应用场景，并保留钠电行业进一步放量时的增长选择权。

五、财务分析&盈利预测

5.1 财务分析：非经常性扰动逐步出清，主业盈利底座持续修复

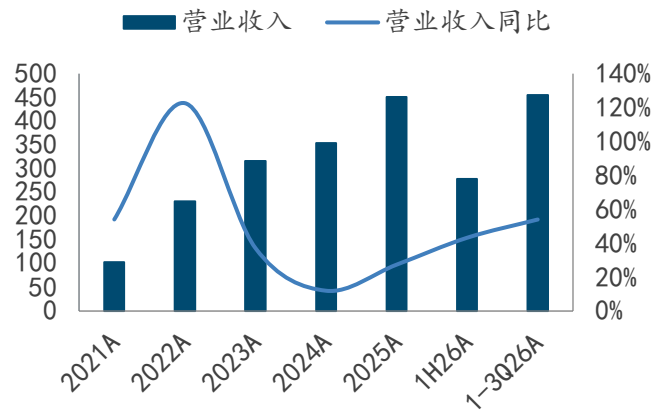
从历史财务数据看，公司营收规模持续扩容，2021-2025 年公司营业收入由 104 亿元增长至 451 亿元，四年 CAGR 为 44%，增长主要由动力电池出货上量、储能业务拓展及客户结构优化共同驱动；归母净利润自 2021 年 1 亿元抬升至 2025 年 24 亿元，增幅超 22 倍。

审慎角度看，我们若剥离非经常性、会计与财务层面扰动，聚焦分析公司电芯主业内生盈利能力，盈利扰动呈现多元双向，归母口径或放大主业历史盈利能力：2023 年扣非净利润转正，盈利驱动开始切换至原材料成本下行、产能爬坡、海外及储能业务增量共振，但归母与扣非利润持续存在明显缺口，公允价值变动、其他收益、信用减值、利息支出等多因素交叉扰动账面表现。分年度看，2024-2025 年利润缺口显著走阔，2024 年归母净利润 12 亿元、扣非归母 3 亿元，差额 9 亿元；2025 年归母 24 亿元、扣非归母 4 亿元，缺口扩大至 20 亿元，2026 年 1-3Q 缺口缩小为 6 亿元。利润增量贡献项目分析，2025 年所持奇瑞汽车港股上市带来约 17 亿元股权重估收益，系账面浮盈，持续性偏弱；此外，其他收益常年维持较高水平，以政府补助为主，2024 年其他收益 13 亿元，其中政府补助 10 亿元，对业绩形成托底，与电芯出货不具备稳定的线性关系。

此外，非经常项目中亦存在较大利润拖累项，其中产能扩张阶段公司资本开支较多依托有息负债，利息支出形成刚性财务压力，持续侵蚀扣非利润，2023、2024 年利息费用分别为 12、14 亿元，规模接近甚至超过同期扣非净利润，是前期主业盈利偏弱的关键掣肘。减值端，2024 年信用减值损失 8 亿元，较 2023 年 3 亿元同比+126%；同期应收账款由 129 亿元增至 165 亿元，同增 27%，系营收扩张后，按预期信用损失模型、分客户组合审慎计提。公司应收客户以头部车企、储能优质主体为主，资质扎实，计提更多为会计审慎安排，并非对应集中坏账风险。

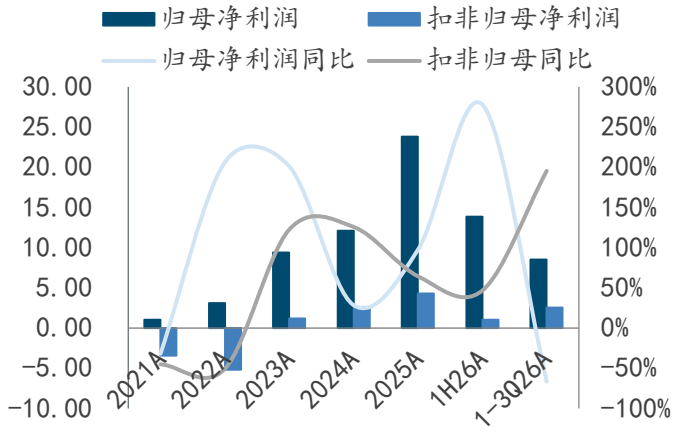
综合评估，历史阶段正向非经常性收益对归母业绩贡献较大，抬升了账面盈利弹性，归母口径容易放大主业盈利预期，然而主业修复趋势已经清晰，扣非盈利弹性持续兑现，2023-2025 年扣非净利润由 1 亿元修复至 4 亿元，两年 CAGR 达 93%，背后源于高毛利产品占比提升、产能利用率改善与供应链成本优化，2026 年 1-3Q 扣非净利润为 3 亿元，同增 196%。往后看，伴随下游定点逐步落地、出货规模持续增长，叠加融资结构优化带来财务费用压力边际缓解，公司对政府补助、股权公允价值变动等非经常性损益的依赖有望回落，归母与扣非利润裂口或将收窄，盈利质量存在改善空间。

图表36：2021-2026年前三季度营业收入及同比增速（亿元）



来源：公司年报、财报，国金证券研究所

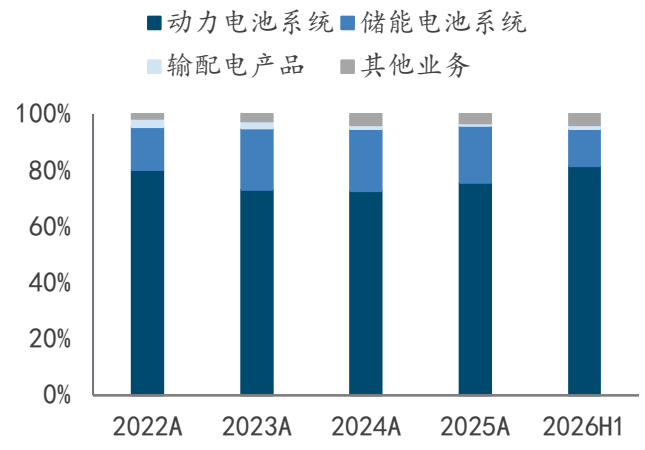
图表37：2021-2026年前三季度归母及扣非归母净利润（亿元）



来源：公司年报、财报，国金证券研究所

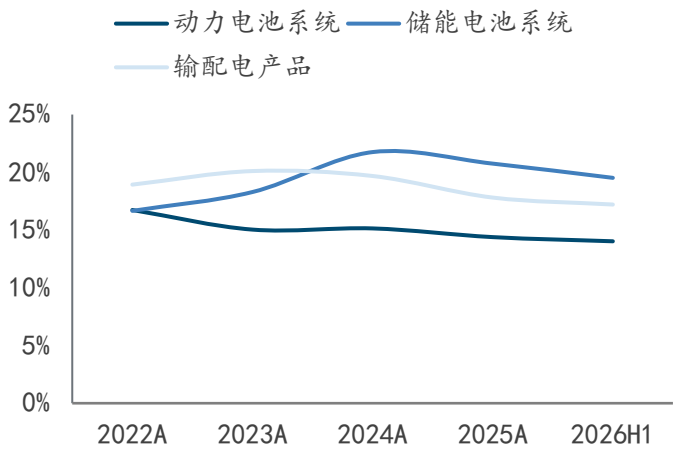
动力电池贡献规模增长，储能业务提供结构性盈利支撑。2025年，公司动力电池系统实现收入341亿元，同比增长33%，占营业收入的76%，2026年H1进一步提升至81.4%，仍是公司最核心的收入来源和客户拓展载体。动力业务的增长主要受益于乘用车、商用车及海外客户需求提升，同时大众UC标准电芯逐步进入量产交付阶段，为后续出货增长提供新的产品和客户基础。2025年，储能电池系统实现收入91亿元，同比增长16%，收入占比达到20%，已成为公司第二大业务板块，2026年H1占比为13.3%。动力与储能两项业务合计贡献超过95%的营业收入，表明公司主营业务结构较为聚焦。盈利能力方面，2025年动力电池系统毛利率为14%，储能电池系统毛利率达到21%，储能较动力高出6pct，对公司整体盈利结构形成明显支撑，2026年H1两项业务毛利率分别为14%和19.5%。储能单位售价显著低于动力但毛利率更高，反映储能业务的成本控制能力更为出色。动力业务的价值主要体现在规模、客户和全球供应体系，储能业务则依靠较高毛利率、大容量电芯及系统解决方案能力贡献利润弹性。

图表38：2022-2026H1公司产品收入结构



来源：公司年报、财报，国金证券研究所

图表39：2022-2026H1公司分业务毛利率

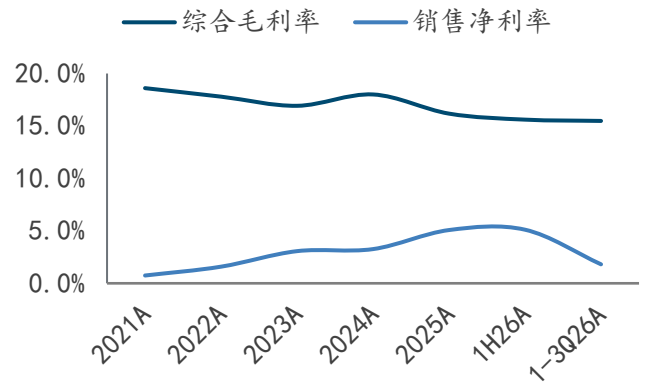


来源：公司年报、财报，国金证券研究所

综合毛利率逐步企稳，业务结构与费用优化共同释放经营杠杆。2021年以来，公司综合毛利率大体维持在16%至19%的区间，在动力电池价格竞争延续和新产能持续爬坡的背景下，整体盈利水平保持相对稳定。分业务看，储能电池毛利率高于动力电池，对综合毛利率形成结构性支撑；动力电池则随着产品结构升级、原材料联动机制完善和产能利用率提升，具备进一步修复空间。净利率明显低于毛利率，说明研发、管理、销售及财务费用仍是影响利润传导的重要环节。费用端，公司销售、管理、研发和财务费用率合计由2021年的18%下降至2025年的14%，四年下降4pct，收入规模扩张带来的费用摊薄效应已经逐步体现，2026年1-3Q进一步降至13%。其中，销售和管理费用率整体趋于下降，研发费用保持较高绝对投入，但随收入增长实现费用率摊薄，有助于兼顾技术迭代与经营效率。2026

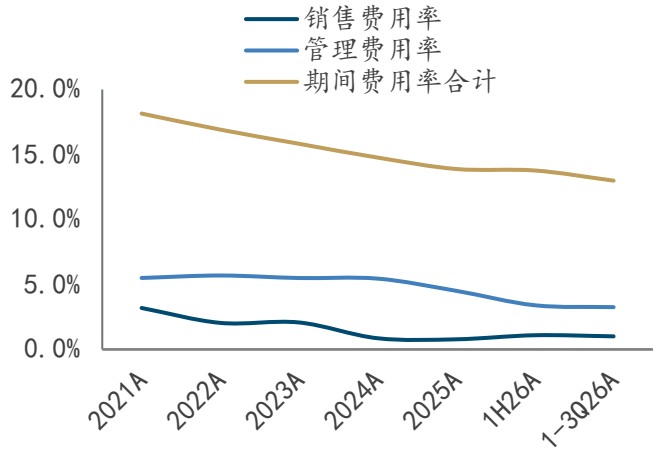
年上半年期间费用率为 14%，同比下降 0.4pct，收入规模扩张带来的费用摊薄效应进一步体现。但财务费用达到 15 亿元，同比大幅增长，主要受阶段性汇率波动影响，上半年汇兑损失近 7 亿元，成为影响利润传导的重要因素。总体来看，公司当前盈利改善不仅来自收入增长，也来自费用率下降和业务结构优化。随着标准电芯量产、海外基地爬坡和高毛利储能业务扩张，毛利率向净利率的传导效率有望持续提升，经营杠杆将成为未来利润增速快于收入增速的重要来源。

图表40：2021-2026 年前三季度公司毛利率与净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

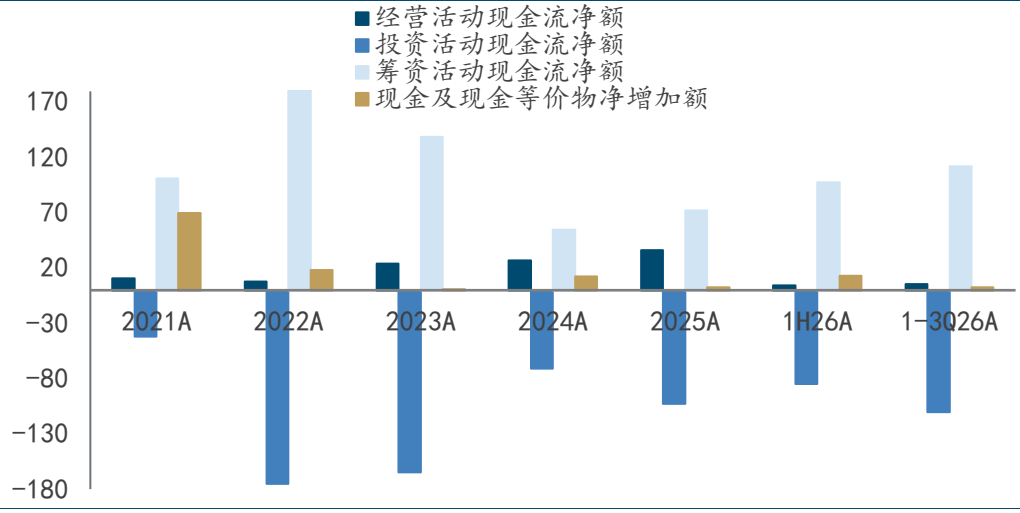
图表41：2021-2026 年前三季度公司期间费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

经营现金流持续改善，资本开支支撑全球产能与产业链建设。2025 年，公司经营活动现金流量净额达到 36 亿元，同比增长 34%，高于同期收入增速，表明销售回款、营运资金管理和经营自我造血能力均有所增强。2026 年上半年，公司经营活动现金流量净额达到 4 亿元，同比增长 32%，2026 年 1-3Q 到 5.61 亿元。主营业务现金创造能力保持改善。目前，公司仍处于动力电池、储能电池、上游材料及海外基地集中建设阶段，2025 年投资活动现金流量净额为负 103 亿元，2026 年 1-3Q 为-111 亿元，反映全球化和一体化布局仍需要较大前期投入。较高的资本开支并非单纯追求产能规模，而是服务于大众标准电芯交付、海外本地化生产、储能产品升级以及关键材料供应保障，有助于形成更完整的研发、制造和交付体系。2026 年 2 月，公司公告拟向特定对象发行 A 股募资不超过 50 亿元，用于动力电池产能扩张、智能制造升级与补充流动资金。当前阶段，经营现金流尚未完全覆盖投资需求，筹资活动仍承担重要支持作用，但随着新增项目逐步投产、产能利用率提升和客户订单放量，前期资本投入有望转化为收入增长、折旧摊薄和盈利弹性。

图表42：2021-2026 年前三季度公司现金流情况（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 盈利预测

我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 625/790/950 亿元，同比+39%/26%/20%，对应 2025-2028 年复合增速约 28%，毛利率分别为 14.9%/14.8%/15.0%。分业务拆分预测如

下：

1. 动力电池系统：我们预计 2026-2028 年公司动力电池系统收入分别为 467/575/687 亿元，同比+37%/23%/20%。主要假设如下：

   1） 出货量：我们假设 2026-2028 年动力电池出货量为 106/131/163GWh，同比+47%/24%/24%。核心增量来自大众体系配套放量：随着与众 07、大众安徽后续中国车型、大众中国标准电芯导入以及大众集团全球标准电芯平台逐步落地，预计 2026-2028 年公司对大众体系配套量分别为 7/18/29GWh；同时公司持续深耕国内头部动力客户、推进新客户导入，配套份额稳步提升。

   2） 价格：我们采用"成本加成+税费附加"模型（碳酸锂单耗 0.60kg/kWh）对公司电芯均价进行测算。2026 年分季度看，Q1-Q2 受碳酸锂价格阶段性反弹影响，电芯均价小幅上行至 0.45 元/Wh 的高点；Q3-Q4 随着碳酸锂价格快速回落（Q4 均价降至 9.8 万元/吨），尽管叠加了消费税提升（Q4 达 2%）的扰动，2026 年电芯均价仍下探至 0.44 元/Wh。展望 2027-2028 年，测算均价呈温和下行趋势，分别为 0.44、0.42 元/Wh，主要系碳酸锂价格在低位企稳的基准假设，叠加实行的 4%消费税。

   3） 成本与毛利：我们假设动力电池单位成本由 2025 年的 0.41 元/Wh 降至 2026-2028 年的 0.38/0.38/0.36 元/Wh，主要考虑碳酸锂等原材料成本低位运行、产线稼动率提升与规模效应释放。动力电池毛利率预计维持在 13%-14%，波动主要系库存减值、消费税传导时滞等；单位毛利预计由 2025 年的 0.068 元/Wh 下滑至 2026 年的 0.060 元/Wh，2027-2028 年至 0.059/0.058 元/Wh。

2. 储能电池系统：我们预计 2026-2028 年公司储能电池系统收入分别为 141/188/241 亿元，同比+56%/34%/28%。主要假设如下：

   1） 出货量：假设 2026-2028 年储能电池出货量为 45/60/81GWh，同比+50%/35%/34%，主要受益于全球大储及工商业储能需求高景气，公司海外储能客户放量、大储系统订单持续落地。

   2） 价格：在 2026 年季度走势中，受碳酸锂均价先涨后跌影响，含税电芯价在 Q2 冲高至 0.33 元/Wh 的峰值，随后在 Q4 预计回落至 0.30 元/Wh 的谷底；在此期间，缓和增长的非锂成本与 Q3 起新增的消费税构成了刚性的成本底盘。2026-2028 年，储能电芯均价预计维持在 0.30-0.32 元/Wh。

   3） 成本与毛利：储能电池出货量增加，产线稼动率与采购议价能力提升带来明显的规模效，随着大容量电芯占比提升、工艺简化以及产线自动化改造推进，单位能耗、人工及制造费用持续摊薄，叠加碳酸锂单位成本下降，我们假设储能电池单位成本由 2026 年的 0.26 元/Wh 降至 2027-2028 年的 0.26/0.24 元/Wh，毛利率维持 17%-19%的较高水平，2026-2028 年单位毛利为 0.057/0.056/0.054 元/Wh。

3. 输配电产品：业务收入体量较小；我们预计 2026-2028 年输配电产品收入分别为 5/7/7 亿元，2025-2028 年复合增速约 18.29%；毛利率假设为 17%/17%/16%，利润贡献基本稳定。

4. 其他业务：原材料贸易、废旧电池回收等为主，收入规模与毛利率波动较大。考虑公司主动优化业务结构，我们假设 2026 年其他业务收入回落至 13 亿元，2027-2028 年稳定在 20/16 亿元；毛利率假设为 20%/26%/22%，毛利贡献基本稳定。

5. 其他损益：公司 2026 年前三季度资产减值损失与信用减值损失合计拖累利润近 9 亿元；公允价值变动收益虽累计录得 2 亿元，但相较上半年近 10 亿元的高点，Q3 单季度出现大幅回撤；投资收益亦有所缩水，计入当期损益的政府补助为 4 亿元，各科目间存在一定的相抵效应。我们预计公司 2026-2028 年其他损益将逐步回归至常态区间；这主要基于：2025 年高达 19 亿元的公允价值变动（如奇瑞上市浮盈）属于一次性红利，后续预计大幅回落；同时，随着产能利用率提升及客户结构优化，减值损失将逐年收窄，随着新能源产业逐步走向成熟，政府补助亦呈退坡趋势。其他损益对公司利润的影响将进一步降低，主业对利润的贡献度将上升。

图表43：公司动力及储能电芯系统季度均价测算（2026E；元/Wh）

	2026Q1	2026Q2	2026Q3	2026Q4
① 动力电池电芯				
碳酸锂均价（万元/吨）	15.440	17.190	14.750	9.800
锂成本（元/Wh）	0.093	0.103	0.089	0.059
非锂成本(元/Wh)	0.345	0.350	0.355	0.357
消费税	/	/	0.70%	2.00%
含税电芯价（元/Wh）	0.438	0.453	0.447	0.424
②储能电池电芯				
碳酸锂均价（万元/吨）	15.440	17.190	14.750	9.800
锂成本（元/Wh）	0.093	0.103	0.089	0.059
非锂成本(元/Wh)	0.220	0.225	0.230	0.233
消费税	/	/	0.70%	2.00%
含税电芯价（元/Wh）	0.313	0.328	0.321	0.298

来源：上海有色网，国金证券研究所测算

注 1：设 P 为碳酸锂季度均价（万元/吨），L 为锂成本、N 为非锂成本、E 为电芯含税价（元/Wh），r 为有效消费税税率。单耗取 0.60kg/kWh（1GWh 约耗 600 吨碳酸锂）；非锂成本含其余材料、结构件、制造费用与毛利，假设 2026 年动力电池的非锂成本为 0.35 元/Wh，储能电池的非锂成本为 0.23 元/Wh。各步如下：①L＝0.60×10P÷1000＝0.006P；②E＝（N＋L）÷（1－r）；

注 2：在非锂成本假设上，我们将成本拆分为非锂材料成本与制造成本两部分：2026 年隔膜、铜箔、负极等非锂材料受供需格局改善及成本支撑影响，价格中枢呈温和上行态势；与此同时，行业产能利用率提升持续摊薄折旧、人工与能耗，单位制造成本逐季下行。二者方向相反、幅度大体相当，综合来看，尽管制造成本存在下行预期，但材料端的向上推力大于制造端的向下拉力，二者对冲后，我们判断 2026 年四季度非锂成本整体呈现温和上行的态势；

注:3：表格为研究员测算，仅供研究参考，具体请以公司实际发生情况为准

图表44：公司主营业务及其他损益预测拆分（2023-2028年；亿元）

公司整体情况	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
收入（亿元）	316.1	353.9	450.7	625.0	790.0	950.0	28.22%
毛利率	16.92%	18.00%	16.17%	14.85%	14.80%	15.00%	/
毛利（亿元）	53.5	63.7	72.9	92.8	116.9	142.5	25.03%
①动力电池系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
收入（亿元）	230.5	256.5	340.7	466.7	574.9	686.7	26.31%
出货量（GWh）	30.3	41.0	72.0	105.9	131.2	163.2	31.36%
系统均价（元/Wh）	0.761	0.626	0.473	0.440	0.438	0.421	-3.84%
毛利率	15.04%	15.14%	14.39%	13.67%	13.41%	13.70%	/
单位毛利（元/Wh）	0.114	0.095	0.068	0.060	0.059	0.058	-5.40%
单位成本（元/Wh）	0.646	0.531	0.405	0.380	0.379	0.363	-3.59%
②储能电池系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
收入（亿元）	69.3	78.3	90.7	141.1	188.4	240.6	38.45%
出货量（GWh）	14.8	21.6	29.9	44.8	60.4	81.2	39.52%
系统均价（元/Wh）	0.468	0.362	0.303	0.315	0.312	0.296	-0.77%
毛利率	18.29%	21.75%	20.75%	18.23%	17.82%	18.25%	/
单位毛利（元/Wh）	0.086	0.079	0.063	0.057	0.056	0.054	-4.93%
单位成本（元/Wh）	0.383	0.283	0.240	0.257	0.256	0.242	0.27%
③输配电产品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
收入（亿元）	8.2	4.6	4.2	4.7	7.0	7.0	18.29%
毛利率	20.11%	19.68%	17.81%	17.00%	17.00%	16.00%	/
④其他业务	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
收入（亿元）	8.1	14.6	15.1	12.6	19.7	15.7	1.34%
毛利率	55.86%	47.80%	28.66%	20.00%	25.60%	21.50%	/
⑤其他损益	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	CAGR
其他损益总计（亿元）	5.64	0.68	13.78	-2.37	2.13	5.96	-24.38%
其中：资产、信用减值损益	-5.84	-11.65	-13.08	-11.37	-5.87	-1.04	-56.96%
公允价值变动收益	1.06	1.96	19.22	2.00	2.00	2.00	-52.97%
投资收益	0.69	0.47	1.46	2.00	2.00	2.00	11.11%
政府补助	9.73	9.90	6.18	5.00	4.00	3.00	-21.39%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

六、风险提示

下游需求不及预期风险：公司业务高度依赖新能源汽车与储能终端市场需求。若新能源车销量增长放缓，或储能项目装机进度低于预期，将直接影响公司电池出货量及收入。

非经常性损益依赖度高：高额利润主要来自金融资产公允价值变动（如投资奇瑞汽车上市浮盈）和政府补助，这种盈利模式具有高度不确定性。

地缘贸易风险：公司在斯洛伐克、摩洛哥等地均有大规模产能布局，易受当地贸易政策、补贴政策变动及地缘政治博弈的影响。

行业竞争加剧：虽然装机量位居行业前列，但公司与中创新航、亿纬锂能等竞争对手的市占率差距极小，客户订单的转移可能导致排名迅速生变。

高负债率风险：公司资产负债率长期维持在 70%以上，有息负债和财务费用较高。若融资安排不及预期或经营现金流改善有限，流动性压力可能进一步加大。

应收账款减值风险：公司应收账款规模较大且占总资产比重偏高，下游客户回款周期和信用状况存在不确定性。若客户财务状况恶化，增量坏账计提可能对利润形成直接冲击。

公允价值变动风险：公司利润对金融资产公允价值变动高度敏感，2025 年公允价值变动收益 19.22 亿元，奇瑞汽车上市浮盈贡献较大；若持仓市值回撤，利润波动将显著放大。

减值准备较高风险：2025 年公司计提减值损失 13.08 亿元，其中信用减值 10.24 亿元、资产减值 2.84 亿元；2026 年上半年再计提 5.26 亿元，减值对利润形成持续侵蚀。

存货较高风险：2025 年末存货周转率仅 4.49 次，处于行业偏慢水平；2026 年前三季度资产减值损失 5.40 亿元、同比增 252.76%，主因存货跌价准备增加。

应收账款周转较长风险：2025 年末应收账款账面余额约 192.85 亿元，已计提坏账准备约 29.85 亿元；回款周期偏长占用营运资金，并推高坏账计提压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**31,605**	**35,392**	**45,070**	**62,500**	**79,000**	**95,000**
增长率	37.1%	12.0%	27.3%	38.7%	26.4%	20.3%
主营业务成本	-26,257	-29,020	-37,780	-53,219	-67,308	-80,750
%销售收入	83.1%	82.0%	83.8%	85.2%	85.2%	85.0%
毛利	5,348	6,372	7,290	9,281	11,692	14,250
%销售收入	16.9%	18.0%	16.2%	14.9%	14.8%	15.0%
营业税金及附加	-234	-276	-315	-406	-498	-599
%销售收入	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
销售费用	-656	-304	-351	-625	-782	-941
%销售收入	2.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-1,736	-1,928	-2,031	-2,500	-3,002	-3,610
%销售收入	5.5%	5.4%	4.5%	4.0%	3.8%	3.8%
研发费用	-2,061	-2,148	-2,430	-2,813	-3,555	-4,275
%销售收入	6.5%	6.1%	5.4%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润（EBIT）	661	1,715	2,162	2,938	3,855	4,826
%销售收入	2.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.9%	5.1%
财务费用	-547	-843	-1,443	-1,633	-2,234	-2,247
%销售收入	1.7%	2.4%	3.2%	2.6%	2.8%	2.4%
资产减值损失	-584	-1,165	-1,308	-1,137	-587	-104
公允价值变动收益	106	196	1,922	200	200	200
投资收益	69	47	146	200	200	200
%税前利润	7.2%	3.7%	6.5%	12.8%	10.3%	6.3%
营业利润	975	1,283	2,345	1,567	1,934	3,174
营业利润率	3.1%	3.6%	5.2%	2.5%	2.4%	3.3%
营业外收支	-27	-20	-92	0	0	0
税前利润	948	1,263	2,253	1,567	1,934	3,174
利润率	3.0%	3.6%	5.0%	2.5%	2.4%	3.3%
所得税	21	-109	35	0	-193	-317
所得税率	-2.2%	8.6%	-1.6%	0.0%	10.0%	10.0%
净利润	969	1,154	2,288	1,567	1,741	2,857
少数股东损益	30	-53	-95	33	36	40
归属于母公司的净利润	**939**	**1,207**	**2,383**	**1,534**	**1,704**	**2,817**
净利率	3.0%	3.4%	5.3%	2.5%	2.2%	3.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	969	1,154	2,288	1,567	1,741	2,857
少数股东损益	30	-53	-95	33	36	40
非现金支出	2,462	3,620	4,852	6,090	6,061	5,701
非经营收益	562	814	-432	2,453	1,866	1,856
营运资金变动	-1,574	-2,883	-3,085	-8,283	2,654	2,989
经营活动现金净流	**2,419**	**2,706**	**3,624**	**1,827**	**12,322**	**13,402**
资本开支	-13,020	-8,765	-10,127	-16,135	-7,020	-3,020
投资	-3,524	1,780	187	-1,000	0	0
其他	69	-122	-355	200	200	200
投资活动现金净流	**-16,475**	**-7,107**	**-10,296**	**-16,935**	**-6,820**	**-2,820**
股权募资	365	3,360	5,078	441	0	0
债权募资	15,285	4,488	3,532	18,891	2,257	-2,833
其他	-1,762	-2,368	-1,370	-1,885	-2,396	-2,471
筹资活动现金净流	**13,888**	**5,480**	**7,240**	**17,447**	**-139**	**-5,304**
现金净流量	**86**	**1,228**	**250**	**2,339**	**5,363**	**5,278**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	14,513	16,548	16,813	19,117	24,455	29,716
应收款项	14,022	18,673	21,229	25,237	31,581	37,597
存货	5,679	7,121	9,690	17,817	18,560	19,189
其他流动资产	8,215	6,420	6,198	5,181	5,465	5,742
流动资产	42,429	48,763	53,931	67,353	80,061	92,244
%总资产	45.3%	45.2%	42.4%	44.9%	48.7%	53.0%
长期投资	4,603	4,505	6,730	6,730	6,730	6,730
固定资产	37,677	44,817	55,183	67,482	68,282	64,981
%总资产	40.3%	41.6%	43.4%	45.0%	41.5%	37.4%
无形资产	5,682	6,567	7,774	8,365	9,120	9,852
非流动资产	51,163	59,077	73,283	82,746	84,292	81,715
%总资产	54.7%	54.8%	57.6%	55.1%	51.3%	47.0%
资产总计	**93,593**	**107,840**	**127,215**	**150,099**	**164,353**	**173,960**
短期借款	21,614	26,011	28,560	42,394	44,651	41,818
应付款项	20,473	27,797	33,861	39,117	48,972	58,166
其他流动负债	3,279	1,764	3,913	1,385	1,695	2,084
流动负债	45,366	55,572	66,334	82,896	95,318	102,067
长期贷款	18,160	18,510	19,252	26,752	26,752	26,752
其他长期负债	3,771	3,862	4,722	1,660	1,881	2,097
负债	67,297	77,943	90,308	111,309	123,952	130,916
普通股股东权益	25,067	25,960	29,124	30,975	32,549	35,152
其中：股本	1,785	1,802	1,814	1,814	1,814	1,814
未分配利润	4,473	5,471	7,654	9,071	10,645	13,248
少数股东权益	1,229	3,936	7,782	7,815	7,852	7,892
负债股东权益合计	**93,593**	**107,840**	**127,215**	**150,099**	**164,353**	**173,960**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.526	0.670	1.314	0.845	0.939	1.552
每股净资产	14.042	14.406	16.054	17.069	17.936	19.370
每股经营现金净流	1.355	1.501	1.998	1.007	6.792	7.388
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.064	0.072	0.118
回报率						
净资产收益率	3.74%	4.65%	8.18%	4.95%	5.24%	8.01%
总资产收益率	1.00%	1.12%	1.87%	1.02%	1.04%	1.62%
投入资本收益率	1.01%	2.10%	2.55%	2.71%	3.09%	3.87%
增长率						
主营业务收入增长率	37.11%	11.98%	27.35%	38.67%	26.40%	20.25%
EBIT 增长率	80.65%	159.51%	26.03%	35.88%	31.24%	25.18%
净利润增长率	201.28%	28.56%	97.49%	-35.64%	11.11%	65.28%
总资产增长率	28.87%	15.22%	17.97%	17.99%	9.50%	5.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	124.5	151.4	132.6	133.9	132.5	131.2
存货周转天数	92.2	80.5	81.2	130.0	110.0	95.0
应付账款周转天数	175.3	189.0	172.9	152.5	151.0	149.5
固定资产周转天数	252.4	309.6	344.2	273.3	196.8	147.2
偿债能力						
净负债/股东权益	79.29%	83.81%	79.79%	124.46%	111.38%	85.27%
EBIT 利息保障倍数	1.2	2.0	1.5	1.8	1.7	2.1
资产负债率	71.90%	72.28%	70.99%	74.16%	75.42%	75.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	16	33
增持	0	2	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.29**	**1.30**	**1.27**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究