

# 亿纬锂能（300014.SZ）深度报告：经营拐点已至，喜迎收获之期

评级：买入（维持）

李航（证券分析师）  
S0350521120006  
lih11@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
亿纬锂能	12.9%	1.6%	22.1%
沪深300	3.1%	-1.3%	6.8%

## 市场数据

2025/05/16

当前价格 (元)	45.30
52周价格区间 (元)	30.73-58.54
总市值 (百万)	92,671.18
流通市值 (百万)	84,322.99
总股本 (万股)	204,572.15
流通股本 (万股)	186,143.46
日均成交额 (百万)	579.38
近一月换手 (%)	0.99

## 相关报告

《亿纬锂能 (300014) 点评报告: 签订储能大单, 持续完善全球化产业布局 (买入) \*电池\*李航, 李铭全》——2024-09-12

《亿纬锂能 (300014) 2023年报点评报告: 动力储能业务持续高增, 经营质量继续改善 (买入) \*电池\*李航》——2024-04-21

《亿纬锂能 (300014) 点评报告: 发布“质量回报双提升”行动方案, 持续提升长期价值+积极回馈投资者 (买入) \*电池\*李航》——2024-02-27

- ◆ **锂电池行业供需层面，需求持续性可期，竞争格局有望进一步明晰。**需求端，动储与新兴应用多轮驱动下，需求持续性可期，2025年内在主机厂车型供给带动下，国内动力需求增长预计将得到支撑，中长期智能化与电动化水平保障国内动力需求持续性，而以欧洲为代表的海外动力需求有望受益于主流品牌车型周期向上，单车带电水平整体保持稳定，电池需求耦合动力终端需求增长。非动力场景方面，光储平价下储能应用场景全面扩容，数据中心供电等需求打开储能增长空间。工程机械及各类新兴应用电动化进一步拉动锂电池整体增长空间。供给端，扩产放缓叠加成本见底，无序竞争有望终结，财务指标映射主要电池厂商扩产已放缓，成本见底背景下，无序竞争有望终结。
- ◆ **中资电池厂商全球份额方面，我们认为通过特色产品+优质客户绑定，中资厂商有望加速替代日韩份额。**以中创新航为代表的优质中资厂商凭借特色产品+优质客户绑定，借船出海与直接突破并行。主要日韩竞对方面，成本控制与产品迭代差异下，份额与盈利能力承压明显。以LGES/松下/SDI/SK On为代表的日韩主流厂商份额及盈利能力承压，LFP路线兴起下中资厂商有望依托技术积淀把握机遇，参照储能电池发展历史，中资厂商有望凭借性价比优势进一步抢占海外份额。
- ◆ **再看亿纬锂能：消费储能奠定基本盘，经营拐点下，海外产能建设与新品上量把握新机遇。**深厚积淀助力场景与产品方案持续拓展，消费电池稳健基本盘已成。性价比加持下储能电池已实现出货高增，新品迭代叠加客户产能双重国际化奠定增长持续性；动力电池原产能已逐步走出低谷，大圆柱新品上量有望打开公司远期扩张空间，内生层面，公司投资趋于稳健，自我造血能力逐步提升。
- ◆ **投资建议：我们预计公司2025-2027年实现营业收入677/847/985亿元，实现归母净利润51/76/95亿元，对应PE为18/12/10倍，公司消费及储能业务已形成稳健基本盘，且成长性仍存，海外本土化布局持续推进与大圆柱新品上量有望充分打开增长空间，维持“买入”评级。**
- ◆ **风险提示：全球需求不及预期、国内以旧换新政策落地不及预期、产业链竞争格局恶化超预期、海外政策风险超预期、大圆柱等新技术产业化进度不及预期、上游原材料（锂等）价格大幅波动**

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	48615	67654	84742	98504
增长率(%)	0	39	25	16
归母净利润（百万元）	4076	5121	7632	9544
增长率(%)	1	26	49	25
摊薄每股收益（元）	1.99	2.50	3.73	4.67
ROE (%)	11	12	16	18
P/E	22.76	18.10	12.14	9.71
P/B	2.47	2.25	1.99	1.74
P/S	1.91	1.37	1.09	0.94
EV/EBITDA	14.93	10.72	8.32	7.06

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- 一、锂电池行业需求与格局：需求持续性可期，竞争格局有望进一步明晰
- 二、中资电池厂商出海：特色产品+优质客户绑定，多元化模式下有望加速替代
- 三、再看亿纬锂能：消费储能奠定基本盘，经营拐点下，海外产能建设与新品上量把握新机遇
- 四、投资建议及风险提示

# 一、锂电池行业需求与格局：需求持续性可期，竞争格局有望进一步明晰

## 1.1 动储与新兴应用多轮驱动，需求持续性可期

1.1.1 2025年内国内动力需求增长在主机厂车型供给带动下有所支撑

1.1.2 中长期智能化与电动化水平保障国内动力需求持续性

1.1.3 以欧洲为代表的海外动力需求有望受益于主流品牌车型周期向上

1.1.4 单车带电水平整体保持稳定，电池需求耦合动力终端需求增长

1.1.5 光储平价下储能应用场景全面扩容，数据中心供电等需求打开储能增长空间

1.1.6 工程机械及各类新兴应用电动化进一步拉动锂电池整体增长空间

## 1.2 扩产放缓叠加成本见底，无序竞争有望终结

1.2.1 财务指标映射主要电池厂商扩产已放缓

1.2.2 成本见底，无序竞争有望终结

# 1.1.1 2025年内国内动力需求增长在主机厂车型供给带动下有所支撑

我们认为国内动力端需求中长期均有支撑。2025年内看，国内主流车企有较大增量空间。以比亚迪、吉利为代表的自主车企及以零跑、小米、小鹏、问界等为代表的新势力在2025年均有力竞争力车型推出。

新车型预计产品力和性价比围绕智能驾驶/续航水平/加速性能/亏电油耗等进一步升级，在以旧换新政策托底下，预计新能源乘用车增量仍有较大拉动空间。以吉利、广汽、长安等为代表的自主车企与零跑、蔚来、小米、岚图等为代表的新势力等亦于年初指定2025年销量目标，不完全统计隐含增量300+万辆，较高销售目标+新车型周期驱动下，国内需求增长支撑较为充分。

表：各主流车企2025销量目标增量可观（统计时间截至2025年3月）

品牌	2024年销量（万辆）	2025年销量目标（万辆）	增量（万辆）
比亚迪	427.2	550	122.8
吉利	217.7	271	53.4
其中：新能源	88.8	150	61.2
其中：极氪	22.2	32	9.8
广汽	200.3	230	29.7
长安	268.0	300	32.0
其中：新能源	73.3	100	26.7
其中：阿维塔	7.4	22	14.6
零跑	29.4	50	20.6
蔚来	22.2	44	22.2
小米	13.7	35	21.3
岚图	8.6	20	11.4
已公布目标车企合计目标增量（广汽假设渗透率50%）合计			317.1

表：主流自主车企/新势力2025年有较多竞争力新车推出（统计时间截至2025年1月）

车企	新车型	定位	特征	上市时间
比亚迪	汉L/唐L	大型轿车/SUV	高于现款，主打20+万市场	预计2025年内
	比亚迪夏	中大型智能旗舰MPV	标配“天神之眼”高阶智能驾驶辅助，DM-5.0技术及云辇-C	2025年1月
	腾势N9	大型SUV	2.0T插混系统，配置3台电动机，纯电续航145km	预计2025年内
	仰望U7插混	豪华行政轿车	首款搭载水平对置发动机的车型，将进一步降低车身重心，获得更好的操控体验。此首款搭载全数字底盘的比亚迪车型	预计2025年内
	秦PLUS改款	紧凑型轿车	预计采用DM-5.0，馈电油耗预计更优，EV车型搭载单电机，最大功率100kW	预计2025年内
	海豚改款/海狮05 EV/海狮07 DM/海豹05	紧凑型轿车/SUV	王朝网兄弟车型/海洋网平替车型	预计2025年内
吉利	吉利银河星舰SUV	旗舰型SUV	6座布局，与星舰7 EM-i 同属吉利GEA架构，搭载新一代雷神电混系统、银河11合1智能电驱	预计2025年内
	吉利银河星舰轿车	中大型轿车	预计采用偏向轻便经济的EM-i 超级混动系统	预计2025年内
	新款银河L6 EM-i	紧凑型轿车	Flyme Auto车机系统，搭载1.5L混动系统，其中发动机最高热效率46.5%，P1+P3布局单挡双电机单元，整车亏电油耗相比现款将全面降低	预计2025年内
	新款银河L7 EM-i	大五座SUV	内置以高通骁龙8155芯片为基础的银河NOS系统	预计2025年内
	领克L946	插混大型SUV	车长超过5.2m，或将搭载由2.0T混动专用发动机和三电机组成的插电混动系统	预计2025年内
	极氪EX1E	旗舰级SUV	搭载英伟达Thor芯片，算力高达2000TOPS，提供纯电动和自主研发的超级电混技术两种形式，插混车型预计搭载领克L946同款的2.0T插混系统，匹配P1+P3+P4电机架构以及3DHT专用变速器	预计2025年内
零跑	极氪007猎装版	猎装轿跑	基于800V架构打造，配备极氪001FR同款碳化硅后电机，或配备空气悬架	预计2025年内
	零跑B10	紧凑型SUV	尺寸相比C10进一步缩小，预计2025年实现自研端到端大模型智驾系统上车	2025年3月
	小米	YU7	中大型SUV	预计延续SU7设计/配置风格
小鹏	G9增程式	中大型SUV	新增程平台，纯电续航430km	预计2025年内
问界	M8	中大型SUV	大连屏+电子怀挡，后轮主动转向+M9同款1.5T发动机+骁遥插混电池/“巨鲸”800V高压电池组	预计2025年内

## 1.1.2 中长期智能化与电动化水平保障国内动力需求持续性

更长期看，我们认为支撑新能源车渗透率提升和销量增长的关键因素在于驾乘性能的全面提升。一方面在于电动化水平提升进一步缓解续航与补能焦虑，另一方面则在于智能化推进从而改善驾乘体验。

智驾与快速补能方面，2025年内积极变化已现，驱动中长期渗透率提升。智驾端除理想、小鹏、极氪等持续主打智能化的新势力外，主流自主车企比亚迪、奇瑞、吉利、广汽等均发布智驾上车推广计划，旨在实现智驾平权；同时宁德时代、比亚迪等电池龙头通过商业模式创新及技术改进，进一步推广换电及高压快充方案，旨在进一步改善补能体验，在补能效率上对标传统燃油车体系。我们认为2025年起国产新能源车型有望随国内AI发展与电池产业链配套升级而在智能化水平、电动化配置上取得长足发展，驱动新能源渗透率持续提升，2030年渗透率有望实现90%。

表：自主车企与新势力车企共同推进智驾平权

主机厂	智驾规划
比亚迪	2025年将高速NOA功能全面覆盖旗下全系车型，包括10万元以下至20万元以上价格区间的汉、唐、宋、海豹、海豚等主力车型
奇瑞汽车	将“智驾平权”下探至6万元价格区间，在2026年率先实现量产L3级自动驾驶车辆，并发布猎鹰智驾系统
吉利集团	2025年3月初发布统一智驾解决方案千里浩瀚，分为H1、H3、H5、H7、H9五个层级，H9方案具备L3架构，支持行业最大车端算力的双Thor U芯片
极氪科技	发布千里浩瀚H7、H9两套智驾方案，H9为极氪打造的L3级自动驾驶技术架构
广汽集团	2025Q4量产并上市销售全国首款L3级自动驾驶乘用车，2026年加快量产上市节奏，推出更多L3级自动驾驶产品
理想汽车	拟于2025年5月推出基于现有车型的“智驾焕新版”，NVIDIA GTC2025大会公开目标在2025年下半年实现VLA技术（视觉-语言-行动）量产上车
小鹏汽车	2025H2在中国率先实现L3级自动驾驶的软件能力和体验。2026年规模量产支持L4级别低速场景无人驾驶的车型

表：宁德时代换电站建设计划

时间	建设目标
2025年	1000座巧克力换电站
中期目标	10000座
最终目标	30000-40000座

表：比亚迪发布兆瓦闪充，目标油电同速

项目	性能参数
充电功率	1000KW
峰值充电速度	1秒2km
补能速度	闪充5分钟，畅行400km

### 1.1.3 以欧洲为代表的海外动力需求有望受益于主流品牌车型周期向上

海外动力端，我们认为以欧洲为代表的重要市场中长期需求仍存。具体看尽管欧洲近年政策出现一定波动，但核心目标应在于新能源车产业的自主可控，旨在保障在技术上对齐当前主流水平、实现本土产业的平稳过渡与升级，绿色转型大方向预计不变，且通过多方面手段如补贴、适度延长碳排过渡周期等方式进一步提振需求，降低车企短期压力。

**我们认为海外市场政策支持更多起到托底或锦上添花的效果，当前阶段起量更多需依靠主流车企供给端进一步实现多样化，海外主流车企新车型持续推出有望支撑中期需求增长。**具体看，以大众、Stellantis、BMW及日韩车企为代表的海外主流车企均将在2025-2026年迎来基于电动化平台新车型的上市，有望通过新能源新车型周期驱动海外销量向上，新车型起量与规模效应显现有望实现正向循环，支持海外市场中长期增长。

表：欧洲新能源车近期相关政策

时间	政策变化
2024年11月	要求前来欧盟投资建厂的中国内地企业向欧洲企业转让技术产权，以换取享受欧盟补助的资格
2025年1月	欧盟可能通过实施覆盖整个欧盟的补贴计划来提振电动汽车需求
2025年3月	欧盟委员会主席冯德莱恩宣布，给予汽车制造商额外三年的时间来实现原定于2025年的二氧化碳排放目标

表：海外主流车企2025-2026年有望迎来新能源新车型周期，驱动海外销量向上

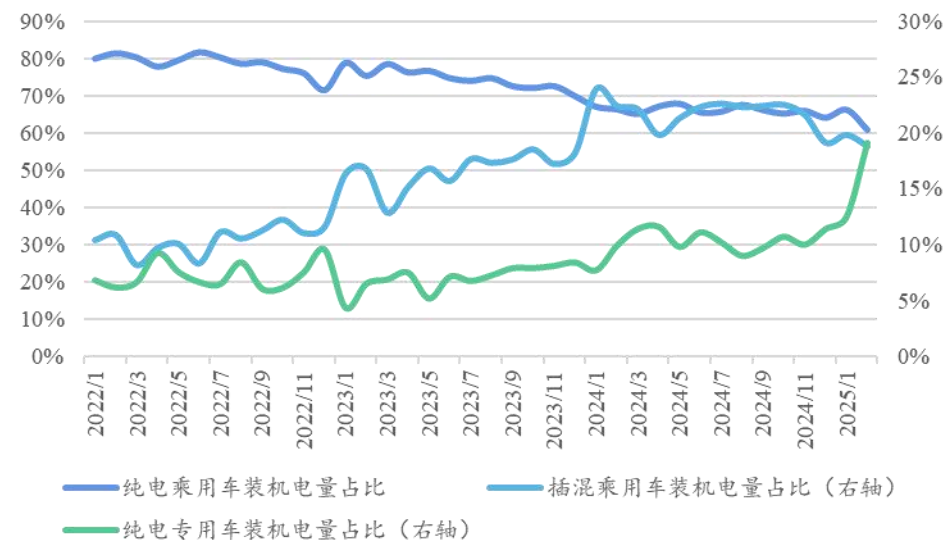
海外主流车企	新车型规划
大众	研发全新紧凑型车平台CMP，基于该平台，2026年将推出4款全新车型；与小鹏合作开发的首批两款全新车型也将在2026年上市，首款产品为SUV车型；计划将现有的MEB电动车平台升级至MEB+，2026年推出新品
Stellantis	2024年起推出采用STLA平台的下一代车型，平台支持多种动力系统，包括纯电动车、混动车、插混车以及燃油车等（标致3008和5008 SUV、欧宝/沃克斯豪尔Grandland SUV等），在全球范围内推出采用Smart Car平台的经济型多能源车型（e-C3、菲亚特Grande Panda、欧宝/沃克斯豪尔Frontera等）。目标2030年实现欧洲市场纯电动车销量占比100%，美国市场50%
BMW	2025H1推出首款基于Neue Klasse平台打造的纯电车型iX3、新款M2 CS、新款iX，2025H2推出紧凑型纯电SUV iX1，2026至2027年推出包括Neue Klasse车型在内的20余款新车
Volvo	2025年将推出 5 款车型，2026 年再推出 5 款。包括电动轿车ES90（2025年推出）及电动SUV EX60（2026 年推出）
Toyota	计划在2026年于欧洲推出15款零排放汽车，其中包括6款纯电动车，预计新车型将推动丰田在欧洲的电动车销量份额从5%提高到20%。
现代起亚	2025年在欧洲公开3款新电动汽车起亚EV4、起亚PV5（2025年上市）、概念EV2（预计2026年上市）

## 1.1.4 单车带电水平整体保持稳定，电池需求耦合终端需求增长

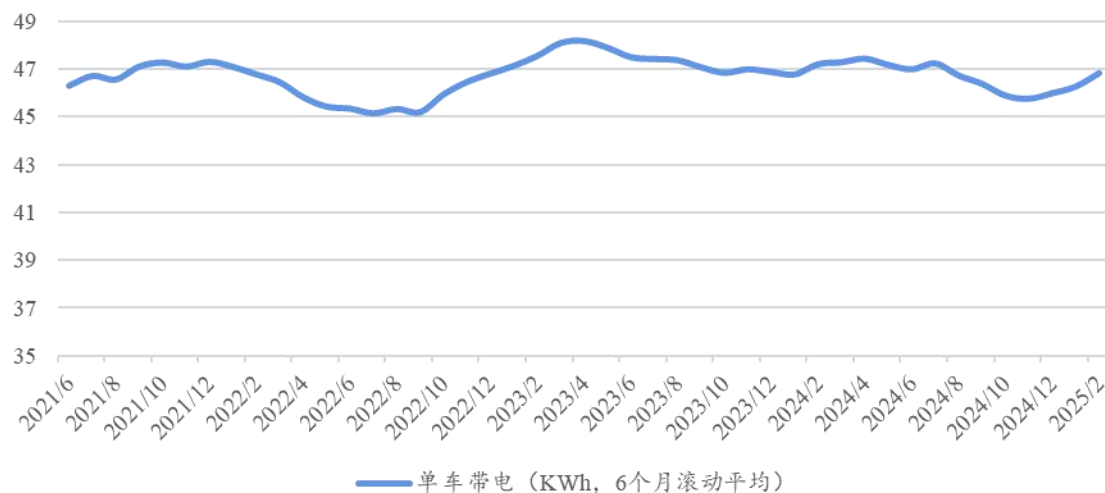
单车带电量整体保持稳定，为动力电池装机奠定基础。整体看2024年以来单车带电量数据保持稳定，在44-50KWh的水平窄幅波动。**单车带电稳+新能源车产销高增的组合带动动力电池装机水平同步实现高增。**

2023年以来动力端有2个较为明显的结构性变化。一方面，随比亚迪价格政策与DM-5.0推出，比亚迪强销量表现叠加示范效应下，**插混专用车销量占比及装机电量占比有明显提升**，2024年内插混专用车装机电量占比已从2022年末的12%提升至22%左右；另一方面，由前所属，**专用车电动化的回暖驱动纯电专用车装机电量占比提升**，2024年内纯电专用车装机电量占比从2023年初的7%左右回升至10%左右的水平。随新能源车市场竞争加剧，围绕续航能力的电量竞赛持续进行，近年**纯电/插混乘用车单车带电量均呈上升趋势**，插混占比提升下支撑单车带电量整体保持稳定，预计**随竞争持续+电池技术进步，这一趋势仍将维持。**

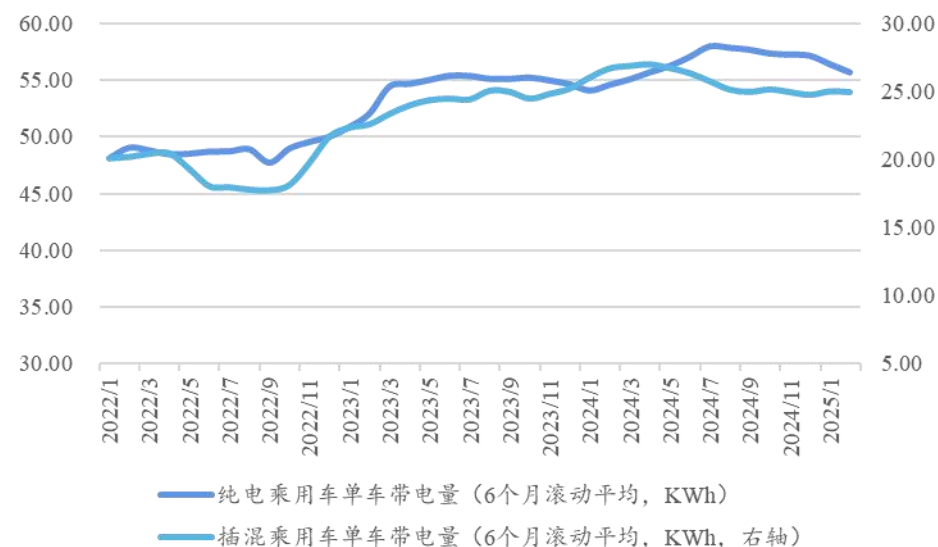
图：2023年以来插混乘用车及纯电专用车占比提升



图：近年国内新能源车单车带电量水平整体保持稳定



图：纯电乘用车及插混乘用车单车带电量持续提升





## 1.1.5 光储平价下储能应用场景全面扩容，数据中心供电等需求打开储能增长空间

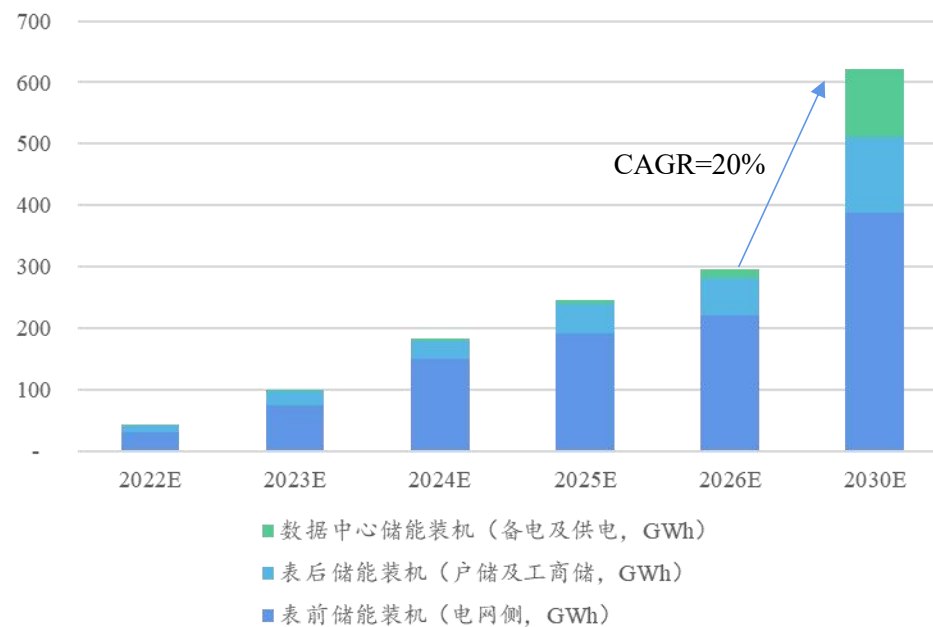
2024年年中以来除海外电网侧储能与新兴市场分布式储能外，亦可观察到以数据中心配储为代表的新兴应用项目加速起量，贡献需求新增量。从数据中心目前趋势看，数据中心正由IDC向AIDC进化，同时数据中心的建设方式和分布区域也在发生变化。建设方式上，AIDC通常采用高功率密度液冷服务器，向超大规模集群化（百MW级）、绿色化（PUE<1.1）迈进；从分布区域看，出于数据合规、降低延迟、满足本地化需求考虑，数据中心布局呈现全球化布局趋势，非洲、中东、拉美等传统数据中心建设薄弱的地区装机也快速增长。“数据中心+风光+储能”凭借清洁低碳、供电可靠、安全经济优势有望成为解决算力与电力矛盾的重要方案，2025年初已观察到中东近20GWh级别项目落地，彰显增长潜力。

整体看，光储平价下除传统及新兴市场能源转型及电网强化需求外，AIDC驱动的负载侧增长亦构成重要的需求拉动项。结合GGII预测，我们认为在表前/表后储能与数据中心储能的拉动下，2026-2030年储能装机增速有望实现20%或更高水平。

表：2024年中以来数据中心配储项目加速起量

时间	签约/招标项目情况
2025年3月	新疆运达伊吾县联泰人工智能大模型智算中心配套新能源项目，共配置26MW/52MWh储能电站
2025年3月	澳洲布里斯班超级节点及数据中心项目，一期与二期将先行投运520MW/1876MWh容量，三期扩容至760MW/3096MWh
2025年1月	阿联酋RTC项目，5.2GW光伏项目+19GWh电池储能项目
2024年11月	庆阳数据中心集群绿电聚合供应项目，新能源总装机2GW，其中风电1.5GW、光伏0.5GW，按10%、2小时配置储能
2024年7月	乌兰察布中金数据低碳算力基地源网荷储一体化项目，新建200MW风电+100MW光伏、45MW/180MWh储能，为算力基地提供约占其目前总用电量35%的绿色，实现绿电100%自用

图：数据中心配储有望成为储能远期装机重要增量



## 1.1.6 工程机械及各类新兴应用电动化进一步拉动锂电池整体增长空间

新兴应用方面，工程机械、具身智能、eVTOL等具备低基数、大空间的多重特性，有望成为动力场景应用的重要拉动项。

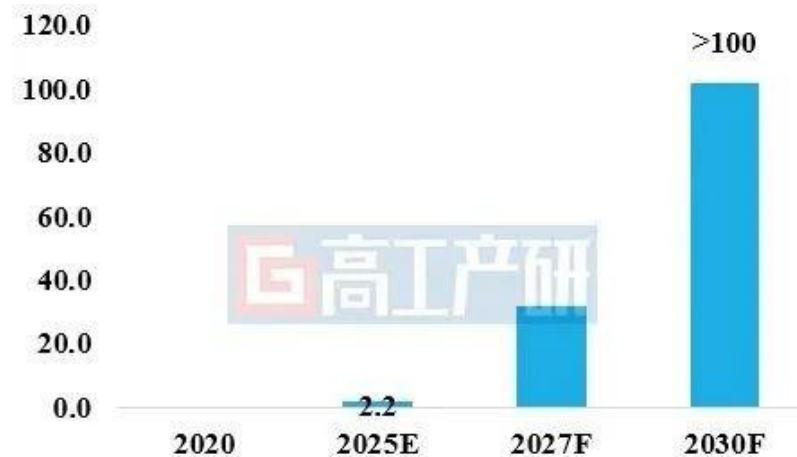
根据GGII，2024年工程机械电动化渗透增速达到历史新高。随电动化对工程机械运营属性的经济效益提升及直接的工作效率提升、能耗减少等优势等逐步体现，工程机械远期增长空间达到百GWh级别。具身智能市场快速扩容拉动锂电池需求，增长空间同样有望到百GWh级别。

整体看，在传统动储市场随性价比驱动增长的基础上，新兴应用有望进一步拓展市场增量，锂电池行业2026-2030年整体CAGR有望实现近20%，需求持续性可期，仍具备较高增长潜力。

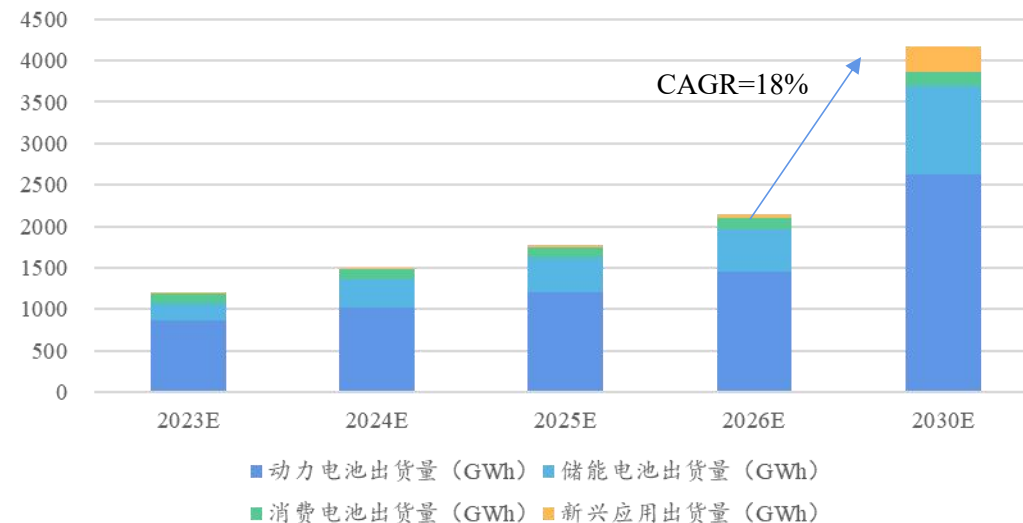
表：2024年内工程机械电动化率持续提升

工程机械品类	渗透率水平
高空作业机械	2024年电动化渗透率达到90%以上
电动叉车	2024H1渗透率超70%
新能源混凝土搅拌车	2024H1新能源搅拌车渗透超40%，呈直线上涨态势
电动装载机	2024年销量破万，同比增长270%，渗透率超10%

图：具身智能远期出货空间可观（单位：GWh）



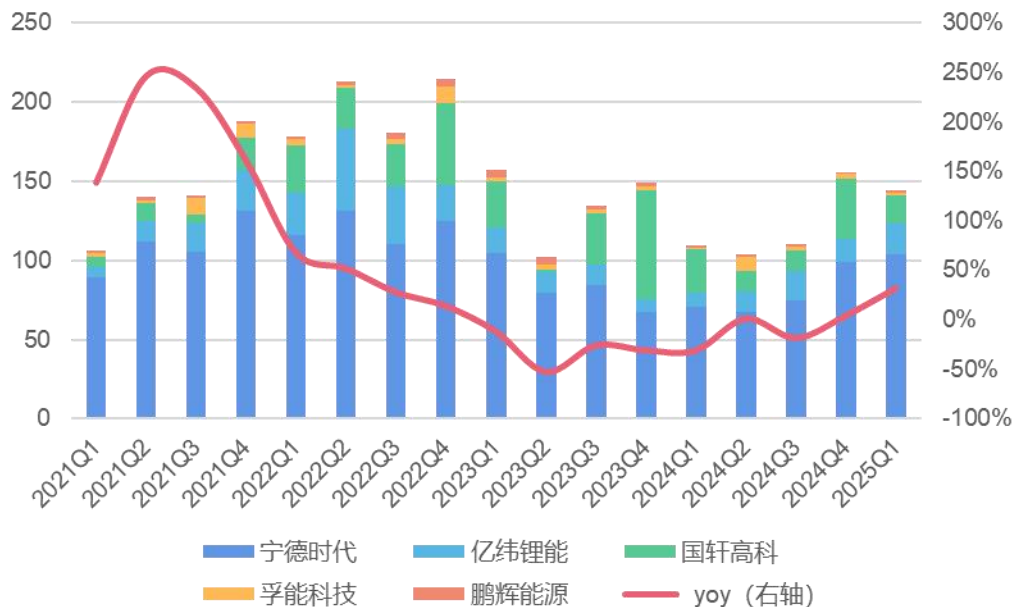
图：整体看锂电池行业2026-2030年CAGR实现近20%



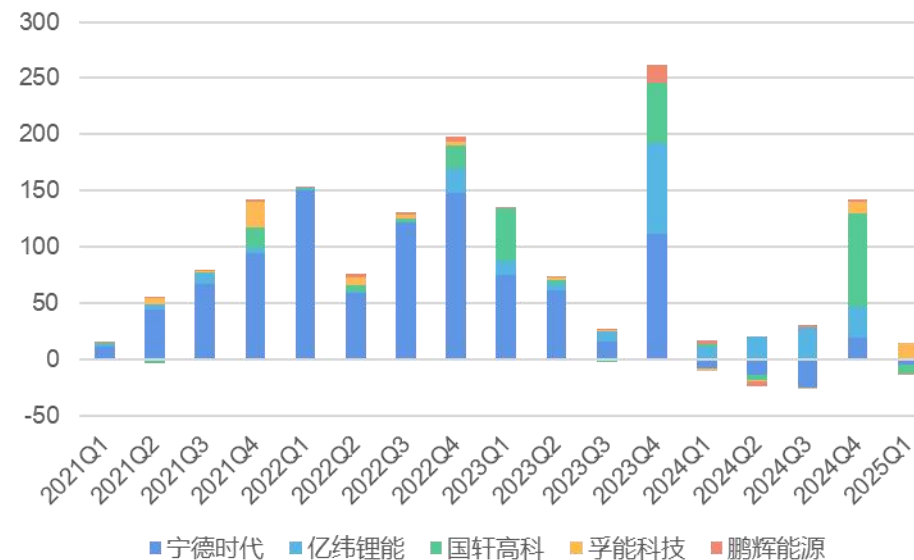
## 1.2.1 财务指标映射主要电池厂商扩产已放缓

供给端，结合对应上市公司财务指标看，产能释放水平趋于理性。我们以购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金项目以及固定资产净增加额进行衡量，选取可得季度数据的5家主流电池企业进行参照。可观察到2023年以来，电池企业扩产整体边际放缓，同时，考虑资产购建与转固的时滞，2024年以来，整体看主流电池企业固定资产净增加额显著放缓，指向产能增长水平整体可控，供给端释放趋于理性。

图：以购建长期资产的现金流为衡量指标，2023年以来电池企业边际扩产整体放缓（左轴单位：亿元）



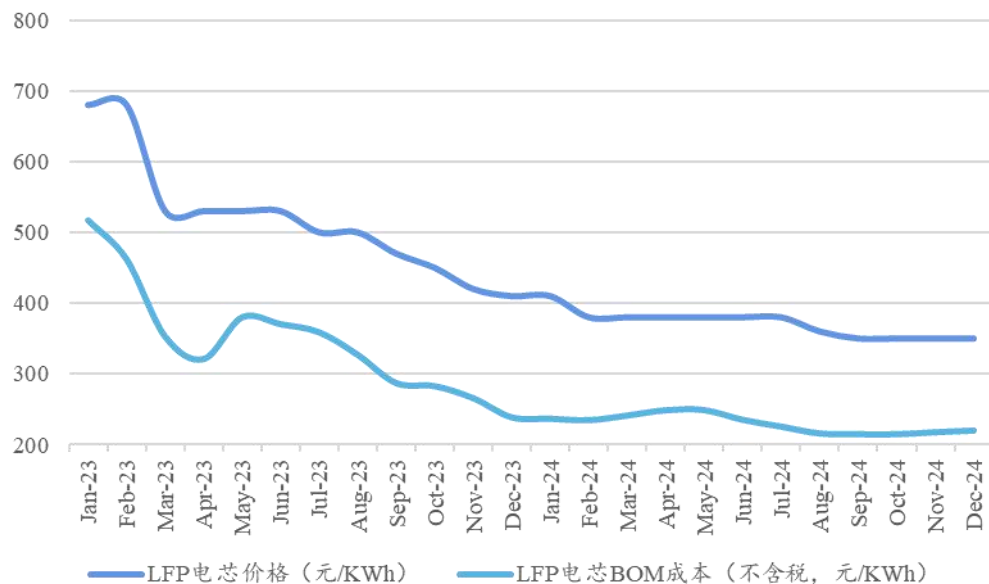
图：以固定资产净增加额为衡量指标，2024年以来电池企业产能增加显著持续放缓（左轴单位：亿元）



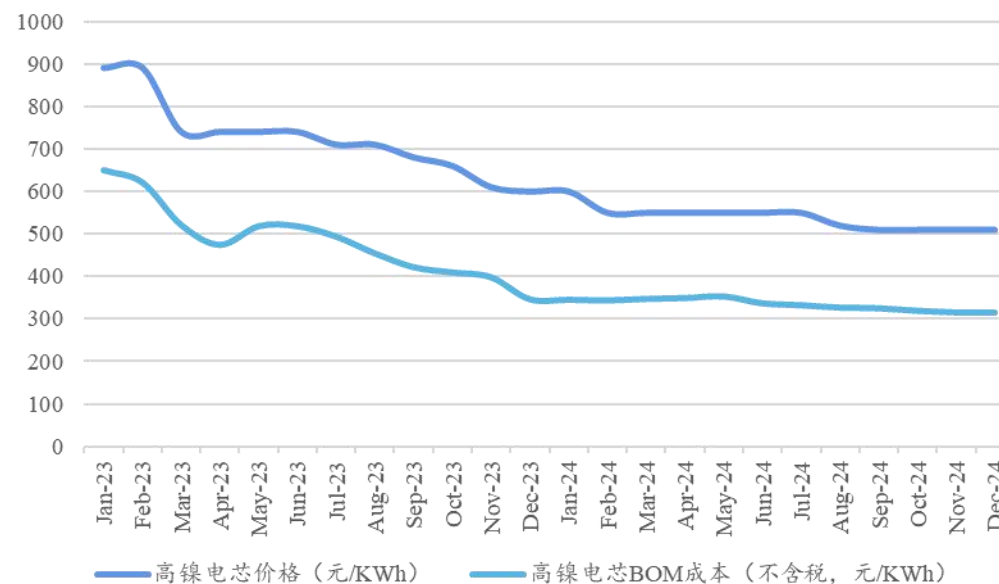
## 1.2.2 成本见底，无序竞争有望终结

供给端，价的维度，我们对于电芯厂价格与BOM成本进行估算，成本底部基本确认，无序竞争有望终结。2023年初以来，上游厂商原材料跌价传导及让利行为与电芯厂份额竞争策略共同驱动电芯价格及BOM成本持续下行，产业链经历了近2年的跌价周期。但2024Q4以来，随产业链需求保持较高增长水平，叠加上游材料厂商多处于深度亏损状态，电芯BOM成本反弹，成本底部基本确认，电池厂商降价空间已较为有限，减亏成为产业链共同诉求，无序竞争有望终结。

图：以LFP电芯看，电芯价格基本见底，BOM成本已现反弹



图：以高镍电芯看，电芯价格基本见底，BOM成本已现反弹



## 二、中资电池厂商出海：特色产品+优质客户绑定，多元化模式下有望加速替代

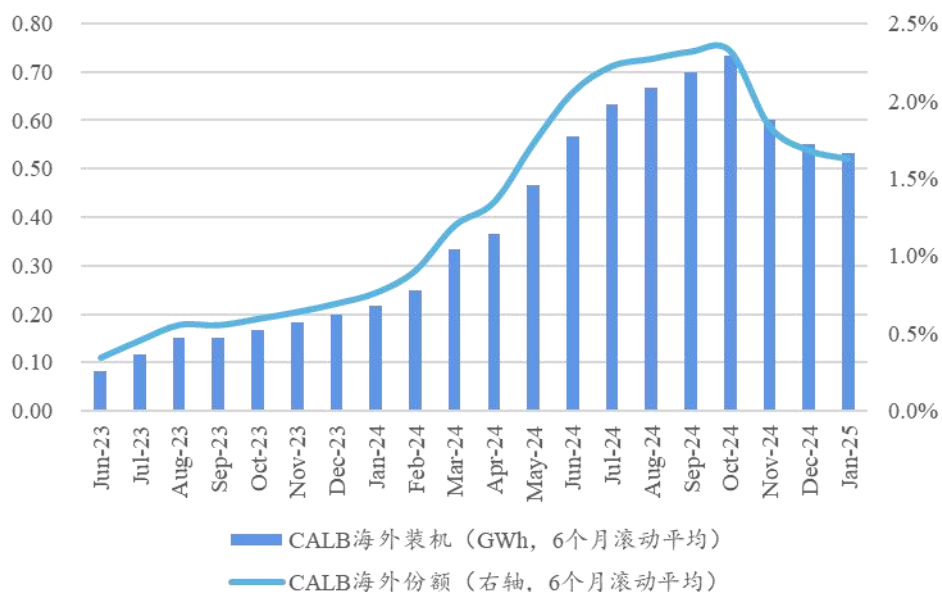
- 2.1 优质中资厂商出海之道：特色产品+优质客户绑定，借船出海与直接突破并行
- 2.2 主要日韩竞对现状：成本控制与产品迭代差异下，份额与盈利能力承压明显
  - 2.2.1 日韩主流厂商份额承压，LFP路线兴起下中资厂商有望依托技术积淀把握机遇
  - 2.2.2 LGES：增长与盈利能力承压显著
  - 2.2.3 松下：动力业务高度依赖补贴，展业范围或受限
  - 2.2.4 SDI及SK On：盈利能力持续承压
  - 2.2.5 参照储能电池历史，中资厂商有望凭借性价比优势进一步抢占海外份额

## 2.1 优质中资厂商出海之道：特色产品+优质客户绑定，借船出海与直接突破并行

对于二线电池厂商，中创新航通过借船出海实现海外份额提升，提供出海思路。2023年以来，中创新航海外装机水平与份额整体呈现上升趋势。我们认为主要源于实现出口实力较强的自主及新势力品牌的全面配套，公司通过多款车型配套，同样享受其海外市场增量，2024年公司海外份额一度突破2%，实现海外装机水平高增。

对中创新航海外装机突破历程进行分析，尽管公司当前仍以配套出口为主流，但同样具备一些值得参考的经验，具体看：1) 基于特色主打产品（中镍高电压）在中高端品牌的爆款车型实现突破，奠定口碑并实现横向拓展；2) 持续深化与优质客户的合作，加强绑定。

图：中创新航海外装机及份额情况



表：中创新航配套出口发展历程

时间	事件
2022年11月	smart新一代纯电动车家族的首位成员——smart精灵#1动力电池率先通过TÜV莱茵认证，获得基于欧盟PEFCR和ISO14067的碳足迹证书，搭载中创新航高电压快充产品
2023年2月	公告成为小鹏、蔚来多个出口车型的首选
2023年6月	Smart精灵#3正式发布，全系首发搭载中创新航66度中镍高电压三元锂电池
2023年	中镍高电压三元产品助力沃尔沃全球车型EX30首发上市，在稳定供货smart、Volvo、吉利银河等品牌的基础上，拓展与极氪、领克、远程、翼真等品牌的合作

表：中创新航全面配套出口实力强的自主及新势力品牌

主机厂	CALB公布配套车型	新能源出口表现
吉利	领克07、吉利银河L6、吉利帝豪EV450、吉利几何C	均属于吉利集团，吉利集团依托广泛品牌布局，海外市占率水平高，2023-2024年均实现6%左右，海外TOP6-8。
Volvo	沃尔沃EX30	
Smart	Smart精灵#3	
小鹏	小鹏X9、小鹏P7i、小鹏G6、小鹏G9、小鹏P7	2024年实现新势力出海第一，海外主力市场为欧洲，在多个市场位列当地新能源汽车第一或前三，2024年12月在德国完成了欧洲第1万辆交付
零跑	零跑C10、零跑C11、零跑C11增程版	2024年出口1.3万辆，与零跑合资公司目前已建立超400家海外网点

## 2.2.1 日韩主流厂商份额承压，LFP路线兴起下中资厂商有望依托技术积淀把握机遇

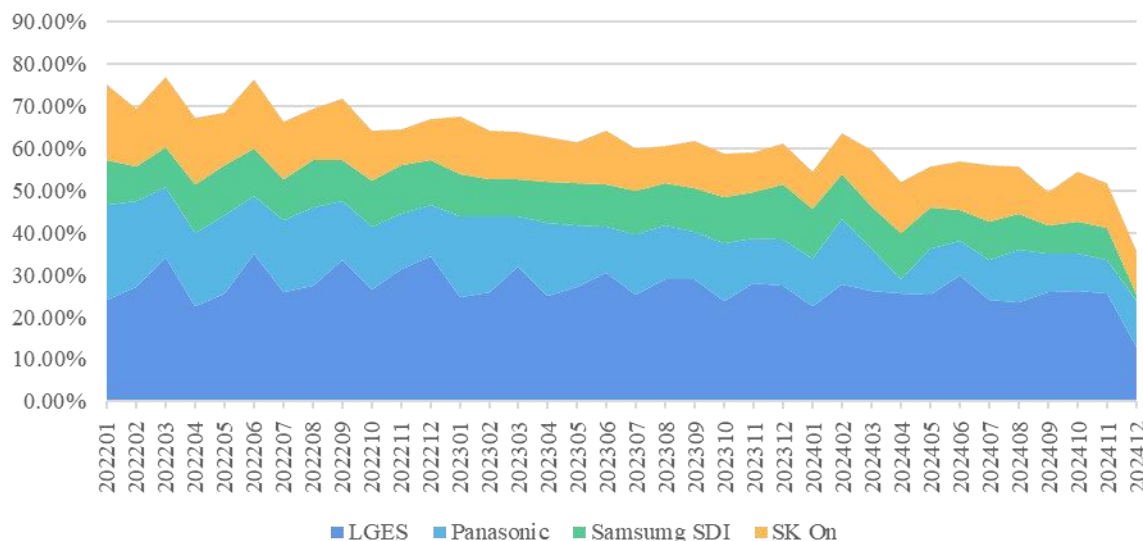
此前海外动力市场主要由日韩厂商主导，但随国内动力市场迅速扩容，国内头部电池厂商在产品研发、成本控制等方面逐步取得优势。由于规模、要素成本、生产控制等因素差异，日韩厂商成本控制整体弱于国产厂商，中资凭借性能高速迭代的新品以及性价比优势持续抢占海外份额，日韩厂商在国内市场式微的同时，日韩主流企业海外份额亦持续承压。LFP路线近年兴起，根据SNE，2024年全球LFP装机份额达到54%，较2021年的35%显著提升，为中资厂商带来新机遇。

具体看，近年中资厂商产品迭代持续推进，高能量密度+快充性能兼具的LFP产品已形成较为明显的性价比优势，同时规模效应下成本及品控水平优势持续提升，有望依托技术积淀把握机遇。

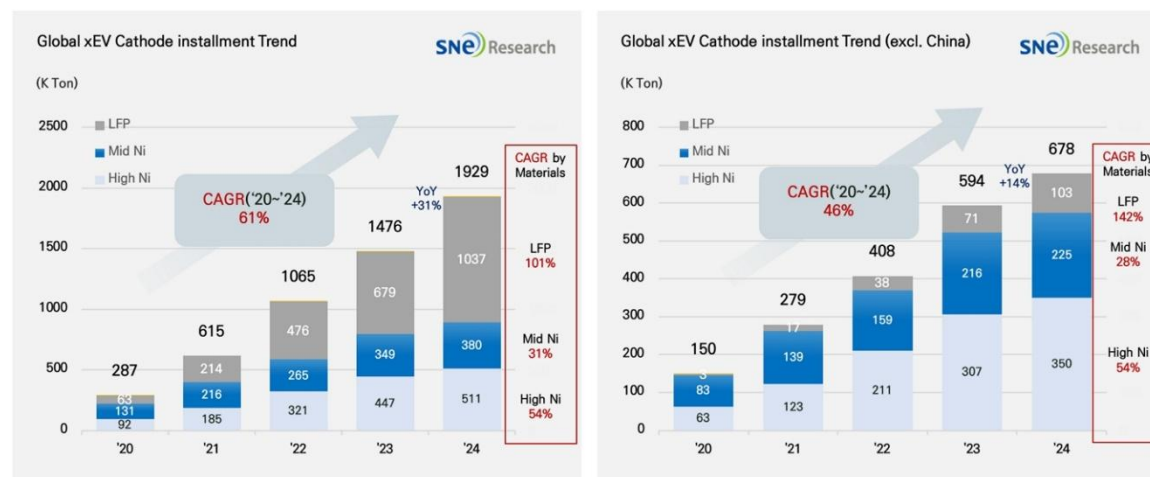
表：中资厂商已在LFP路线形成深厚积淀，产品兼具快充及续航性能

主机厂/电池厂	快充长续航铁锂性能
宁德时代	神行PLUS电池系统能量密度，达到205Wh/kg，续航里程提升到1000km级别，快充能力则提高到充电10分钟，600km续航
比亚迪	二代刀片产品（尚未正式发布）预计电池系统能量密度达到190Wh/kg，纯电车型的续航突破1000km（一代基本为140-150Wh/kg水平）
极氪	CLTC综合工况续航里程688-870km，最高充电功率可达500KW，最大充电倍率达到4.5C，实现充电15分钟续航增加500km以上
欣旺达	4C磷酸铁锂电池（2024年2月完成开发）具有高能量密度、快速充电、长循环寿命等特点，仅需15分钟就能充电至80%的电量

图：近年日韩主流企业海外份额持续承压



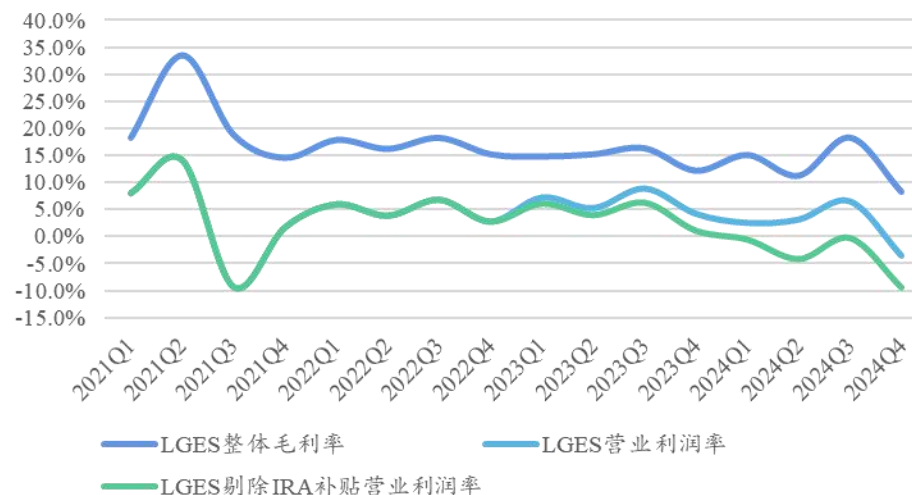
图：近年LFP装机份额持续提升



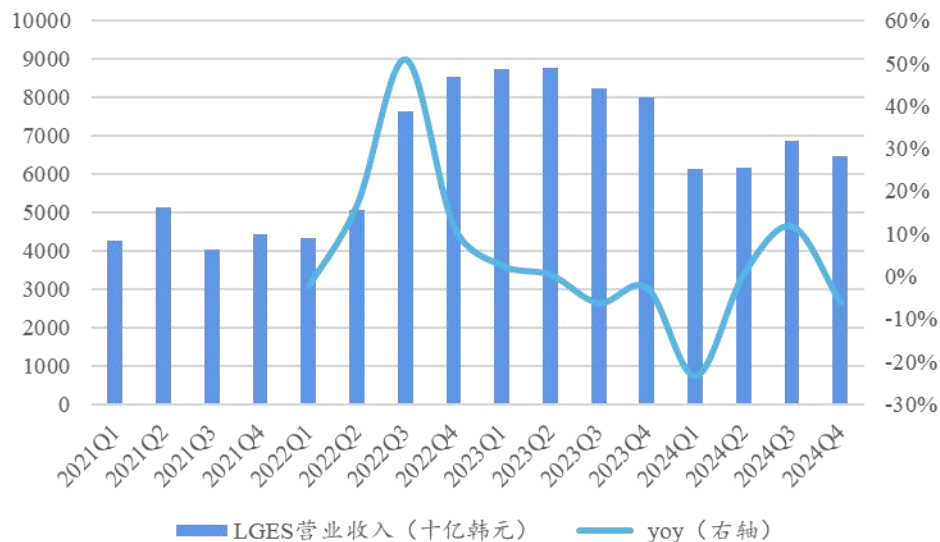
## 2.2.2 LGES：增长与盈利能力承压显著

以海外全球份额最高厂商LGES看，海外头部厂商营收及盈利能力承压明显。2024年LGES营收及营业利润增速均承压，主要源于海外配套客户销量相对疲软及产品价格持续下降。同时，尽管公司2024年内营业利润整体维持微利水平，但剔除IRA补贴后营业利润率均为负值，成本压力突出。

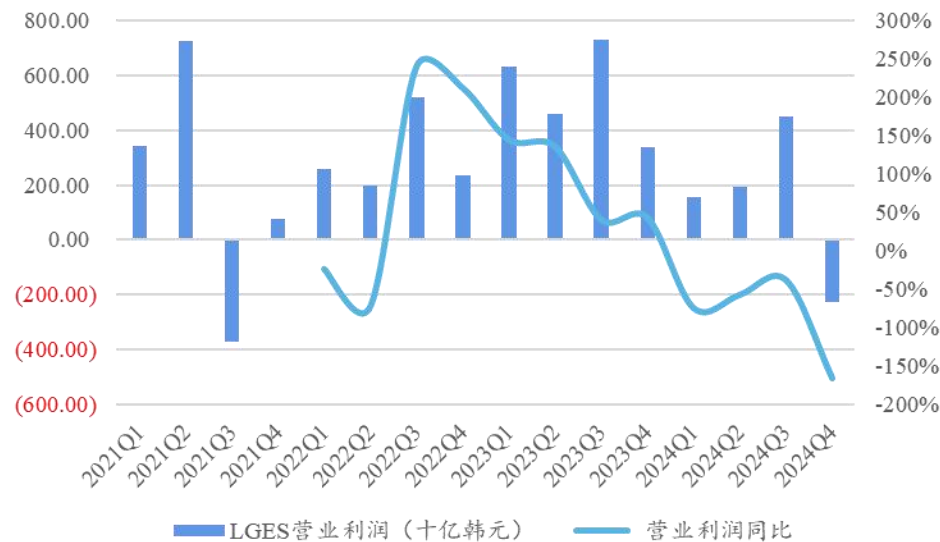
图：2024年内剔除IRA补贴LGES营业利润持续为负



图：LGES营收增速2024年明显承压



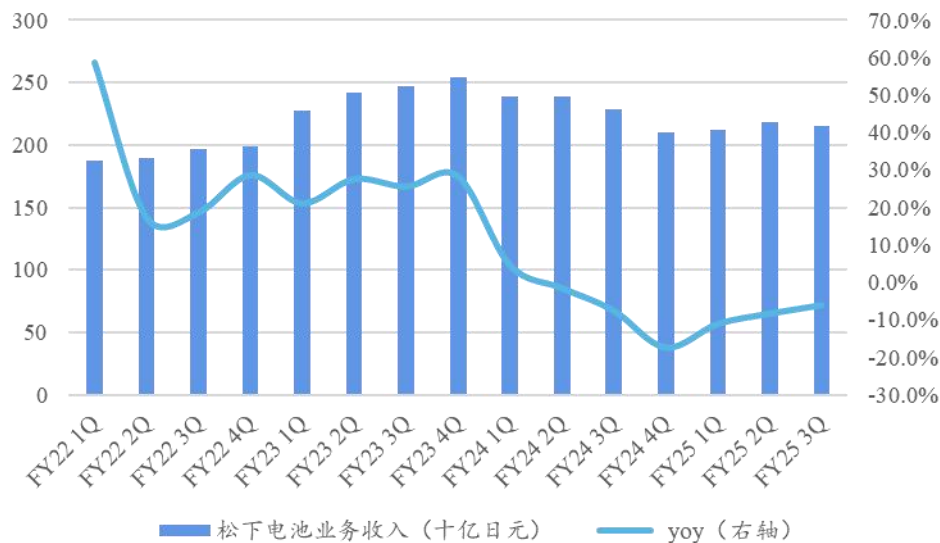
图：LGES营业利润增速2024年明显承压



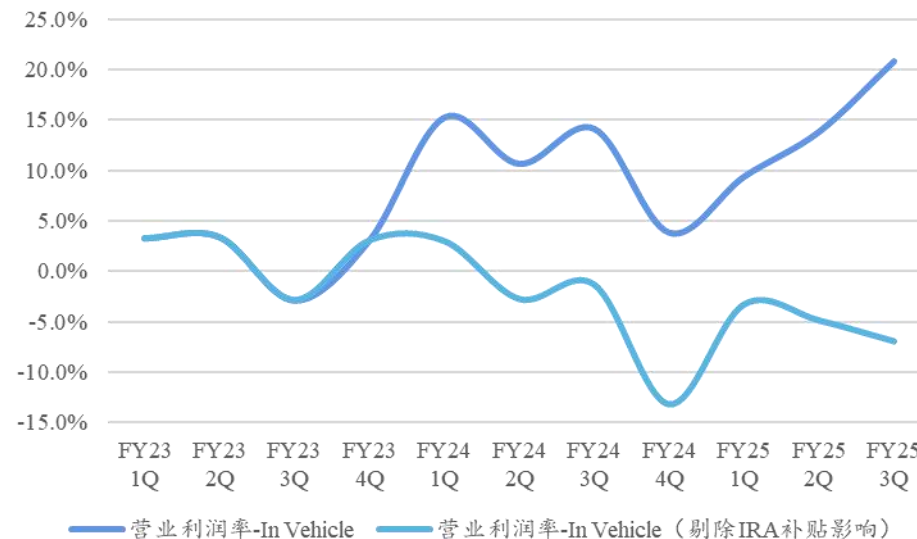
## 2.2.3 松下：动力业务高度依赖补贴，展业范围或受限

松下营业利润水平同样持续承压，且高度依赖补贴。与LGES类似，2024年公司电池营收增速承压，营业利润受制于海外配套客户（以Tesla为主）销量相对疲软及份额下降，剔除IRA补贴后整体处于低位水平。公司动力业务盈利主要依靠美国内华达特斯拉配套工厂持续获取IRA补贴，剔除IRA补贴后营业利润率2024年内同样均为负值。

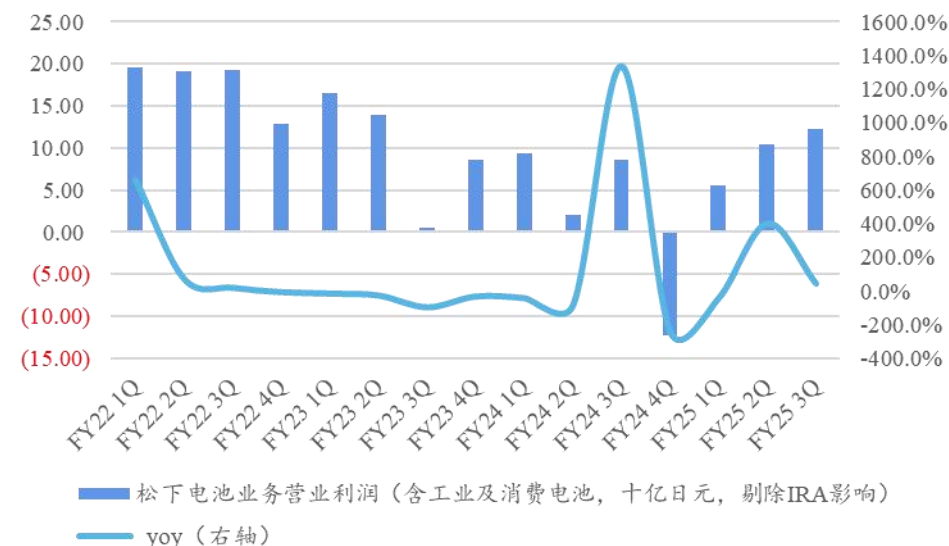
图：松下营收增速2024年承压



图：2024年内剔除IRA补贴松下动力营业利润持续为负



图：松下营业利润（剔除IRA补贴）2024年处于低位



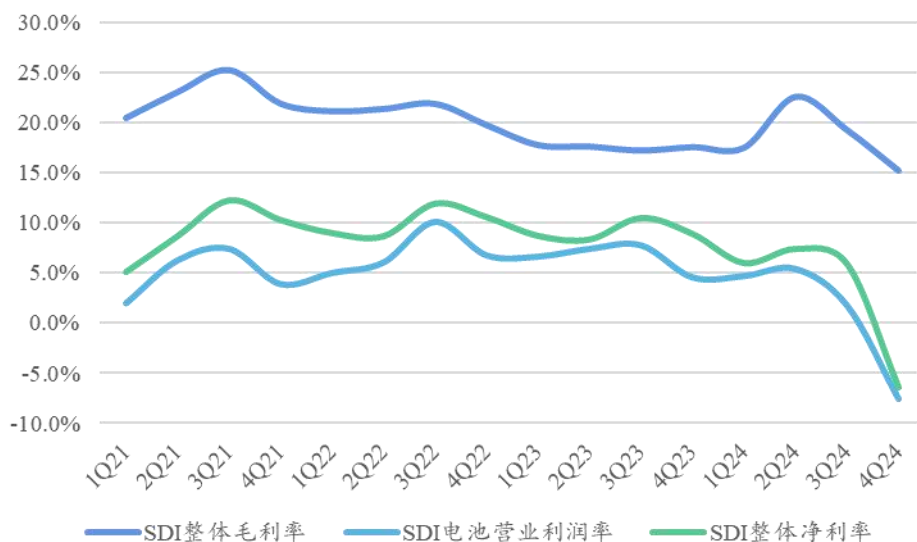
## 2.2.4 SDI及SK On：盈利能力持续承压

韩国电池厂SDI与SK On同样均在经营利润层面有所承压。具体看，SDI依托消费电池业务，且配套车企定位相对高端，营业利润率往年表现相对更优，SK On配套客户更为多元，高端车企与综合性车企均有所配套，且电池业务基本仅包括动力电池业务，受制于成本控制能力，营业利润率常年为负。

表：SDI与SK On配套情况

电池厂	配套车企
Samsung SDI	BMW、Rivian、AUDI
SK On	Hyundai Motor Group、Mercedes-Benz、Volkswagen

图：SDI营业利润与净利润率2024年承压



图：SK On电池营业利润率基本常年为负



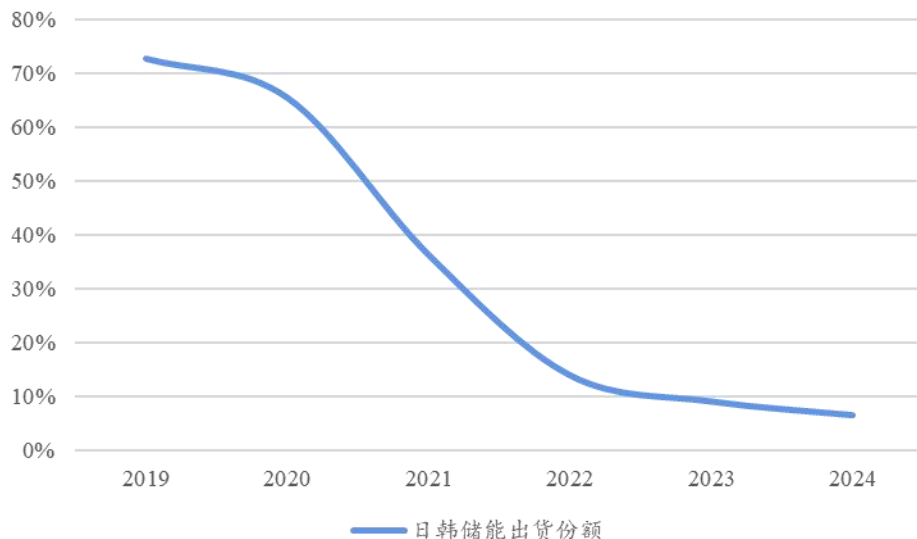
## 2.2.5 参照储能电池历史，中资厂商有望凭借性价比优势进一步抢占海外份额

储能电池市场中资厂商依靠性价比与技术优势近年迅速对日韩厂商实现替代。参照储能电池历史情况，日韩厂商同样受制于性价比与产品迭代（三元为主，LFP技术欠缺导致安全性天然居于劣势），2020年以来份额迅速下滑，出货量基本没有增长，据SNE，日韩厂商2024年整体份额已下降至10%以下，且全球电芯出货TOP10中仅剩SDI一席。

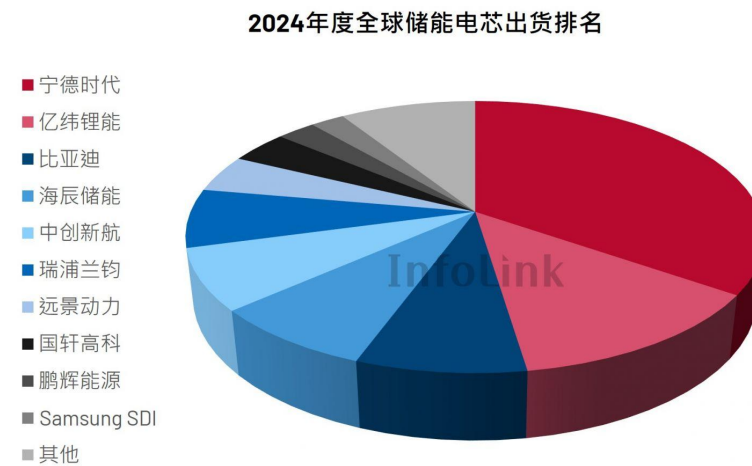
参照储能电池市场历史，我们认为在性价比及海外本地化加持下，中资企业海外份额仍有提升空间。结合我们前述分析，日韩电池厂受制于成本费用控制与产品迭代能力，份额与盈利能力近年均明显承压，且营业利润高度依赖IRA补贴，**因此我们认为对于日韩厂商最优策略或为盘踞北美市场，避免在非美市场与中资厂商进行高强度价格竞争，对应给中资厂商在非美市场的替代提供了机遇。**

我们认为储能市场中资厂商实现替代速度与幅度较快主要源于：1) 储能电池每年在不同项目招标，切换速度远高于动力（定点6-8年生命周期）；2) 业主方对于成本更敏感。尽管周期有别，但我们认为中资企业有望凭借性价比与服务优势，叠加海外本土化布局，进一步提升海外份额水平。

图：日韩储能出货份额持续承压



图：2024年全球储能电芯出货TOP10日韩仅剩一席



## 三、再看亿纬锂能：消费储能奠定基本盘，经营拐点下，海外产能建设与新品上量把握新机遇

- 3.1 深厚积淀助力场景与产品方案持续拓展，消费电池稳健基本盘已成
- 3.2 性价比加持下储能电池已实现出货高增，新品迭代叠加客户产能双重国际化奠定增长持续性
  - 3.2.1 公司储能电池已覆盖全场景及主流客户
  - 3.2.2 2024年公司储能电池产销两旺，性价比优势持续证明
  - 3.2.3 海外客户及产能布局进一步突破叠加新品上量在即，奠定增长持续性
- 3.3 动力电池原产能已逐步走出低谷，大圆柱新品上量有望打开公司远期扩张空间
  - 3.3.1 商用车起量叠加大客户车型周期，原产能有望逐步走出低谷
  - 3.3.2 出口风险可控，海外布局多元化模式并举
  - 3.3.3 持续深耕大圆柱路线，新品上量有望打开公司远期扩张空间
- 3.4 投资趋于稳健，自我造血能力逐步提升

### 3.1 深厚积淀助力场景与产品方案持续拓展，消费电池稳健基本盘已成

公司2003年开始布局消费板块锂原电池，并持续进行新品迭代，公司消费电池已形成完备产品矩阵及行业卡位，在锂原电池、圆柱电池等细分领域已成为行业龙头。

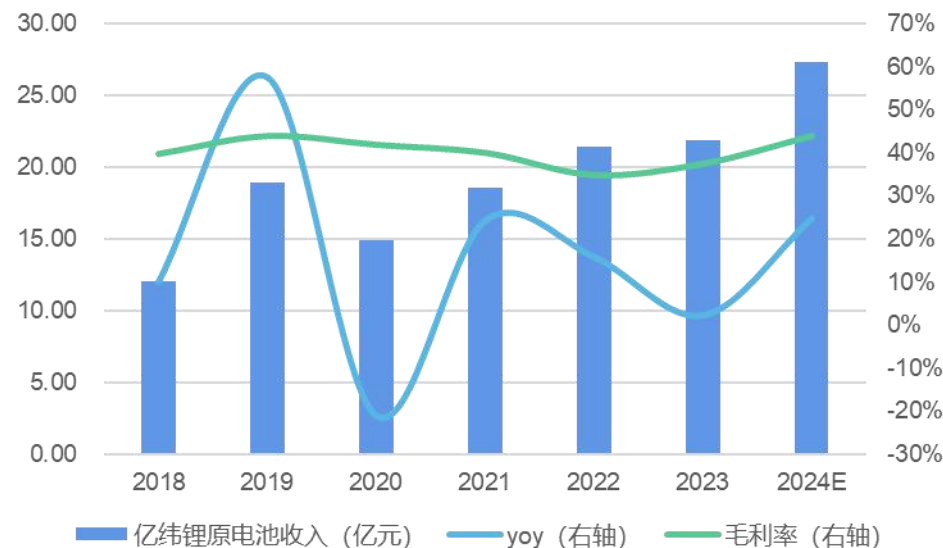
公司锂原电池、3C锂离子电池与圆柱电池产品有望保持稳健增长，消费电池稳健基本盘已成。具体看：1) 锂原电池公司维持40%左右高毛利率水平，收入增速稳健，持续贡献盈利；2) 3C锂离子电池公司持续推出新技术方案，保持产业链卡位优势并持续布局新场景；3) 据EVTank，圆柱电池公司凭借历史积淀和产能优势，成为仅次于LGES、松下与SDI的全球第四大圆柱电池出货厂商，2024年出货水平位居国内厂商第一。

公司消费业务后续仍将持续贡献高质量盈利。展望后续，我们认为整体消费业务预计有望随公司“万物互联”的产品开发和场景布局理念，超越消费电池行业增速，贡献高质量盈利水平。

表：公司消费电池已形成完备产品矩阵及行业卡位

业务方向	主要产品	主要经营成果
锂原电池	锂-亚硫酰氯电池、锂-二氧化锰电池、电池电容器（SPC）、复合电源ES等	2022年公司锂原电池销售额及出口额已连续6年稳居国内第一，锂亚电池（Li/SOCl <sub>2</sub> ）市占率全球第一。
3C锂离子电池	小型软包电池、豆式电池、针式电池、方形钢壳电池等	在电子雾化器、可穿戴及消费电子市场与国内外排名前列的公司建立了深度合作关系，为其提供高质量的产品和服务，电子雾化器电池截止2024年报已向全球提供超20亿只。
圆柱电池	18650/21700电池等	2024年实现全球出货第四，国内出货第一，份额为10%左右

图：公司锂原电池收入增速与毛利率整体稳健



### 3.2.1 公司储能电池已覆盖全场景及主流客户

公司储能业务布局前瞻，近年在优质产能扩张及新品推出下，成为又一稳健基本盘。公司储能业务始于2016年，2019年完成国内首个百兆瓦时级别项目交付，并于2020年交付首个海外项目，2022年发布新一代LF560K储能电池，于2023年启动“60GWh超级工厂”动工，于2024年规划在马来西亚合资布局二期储能工厂。

公司已在电力、通信与户用等场景均形成全套解决方案，产品条线完备且绑定国内外优质客户。源网侧储能海外绑定头部集成商，国内绑定大型发电集团及头部集成商等；在户用及工商储、通信储能等亦绑定一线品牌商及主流ICT企业。

图：亿纬锂能储能业务持续发展下成为又一稳健基本盘



图：公司储能业务提供各场景全套解决方案  
储能解决方案

亿纬锂能一直致力于为社会提供高安全、高性价比的储能锂离子电池系统。凭借电力用1500V液冷储能集成系统、通信用系列48V电池系统、家庭储能用48V低压和200V高压电池系统等集成产品，成为全球核心的储能系统方案提供商。



表：公司各储能场景均绑定主流客户

应用场景	客户
海外源网侧储能	瓦锡兰、Powin、ABS、美洲大客户等
国内源网侧储能	国南网、国电投、华电、阳光电源、海博思创、林洋储能等
户用/工商业储能	华为、德业、沃太能源、固德威等
通信储能	中国移动、中国铁塔、华为等

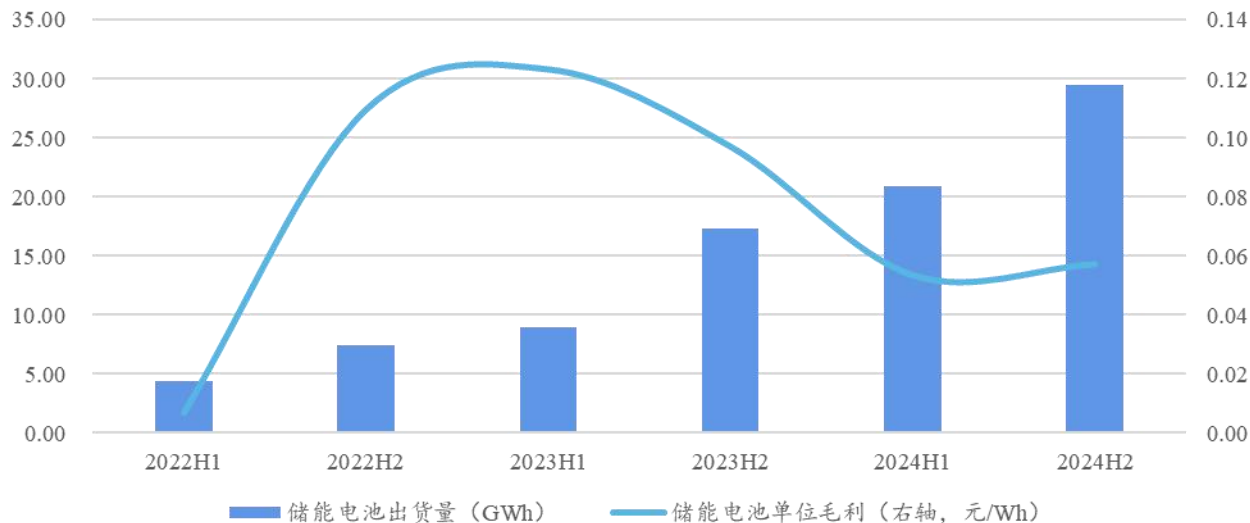
### 3.2.2 2024年公司储能电池产销两旺，性价比优势持续证明

2024年公司储能电池业务凭借专业化定位和性价比优势，实现出货高增+盈利稳定的经营组合，同时公司积极推进产品创新，持续构筑材料体系及工艺壁垒，具体看：

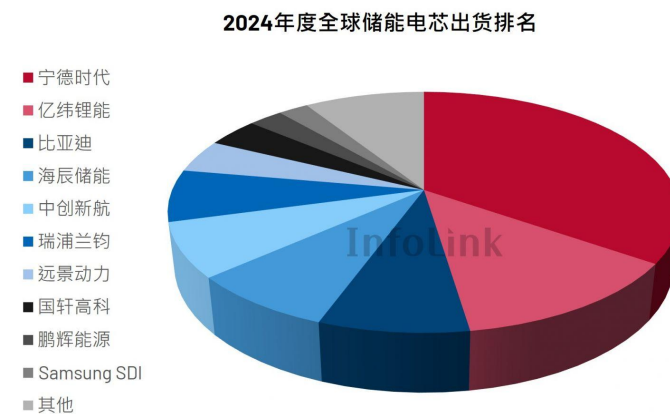
1) 2024年产销两旺带动盈利见底回升：2024年内公司储能电池产销两旺，据Infolink，**公司全年出货超越比亚迪，实现全球出货第二，出货水平50.5GWh，同比+91.9%**。优质订单占比提升叠加规模效应下单位毛利已于年内实现触底回升，回归合理水平。

2) 产品创新：公司2024年内发布差异化的628Ah储能新品，并于2024年12月实现正式投产，电芯/系统能效96%/95%，LCOS降低，储能大电芯在安全性及温差管控难度更上一层，在结构设计、电化学模型等方面存在较高壁垒，公司已在产品设计及制造工艺具备优势，品牌效应持续形成，有望逐步获得技术溢价，增厚盈利空间。

图：亿纬锂能储能电池出货水平及单位毛利水平



图：亿纬锂能2024年储能电芯出货实现全球第二



表：亿纬锂能2024年内新品彰显技术创新实力

产品	容量	能量效率	创新技术
Mr. Big电芯	628Ah	96%	集流、3T、14 μm隔膜
Mr. Giant系统	5MWh	95%	贯穿式大pack设计，焊点、钢带和端板均减少50%；在系统层级，信息采集点和电缆数量均减少50%

### 3.2.3 海外客户及产能布局进一步突破叠加新品上量在即，奠定增长持续性

我们认为公司在客海外客户及产能布局进一步突破，叠加新品竞争力的加持下，已奠定储能业务增长持续性。具体看：

1) 海外客户持续突破，已见成效，收入占比有望持续提升：公司已突破 Powin、ABS、瓦锡兰等客户，2024年海外客户均通过框架协议方式加单，并突破美洲大客户，为后续海外占比提升奠定基础，我们认为公司海外客户占比有望随海外产能交付及性价比优势体现进一步提升。

2) 公司马来西亚工厂已于2025年2月实现电池下线，当前以圆柱产能为主，储能产能有望于2026年初实现量产，马来西亚目前对等关税24%，远低于国内水平，为规避海外政策风险提供灵活性选择。

3) 新品产能具备竞争力：公司储能新品在安全性及可靠性、质量管理及单线产能方面均实现领先水平，有望进一步提升公司产品品牌力与竞争优势。

表：2024年公司海外客户加单/扩容成效显著

客户	地区	时间	规模 (GWh)	合作内容
美洲大客户	美国	2024. 12	未说明	签署合作协议，公司及亿纬马来西亚为客户提供电芯
AESI	美国	2024. 9	6. 11	亿纬动力与AESI签订协议，将向后者供应约19.5GWh的方形磷酸铁锂电池，此前亿纬锂能与ABS签订了规模为13.389GWh的储能电池订单，ABS已将其转让给AESI，并将交付量增至19.5GWh
Powin	美国	2024. 6	15. 00	与Powin签署了《Powin/EVE电池组和下一代电池供应谅解备忘录》。强调了亿纬储能和Powin将为磷酸铁锂电池组和更高密度电池的供应制定主供应协议的主要条款和条件，签订15GWh容量，含280/306Ah电芯

表：公司628Ah新品产能具备竞争力

参数	项目情况
安全性及可靠性	采用智能高精度源头感知技术，实时捕获电芯全生命周期的关键信号，可及时预警和采取防御措施
质量管理	产品缺陷率达到PPB等级
产能水平	单线产能超15GWh

表：公司马来项目落地有望规避政策风险

时间	马来西亚项目进展
2023年5月	全资孙公司亿纬马来西亚与PKL签订MOU
2023年8月	马来西亚工厂动工
2024年12月	举办设备进场仪式，预计25Q1投产
2025年2月	举办首颗电池下线仪式，工厂开始生产运营，具备年产6.8亿只圆柱电池产能
2025年4月	马来西亚工厂储能项目按照既定规划稳步推进，预计2026年初开始量产交付

### 3.3.1 商用车起量叠加大客户车型周期，原产能有望逐步走出低谷

我们认为公司动力业务尽管2024年内阶段性承压，但已出现商用车上量、乘用车产能利用率随爆款上量改善等变化：

1) 商用车持续上量：2024年内公司商用车出货预计实现10GWh级别，随新能源商用车电动化率提升维持高景气，2024年国内商用车装机达到67GWh。根据产业联盟口径，2024年1-12月公司商用车装机份额为12.2%，仅次于宁德时代，同比+2.9pct。

2) 乘用车随小鹏P7+上量，有望出现产能利用率改善：2024年11月7日小鹏P7+上市，大空间+长续航及AI智驾加持下P7+性价比凸显，发布会反响优异，截至11月7日24:00，大定已突破3.15万台，超市场预期。目前小鹏P7+三个版本电芯均为亿纬动力供应，搭载电池性能优异，公司充分享受车型增量，产能利用率向上弹性大。若小鹏P7+月销达到1万台水平，以70KWh左右均值考量，则对应年电池需求为8GWh左右，占公司2024年动力电池出货水平的20%以上，有望显著拉动产能利用率水平，2024年底公司已为小鹏增加2+条产线。

表：2024年国内商用车装机量

电池企业	商用车装机量 (GWh)	份额
宁德时代	41.18	61.1%
亿纬锂能	8.2	12.2%
比亚迪	4.39	6.5%
国轩高科	3.71	5.5%
瑞浦兰钧	3.6	5.3%
中创新航	2.54	3.8%
蜂巢能源	0.78	1.2%
三一红象	0.68	1.0%
安驰新能源	0.51	0.8%
荣威盟固利	0.36	0.5%

图：小鹏P7+大定超预期



表：小鹏P7+搭载电池性能优异

指标	性能参数
充电倍率	5C
补能效率	10分钟补能420km
百公里电耗	12.7KWh

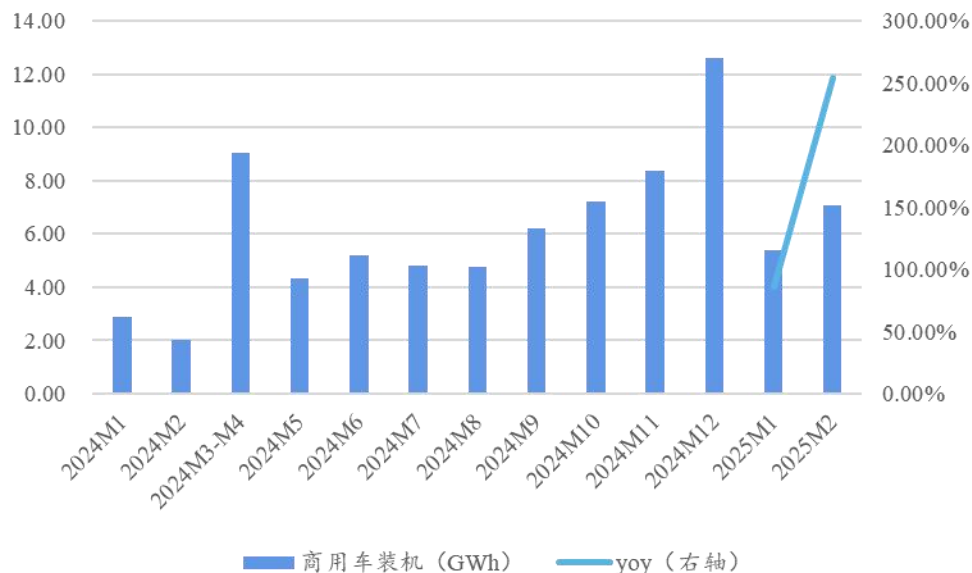
### 3.3.1 商用车起量叠加大客户车型周期，原产能有望逐步走出低谷

我们认为展望2025年，随商用车装机高增、公司乘用车产能利用率持续回升等因素，公司现有动力业务将完成反转，从拖累项转为积极贡献盈利的基本盘，具体看：

1) 商用车方面，2025年1-2月国内商用车动力电池装机量达到12.5GWh，同比+154%，增长迅猛，电动重卡及其他场景商用车均有显著增长，2025年1-2月公司国内商用车装机份额为12.6%，较2024全年份额稳中有升，我们认为随公司产品迭代及降本推进，有望充分享受商用车电动化增量，支撑动力业务。

2) 乘用车方面，2025年除小鹏现有项目配套外，小鹏增混车型以及其余新势力/自主车企的新项目导入同样值得期待，2025年大客户爆款拉动及新客户开拓下，公司乘用车出货有望实现高增，实现规模效应，单位折旧/费用预计均有积极摊薄，2025年内业务有望实现扭亏为盈，贡献利润增量的同时有望进一步形成稳健基本盘。

图：2025年商用车装机量增长迅猛



表：公司乘用车业务产能利用率盈利弹性可观

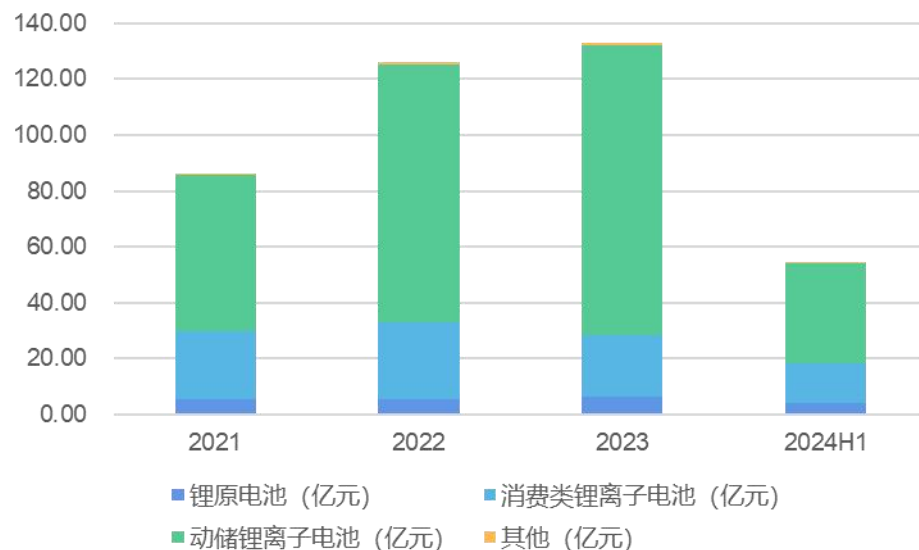
亿纬乘用车业务产能利用率弹性分析	低利用率 (50%)	高利用率 (80%)
产能 (GWh)	40	40
产能利用率	50%	80%
税金及三费 (亿元)	19.99	19.99
折旧水平 (亿元)	9.00	9.00
产销量 (GWh)	20.00	32.00
单Wh折旧 (元)	0.05	0.03
单Wh毛利 (元)	0.07	0.09
单Wh费用 (元)	0.10	0.06
单Wh盈利 (元)	(0.03)	0.03
盈利贡献 (亿元)	(5.69)	8.29

### 3.3.2 出口风险可控，海外布局多元化模式并举

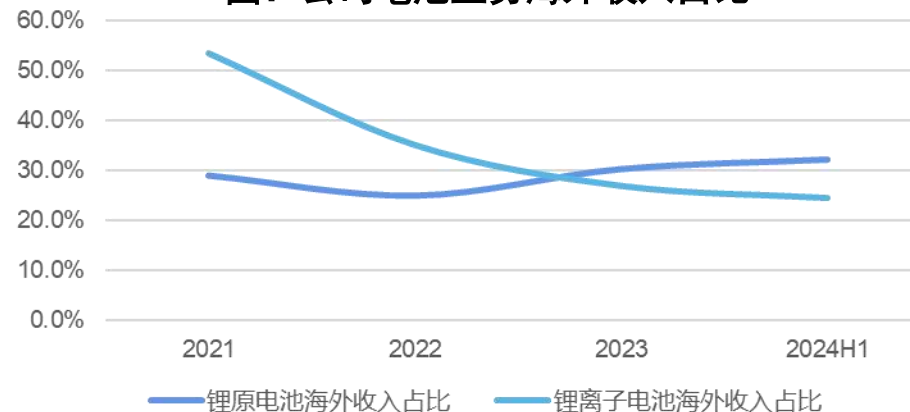
公司出口产品以动储锂离子电池为主，消费类电池收入相对稳定，电池业务海外收入占比可控。2021-2024H1公司出口收入动储锂离子电池占比保持60-80%水平，构成主要部分，消费类电池（锂原+锂离子电池）年度出口收入水平为30亿元左右，相对稳定。公司锂原电池海外收入占比近年维持在30%左右水平，锂离子电池海外收入占比随国内客户持续开拓亦有降低。

公司出口区域较为多元，对美风险可控。公司出口区域包括韩国、欧盟、美国及其他国家，韩国及欧盟区域为公司出口收入的主要构成部分，而美国2021-2024H1占出口收入比重均在20%以内，直接风险可控。

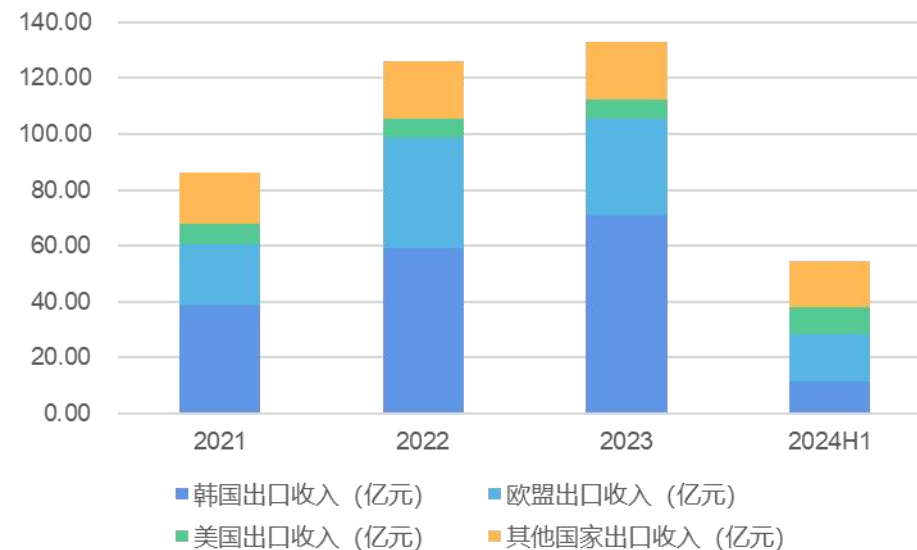
图：公司出口收入结构拆分（按产品）



图：公司电池业务海外收入占比



图：公司出口收入结构拆分（按区域）



### 3.3.2 出口风险可控，海外布局多元化模式并举

除国内已配套小鹏、零跑等出口导向新势力外，公司海外产能建设多线推进，海外布局已见成效，我们预计2025年为公司动力业务海外本土化建设元年：

- 1) 公司匈牙利产能拟本土化配套宝马，目前如期推进中，拟于2026年实现竣工投产，随宝马新世代车型量产在即，产能建设有望超预期完成，并基于宝马背书辐射周边本土客户。且当地上游配套广泛，有望形成规模效应。
- 2) 公司北美与戴姆勒、PACCAR等合作方的合资工厂（21GWh LFP产能）亦按规划推进，2024年7月已实现破土动工，公司参股10%，通过提供技术支持方式实现北美本土化配套，CLS模式加持下风险可控，且保留扩展性，进退有度。

表：公司海外产能项目推进情况

时间	匈牙利项目进展
2023年5月	公司公告，全资孙公司亿纬匈牙利已签署购地协议，购买卖方位于匈牙利德布勒森西北工业区的土地，用于生产圆柱形动力电池
2023年5月	亿纬动力官宣在匈牙利德布勒森建设电池工厂，将为宝马集团德布勒森工厂供应大圆柱电池，项目将于2026年竣工投产，届时将为当地创造1000个就业岗位
2023年11月	公司透露匈牙利工厂已开始建设
2024年11月	公司与武汉大学、匈牙利德布勒森大学在武汉举行三方合作谅解备忘录签署仪式

图：匈牙利上游配套及下游辐射面广泛



表：公司通过技术授权开拓北美市场

项目	具体情况
参股比例	10%
下游应用	北美商用车
主要客户	合资伙伴（戴姆勒卡车、康明斯、佩卡），购买全部或绝大部分产品，佩卡于戴姆勒占据美国7-8级重卡市场约70%市场份额
模式	合资公司将从亿纬锂能或其子公司获得开发、制造和商业许可产品的许可，并按约定支付授权许可费

### 3.3.3 持续深耕大圆柱路线，新品上量有望打开公司远期扩张空间

大圆柱电池应用前景可期，公司近年持续聚焦布局并陆续收获成果。

大圆柱电池具备效率、膨胀性能、安全性等多方面优势，且可实现平台化设计，基于成熟的材料体系积累缩短电池系统开发周期，提升开发效率，在各车型平台及场景均具备较强潜力。同时具备零膨胀特性与标准化尺寸特征，为底盘一体化设计的理想载体。车企可围绕电池布局车身结构，实现空间利用率最大化。

基于汽车工业化理念，公司积极布局大圆柱路线，并于2022年与宁德时代共同获得宝马新世代车型定点，我们认为相较于宁德时代主打方形路线，公司聚焦水平更高，持续专注大圆柱电池产品进行研发布局。

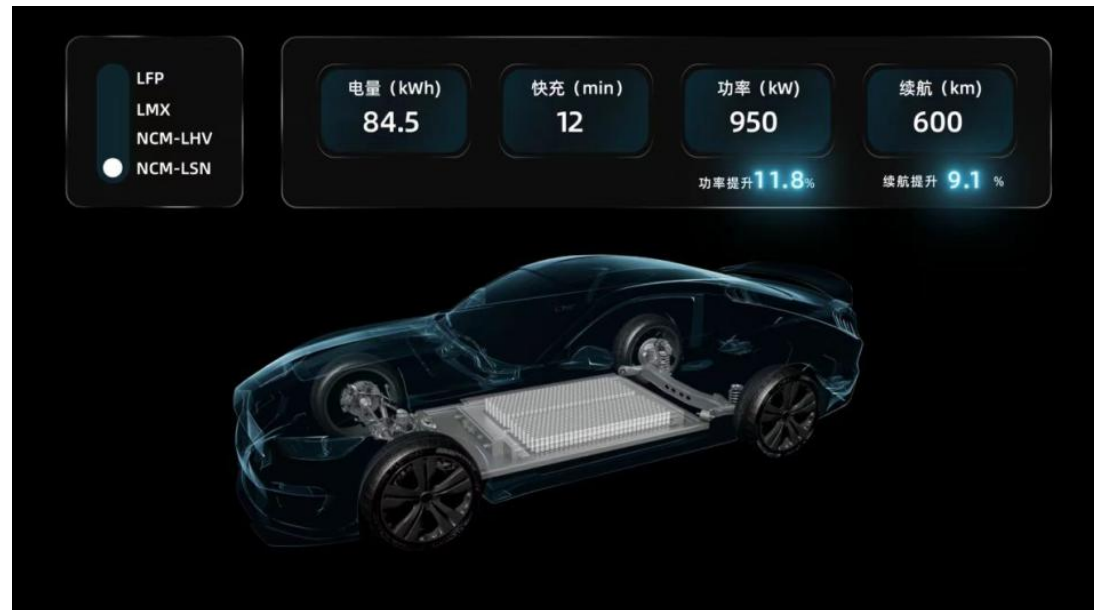
表：公司持续聚焦布局大圆柱技术路线

时间	事件
2021年11月	与荆门高新区管委会签订《合同书》，在荆门高新区投资建设20GWh乘用车用大圆柱电池生产线及辅助设施项目
2022年3月	董事长刘金成在2022中国电动汽车百人会表示大圆柱电池会成为未来高、中端车辆的主要电源方向
2022年9月	子公司湖北亿纬动力收到德国宝马集团的定点信，将为德国宝马集团Neue Klasse系列车型提供大圆柱锂离子电芯
2024年2月	配套亿纬锂能大圆柱电池的江淮瑞风RF8正式上市
2024年6月	在首届锂电池大会上发布大圆柱电池新产品 Omnicell 全能电池，具备 6C快充能力
2025年2月	大圆柱电池已实现量产装车31300+台，单车最长行驶里程达到18.5万公里以上，大圆柱电池即将搭载于宝马”新世代“车型面向全球市场推出

表：大圆柱电池具备多项优势

维度	大圆柱优势
制造效率	通过标准化设计与模块化生产，将制造效率大幅提升10倍
标准化程度	1) 生产端：标准化零部件与成组工艺，使电池成为汽车产业标准件。 2) 研发端：通过模块化设计实现跨车型适配。涵盖LFP、LMX及NCM的中/高镍等多种材料体系，可灵活调整电量和续航、充电时间及整车需求的不同功率，基于成熟材料平台缩短电池系统的开发周期
膨胀性能	凭借其钢壳强度(550MPa)与独特的结构设计优势，实现了全生命周期零膨胀。省去应力管理环节，简化电池包设计
安全性	钢壳强度是方形铝壳的 5.6 倍，底部碰撞溃缩吸能达到国标6.6倍

图：公司基于大圆柱布局多条线产品



### 3.3.3 持续深耕大圆柱路线，新品上量有望打开公司远期扩张空间

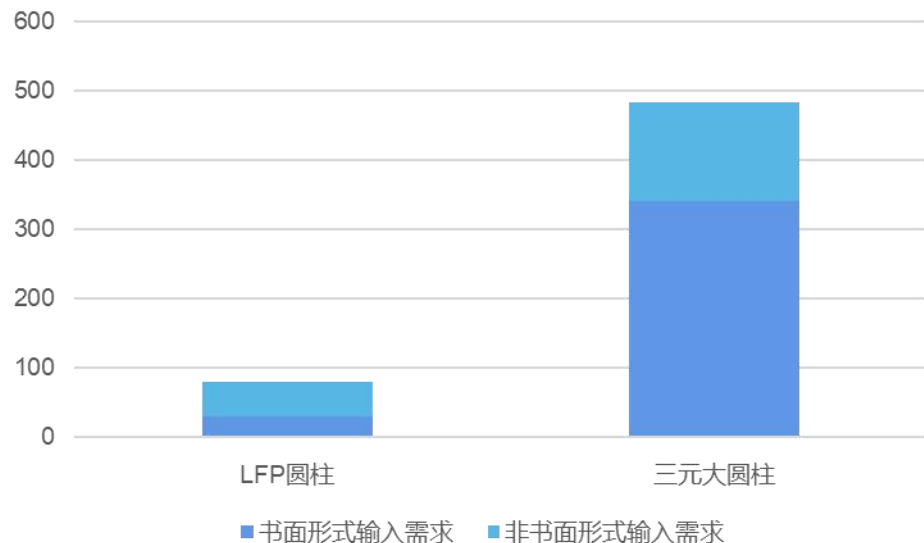
随公司持续进行迭代开发及客户项目导入，公司已在国内外多家主流主机厂实现定点及出货，并实现乘用车/商用车以及各动力类型场景全覆盖。公司三元大圆柱产品已在宝马、长安、江淮等主机厂实现定点，从项目内容看，公司大圆柱产品已在HEV/PHEV/BEV车型实现全面覆盖。

公司大圆柱产品客户意向性需求可观。根据公司披露，公司LFP圆柱及三元大圆柱产品意向性需求合计达到81/483GWh，且以书面形式输入为主，同时在三元大圆柱产品中，已批量供货/定点客户需求达到187GWh，为后续出货奠定扎实基础。

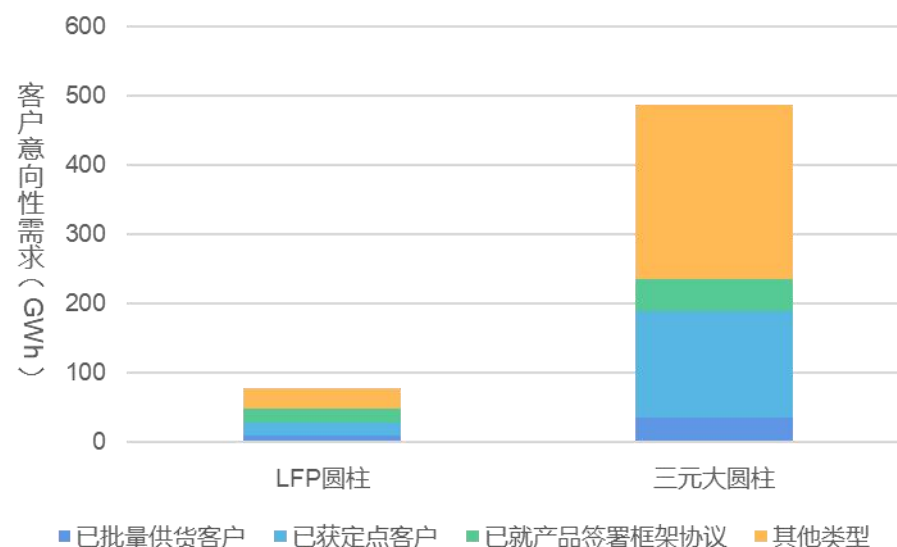
表：公司大圆柱定点情况

时间	客户	合作情况
2022年9月	宝马	收到德国宝马集团（BMW Group）的定点信，将为德国宝马集团Neue Klasse系列车型提供大圆柱锂离子电芯
2022年9月	大运	大运汽车将在远航品牌车型上装配亿纬动力46系列大圆柱电池，并在新能源商用车与亿纬动力全面开展合作
2023年10月	长安	启源A05搭载公司三元大圆柱电池
2024年2月	江淮	搭载公司大圆柱电池的江淮瑞风RF8已正式上市
2025年2月	一汽	收到一汽奔腾汽车股份有限公司关于大圆柱电池的供应商定点通知
2025年3月	长安	收到重庆长安汽车股份有限公司关于HEV电池总成等零部件的供应商定点通知

图：公司大圆柱产品意向性需求水平（按输入形式划分）



图：公司大圆柱产品意向性需求（按客户类型划分）



### 3.3.3 持续深耕大圆柱路线，新品上量有望打开公司远期扩张空间

2025年公司大圆柱产品实现里程碑突破，有望实现国内外客户共同放量。2025年2月宝马宣布大圆柱电池即将上车，搭载第六代车型平台，电池能量密度+20%，续航+30%，充电速度+30%，搭配800V高压平台，充电10分钟续航300km。大圆柱电池预计随新世代车型量产，已在沈阳基地试生产，并开启本土测试与验证。

我们认为随后续宝马集团电动化进程持续推进，叠加新世代车型渗透率提升，对大圆柱电池需求的潜在拉动效应可观。我们预计在宝马集团整体销量稳健增长的前提下，当电动化率/新世代车型渗透率达到45%/70%时，大圆柱需求有望实现近60GWh，示范效应下有望带动大圆柱平台在其余品牌的应用，进一步拓展公司远期扩张空间。

图：新世代车型配套电池包下线



表：大圆柱电芯加持下宝马新世代车型性能提升显著

项目	性能水平
能量密度	提升20%
续航	提升30%
充电速度	提升30%
快充性能	800V平台下充电10分钟续航300km
能量损耗	搭配励磁同步和异步电机新组合，降低40%
整车效率	提升20%
电池管理	能量智控系统加持下更智能安全

表：新世代车型上量对大圆柱电池需求潜在拉动效应可观

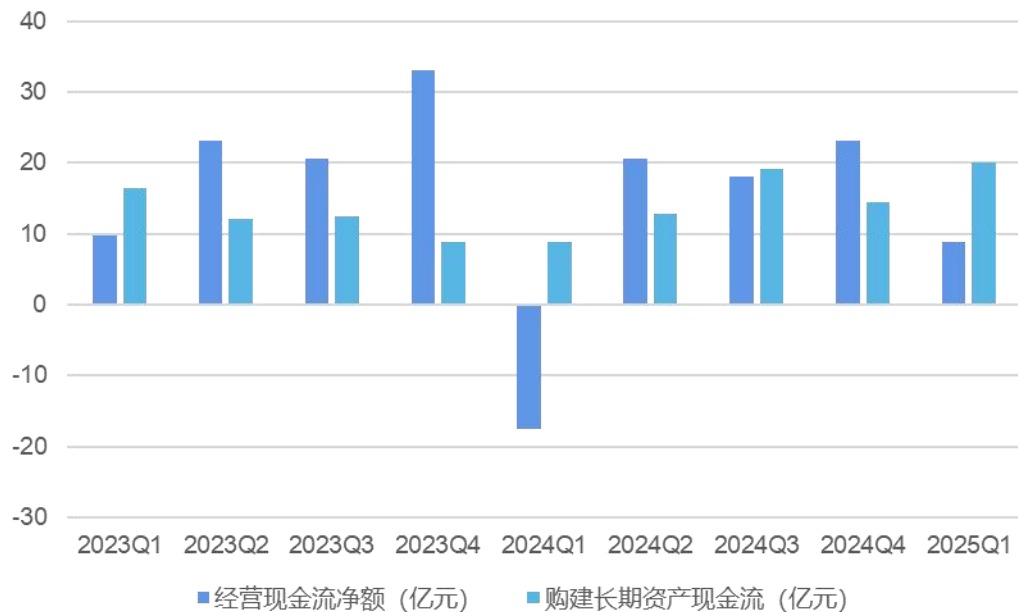
项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
宝马集团销量（万辆）	225.2	220.0	231.0	242.6	254.7
宝马电动化率	25.1%	27.0%	30%	35%	45%
宝马集团新能源车销量（万辆）	56.6	59.3	69.3	84.9	114.6
单车带电量假设（KWh）	60	63	65	68	70
新世代车型渗透率	0	0	10%	50%	70%
大圆柱电池需求（GWh）	0.00	0.00	4.50	28.65	56.16

### 3.4 投资趋于稳健，自我造血能力逐步提升

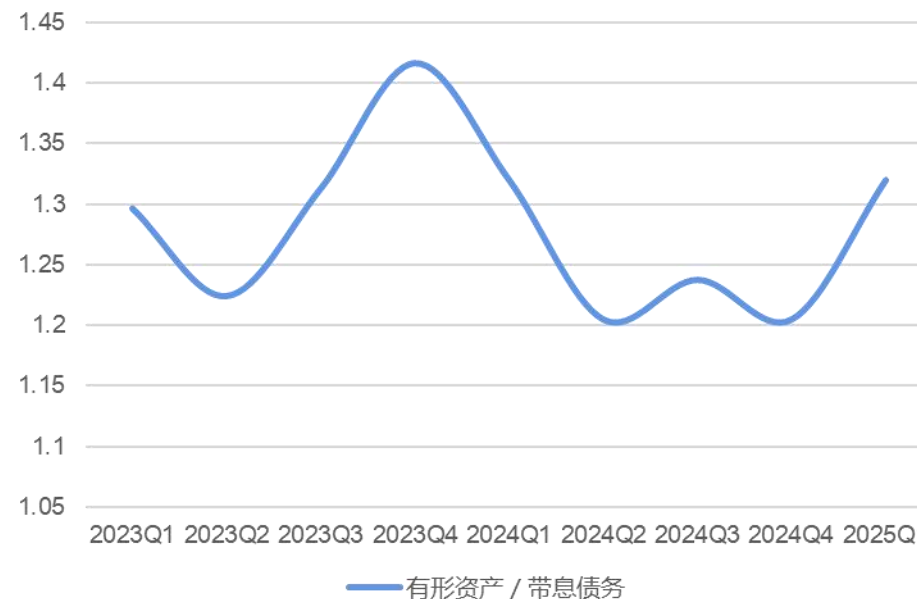
现金流角度看，公司自我造血能力逐步得到证明。2023年以来依托于消费、商用车等优质业务，公司经营性现金流保持较强水平，同时公司购建长期资产趋于理性化，并通过合理账期安排等平滑现金流水平，经营现金流净额在部分季度可覆盖购建长期资产开支，造血能力已逐步得到体现和证明。

存量角度看，公司带息债务水平同样趋于可控。有形资产/带息债务比率有所回升，避免有息债务尤其高息债务的无序扩张，为公司持续及理性发展奠定基础。2025年3月，公司完成50亿元可转债发行，募投产能合计44GWh，均为大圆柱电池产能，战略扩张方向明确，票息利率6年维度设置为0.2%/0.4%/0.6%/1.5%/1.8%/2.0%，融资成本具备优势，且可转股，负债及付息压力预计在可控范围内，随后续项目逐步释放效益，公司扩张预计趋于稳健。

图：公司经营性现金流保持高水平，购建长期资产现金流可控



图：公司带息债务水平趋于可控



## 四、投资建议及风险提示

4.1 投资建议

4.2 风险提示

## 4.1 投资建议

- 投资建议：我们预计公司2025-2027年实现营业收入677/847/985亿元，实现归母净利润51/76/95亿元，对应PE为18/12/10倍，参照可比公司，估值水平具备性价比。维持“买入”评级。
  - 动力端，基于前述分析，我们认为公司当前已具备：1) 配套海外高端品牌对应的研发制造水准及示范效应；2) 具备理论性能优势和实际可推进的特色新品；3) 成体系、分层次稳步推进的海外产能本土化配套。公司有望基于上述优势在提升国内竞争力的同时拓展海外市场，远期业务增量可期。
  - 储能端，2024年公司大客户持续实现突破；同时海外深化AESI及Powin合作，并进入美洲大客户供应链，有望充分享受全球市场增量同时亦增强项目积累和产品力。
  - 消费端，预计锂原及3C稳健增长，叠加圆柱电池海内外产能共同放量，整体有望实现稳中有增。

表：公司盈利预测

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	48615	67654	84742	98504
增长率（%）	0	39	25	16
归母净利润（百万元）	4076	5121	7632	9544
增长率（%）	1	26	49	25
摊薄每股收益（元）	1.99	2.50	3.73	4.67
ROE（%）	11	12	16	18
P/E	22.76	18.10	12.14	9.71
P/B	2.47	2.25	1.99	1.74
P/S	1.91	1.37	1.09	0.94
EV/EBITDA	14.93	10.72	8.32	7.06

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

可比公司市盈率水平	2024A	2025E	2026E	2027E
宁德时代	23	18	15	12
国轩高科	35	27	20	15
鹏辉能源	-48	71	44	36

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- 全球需求不及预期：若全球动力/储能市场增速低于预期，将影响全行业包括公司在内的出货水平
- 国内以旧换新政策落地不及预期：若以旧换新政策延续性或边际效应不及预期，则影响国内需求增长的高度
- 产业链竞争格局恶化超预期：若电池环节供给释放速度超预期，则可能重新进入供给过剩局面，影响公司的出货和盈利水平
- 海外政策风险超预期：若海外政策风险持续超预期发酵，将影响公司海外业绩
- 大圆柱等新技术产业化进度不及预期：若新技术产品良率、降本及性能等水平不及预期，则会影响产业化推进节奏和利润释放
- 上游原材料（锂等）价格大幅波动：若上游原材料（锂等）价格大幅波动，且公司无法通过库存管理有效对冲或向下游有效传导，则影响公司盈利能力。

# 亿纬锂能盈利预测表

证券代码： 300014

股价： 45.30

投资评级： 买入(维持)

日期： 20250516

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13593	17636	18406	19883	<b>营业收入</b>	<b>48615</b>	<b>67654</b>	<b>84742</b>	<b>98504</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	16081	24925	33162	36516	营业成本	40149	55634	69227	80302	EPS	1.99	2.50	3.73	4.67
存货净额	5251	8319	12072	13779	营业税金及附加	205	271	348	403	BVPS	18.37	20.10	22.72	25.98
其他流动资产	3059	4705	4254	5779	销售费用	597	812	1017	985	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>37985</b>	<b>55585</b>	<b>67894</b>	<b>75957</b>	管理费用	1254	1962	1864	1970	P/E	22.8	18.1	12.1	9.7
固定资产	30318	35813	40177	44086	财务费用	429	487	530	645	P/B	2.5	2.3	2.0	1.7
在建工程	9308	7085	5751	4950	其他费用/(-收入)	2942	3856	4661	5319	P/S	1.9	1.4	1.1	0.9
无形资产及其他	8414	8574	8798	8986	<b>营业利润</b>	<b>4696</b>	<b>5832</b>	<b>8680</b>	<b>10820</b>	<b>财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
长期股权投资	14867	14867	14867	14867	营业外净收支	-58	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>100891</b>	<b>121923</b>	<b>137487</b>	<b>148846</b>	<b>利润总额</b>	<b>4638</b>	<b>5832</b>	<b>8680</b>	<b>10820</b>	ROE	11%	12%	16%	18%
短期借款	1236	1236	1236	1236	所得税费用	417	525	868	1082	毛利率	17%	18%	18%	18%
应付款项	28921	38149	44155	44624	<b>净利润</b>	<b>4221</b>	<b>5307</b>	<b>7812</b>	<b>9738</b>	期间费率	5%	5%	4%	4%
合同负债	367	529	653	755	少数股东损益	146	186	180	195	销售净利率	8%	8%	9%	10%
其他流动负债	9314	10225	11137	12049	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4076</b>	<b>5121</b>	<b>7632</b>	<b>9544</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>39838</b>	<b>50138</b>	<b>57180</b>	<b>58664</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	收入增长率	0%	39%	25%	16%
长期借款及应付债券	18068	25068	28068	31068	<b>经营活动现金流</b>	<b>4434</b>	<b>5905</b>	<b>7508</b>	<b>9311</b>	利润增长率	1%	26%	49%	25%
其他长期负债	1985	1985	1985	1985	净利润	4076	5121	7632	9544	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>20053</b>	<b>27053</b>	<b>30053</b>	<b>33053</b>	少数股东损益	146	186	180	195	总资产周转率	0.50	0.61	0.65	0.69
<b>负债合计</b>	<b>59891</b>	<b>77192</b>	<b>87233</b>	<b>91717</b>	折旧摊销	2758	3836	4576	5228	应收账款周转率	3.81	4.04	3.55	3.42
股本	2046	2046	2046	2046	公允价值变动	13	0	0	0	存货周转率	6.94	8.20	6.79	6.21
股东权益	40999	44731	50253	57129	营运资金变动	-2910	-3933	-5345	-6087	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>100891</b>	<b>121923</b>	<b>137487</b>	<b>148846</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-7310</b>	<b>-7229</b>	<b>-7402</b>	<b>-7877</b>	资产负债率	59%	63%	63%	62%
					资本支出	-5544	-7287	-7855	-8553	流动比	0.95	1.11	1.19	1.29
					长期投资	-427	-618	-733	-802	速动比	0.77	0.90	0.94	1.02
					其他	-1339	677	1186	1478					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>1400</b>	<b>4749</b>	<b>-69</b>	<b>-759</b>					
					债务融资	3768	7000	3000	3000					
					权益融资	28	0	0	0					
					其它	-2395	-2251	-3069	-3759					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-1392</b>	<b>3425</b>	<b>37</b>	<b>675</b>					

## 电新小组介绍

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，7年证券从业经验，曾先后任职于华创证券、江海证券资管权益部、明阳智能资本市场部等，曾入围水晶球新能源行业前五、新浪财经金麒麟菁英分析师第二名，主要覆盖新能源发电等方向。

王刚，电新资深分析师，华中科技大学博士，电气工程专业，3年证券从业经验，4年电网实业经验，曾入围水晶球新能源行业前五、新浪财经金麒麟菁英分析师第五，主要覆盖电力设备等方向。

李铭全，电新分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，3年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、机器人等方向。

严语韬，分析师，哥伦比亚大学硕士，2023年加入国海证券，主要覆盖光伏、AIDC等方向。

李昂，分析师，南京航空航天大学本硕，曾任职于西南证券，2025年加入国海证券，覆盖AIDC、机器人等。

张竞元，研究助理，伦敦政治经济学院硕士。2024年加入国海证券，覆盖储能等板块。

## 分析师承诺

李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 电新研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号  
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597