



证券研究报告·公司深度报告

破晓曙光映前路，扬帆起航赴新篇 ——亿纬锂能深度研究报告

分析师：许琳

xulin@csc.com.cn

SAC编号：S1440522110001

分析师：朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC编号：S1440521100008

发布日期：2025年2月26日

摘要

- ◆ **核心观点：**2025年是公司基本面显著改善的关键时刻。其中动力业务客户结构显著改善，产能利用率提升对应单位折旧下降，盈利有望迎来转正。储能业务马来西亚工厂将成为国内首个海外铁锂电池产能，拥有稀缺属性，具备39%的定价优势，且价格见底去内卷化预期下大储价格具备率先反转的优势。大圆柱业务标杆企业难题即将攻克，示范效应提振市场信心，公司也将受益。消费业务量利稳定，马来西亚工厂一期投产带来新增量。多业务基本面向上的情况下，公司将成为锂电板块低估值、高弹性标的。
- ◆ **动力业务：客户结构显著改善，迎来盈利转正的关键节点。**量方面，小鹏、零跑等新项目、新客户将带动出货量和产能利用率提升，我们预计保守、乐观情境下，2025年公司动力电池出货量分别为40、45GWh，对应产能利用率从56%提升至**63%和71%**；利方面，量升则单位折旧下降，盈利能力修复，保守来看，我们预计2025年公司动力电池单位盈利将从单Wh亏损2分修复至**盈利1分**，对应此前净利润从亏损的6.2亿元修复至盈利4.0亿元，合计同比提升**10.2亿元**；乐观来看单Wh可以展望盈利1.5分，对应净利润再增厚2.8亿元。
- ◆ **储能业务：海外产能具备稀缺属性，大储价格见底有望带来高业绩弹性。**海外方面，美国加征关税趋势确定的大背景下，公司率先规划马来西亚储能工厂，预计一期10-15GWh将于2025年底投产，**成为国内首个拥有海外铁锂电池产能的厂商**。我们预计公司马来西亚工厂将具备39%的定价优势（拜登加征25%+特朗普加征10%+国内退税4%），对应0.13-0.14元/Wh，盈利能力将显著好于国内，关税加征比例越高越有利于定价。若以单Wh盈利5-8分测算，10GWh对应**5-8亿元**利润增量。同时价格方面，去内卷化预期下锂电率先改善的将是国内大储电池价格，23Q1国内大储电池低于成本价已见底，而出口电池未来也将受到政策影响，**国内大储电池已经率先见底，且从24年招标情况来看全球储能需求将继续保持高增速，因此在反内卷趋势中具备率先反转的优势**。公司储能出货占比60%以上，价格每修复1分/Wh，即对应**7亿元**业绩弹性。

摘要

- ◆ **大圆柱：客户结构显著改善，迎来盈利转正的关键节点。**我们判断2026-27年是公司大圆柱放量的关键阶段，大圆柱将逐步成长为公司动力板块业绩的核心增长点：1) 公司在圆柱型电池这一路线上的工艺沉淀上是国内最深厚的，目前大圆柱产品工艺储备充分、技术成熟；2) 特斯拉2024年底在干法电极等关键瓶颈点的突破，将对行业起到示范效应，有利于公司客户拓展；3) 2026年公司匈牙利工厂投产，宝马早期定点开始兑现。乐观情况下，我们预计2026、27年大圆柱业务有望为公司带来**1.5、15.5亿元**弹性，远期来看具备36亿元的利润空间。
- ◆ **消费：海外产能具备稀缺属性，大储价格见底有望带来高业绩弹性。**公司目前小圆柱产能预计约为14亿颗，2024Q2起便处于满产状态，因此马来西亚工厂投产将成为小圆柱电池的增量关键，预计一期规划产能2-3亿颗，将于2025Q2-Q3投产，贡献利润弹性。
- ◆ **财务：转固节奏稳健且充分，政府补贴下降带来表观业绩承压，但也正是公司主业证明自己的时刻。**转固方面，保守、中性、乐观情景下，我们测算2025年公司新增转固127.4、112.4、97.4亿元，对应固定资产412.7、397.7、382.7亿元；预计2025年折旧金额31.0、30.4、29.7亿元，对应单位折旧0.031、0.027、0.025元/Wh，与2024年基本相当，最多差距仅0.003元/Wh，影响较小。补贴方面，2024年起行业资本开支增速放缓，政府补助确认规模随之下滑，2024Q3公司其他收益1.27亿元，非经中确认的政府补助仅0.14亿元，下降明显，占归母净利润比例降至1.4%。我们认为2025年将是公司用主业业绩证明自己的关键时刻，利润质量将显著提升。
- ◆ **盈利预测：预计2024-26年归母净利润40.2、53.6、83.0亿元，对应PE 22.9、17.2、11.1倍。**

PART 1

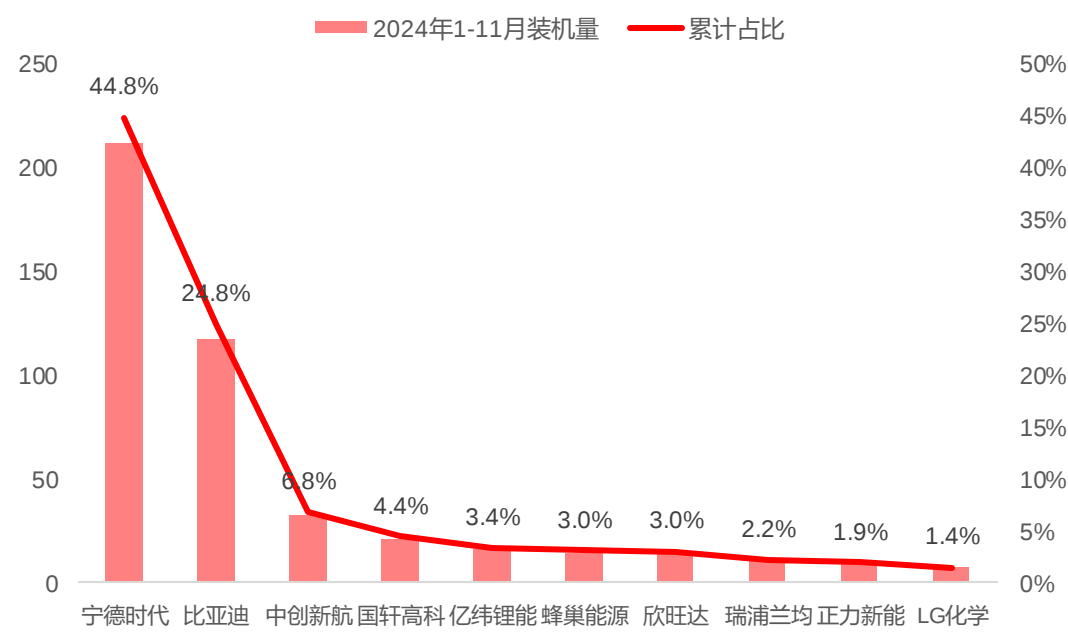
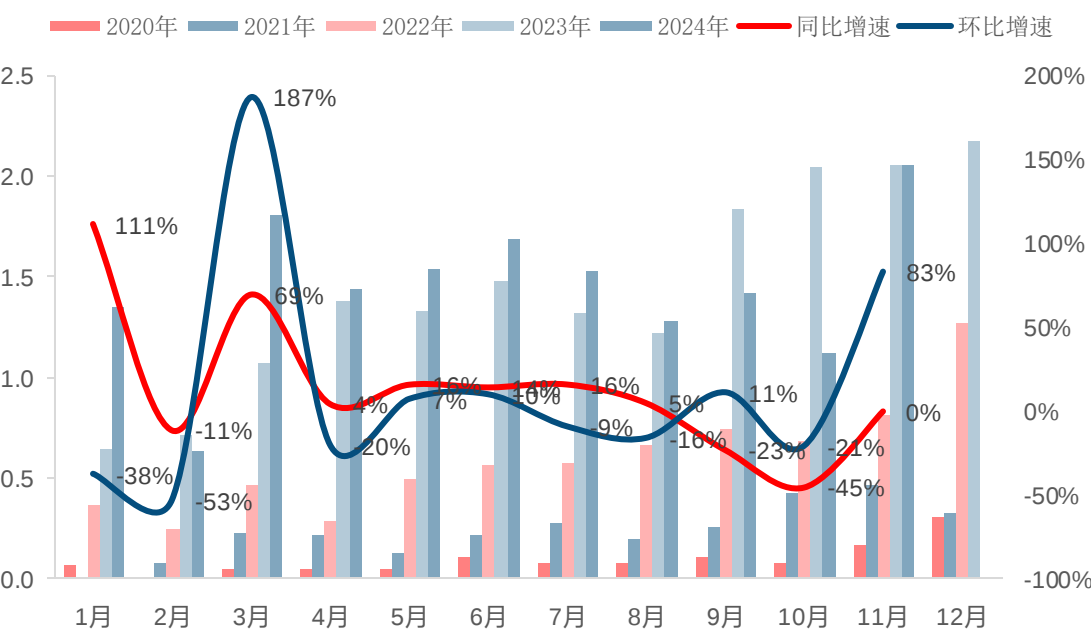
动力业务：客户结构显著改善，迎来盈利转正的关键节点

公司装机：国内24年1-11月装机15.87GW，排名第五

- ◆ 公司24年国内装机量增速下滑。公司21/22/23年国内累计装机量分别为2.85/7.19/17.25GWh，分别累计同比+142%/+152%/+140%；24年1-11月公司国内累计装机量15.87GWh，累计同比+5%。
- ◆ 公司21/22/23年国内累计装机量市占率分别为2.0%/2.5%/4.4%；公司24年1-11月国内累计装机量排名第五，累计占比3.4%，较23全年占比下滑1.0pct。

图、公司国内动力电池1-11月装机量15.87GWh（单位：GWh）

图、公司国内动力电池1-11月装机量排名第五，累计占比3.4%



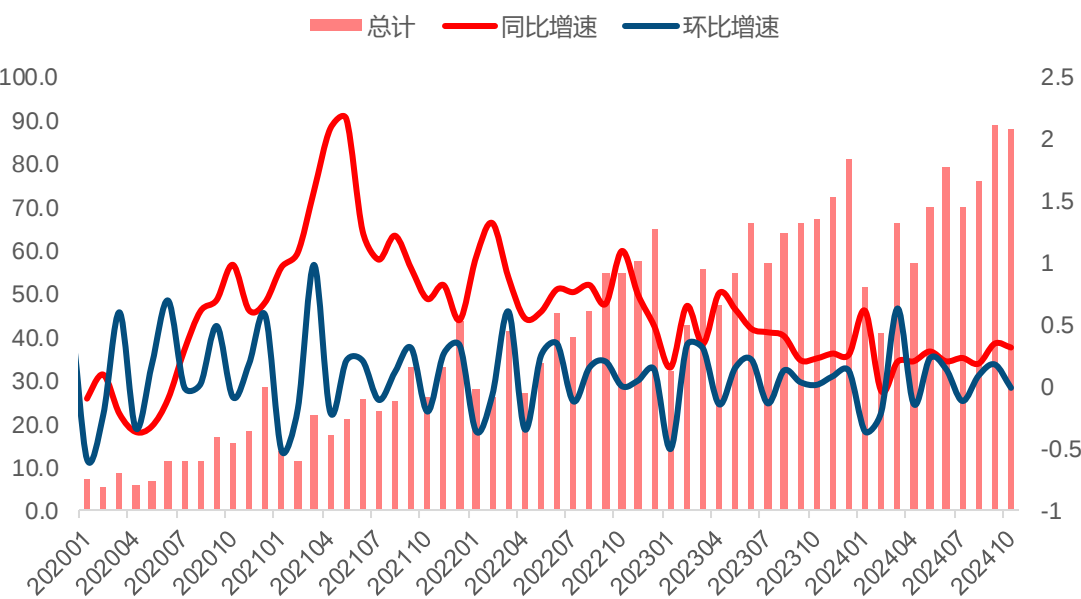
数据来源：动力电池创新联盟，中信建投

数据来源：动力电池创新联盟，中信建投

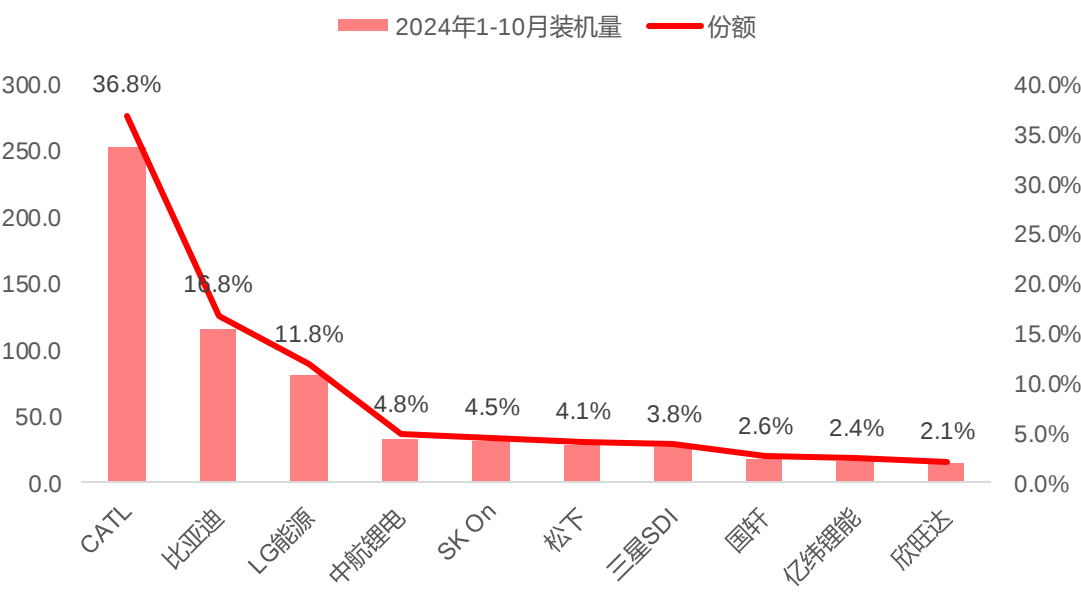
公司装机：全球24年1-10月装机16.3GW，排名第九

- ◆ 根据SNE统计数据，公司22/23年全球动力电池累计装机量分别为7.0/16.2GWh，23年累计同比+131.4%；公司24年1-10月动力电池累计装机量16.3GWh，累计同比+31.5%，高于行业增速的25.0%。
- ◆ 公司22/23年全球动力电池累计装机量市占率分别为1.0%/2.3%；公司24年1-10月全球动力电池累计装机量排名第九，累计占比2.4%，较23年全年略有提升。

图、全球动力电池1-10月装机686.7GWh，同比+25%（单位：GWh）



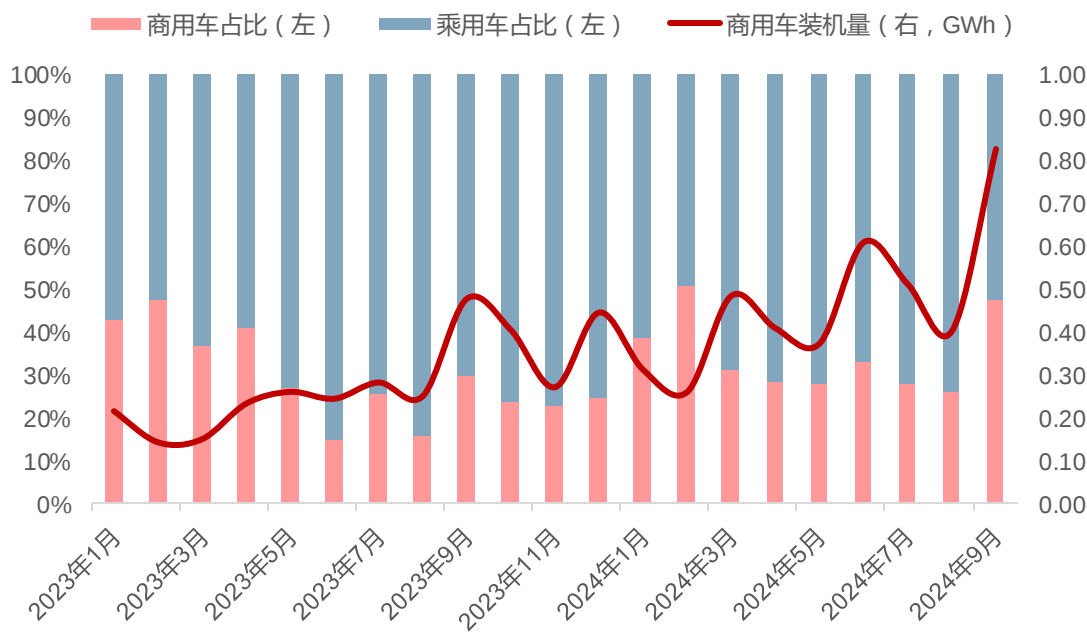
图、公司全球动力电池1-10月装机量排名第九，累计占比2.4%



装机结构：乘用车装机占比70%，广汽/小鹏份额41%/18%

- ◆ 公司乘用车、商用车装机相对均衡。公司21/22/23年乘用车装机占比分别为47.2%/51.5%/74.9%，分别同比+7.2pct/+4.3pct/+23.4pct；24年1-9月乘用车装机占比为70.0%，相较23全年下降7.9pct。
- ◆ 2024年1-9月，公司重要装机车企客户包括广汽、小鹏、三一、湖南汽车、吉利、合众、宝马、长安、东风等。其中，三一、湖南汽车、吉利、东风装机均为商用车，而广汽、小鹏占据份额最高，合计占比近60%，在乘用车客户中占比超80%。

图、公司24年1-9月乘用车占比70%



数据来源：真锂研究，中信建投



图、公司乘用车占比公司24年1-9月国内动力电池车企客户占比

车企	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	合计
广汽	0.9%	1.3%	52.4%	47.3%	49.0%	43.8%	51.5%	46.7%	29.5%	40.9%
小鹏	29.2%	12.1%	14.2%	20.7%	20.3%	16.9%	14.8%	21.5%	15.3%	18.0%
三一汽车	12.3%	11.7%	7.3%	6.0%	7.8%	10.8%	8.0%	6.7%	9.2%	8.5%
湖南汽车制造	0.7%	5.0%	9.1%	6.8%	5.3%	8.6%	3.6%	3.6%	7.2%	5.9%
吉利商用车	6.9%	5.9%	3.6%	4.0%	2.1%	2.5%	3.5%	5.5%	16.7%	5.6%
合众	30.4%	38.8%	2.1%	2.4%	0.9%	0.8%	0.6%	0.9%	3.1%	4.9%
华晨宝马	1.5%	0.5%	1.4%	2.3%	2.5%	6.2%	5.8%	5.7%	6.7%	4.2%
安徽华菱	4.5%	9.7%	1.6%	4.0%	2.3%	1.8%	1.4%	0.9%	1.9%	2.4%
长安	6.6%	8.2%	1.9%	1.1%	1.7%	1.0%	1.1%	1.3%	1.1%	1.9%
东风	0.9%	1.1%	0.7%	1.1%	1.2%	1.8%	1.7%	0.2%	2.0%	1.3%
其他	7.0%	6.8%	6.4%	5.4%	8.1%	7.4%	9.8%	7.1%	9.4%	7.7%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：真锂研究，中信建投

市场份额：商用车客户中份额较高，小鹏装机市场份额达33%

- ◆ 总体而言，公司在商用车客户中份额较高。公司占据份额较高的乘用车车企包括小鹏（32.6%）、广汽（31.4%）、合众（14.0%）、华晨宝马（10.8%）等；占据份额较高的商用车车企包括湖南汽车制造（61.7%）、三一汽车（58.6%）、安徽华菱（37.1%）、吉利商用车（28.2%）、南京金龙（18.0%）等。
- ◆ 其中，公司对小鹏汽车的供应占比相较去年显著提升，较2023年同比增长约17pct，新车型如X9、P7等对公司份额提升贡献较大。

图、公司24年1-9月国内动力电池各车企装机份额

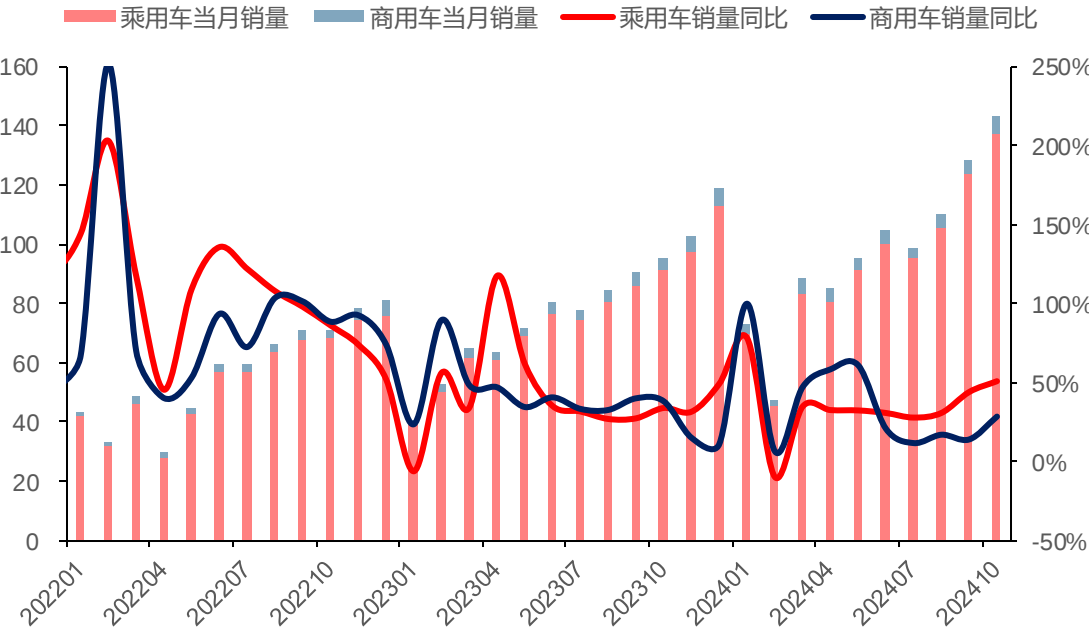
	亿纬锂能	CATL	比亚迪	中创新航	蜂巢	国轩高科	其他
湖南汽车制造	61.7%	13.0%				13.6%	11.8%
三一汽车	58.6%	41.4%					
安徽华菱	37.1%	26.6%				36.3%	
小鹏	32.6%	1.2%	9.8%	56.3%			0.0%
广汽	31.4%	1.3%		26.1%			41.2%
吉利商用车	28.2%	37.5%		1.4%		24.0%	8.9%
南京金龙	18.0%	33.1%				22.2%	26.6%
合众	14.0%	45.7%			22.3%	10.0%	8.0%
华晨宝马	10.8%	89.2%					
北京奔驰	9.1%	43.5%	2.3%				45.1%
陕西汽车	6.3%	91.2%				0.6%	2.0%

数据来源：真锂研究，中信建投

市场份额：公司商用车市占率上升迅速

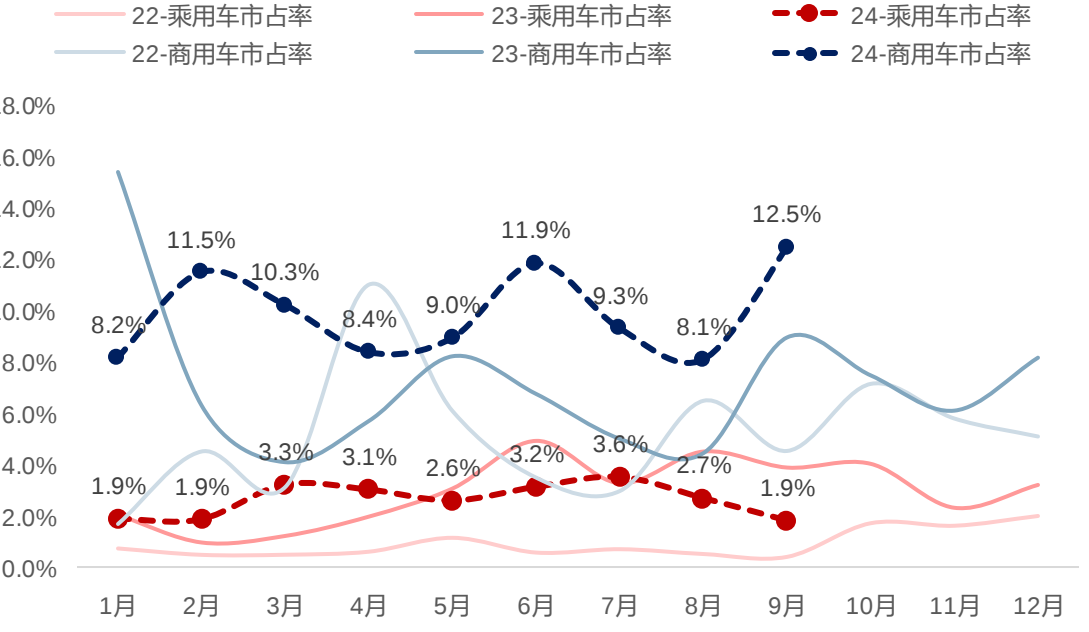
- ◆ 当前新能源车市场中乘用车仍占据绝对份额，商用车发展空间巨大。当前新能源车市场中，商用车22年/23年/24年1-10月分别占比4.9%/4.7%/4.5%，均不足5%，未来有巨大发展空间。
- ◆ 公司商用车市占率持续上升。公司乘用车22年/23年/24年1-9月市占率分别为1.0%/3.1%/2.7%；商用车22年/23年/24年1-9月市占率分别为5.2%/7.0%/10.0%，23/24年1-9月市占率分别提升1.8pct/3.0pct。

图、商用车当前市场份额不足5%，发展空间巨大



数据来源：中汽协，中信建投

图、公司24年商用车装机市占率较23年上升3.0pct

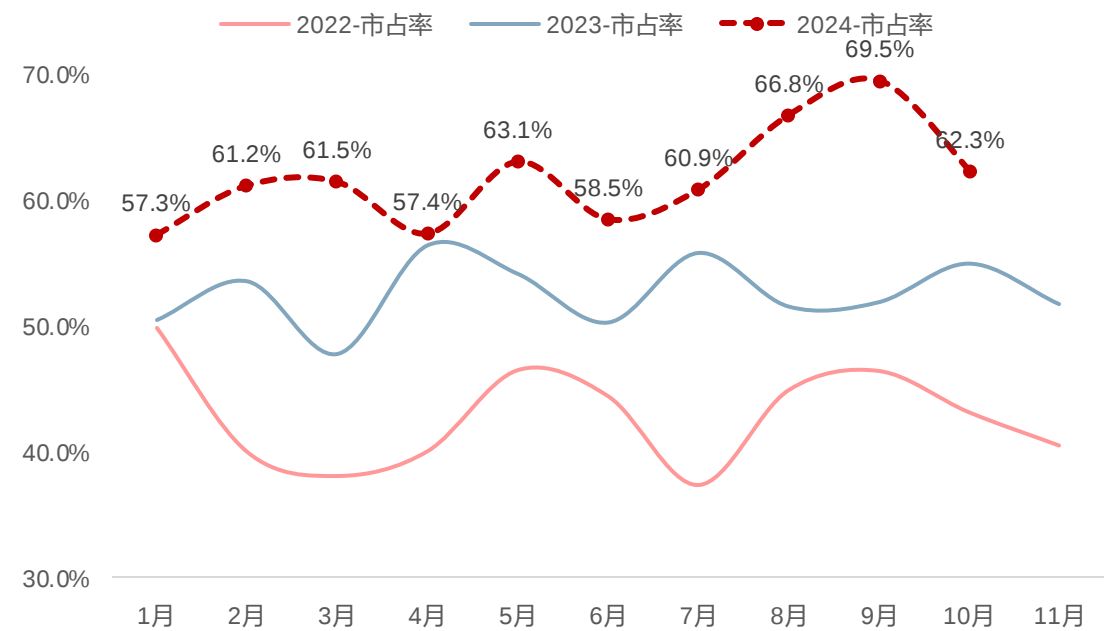


数据来源：真锂研究，中信建投

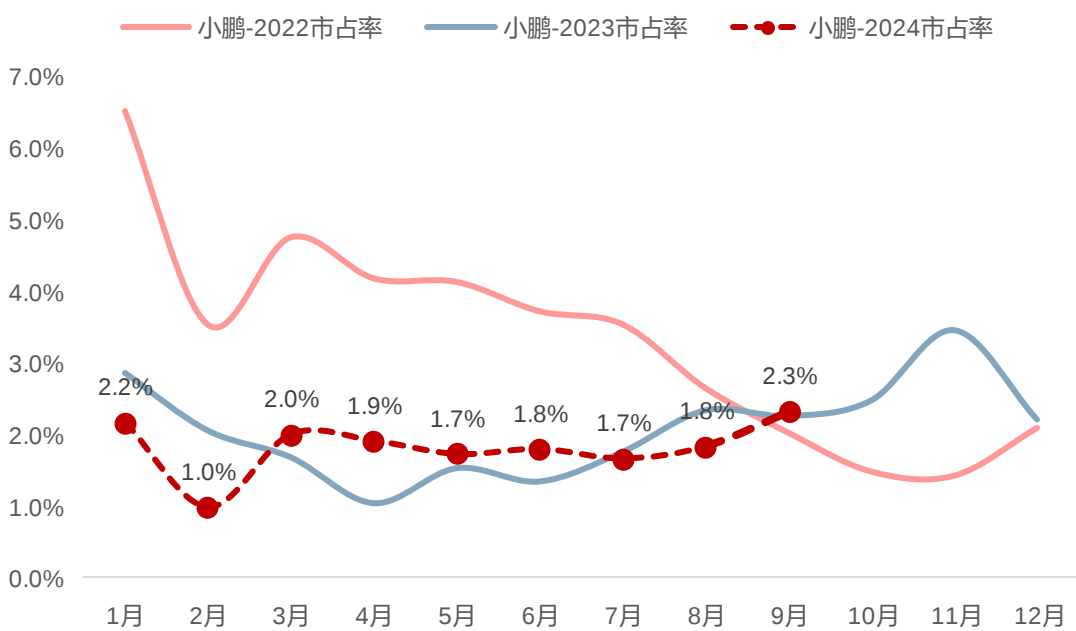
市场份额：商用车车企客户市占率上升迅速，下游增长强劲

- ◆ 公司商用车车企客户市占率24年上升迅速。公司商用车车企客户市占率在22年/23年/24年1-9月分别为42.5%/52.9%/62.3%，24年较23全年上升9.4pct。
- ◆ 公司乘用车主要客户市占率维持。小鹏22年/23年/24年1-9月市占率分别为3.0%/2.1%/1.9%，23-24年基本维持在2%左右区间。

图、公司24年商用车装机客户市占率较23年上升9.4pct



图、小鹏24年市占率维持在2%



数据来源：真锂研究，中信建投

数据来源：真锂研究，中信建投

装机车型：覆盖范围较广

- ◆ 公司24年1-9月装机车辆对应产量约20.0万辆，主要装机车型包括埃安Y/S、小鹏G9/P7/X9/P5、宝马iX1、哪吒S/X、长安启源等。
- ◆ 装机车型涵盖NB、SUV、MPV车型，从小车型到中大车型均有涵盖；装机车型以方形电芯为主，长安部分车型采用圆柱电芯；埃安车型均为磷酸铁锂电芯，小鹏车型磷酸铁锂、三元锂电芯均有一定装机量，相对均衡。

图、公司24年1-9月主要装机车型

车型	车辆类别	动力类型	电芯封装形态	电芯类型	系统能量密度 (Wh/kg)	24年1-9月 动力电池装机量 (MWh)	24年1-9月 车型对应产量 (辆)	24年1-9月 车型对应销量 (辆)
AION Y	A SUV	纯电	方形电芯	LFP	137.1	3019.59	52227	48905
AION S	A NB	纯电	方形电芯	LFP	130.9	2006.57	37066	43549
小鹏G9	C SUV	纯电	方型电芯	LFP/NCM622	128.8/159.5/170.6	1383.04	15674	19257
宝马iX1 EV	A SUV	纯电	方形电芯	NCM523	148.3	529.27	7965	8074
小鹏P7	B NB	纯电	方形电芯/软包	LFP/NCM523	124.3/159.5	362.01	5611	5219
小鹏X9	C MPV	纯电	方形电芯	LFP	132.4/159.5	285.78	3382	3585
小鹏P5	A NB	纯电	方形电芯	LFP	135.3/159.5	247.19	4645	3922
哪吒S EV	C NB	纯电	方形电芯	NCM622	159.5/178.5	244.58	2769	1584
哪吒X	A SUV	纯电	方形电芯	NCM523	159.5	196.15	3734	2103
长安启源A05	C NB	插混	圆柱电芯	NCM523	119.0/159.5	180.67	19919	12692

数据来源：真锂研究，乘联会，中信建投

25年预计出货40GWh，新客户&新车型起量成为新增长点

- ◆ 公司2024年动力电池预计出货28GWh，同比持平，其中国内新能源车装机18.7GWh，同比+8%。2024年公司国内新能源车装机结构变化较大，其中广汽装机量有所下滑，小鹏、商用车装机量增速较快。
- ◆ 公司2025年动力电池预计出货40GWh，同比+43%，其中国内新能源车装机28.5GWh，同比+52%。公司持续开发新客户与新车型，小鹏新车型起量、零跑开始出货将成为公司国内新能源车装机的新增长点，带来约11.5GWh的增量。

图、公司2025年动力电池预计出货40GWh，小鹏、零跑将成为主要增长点

亿纬锂能	单位	2023	2024E	2025E
动力电池业务				
国内新能源车装机	GWh	17.3	18.7	28.5
其中：广汽	GWh	10.5	6.5	7.2
其中：小鹏	GWh	1.5	3.7	8.5
其中：合众	GWh	1.9	1.2	0.0
其中：零跑	GWh	0.0	0.0	3.0
其中：其他	GWh	3.4	7.3	9.8
动力电池出口	GWh	8.8	5.6	6.0
其他（工程机械、备件、AGV等）	GWh	2.0	3.8	5.5
总计	GWh	28.1	28.1	40.0

数据来源：公司公告，真锂研究，乘联会，中信建投

动力客户边际明显改善，产能利用率提升利润有望转正

- ◆ 量方面，动力业务新项目、新客户将带动出货量和产能利用率提升。我们预计保守、乐观情境下，2025年公司动力电池出货量分别为40、45GWh，对应产能利用率从56%提升至63%和71%；
- ◆ 利方面，量升则单位折旧下降，盈利能力修复。保守来看，我们预计2025年公司动力电池单位盈利将从单Wh亏损2分修复至盈利1分，对应此前净利润从亏损6.2亿元修复至盈利4.0亿元，增量10.3亿元；乐观来看单Wh可以展望盈利1.5分，对应净利润再提升2.8亿元。

图、公司动力电池产能利用率显著提升，2025年单位盈利有望转正

亿纬锂能	单位	2023	2024E	2025E			备注
				保守	乐观	弹性	
动力电池业务							
年底时点产能	GWh	50	63	63	63		新客户新项目，已公布P7+独供 出货量提升→产能利用率提升 单位折旧下降→单位盈利提升
有效产能	GWh	43	50	63	63		
出货量	GWh	28	28	40	45	5	
产能利用率		65%	56%	63%	71%	8%	
单位盈利	元/Wh	0.04	-0.02	0.01	0.02	0.005	
净利润	亿元	9.9	-6.2	4.0	6.8	2.8	

数据来源：公司公告，中信建投

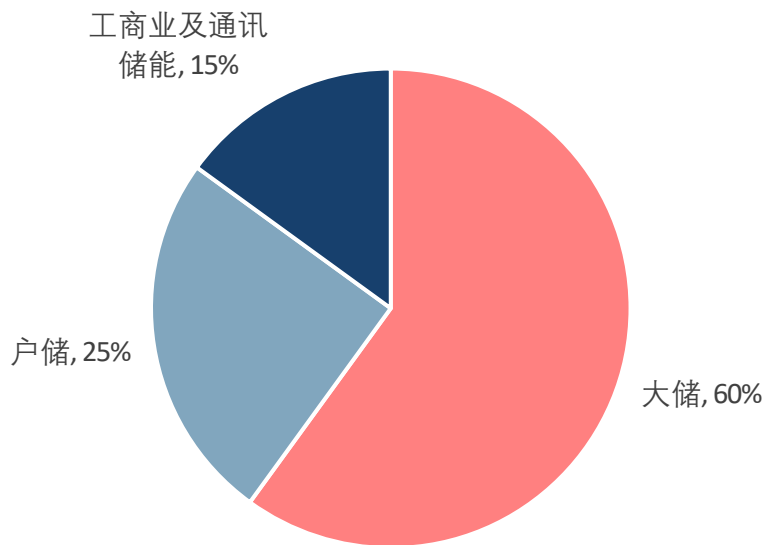
PART 2

储能业务：海外产能具备稀缺属性，大储价格见底有望带来高业绩弹性

储能：以大储项目为主，首创大容量电芯实现全生命周期降本

- ◆ 公司储能出货以大储为主，预计2024年储能出货量51GWh，其中大储占比60%，户储占比25%，工商业及通讯储能15%。
- ◆ 行业首批超大容量储能电芯，具备：1) 628Ah容量，单颗电芯2.009kWh，12000+循环寿命；2) 系统损耗减少1%，系统能效高达95.5%，维修保养部件、易损部件减少50%，保养维修人工成本降低30%，全生命周期运营收益提升360万元；3) 采用第四代叠片技术，消除R角，极片0这周，扩内部空间5%；4) 采用大极耳、大极柱设计，打通电子通路，温升更少更稳；5) 生产效率提升，工厂单线产能超过15GWh。

图、公司储能出货以大储为主



数据来源：公司公告，中信建投

图、公司首创628Ah大容量储能电芯，全生命周期成本降低

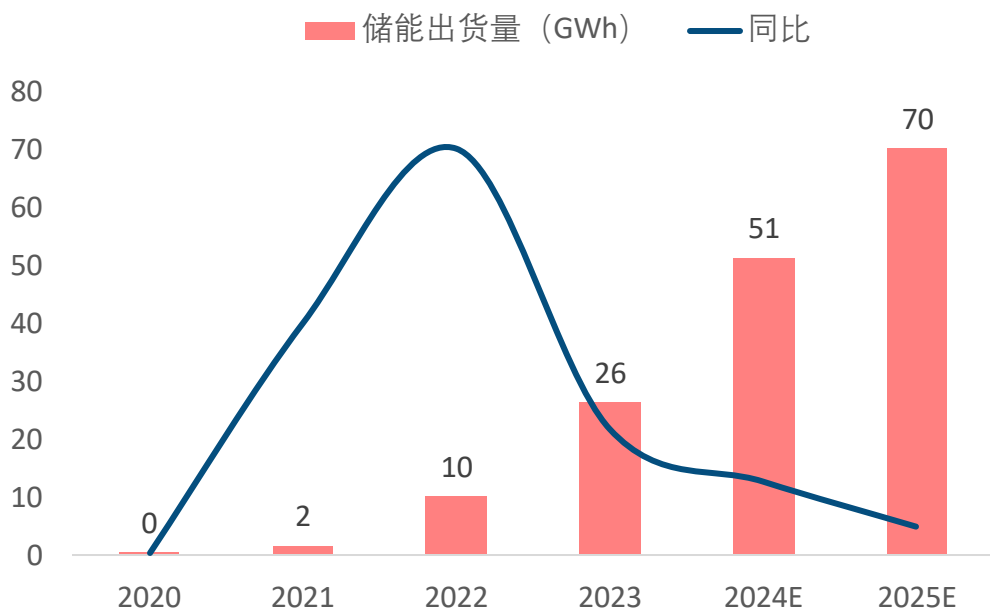


数据来源：公司官微，中信建投

储能：出货量增速远高于行业，盈利能力逐季度改善

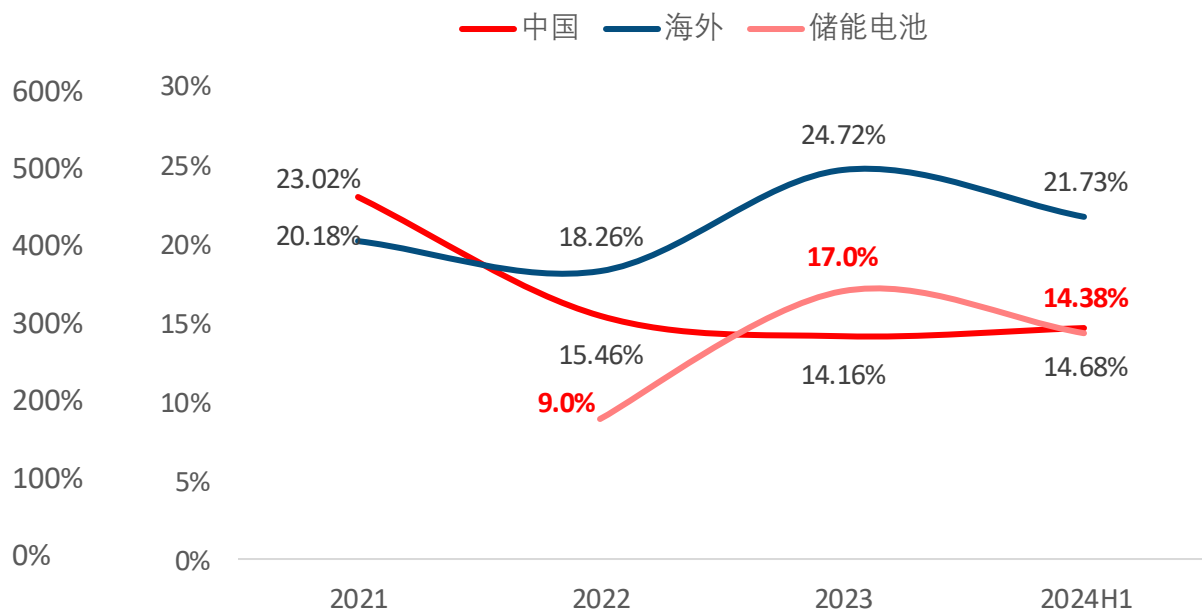
- ◆ **量方面**，预计2024年公司储能电池出货量51GWh，同比+95%，保持满产，远超出行业增速；预计2025年将提升至70GWh。产品结构方面，公司目前大储仍以电芯形式出货为主，后续将会进一步提升系统出货比例。
- ◆ **利方面**，2024H1公司储能电池毛利率14.38%，我们测算公司目前储能电池单位盈利约为3分/Wh，受益于产能利用率打满，以及海外客户的高盈利，公司2024年以来储能盈利逐季度改善，在价格竞争激烈背景下仍能保持盈利。

图、公司储能电池出货量增速远高于行业平均水平



数据来源：公司公告，中信建投

图、公司储能电池毛利率



数据来源：公司公告，中信建投

储能：为国内外多家知名品牌供货，客户结构丰富

- ◆ **公司与国内外多家大型储能企业合作。**其中大储方面，公司在国内为国家电网、南方电网、华电、国电投、阳光电源等提供发电侧和电网侧配套服务，海外与Powin、Wärtsilä（瓦锡兰）、ABS分别签署战略合作协议，其中与Powin、AESI约定供货规模合计达到29.5GWh；家储和工商储方面，公司与德业股份、固德威、沃太能源等品牌合作。
- ◆ **公司当前储能业务海外出货量占比约30%，**随着前期签署的供货协议逐步兑现，预计海外客户占比仍有较大提升空间，并带动盈利能力进一步优化。

图、公司与多家海外客户就储能业务达成合作

合作类型	公告时间	主体	客户	客户类型	量纲	电池类型
供货协议	2024/9/11	亿纬动力	AESI	美国	19.5GWh	方形磷酸铁锂
谅解备忘录	2024/6/19	亿纬储能	Powin	美国	///	///
供货协议	2024/6/14	亿纬动力	Powin	美国	10GWh	方形磷酸铁锂
谅解备忘录	2024/1/15	亿纬动力	Aksa	土耳其	///	///
合作协议	2024/12/25	亿纬马来西亚	美洲某集团客户	美洲	///	储能

数据来源：公司公告，中信建投

储能：特朗普加征关税预期下，海外产能具备稀缺属性

- ◆ 美国加征关税趋势下，海外产能显著受益。当前拜登政府对中国储能电池加征25%关税，2026年生效，特朗普政府对中国商品加征10%关税，二者合计加征35%，不排除特朗普政府后续继续加征的可能性。
- ◆ 预计公司马来西亚工厂将具备39%的定价优势。其中美国政府加征关税幅度35%，国内退税4%，马来西亚工厂储能产能较国内产品溢价39%以内均会低于直接出口的价格。以公司目前国内储能业务均价0.35元/Wh左右计算，39%对应0.13-0.14元/Wh。叠加公司628产品具备10%左右的降本空间，有望进一步优化盈利能力。

图、拜登政府宣布2026年开始储能电池加征25%关税

规范产品	生效时间	调整前关税	调整后关税
电池零件	2024.9	7.5%	25%
关键矿物	2024.9	0%	25%
动力电池	2024.9	7.5%	25%
电动汽车	2024.9	25%	100%
天然石墨	2026.1	0%	25%
非动力电池（储能、消费）	2026.1	7.5%	25%

数据来源：White House，中信建投

图、2026年起公司将受益于关税加征导致的差价

项目	幅度
拜登加征关税	25%
特朗普加征关税	10%
国内出口退税	4%
小计	39%

数据来源：公司公告，Whitehouse，中信建投

储能：特朗普加征关税预期下，海外产能具备稀缺属性

- ◆ 公司率先规划马来西亚储能工厂并启动建设，预计一期10-15GWh将于2025年底投产，有望于26Q1正式开始供货，全年预期贡献10-15GWh，成为国内首个拥有海外铁锂电池产能的厂商。
- ◆ 近期公司与美洲某集团客户签署合作协议，就电芯供应达成了长期供货关系。当前特朗普加征关税态度明确，已签署行政令针对中国商品加征10%的关税，目前海外储能铁锂（电芯+Pack）产能仅亿纬一家，具备较高的稀缺性。

图、目前中国公司在海外的储能铁锂电池产能仅亿纬一家

公司	项目所在地区	类别	下游	规划产能(GWh)	进度
亿纬锂能	匈牙利德布勒森	三元	动力	30	预计2026年投产
	美国（参股10%）	磷酸铁锂	动力	20	
	马来西亚	磷酸铁锂	储能	一期10-15	预计2025年底投产
宁德时代	德国图林根	三元	动力	14	已投产，爬坡中
	匈牙利德布勒森	三元	动力	100	预计一期电芯线2025H2投产
	美国密歇根州（技术授权福特）	磷酸铁锂	动力	20	预计2026年投产
国轩高科	德国哥廷根	Pack	动力	18	已投产
	越南	Pack	动力	5	已投产
	美国伊利诺伊州	磷酸铁锂	动力	10	预计2025年投产
	摩洛哥	磷酸铁锂		20	建设周期5年
	斯洛伐克	磷酸铁锂		20	建设周期3年
中创新航	葡萄牙	三元	动力	15	

数据来源：公司公告，中信建投

储能：大储价格已见底，公司储能出货占比高对应高业绩弹性

- ◆ 储能电池价格见底，去内卷化预期下锂电率先改善的将是国内大储电池价格。23Q1国内大储电池低于成本价已见底，而出口电池未来也将受到政策影响，国内大储电池已经率先见底，并在反内卷趋势中具备率先反转的优势。
- ◆ 预计2024年公司储能电池均价0.35元/Wh，单位盈利3分/Wh，对应单位成本0.32元/Wh，根据BOM成本拆分，**已经没有下降空间。**根据今年国内外储能项目招标情况，预计明年全球储能仍能保持40%以上的高增速，**我们认为具备酝酿小幅涨价的先决条件。**
- ◆ 预计公司2024/25年储能电池出货51、70GWh，占比整体出货的64%/65%，具备较大弹性；**明年价格每修复1分/Wh，即对应7亿元业绩弹性。**

图、公司储能出货占比高，若价格修复将带来较大的盈利弹性

项目	单位	2023	2024E	2025E		
				保守	乐观	弹性
储能电池业务						
年底时点产能	GWh	65	95	100	100	
有效产能	GWh	30	65	80	80	
出货量	GWh	26	51	70	70	
产能利用率		88%	79%	88%	88%	
单位盈利	元/Wh	0.04	0.03	0.04	0.05	0.01
净利润	亿元	10.9	15.4	28	35	7.0

数据来源：公司公告，中信建投

PART 3

大圆柱：拨云见日，放量在即



圆柱电池：封装占比低，未来提升空间大

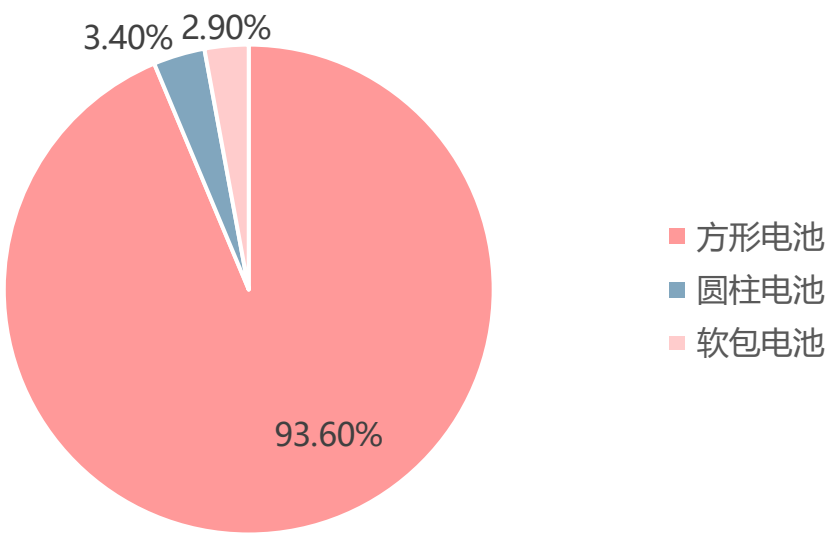
- ◆ 圆柱电池是锂电池的一种封装形态，属于硬壳封装。圆柱电池的封装结构为其带来相应的优势：1) 卷绕难度更低，工艺相对成熟，可以实现更多层的卷绕；2) 表面积更大，散热性能更强；3) 尺寸统一，PACK组装是更易协调，成组灵活性更高；4) 热膨胀均匀，相对方形电池在高能量密度下边缘处存在应力风险，圆柱电池安全性更强。
- ◆ 圆柱电池当前出货量占比较低。根据高工锂电数据，2023年国内动力电池中，方形、圆柱、软包的出货量占比分别为93.6%、3.4%、2.9%，具有较大的提升空间。

图、不同封装形态锂电池特点



数据来源：电动知家，中信建投

图、2023年不同封装形态动力电池出货量占比



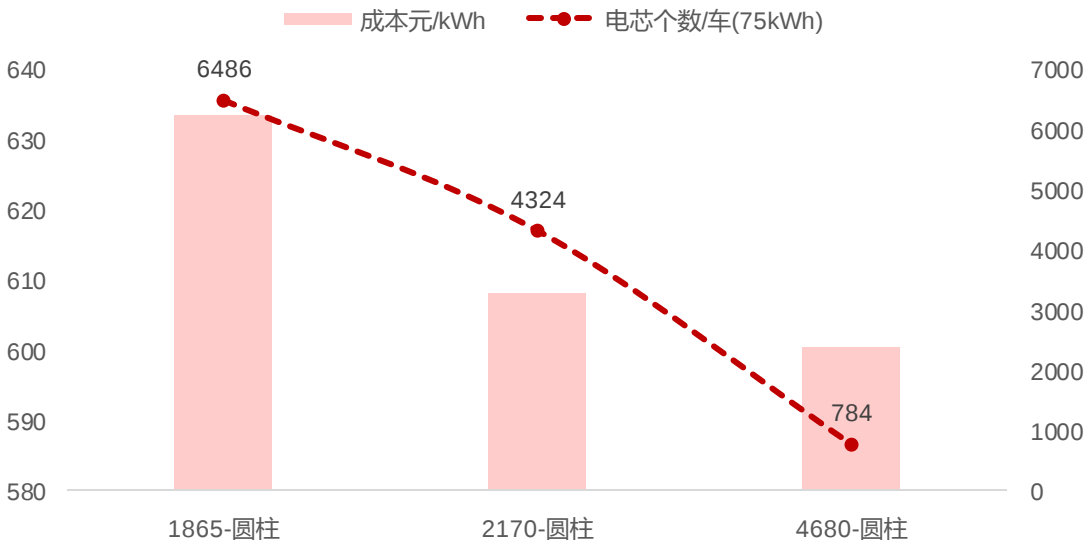
数据来源：高工锂电，中信建投

4680电芯：大圆柱是高能量密度技术要求下的必然选择

- ◆ 目前主流圆柱电芯以尺寸划分为1865/2170/4680电芯。大圆柱电芯主要指4680电芯，即直径为46mm，高度为80mm的电芯。
- ◆ 4680电芯相比2170，在电池组层面，每千瓦时成本降低14%。单个4680电芯的体积是2170的5.48倍，但外壳表面积却不到2170的3倍，以更少的外壳用料实现了5倍的容量提升；
- ◆ 在75kWh的车型中，采用18650系列需要6400+颗电池，21700系列则只需要4300+，4680系列仅不到800颗即可满足电量需求。电芯个数的减少也意味着4680电芯对BMS系统的压力相对较低。

图、4680圆柱电池单体性能提升幅度明显

图、4680电芯个数需求显著少于18650与21700电芯



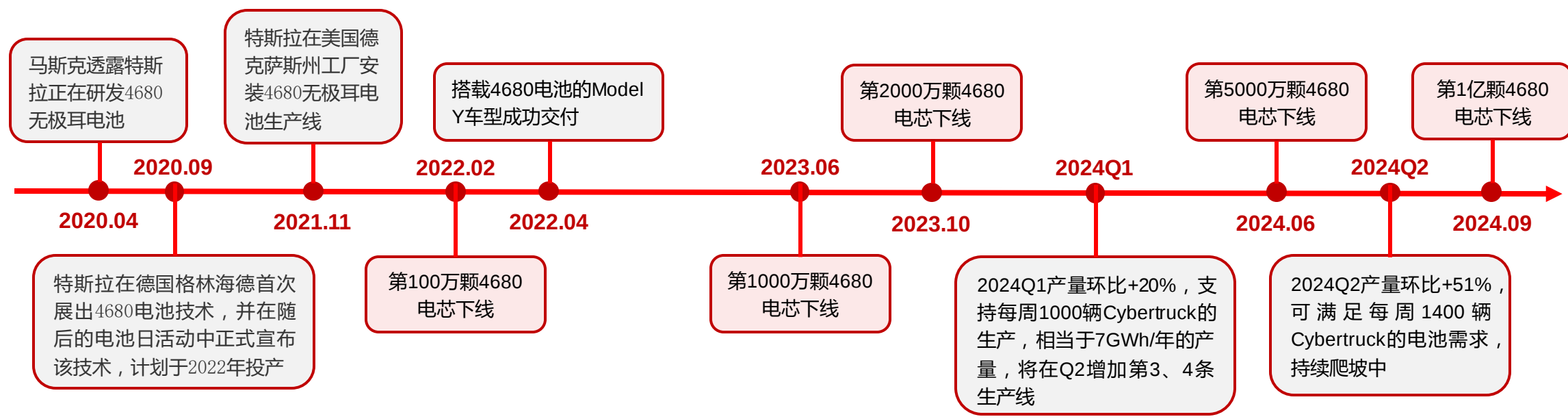
数据来源：特斯拉，中信建投

数据来源：《Lithium-Ion Cells in Automotive Applications: Tesla 4680 Cylindrical Cell Teardown and Characterization》，中信建投

标杆企业：难题即将攻克，示范效应提振市场信心

- ◆ 特斯拉作为大圆柱电池的标杆企业，公司4680电芯进展为全行业提供重要的示范效应。
- ◆ 目前特斯拉4680电芯主要用于Cybertruck的生产，24年产量持续提升，2024Q1/Q2 4680电芯产量分别环比+20%/+51%。目前特斯拉4680电芯的产量至少能支持1000辆/周的Cybertruck的生产。**2024年9月，特斯拉第1亿颗4680电芯落地。**
- ◆ 4680电芯技术本身具有强大的成本竞争力，但4680电芯的进一步降本尚未实现，特斯拉仍在进一步优化工艺并加强与外部伙伴的合作，确保4680电芯的产能。

图、特斯拉4680电池进展

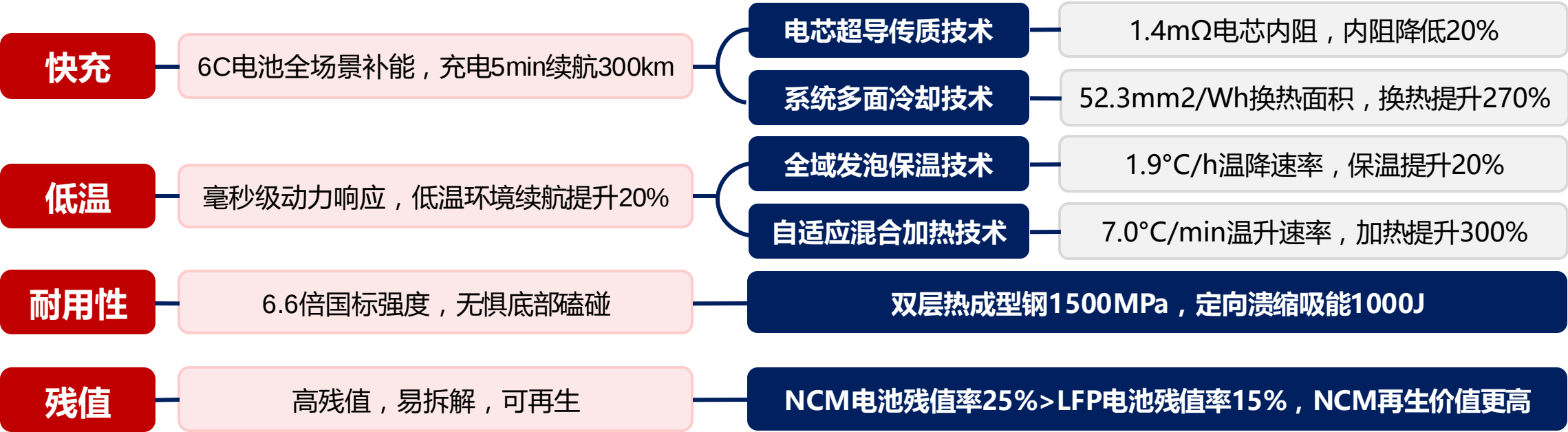


数据来源：特斯拉，中信建投

全新产品：新型Omnice11全能电池实现技术突破

- ◆ 亿纬锂能是全国首家量产交付大圆柱电池的厂商。目前公司在大圆柱领域已实现：1) 全场景应用；2) 单车最长里程已达83000km；3) 0安全事故。
- ◆ 2024年6月，亿纬锂能在首届锂电池大会上发布大圆柱电池新品Omnice11全能电池，不仅具备6C快充能力，可实现电动汽车充电5分钟续航300公里，而且还拥有出众的低温充放电能力并具备高强度，高残值等特性。

图、Omnice11全能电池技术特点



数据来源：亿纬锂能锂电池大会，中信建投

未来需求：三元大圆柱未来5年客户意向性需求合计约486GWh

- ◆ **产能**：公司于2024年10月10日发布的募集说明书中提到，公司募集资金投资项目“21GWh大圆柱乘用车动力电池项目”建成后拟**新增约21GWh 46系列大圆柱电池产能**，主要应用于乘用车领域，**截至2023年底，公司三元大圆柱电池已取得未来5年的客户意向性需求合计约486GWh**（书面形式344GWh，其中已批量供货或已取得定点188GWh；非书面形式142GWh）。
- ◆ **装车**：目前已装车车型均为**插电式混合动力**，包括长安启源部分插混车型、江淮瑞风RF8等。**根据宝马集团规划，2025年在其新一代电动平台上采用46系大圆柱电池，并特别针对中国市场进行定制。**公司作为宝马重要大圆柱电池供应商，具有广阔未来增量前景。

图、亿纬锂能大圆柱产品相关参数

参数	46950大圆柱电池	Omnicell全能电池
直径mm	46	-
高度mm	95	-
电压V	3.7	-
电池容量Ah	30	29.4
快充性能	3-4C	6C
质量能量密度Wh/kg	350	200

数据来源：公司官网，亿纬锂能锂电池大会，中信建投

图、公司大圆柱电池应用车型

参数	长安启源（以A05为例）	江淮瑞风RF8
车型	A NB	C MPV
动力总成	插电式混合动力	插电式混合动力
最大功率（kW）	72	310
纯电续航里程（CLTC，km）	70/145	150
快充时间	30%-80%需32min	30%-80%需25min
价格（万元）	7.89-10.39	20.99-28.57

数据来源：相关公司官网，中信建投

三元大圆柱：盈利能力较强，出货初期阶段具备较大弹性

- ◆ 我们判断2026-27年是公司大圆柱放量的关键阶段，大圆柱将逐步成长为公司动力板块业绩的核心增长点：1) 公司在圆柱型电池这一路线上的工艺沉淀上是国内最深厚的，目前大圆柱产品工艺储备充分、技术成熟；2) 特斯拉2024年底在干法电极等关键瓶颈点的突破，将对行业起到示范效应，有利于公司客户拓展；3) 2026年公司匈牙利工厂投产，宝马早期定点开始兑现。
- ◆ 乐观情况下，我们预计2026、27年大圆柱业务有望为公司带来1.8、15.5亿元弹性，远期来看具备36亿元的利润空间。

图、大圆柱作为公司动力技术的突破性产品，有望带来业绩高弹性

大圆柱	单位	2024E	2025E	2026E		2027E		远期
				保守	乐观	保守	乐观	
年底产能	GWh	7	20	20	50	50	50	50
其中：国内	GWh	7	20	20	20	20	20	20
其中：匈牙利	GWh				30	30	30	30
出货量	GWh	0.2	2	4	8	13	25	50
其中：国内	GWh			4	6	8	15	20
其中：匈牙利	GWh				2	5	10	30
单位盈利	元/Wh				0.02	0.02	0.06	0.07
其中：国内	元/Wh				0.03	0.03	0.05	0.05
其中：匈牙利	元/Wh						0.08	0.08
净利润	亿元				1.8	2.4	15.5	34.0

数据来源：公司公告，中信建投

PART 4

消费业务：现金牛业务盈利稳健，马来西亚工厂成为增量关键

消费业务：布局多个品类，锂原铸根基、圆柱助增长

◆ 公司当前消费电池业务包括锂原电池、圆柱电池和小型锂离子电池（豆式电池、小型软包电池）等。其中锂原电池主要应用于各类智能表计、胎压监测、ETC、智慧医疗等领域，圆柱电池主要应用于电动工具和电动两轮车领域，豆式电池主要应用于TWS耳机，小型软包电池主要应用于电子雾化器、可穿戴设备、蓝牙设备及其他物联网终端。

图、公司消费电池产品布局多个品类，包括锂原电池、小型锂离子电池和圆柱电池

类别		图片	下游需求	合作	格局
锂原电池	锂亚电池		智能表计、军用、TPMS、共享单车、ETC等	ltron、威盛集团、林洋能源等	龙头
	锂锰电池		安防（烟雾报警器等）、RFID等		
	电池电容器 (SPC)		ETC		
小型锂离子电池	豆式电池		真无线蓝牙耳机	三星、小米等	龙头
	小型软包电池		可穿戴设备、电子雾化器、蓝牙设备及其他移动终端等	思摩尔等	国内领先
圆柱电池 (18650/21700圆柱三元， 33140/40135圆柱铁锂)			电动工具、园林工具、电动两轮车、清洁设备、便携式储能、智能家居等	TTI、小牛、纳恩博等	国内领先

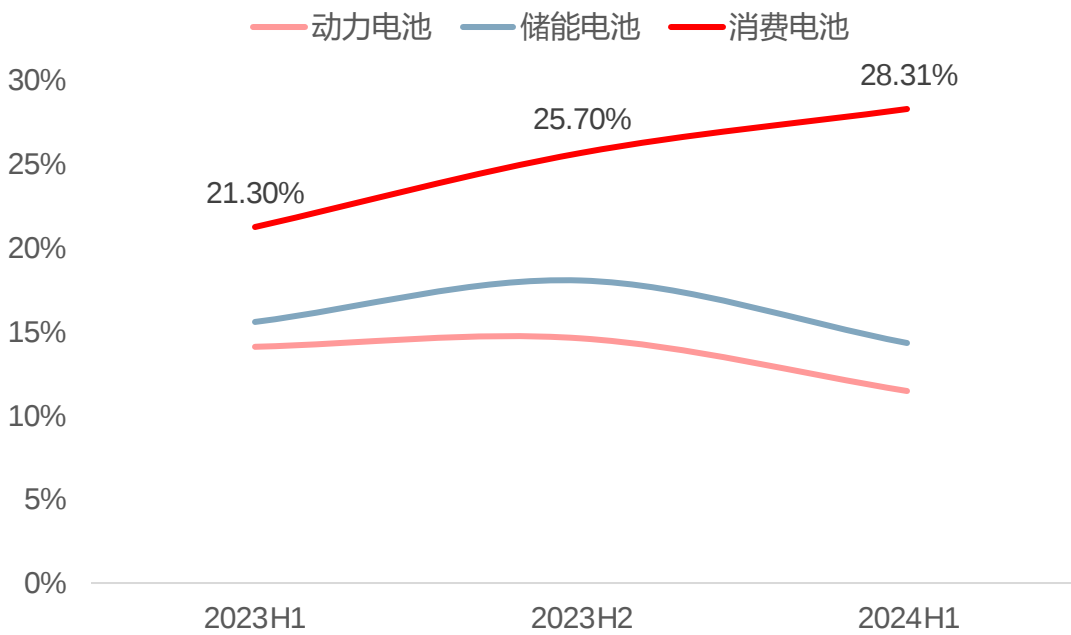
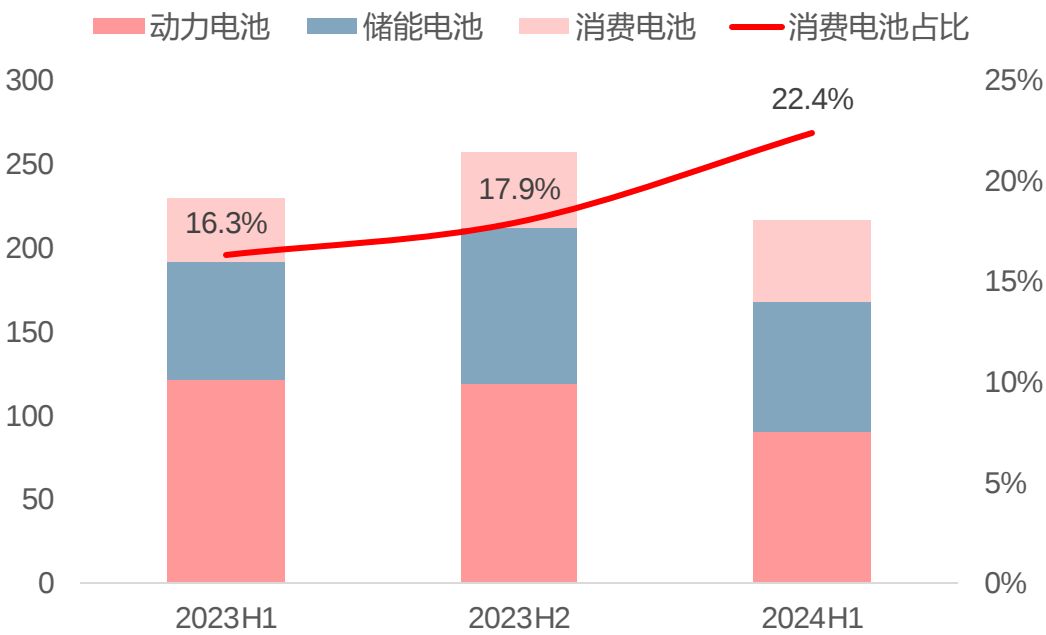


消费业务：现金牛业务，毛利率保持高位

- ◆ 消费电池是公司的现金牛业务，动储单价快速下降背景下消费营收占比提升。2024H1公司消费电池业务营收48.49亿元，同比增长29.8%，占比22.4%，同比2023H1增长6.1pct。
- ◆ 消费电池毛利率维持高位，且仍有上升空间。2024H1公司消费电池业务毛利率28.31%，同比增长7.0pct，显著高于动储，其中锂原电池毛利率常年维持在40%左右，公司在该领域处于全球头部地位，小圆柱电池毛利率随出货量提升至满产而逐步提升。

图、公司消费电池业务占比持续提升

图、公司消费电池毛利率保持高位



数据来源：iFind，中信建投

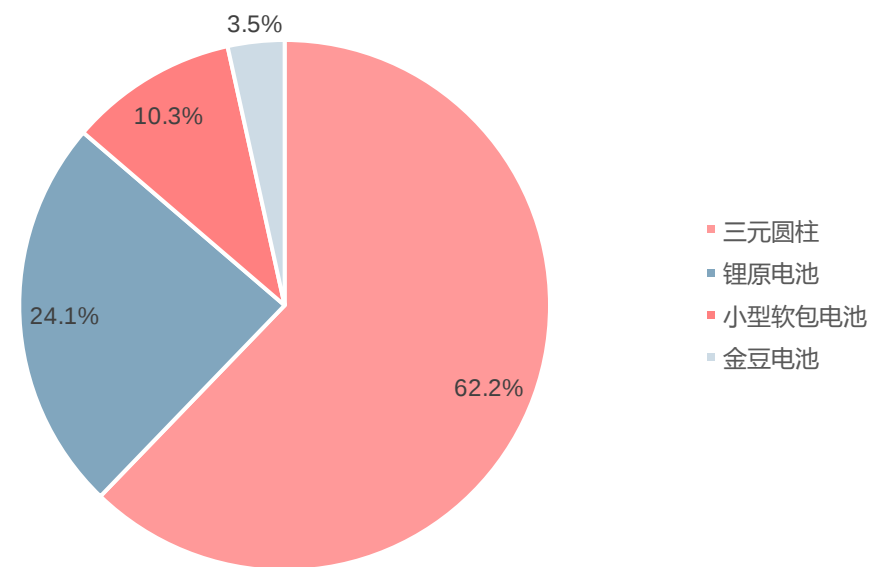
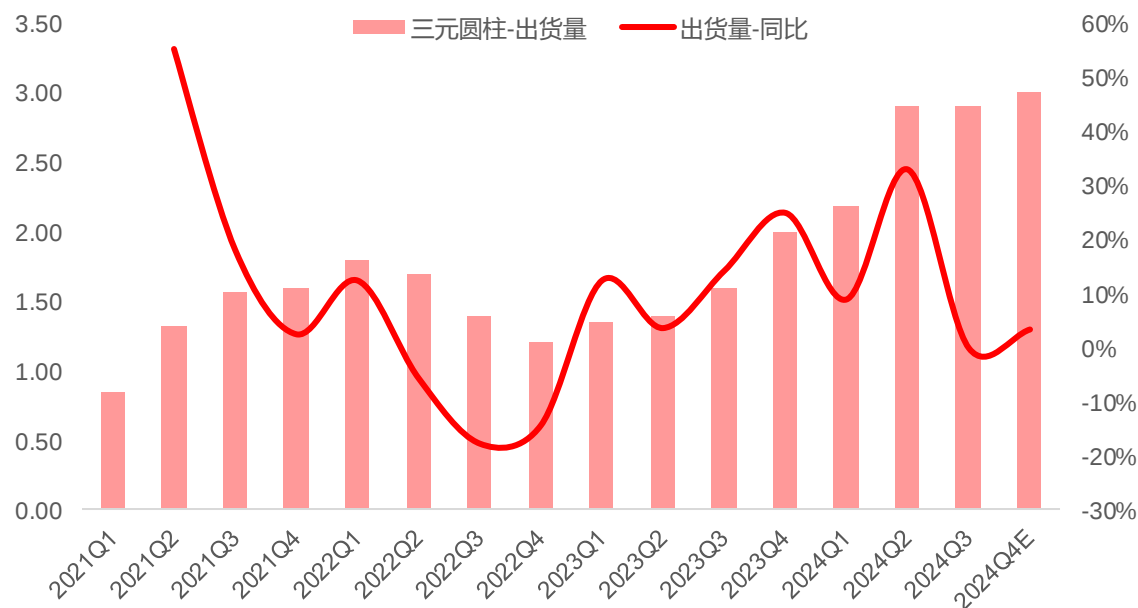
数据来源：iFind，中信建投

消费业务：锂原电池保持稳定，圆柱电池量利双增

- ◆ **结构方面，公司消费业务以圆柱电池为主。**我们测算消费圆柱电池收入占比维持在50%以上，其中预计电动工具占比5成，电动两轮车2-3成，其他包括扫地机器人、平衡车等。
- ◆ **公司三元圆柱电池出货量正处于快速上升的阶段。**我们测算22Q4-24Q3公司三元圆柱出货量由1.2亿颗增长至2.9亿颗，下游需求旺盛，当前处于满产状态。

图、公司消费圆柱电池出货量快速提升（亿颗）

图、2024H1圆柱电池占比消费电池业务收入的62%



数据来源：公司公告，中信建投

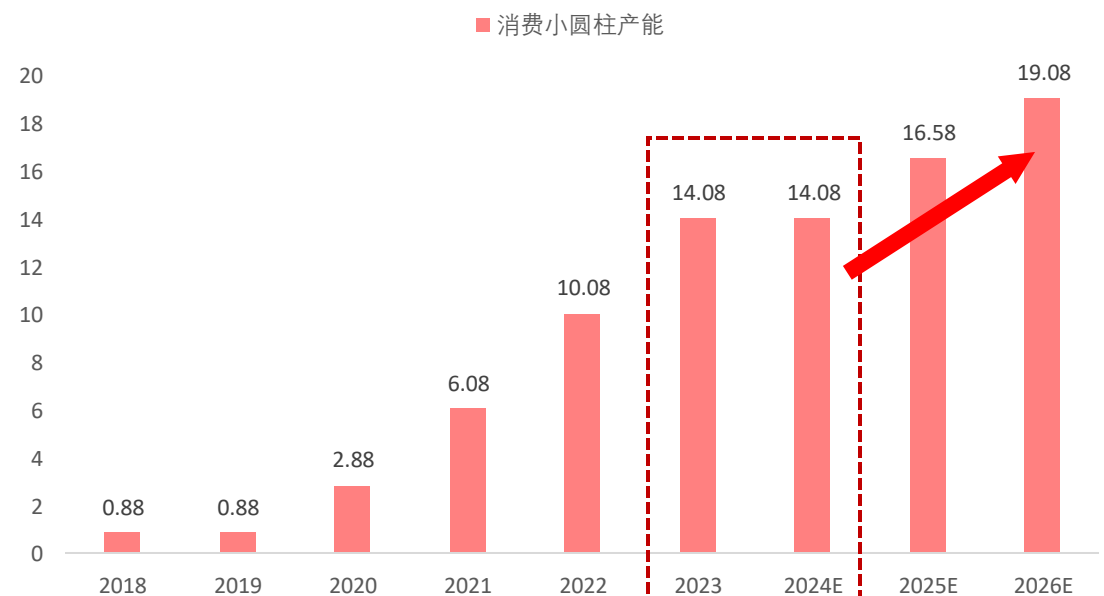
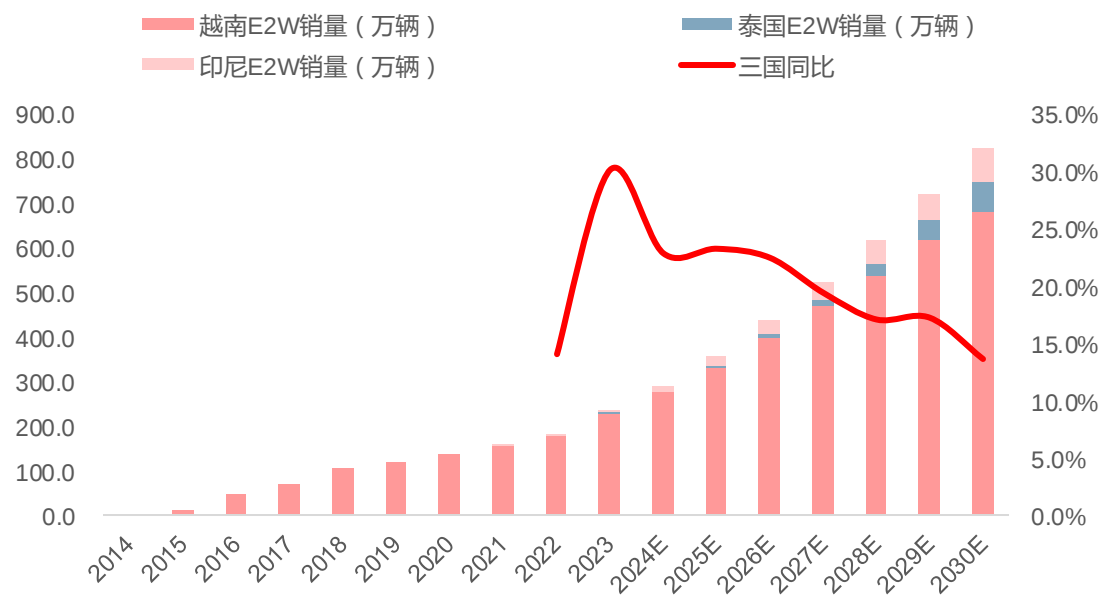
数据来源：公司公告，中信建投

消费业务：马来西亚工厂投产成为小圆柱增量关键

- ◆ 目前公司小圆柱产能预计约为14亿颗，2024Q2起便处于满产状态，因此马来西亚工厂投产将成为小圆柱电池的增量关键。亿纬锂能马来西亚“国际化圆柱电池产业园”项目投资不超过4.22亿美元，主要生产电动工具、电动两轮车用21700圆柱电池。
- ◆ 东南亚两轮车市场成长潜力巨大，有望成为两轮车市场全球最快地区。经测算，截至2030年，预计越南+泰国+印尼三国电动两轮车销量可达约820万辆，2025-2030年CAGR达约18.0%。
- ◆ 预计马来西亚工厂小圆柱项目总规划产能7-8亿颗，其中一期规划产能2-3亿颗，将于2025Q2-Q3投产。

图、东南亚两轮车市场有望成为全球增速最快地区

图、公司当前小圆柱产能14亿颗，后续增量来自马来西亚工厂



数据来源：GIZ，Thailand Market Research，Antara，BCG，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

消费业务：马来西亚工厂投产成为小圆柱增量关键

- ◆ 量方面，预计2025年消费小圆柱出货量12.3亿颗，同比增长2亿颗，其中国内保持满产（单季度3亿颗），马来西亚工厂一期2-3亿颗产能投产贡献1亿颗左右增量；预计2026年出货量15.5亿颗，马来西亚工厂一期2-3亿颗满产，同时二期投产继续贡献新增量。
- ◆ 利方面，随着锂价下降、产能利用率提升，2024年公司小圆柱业务毛利率快速修复，预计2025年单位盈利0.55元/颗，对应利润6.7亿元；2026年随着美国加征25%关税政策落地，公司将受益于关税带来的差价，届时马来西亚工厂的单位盈利将显著高于国内。

图、马来西亚工厂投产，小圆柱业务量利双升

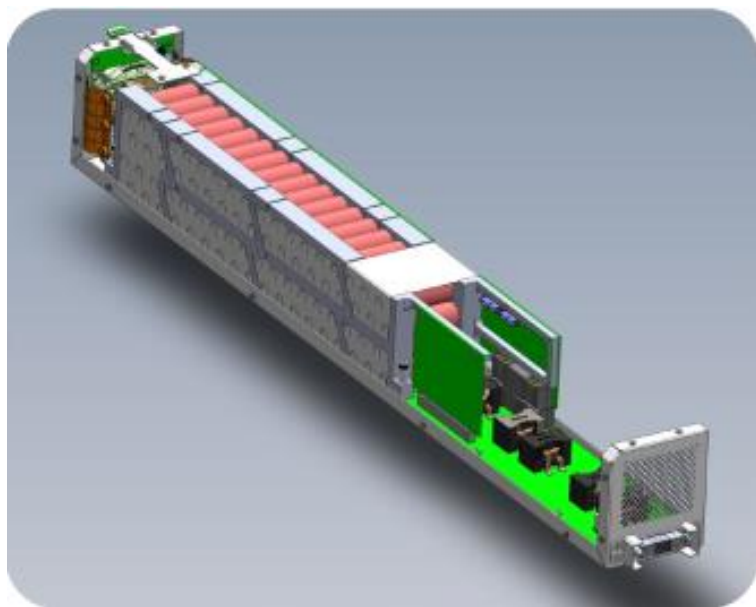
小圆柱	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年底产能	亿颗	10.08	14.08	14.08	16.58	19.08
其中：国内	亿颗	10.08	14.08	14.08	14.08	14.08
其中：马来西亚	亿颗				2.5	5.0
出货量	亿颗	6.1	6.4	10.9	12.3	15.0
其中：国内	亿颗	6.1	6.4	10.9	11.4	12.0
其中：马来西亚	亿颗				0.9	3.0
产能利用率	%	61%	45%	78%	74%	79%
毛利率	%	16.7%	15.8%	23.8%	23.5%	24.0%
单位盈利	元/颗	0.53	0.38	0.49	0.55	0.58
其中：国内	元/颗	0.53	0.38	0.49	0.55	0.55
其中：马来西亚	元/颗				0.55	0.71
净利润	亿元	3.2	2.4	5.4	6.7	8.7
其中：国内	亿元	3.2	2.4	5.4	6.2	6.6
其中：马来西亚	亿元				0.5	2.1

数据来源：公司公告，中信建投

消费业务：AI服务器稳压电源有望成为未来新发力点

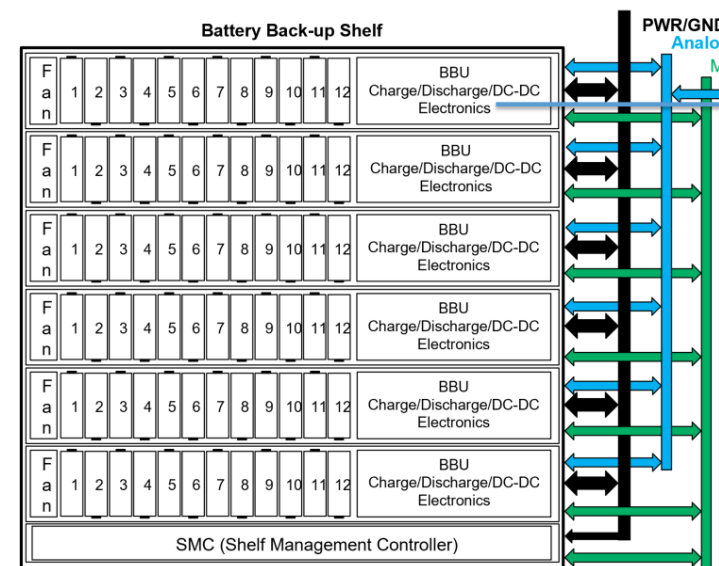
- ◆ 随着AI和高性能计算的发展浪潮，服务器中处理器、GPU等组件有着更高的功耗，AI服务器中的电池备份单元（BBU）成为不可或缺的关键组件。作为备用电源，BBU能够确保在电力中断时服务器能够继续运行，正日益展现出其在保障系统稳定运行方面的重要作用与广阔应用前景。
- ◆ BBU模块包括电池Pack、BMS、DC/DC电路等部分，公司在AI服务器业务方面负责Pack部分的供应，一般采用18650小圆柱电池。公司在小圆柱电池方面存在巨大优势，并已与部分电源企业取得合作，有望成为未来的新发力点。

图、BBU产品示意图



数据来源：OCP全球峰会，中信建投

图、BBU Pack部分配套三元小圆柱电池



数据来源：OCP全球峰会，中信建投

PART 5

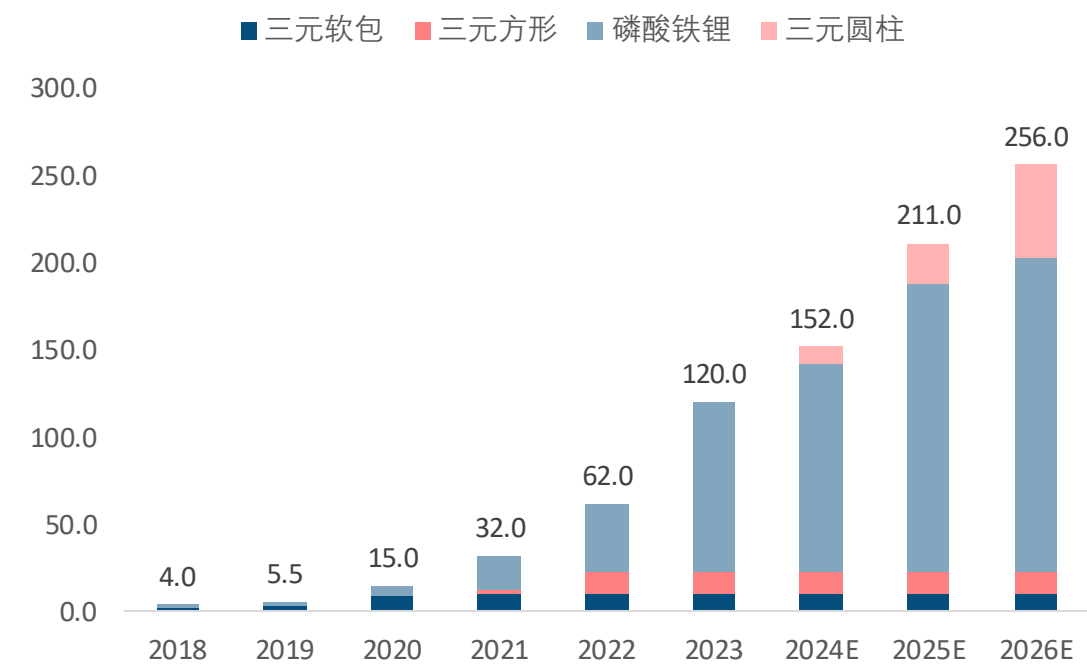
转固：节奏稳健且充分，对盈利影响较小



产能：动储产能以荆门为中心向外扩散，大铁锂和大圆柱双线扩张

- ◆ **储能大铁锂和动力大圆柱双线扩张。**截至2023年底公司动力储能时点产能120GWh，其中动力50GWh、储能70GWh，预计2024年底产能新增储能大铁锂15GWh（荆门60工厂）、三元圆柱10GWh、圆柱铁锂7GWh，**合计达到152GWh。**
- ◆ **生产基地以荆门、惠州为起点，向海外迈进。**公司当前动储产能主要分布在荆门和惠州，今年底新落地产能将扩散至四川成都、云南曲靖，2025、26年马来西亚和匈牙利产能也有望落地，成为国内继宁德时代后第二家在海外正式落地电池产能的中国企业。

图、预计2024年动储产能145GWh（单位：GWh）



数据来源：公司公告，中信建投

图、国内生产基地以荆门为主并向海外扩张（单位：GWh）

地区	规划	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
湖北地区	140	2.5	2.5	6	22	48	106	128	156	171
湖北荆门	130	2.5	2.5	6	22	48	106	128	156	171
湖北武汉	10									
广东地区	28.8	1.5	3	9	10	14	14	14	14	14
惠州仲恺	8.8	1.5	3	9	10	10	10	10	10	10
惠州潼湖	20					4	4	4	4	4
四川地区	44							3	3	3
四川成都	24							3	3	3
四川简阳	20									
云南地区	43							7	23	23
云南曲靖	33							7	23	23
云南玉溪	10									
海外地区	45								15	45
匈牙利	30									30
马来西亚	15								15	15
合计	301	4	6	15	32	62	120	152	211	256

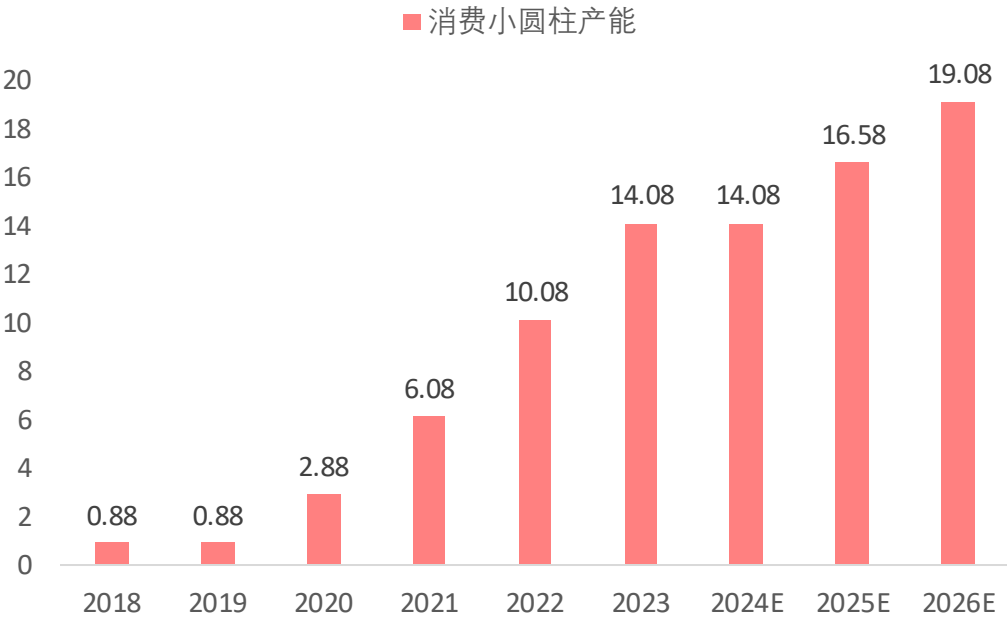
数据来源：公司公告，中信建投

产能：消费产能扩张以小圆柱为主，马来工厂贡献新增量

- ◆ 公司消费电池产能的扩张以小圆柱为主，锂原、金豆、小软包等品类处于稳定状态。小圆柱产能主要集中在荆门和惠州，2023-2024年公司小圆柱电池产能14.08亿颗，全年有效产能13.5亿颗，受益于下游需求旺盛，今年基本处于满产状态。
- ◆ 2024年公司启动马来西亚工厂建设，规划小圆柱产能7-8亿颗，其中明年预计先建成一期2-3亿颗，国内满产情况下，海外新产能将贡献新增量。

图、当前公司消费小圆柱产能14.08亿颗（单位：亿颗）

图、预计2025年马来西亚工厂一期2-3亿颗产能落地



地区（亿颗）	规划	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
湖北荆门	6.88	0.88	0.88	2.88	4.88	6.88	6.88	6.88	6.88	6.88
浙江宁波	1.2				1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
惠州仲恺	6					2	6	6	6	6
马来西亚	7.5								2.5	5
合计	21.58	0.88	0.88	2.88	6.08	10.08	14.08	14.08	16.58	19.08

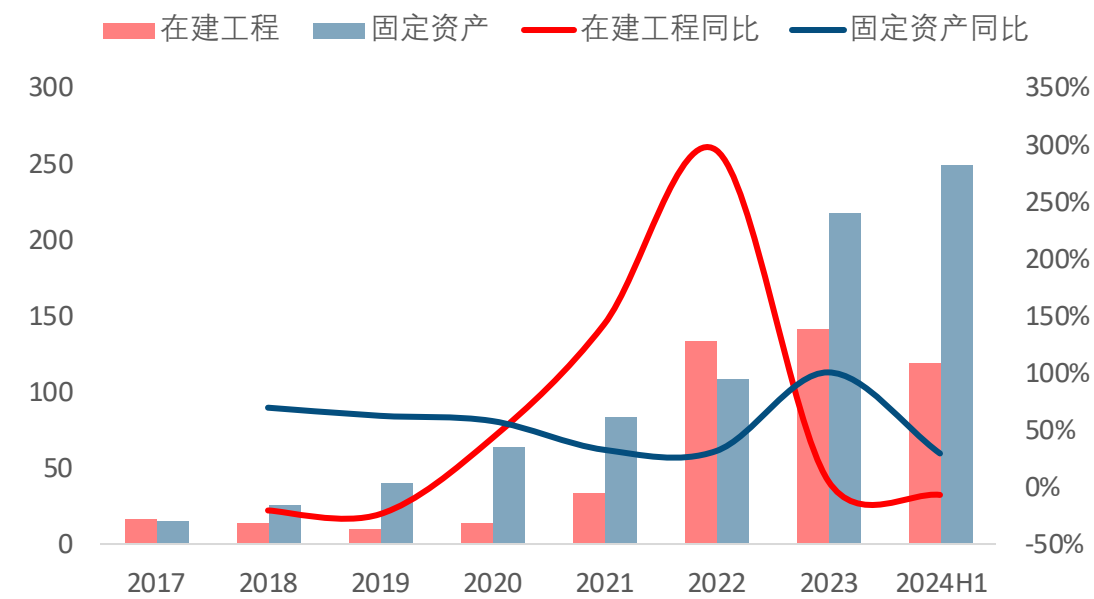
数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

转固情况：平均转固周期1-1.5年，2023年在建工程对应今年转固

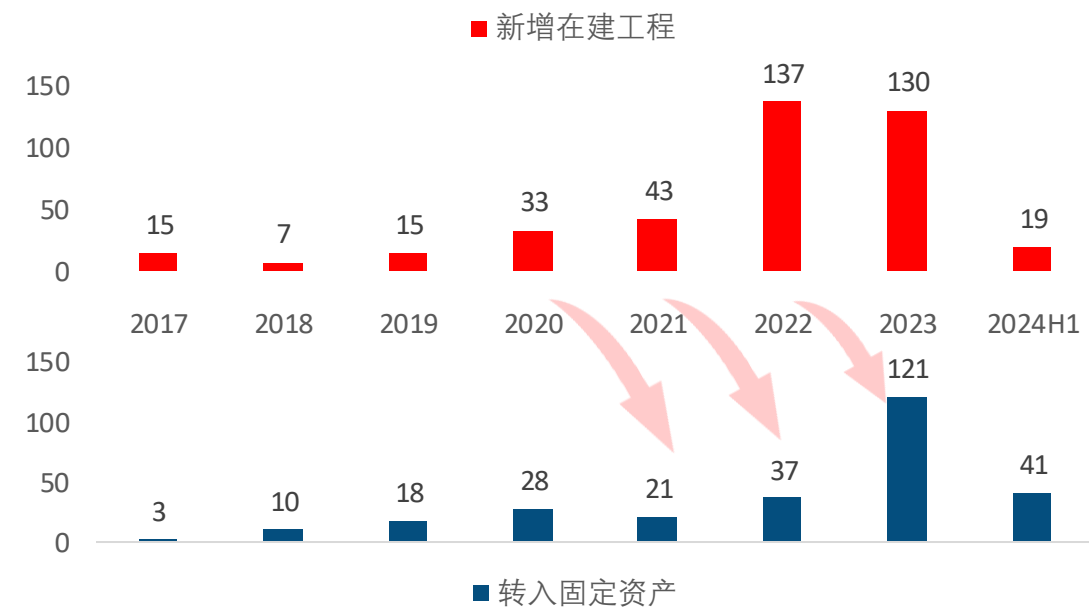
- ◆ 2021年公司开始加速扩产，在建工程33.6亿元，新增在建工程43.7亿元，包括荆门和惠州动力产能（铁锂、方形三元、软包）和荆门小圆柱等扩产动工，同期2019-2020年动工的惠州软包、荆门小圆柱等产能开始转固，合计转固21.45亿元；
- ◆ 公司平均转固周期1-1.5年。2020-2022年公司新增在建工程金额33/43/137亿元，2021-2023年公司转入固定资产金额21/37/121亿元，绝对金额和相对趋势均能够匹配，对应公司平均转固周期为1-1.5年。

图、公司2021年在建工程的账面金额开始加速增长



数据来源：公司公告，中信建投

图、公司2020-22年的新增在建和2021-23年底转固金额趋同



数据来源：公司公告，中信建投

转固情况：平均转固周期1-1.5年，2023年在建工程对应今年转固

- 消费电池业务方面，荆门和宁波的小圆柱产能以及惠州仲恺的金豆和锂原产能已完成投产和转固，目前在建工程包括：
- ◆ 国内方面，高性能锂离子圆柱电池产业化项目和xHEV电池系统项目（一期）已基本投产，预计将在2024年完成转固，合计金额19亿元左右；
 - ◆ 海外方面，马来西亚21700项目一期2-3亿颗预计明年投产，预计明年部分转固的同时继续新增在建工程。

图、现有消费电池扩产项目转固情况梳理

已完成转固1年内即将转固2-3年内即将转固					
分类	项目名称	所在地	类型	当前进度	公告产能
消费	荆门创能厂区建设	湖北荆门	消费-小圆柱	已投产并转固	0.88
	荆门圆柱产品线新建产线二期项目	湖北荆门	消费-小圆柱	已投产并转固	2
	荆门亿纬创能储能动力锂离子电池项目	湖北荆门	消费-小圆柱	已投产并转固	4
	消费小圆柱产能收购	浙江宁波	消费-小圆柱	已投产并转固	1.2
	高性能锂离子圆柱电池产业化项目	惠州仲恺	消费-小圆柱	已投产，部分转固	6
	亿纬马来西亚21700项目	马来西亚	消费-小圆柱	建设中	7.5
	面向TWS应用的豆式锂离子电池项目	惠州仲恺	消费-金豆	项目停滞，部分转固	2
	面向胎压测试和物联网应用的高温锂锰电池项目	惠州仲恺	消费-锂原	项目停滞，部分转固	1.6
电源系统	面向物联网应用的高性能锂离子电池项目	惠州仲恺	消费-锂原	已投产并转固	1.9
	xHEV电池系统项目（一期）	惠州潼湖	12V/48V	已投产，部分转固	350

数据来源：公司公告，中信建投；
注：消费部分公告产能单位为“亿颗”，电源系统公告产能单位为“万套”。

图、现有动力储能电池扩产项目的投资和转固完成度

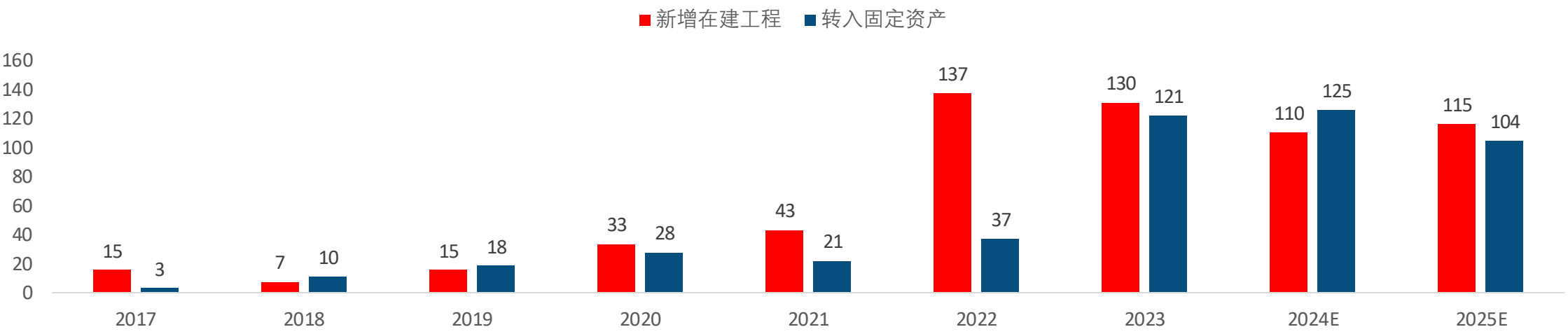
数据来源：公司公告，中信建投；注：公告产能单位为“GWh”。

转固情况：平均转固周期1-1.5年，2023年在建工程对应今年转固

动力储能业务方面，公司当前的在建工程可以分为以下三类：

- ◆ 1) 投产爬坡、部分转固：截至2023年，HBF16GWh乘用车锂离子动力电池项目、乘用车锂离子动力电池项目（一期）、乘用车动力电池项目（三期&四期）、成都亿纬锂能厂区投资完成度超80%，已基本投产，预计上述项目将在2024-25年完成剩余在建工程的转固，合计金额37、18亿元左右；
- ◆ 2) 部分投产、部分转固：截至2023年，亿纬动力厂区建设、23GWh圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目、乘用车锂离子动力电池项目（大圆柱）、投资完成度20%-65%，预计2024-25年继续新增在建工程的同时，2023-24年新增的在建工程部分在2024-25年内转固，预计转固金额63、81亿元左右，叠加消费后预计2024-25年合计转固金额125、104亿元。
- ◆ 3) 暂未投产及转固：预计匈牙利乘用车大圆柱电池项目、亿纬马来西亚储能项目将从今年开始发生大额在建工程投入，叠加（2）中项目的新增，预计2024年将新增在建工程110亿元左右，2025年匈牙利工厂继续加大投入，预计新增在建工程金额115亿元左右。

图、预计公司2024-25年新增在建工程110、115亿元，转固125、104亿元



影响测算：不同转固节奏对单位折旧影响较小

- ◆ 保守、中性、乐观情景下，我们测算2025年公司新增转固127.4、112.4、97.4亿元，对应固定资产412.7、397.7、382.7亿元；
- ◆ 按照公司房屋及建筑物、生产设备、电子/办公/运输设备折旧年限分别30年、10年、5年测算，预计2025年折旧金额31.0、30.4、29.7亿元，对应单位折旧0.031、0.027、0.025元/Wh，与2024年基本相当，最多差距仅0.003元/Wh，影响较小。

图、不同转固节奏假设对单位盈利影响

项目	单位	2023	2024E	2025E		
				保守	中性	乐观
出货量						
动力电池	GWh	28	29	35	40	45
储能电池	GWh	26	51	65	70	75
折旧情况						
新增转固	亿元	121.2	133.1	118.9	103.9	88.9
固定资产	亿元	217.5	316.9	404.2	389.2	374.2
折旧	亿元	13.2	22.7	30.6	30.0	29.4
单位折旧	元/Wh	0.024	0.028	0.0306	0.0273	0.0245

数据来源：公司公告，中信建投

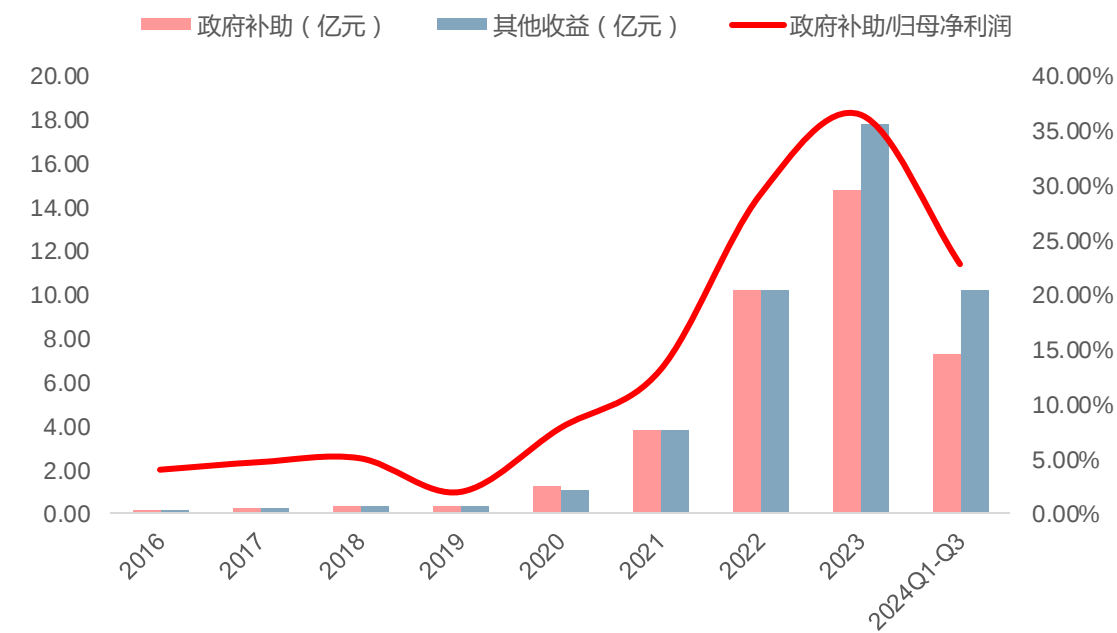
PART 6

政府补贴：下降带来表观业绩承压，但也正是公司主业证明自己的时刻

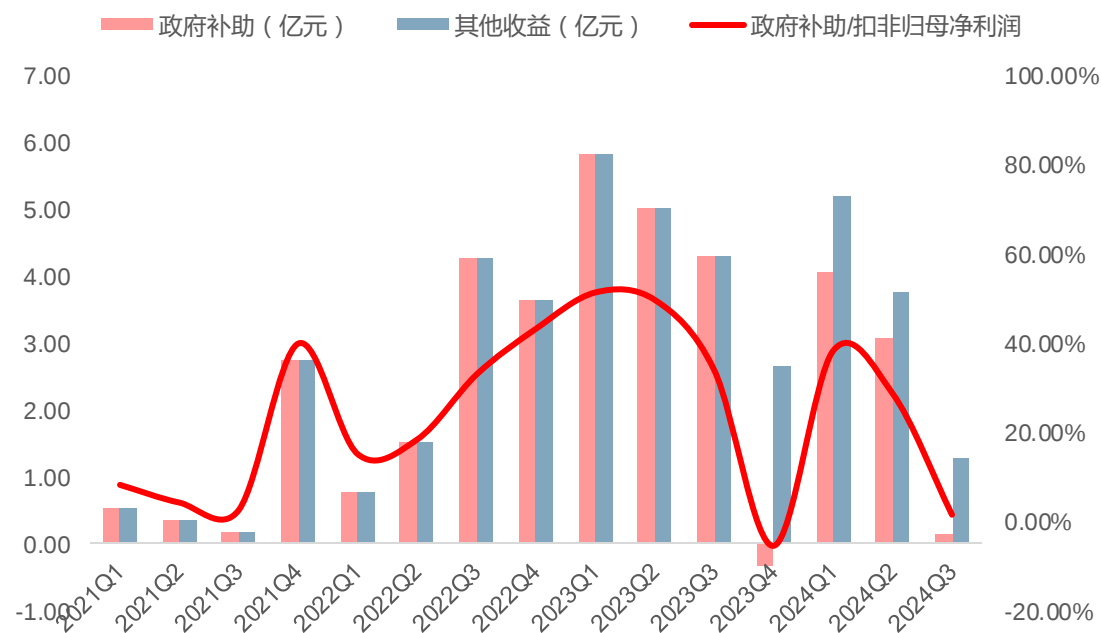
政府补助：对业绩影响持续降低，公司主业经营业绩开始凸显

- ◆ **2021-2023年：产能高速扩张，政府补助规模连年提升，对业绩贡献显著。**2021-2023年公司确认的政府补助金额为3.8、10.2、14.8亿元，占比归母净利润的13.0%、29.1%、36.5%，对业绩有较大贡献。
- ◆ **2024年起：资本开支增速进入下行周期，政府补助确认规模随之下滑。**2024Q3公司其他收益1.27亿元，非经中确认的政府补助仅0.14亿元，下降明显，占归母净利润比例降至1.4%。我们认为2025年将是公司用主业业绩证明自己的关键时刻，利润质量将显著提升。

图、公司政府补助于2023年达到峰值，2024年开始下降



图、公司政府补助对业绩影响持续降低



数据来源：iFind，中信建投



数据来源：iFind，中信建投

股权激励：第六期改为考核出货量，达标概率较高

- ◆ 公司目前正在实施的股权激励计划共四期（第三至六期），其中：
- ◆ 第三期将在2024年完成最后一个归属期考核，按营收超过669亿元、完成率80%以上的要求来看，完成有一定难度；第四、五期营收考核指标在原材料价格大幅下降、行业价格竞争的背景下，也大概率无法完成；
- ◆ 第六期考核指标改为出货量，目前行业需求保持旺盛的同时公司动力客户改善、储能订单饱满，我们预计大概率能够达成。

图、公司激励计划考核指标

考核指标	三期激励计划	四期激励计划	五期激励计划	六期激励计划	实际营收（亿元）	实际出货量（GWh）
2021	营收≥163亿元				169.00	13.15
2022	营收≥261亿元				363.04	30.00
2023	营收≥418亿元	营收≥700亿元			487.84	54.38
2024	营收≥669亿元	营收≥1000亿元	营收≥1000亿元	动储出货量≥71GWh	340.49 (Q1-Q3)	56.44 (Q1-Q3)
2025		营收≥1500亿元	营收≥1500亿元	动储出货量≥101GWh		
2026		营收≥2000亿元				

业绩完成情况	三期激励计划	四期激励计划	五期激励计划	六期第一个归属期	六期第二个归属期
公司层面 行权比例	R≥100%	100%	100%	100%	100%
	100% > R≥90%	90%	90%	90%	90%
	90% > R≥80%	80%	80%	80%	80%
	80% > R≥70%	0%	70%	70%	70%
	R < 70%	0%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，中信建投

股权激励：预计2024-26年公司业绩仍将受到摊销费用影响

- ◆ 预计2024-2026年股权激励计划产生的费用摊销将对公司业绩产生影响，其中：
- ◆ 2024年：预计将计提股权激励摊销费用**2-3亿元左右**，其中六期2.02亿元；
- ◆ 2025年：预计将计提股权激励摊销费用**11亿元左右**，其中六期10.78亿元。

图、公司各期股权激励计划摊销费用情况（不考虑完成比例）

摊销费用（万元）	三期激励计划	四期激励计划	五期激励计划	六期激励计划	合计
2021	3234.85				3234.85
2022	37391.17				37391.17
2023	20912.5	52760.13	1.72		73674.35
2024	11743.71	42104.69	91.55	20191.94	31935.65
2025	5009.72	23023.75	87.25	107818.01	112827.73
2026		10910.42	40.06	34291.48	45241.96
2027		1791.02			1791.02
合计	78291.95	65461.57	41.78	162301.43	371403.97

数据来源：公司公告，中信建投

PART 7

产业链布局：上中下游多线布局，远期可展望增厚投资收益

产业链布局：上游从镍钴锂资源到材料环节均有布局

- ◆ **公司通过参股或合资方式布局核心锂电材料。**目前包括华飞、德枋亿纬、湖北恩捷等均已投产，其中华飞受益于镍价阶段性上涨贡献投资收益；锂电材料前期受制于产能爬坡、减值损失以及价格竞争，暂未贡献正向利润，但从更长远角度来看，产业链布局有利于保持供应链稳定，并有望在产业链供需困境反转后贡献投资收益。

图、上游各材料环节都有所布局

环节	公司名称	持股比例	备注
锂资源-锂矿	金昆仑锂业有限公司	28.13%	
锂资源-盐湖	大柴旦大华化工有限公司	5.00%	
锂资源-锂盐	青海金纬新材料科技有限公司	49.00%	与金昆仑合资
锂资源-锂盐	青海柴达木兴华锂盐有限公司	49.00%	
锂资源-锂盐	四川能投德阿锂业有限责任公司	24.50%	与四川新能源动力、蜂巢合资
镍钴资源	华杉进出口（温州）有限公司	17.00%	与华友、青山合资（就华飞项目配套建立的进出口公司）
镍钴资源	华杉进出口（桐乡）有限公司	17.00%	同上
镍钴资源	华飞镍钴（印尼）有限公司	亿纬亚洲持股17.00%	与华友、青山合资
磷酸铁锂正极	曲靖市德枋亿纬有限公司	40.00%	与德方纳米合资
负极	云南中科星城石墨有限公司	40.00%	与中科电气合资
负极	常州市贝特瑞新材料科技有限公司	亿纬亚洲持股24.00%	与贝特瑞合资
负极	河北坤天新能源股份有限公司	亿纬动力持股1.35%	
电解液	荆门新宙邦新材料有限公司	30.00%	与新宙邦合资
隔膜	湖北恩捷新材料科技有限公司	45.00%	与恩捷股份合资
铝箔	华北铝业新材料科技有限公司	7.00%	
结构件	湖北金杨精密制造有限公司	40.00%	与金杨股份合资
粘结剂	深圳好电科技有限公司	17.93%	

数据来源：公司公告，爱企查，中信建投

产业链布局：下游参股投资多个新领域

- ◆ **动力方面**，公司与康明斯、戴姆勒卡车、帕卡成立合资公司，预计将通过技术授权方式获取专利费用。
- ◆ **储能方面**，公司参股/合资多家储能企业；同时公司还投资船舶、充电桩、氢能等多个新领域，在电池业务基础上进一步横向拓展。

图、下游投资船舶、氢能等多个新领域

环节	公司名称	持股比例	备注
动力电池	AMPLIFY CELL TECHNOLOGIES LLC	亿纬美国持股10%	与康明斯、戴姆勒卡车、帕卡合资
动力电池	SK新能源（江苏）有限公司	亿纬动力香港持股30.00%	
储能	沃太能源股份有限公司	9.71%	
储能	广东新型储能国家研究院有限公司	14.00%	
储能	杭州华弗能源科技有限公司	亿纬储能持股7.00%	华立集团旗下孙公司
储能	内蒙古亿采智慧储能科技有限公司	亿纬储能持股25.00%	与亿利洁能子公司、上海采日能源合资
储能	华石创能（北京）科技有限公司	20.00%	
充电桩	特来电新能源股份有限公司	0.15%	
氢能	惠州亿纬氢能有限公司	19.00%	
BMS/VCU	天津易鼎丰动力科技有限公司	14.00%	
船舶	江苏中智海洋工程装备有限公司	5.00%	
船舶	南京中交航信新能源科技有限公司	4.18%	
电力	广州发展集团股份有限公司	0.44%	

数据来源：公司公告，爱企查，中信建投

PART 8

盈利预测：公司是锂电板块低估值、高弹性标的

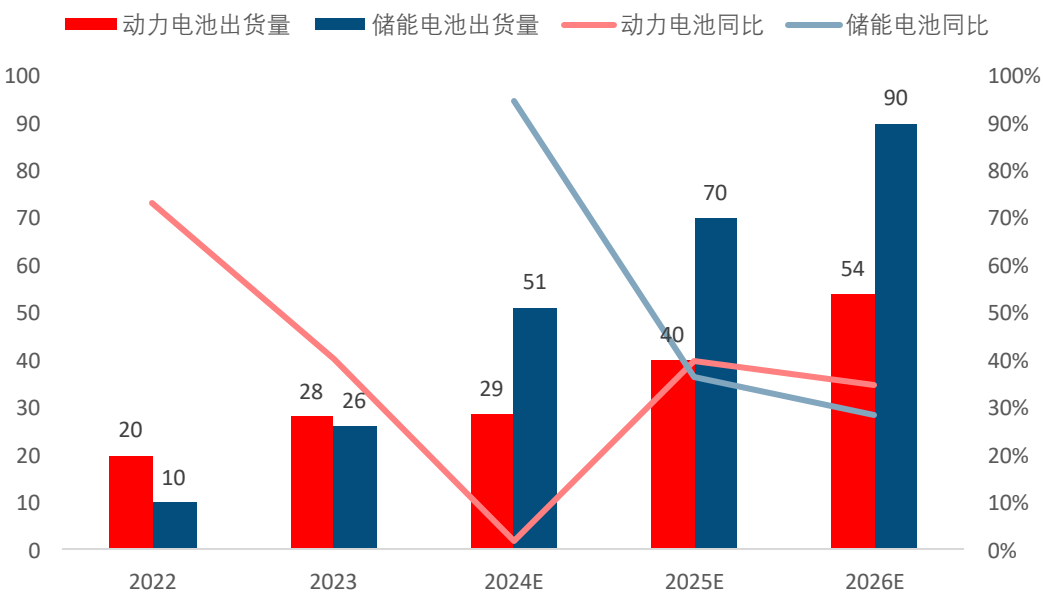


盈利预测：动力迎来改善的关键转折点，储能保持高增

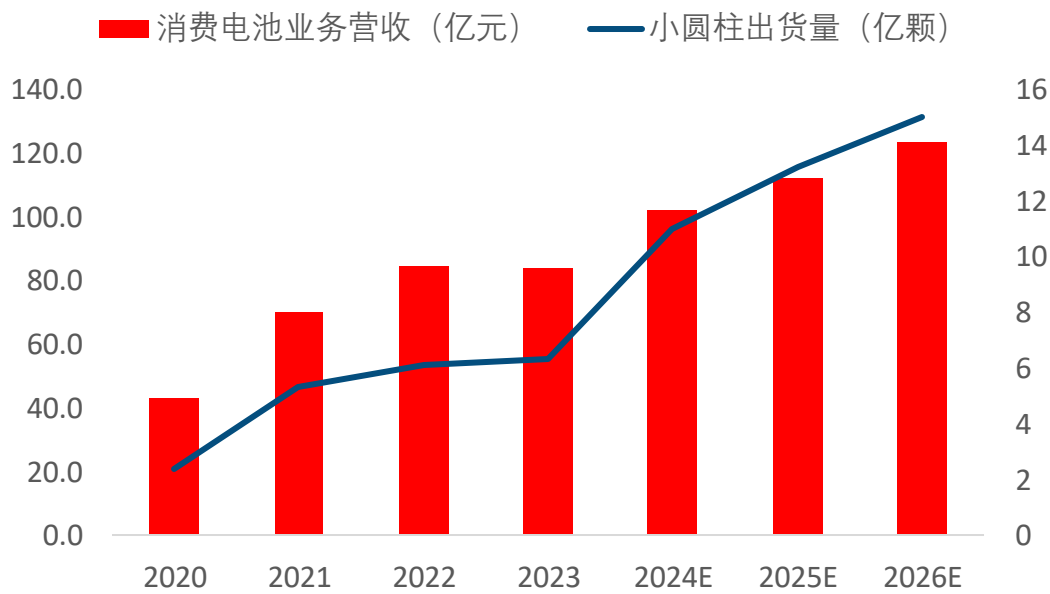
- ◆ **动力方面**，预计2024-26年公司动力出货量29、40、54GWh，2025年将成为公司动力客户优化、增速改善的关键转折点；
- ◆ **储能方面**，预计2024-26年公司储能出货量51、70、90GWh，下游订单饱满，以产定销；
- ◆ **消费方面**，预计2024-26年公司消费小圆柱出货量109、12.4、15亿颗，持续满产，2025-26年马来西亚工厂贡献核心增量。

图、预计2025年公司动力电池出货量迎来改善转折点（GWh）

图、公司消费电池业务保持稳定增长



数据来源：公司公告，中信建投



数据来源：公司公告，中信建投

盈利预测：动力产能利用率提升和储能价格修复将带来高业绩弹性

- ◆ 2024年：动储业务9亿元（79GWh*0.011元/Wh）、消费业务16.4亿元、投资收益6.7亿元、政府补贴等其他收益11.4亿元、股权激励2.9亿元，叠加其他项后归母净利润40.2亿元；
- ◆ 2025年：动储业务31.8亿元（110GWh*0.029元/Wh）、消费19.4亿元、投资收益7.4亿元、政府补贴等其他收益6亿元、股权激励10.8亿元；叠加其他项后归母净利润53.6亿元。

图、公司业绩弹性测算

亿纬锂能	单位	2023	2024E	2025E			备注
				保守	乐观	弹性	
动力电池业务							
年底时点产能	GWh	50	63	63	63		新客户新项目→产能利用率提升
有效产能	GWh	43	50	63	63		
出货量	GWh	28	28	40	45	5	
产能利用率		65%	56%	63%	71%	8%	
单位盈利	元/Wh	0.04	-0.02	0.01	0.02	0.005	单位折旧下降→单位盈利提升
净利润	亿元	9.9	-6.2	4.0	6.8	2.8	
储能电池业务							
年底时点产能	GWh	65	95	100	100		大储价格见底，如果涨价1分对应7亿+业绩涨幅，弹性大
有效产能	GWh	30	65	80	80		
出货量	GWh	26	51	70	70	0	
产能利用率		88%	78%	88%	88%		
单位盈利	元/Wh	0.04	0.03	0.04	0.05	0.01	
净利润	亿元	10.9	15.2	27.8	35	7.2	
消费电池业务							
小圆柱年底时点产能	亿颗	10	13.5	16	16		马来西亚工厂一期投产贡献增量
小圆柱有效产能	亿颗	8	12	14.5	14.5		
小圆柱出货量	亿颗	6.4	10.9	12.3	12.3		
产能利用率		79%	91%	85%	85%		
净利润	亿元	10.1	16.4	19.4	22.7		
主业净利润合计	亿元	30.9	25.3	51.2	64.5		
其他净利润合计	亿元	9.6	14.9	2.4	2.4		
其中：投资收益	亿元	6.1	6.7	7.4	7.4		充分考虑政府补贴下降风险
其中：政府补贴等其他收益	亿元	17.8	11.4	6.0	6.0		
其中：股权激励	亿元	4.6	2.9	10.8	10.8		
归母净利润	亿元	40.5	40.2	53.6	66.9	13.3	
归母净利润-还原股权激励	亿元	45.1	43.2	64.4	77.7		

数据来源：公司公告，中信建投

盈利预测

◆ 业绩预测：预计2024-26年归母净利润40.2、53.6、83.0亿元，对应PE 22.9、17.2、11.1倍。

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	36,857.09	36,786.44	53,008.85	64,873.61	80,649.65
现金	8,978.71	10,506.21	25,742.81	32,062.17	39,988.96
应收票据及应收账款合计	12,149.22	15,386.11	13,720.95	17,089.18	21,314.17
其他应收款	936.31	141.82	608.63	686.09	778.23
预付账款	2,040.29	233.05	256.47	798.56	1,991.98
存货	8,587.98	6,316.01	8,425.55	9,765.13	11,769.12
其他流动资产	4,164.58	4,203.25	4,254.43	4,472.48	4,807.20
非流动资产	46,780.72	57,568.90	57,632.04	56,623.29	56,340.03
长期投资	11,504.51	14,410.65	15,743.05	17,227.96	18,858.20
固定资产	10,929.16	21,842.92	20,617.36	19,288.99	17,947.80
无形资产	1,311.49	1,895.63	1,669.72	1,442.24	1,213.18
其他非流动资产	23,035.55	19,419.71	19,601.90	18,664.10	18,320.85
资产总计	83,637.81	94,355.34	110,640.88	121,496.90	136,989.69
流动负债	32,184.55	37,891.98	54,633.08	65,343.57	77,880.75
短期借款	1,294.41	1,120.97	17,490.54	20,593.11	22,895.18
应付票据及应付账款合计	25,285.60	30,185.62	30,624.47	36,754.85	45,279.90
其他流动负债	5,604.54	6,585.39	6,518.06	7,995.61	9,705.66
非流动负债	18,293.08	18,458.09	14,575.36	10,250.89	6,417.48
长期借款	16,283.54	16,525.17	12,642.44	8,317.98	4,484.56
其他非流动负债	2,009.54	1,932.92	1,932.92	1,932.92	1,932.92
负债合计	50,477.63	56,350.07	69,208.44	75,594.46	84,298.23
少数股东权益	2,746.73	3,272.40	3,376.91	3,489.31	3,587.16
股本	2,041.76	2,045.72	2,045.72	2,045.72	2,045.72
资本公积	17,881.96	18,562.39	18,562.39	18,562.39	18,562.39
留存收益	10,489.73	14,124.75	17,447.42	21,805.01	28,496.19
归属母公司股东权益	30,413.45	34,732.86	38,055.54	42,413.12	49,104.30
负债和股东权益	83,637.81	94,355.34	110,640.88	121,496.90	136,989.69

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,860.22	8,676.26	8,731.35	13,451.43	17,219.28
净利润	3,671.89	4,520.27	4,129.18	5,470.41	8,394.29
折旧摊销	1,224.19	1,698.32	5,269.26	6,093.66	6,913.49
财务费用	147.01	199.15	499.94	460.05	215.70
投资损失	-1,241.74	-608.50	-666.20	-742.46	-815.12
营运资金变动	-1,577.78	1,940.32	-614.28	2,062.52	2,385.84
其他经营现金流	636.64	926.71	113.45	107.25	125.08
投资活动现金流	-19,917.25	-5,921.07	-4,779.65	-4,449.71	-5,940.20
资本支出	13,354.87	5,080.12	4,000.00	3,600.00	5,000.00
长期投资	-2,478.32	-2,470.32	-666.20	-742.46	-815.12
其他投资现金流	-30,793.79	-8,530.88	-8,113.45	-7,307.25	-10,125.08
筹资活动现金流	18,121.19	31.04	11,284.90	-2,682.36	-3,352.30
短期借款	94.87	-173.43	16,369.57	3,102.56	2,302.08
长期借款	8,572.18	241.63	-3,882.73	-4,324.46	-3,833.41
其他筹资现金流	9,454.14	-37.16	-1,201.94	-1,460.46	-1,820.96
现金净增加额	1,106.65	2,694.19	15,236.61	6,319.36	7,926.79

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	36,303.95	48,783.59	46,805.12	58,294.86	72,707.20
营业成本	30,338.44	40,473.30	38,462.06	46,784.13	57,863.89
营业税金及附加	111.96	158.13	215.80	233.18	363.54
销售费用	513.30	648.57	661.31	699.54	872.49
管理费用	1,447.12	1,567.99	1,436.60	2,401.11	1,890.39
研发费用	2,153.14	2,731.64	2,848.32	3,113.94	3,853.48
财务费用	147.01	199.15	499.94	460.05	215.70
资产减值损失	-126.26	-364.91	30.57	-20.00	-10.00
信用减值损失	-197.77	-178.70	-82.25	-100.00	-120.00
其他收益	1,021.11	1,778.15	1,140.92	600.00	600.00
公允价值变动收益	-13.40	12.36	-12.38	-35.00	-40.00
投资净收益	1,241.74	608.50	666.20	742.46	815.12
资产处置收益	-6.48	-14.47	-4.23	0.00	-10.00
营业利润	3,511.93	4,845.74	4,419.91	5,790.38	8,882.84
营业外收入	5.71	12.21	3.30	0.00	0.00
营业外支出	19.52	29.16	51.08	0.00	0.00
利润总额	3,498.13	4,828.79	4,372.13	5,790.38	8,882.84
所得税	-173.77	308.52	242.95	319.97	488.56
净利润	3,671.89	4,520.27	4,129.18	5,470.41	8,394.29
少数股东损益	162.93	470.09	104.50	112.40	97.85
归属母公司净利润	3,508.96	4,050.17	4,024.67	5,358.01	8,296.44
EBITDA	4,869.33	6,726.25	10,141.33	12,344.08	16,012.03
EPS (元)	1.72	1.98	1.97	2.62	4.06

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	114.82	34.38	-4.06	24.55	24.72
营业利润(%)	13.60	37.98	-8.79	31.01	53.41
归属于母公司净利润(%)	20.76	15.42	-0.63	33.13	54.84
获利能力					
毛利率(%)	16.43	17.04	17.83	19.75	20.42
净利率(%)	9.67	8.30	8.60	9.19	11.41
ROE(%)	11.54	11.66	10.58	12.63	16.90
ROIC(%)	14.12	10.40	9.24	8.95	12.42
偿债能力					
资产负债率(%)	60.35	59.72	62.55	62.22	61.54
净负债比率(%)	25.93	18.79	10.60	-6.86	-23.93
流动比率	1.15	0.97	0.97	0.99	1.04
速动比率	0.79	0.77	0.79	0.81	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.52	0.42	0.48	0.53
应收账款周转率	3.39	3.58	3.84	3.84	3.84
应付账款周转率	2.09	1.69	1.84	1.82	1.81
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	1.98	1.97	2.62	4.06
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	4.24	4.27	6.58	8.42
每股净资产(最新摊薄)	14.87	16.98	18.60	20.73	24.00
估值比率					
P/E	26.31	22.79	22.94	17.23	11.13
P/B	3.04	2.66	2.43	2.18	1.88
EV/EBITDA	39.94	15.17	11.90	9.68	7.38

PART 9

风险分析



风险分析

- ◆ **1) 下游新能源汽车产销不及预期**：销量端可能受到需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。
- ◆ **2) 原材料价格波动超预期**：2021年以来原材料价格阶段性出现大幅波动，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。
- ◆ **3) 公司重点项目推进不及预期**：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

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： 中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

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告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
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