

亿纬锂能（300014）

守正创新，穿越周期，新品+出海实现破局 买入（维持）

2025 年 03 月 04 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 朱家佟

执业证书：S0600524080002
zhujt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	36304	48784	47574	62334	79925
同比（%）	114.82	34.38	(2.48)	31.02	28.22
归母净利润（百万元）	3509	4050	4071	5321	7514
同比（%）	20.76	15.42	0.52	30.70	41.22
EPS-最新摊薄（元/股）	1.72	1.98	1.99	2.60	3.67
P/E（现价&最新摊薄）	28.71	24.88	24.75	18.94	13.41

投资要点

■ **最具潜力二线电池厂，四大赛道成长性十足。**亿纬锂能成立于 01 年，以锂原电池起家，4 年内站稳行业龙头，10 年起开拓消费电池赛道，并迅速做到头部份额，15 年切入动力/储能赛道，迅速获得多个国际大客户定点，成为最亮眼的二线电池企业。我们认为其成功主要得益于：1）全路线布局，发展较为稳健，持续能力强，精准把握细分领域爆发；2）突破快善学习，高标准高要求，拿下多个大客户定点，打出国际化品牌影响力；3）前瞻能力较强，战略调整精准，重点押注大圆柱+大铁锂，打造与龙头的差异化发展。

■ **电池技术储备较为全面，储能电池份额跃居全球第二，新品+出海有望实现破局。**公司三元软包、三元方形、铁锂方形、大圆柱四大路线均有布局，未来重点押注叠片铁锂+大圆柱路线，其中叠片铁锂已进入收获期，大圆柱 25 年迎来规模放量。分领域看，①储能电池目前满产满销，24 年跃居全球第二（15%），我们预计 25 年出货维持 45% 增长，大铁锂新品开启放量，并持续开拓海外产能，26 年海外市场大规模放量；②商用车电池供不应求，24 年装机量国内第二（10%），我们预计出货量高增 150%+；③乘用车重点拓展爆款车型，配套小鹏 P7+、零跑、其他新势力等，叠加标品化带动成本改善，打造大圆柱王牌产品，25 年有望步入收获期。**出货方面**，我们预计公司 24 年出货 80GWh，同增 47%，其中储能超 52GWh，同比翻倍，动力近 28GWh，同比微降，25 年出货约 115GWh，同增 43%。**盈利方面**，电池价格基本企稳，产能利用率提升，优质订单比例提升，24 年单 wh 盈利 0.01-0.02 元，随着新车型的陆续交付，叠加加大铁锂+大圆柱开启放量，25 年预计进一步改善。

■ **锂原电池龙头地位稳定，消费圆柱电池满产满销，小 3C 电池应用领域广泛，思摩尔持续贡献投资收益。**公司锂原电池全国份额第一，万物互联拓宽应用场景，产品利润水平高，我们预计每年稳定增长；公司圆柱电池份额全球第三，受益于无绳化、锂电化、国产替代化、产品结构升级等趋势，消费类小圆柱需求火爆，公司目前满产满销，国内份额迅速扩张，我们预计 24 年出货 11 亿颗，同增 70%；小 3C 电池应用领域广泛，新兴应用场景不断涌现，提供额外增长点；思摩尔作为电子烟龙头，亿纬看好其价值与竞争力，我们预计贡献稳健投资收益，为公司提供优质现金流。

■ **盈利预测与投资评级：**我们基本维持对公司 24-26 年归母净利润 40.7/53.2/75.1 亿元的预测（此前预期 41.3/55.0/75.1 亿元），同比 +0.5%/+31%/+41%，对应 PE 25/19/13 倍，考虑公司大圆柱、大铁锂放量在即，给予 26 年 20x，目标价 73 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，电池企业竞争加剧，原材料涨价超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.25
一年最低/最高价	30.73/58.54
市净率(倍)	2.75
流通 A 股市值(百万元)	91,675.66
总市值(百万元)	100,751.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.90
资产负债率(% ,LF)	60.35
总股本(百万股)	2,045.72
流通 A 股(百万股)	1,861.43

相关研究

《亿纬锂能(300014)：马来西亚工厂获北美储能订单，海外市场拓展超预期》

2024-12-27

《亿纬锂能(300014)：2024 年三季度报点评：业绩符合市场预期，储能盈利亮眼持续性可期》

2024-10-26

内容目录

1. 深耕锂电行业二十四年，产品线丰富热点频发	5
1.1. 公司简介：精准把握细分领域风口，未来押注叠片铁锂+大圆柱	5
1.2. 公司管理层：锂电技术背景深厚，战略眼光独到精准	6
1.3. 公司管理：股权结构稳定，事业部管理模式，重视人才培养激励	6
1.4. 公司经营：多业务均衡发展，过去 7 年营收复合增速 54%	7
1.5. 业务结构：动力+消费电池协同发展，营收高速提升	8
2. 动储电池：四大路线均有布局，二线厂商中最具潜力	10
2.1. 二线电池企业崛起的四大必要条件	10
2.2. 起步虽晚，后来居上，从合作到自研发展迅速	11
2.3. 储能电池：24 年跃升全球份额第二，卡位下一代大铁锂产品	12
2.3.1. 储能电池出货实现高速增长，亿纬锂能跃升全球第二	12
2.3.2. 储能实现连续翻倍增长，在二线电池厂中弹性最大	14
2.3.3. 叠片铁锂适配储能电芯，公司率先卡位大铁锂	14
2.3.4. 马来西亚工厂 26 年投产，持续提升海外交付能力	16
2.3.5. 储能：打造大铁锂+海外交付能力，推动后续盈利水平提升	16
2.4. 动力电池：商用车份额快速提升，乘用车战略押注大圆柱	17
2.4.1. 全球电动化率持续向上，亿纬锂能 24 年份额 2.3%，与龙头仍有较大差距	17
2.4.2. 乘用车客户持续开拓，商用车份额快速提升	19
2.4.3. 商用车：24 年装机量翻倍增长，亿纬锂能份额升至 10%	20
2.4.4. 乘用车：标品化带动成本改善，爆款车型带动稼动率提升，客户质量和结构大幅改善	20
2.4.5. 打造大圆柱王牌产品，25 年迎来大规模放量	21
2.4.6. 推出 CLS 合作模式，打造全球品牌影响力	23
2.4.7. 动力：客户质量+结构优化，大圆柱新品开启放量，盈利水平改善可期	24
2.5. 动储总结：具备技术+产能+成本优势，看好亿纬在二线中突围	25
3. 消费电池：消费风口不断，深度布局新型市场	27
3.1. 消费电池风口不断，贡献稳定现金流	27
3.2. 圆柱电池：去库结束，满产满销，加码海外产能	27
3.3. 小 3C 电池：布局新型领域，应用场景广泛，维持 10% 平稳增长	29
3.4. 锂原电池：国内市场龙头，营收稳健增长，毛利率维持高位	29
3.5. 消费总结：营收稳健增长，毛利率稳定 25%+，盈利水平亮眼	30
4. 思摩尔：全球电子烟持续改善，亿纬锂能长期看好持有	32
4.1. 全球电子烟政策持续改善，利于龙头合规企业发展	32
4.2. 思摩尔：两种业务模式+三大业务分支，全面渗透	33
4.3. 思摩尔：营收利润有所下滑，全年贡献投资收益 5 亿元	33
5. 盈利预测与投资建议	35
5.1. 分业务盈利预测	35
5.2. 投资建议	36
6. 风险提示	36

图表目录

图 1:	亿纬锂能发展历史	5
图 2:	亿纬锂能股权结构图（截至 2024 年三季报）	7
图 3:	2018-2024 年 Q1-Q3 营收&利润情况（亿元）	8
图 4:	2016-2023 年毛利率情况	8
图 5:	二线电池企业崛起的四大必要条件	10
图 6:	亿纬锂能动储电池发展历程	11
图 7:	亿纬锂能动储电池战略布局	12
图 8:	叠片和卷绕电池优劣势对比	15
图 9:	叠片和卷绕电芯界面对比	15
图 10:	24 年 1-11 月全球动力电池厂商份额（GWh）	18
图 11:	24 年 1-12 月国内动力电池厂商份额（GWh）	18
图 12:	2024 年亿纬锂能动力客户结构	19
图 13:	亿纬锂能大圆柱产品展示图及技术优势	23
图 14:	亿纬锂能 Omnicell 产品展示图及技术优势	23
图 15:	亿纬锂能 CLS 全球合作经营模式	24
图 16:	亿纬锂能消费电池发展历程	27
图 17:	全球电动工具锂电池出货量（亿颗）	28
图 18:	全球吸尘器锂电池出货量(亿颗)	28
图 19:	全球电踏车销量（万辆）	28
图 20:	思摩尔国际全球市场份额	32
图 21:	思摩尔国际 24H1 收入-分地区	32
图 22:	亿纬锂能分业务业绩预测	35
表 1:	亿纬锂能核心高层履历表	6
表 2:	第六期限制性股票激励计划（草案）	7
表 3:	2018-2024 年分业务营收构成情况（亿元）	9
表 4:	全球储能电池需求测算	12
表 5:	全球储能电池出货量需求预测（GWh）	13
表 6:	公司储能出货量和盈利测算	14
表 7:	亿纬锂能大铁锂产品介绍	15
表 8:	亿纬锂能 Mr 旗舰系列与其他竞品对比	15
表 9:	亿纬锂能海外储能披露订单	16
表 10:	公司储能大铁锂+海外产能利润弹性测算	17
表 11:	全球动力电池需求测算（GWh）	17
表 12:	公司动力出货量和盈利测算	19
表 13:	2021-2024 年商用车车企&电池企业配对情况（上限口径）	20
表 14:	2021-2024 年乘用车车企&电池企业配对情况（上限口径，选取广汽、小鹏、合众，为亿纬锂能主要客户）	21
表 15:	主流企业大圆柱电池量产规划及客户配套情况	22
表 16:	亿纬锂能 CLS 产能布局情况	24
表 17:	公司动力产品利润弹性测算	24

表 18:	二线电池厂商产能对比	25
表 19:	公司动力储能业务测算	26
表 20:	亿纬锂能产能规划及出货量预测	28
表 21:	公司消费圆柱业务测算	28
表 22:	公司小 3C 电池业务测算	29
表 23:	公司锂原电池业务测算	30
表 24:	公司消费电池业务测算	30
表 25:	思摩尔两种业务模式	33
表 26:	公司思摩尔投资收益测算	33
表 27:	可比公司估值情况（2025 年 3 月 4 日）	36

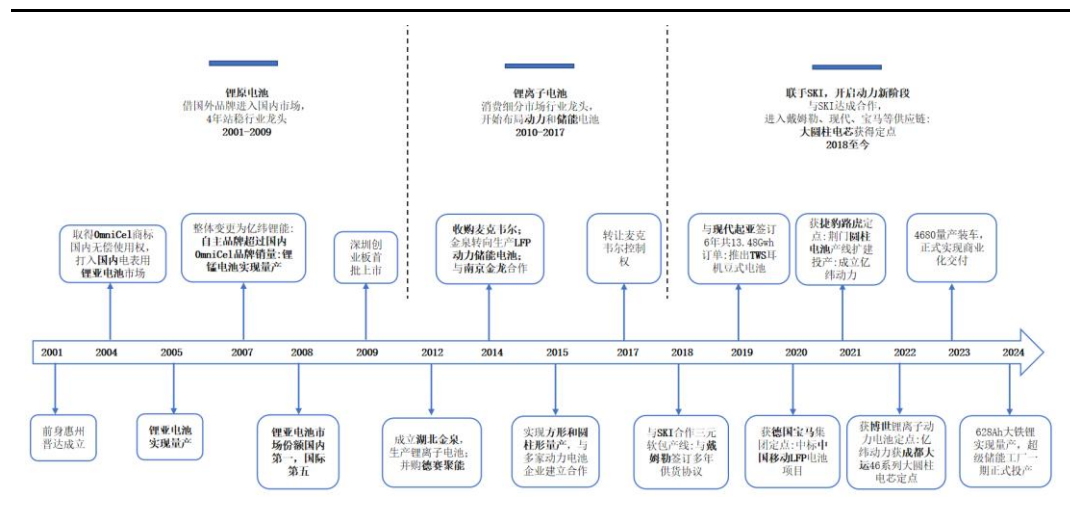
1. 深耕锂电行业二十四年，产品线丰富热点频发

1.1. 公司简介：精准把握细分领域风口，未来押注叠片铁锂+大圆柱

精准把握细分领域风口，未来押注叠片铁锂+大圆柱。亿纬锂能成立于01年，其发展历程可划分为三大阶段：**1) 聚焦锂原电池（2001-2009）：**公司锂原电池起家，从代加工到自主生产，09年进入国网电表采购体系，并实现IPO上市；**2) 聚焦消费锂离子，开始布局动力+储能（2010-2017）：**业务横向拓展，12年成立湖北金泉生产锂离子电池，14年收购思摩尔前身麦克韦尔，开始布局动力和储能业务，15年实现方形和圆柱形量产；**3) 开启动力电池新阶段（2018至今）：**18年携手SKI生产三元软包电池，18-22年依次获戴姆勒、现代起亚、宝马、捷豹路虎、成都大运等客户定点，21年起押注叠片铁锂+大圆柱的电池路线，23年开始进入收获期，24年储能电池份额跃居全球第二。

全路线布局，高端高标准，突破快善学习。亿纬锂能的迅速崛起主要得益于：**1) 全路线布局：**不赌技术路线，圆柱、软包和方壳并行，持续前瞻布局，成功迎接各种风口，精准把握细分领域爆发；**2) 高端高标准：**凭借丰富的电化学理解和产业化经验，稳扎稳打，以高标准产品拿下多个大客户定点，成功进入戴姆勒、宝马、通用等体系；**3) 突破快善学习：**公司锂原电池、圆柱电池布局早，并快速将份额做到头部，动力电池虽布局晚但突破快，在与SKI合作三元软包的基础上，独立研发三元方形并获宝马认可。**4) 差异化的布局：**前瞻能力较强，战略调整精准，重点押注大圆柱+大铁锂，打造与龙头的差异化发展。

图1：亿纬锂能发展历史



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司管理层：锂电技术背景深厚，战略眼光独到精准

董事长及核心高层深耕锂电行业多年，从业经验丰富，战略眼光精准。公司创始人、董事长及实际控制人刘金成，电化学博士+EMBA 复合背景，至今已有 40 年电池从业研发经验，善于产业前瞻性布局，注重技术深度积累，对公司技术布局有独到眼光，背后有武大等知名高校及科研机构支持。总裁刘建华长期负责公司的国内市场营销工作，具备卓越的战略眼光和决策能力。公司管理层具备深厚的锂电技术背景，在核心高层带领下，公司技术行业领先，战略独到，在储能、动力电池、消费电池等市场均占有一定份额。

表1：亿纬锂能核心高层履历表

姓名	年龄	任职	教育背景	工作经历
刘金成	60	董事长 (创始人、实际控制人)	电子科技大学工学学士（化学） 武汉大学理学硕士（电化学） 华南理工大学工学博士 (材料物理与化学) 中欧国际商学院（EMBA 毕业，获得 MBA 学位）	1985 年起，在长江电源厂任助理工程师，工程师；1993 年起，任职于"国家新型储能材料工程中心"，任技术部经理，参加 863 镍氢电池产业化攻关工作；1994 年起，任武汉武大本原化学电源有限公司总工程师，总经理；1999 年起，任惠州德赛能源科技有限公司经理，副总经理；2001 年至今，在本公司担任董事长，作为团队创始人至今已有 40 年的电池从业研发经验
刘建华	50	总裁 (董事)	武汉大学精细化工专业 清华大学 EMBA 研修 英国威尔士大学 MBA 学位 中欧国际商学院 EMBA	2001 年起，任本公司副总经理，并全面负责公司的国内市场营销工作；2010 年任董事，2019 年上任公司总经理，现任公司第五届董事会董事、总裁。
桑田	42	副总裁	中国地质大学，本科	2007 年入职，曾负责公司质量管理、安全生产管理、环境保护管理等工作，现任公司副总裁。
江敏	42	副总裁 (董事、董秘、财务负责人)	武汉大学会计专业，会计师	2016 年入职，任公司财务中心总监，现任惠州亿纬锂能股份有限公司第六届董事会董事、副总裁、董事会秘书、财务负责人，分管公司董秘办和财务中心工作。

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司管理：股权结构稳定，事业部管理模式，重视人才培养激励

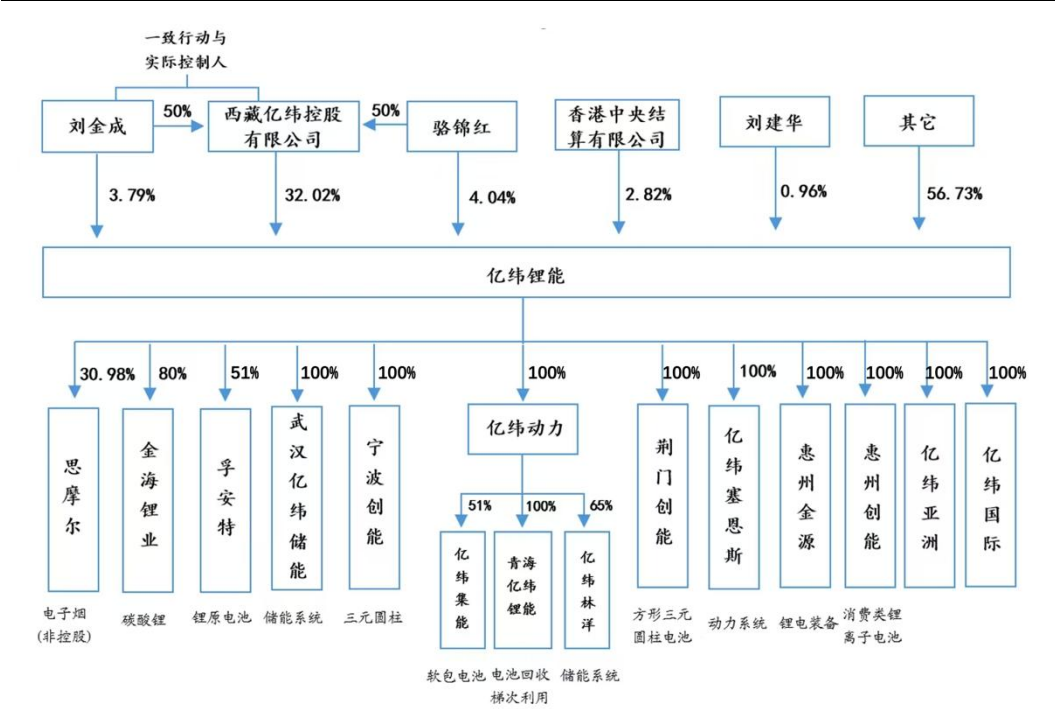
股权结构集中稳定，实控人持股比例 39.85%。公司控股股东、实际控制人为刘金成、骆锦红夫妇，合计通过直接间接方式持有公司 39.85% 股份，此外所有股东股权占比均低于 5%，因此股权结构非常稳定。

事业部管理模式，业务团队高效专业化运作。公司机构由职能部门和各业务事业部组成，包括锂原电池事业部、锂离子电池事业部、动力事业部、储能事业部、海外事业部等，权责划分清晰，灵活自主，积极性高。

以人才为核心，高度重视人才培养，股权激励广泛且持续。公司中层管理人员自重

点高校招聘，从应届毕业生开始培养，薪资吸引力强，人才储备丰富，并通过“动力电池创业合伙人计划”留住人才；公司股权激励广泛且持续，自上市以来，推进了十一期员工持股计划，和六期股票激励计划。

图2：亿纬锂能股权结构图（截至 2024 年三季度）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：第六期限制性股票激励计划（草案）

公告日期	
时间	24 年 9 月 19 日
授予人数	619 人
授予价格	22.76 元/股
激励对象	董事、高级管理人员、中高层管理人员及董事会认为需要激励的其他人员
考核目标	
第一个归属期	2024 年动力电池与储能电池合计出货量不低于 71GWh
第二个归属期	2025 年动力电池与储能电池合计出货量不低于 101GWh

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

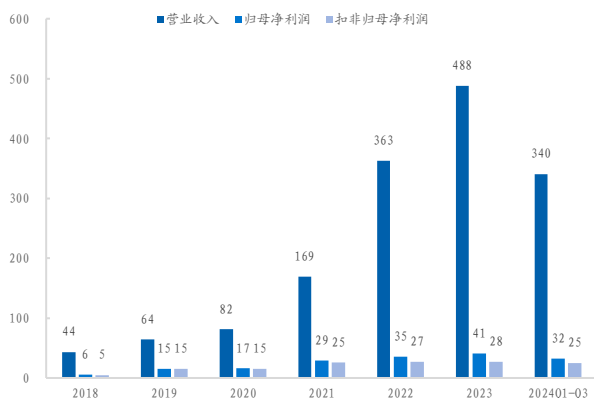
1.4. 公司经营：多业务均衡发展，过去 7 年营收复合增速 54%

多业务的均衡发展，助力公司 16-23 年营收复合增速 54%。公司营收自 16 年起步入高速增长，当年由于动力电池开始实现规模销售，锂离子电池业务较 15 年同比增长

160%，带来新增量。18-19 年电子烟营收贡献较多，20-23 年营收实现高速增长，主要来自动力和消费圆柱电池。公司 23 年营收 488 亿元，同比增长 34%，归母净利润 41 亿元，同增 15%；24 年 Q1-Q3 营收 340 亿元，同比下降 4%，归母净利润 32 亿元，同减 7%。

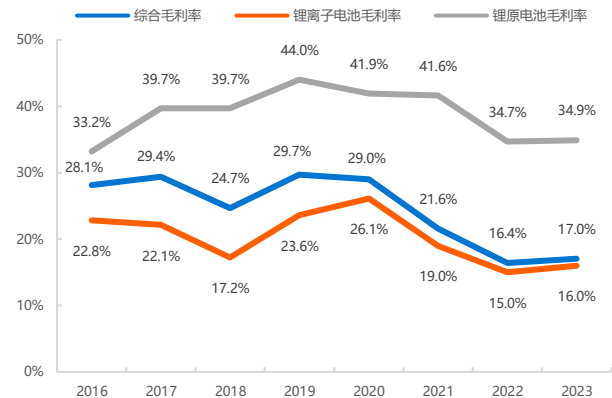
近 3 年整体毛利率稳定于 17%，锂原电池毛利率 36%，小圆柱毛利率 21%，动储毛利率 16%。1) 消费-锂原电池：16 年以来毛利率稳定在 33%+；19-21 年因 ETC 电池涨价，短期毛利率超 40%，23 年恢复至 35%，24 年我们预计提升至 38%；2) 消费-锂离子電池：以小圆柱为主，19-21 年毛利率稳定在 19%+，22-23 年去库+价格战影响，略有下降，23 年毛利率 20%，24 年我们预计毛利率 25%+；3) 动储電池：16 年起铁锂电池形成规模销售，16-20 年毛利率约 22%，21 年起由于原材料涨价，以及 23-24 年竞争加剧，毛利率承压，23 年毛利率 15-16%，24 年我们预计维持 14-15%。

图3：2018-2024 年 Q1-Q3 营收&利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：2016-2023 年毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.5. 业务结构：动力+消费电池协同发展，营收高速提升

动力+消费电池协同发展，应用领域广泛，营收高速提升。公司多元化布局，动力+消费电池协同发展。1) 动力&储能電池：产品包含方形铁锂、方形三元、软包三元、大圆柱及电池系统，主要应用于新能源电动汽车及储能领域。动储板块 21 年首破营收 100 亿元，同比大增 146%，系储能铁锂与软包三元带动动力业务收入高增长，24 年我们预计营收超 370 亿元；2) 消费電池：产品包含锂原電池、圆柱電池、豆式電池和小型软包電池，广泛应用于电动工具及电动两轮车、电子雾化器、TWS 耳机、智能穿戴设备等领域，24 年我们预计营收超 100 亿元。

表3: 2018-2024 年分业务营收构成情况 (亿元)

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
消费电池	锂原电池	12	19	15	19	21	23	26
	小 3C 电池	10	13	9	12	11	12	14
	圆柱电池	8	15	17	38	53	49	64
	小计	30	47	41	69	85	84	104
动储电池	动力	13	17	39	86	183	240	175
	储能			1	14	94	163	196
	小计	13	17	41	100	277	403	371
合计		43	64	82	169	362	487	478

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

2. 动储电池：四大路线均有布局，二线厂商中最具潜力

2.1. 二线电池企业崛起的四大必要条件

二线电池企业的崛起需具备研发管理、产品质量、大客户、盈利能力四大必要条件。亿纬锂能在这四大方面均表现突出，是二线电池厂中盈利能力最强，供应链最成熟的企业。

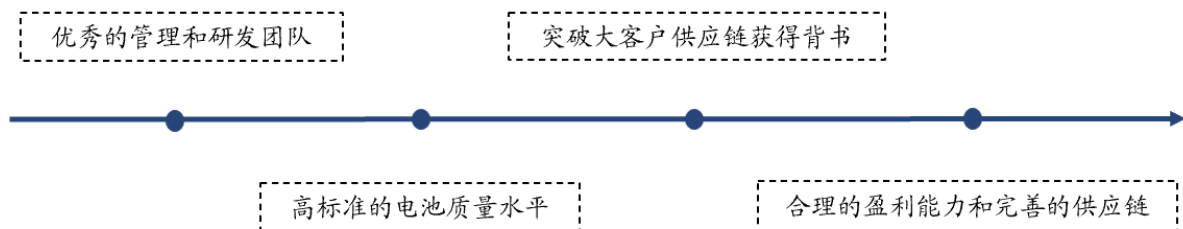
条件一：需要优秀的管理和研发团队。动储电池拼工艺，对安全、性能、良率都有极高的要求，这些指标的提升依赖强大的研发团队和卓越的管理能力。研发管理的持续投入是二线电池企业崛起的重要驱动力，优秀的管理和研发团队是二线电池企业积累竞争优势的重要因素。

条件二：需要高标准的电池质量水平。安全是动储电池的自然属性，具有优先性和不可平衡性，动储电池的安全和性能至关重要，考验的是企业的综合制造和设备管理能力，需要建立完整的原材料采购、生产加工、产品检测、成品入库，及售后质量把控等一系列完整的质量控制和管理链来保证高标准的电池质量水平。

条件三：需要突破大客户供应链获得背书。优质的客户结构是企业发展的重要保证，大客户具备丰富产业经验，并可提供高额、稳定的优质订单。二线电池厂若能成功突破大客户供应链获得背书，可进一步梳理生产体系，提高管理制造能力，反哺自身技术、产品升级，实现产能扩张，保障订单和产能消化，进一步提升行业影响力。

条件四：需要合理的盈利能力和完善的供应链。在动储电池市场，初期实施低价策略可抢占一定的市场份额，但后期很难持续，需要持续大量的研发投入和产能扩产，对企业的产品优势和供应链管理是巨大的挑战。有效的成本控制是市场竞争中的关键要素，面对成本端压力，企业可通过完善供应链布局，充分发挥规模效应，将盈利水平提升至合理区间，实现长期可持续发展。

图5：二线电池企业崛起的四大必要条件



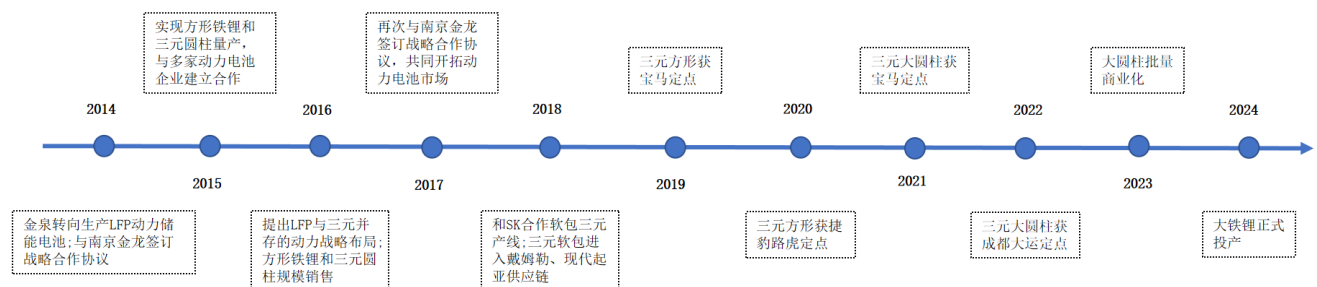
数据来源：东吴证券研究所

2.2. 起步虽晚，后来居上，从合作到自研发展迅速

公司动储电池业务起步较晚，但整体发展迅速，目前出货以储能为主，动力为辅，打造叠片铁锂+大圆柱的差异化发展路线。

亿纬锂能的动储电池发展可分为四个阶段：1) 阶段一：开始布局动储电池，打开乘用车市场。公司 15 年转型布局动储电池，相较其他电池厂入局较晚，但发展迅速，16 年提出铁锂与三元并存的动力战略布局，其中方形铁锂定位客车、商用车市场；17 年起批量供货南京金龙、宇通客车，打开客车市场；2) 阶段二：携手 SK 合作软包电池。18 年公司与 SKI 合作三元软包电池，打入高端乘用车市场，成功进入戴姆勒、现代起亚供应链；3) 阶段三：自研技术获客户定点。19 年公司自研三元软包电池获小鹏订单，自研三元方形获华晨宝马定点，开始研发大圆柱电池；20 年 48V 混动系统获德国宝马、捷豹路虎定点，加快大圆柱研发，成功跻身国内二线动力电池厂商；4) 阶段四：确立叠片铁锂+大圆柱的差异化路线。21 年起公司将战略重点调整为方形铁锂和大圆柱，拿到德国宝马 Neue Klasse 系列车型大圆柱电池订单，22 年 4680 电池产品成功下线，获德国宝马、成都大运等定点，23 年推出大铁锂 560K，并于后续升级为 628K，24 年底超级储能工厂一期暨 Mr.Big 正式投产。

图6：亿纬锂能动储电池发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从产品布局上看，亿纬锂能四大路线均有布局，未来押注叠片铁锂+大圆柱。前期尚不明确未来主流技术方向时，公司不赌技术路线，注重研发，多路线全面布局分散风险，确立了三元方形、三元软包、铁锂方形、大圆柱四大路线并行的多元化战略，精准把握细分领域爆发；而在未来技术方向清晰时，公司押注最为看好的叠片铁锂和大圆柱，作为两大布局重点，其中方形铁锂定位中低端乘用车、客车和储能市场，大圆柱定位高端乘用车市场，公司具有前瞻战略眼光，不断提升叠片铁锂、大圆柱的行业话语权。

图7：亿纬锂能动力电池战略布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 储能电池：24 年跃升全球份额第二，卡位下一代大铁锂产品

2.3.1. 储能电池出货实现高速增长，亿纬锂能跃升全球第二

全球储能市场高速增长，24 年预计增长 68%，25 年维持 35% 增长，25 年至 30 年前复合增速 20%，至 30 年需求约 1200GWh。24 年全球储能电池出货 343GWh，同增 68%，国内增速 80%+，美国增速 50%+，欧洲和新兴市场开始爆发。我们预计 25 年全球储能需求 463GWh，同增 35%，光储平价，配储时长持续增加，25 年至 30 年我们预计仍维持复合 20% 增长，至 30 年预计储能电池出货量约 1200GWh。

表4：全球储能电池需求测算

全球市场	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (GWh)	126.8	206.9	263.4	346.8	439.0	551.2	684.7	848.7
-储能装机增速	106%	63%	27%	32%	27%	26%	24%	24%
全球储能出货量 (GWh)	204	343	463	573	688	824	990	1,197
-储能出货增速	61%	68%	35%	24%	20%	20%	20%	21%
其中储能出货量：分区域								
美国 (GWh)	59	89	127	129	143	171	204	245
-增速	31%	51%	42%	2%	10%	20%	20%	20%
-占比	29%	26%	27%	23%	21%	21%	21%	20%
中国 (GWh)	77	144	134	148	170	199	232	271
-增速	99%	86%	-7%	10%	15%	17%	17%	17%
-占比	38%	42%	29%	26%	25%	24%	23%	23%
欧洲 (GWh)	31	44	68	97	130	157	183	211
-增速	33%	41%	54%	42%	34%	21%	16%	16%

-占比	15%	13%	15%	17%	19%	19%	18%	18%
其他地区 (GWh)	36	65	134	198	245	298	371	469
-增速	91%	79%	106%	48%	24%	21%	25%	26%
-占比	18%	19%	29%	35%	36%	36%	37%	39%

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

亿纬锂能份额快速提升，24 年跃升全球第二。根据我们预计，储能电池格局相对稳定，其中宁德时代、亿纬锂能份额稳居前二。24 年宁德时代储能电池出货 110GWh，市占率 32.8%，同增 0.7pct，亿纬锂能储能电池出货 53GWh，市占率 15.5%，同增 2.5pct，份额快速提升。比亚迪储能电池出货 20GWh，市占率 6.0%，同降 5.7pct，份额有所下降。此外，瑞浦新能源、中创新航、国轩高科、海辰储能、远景能源等储能增量也较为明显，我们预计 25 年储能电池整体格局稳定。

表5：全球储能电池出货量需求预测（GWh）

公司	2023E	2024E	同比	占比	占比变化	2025E	同比	占比	占比变化
宁德时代	69.0	110.0	59.4%	32.8%	0.7pct	160.0	45.5%	34.0%	1.2pct
比亚迪	25.0	20.0	-20.0%	6.0%	-5.7pct	30.0	50.0%	6.4%	0.4pct
韩国 SDI	4.0	4.5	12.5%	1.3%	-0.5pct	5.0	11.1%	1.1%	-0.3pct
亿纬锂能	28.0	53.0	85.7%	15.5%	2.5pct	76.0	44.2%	15.9%	0.4pct
瑞浦新能源	17.0	22.0	29.4%	6.6%	-1.4pct	32.0	45.5%	6.8%	0.2pct
国轩高科	7.0	20.0	185.7%	6.0%	2.7pct	28.0	40.0%	6.0%	0.0pct
鹏辉能源	5.5	10.0	81.8%	3.0%	0.4pct	13.0	30.0%	2.8%	-0.2pct
韩国 LGES	4.0	4.6	15.0%	1.4%	-0.5pct	5.0	8.7%	1.1%	-0.3pct
海辰储能	14.0	25.0	78.6%	7.5%	0.9pct	35.0	40.0%	7.4%	0.0pct
南都电源	6.0	7.0	16.7%	2.1%	-0.7pct	8.0	14.3%	1.7%	-0.4pct
派能科技	2.2	1.5	-31.8%	0.4%	-0.6pct	2.0	33.3%	0.4%	0.0pct
日本松下	2.0	1.0	-50.0%	0.3%	-0.6pct	1.0	0.0%	0.2%	-0.1pct
ATL	3.0	1.0	-66.7%	0.3%	-1.1pct	1.2	20.0%	0.3%	0.0pct
中创新航	5.8	25.0	331.0%	7.5%	4.8pct	35.0	40.0%	7.4%	0.0pct
远景能源	5.5	12.0	118.2%	3.6%	1.0pct	18.0	50.0%	3.8%	0.2pct
欣旺达	1.5	5.0	233.3%	1.5%	0.8pct	7.0	40.0%	1.5%	0.0pct
中天科技	1.0	0.2	-80.0%	0.1%	-0.4pct	0.2	0.0%	0.0%	0.0pct
海基能源	0.5	0.5	0.0%	0.1%	-0.1pct	0.5	0.0%	0.1%	0.0pct
天津力神	1.8	2.0	11.1%	0.6%	-0.2pct	2.5	25.0%	0.5%	-0.1pct
其他	12.0	12.0	0.0%	3.6%	-2.0pct	12.0	0.0%	2.6%	-1.0pct
合计	214.8	335.3	56.1%	100.0%	0.0pct	470.4	40.3%	100.0%	0.0pct

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

2.3.2. 储能实现连续翻倍增长，在二线电池厂中弹性最大

公司大储客户为华为、阳光、Powin、瓦锡兰、ABS 等，户储主要参股沃太能源，预计 24 年储能整体出货 50-55GWh，实现翻倍增长。公司大储+户储全面布局，产品力强下游集成商评价高。1)大储：公司为国家电网、南方电网、国电投、华为、阳光电源、Powin、瓦锡兰、ABS 等的供应商；2)通信备电：公司为中国移动、中国铁塔的供应商；3)户储：公司参股沃太能源，进入欧洲市场，此外为 FP 供货 Pack。整体看，公司 24 年储能出货预计 50-55GWh，同比翻倍增长，其中大储出货 45-50GWh，户储出货 5GWh 左右，25 年储能出货预计 75-80GWh，同增 45%，在二线电池厂中储能弹性最大。

表6: 公司储能出货量和盈利测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铁锂储能-营收(百万)	1,406	9,432	16,340	19,578	27,253	36,424
-增速	910.0%	570.6%	73.3%	19.8%	39.2%	33.7%
均价(元/wh, 不含税)	0.70	0.80	0.62	0.37	0.36	0.35
均价(元/wh, 含税)	0.79	0.90	0.70	0.42	0.40	0.40
-增速	1.0%	13.7%	-22.2%	-40.0%	-4.0%	-1.0%
出货量(gwh)	2.00	11.80	26.29	52.50	76.13	102.77
-增速	900%	490%	123%	100%	45%	35%
成本(元/wh)	0.60	0.73	0.52	0.31	0.29	0.28
-增速	10.1%	21.3%	-29.1%	-40.7%	-6.3%	-2.2%
毛利率	14.7%	9.0%	17.0%	18.0%	20.0%	21.0%
毛利(百万)	206.9	845.1	2,782.7	3,524.1	5,450.6	7,649.0
单 wh 毛利(元/wh)	0.10	0.07	0.11	0.07	0.07	0.07
-费用率	14.6%	12.0%	10.9%	10.2%	9.8%	9.9%
净利润(百万)	2	-305	941	1,451	2,530	3,509
单 wh 利润(元/wh)	0.001	-0.026	0.036	0.028	0.033	0.034

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.3.3. 叠片铁锂适配储能电芯，公司率先卡位大铁锂

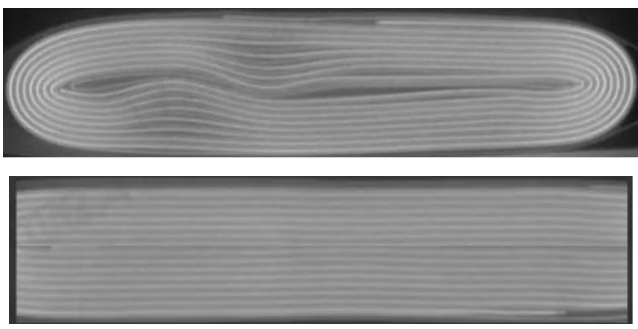
铁锂平面化趋势明确，叠片方案具备循环优势。储能电池主流采用磷酸铁锂路线，而电芯采用平面电极时，电流密度更加均匀，具备更好的循环寿命，空间利用率更高，电芯能量密度更高，因此叠片方案更适配储能领域，天然适配大容量电池。但叠片工艺生产效率相对低，模切时容易产生毛刺和粉尘，生产工艺要求相对较高。目前，宁德时代的储能电池仍以卷绕工艺为主，亿纬锂能的储能电池以叠片工艺为主，与龙头企业形成差异化布局，目前已迭代至第四代叠片技术，并通过创新集流体技术和 3T 技术，实现 0.15s/pcs 的叠片速度，96.2%的高能效，PPB 级别的缺陷率，有望在储能大电芯时代实现突破。

图8：叠片和卷绕电池优劣势对比

	叠片方案	卷绕方案
优势	- 极耳数量多，过流能力大幅提升 - 发热量小，温升低 - 叠芯无内应力，界面平整，极大延长电池寿命 - 极片100%全尺寸、重量、不良检验，提高电池一致性	- 卷绕成型，生产效率高，设备投入少 - 正负极包覆控制难度低，内短路风险小
劣势	- 叠片生产效率低(设备提升) - 极片裁切掉粉（配方优化）	- 卷绕结构内应力难释放，内部褶皱诱发黑斑析锂问题 - 过流小，电芯发热大，能量效率低

数据来源：安驰科技，东吴证券研究所

图9：叠片和卷绕电芯界面对比



数据来源：安驰科技，东吴证券研究所

叠片工艺天然适配大电芯，亿纬锂能领跑大铁锂方案。24 年储能市场主流规格仍为 280Ah，容量开始向 314Ah 迭代，两者尺寸一致，主要提升材料压实密度，进而提升储能电芯的能量密度。随着集成商等降本诉求的提升，储能电池持续向大电芯迭代。而亿纬锂能提前卡位大电芯方案，22 年 10 月推出全新一代方形储能电池 LF560K，采用创新集流技术和 3T 技术，具备 560Ah 超大容量；24 年 1 月进一步升级为 628Ah，推出全新一代 Mr 旗舰系列产品，包括 Mr.Big 电芯和 Mr.Giant 储能系统。量产进度方面，24 年 12 月亿纬锂能 60GWh 超级储能工厂一期暨 Mr.Big 正式投产，单线产能超 15GWh，行业首批量产 600Ah+储能电芯。我们预计公司大铁锂 24 年年底产能 15GWh，25 年出货 7-8GWh，占比储能出货 10%，若叠加马来西亚产能，25 年年底最大产能 75GWh，26 年预计出货 30-40GWh，占比储能出货 30-40%。

表7：亿纬锂能大铁锂产品介绍

产品	定位	优势
Mr. Big	电芯	电芯容量为 628Ah，单颗带电量 2.009kWh，具备 12000 次+超长循环，并拥有 96.2%的高能效。
Mr. Giant	系统	采用 628Ah 大电池方案极简集成，结合优化系统过流设计，系统损耗减少 1%，系统能效高达 95.5%，全生命周期运营收益提升 360 万元。

数据来源：亿纬锂能公众号，东吴证券研究所

表8：亿纬锂能 Mr 旗舰系列与其他竞品对比

企业	产品	电芯 (Ah)	能量密度 (wh/L)	容量 (MWh)	失效率
亿纬锂能	Mr. Giant	628	175 (Wh/kg)	5	ppb
宁德时代	天恒系统	580	430	6.25	ppb
比亚迪	魔方系统	-	430	6.432	ppm
瑞浦兰钧	问顶系统	625	430	7.03	ppm

国轩高科	Gotion GRID	314	—	5	ppm
海辰储能	HiTHIUM∞Block	1130	400	6	ppm
南都电源	Center L Plus	690	380-440	6	ppm
欣旺达	欣岳系统	625	430	6.5+	ppm

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

2.3.4. 马来西亚工厂 26 年投产，持续提升海外交付能力

海外储能产能具备稀缺性，马来西亚工厂 26 年投产，海外开启大规模交付。公司马来西亚工厂产能规划 10GWh（以 314Ah 计算得到，以 628Ah 计算为 15GWh），预计 26 年 Q1 投产。海外电池厂铁锂产能进展较慢，美国储能系统目前仍依赖于国内铁锂电芯，国内厂商海外储能产能较为稀缺，从降低关税影响角度，能够增强产品竞争力，亿纬海外产能进展较快，此前已拿到 Powin 的 15GWh 订单，AESI 的 19.5GWh 订单，并与美洲某集团客户签署合作协议，马来西亚工厂主供海外市场，目前产能供不应求。若按照 26 年出货 10GWh 计算，我们预计亿纬锂能北美储能市占率提升至 5-10%左右。

表9: 亿纬锂能海外储能披露订单

日期	客户	合作协议
24 年 12 月 25 日	美洲某集团客户	公司及孙公司（亿纬马来西亚）与美洲某集团客户签署合作协议，为客户提供电芯，达成长期供货关系。
24 年 9 月 11 日	AESI	子公司湖北亿纬动力有限公司与 American Energy Storage Innovations, Inc. 签订相关合作协议，亿纬动力预计将向美国 AESI 交付约 19.5GWh 方形磷酸铁锂电池。
24 年 6 月 20 日	Powin	子公司亿纬储能与 POWIN, LLC. 签署《Powin/EVE 电池组和下一代电池供应谅解备忘录》，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，根据 Powin 官网，对应储能订单规模 15GWh。
24 年 1 月 12 日	Aksa	子公司亿纬动力与 Aksa 拟在土耳其共同组建合资公司，合资公司将主要从事电池模组、户外柜、集装箱的生产、营销和销售，以及在土耳其（当地）作为工程总包方实施执行储能系统项目。

数据来源：亿纬锂能公众号，东吴证券研究所

2.3.5. 储能：打造大铁锂+海外交付能力，推动后续盈利水平提升

打造大铁锂+海外交付能力，推动后续盈利水平提升。储能业务看，亿纬锂能战略眼光精准，率先卡位叠片+大铁锂方案，持续发力储能电池技术。①大铁锂 25 年开启放量，具备性能成本双重优势，25 年预计出货 7-8GWh，占比接近 10%，26 年预计出货

30GWh，占比升至 30-40%，大电池在电芯端有望降本 10%，盈利水平进一步提升；②此外，公司海外交付能力提升，马来西亚工厂 26 年初投产，26 年预计出货 10GWh，海外产能盈利水平更优，单位盈利高于 24 年的 0.02-0.03 元/wh，若按照 0.05-0.07 元/wh 估算，预计 26 年贡献利润 5-7 亿元。

表10: 公司储能大铁锂+海外产能利润弹性测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
出货量 (GWh)	2	12	26	53	76	103
普通铁锂 (GWh)	2	12	26	53	69	63
大铁锂 (GWh)					8	30
海外基地 (GWh)						10
单 wh 净利 (元/wh)	0.00	-0.03	0.04	0.03	0.03	0.04
普通铁锂单 wh 净利 (元/wh)	0.00	-0.03	0.04	0.03	0.03	0.03
大铁锂单 wh 净利 (元/wh)					0.05	0.05
海外基地单 wh 净利 (元/wh)						0.05
利润 (百万元)	2	-305	941	1,451	2,434	3,883
普通铁锂 (百万元)	2	-305	941	1,451	2,059	1,883
大铁锂 (百万元)					375	1,500
海外基地 (百万元)						500

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：与业务拆分利润略有少量差异

2.4. 动力电池：商用车份额快速提升，乘用车战略押注大圆柱

2.4.1. 全球电动化率持续向上，亿纬锂能 24 年份额 2.3%，与龙头仍有较大差距

国内爆款车型持续，海外新车周期在即，全球电车未来两年同比维持约 20%增速。新能源车端，24 年全球新能源车销量约 1700 万辆，同增 27%。25 年国内消费政策延续，销量预计同增 25%至约 1600 万辆，欧美 25 年销量预期平稳，但 H2 新车周期开启，我们预计 26 年接力国内增长。全球看，我们预计 25 年新能源车销量可达 2077 万辆，同增 22%，26 年仍维持 18%增长。动力电池端，我们预计 25 年动力电池需求 1347GWh，同增 25%，26 年需求 1584GWh，同增 17.6%，26 年至 30 年维持复合近 15%增长，30 年预计动力电池需求达 2700GWh。

表11: 全球动力电池需求测算 (GWh)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外: 新能源乘用车销量(万辆)	510	538	624	787	979	1,143	1,338	1,575
YoY	30%	6%	16%	26%	24%	17%	17%	18%
-海外电动化率	9.7%	9.9%	11.2%	13.7%	16.5%	18.7%	21.3%	24.3%
-欧洲新能源车销量(万辆)	289	289	332	425	510	561	617	678
-YoY	15%	0%	15%	28%	20%	10%	10%	10%

-欧洲电动化率	19%	19%	21%	26%	30%	32%	34%	37%
-美国	147	161	186	232	302	377	472	589
-YoY	50%	10%	15%	25%	30%	25%	25%	25%
-美国电动化率	9%	10%	11%	14%	17%	21%	25%	31%
-其他国家	75	88	106	130	167	205	250	307
-YoY	76%	18%	20%	22.4%	28.7%	22.4%	21.9%	22.9%
-其他国家电动化率	3.4%	3.9%	4.5%	5.4%	6.7%	8.0%	9.5%	11.3%
国内新能源车销量(含出口, 万辆)	950	1,287	1,607	1,846	2,029	2,232	2,449	2,691
YoY	38%	36%	24.91%	15%	10%	10%	10%	10%
-国内电动化率	31.6%	41.9%	51.8%	59.0%	64.1%	69.9%	75.9%	82.6%
国内: 动力电池装机需求(Gwh)	389	537	683	775	856	946	1,045	1,155
-国内平均单车带电量(kwh)	46.9	46.3	47.0	46.7	47.4	48.1	49.1	50.0
全球新能源车销量(万辆)	1,339	1,697	2,077	2,448	2,785	3,108	3,467	3,882
YoY	33%	27%	22%	18%	14%	12%	12%	12%
-全球电动化率	17.2%	21.2%	25.3%	28.9%	32.0%	34.6%	37.5%	40.8%
全球动力电池装机需求(gwh)	715	882	1,086	1,287	1,479	1,683	1,920	2,201
YoY	39%	23%	23%	18.6%	14.9%	13.8%	14.1%	14.6%
-全球平均单车带电量(kwh)	53.4	52.0	52.3	52.6	53.1	54.2	55.4	56.7
全球动力电池实际需求(gwh)	873	1,076	1,347	1,584	1,805	2,054	2,343	2,685
YoY	25%	23%	25%	17.6%	14.0%	13.8%	14.1%	14.6%

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

亿纬锂能全球动力份额 2.3%，与宁德时代仍有较大差距。24 年 1-11 月，宁德时代全球动力电池装机 289GWh，市占率 36.8%，同比+0.6pct，龙头地位稳固；比亚迪位列第二，实现装机 134GWh，市占率 17.1%，同比+1.2pct；亿纬锂能位列第九，实现装机 18GWh，市占率 2.3%，同比持平。亿纬锂能 24 年在全球动力份额较低，与龙头厂商存在较大差距，与其他二线厂商份额接近。

图10: 24 年 1-11 月全球动力电池厂商份额 (GWh)

Top10	简写	24年11月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	36.8	37.3%	4.6	289.3	36.8%	0.6
2	LG新能源	19.1	19.4%	2.2	91.4	11.6%	-2.2
3	比亚迪	10.2	10.3%	2.3	134.4	17.1%	1.2
4	SKI	4.2	4.3%	0.3	35.3	4.5%	-0.5
5	中创新航	3.2	3.2%	0.3	36.3	4.6%	-0.2
6	国轩高科	3.2	3.2%	0.5	20.9	2.7%	0.4
7	松下	2.8	2.8%	-0.3	31.2	4.0%	-2.7
8	三星SDI	2.7	2.7%	0.5	28.9	3.7%	-1.0
9	亿纬锂能	1.7	1.7%	0.1	18.0	2.3%	0.0
10	欣旺达	2.0	2.0%	0.4	15.9	2.0%	0.5
前十总量		85.9	87.1%	9.9	701.6	89.3%	-3.8
其他		11.7	11.9%	0.6	84.0	10.7%	3.7
全球总量		98.7	100.0%	-	785.6	100.0%	-

数据来源: SNE, 东吴证券研究所

图11: 24 年 1-12 月国内动力电池厂商份额 (GWh)

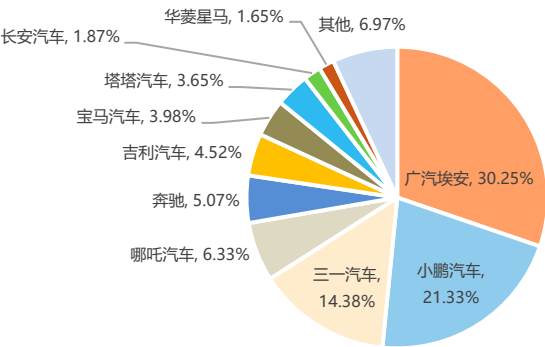
Top10	简写	24年12月	占比	环比 (pct)	24年累计	占比	同比 (pct)
1	宁德时代	34.29	45.5%	0.2	246.0	44.9%	1.7
2	比亚迪	17.49	23.2%	0.0	135.0	24.6%	-2.6
3	中创新航	4.20	5.6%	-0.1	36.5	6.7%	-1.8
4	国轩高科	4.19	5.6%	0.2	25.1	4.6%	0.5
5	蜂巢能源	3.15	4.2%	0.3	17.4	3.2%	0.9
6	亿纬锂能	2.82	3.8%	0.4	18.7	3.4%	-1.1
7	瑞浦能源	1.91	2.5%	0.1	12.1	2.2%	0.9
8	欣旺达	1.70	2.3%	0.0	15.8	2.9%	0.7
9	正力新能	1.06	1.4%	-0.1	9.9	1.8%	0.4
10	多氟多	0.46	0.6%	0.0	3.1	0.6%	0.0
前十总量		71	94.5%	0.1	519.5	94.8%	-0.3
其他		4	5.5%	0.2	28.7	5.2%	-0.9
国内总量		75	100.0%	-	548.2	100.0%	-

数据来源: 合格证, 东吴证券研究所

2.4.2. 乘用车客户持续开拓，商用车份额快速提升

公司乘用车配套广汽、小鹏、哪吒等，商用车配套三一、华菱等，24 年动力整体出货预计 27.5GWh，同增-2.1%。公司动力电池技术全面，具备方形、圆柱、软包三大方案。根据 SNE24 年统计，乘用车主要配套广汽埃安（30%）、小鹏汽车（21%）、哪吒汽车（6%）等，商用车主要配套三一汽车（14%）、华菱星马（2%）等。整体看，公司 24 年动力出货预计 27.5GWh，同减 2.1%， 25 年动力出货预计约 38GWh，同增 38.5%。

图12：2024 年亿纬锂能动力客户结构



数据来源：SNE，东吴证券研究所

表12：公司动力出货量和盈利测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
动力电池收入（百万）	8,601	18,251	23,984	17,501	23,927	30,794
-增速	119.1%	112.2%	31.4%	-27.0%	36.7%	28.7%
出货量（gwh）	10.70	18.50	28.08	27.50	38.08	49.50
-增速	114.0%	72.9%	31.4%	-2.1%	38.5%	30.0%
三元出货量（gwh）	7.00	10.30	12.00	8.50	11.48	14.92
铁锂出货量（gwh）	3.70	8.20	16.08	19.00	26.60	34.58
均价（元/wh，含税）	0.91	1.11	0.97	0.72	0.71	0.70
-增速	2.4%	22.7%	-13.4%	-25.5%	-1.3%	-1.0%
毛利（百万）	1,509	2,913	3,446	1,783	2,782	4,100
毛利率	17.6%	16.0%	14.4%	10.2%	11.6%	13.3%
单 wh 毛利（元/wh）	0.14	0.16	0.12	0.06	0.07	0.08
净利润（百万）	206.8	493.7	554.5	4.2	360.7	821.5
单 wh 利润（元/wh）	0.019	0.027	0.020	0.000	0.009	0.017

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.4.3. 商用车：24 年装机量翻倍增长，亿纬锂能份额升至 10%

从国内商用车市场看,24 年装机量实现翻倍,亿纬锂能国内份额 9.5%,同增 2.2pct,出货量高增 150%+。24 年 1-11 月,国内商用车销量 47 万辆,同增 60%,装机量 51GWh,同增 100%,其中宁德时代份额 69.4%,同降 2.8pct,亿纬锂能份额 9.5%,同增 2.2pct。其中前三大客户为三一汽车、吉利商用车、华菱星马,份额同比均有较大提升。亿纬锂能商用车客户相对分散,相比乘用车客户相对集中的情况,理论上具备更强的竞争优势。此外,商用车电池与储能电池具备相似性,亿纬锂能凭借叠片铁锂优势,市占率有望进一步提升。我们预计公司 24 年商用车出货量 10GWh+,同增 150%+,25 年有望维持高速增长。

表13: 2021-2024 年商用车车企&电池企业配对情况(上限口径)

年份		2021	2022	2023	2024	
汽车企业	电池企业	全年	全年	全年	全年	变化
吉利商用车	宁德时代	41.6%	53.3%	66.2%	62.3%	-3.9%
	亿纬锂能	34.2%	29.0%	4.7%	19.0%	14.3%
	国轩高科	23.8%	10.8%	21.7%	11.2%	-10.5%
	其他	0.4%	6.9%	7.4%	7.5%	0.1%
三一汽车	亿纬锂能	18.6%	44.9%	50.4%	51.2%	0.8%
	宁德时代	62.9%	54.6%	48.3%	29.6%	-18.7%
	国轩高科	0.0%	0.1%	0.3%	4.4%	4.1%
	其他	18.5%	0.5%	1.0%	14.9%	13.9%
华菱星马	亿纬锂能	0.0%	8.2%	42.2%	32.2%	-10.0%
	宁德时代	99.1%	91.8%	57.1%	37.9%	-19.2%
	其他	0.9%	0.0%	0.6%	29.9%	29.2%
合计	宁德时代	66.0%	70.1%	69.5%	68.0%	-1.5%
	亿纬锂能	7.8%	7.9%	8.3%	10.0%	1.7%
	国轩高科	7.3%	7.1%	9.6%	5.7%	-4.0%
	中创新航	0.5%	3.8%	3.4%	3.7%	0.3%
	比亚迪	2.9%	1.1%	1.2%	3.3%	2.1%
	蜂巢能源	0.3%	0.7%	0.3%	1.7%	1.5%
	其他	15.3%	9.3%	7.7%	7.6%	-0.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.4.4. 乘用车：标品化带动成本改善，爆款车型带动稼动率提升，客户质量和结构大幅改善

从国内乘用车市场看,历经多年认证进入大客户,二线电池厂近 3 年迎来崛起。伴随电动化加速,新能源车需求快速扩张,车企全面开花。为保障电池供应链安全、降低

成本，车企纷纷在主供基础上逐步引入二供、三供，二线电池厂迎来发展良机，21 年 Q3 起逐步放量。经过 5-7 年认证时间，二线电池厂的方形铁锂、高电压三元等产品技术获得客户认可，成功进入大客户供应链，装机份额有所提升，二线电池厂实现崛起。

标品化带动成本改善和稼动率提升，客户质量和结构大幅改善。亿纬锂能布局多元战略，打造四大技术路线，24 年底动力有效产能 55GWh，含三元软包 10GWh、三元方形 12.5GWh，铁锂方形 25GWh，大圆柱 7-8GWh。乘用车客户方面，亿纬锂能在广汽乘用车、小鹏汽车、合众新能源中份额快速提升，24 年三家车企合计占比 70%+。24 年客户销量相对平淡，公司动力产能利用率 50-60%，乘用车板块预计亏损。25 年公司发力拓展爆款车型，新增小鹏 P7+、零跑、其他新势力等热门车型，产线向标准化电芯做改造，25 年中目标实现动力满产，后续盈利能力有望改善。

表14：2021-2024 年乘用车车企&电池企业配对情况（上限口径，选取广汽、小鹏、合众，为亿纬锂能主要客户）

年份		2021	2022	2023	2024	
汽车企业	电池企业	全年	全年	全年	全年	变化
广汽乘用车	亿纬锂能	0.0%	6.3%	14.6%	31.5%	16.9%
	中创新航	68.5%	39.4%	43.3%	26.9%	-16.3%
	宁德时代	13.4%	43.1%	32.4%	18.9%	-13.5%
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	6.3%
	孚能科技	18.0%	11.2%	6.4%	5.5%	-1.0%
	其他	0.1%	0.1%	3.3%	10.8%	7.5%
小鹏汽车	中创新航	4.2%	38.9%	49.8%	48.5%	-1.3%
	亿纬锂能	15.2%	39.0%	23.3%	22.9%	-0.4%
	欣旺达	0.0%	0.2%	12.5%	9.0%	-3.5%
	宁德时代	80.6%	21.8%	12.9%	0.8%	-12.0%
合众新能源	亿纬锂能	0.0%	1.7%	40.3%	64.8%	24.4%
	宁德时代	50.0%	66.8%	36.5%	20.0%	-16.5%
	国轩高科	0.0%	0.0%	2.5%	7.8%	5.4%
	蜂巢能源	2.5%	6.4%	7.2%	4.3%	-2.9%
	正力新能	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	1.6%
	其他	47.5%	25.1%	13.5%	1.4%	-12.0%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

2.4.5. 打造大圆柱王牌产品，25 年迎来大规模放量

海外车企加码大圆柱，降低车厂决策难度，25 年宝马发布相关新车。20 年 Tesla 率先推出 4680 大圆柱电池，具备高容量、高倍率、低成本的优势，已于 23 年实现小规模量产，搭载 Cybertruck、Model Y 等车型，但由于制造工艺难点，量产进度不及预期，于 24 年 9 月下线第 1 亿颗电池。此外，宝马宣布 25 年发布全新的 Neue Klasse 平台架

构，使用 4695 和 46120 两种方案，分别面向轿车和 SUV，有望提升大圆柱渗透。此外，沃尔沃、Stellantis、通用、岚图、江淮、蔚来等车企都有布局大圆柱电池的规划。

Tesla 业内量产进度领先，松下、LGES、亿纬锂能等放量在即。从 Tesla 发布 4680 电池以来，海外厂商如特斯拉、松下、LG 新能源，以及国内厂商如宁德时代、亿纬锂能等企业已推进 46 系列大圆柱电池布局。特斯拉已于 23 年实现 4680 电池量产，目前产能约 15-20GWh，LG 新能源计划于 24 年 Q4 量产，一期产能 8GWh，松下预计 24 年 Q4 量产，一期产能 10GWh，亿纬锂能 23 年已实现量产，后续经过调试改进，目前产能 7-8GWh。整体看，松下、LGES、亿纬锂能均已完成 4680 规模量产的准备，行业 25 年有望迎来大规模放量。

表15：主流企业大圆柱电池量产规划及客户配套情况

公司	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	客户
特斯拉	发布样品	试产	量产		量产（干法）		自供
松下	试产				量产		特斯拉
LGES	设计	试产			量产		特斯拉、宝马等
三星 SDI	设计	试产				量产	宝马等
宁德时代	设计		试产		量产（待 定）		宝马、特斯拉（意 向）
亿纬锂能	设计	发布样品	试产		量产		大运、宝马（定点）
StoreDot	设计	发布样品	试产		量产		VinFast
比克电池	发布样品	试产			量产		特斯拉（意向）
国轩高科	设计				发布样品	试产	VinFast

数据来源：公司官网，SNE，东吴证券研究所

大圆柱已获宝马定点，叠加混动车型上量，25 年开启大规模应用。公司 46 系列大圆柱已获成都大运定点，拿到德国宝马 Neue Klasse 系列车型订单，25 年开始为“新世代”车型架构的纯电车型供应圆柱电池。此外，公司大圆柱全面覆盖三元、铁锂、纯电、增混等车型，发布 Omnicell 全能 6C 电池，采用多面冷却技术，低温续航提升 20%，相比方形强度提升 5.6 倍，并具备易拆解、可再生的特点。公司已克服全极耳焊接、揉平、注液难题，总优率 > 95%，量产效率可达 150PPM。截至 23 年底，公司 46 系列电池已取得的未来 5 年客户意向性需求合计约 486GWh，足以覆盖公司大圆柱电池产能，公司预计 25 年开启大规模应用。

图13: 亿纬锂能大圆柱产品展示图及技术优势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 亿纬锂能 Omnicell 产品展示图及技术优势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

大圆柱规划产能超 100GWh, 25 年出货预计 5GWh, 26 年出货预计 10GWh。根据宝马合作计划, 亿纬锂能将分别在中国和欧洲建立两座电芯工厂, 每座工厂年产能达 20GWh。公司在匈牙利规划 30GWh 大圆柱产能, 预计 26 年投产; 国内荆门规划 20GWh, 共分三期建设, 一期 7GWh 已投产, 二期及三期共 13GWh, 预计 24 年底左右投产; 国内成都规划 21GWh 产能, 沈阳规划 10GWh 产能, 云南规划 20GWh 产能, 预计 25 年后投产。我们预计公司大圆柱 25 年出货 5GWh, 26 年出货 10GWh, 有望持续高速增长, 打造后续动力业务增长驱动力。

2.4.6. 推出 CLS 合作模式, 打造全球品牌影响力

推出 CLS 合作经营模式, 实现北美市场突破, 打造全球品牌影响力。针对欧美市场, 亿纬锂能推出 CLS 全球合作经营模式, 即合作(Cooperation)、技术许可(Licence)和服务(Service)三种合作模式。23 年 9 月, 亿纬锂能全资孙公司亿纬美国拟与康明斯、戴姆勒卡车、帕卡签订协议, 四方共同出资在美国设立合资公司, 并投资建设电池产能, 规划产能 21GWh, 预计 26 年建成, 亿纬美国拟出资 1.5 亿美元, 持股 10%, 其余三家拟分别出资 8.5 亿美元, 持股 30%。此外, 亿纬锂能或其子公司按照约定收取授权许可费, 标志着北美客户对公司技术和产品的高度认可, 我们预计未来亿纬锂能可享受更好的盈利水平, 并提升全球品牌影响力。

图15：亿纬锂能 CLS 全球合作经营模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表16：亿纬锂能 CLS 产能布局情况

持股	基地	应用	规划产能	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
CLS	美国	动力	21				7	21	21	21	21

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4.7. 动力：客户质量+结构优化，大圆柱新品开启放量，盈利水平改善可期

配套新车型增加+大圆柱开启放量，推动后续盈利水平提升。动力业务看，亿纬锂能商用车已进入收获期，但乘用车产能利用率偏低，24 年整体盈亏平衡。①后续配套新车型增加，已进入小鹏 P7+供应链，24 年 Q4 起动力产能利用率逐步提升，并获零跑等车企定点，后续配套新车型增加，我们预计 25 年 Q2 产能利用率大幅提升，动力盈利将逐步改善；②此外，公司大圆柱开启交付，25 年预计出货 5GWh 左右，26 年出货有望超 10GWh，差异化产品盈利水平进一步提高，若按照 0.03-0.04 元/wh 估算，预计 26 年贡献利润 3.5 亿元。

表17：公司动力产品利润弹性测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
出货量 (GWh)	11	19	28	28	39	52
铁锂 (GWh)	4	8	16	19	27	35
三元 (GWh)	7	10	12	9	7	7
大圆柱 (GWh)					5	10
单 wh 净利 (元/wh)	0.02	0.03	0.02	0.00	0.01	0.02
铁锂单 wh 净利 (元/wh)	0.01	0.02	0.01	0.00	0.01	0.02
三元单 wh 净利 (元/wh)	0.02	0.03	0.03	0.00	0.01	0.01
大圆柱单 wh 净利 (元/wh)					0.02	0.04

利润（百万元）	207	494	554	4	376	921
铁锂（百万元）	36	180	221	10	266	519
三元（百万元）	171	314	333	-6	35	53
大圆柱（百万元）					75	350

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：与业务拆分利润略有少量差异

2.5. 动储总结：具备技术+产能+成本优势，看好亿纬在二线中突围

亿纬锂能技术、产能规划、成本布局领先，看好公司在二线电池厂中突围。1) **技术**：公司四大路线全面高标准布局，押注叠片铁锂+大圆柱，研发实力优秀，工艺技术领先，前沿方向升级，产品性能亮眼，获大客户认可；2) **产能**：公司产能扩张加速，产能总规划 500GWh，在二线厂商中产能扩张最为领先，且均有客户意向订单匹配；3) **成本**：公司全面布局上游产业链，以保证优质稳定的上游资源、材料供给，供应链管理完善，规模大，成本优势明显，处于行业第一梯队。技术+产能+成本优势跌价，我们看好亿纬锂能在二线电池厂商中成功突围。

亿纬锂能盈利水平二线中最优，24 年 Q3 单 wh 盈利 0.02-0.03 元。国内电池厂看，24 年 Q3 宁德时代单 wh 盈利 0.12 元，亿纬锂能单 wh 盈利 0.02-0.03 元，国轩高科电池盈亏平衡，其他电池厂大多处于亏损状态。亿纬锂能 24 年 Q3 储能单 wh 盈利 0.03-0.04 元，优质订单比例提升，动力基本盈亏平衡，在二线电池厂中盈利水平最优，后续随着产能利用率提升，大铁锂+大圆柱放量，盈利水平有望进一步提升。

表18：二线电池厂商产能对比

	亿纬锂能	中航锂电	国轩高科	孚能科技	欣旺达
24 年动储出货量	90 GWh	70 GWh	70 GWh	20 GWh	25 GWh
产品布局	三元/铁锂方形；三元软包； 三元大圆柱	三元/铁锂方形	三元/铁锂方形	三元软包	三元/铁锂方形
产能规划	482 GWh	300 GWh	200 GWh	100 GWh	100 GWh

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

出货持续高速增长，盈利水平有望提升。动储整体看，预计公司 24 年动储出货 80gwh，同增 47%，其中储能 52.5gwh，同比翻倍，动力 28GWh，同比微降，储能市占率持续提升，动力配套新车型增加，25 年动储出货约 115gwh，同增 43%，其中储能 76gwh，同增 45%，动力 38gwh，同增 38.5%。盈利端看，公司 24 年单 wh 盈利 0.01-0.02 元，其中储能 0.02 元，动力基本盈亏平衡，随着产能利用率提升，大铁锂、大圆柱、海外基地开始放量，25-26 年盈利水平有望进一步提升。

表19: 公司动力储能业务测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
动力储能电池收入合计 (百万)	10,007	27,683	40,324	37,080	51,180	67,218
-增速	146.2%	176.6%	45.7%	-8.0%	38.0%	31.3%
动力 (百万)		18,251	23,984	17,501	23,927	30,794
储能 (百万)		9,432	16,340	19,578	27,253	36,424
出货量 (gwh)	12.7	30.3	54.4	80.0	114.2	152.3
-增速	144.2%	138.6%	79.4%	47.1%	42.8%	33.3%
动力 (gwh)		18.5	28.1	27.5	38.1	49.5
储能 (gwh)		11.8	26.3	52.5	76.1	102.8
均价 (元/wh, 不含税)	0.79	0.91	0.74	0.46	0.45	0.44
均价 (元/wh, 含税)	0.89	1.03	0.84	0.52	0.51	0.50
-增速	0.8%	15.9%	-18.8%	-37.5%	-3.3%	-1.5%
动力 (元/wh, 含税)		1.11	0.97	0.72	0.71	0.70
储能 (元/wh, 含税)		0.90	0.70	0.42	0.40	0.40
毛利 (百万)	1,819	3,937	6,229	5,307	8,233	11,749
毛利率	18.2%	14.2%	15.4%	14.3%	16.1%	17.5%
动力%		16.0%	14.4%	10.2%	11.6%	13.3%
储能%		9.0%	17.0%	18.0%	20.0%	21.0%
利润 (百万)	369	445	1,726	1,448	2,928	4,422
单 wh 利润 (元/wh)	0.029	0.015	0.032	0.018	0.026	0.029
利润率	4%	2%	4%	4%	6%	7%

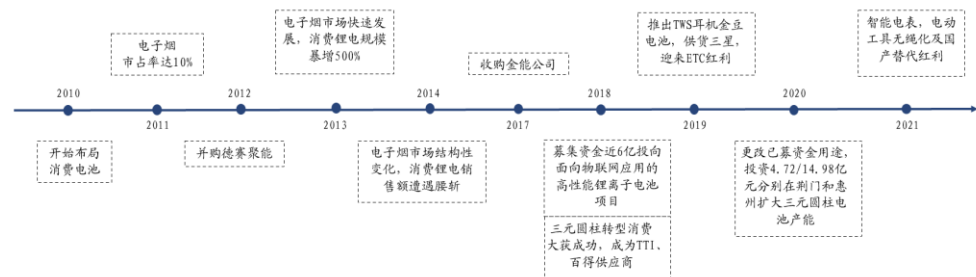
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

3. 消费电池：消费风口不断，深度布局新型市场

3.1. 消费电池风口不断，贡献稳定现金流

应用广泛，风口不断，消费电池贡献稳定现金流。亿纬锂能消费电池板块的主要产品包括圆柱电池、小 3C 电池、锂原电池。1) **锂原电池**：公司以锂原电池起家，01-05 年主要为美国企业代加工，06-09 年自主生产锂原电池，09 年成功进入国网电表供应体系，快速放量，17 年受益于共享单车风口，18-19 年迎来 ETC 红利，目前公司稳居锂原电池国内龙头，市占率约 50%，营收稳健增长，24 年毛利率预计维持 35-40%。2) **小 3C 电池**：10 年开始布局消费锂离子电池，11 年公司电子烟电池市占率达 10%，12 年并购德赛聚能，13 年受益于电子烟市场快速发展，消费锂电池规模暴增 500%，19 年推出 TWS 耳机金豆电池，迎来 TWS 耳机爆发期，目前营收平稳增长。3) **圆柱电池**：18 年公司三元圆柱转型消费电池大获成功，主要应用于电动工具领域，成为 TTI、百得供应商，份额国内第一，伴随电动工具无绳化+锂电化+国产化+单品带电量提升等行业发展趋势，电动工具需求持续增长，公司业务保持高增，成长性强，不断推进产品结构优化，盈利能力有望进一步提升。

图 16：亿纬锂能消费电池发展历程

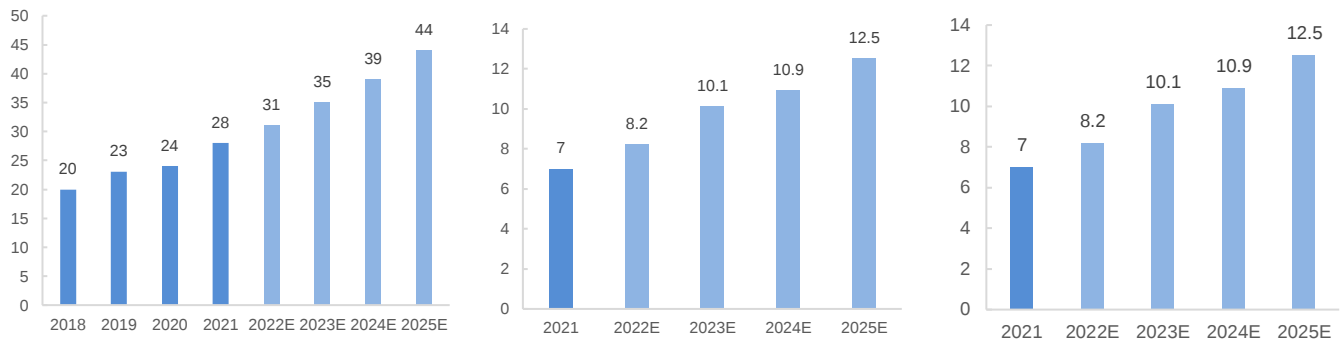


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 圆柱电池：去库结束，满产满销，加码海外产能

受益于无绳化+锂电化，电动工具电池需求火爆，优质产能供不应求。随着便利性、安全性需求提升，电动工具呈无绳化、锂电化发展趋势，随着倍率、续航性能要求提高，电动工具单品带电量不断提升，电动工具锂电池需求每年增长 10-20%，2021 年全球出货量达 28 亿颗，我们预计 2021-2025 年复合增速 12%，优质产能仍供不应求，其中园林工具锂电池为重要增长点，吸尘器及电踏车锂电池市场有望成为次增长点。此外，海外头部企业大规模退出，亿纬锂能、蔚蓝锂芯等厂商实现国产替代，出货实现高速增长。

图17: 全球电动工具锂电池出货量(亿颗) 图18: 全球吸尘器锂电池出货量(亿颗) 图19: 全球电踏板销量(万辆)



数据来源: 村田公告, EVTank, 东吴证券研究所

行业去库周期结束, 24年出货11亿颗, 增速重回高增长。公司的圆柱电池以18650为主, 主要针对电动工具和户外园林产品, 22-23年经历行业需求偏弱, 大客户去库周期结束后, 24年下游需求恢复, 目前处于满产满销, 我们预计24年出货11亿颗, 同增70%, 毛利率预计25%左右, 盈利能力亮眼, 预计贡献利润9亿元, 同增142%。亿纬锂能积极扩产, 24年3月, 亿纬锂能V圆柱18条产线全面达产, 年产能规模超15亿颗, 后续马来西亚布局产能7-8亿颗, 25年预计投产2-3亿颗, 公司深入绑定国际知名电动工具品牌, 25年有望出货12亿颗, 同增近10%。

表20: 亿纬锂能产能规划及出货量预测

公司	2020	2021	2022	2023	2024B
圆柱电池年底产能(亿颗/年)	3.5	6	15	15	15
圆柱电池出货量(亿颗)	2.3	5	6.3	6.5	11

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

表21: 公司消费圆柱业务测算

	2021	2022	2023	2024B	2025B	2026B
消费类电池-圆柱营收(百万)	3,837	5,318	4,875	6,446	6,681	7,638
-增速	121.7%	38.6%	-8.3%	32.2%	3.6%	14.3%
年末产能(Gwh)	6.00	15.00	15.00	15.00	15.00	15.00
均价(元/wh, 不含税)	0.77	0.84	0.75	0.59	0.56	0.55
均价(元/wh, 含税)	0.87	0.95	0.85	0.66	0.63	0.62
-增速	2.0%	10.0%	-11.0%	-22.0%	-5.0%	-2.0%
出货量(gwh)	5.00	6.30	6.49	11.00	12.00	14.00
-增速	117%	26%	3%	70%	9%	17%

成本 (元/wh)	0.61	0.69	0.61	0.43	0.41	0.40
-增速	8.8%	12.8%	-12.1%	-28.7%	-5.0%	-2.0%
毛利率	20.0%	18.0%	19.0%	26.0%	26.0%	26.0%
毛利 (百万)	767.4	957.3	926.3	1,676.1	1,737.0	1,986.0
-费用率	14.6%	12.0%	10.9%	15.0%	14.0%	13.5%
净利润 (百万)	216	332	371	674	730	829

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3.3. 小 3C 电池：布局新型领域，应用场景广泛，维持 10% 平稳增长

小 3C 应用场景广泛，出货维持平稳增长。公司小 3C 电池主要为豆式电池、小软包电池，预计豆式电池收入维持 5% 平稳增长，小软包类电池 20-25% 增长，整体非圆柱类维持 10-15% 平稳增长。此外，小 3C 电池盈利能力较好，毛利率维持 25% 左右，24 年预计贡献利润 1.5 亿元，同增 20%。

表22：公司小 3C 电池业务测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
消费类-非圆柱营收 (百万)	1,186	1,050	1,234	1,357	1,493	1,642
收入增速	35%	-12%	18%	10%	10%	10%
金豆收入 (百万)	598	508	519	485	495	505
金豆电池出货量 (万颗)	8,000	8,000	9,600	10,560	12,672	15,206
单价 (元/颗)	8	7	6	5	4	4
毛利 (百万)	239	178	187	175	178	182
毛利率	40%	35%	36%	36%	36%	36%
毛利率	23%	21%	22%	25%	25%	25%
毛利 (百万)	273	220	271	339	373	411
-费用率	14.6%	12.0%	10.9%	13.0%	12.0%	12.0%
净利润 (百万)	104	99	129	155	177	185

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3.4. 锂原电池：国内市场龙头，营收稳健增长，毛利率维持高位

锂原电池营收稳健增长，持续贡献优质现金流。公司在锂原电池领域稳居国内市场龙头地位，营收占市场份额约 50%，锂原电池产品主要应用于智能表计、智能交通 (ETC)、胎压监测等领域，毛利率维持较高水平。我们预计 24 年公司锂原电池营收 26 亿元，同增 15%，毛利率维持在 38% 左右，贡献净利润 6.3 亿元，同增 24%，持续贡献优质现金流。

表23: 公司锂原电池业务测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锂原电池营收 (百万)	1,853	2,145	2,253	2,591	2,979	3,426
-收入增速	24%	16%	5%	15%	15%	15%
ETC 数量 (万只)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
价格 (元/只)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
收入 (百万)	319	319	319	319	319	319
毛利率	41.6%	34.7%	34.9%	38.0%	38.0%	38.0%
毛利 (百万)	770	745	787	984	1,132	1,302
-费用率	14.6%	12.0%	10.9%	12.5%	12.0%	11.5%
净利润 (百万)	518	511	507	628	705	788
净利率	28%	24%	23%	24%	24%	23%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

3.5. 消费总结: 营收稳健增长, 毛利率稳定 25%+, 盈利水平亮眼

消费电池营收稳健增长, 毛利率稳定 25%+, 盈利水平亮眼。我们预计公司消费电池板块 24 年收入 104 亿元, 同增 24%, 毛利率 29%, 盈利能力亮眼, 预计贡献利润 15 亿元, 其中锂原电池贡献利润 6 亿元, 圆柱类电池贡献利润 7 亿元, 非圆柱类锂离子电池贡献利润 1-2 亿元。后续看, 消费电池预计维持 10%左右增长, 毛利率稳定 25%+, 贡献优质稳定现金流。

表24: 公司消费电池业务测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
消费类合计营收 (百万)	6,876	8,513	8,362	10,394	11,153	12,707
收入增速	68%	24%	-2%	24%	7%	14%
毛利率	26.3%	22.6%	23.7%	28.9%	29.1%	29.1%
净利润 (百万)	837	942	1,006	1,456	1,611	1,802
2.2.1 锂原电池						
锂原电池营收 (百万)	1,853	2,145	2,253	2,591	2,979	3,426
-收入增速	24%	16%	5%	15%	15%	15%
毛利率	41.6%	34.7%	34.9%	38.0%	38.0%	38.0%
净利润 (百万)	518	511	507	628	705	788
2.2.2 消费类锂电池						
消费类锂电池-合计营收 (百万)	5,024	6,368	6,109	7,804	8,174	9,281
收入增速	93%	27%	-4%	28%	5%	14%
毛利率	21%	18%	20%	26%	26%	26%
净利润 (百万)	319	431	499	828	906	1,014
消费类电池-非圆柱营收 (百万)	1,186	1,050	1,234	1,357	1,493	1,642
收入增速	35%	-12%	18%	10%	10%	10%
毛利率	23%	21%	22%	25%	25%	25%

净利润（百万）	104	99	129	155	177	185
消费类电池-圆柱	3,837	5,318	4,875	6,446	6,681	7,638
-增速	121.7%	38.6%	-8.3%	32.2%	3.6%	14.3%
毛利率	20.0%	18.0%	19.0%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润（百万）	216	332	371	674	730	829

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

4. 思摩尔：全球电子烟持续改善，亿纬锂能长期看好持有

4.1. 全球电子烟政策持续改善，利于龙头合规企业发展

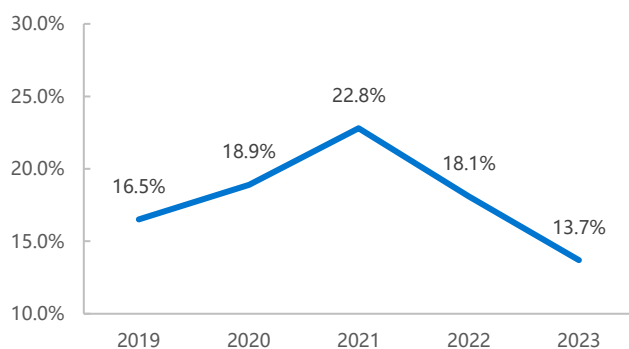
电子烟是强监管行业，政策深刻的影响行业的发展，全球电子烟政策持续改善，利于思摩尔等大型合规企业发展。

中国：进入有序管理时代，产品口味减少，消费税提高了购买成本。2022年4月中旬，国内密集出台电子烟政策，《电子烟强制性国家标准》、《电子烟管理办法》、《关于对电子烟征收消费税的公告》，包括：1) 口味禁令，只允许生产烟草口味的电子烟；2) 全环节牌照管理；3) 统一平台交易及全环节溯源；4) 零售点总量控制，与卷烟相独立、非排他经营等；此外，2022年11月，国内对电子烟正式征收消费税；2024年9月，国家烟草专卖局修订印发电子烟交易管理细则，建立全国统一的电子烟交易管理平台，实行会员制管理，同时坚持市场决定价格，企业对电子烟出厂价、建议零售价拥有自主定价权。

欧美：1) **美国：**此前食品药品监督管理局（FDA）实行雾化电子烟口味禁令，2024年6月21日，FDA通过了电子烟品牌NJOY旗下的四种薄荷味电子烟产品的销售授权令，这也是FDA首次批准了非烟草口味的电子烟在美销售，标志着电子烟产品减害性得到了认可；2) **欧洲：**TPD监管较为宽松，雾化电子烟从量计税，口味禁令和严格监管或为未来趋势。

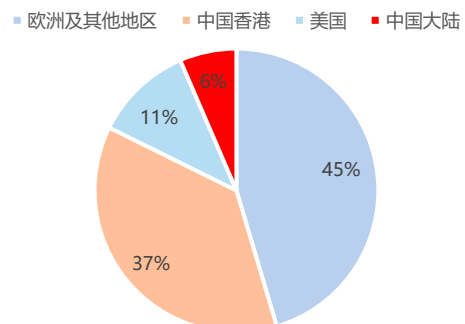
全球电子烟雾化设备龙头，市场份额有望进一步提升。思摩尔为全球电子烟雾化设备龙头，自有品牌业务规模持续提升，在全球监管趋严的趋势下，行业集中度将加速提升，而公司依靠合规能力、技术领先优势、健康的客户结构和开放灵活的商业模式竞争壁垒凸显，市场份额有望进一步提升。

图20：思摩尔国际全球市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：思摩尔国际 24H1 收入-分地区



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 思摩尔：两种业务模式+三大业务分支，全面渗透

两种业务模式+三大业务分支，全面渗透行业。两种业务模式：ODM+自有品牌；三大业务分支：封闭式电子雾化设备+加热不燃烧产品的封闭式电子雾化器+开放式电子雾化设备 APV。2018 年前，公司代工的品牌覆盖面广泛，有国外的 VUSE、NJOY，也有国内市占率高达 40%的悦刻 RELX。2019 年，公司开始在加热不燃烧设备市场发力（ODM），首次为日本烟草生产制造加热不燃烧电子烟 Ploom S 的雾化器，推出加热不燃烧技术平台 METEX。未来，公司将继续投资以 Feelm 为代表的封闭式雾化产品技术品牌，以 Metex 为代表的加热不燃烧产品技术品牌和以 Vapresso 为代表的开放式雾化产品品牌，优化集团多品类的品牌布局。

表25：思摩尔两种业务模式

	ODM/OEM	自有品牌
产品	封闭式电子雾化设备、电子雾化组件 (加热不燃烧封闭电子雾化器)	开放式电子雾化设备 APV
特点	不可自行注入烟油，较为安全	消费者可自行注入电子雾化液，较为灵活
客户类型	烟草公司、独立电子雾化公司	零售客户
客户	日本烟草、美国烟草、Reynolds Asia-Pacific、RELX 及 NJOY 等	Jupiter research LLC 等
品牌	国外：Vuse、NJOY、Ploom、LOGIC 等，国内：RELX、moti、VANGO 等	Vapresso, Renova, Revenant Vape 等自有品牌

数据来源：思摩尔国际招股说明书，东吴证券研究所

4.3. 思摩尔：营收利润有所下滑，全年贡献投资收益 5 亿元

受国内市场政策影响，思摩尔营收利润下滑，自有品牌贡献增长。公司 2024 年 H1 营收 50.5 亿元，同比减少 1.5%，净利润 6.83 亿元，同比减少 4.8%；毛利率/销售净利率高达 38.0%/13.5%，同比增长 1.8pct/-0.4pct。分地区看，美国地区收入 5.7 亿元，同比下降 10%，欧洲及其他地区收入 22.9 亿元，同比下降 16%，大陆地区收入 3.3 亿元，同比增长 41%。分客户看，ODM 收入 39.2 亿元，同比下降 12%，自有品牌收入 11.2 亿元，同比上升 72%。对于亿纬锂能，公司持股比例 30.98%，思摩尔 24 年 H1 贡献投资收益 2 亿，其中 Q2 贡献 1 亿利润，Q3 贡献 1 亿利润，全年预计贡献 4 亿利润。

表26：公司思摩尔投资收益测算

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
思摩尔净利润（百万）	5,287	2,510	1,645	1,321	1,661	2,236
电子烟少数股东权益	31.86%	31.86%	31.27%	30.98%	30.98%	30.98%

恩摩尔投资收益（百万）	1,673	800	514	409	515	693
碳酸锂中游投资收益（百万）		442	94	125	175	175
合计碳酸锂投资收益（百万）		359	208	75	75	75
中游材料投资收益（百万）		83	-114	50	100	100

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 分业务盈利预测

我们预计亿纬锂能 24 年归母净利润 41 亿元，同比+0.5%，25-26 年维持 30-40% 增长。利润拆分来看，24 年动储出货 80GWh，同比+47%，贡献利润 14-15 亿元，锂原电池贡献 6-7 亿元，消费锂电贡献 8-9 亿元，思摩尔贡献投资收益 4 亿元，碳酸锂及中游贡献投资收益 1-1.5 亿元；25 年动储出货约 115GWh，同比+43%，贡献利润近 30 亿元，锂原电池贡献 7 亿元，消费锂电贡献 9-10 亿元，思摩尔贡献投资收益 5 亿元，碳酸锂及中游贡献投资收益 1-1.5 亿元，含股权激励费用 10 亿。

图22: 亿纬锂能分业务业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1.1 动力储能电池						
动力储能电池收入合计（百万）	10,007	27,683	40,324	37,080	51,180	67,218
-增速	146.2%	176.6%	45.7%	-8.0%	38.0%	31.3%
出货量（gwh）	12.7	30.3	54.4	80.0	114.2	152.3
-增速	144.2%	138.6%	79.4%	47.1%	42.8%	33.3%
动力（gwh）		18.5	28.1	27.5	38.1	49.5
储能（gwh）		11.8	26.3	52.5	76.1	102.8
均价（元/wh，含税）	0.89	1.03	0.84	0.52	0.51	0.50
毛利率	18.2%	14.2%	15.4%	14.3%	16.1%	17.5%
利润（百万）	369	445	1,726	1,448	2,928	4,422
单 wh 利润（元/wh）	0.029	0.015	0.032	0.018	0.026	0.029
2.2 消费电池						
消费类合计营收（百万）	6,876	8,513	8,362	10,394	11,153	12,707
收入增速	68%	24%	-2%	24%	7%	14%
毛利率	26.3%	22.6%	23.7%	28.9%	29.1%	29.1%
净利润（百万）	837	942	1,006	1,456	1,611	1,802
2.2.1 锂原电池						
锂原电池营收（百万）	1,853	2,145	2,253	2,591	2,979	3,426
-收入增速	24%	16%	5%	15%	15%	15%
毛利率	41.6%	34.7%	34.9%	38.0%	38.0%	38.0%
净利润（百万）	518	511	507	628	705	788
2.2.2 消费类锂电池						
消费类锂电池-合计营收（百万）	5,024	6,368	6,109	7,804	8,174	9,281
收入增速	93%	27%	-4%	28%	5%	14%
毛利率	21%	18%	20%	26%	26%	26%
净利润（百万）	319	431	499	828	906	1,014
3. 电子烟						
电子烟少数股东权益	31.86%	31.86%	31.27%	30.98%	30.98%	30.98%
思摩尔投资收益（百万）	1,673	800	514	409	515	693
碳酸锂及中游投资收益（百万）		442	94	125	175	175
合计						
营业收入（百万）	16,900	36,304	48,784	47,574	62,334	79,925

增速	107.1%	114.8%	34.4%	-2.5%	31.0%	28.2%
毛利率	21.6%	16.4%	17.0%	17.7%	18.6%	19.5%
归母净利润（百万）	2,906	3,509	4,050	4,071	5,321	7,514

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

盈利预测与投资评级：我们基本维持对公司 24-26 年归母净利 40.7/53.2/75.1 亿元的预测（此前预期 41.3/55.0/75.1 亿元），同比+0.5%/+31%/+41%，对应 PE 25/19/13 倍，考虑公司大圆柱、大铁锂放量在即，给予 26 年 20x，目标价 73 元，维持“买入”评级。

表27：可比公司估值情况（2025 年 3 月 4 日）

名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润（亿元）			PE			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
宁德时代(300750)	11,581	263	504	655	801	23	18	14	买入
比亚迪(002594)	9,679	345	400	510	611	24	19	16	买入
欣旺达(300207)	442	24	17	21	27	26	21	16	买入
蔚蓝锂芯(002245)	172	15	4	6	7	43	29	25	买入
派能科技(688063)	108	44	1	2	5	128	49	23	买入
珠海冠宇(688772)	195	17	5	9	14	37	21	14	买入
平均	3,696	118	155	201	244	24	18	15	-
亿纬锂能(300014)	1,008	49	41	54	75	25	19	13	买入

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

6. 风险提示

市场竞争加剧风险：新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引了众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

原材料价格波动风险：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

海外政策变化风险：美国政策波动可能会带来行业增速下滑，特朗普在竞选活动中做出承诺，上台后将会废除拜登总统的电动汽车和风能政策，不排除会对美国电动车短期带来消极影响。

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	36,786	38,664	51,816	68,741	营业总收入	48,784	47,574	62,334	79,925
货币资金及交易性金融资产	13,659	15,705	22,334	31,490	营业成本(含金融类)	40,473	39,168	50,759	64,378
经营性应收款项	15,397	15,078	19,674	25,164	税金及附加	158	154	202	259
存货	6,316	6,508	8,335	10,494	销售费用	649	666	717	879
合同资产	222	190	249	320	管理费用	1,568	1,427	2,057	2,078
其他流动资产	1,192	1,183	1,224	1,273	研发费用	2,732	2,950	3,927	4,396
非流动资产	57,569	58,687	58,813	58,483	财务费用	199	500	536	604
长期股权投资	14,411	14,411	14,421	14,431	加:其他收益	1,778	1,237	1,529	1,042
固定资产及使用权资产	21,843	21,514	21,011	20,075	投资净收益	609	534	689	868
在建工程	14,053	14,153	14,273	14,369	公允价值变动	12	0	10	10
无形资产	1,896	2,396	2,896	3,396	减值损失	(544)	(120)	(389)	(408)
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	(14)	0	1	1
长期待摊费用	389	389	389	389	营业利润	4,846	4,361	5,976	8,843
其他非流动资产	4,912	5,758	5,758	5,758	营业外净收支	(17)	(10)	(10)	(10)
资产总计	94,355	97,351	110,629	127,223	利润总额	4,829	4,351	5,966	8,833
流动负债	37,892	38,121	47,160	57,782	减:所得税	309	218	537	1,166
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,166	6,342	6,342	6,342	净利润	4,520	4,133	5,429	7,667
经营性应付款项	30,186	29,618	38,383	48,681	减:少数股东损益	470	62	109	153
合同负债	397	0	0	0	归属母公司净利润	4,050	4,071	5,321	7,514
其他流动负债	2,143	2,161	2,435	2,758	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.98	1.99	2.60	3.67
非流动负债	18,458	18,324	18,324	18,324	EBIT	4,440	4,850	6,503	9,437
长期借款	14,001	14,001	14,001	14,001	EBITDA	6,138	7,789	9,737	12,959
应付债券	2,457	2,457	2,457	2,457	毛利率(%)	17.04	17.67	18.57	19.45
租赁负债	68	68	68	68	归母净利率(%)	8.30	8.56	8.54	9.40
其他非流动负债	1,933	1,799	1,799	1,799	收入增长率(%)	34.38	(2.48)	31.02	28.22
负债合计	56,350	56,445	65,484	76,106	归母净利润增长率(%)	15.42	0.52	30.70	41.22
归属母公司股东权益	34,733	37,571	41,702	47,521					
少数股东权益	3,272	3,334	3,443	3,596					
所有者权益合计	38,005	40,906	45,145	51,118					
负债和股东权益	94,355	97,351	110,629	127,223					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,676	6,662	11,666	14,360	每股净资产(元)	16.98	18.37	20.39	23.23
投资活动现金流	(5,921)	(3,330)	(2,680)	(2,334)	最新发行在外股份(百万股)	2,046	2,046	2,046	2,046
筹资活动现金流	31	(1,322)	(2,366)	(2,880)	ROIC(%)	7.35	7.46	8.98	11.54
现金净增加额	2,694	2,046	6,620	9,146	ROE-摊薄(%)	11.66	10.84	12.76	15.81
折旧和摊销	1,698	2,938	3,234	3,522	资产负债率(%)	59.72	57.98	59.19	59.82
资本开支	(4,999)	(3,238)	(3,359)	(3,191)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.88	24.75	18.94	13.41
营运资本变动	2,397	(849)	2,317	2,644	P/B (现价)	2.90	2.68	2.42	2.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>