

蔚蓝锂芯 (002245.SZ)

增持 (维持)

经营向好, 在 AI 领域的 BBU 业务有望带来优异回报

公司公告: 2025 年上半年公司预计实现归母净利润 3-3.6 亿元, 扣非归母净利润 3.18-3.78 亿元, 同比分别增长 79%-115%、156%-204%。

- 经营业绩稳健, 盈利能力修复。公司 Q2 归母、扣非利润中值分别约 1.88、2 亿元, 环比分别增长 32%、35%, 实现高增长, 超预期。Q2 估算圆柱电池单颗归母净利润恢复至 0.6 元以上 (Q1 约 0.3 元), 主要系稼动率大幅提升, 且 q2 有部分产品实现涨价, 预计 q3 单位盈利将继续爬升。此外, 公司 LED 业务经历过去几年行业洗牌后, 盈利显著恢复, Q2 单季度盈利贡献超 0.5 亿元。
- BBU 在 AI 算力快速应用。为应对算力端 AI 负荷的频繁、大幅度波动, ICT 供电端的 BBU 逐步应用。目前在英伟达 GB200、GB300 中单个 PSU 功率约 5.5kW, 但在未来的 Rubin 架构中, PSU 功率可能升级到 12kW。伴随算力需求的增长和升级, BBU 的电芯用量会快速提升。BBU 所用的电芯性能要求高, 当前主要为日韩企业, 估算单价约 2 美元/颗 (普通圆柱电芯单价 5 元), 盈利回报高。
- 公司新品有望在 BBU 获得优异回报。公司推出全极耳圆柱新产品, 具有高倍率、高功率优异性能, 已开始进入 BBU 市场: 今年公司 BBU 已开始陆续出货, 以送样为主。公司在圆柱电芯领域长期耕耘, 具有较强的竞争力, 未来有望在 BBU 市场获得优异的回报。
- 投资评价。公司圆柱电池在工具领域竞争力领先, 其海外客户占比超 50%, 并且积极拓展 BBU、机器人、低空等新的下游应用。伴随公司产线稼动率提升, 盈利能力开始显著修复, 主业经营向好。同时, 公司 LED 板块开始正贡献, 金属物流板块一直保持较稳定的业绩。综上, 预计公司有望保持快速增长, 估算公司 2025 年归上净利润 7.6 亿元, 维持“增持”投资评级。
- 风险提示: 锂电池新客户拓展低于预期; 扩张中的管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5222	6756	8201	10056	12136
同比增长	-17%	29%	21%	23%	21%
营业利润(百万元)	173	597	954	1299	1666
同比增长	-61%	245%	60%	36%	28%
归母净利润(百万元)	141	488	759	1022	1301
同比增长	-63%	246%	56%	35%	27%
每股收益(元)	0.12	0.42	0.66	0.89	1.13
PE	130.0	37.5	24.1	17.9	14.1
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

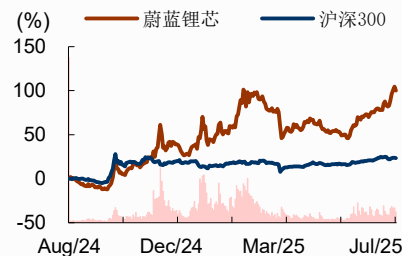
中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 19.00 - 22.00 元
当前股价: 15.89 元

基础数据

总股本(百万股)	1152
已上市流通股(百万股)	1083
总市值(十亿元)	18.3
流通市值(十亿元)	17.2
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	7.9
资产负债率	35.2%
主要股东	绿伟有限公司
主要股东持股比例	12.82%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	30	96
相对表现	15	24	74



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

正文目录

一、盈利能力修复，经营持续向好.....	3
二、BBU 在 AI 算力快速应用	5
三、发布全极耳新品，BBU 业务有望在未来带来强劲回报	7

图表目录

图 1: 公司锂电业务数据(元/颗).....	4
图 2: LED 业务	4
图 3: BBU 3D 渲染图	5
图 4: 英伟达 AI 机柜需要侧柜存放电源.....	6
图 5: 公司全极耳产品性能.....	7
图 6: 公司全极耳产品性能.....	7
图 7: 蔚蓝锂芯历史 PE Band	8
图 8: 蔚蓝锂芯历史 PB Band	8
表 1: 公司主要财务数据	3
表 2: 单季度财务数据	3
表 3: UPS、BBU 对比.....	5
表 4: 公司 BBU 业务主要客户	7
附: 财务预测表	10

一、盈利能力修复，经营持续向好

主业经营持续超预期。公司 Q2 归母、扣非利润中值分别约 1.88、2 亿元，环比分别增长 32%、35%，实现高增长，主要系电动工具市场需求显著恢复，特别是海外订单逐步起量，预计电池业务海外收入占比提升至 50%以上，随着稼动率修复公司盈利能力也在显著恢复，此外公司 led 业务也在快速增长。

业务分析：

上半年公司电池业务出货约 3.1 亿颗，其中 q2 约 1.7-1.8 亿颗，同比增长 70%，大幅恢复。预计电池业务贡献利润约 1.1 亿元，估算单颗归母利润恢复至 0.6 元以上，环比翻倍，主要系稼动率大幅提升，且 q2 有部分产品实现涨价，预计 q3 随着价格上涨落地，单位盈利仍将继续提升。此外 q2 有部分减值、奖金计提，实际电芯经营端单位盈利可能在 0.8 元以上。

此外，公司 LED 业务经历过去几年行业洗牌后，盈利显著恢复，2024 年毛利率提升至接近 20%，2025 年盈利能力继续提升，我们估算 Q2 单季度盈利贡献超过 0.5 亿元。

表 1：公司主要财务数据

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
锂电	营收（亿元）	14.47	26.74	25.56	16.38	25.87
	出货量（亿颗）	2.36	3.90	3.13	2.25	4.43
	不含税单价（元/颗）	6.13	6.85	8.15	7.28	5.84
	单颗扣非利润（元/颗）	0.96	1.26	0.90	-0.19	0.39
	扣非净利率	15.7%	18.4%	8.6%	-2.5%	6.6%
LED	营收（亿元）	8.59	12.83	11.27	12.40	15.29
金属	营收（亿元）	19.28	27.14	26.02	23.02	24.50
整体	营收（亿元）	42.50	66.80	62.85	52.22	67.56
	归上净利润（亿元）	2.78	6.70	3.78	1.98	4.88
	扣非净利润（亿元）	1.85	5.83	2.98	1.68	4.29

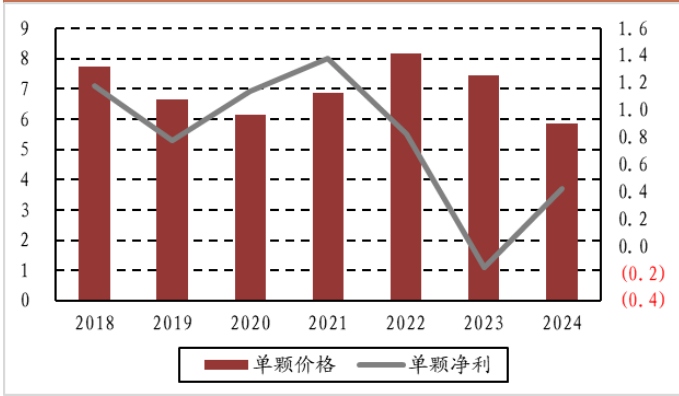
资料来源：公司公告、招商证券

表 2：单季度财务数据

		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2E
锂电	营收（亿元）	4.97	6.09	6.70	8.21	7.05	8.93
	出货量（亿颗）	0.75	1.00	1.20	1.49	1.33	1.75
	不含税单价（元/颗）	6.63	6.11	5.58	5.50	5.30	5.10
	单颗扣非利润（元/颗）	0.24	0.19	0.20	0.74	0.38	0.65
	扣非净利率	3.6%	3.1%	3.6%	13.5%	7.2%	12.7%

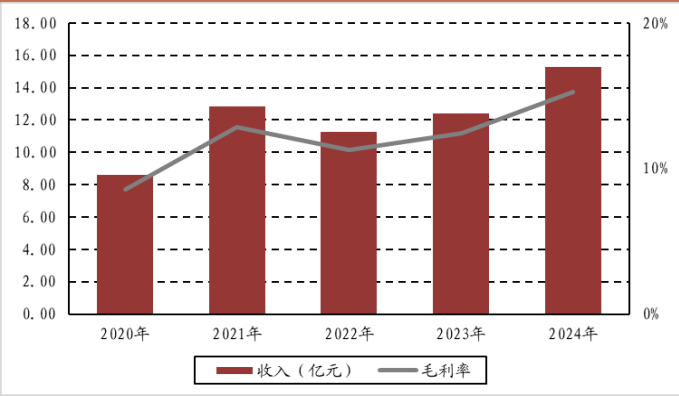
资料来源：公司公告、招商证券 注：2025Q2 数据为预告中值估算

图 1：公司锂电业务数据(元/颗)



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：LED 业务



资料来源：公司公告、招商证券

二、BBU 在 AI 算力快速应用

BBU 在 AI 算力快速应用。系统可靠性是数据中心运营的基本要求。目前常引入备用电源系统（BBU）提供系统冗余。当遭遇断电或降压时，系统需时间感知状态、保存关键数据，并将操作无缝迁移至其他数据中心服务器。此时，备用电源系统将为关键操作提供过渡电力支持。

相较于传统 UPS，BBU 在供电系统架构中展现出三重核心优势：毫秒级响应能力、高效能量转换与分布式部署特性。

1、关键负载零中断保障

BBU 具备 1-10ms 极速切换响应能力（为 UPS 切换速度的 1/10），突破 IDC 设备对供电中断 10-18ms 的容忍阈值。该特性使其能够无缝衔接超级电容启动与柴油发电机供电的过渡过程，从根本上消除数据中心电力中断风险。

2、能量转换效率优势

通过 DC-DC 直流转电架构（UPS 为 AC-DC 转换），BBU 减少 20%以上的能量转换损耗。结合其 UPS 快 5 倍的充电速率，为电能成本占比 60-70%的 IDC 行业建立双重节能机制，显著降低 PUE 指标。

3、空间优化与故障隔离设计

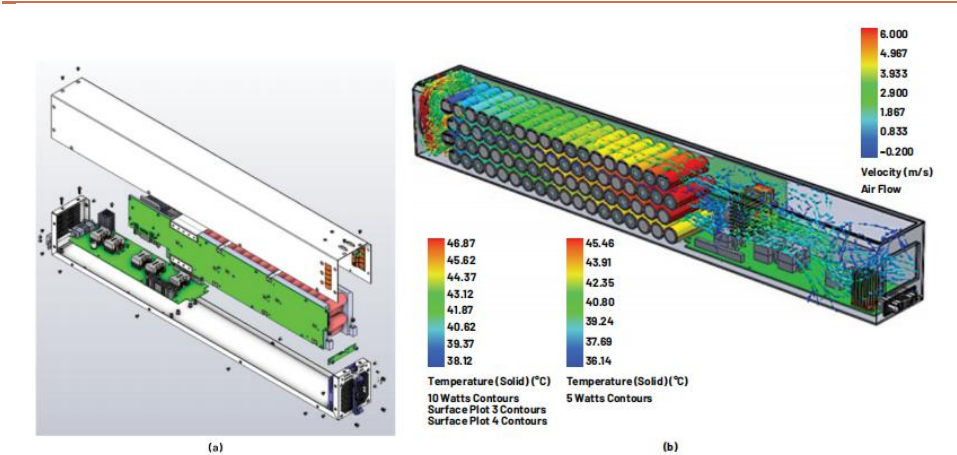
采用分布式架构的 BBU 模块可直接热插拔至服务器内部（单设备独立供电），相较需要独立机房的 UPS 系统可节省同等比例的基础设施面积、实现故障域隔离以及免除专用空调与配电通道建设成本。

表 3：UPS、BBU 对比

特性	UPS（不间断电源）	BBU（电池备份单元）
电池种类	铅酸电池为主，部分为锂电池	锂电池为主，寿命长
电力转换方式	交流电（AC）转直流电（DC）	直流电（DC）转直流电（DC）
应用层级	外置设备，为多台设备、整体系统供电	嵌入服务器内部，为单一设备供电
切换速度	10-20 毫秒的切换速度	毫秒级，较 UPS 更快
使用年限	约 3-6 年	约 5-10 年
体积/重量	较大	体积减小 50-70%，重量减轻 50-60%

资料来源：维科网、招商证券

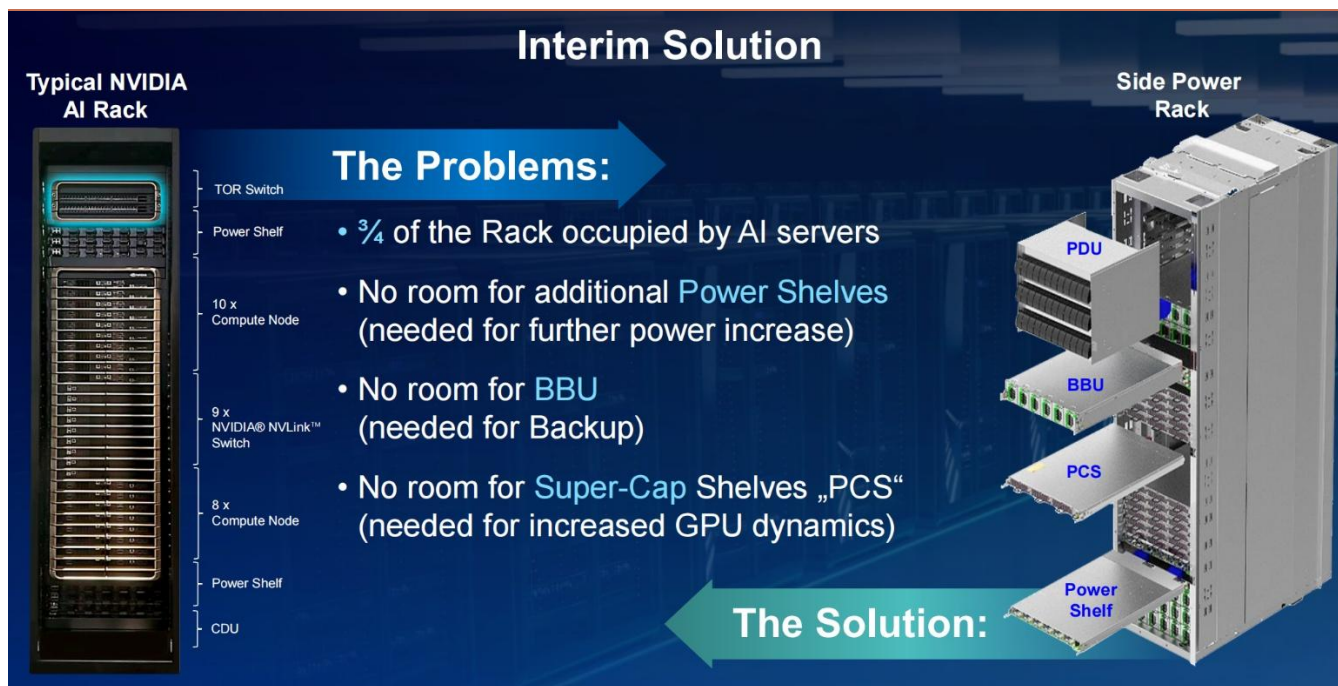
图 1：BBU 3D 渲染图



资料来源：《Smart Battery Backup for Uninterrupted Energy》、招商证券

算力扩容迭代，BBU 需求升级。目前在英伟达 GB200、GB300 中单个 PSU 功率约 5.5kw，但在未来的 Rubin 架构中，随着算力升级电源总功耗提升大趋势较为明确，可能功率会逐步升级到 12kw。目前 GB200、GB300 BBU 主要为选配，需要开侧柜存放 BBU，未来 Rubin 架构中可能成为标配，而在 ASIC 架构中 BBU 已经成为标配，中长期看算力需求的扩容迭代，BBU 的电芯用量会快速提升。

图 2：英伟达 AI 机柜需要侧柜存放电源



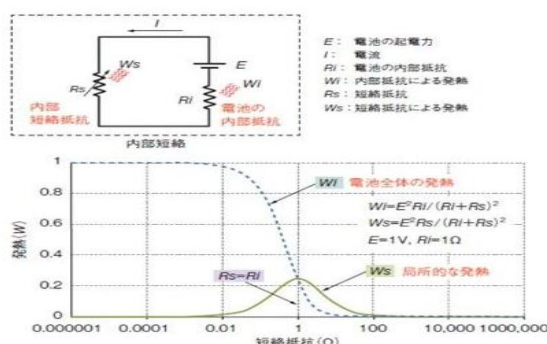
资料来源：台达、招商证券

三、发布全极耳新品，BBU 业务有望在未来带来强劲回报

发布全新一代全极耳产品。今年 6 月公司在欧洲展示全极耳 X 系列电芯具备低温升、超高倍率充放电、高倍率循环寿命等性能，并在欧洲正式发布 21700-58HE、21700-M65A 两款容量型新品。58HE 定位高容量平台，具备优异的能量密度与循环寿命表现，特别适用于对续航有更高要求的智能家电、电动两轮出行设备等场景。M65A 则聚焦下一代超高容量（Ultra Energy）应用，由天鹏电源和 Molicel 联手打造，未来将在马来西亚工厂量产。今年 5 月，天鹏电源已在淮安工厂实现全极耳结构电芯的稳定量产，产品面向电动工具、eVTOL（电动垂直起降飞行器）及 BBU（基站备电）等对功率输出与一致性要求极高的高端市场。

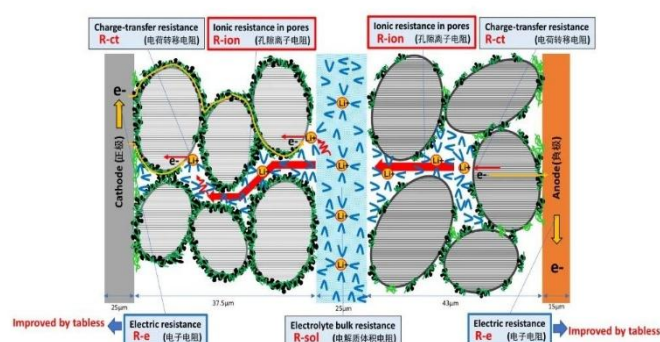
积极对接 BBU 电源厂商，下游直通 AI 大厂。公司已经开始进入 BBU 市场：今年 BBU 已开始陆续出货，目前以送样为主，公司在圆柱电芯领域长期耕耘，具有较强的竞争力，未来有望在 BBU 市场获得优异的回报。

图 3：公司全极耳产品性能



资料来源：天鹏电源、招商证券

图 4：公司全极耳产品性能



资料来源：天鹏电源、招商证券

表 4：BBU 业务下游厂商

厂商	产业链	应用	推测客户
台达	全球电源管理领导厂商	路由器备用电源、数据中心	英伟达 GPU，主要给海外 CSP
施耐德	全球头部 UPS 方案提供	数据中心 UPS	英伟达 GPU，主要给海外 CSP
新普	全球第一电池模组供应 商	数据中心 BBU	AWS ASIC，给 AWS 推理定制的 BBU
dynapack	模组供应商	数据中心 BBU	
新盛力	模组供应商	数据中心 BBU	
Flex(Google)	电源&模组供应商	数据中心 BBU	谷歌 ASIC，给 TPU 推理定制的 BBU

资料来源：公司公告、招商证券

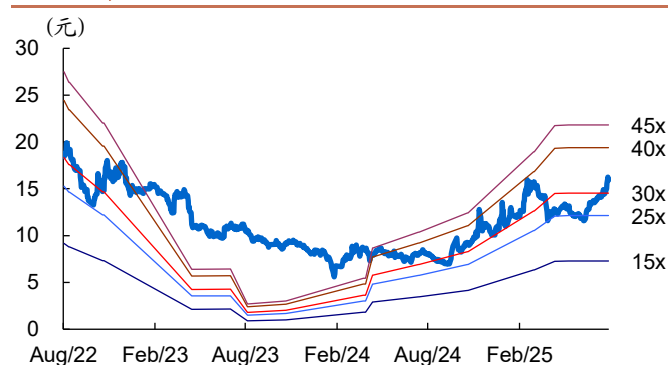
盈利预测

表 9: 盈利预测

		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
锂电池	营业收入（百万元）	1637.69	2587.43	3640.00	4770.00	5940.00
	YoY	-36%	58%	41%	31%	25%
	营业成本（百万元）	1499.62	2019.65	2730.00	3529.80	4336.20
	毛利率	8%	22%	25%	26%	27%
LED	营业收入（百万元）	1240.26	1529.48	1988.32	2584.82	3360.27
	YoY	10%	23%	30%	30%	30%
	营业成本（百万元）	1077.60	1233.11	1570.78	2042.01	2654.61
	毛利率	13%	19%	21%	21%	21%
金属物流	营业收入（百万元）	2302.02	2449.74	2572.23	2700.84	2835.88
	YoY	-11%	6%	5%	5%	5%
	营业成本（百万元）	1944.45	2070.12	2173.63	2282.31	2396.42
	毛利率	16%	15%	15%	15%	15%
	营业收入（百万元）	5221.9	6756.2	8200.6	10055.7	12136.1
	YoY	-16.9%	29.4%	21.4%	22.6%	20.7%
	营业成本（百万元）	4553.5	5565.2	6474.4	7854.1	9387.2
	毛利率	12.8%	17.6%	21.0%	21.9%	22.7%

资料来源：公司公告、招商证券

图 7: 蔚蓝锂芯历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8: 蔚蓝锂芯历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

风险提示

- 1) 锂电池新客户拓展低于预期。公司已经在电动工具领域成功开拓多个海内外主流客户，在 BBU、机器人、低空等领域也在持续开拓新客户，同时公司产能也在持续扩张。如果客户需求最后不达预期，可能有资产闲置或浪费的风险。
- 2) 扩张中的管理风险：公司业务快速拓展，锂离子电池、LED 业务都有比较强的专业性，扩张中管理跟不上可能长期收益会不及预期。

参考报告:

- 1、公司点评: Q2 业绩符合预期, 正在开启第二成长曲线, 20220829
- 2、公司深度: 年报业绩符合预期, 电池继续涨价传导成本压力, 20220331
- 3、公司深度: 蔚蓝锂芯 (002245) 投资价值分析, 20220320
- 4、公司点评: 业绩符合预期, 电池继续涨价传导成本压力, 20220126
- 5、公司点评: Q3 盈利能力保持稳定, 电池涨价传导成本压力, 20211026
- 6、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务继续高增长, 20210829
- 7、公司点评: 斩获博世长单, 保障长期成长性, 20210816
- 8、公司点评: 二季度业绩高增长, 电动工具电池成长性更清晰, 20210703
- 9、公司深度: 电动工具行业高景气, 锂电业务盈利能力强劲, 20210410
- 10、公司点评: 继续加码产能, 锂电业务快速成长, 20210313
- 11、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务加速贡献, 20210119
- 12、公司深度: 公司治理有望持续改善, 锂电业务将快速增长, 20201123
- 13、公司深度: 股权结构调整完成, 各项业务有望重回增长, 20200726

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5511	5593	6401	7706	9171
现金	665	766	726	877	1053
交易性投资	820	464	464	464	464
应收票据	85	155	188	230	278
应收款项	1334	1974	2396	2939	3547
其它应收款	7	8	9	12	14
存货	1552	1518	1766	2143	2561
其他	1048	709	852	1042	1256
非流动资产	5500	5726	6061	6265	6363
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	2933	3250	3667	3944	4108
无形资产商誉	817	811	730	657	591
其他	1750	1640	1640	1640	1640
资产总计	11011	11319	12462	13971	15534
流动负债	3658	3458	3830	4428	4847
短期借款	1598	1002	1125	1178	993
应付账款	1443	2152	2504	3037	3630
预收账款	73	27	32	38	46
其他	545	276	170	174	178
长期负债	569	603	603	603	603
长期借款	339	157	157	157	157
其他	229	446	446	446	446
负债合计	4227	4061	4433	5031	5451
股本	1152	1152	1152	1152	1152
资本公积金	2935	2936	2936	2936	2936
留存收益	2365	2836	3520	4314	5308
少数股东权益	332	334	421	538	686
归属于母公司所有者权益	6451	6924	7608	8402	9397
负债及权益合计	11011	11319	12462	13971	15534

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	551	1093	811	1031	1296
净利润	200	544	846	1139	1450
折旧摊销	324	397	513	560	589
财务费用	43	29	30	30	30
投资收益	(60)	(33)	(88)	(88)	(88)
营运资金变动	89	118	(490)	(609)	(685)
其它	(45)	39	0	0	0
投资活动现金流	(97)	(325)	(760)	(675)	(599)
资本支出	(360)	(748)	(848)	(764)	(687)
其他投资	263	422	88	88	88
筹资活动现金流	(90)	(744)	(91)	(204)	(522)
借款变动	(62)	(905)	14	54	(185)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	1	0	0	0
股利分配	(40)	(17)	(75)	(228)	(307)
其他	5	177	(30)	(30)	(30)
现金净增加额	364	24	(41)	152	175

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5222	6756	8201	10056	12136
营业成本	4553	5565	6474	7854	9387
营业税金及附加	20	27	32	40	48
营业费用	43	59	72	88	106
管理费用	130	117	142	174	210
研发费用	314	416	504	619	747
财务费用	29	20	30	30	30
资产减值损失	(50)	(44)	(80)	(40)	(30)
公允价值变动收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	33	57	57	57	57
投资收益	60	33	33	33	33
营业利润	173	597	954	1299	1666
营业外收入	7	65	65	65	65
营业外支出	6	27	27	27	27
利润总额	174	635	992	1338	1705
所得税	(26)	92	146	199	255
少数股东损益	59	56	87	117	149
归属于母公司净利润	141	488	759	1022	1301

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-17%	29%	21%	23%	21%
营业利润	-61%	245%	60%	36%	28%
归母净利润	-63%	246%	56%	35%	27%
获利能力					
毛利率	12.8%	17.6%	21.0%	21.9%	22.7%
净利率	2.7%	7.2%	9.3%	10.2%	10.7%
ROE	2.2%	7.3%	10.4%	12.8%	14.6%
ROIC	2.8%	6.0%	9.3%	11.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	35.9%	35.6%	36.0%	35.1%
净负债比率	18.2%	11.2%	10.3%	9.6%	7.4%
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	2.7	3.6	3.9	4.0	4.0
应收账款周转率	4.0	3.8	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.6	3.1	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.12	0.42	0.66	0.89	1.13
每股经营净现金	0.48	0.95	0.70	0.90	1.13
每股净资产	5.60	6.01	6.60	7.29	8.16
每股股利	0.01	0.07	0.20	0.27	0.34
估值比率					
PE	130.0	37.5	24.1	17.9	14.1
PB	2.8	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	44.3	22.7	15.3	12.1	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。