

蔚蓝锂芯 (002245.SZ)

强烈推荐 (上调)

Q1 业绩超预期, BBU 业务开启第二增长曲线

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 20.41 元

公司公告: 2026 年 Q1 公司实现营收/归母/扣非净利润为 21.5/1.96/1.95 亿元, 同比+24.6%/+38.1%/+32.4%。公司盈利能力超市场预期, 主要系下游客户以行业头部企业为主, 在原材料价格上涨背景下, 公司价格传导顺畅, 带动锂电业务盈利能力改善。公司未来高盈利订单占比有望持续提升, 同时公司在全极耳 BBU 电芯领域已率先卡位, 具备较强先发优势。随着相关产品放量及客户结构优化, 公司 2026 年盈利能力有望进一步提升。基于公司锂电业务盈利修复、高盈利订单放量及 BBU 电芯业务成长性, 我们给予“强烈推荐”评级。

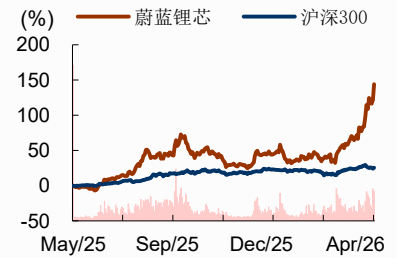
基础数据

总股本 (百万股)	1708
已上市流通股 (百万股)	1607
总市值 (十亿元)	34.9
流通市值 (十亿元)	32.8
每股净资产 (MRQ)	4.6
ROE (TTM)	9.8
资产负债率	38.6%
主要股东	绿伟有限公司
主要股东持股比例	12.8%

□ Q1 业绩超预期。公司公告, 2026Q1 实现营收/归母/扣非净利润为 21.5 /1.96 /1.95 亿元, 同比分别增长 24.6%/ 38.1%/ 32.4%, 环比分别为-6.4% /-0.9% /+6.8%, 业绩表现超预期。利润增长主要受益于 2026 年 Q1 起大客户执行基于原材料价格上涨调整后的新定价, 预计单颗售价提升约 0.4 元, 推动锂电业务单颗净利润明显修复。合同负债方面, 2026Q1 公司合同负债提升至 2.06 亿元, 同比、环比均增长 758.3%, 创历史新高, 主要系下游锂电客户需求旺盛, 提前预付定金锁单所致, 后续订单能见度持续提升。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	50	82	130
相对表现	49	74	106



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 锂电业务盈利弹性释放。我们估算, 2026Q1 锂电业务贡献归母净利润约 1.2 亿元, 同比提升 93.5%, 环比基本持平; 电池出货量约 1.7 亿颗, 同比增长约 28%, 环比基本持平。受益于库存收益及价格传导, Q1 圆柱电芯单颗净利润约 0.7 元/颗, 环比提升近 30%, 同比增长超 80%, 后续随着公司持续优化订单结构、提升高毛利订单占比, 该业务盈利能力有望进一步提升。LED/金属物流业务预计贡献归母净利润约 0.2/0.46 亿元。

相关报告

- 《蔚蓝锂芯 (002245) 一业绩超预期, 锂电池量利齐升, LED 恢复》2025-08-20
- 《蔚蓝锂芯 (002245) 一经营向好, 在 AI 领域的 BBU 业务有望带来优异回报》2025-08-10

□ BBU 业务有望打开第二成长曲线。公司已于 3 年前便布局 BBU 电芯领域, 公司的全极耳路线非常适配对于电芯质量要求较高的 BBU 领域。据产业反馈公司现已形成代工、联合销售、直供三类业务模式。我们预计, 随着下半年相关订单落地, 该业务有望贡献可观净利润, 主要系 BBU 电芯单颗盈利能力显著高于传统电动工具电芯。

蒋国峰 S1090524100005
jjiangguofeng@cmschina.com.cn
吕昊 S1090524020002
lvhao1@cmschina.com.cn

□ BBU 未来需求旺盛。松下近期上修 BBU 相关业务销售目标, 2029 财年目标由 8000 亿日元提升至 9500 亿日元, 上修幅度约 18.8%, 反映 AI 服务器功率提升正推动高倍率备电需求加速释放, BBU 有望逐步成为高功率服务器的重要备电方案。由于 BBU 需求持续旺盛, 公司凭借率先卡位和产品积累, 有望在该领域长期受益。

□ 投资建议: 公司是手持工具小圆柱电芯领域的领先企业, 竞争力稳固, 若后续 BBU 订单放量, 高盈利订单占比持续提升, 公司 26 年业绩有望超预期。我们看好公司发展前景, 给予“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 下游需求不达预期、原材料价格波动风险、地缘政治风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	6756	8113	9866	11027	11363
同比增长	29%	20%	22%	12%	3%
营业利润(百万元)	597	901	1697	2339	2886
同比增长	245%	51%	88%	38%	23%
归母净利润(百万元)	488	711	1343	1853	2287
同比增长	246%	46%	89%	38%	23%
每股收益(元)	0.29	0.42	0.79	1.08	1.34
PE	71.4	49.0	26.0	18.8	15.2
PB	5.0	4.6	4.0	3.4	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券

一、2026 年 Q1 业绩点评

1、Q1 业绩超预期

公司公告: 2026Q1 公司实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 21.53、1.96、1.95 亿元，同比分别增长 24.6%、38.1%、32.4%，环比分别为-6.4%、-0.9%、+6.8%，业绩表现超预期。利润增长主要受益于 2026 年 1 月 1 日起大客户执行基于原材料价格上涨调整后的新定价，预计单颗售价提升约 0.4 元，带动锂电业务单颗净利润明显修复。合同负债方面，2026Q1 公司合同负债提升至 2.06 亿元，同比、环比均增长 758.3%，创历史新高，预计与下游锂电客户需求旺盛，提前预付定金锁单所致。

2、Q1 公司主营业务拆分

锂电业务: 我们估算，2026 年 Q1 锂电业务预计贡献归母净利润约 1.2 亿元，同比上涨 93.5%，环比基本持平；预计电池出货量约 1.7 亿颗，同比增长约 28%，环比基本持平。受益于库存收益及价格传导，Q1 圆柱电芯单颗净利润约 0.7 元/颗，环比提升近 30%，同比增长超 80%，我们预计主要与公司库存收益有关。

展望 2026 年, BBU 电芯与全极耳电芯有望成为锂电业务盈利增长的核心来源。 其中, BBU 代工订单进入交付放量阶段, 全极耳电芯则受益于无人机、机器人及高倍率工具等场景需求释放。我们预计, 以上高盈利场景有望带动单位盈利大幅提升, 合计有望贡献 7+亿元净利润, 推动锂电业务盈利弹性进一步释放。

LED 业务: 该业务 2026 年 Q1 预计贡献归母净利润约 0.2 亿元, 环比增长 5.3%, 同比下滑 54.5%, 预计主要受地缘冲突及出口政策不确定性影响, 出口审批流程存在一定制约。

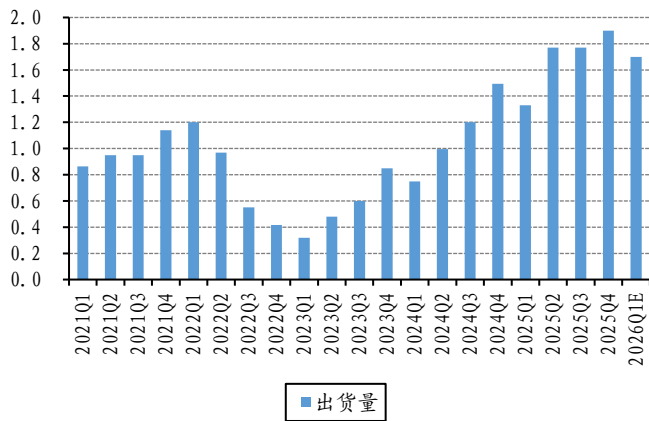
金属物流业务: 该业务 2026 年 Q1 预计贡献归母净利润约 0.46 亿元, 环比下滑 6.1%, 同比持平。环比下滑主要系春节期间开工率阶段性下降所致, 属于短期季节性扰动。从历史表现看, 该业务净利润贡献保持稳健增长, 过往复合增速约为 7%-8%, 具备持续贡献稳定增量的能力。展望后续, 随着节后开工率逐步恢复, 该业务盈利贡献有望环比修复, 并继续为公司整体利润提供稳定支撑。

表 1: 公司财务数据

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026Q1
营业收入 (亿元)	66.80	62.80	52.20	67.60	81.13	21.53
营业成本 (亿元)	53.16	52.89	45.53	55.65	61.96	19.10
归母净利润 (亿元)	6.70	3.80	1.40	4.90	7.11	1.96
扣非净利润 (亿元)	5.83	3.00	1.10	4.30	7.21	1.95
锂电业务						
锂电营收 (亿元)	26.70	25.60	16.40	25.90	35.97	9.61
电芯出货量 (亿颗)	3.90	3.13	2.25	4.43	6.77	1.70
不含税单价 (元/颗)	6.85	8.15	7.28	5.84	5.31	5.65
锂电归母净利润 (亿元)	5.40	2.60	-0.35	1.90	3.92	1.20
单颗净利润 (元/颗)	1.40	0.80	-0.16	0.42	0.58	0.71
LED 业务						
LED 营收 (亿元)	12.80	11.30	12.40	15.30	15.80	4.77
LED 归母净利润 (亿元)	0.10	-0.45	0.04	1.10	1.40	0.20
金属物流业务						
金属物流营收 (亿元)	27.14	25.98	23.02	24.50	26.10	7.15
金属物流归母净利润 (亿元)	1.42	1.40	1.50	1.60	1.79	0.46

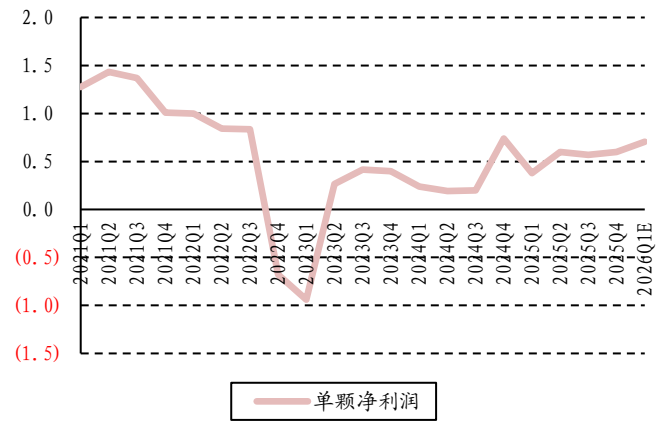
资料来源: 公司公告、招商证券测算

图 1: 公司电芯出货量 (单位: 亿颗)



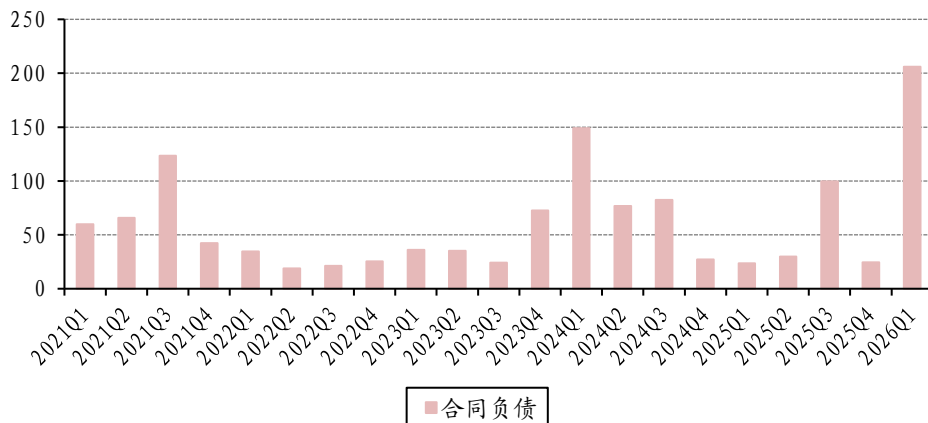
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司电芯单位盈利 (元/颗)



资料来源: 公司公告、招商证券测算

图 3: 合同负债 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

二、重视公司 BBU 业务

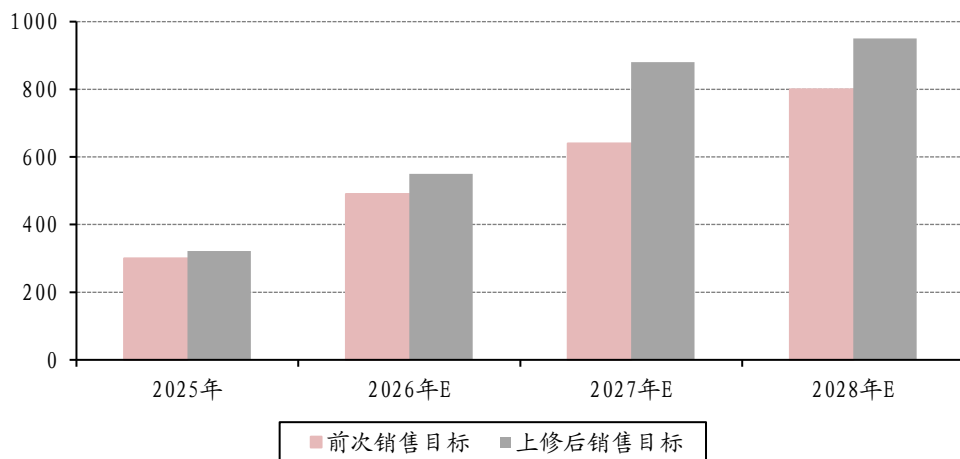
公司全极耳工艺适配 BBU 场景需求。从公司相关全极耳专利布局来看，公司主要采用压平工艺路线。相较国内多数企业选择的揉平路线，压平路线在极耳形貌一致性、结构稳定性及制造良率方面具备一定优势，同时可降低金属粉末残留引发短路的风险，更适配对安全性、一致性及高倍率性能要求较高的下游应用场景。我们认为，该工艺路线有助于提升公司全极耳电芯在高端客户中的认可度，并为后续 BBU 业务放量奠定产品和工艺基础。

BBU 业务销售模式清晰，盈利能力显著高于锂电传统业务。据产业反馈，公司 BBU 业务主要包括代工、联合销售和直供三种模式。其中，代工模式现阶段主要为合作伙伴 Molicel 提供 BBU 电芯代工服务；联合销售模式主要依托公司与 Molicel 共同开发的电芯产品，后续销售利润预计将按照股权比例进行分配；直供模式则由公司直接向终端客户销售。

盈利能力方面，我们预计代工模式单颗净利润约 2 元/颗，虽在三类模式中相对较低，但已显著高于公司传统手持电动工具电芯盈利水平；联合销售和直供模式盈利能力较强，单颗净利润预计分别为 4 元/颗和 8 元/颗。随着后续 BBU 订单逐步落地，该业务有望成为公司锂电板块重要利润增量来源。

头部企业上修 BBU 业务预期，AIDC 备电需求景气度持续上行。松下作为全球锂电头部企业，近期上调 BBU 相关业务销售目标，2029 财年销售额目标由此前 8000 亿日元上修至 9500 亿日元，对应上修约 18.8%。头部企业上调中长期销售目标，一方面反映 AI 服务器功率密度提升正在带动高倍率备电需求加速释放，另一方面也验证 BBU 在 AIDC 服务器端的配置渗透率有望持续提升。蔚蓝锂芯较早布局 BBU 电芯领域，在三年前已开展相关产品储备和客户拓展，我们预计在下游需求爆发后，公司有望凭借先发卡位和产品积累率先受益。

图 4：松下上调数据中心备电业务销售目标（单位：十亿日元）



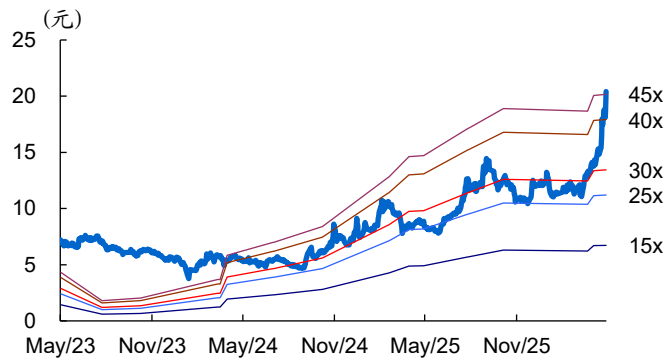
资料来源：Panasonic 官网、招商证券

*注：产品包括现有备电 BBU 产品、削峰类 BBU 产品、机柜侧 BBU 产品和 CBU

风险提示

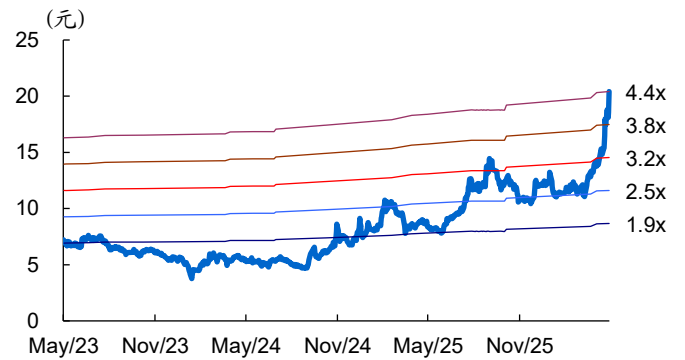
- 1、**下游需求不达预期**：若 AIDC 建设节奏放缓，或 BBU 配置比例低于预期，将影响 BBU 电芯需求释放。
- 2、**原材料价格波动风险**：若后续锂盐、材料价格波动加剧，或下游客户重新议价导致价格传导节奏放缓，公司锂电业务单颗盈利能力可能面临回落风险。
- 3、**地缘政治风险**：AI 服务器厂商主要集中在海外市场，若海外政策、贸易限制或客户认证标准发生变化，可能影响公司进入供应链及后续出货。

图 5: 蔚蓝锂芯历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 6: 蔚蓝锂芯历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、公司点评: 经营向好, 在 AI 领域的 BBU 业务有望带来优异回报 20250810
- 2、公司点评: Q2 业绩符合预期, 正在开启第二成长曲线, 20220829
- 3、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
- 4、公司深度: 蔚蓝锂芯 (002245) 投资价值分析, 20220320
- 5、公司点评: 业绩符合预期, 电池继续涨价传导成本压力, 20220126
- 6、公司点评: Q3 盈利能力保持稳定, 电池涨价传导成本压力, 20211026
- 7、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务继续高增长, 20210829
- 8、公司点评: 斩获博世长单, 保障长期成长性, 20210816
- 9、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
- 10、公司深度: 电动工具行业高景气, 锂电业务盈利能力强劲, 20210410
- 11、公司点评: 继续加码产能, 锂电业务快速成长, 20210313
- 12、公司点评: 业绩符合预期, 锂电业务加速贡献, 20210119
- 13、公司深度: 公司治理有望持续改善, 锂电业务将快速增长, 20201123
- 14、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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5593	6403	8122	9935	11784
现金	766	643	1332	2497	4266
交易性投资	464	81	81	81	81
应收票据	155	106	129	144	149
应收款项	1974	2184	2656	2968	3058
其它应收款	8	53	65	72	75
存货	1518	1935	2173	2300	2237
其他	709	1402	1688	1874	1919
非流动资产	5726	6260	6363	6461	6475
长期股权投资	24	25	25	25	25
固定资产	3250	4778	3944	4108	4181
无形资产商誉	811	825	657	591	532
其他	1640	632	1737	1737	1737
资产总计	11319	12663	14486	16396	18259
流动负债	3458	4183	4568	4821	4696
短期借款	1002	97	7	7	7
应付账款	2152	3755	4217	4463	4342
预收账款	27	24	27	29	28
其他	276	306	316	322	319
长期负债	603	480	637	637	637
长期借款	157	0	157	157	157
其他	446	480	480	480	480
负债合计	4061	4663	5205	5458	5333
股本	1152	1154	1708	1708	1708
资本公积金	2936	2950	2396	2396	2396
留存收益	2836	3539	4669	6118	7849
少数股东权益	334	358	508	716	972
归属于母公司所有者权益	6924	7643	8772	10222	11953
负债及权益合计	11319	12663	14486	16396	18259

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1093	1694	1455	2212	2901
净利润	544	790	1493	2060	2543
折旧摊销	397	513	560	589	604
财务费用	29	20	20	20	20
投资收益	(33)	(63)	(63)	(63)	(63)
营运资金变动	118	421	(555)	(395)	(204)
其它	39	12	(1)	0	0
投资活动现金流	(325)	(577)	(701)	(624)	(556)
资本支出	(748)	(848)	(764)	(687)	(618)
其他投资	422	271	63	63	63
筹资活动现金流	(744)	(1159)	(146)	(423)	(576)
借款变动	(905)	(1198)	87	0	0
普通股增加	0	2	554	0	0
资本公积增加	1	14	(554)	0	0
股利分配	(17)	0	(213)	(403)	(556)
其他	177	24	(20)	(20)	(20)
现金净增加额	24	(42)	608	1165	1769

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6756	8113	9866	11027	11363
营业成本	5565	6503	7303	7730	7519
营业税金及附加	27	51	62	69	71
营业费用	59	73	89	99	102
管理费用	117	123	149	167	172
研发费用	416	468	569	636	655
财务费用	20	20	20	20	20
资产减值损失	(44)	(38)	(40)	(30)	0
公允价值变动收益	(1)	(29)	(29)	(29)	(29)
其他收益	57	81	81	81	81
投资收益	33	11	11	11	11
营业利润	597	901	1697	2339	2886
营业外收入	65	10	10	10	10
营业外支出	27	17	17	17	17
利润总额	635	893	1690	2332	2878
所得税	92	103	196	271	335
少数股东损益	56	80	151	208	256
归属于母公司净利润	488	711	1343	1853	2287

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	29%	20%	22%	12%	3%
营业利润	245%	51%	88%	38%	23%
归母净利润	246%	46%	89%	38%	23%
获利能力					
毛利率	17.6%	19.9%	26.0%	29.9%	33.8%
净利率	7.2%	8.8%	13.6%	16.8%	20.1%
ROE	7.3%	9.8%	16.4%	19.5%	20.6%
ROIC	6.0%	9.8%	17.3%	20.3%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	35.9%	36.8%	35.9%	33.3%	29.2%
净负债比率	11.2%	0.8%	1.1%	1.0%	0.9%
流动比率	1.6	1.5	1.8	2.1	2.5
速动比率	1.2	1.1	1.3	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.6	3.8	3.6	3.5	3.3
应收账款周转率	3.8	3.7	3.9	3.7	3.6
应付账款周转率	3.1	2.2	1.8	1.8	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.29	0.42	0.79	1.08	1.34
每股经营净现金	0.64	0.99	0.85	1.30	1.70
每股净资产	4.05	4.48	5.14	5.99	7.00
每股股利	0.04	0.12	0.24	0.33	0.40
估值比率					
PE	71.4	49.0	26.0	18.8	15.2
PB	5.0	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	27.8	19.5	12.3	9.5	8.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。