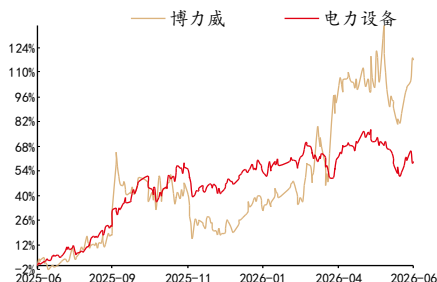




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	56.80
总股本/流通股本(亿股)	1.02 / 1.01
总市值/流通市值(亿元)	58 / 58
52周内最高/最低价	61.88 / 25.68
资产负债率(%)	61.2%
市盈率	101.43
第一大股东	深圳昆仑鼎天投资有限公司

研究所

分析师: 苏千叶
SAC 登记编号: S1340525110004
Email: suqianye@cnpsec.com

博力威(688345)

东盟电动化核心受益，轻型锂电 + 机器人电池双轮启航

● 投资要点

• **25 年及 26Q1 业绩改善明显，盈利拐点已初显。**公司深耕锂离子电池领域十余年，形成轻型车用电池、消费电子电池、储能电池及锂电电芯四大业务布局，产品远销海内外，客户覆盖雅迪、九号、VinFast、云鲸智能等头部品牌。2025 年公司经营显著改善，营收与归母净利润双双高增，毛利率、净利率持续修复，研发投入稳步提升，境内外收入结构均衡，客户集中度适中，股权结构集中稳定，股权激励落地绑定核心团队，为长期发展奠定坚实基础。

• **轻型动力电池布局印尼+越南工厂，享受东南亚电动化渗透率提升红利。**东盟是全球最大摩托车市场，年销量超 1500 万辆，保有量 2.69 亿辆，其中印尼、越南为绝对核心；越南电动化政策激进，电摩渗透率已经从 24 年的 7% 快速提升至 26Q1 的 27%，分区禁油摩政策将在 7 月 1 日首都河内一环开始实施，后续将扩大到五个直辖市，预计将带来电摩爆发式销量增长，核心龙头 Vinfast 激进布局电摩及换电柜，26 年销量目标 100 万辆。印尼市场空间广阔，但电动化渗透率不足 1%，增长潜力巨大，Vinfast 已经在印尼设厂。公司依托已投产的印尼 PACK 工厂与 2026 年即将落地的越南工厂，形成双基地协同，深度绑定核心客户，充分享受东盟电动化红利。

• **消费电池业务：基本盘稳健，机器人电池打造新增量。**消费电子类电池是公司稳定现金流基本盘，营收与毛利长期保持韧性，毛利率稳健。公司持续优化产品结构，向智能机器人、无人机、AR/VR 等高附加值领域升级。依托技术与供应链优势，公司已进入云鲸、普渡、海柔创新、极智嘉等机器人供应链，并成功切入智元创新、逐际动力等人形机器人核心供应体系，随着人形机器人行业高速放量，机器人电池有望成为公司重要增长引擎。

● 风险提示：

东盟电动化政策推进不及预期、海外工厂产能释放不及预期、市场竞争加剧、机器人电池业务放量不及预期、锂电原材料价格大幅波动等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2735	4159	5848	8164
增长率(%)	48.33	52.03	40.63	39.61
EBITDA（百万元）	147.97	282.99	413.14	588.96
归属母公司净利润（百万元）	55.88	153.85	276.92	443.63
增长率(%)	157.84	175.33	79.99	60.20
EPS(元/股)	0.55	1.51	2.71	4.35
市盈率（P/E）	103.73	37.68	20.93	13.07
市净率（P/B）	5.17	4.63	4.01	3.30
EV/EBITDA	20.29	20.64	13.66	9.07

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1	博力威：深耕锂电领域十余载	6
1.1	公司基本情况与发展历程	6
1.2	公司业务结构和全球布局	8
1.3	管理层及核心技术团队	10
1.4	股权结构和激励机制	11
2	轻型动力电池业务与东盟市场布局	13
2.1	轻型动力电池：轻型出行工具的核心动力部件	13
2.2	东盟：摩托车年销量 1500 万辆，保有量 2.69 亿辆，印尼、越南是核心	14
2.3	越南：东盟第二大市场，电动化进程加速，Vinfast 销量暴涨	15
2.4	印尼：东盟最大市场，电动化渗透率不足 1%，Vinfast 开启本地建厂	17
2.5	博力威：印尼、越南双工厂布局，精准卡位	18
3	消费电池业务：业务稳定，机器人贡献新增量	20
3.1	消费电池：公司业务基本盘，提供稳定现金流	20
3.2	机器人：贡献新增量	21
4	盈利预测与投资建议	24
4.1	业务拆分	24
4.2	关键假设与盈利预测	24
4.3	相对估值与投资建议	25
5	风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司主要产品.....	6
图表 3: 2021-2026Q1 营业收入（左轴）及 YoY（右轴）（亿元，%）.....	8
图表 4: 2020-2026Q1 归母净利润（左轴）及 YoY（右轴）（亿元，%）.....	8
图表 5: 公司营收构成（亿元）.....	8
图表 6: 公司销售毛利率及扣非销售净利率（%）.....	9
图表 7: 公司分产品毛利率（%）.....	9
图表 8: 公司期间费用结构及变化情况（%）.....	9
图表 9: 公司研发投入及研发费用率变化（亿元，%）.....	9
图表 10: 公司国内外收入结构（%）.....	10
图表 11: 公司前五大客户占营业收入比例（%）.....	10
图表 12: 公司管理层背景.....	10
图表 13: 公司股权结构.....	11
图表 14: 2025 年限制性股票激励计划首次授予部分股份支付费用摊销测算（万元）.....	11
图表 15: 公司层面业绩考核要求.....	11
图表 16: 轻型动力电池产品图.....	12
图表 17: 2021-2025 年轻型动力电池收入及增速.....	12
图表 18: 东盟十国摩托车保有量/万辆.....	13
图表 19: 东盟十国摩托车销量及增速.....	13
图表 20: 东盟部分国家摩托车销量.....	13
图表 21: 东盟摩托车品牌市占率.....	14
图表 22: 越南禁油摩政策.....	14
图表 23: 2024-2026Q1 越南摩托车销量（左轴）及电动化渗透率（右轴）.....	15
图表 24: 中国与越南渗透率数据对比.....	15
图表 25: 2024Q1-2026Q1 VinFast 电摩销量（左轴）及 YoY（右轴）.....	16
图表 26: VinFast 换电生态示意图.....	16
图表 27: 印尼 2025 年摩托车销量/万辆.....	17
图表 28: Vinfast 印尼工厂开工仪式.....	17
图表 29: 博力威印尼工厂剪彩仪式.....	18
图表 30: 消费电子类电池应用方向.....	19
图表 31: 2020-2025 年消费电子类电池营业收入（左轴）及 YoY（右轴）.....	19
图表 32: 2020-2025 年消费电子类电池产销量（左轴）及产销同比增速（右轴）.....	19
图表 33: 2021-2025 年消费电子类电池毛利额（左轴）及毛利率（右轴）.....	20
图表 34: 消费电子类电池销售模式.....	20
图表 35: 消费电子类电池主要客户.....	21

图表 36: 全球人形机器人销量预测（左轴）及 YoY（右轴）	21
图表 37: 全球人形机器人电池市场空间预测（左轴）及 YoY（右轴）	22
图表 38: 博力威人形机器人业务合作进展	22
图表 39: 可比公司相对估值	24

1 博力威：深耕锂电领域十余载

1.1 公司基本情况与发展历程

公司深耕锂电领域十余载。公司前身始创于2010年，2014年正式设立广东博力威科技股份有限公司，主营锂离子电池、锂电电芯及储能电池的研发、生产与销售，并于2021年登陆上交所科创板。公司产品深度切入全球两轮出行、智能机器人、便携储能赛道头部供应链，合作覆盖雅迪、九号、云鲸智能等海内外知名品牌，产品远销欧洲、美洲、东盟等全球多地市场。

图表1：公司发展历程

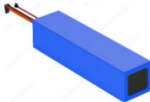


资料来源：《广东博力威科技股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书》、公司年报，中邮证券研究所

公司的主要产品包括两大类，锂离子电池系统和锂离子电芯。锂离子电池系统即由锂离子电芯、BMS、结构件等集合而成的电池系统产品，通过BMS对电芯进行管理，实现稳定、安全的充放电功能，包括轻型车用锂离子电池、消费电子类电池和储能电池；锂离子电芯，即将正极材料、负极材料、电解液、隔膜等通过电芯生产工艺制成的最小充放电单元，是锂离子电池系统的核心部件之一。

图表2：公司主要产品

类别	名称	产品示意图
轻型车用锂离子电池	电助力自行车用锂电池	
	电动（轻便）摩托车用锂电池	
		
		

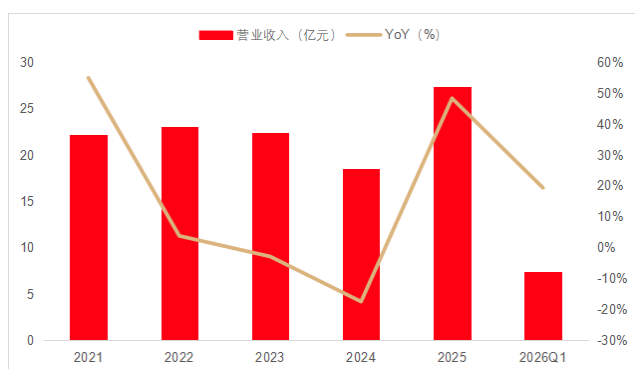
	电动自行车用锂电池	
消费电子类电池	电动滑板车用锂电池	
	智能机器人电池	
	人形机器人电池	
	清洁电器电池	
	AGV 电池	
储能电池	无人机遥控器电池	
	医疗器械电池	
	笔记本电脑电池	
	便携储能	
	户用储能	
锂离子电芯	18 系圆柱形	
	34 系圆柱形	

资料来源：《广东博力威科技股份有限公司 2025 年年度报告》，中邮证券研究所

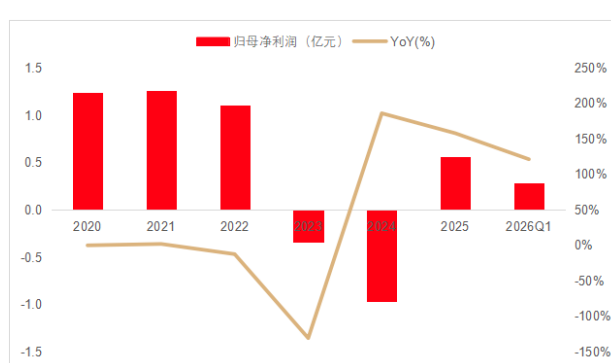
1.2 公司业务结构和全球布局

公司业绩呈现企稳回升、盈利改善态势。营收端：2021-2024 年营收持续承压，2024 年降至低位；2025 年收入明显回暖，实现营收 27.35 亿元，同比增长 48.33%。利润端：2023-2024 年受价格竞争、减值计提、电芯业务爬坡亏损及费用压力影响，公司出现较大亏损；2025 年盈利迎来拐点，实现归母净利润 0.56 亿元，同比增长 157.84%，2026Q1 实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 121.26%，扣非归母净利润 0.28 亿元，同比增长 113.57%。主要受益于轻型车电池放量、储能业务复苏及大圆柱电芯产能利用率提升。

图表3：2021-2026Q1 营业收入（左轴）及 YoY（右轴）（亿元，%）



图表4：2020-2026Q1 归母净利润（左轴）及 YoY（右轴）（亿元，%）

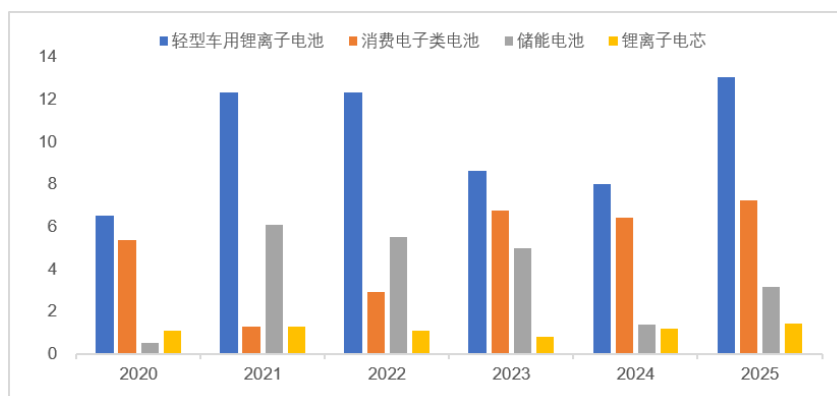


资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

公司所有产品聚焦锂电池，其中轻型车用锂离子电池占比约五成。2025 年轻型车用锂离子电池收入 13.07 亿元，占比 47.8%，为第一大收入来源；消费电子类电池、储能电池、锂电芯分别实现收入 7.24 亿元、3.17 亿元、1.45 亿元，占比 26.5%、11.6%、5.3%；其他业务收入占比仅 8.8%，对整体经营影响有限。

图表5：公司营收构成（亿元）

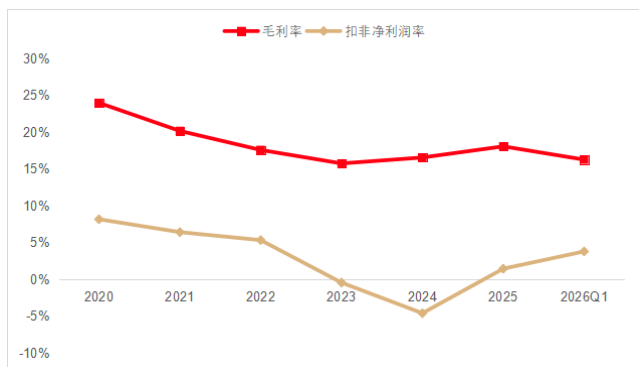


资料来源：招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

公司盈利能力逐步修复。公司销售毛利率与扣非销售净利率先承压后回升。销售毛利率由 2020 年 24.0% 降至 2024 年 16.6%，2025 年回升至 18.1%；扣非销售净利率由 2020 年 8.2% 降至 2024 年 -4.6%，2025 年修复至 1.5%，2026Q1 进一步提升至 3.8%。

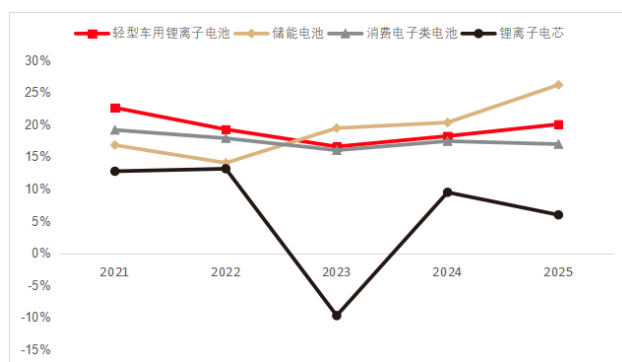
分产品毛利率方面，储能电池、轻型车电池毛利率连续两年增长。消费电子类电池毛利率稳健，锂离子电芯毛利率相对较低。2023-2025 年电芯毛利率偏低，系大圆柱产能爬坡成本偏高，叠加行业竞争加剧、锂电周期波动，产能规模效应尚未充分释放所致。

图表6：公司销售毛利率及扣非销售净利率（%）



资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

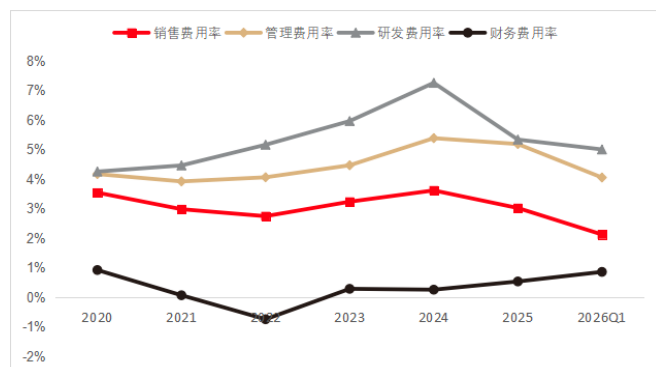
图表7：公司分产品毛利率（%）



资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

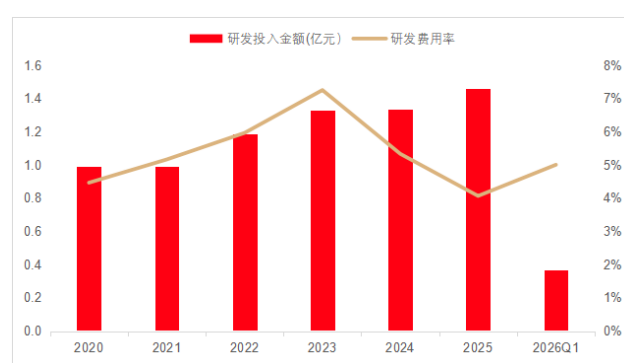
公司期间费用结构整体保持稳定，研发投入持续加码。2025 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.0%、5.2%、0.5%，期间费用合计费率 8.8%；研发费用率为 5.3%，研发投入规模持续增长。2026Q1，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 0.16 亿元、0.30 亿元、0.37 亿元和 0.06 亿元，对应研发费用率为 5.01%，整体费用结构维持稳定。随着轻型动力电池及消费电子业务放量，公司持续加大产品研发与技术储备投入，为后续产品升级和客户拓展提供支撑。

图表8：公司期间费用结构及变化情况（%）



资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

图表9：公司研发投入及研发费用率变化（亿元，%）

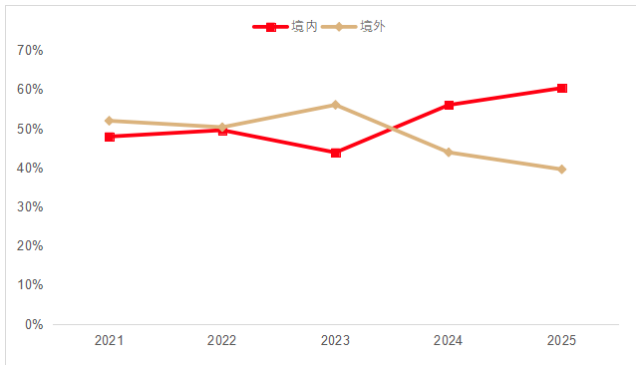


资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

境内外收入占比接近 1:1。2025 年境内收入占比 52.3%，境外收入占比 47.7%，海内外布局均衡。公司在巩固国内市场的同时，积极推进海外布局，在印尼设立 PACK 工厂。

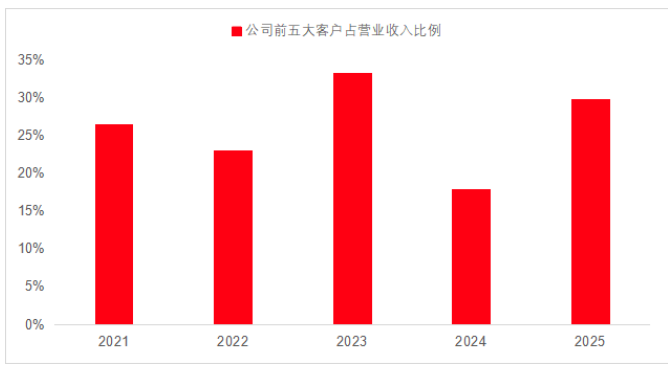
客户集中度适中，2025 前五大客户收入占比约三成。

图表10：公司国内外收入结构（%）



资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

图表11：公司前五大客户占营业收入比例（%）



资料来源：iFind，公司年报，中邮证券研究所

1.3 管理层及核心技术团队

公司核心管理层与技术骨干具备深厚的行业积淀与丰富的管理经验。董事长张志平拥有20余年锂电池行业技术与管理经验，自2010年4月起担任公司董事长兼总经理，同时兼任博力威欧洲董事长，主导公司战略发展与全球化布局。副董事长刘聪拥有20余年企业管理经验，自2014年起担任博力威新能源董事长，2019年起任公司副董事长，深度参与公司经营管理。

图表12：公司管理层背景

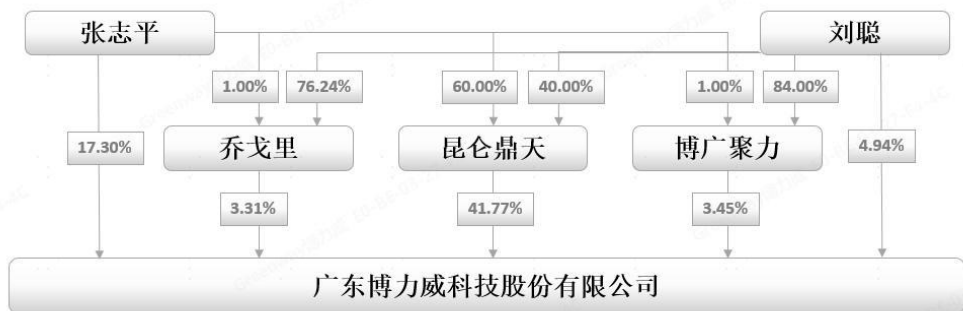
姓名	职务	关键经历	任职年限
张志平	董事长	历任株洲冶炼集团、台涛量威电池等企业技术/管理岗位；2010年4月至今任公司董事长，2017年4月至今任博力威欧洲董事长，同时担任本公司总经理	20+年
刘聪	副董事长	历任富士康、深圳博力威等企业管理岗位；2014年4月至今任博力威新能源董事长，2019年12月至今任本公司副董事长	20+年
郭华军	非独立董事	历任中南大学冶金科学与工程学院讲师、副教授、冶金与环境学院教授；2023年11月至今任湖南美特新材料科技有限公司外部董事，2024年10月至今任本公司非独立董事	10+年
王先友	独立董事	历任湘潭大学教授；2025年9月至今任本公司独立董事	10+年
刘勇	独立董事	历任江西中医学院、深圳安特医疗等企业财务岗位；2025年9月至今任本公司独立董事	20+年
王娟	财务负责人、董事会秘书	历任公司财务会计、总账会计、财务主管等岗位；2025年9月至今任公司财务负责人兼董事会秘书	10+年
黄李冲	研发中心总监、产品线总监	历任深圳博力威等企业工程技术岗位；2010年4月至今任本公司研发中心总监、产品线总监	20+年
陈志军	研发中心高级工程师	历任东莞多家电子企业工程技术岗位；2015年7月至今，历任本公司研发中心高级工程师、研发中心副经理等职务	10+年

资料来源：《广东博力威科技股份有限公司2025年年度报告》，中邮证券研究所

1.4 股权结构和激励机制

公司股权结构集中且稳定。实际控制人为张志平、刘聪，一致行动人包括深圳昆仑鼎天投资有限公司、珠海博广聚力企业管理合伙企业（有限合伙）、珠海乔戈里企业管理合伙企业（有限合伙），实际控制人及一致行动人合计持股比例 70.8%，核心高管合计持股 69.5%，通过直接与间接方式持股，对公司经营决策具备较强影响力，有利于战略执行的连续性与稳定性。公司治理机制完善，通过规范的股权安排与内控体系，提升决策效率与治理水平。

图表13：公司股权结构



资料来源：《广东博力威科技股份有限公司 2025 年年度报告》，中邮证券研究所

公司于 2025 年实施限制性股票激励计划。本次股权激励向符合条件的 157 名核心管理人员、技术及业务骨干授予 395 万股限制性股票，进一步绑定核心员工利益，提升公司治理稳定性和经营积极性。本次激励计划对应股份支付总费用约 2320.47 万元，将在 2025-2027 年分期摊销，其中 2025 年、2026 年分别摊销 1199.45 万元、939.74 万元。

图表14：2025 年限制性股票激励计划首次授予部分股份支付费用摊销测算（万元）

授予权益类型	授予数量（万股）	预计摊销总费用（万元）	2025 年（万元）	2026 年（万元）	2027 年（万元）
第一类限制性股票	115	1106.3	576.2	445.59	84.51
第二类限制性股票	280	1214.17	623.25	494.15	96.77
合计	395	2320.47	1199.45	939.74	181.28

资料来源：《广东博力威科技股份有限公司 2025 年限制性股票激励计划（草案）》，中邮证券研究所

25 年考核激励目标已完成，26 年净利润考核目标不低于 1.2 亿元。本次限制性股票激励计划解禁需满足公司业绩考核：2025 年营业收入不低于 25.00 亿元且净利润不低于 0.40 亿元，实际已完成，截至 2026Q1，公司已实现归母净利润 0.28 亿元，占 2026 年股权激励净利润考核目标的约 23%。同时激励对象个人绩效考核合格，方可解锁对应股份。

图表15：公司层面业绩考核要求

解除限售/归属期	营收考核要求	净利润考核要求
第一个归属期（2025 年）	2025 年营业收入 $\geq$ 25.00 亿元	2025 年当年净利润 $\geq$ 0.40 亿元
第二个归属期（2026 年）	2026 年营业收入 $\geq$ 32.50 亿元	2025-2026 年累计净利润 $\geq$ 1.60 亿元

资料来源：《广东博力威科技股份有限公司 2025 年限制性股票激励计划（草案）》，中邮证券研究所

2 轻型动力电池业务与东盟市场布局

2.1 轻型动力电池：轻型出行工具的核心动力部件

轻型动力电池主要应用于电助力自行车、电动摩托车、电动自行车、电动滑板车等轻型出行工具，是影响整车续航、安全性和使用寿命的核心部件。相比乘用车动力电池，轻型动力电池产品型号更分散、应用场景更复杂，对企业的定制开发、PACK 结构设计、BMS 管理及快速交付能力要求更高。其系统通常由电芯、PACK 结构和 BMS 等组成，其中电芯决定能量密度和循环寿命，PACK 与 BMS 则负责结构安全、状态监测及充放电保护，直接影响终端用户体验和运营效率。

公司已形成“电芯+PACK+BMS”的一体化能力。相比单一 PACK 厂商，公司自产电芯能力有助于增强核心材料和关键部件的成本控制能力；相比单一电芯厂商，公司长期深耕轻型车场景，对多型号、小批量、快速迭代和客户定制需求具备更强适配能力。

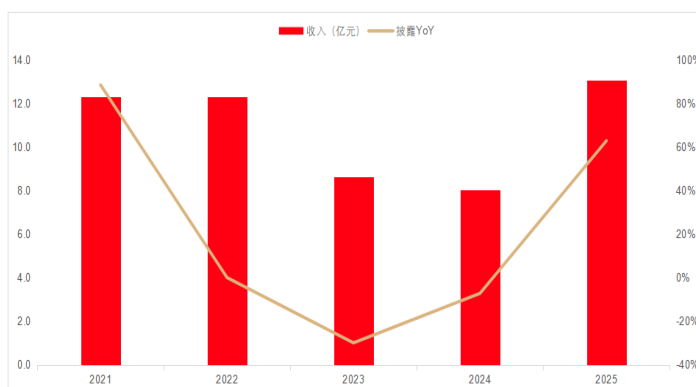
图表16：轻型动力电池产品图



资料来源：博力威官网，中邮证券研究所

轻型动力电池是公司第一大业务板块。2021-2022 年，受益于两轮车市场需求释放，公司轻型车用锂离子电池收入分别为 12.30 亿元、12.32 亿元，同比分别增长 88.45%、0.09%；2023-2024 年，该业务收入回落至 8.64 亿元、8.02 亿元，同比分别下降 29.83%、7.15%；2025 年，国内两轮车换电、共享出行等领域快速增长，同时电助力自行车需求回暖，轻型车用锂离子电池收入回升至 13.07 亿元，同比增长 62.85%，收入规模创近五年高位。该业务收入占公司营业收入的比例由 2024 年的 43.51%提升至 2025 年的 47.77%，重新成为公司收入修复的主要驱动力。

图表17：2021-2025 年轻型动力电池收入及增速

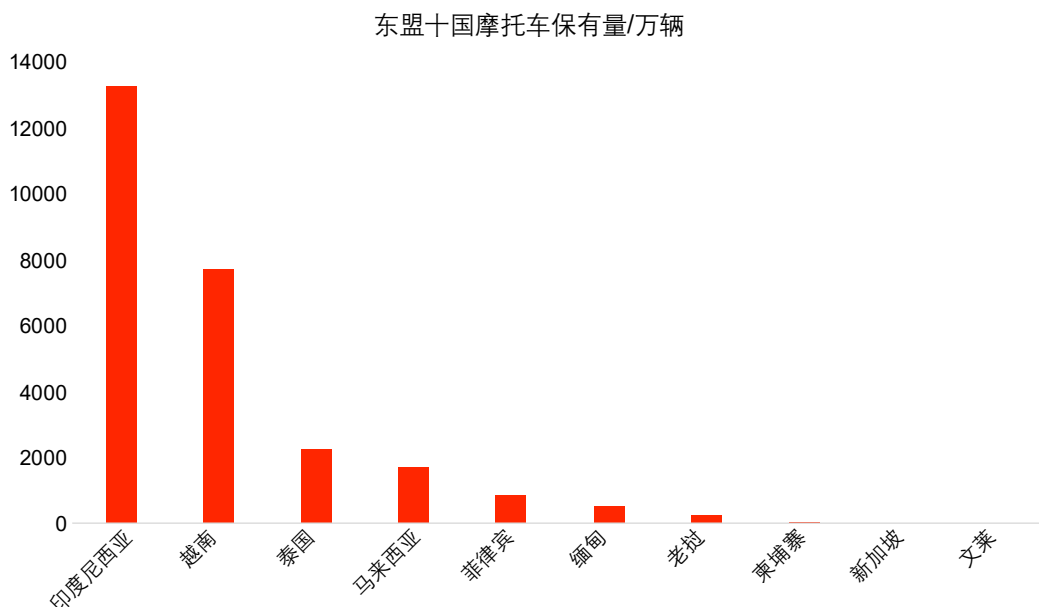


资料来源：21-25 年博力威年报，中邮证券研究所

2.2 东盟：摩托车年销量 1500 万辆，保有量 2.69 亿辆，印尼、越南是核心

东盟摩托车保有量 2.69 亿辆，是全球最大的摩托车市场之一。根据统计数据，2023 年东盟十国合计保有量约 2.69 亿辆。其中印尼 1.32 亿辆，越南 0.77 亿辆，两大龙头市场主导区域格局，两国保有量占东盟十国比 78%，其余各国存量稳步分布。

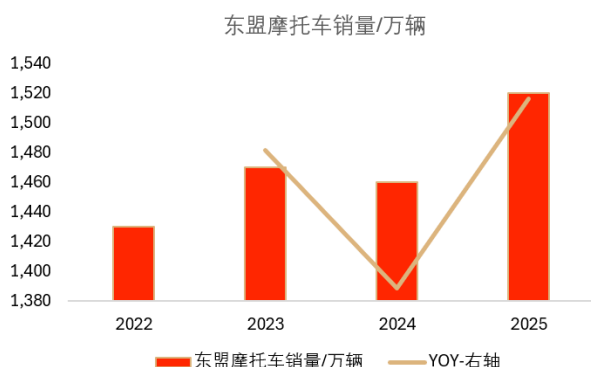
图表18：东盟十国摩托车保有量/万辆



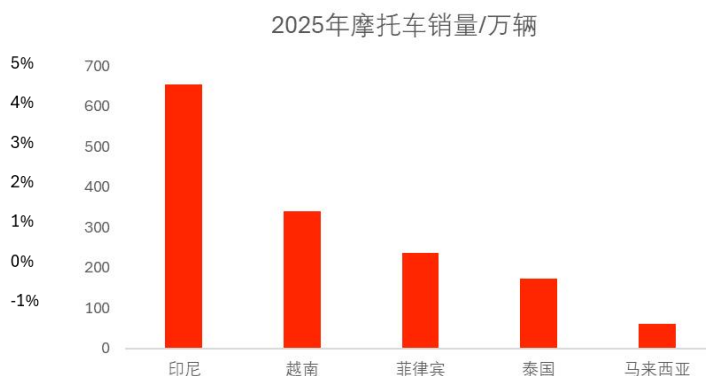
资料来源：ASEANstats，越南建设部电子门户网站，Katadata，中邮证券研究所

2025 年东盟摩托车销量超 1500 万台，同比增长 4%，占全球市场总销量的 25%。其中印尼和越南两国合计贡献了东盟市场超 65% 的销量。印尼销量达 655 万辆（同比增长 0.6%），越南 340 万辆（同比增长 14.9%），菲律宾销量为 237 万辆（同比增长 2.8%），泰国销量为 173 万辆（同比增长 9.8%），马来西亚销量为 613,893 辆（同比增长 3.5%）。

图表19：东盟十国摩托车销量及增速



图表20：东盟部分国家摩托车销量



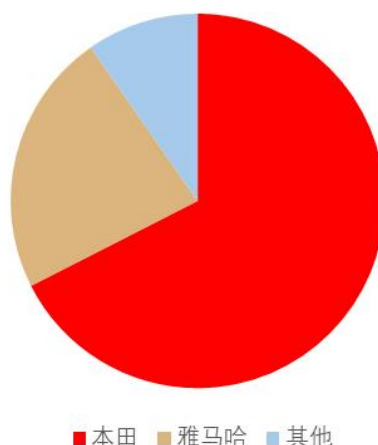
资料来源：MotorCycles Data Wheelive，中邮证券研究所

资料来源：Power Systems Research，中邮证券研究所

东盟燃油摩托车市场竞争格局：本田、雅马哈占据主导地位。根据行业统计，本田一家独占 67.5% 的市场份额，雅马哈占比 22.8%，其他品牌包括 Suzuki、Piaggio 等合计占比不 10%。

图表21：东盟摩托车品牌市占率

东盟摩托车品牌市占率



资料来源：环球时报国际，中邮证券研究所

2.3 越南：东盟第二大市场，电动化进程加速，Vinfast 销量暴涨

越南首都河内是全球空气污染最严重城市之一，在全球空气污染首都榜单中排名第七。2024 年河内 PM2.5 年均值达 47 微克/立方米，为越南国家标准的近两倍；2025 年 1 月曾一度飙升至 266 微克/立方米，登顶全球污染榜首。

越南河内将在 2026 年 7 月 1 日开始分区域禁油摩。越南禁油摩规划始于 2022 年 4 月 5 日，政府批准《2022-2025 年交通安全秩序决议》，提出 2030 年后在河内、胡志明市、海防、岘港、芹苴 5 市分区禁/限燃油摩托。2025 年 7 月 12 日，总理签发第 20 号指示，敲定河内分阶段禁令：2026 年 7 月 1 日一环内禁燃油摩托；2028 年 1 月 1 日扩至二环；2030 年覆盖三环，同步管控燃油私家车。

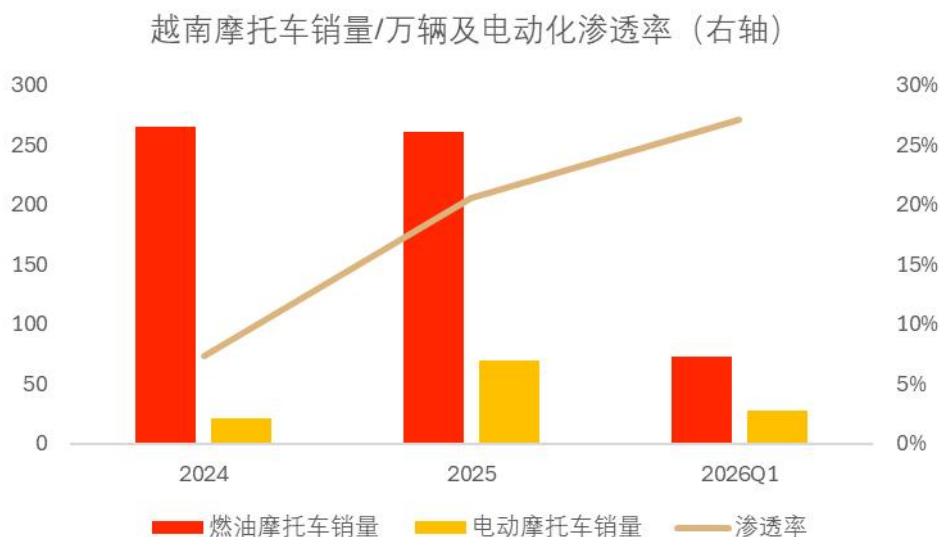
图表22：越南禁油摩政策



资料来源：中国商务新闻网，经济时报，中邮证券研究所整理

越南是东盟摩托车第二大市场，电动化渗透率从 2024 年的 7% 提升至 2026Q1 的 27%。越南 2024~2025 年摩托车销量分别为 286、340 万辆，其中电摩销量分别为 20.9、70 万辆，电动化渗透率分别为 7%、21%。2026Q1 摩托车销量 100 万辆，其中电摩销量 27.1 万辆，渗透率提升至 27%。

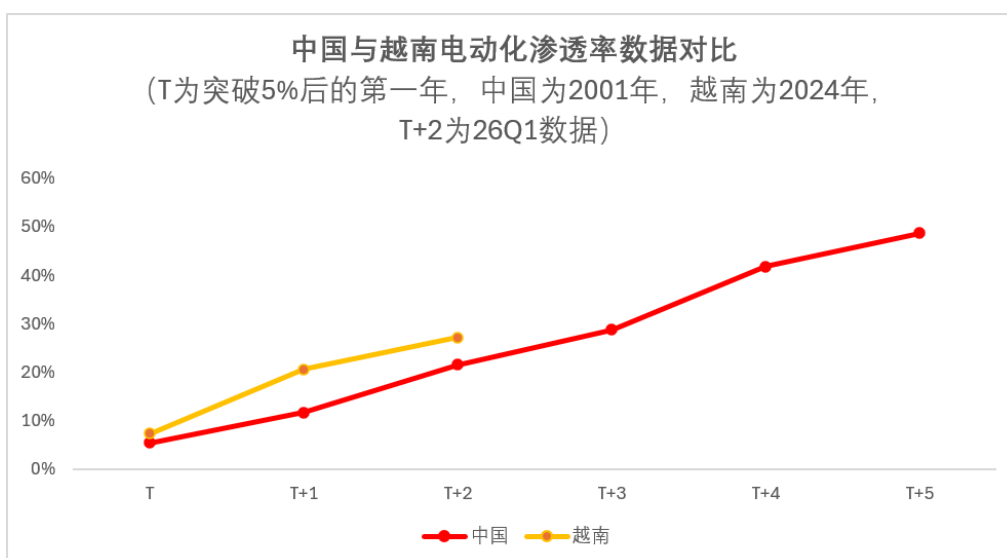
图表23：2024-2026Q1 越南摩托车销量（左轴）及电动化渗透率（右轴）



资料来源：Power Systems Research, VOICE OF VIETNAM, VAMM, Marklines, VIETNAM. VN, 中邮证券研究所

越南渗透率提升与中国高度相似。中国与越南两轮车电动化渗透率置于同一发展周期对比，T 为渗透率突破 5% 首年（中国为 2001 年、越南为 2024 年）。越南电动化初期增长曲线与国内高度趋同，参照国内后续多年持续走高的渗透路径，越南电摩市场中长期提升空间广阔。

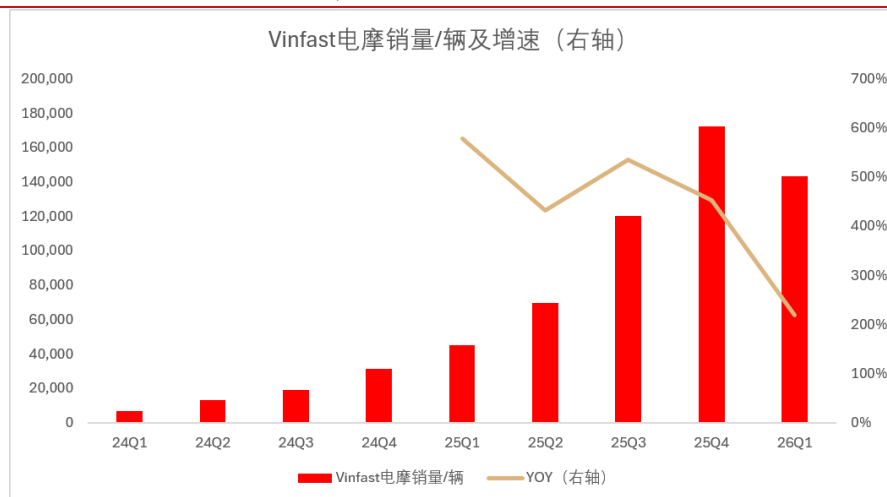
图表24：中国与越南渗透率数据对比



资料来源：Power Systems Research, VOICE OF VIETNAM, VAMM, Marklines, VIETNAM. VN, ifind, 中国自行车工业协会，国家统计局，工信部，中邮证券研究所

越南本土品牌 VinFast 长期保持 50% 左右的市占率，季度销量两年增长 25 倍。2024Q1 至 2025Q4，Vinfast 电摩销量实现连续季度稳步攀升，从 24Q1 的 6632 辆持续增长至 25Q4 的 171962 辆，增长 25 倍。26Q1 销量虽环比小幅下滑 17% 至 143136 辆，但同比依旧维持 219% 的高增长。

图表 25：2024Q1-2026Q1 VinFast 电摩销量（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源： Vinfast，中邮证券研究所

VinFast 规划 3 年建设 15 万座换电站，推动电动摩托车普及。截止 2026M1 已建成 4,500 座换电站。标准电池容量为 1.5kWh，每个柜子有 12 个电池仓位。

VinFast 租电池模式使用成本低。Vinfast 推出的新款换电型电动踏板车，搭载双可拆卸 1.5kWh 电池，单块电池标准续航约 85km，满足日常通勤需求。运营上采用电池订阅制，使用成本远低于当地主流燃油摩托。

图表 26：VinFast 换电生态示意图



资料来源： EQB 电动车实验室，中邮证券研究所

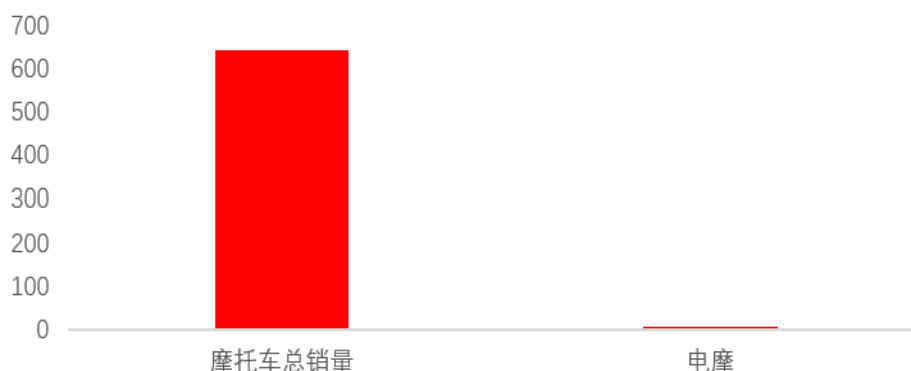
2.4 印尼：东盟最大市场，电动化渗透率不足 1%，Vinfast 开启本地建厂

印尼是东盟最大的摩托车市场，但电动化渗透率仅 0.86%。2025 年印尼摩托车总销量达到 641.3 万辆，占东盟总销量的 42%。但电动摩托车销量仅 5.5 万辆，对应渗透率约 0.86%，不仅远低于越南 21.7% 的渗透率水平，也远低于印尼政府此前设定的发展目标。

印尼电动摩托车政策不连续，2025 年补贴中断导致销量下滑，2026 年重启补贴后将有望带来新增量。2023 年至 2024 年期间，印尼政府曾推出每辆 700 万印尼盾的购车补贴，带动电

动摩托车销量由 2023 年的 6.2 万辆增长至 2024 年的 7.7 万辆，渗透率提升至 1.22% 的历史高点。然而 2025 年初政府取消直接补贴，仅保留部分税收优惠，导致全年电动摩托车销量下降至 5.5 万辆，同比下滑 28.6%。2026 年 5 月 6 日，印尼财政部长宣布，在 2026 年重启电摩补贴，初期目标为 10 万辆电动摩托车，预计每辆车补贴 500 万印尼盾（约 280 美元），完成初始配额后将发放更多激励措施。若政策落地，印尼电摩市场增速将大大提升，未来市场空间巨大。

图表 27：印尼 2025 年摩托车销量/万辆



资料来源：powersys, AISI, 中邮证券研究所

VinFast 进军印尼市场。Vinfast 于 2026 年 5 月 20 日在印尼正式开启三款换电式电摩（Evo、Feliz II、Viper）预售，预售期至 6 月 20 日，预计 6 月启动交付，当前车型以越南原装进口为主。

VinFast 计划在印尼建设电摩产能。依托苏邦现有汽车厂区，预留电摩生产区域。计划 2026 年下半年投产，初期设计年产能 10 万辆，公司目标 2026 年末零部件本地化率不低于 40%、2030 年提升至 80%，依托本土化落地深耕印尼本土并辐射东盟多国电摩市场。

图表 28：Vinfast 印尼工厂开工仪式



资料来源：越南《人民报》，中邮证券研究所

2.5 博力威：印尼、越南双工厂布局，精准卡位

印尼工厂在 2024 年已正式投产。印尼工厂聚焦电池 PACK，不生产电芯，终端为轻型车锂电池、家庭储能和便携储能产品，客户为 VinFast、雅迪、Spiro 等，本地化生产有助于缩短交付周期、降低运输成本，并增强公司对东盟客户的服务响应能力。

图表 29：博力威印尼工厂剪彩仪式



资料来源：南方+，中邮证券研究所

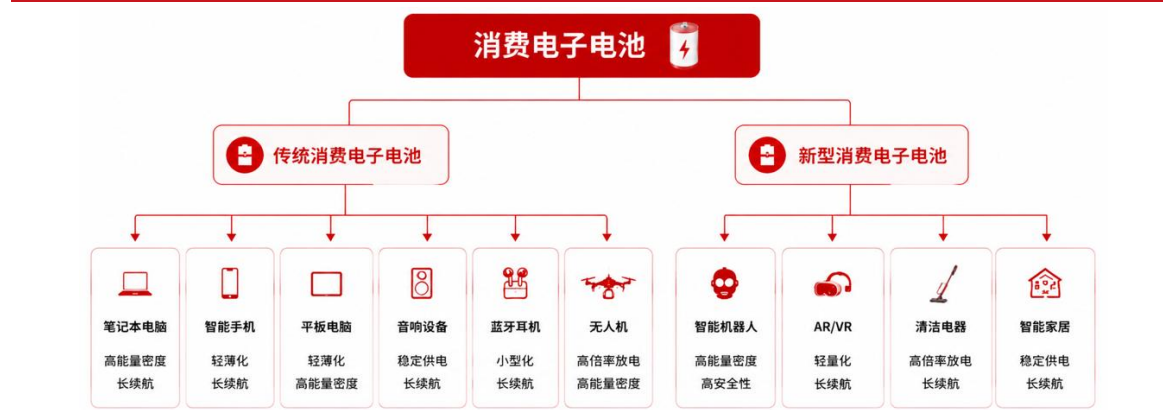
博力威越南工厂主要为了服务 Vinfast 等核心客户。越南工厂目前处于已完成选址、正式筹建阶段，定位为与印尼并重的东南亚战略核心产能，核心服务 VinFast 及雅迪等头部客户。项目规划为 PACK 工厂，采用与印尼工厂一致的轻资产租赁模式，目标 2026 年内建成投产，以匹配越南电动化政策节奏（河内 2026 年 7 月起禁行内环燃油摩托）与 VinFast 产能扩张需求。现阶段厂房改造、产线规划与本地资质办理同步推进，投产后将与印尼工厂形成“双基地协同”，辐射越南及中南半岛电摩市场，支撑公司海外业务快速放量。

3 消费电池业务：业务稳定，机器人贡献新增量

3.1 消费电池：公司业务基本盘，提供稳定现金流

消费电子类电池分为传统消费电子和新型消费电子两大应用方向，主要应用于各种智能化、小型化终端设备。包括：清洁电器、智能机器人、无人机、智能家居、AR/VR 设备、智能穿戴设备以及笔记本电脑等领域。

图表 30：消费电子类电池应用方向

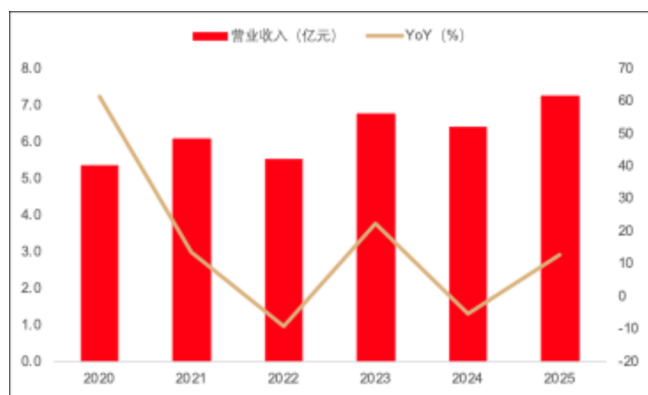


资料来源：2025 年半年报，中邮证券研究所

消费电子类电池业务营收稳定增长，五年 CAGR 约为 6.3%。2020-2025 年，公司消费电子类电池营业收入由 5.35 亿元增长至 7.25 亿元，2022 年和 2024 年受行业景气度及市场环境影响短暂回调至 5.53 亿元和 6.41 亿元，但随后恢复增长，整体仍保持较强发展韧性。

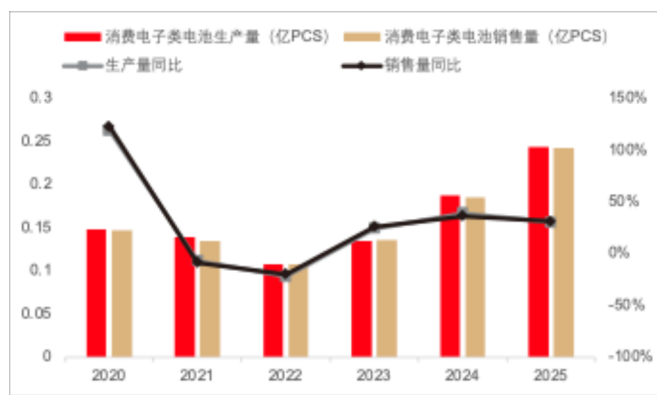
消费电子类电池产销规模整体呈增长趋势。2020-2025 年生产量与销售量均由约 0.15 亿 PCS 提升至 0.24 亿 PCS 左右。2022 年业务规模受行业需求波动短暂回调，但自 2023 年起恢复增长，2024-2025 年维持较高水平。整体来看，公司消费电子类电池业务产销同步性较好，市场需求相对稳定。

图表 31：2020-2025 年消费电子类电池营业收入（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

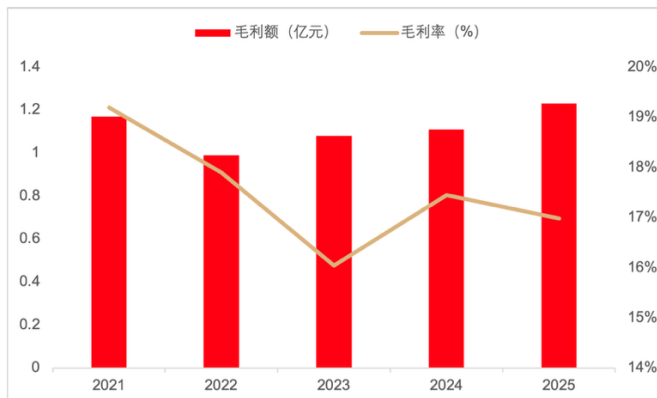
图表 32：2020-2025 年消费电子类电池产销量（左轴）及产销同比增速（右轴）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，中邮证券研究所

消费电子类电池业务为公司提供稳定现金流。2021-2025 年，消费电子类电池毛利额整体维持在 1 亿元左右，毛利率稳定在 16%-19% 区间。虽然受锂盐、正负极材料等锂电池原材料价格波动及行业竞争影响有所变化，但整体仍处于相对稳定水平。

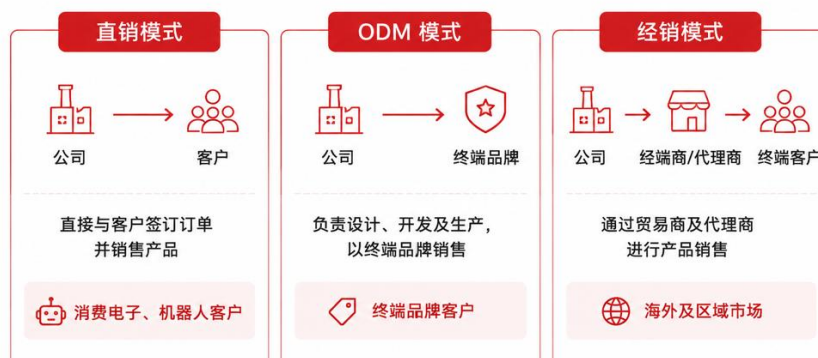
图表 33：2021-2025 年消费电子类电池毛利额（左轴）及毛利率（右轴）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，中邮证券研究所

公司消费电子类电池业务以直销为主、经销为辅，并通过 ODM 等模式持续拓展客户资源。其中，直销模式下公司直接向下游客户提供自主设计、开发及生产的产品；ODM 模式下，公司根据客户需求进行产品设计与生产，并以终端客户品牌实现销售。凭借产品种类较为齐全、客户响应速度较快等优势，公司持续加强消费电子及储能领域客户拓展能力。

图表 34：消费电子类电池销售模式



资料来源：公司 2025 年报，中邮证券研究所

3.2 机器人：贡献新增量

博力威与主流机器人公司建立商务合作。公司已与云鲸智能、普渡科技、海柔创新、极智嘉机器人、斯坦德机器人等行业客户建立合作关系，产品主要应用于家庭服务机器人、配送机器人及仓储物流机器人等场景。

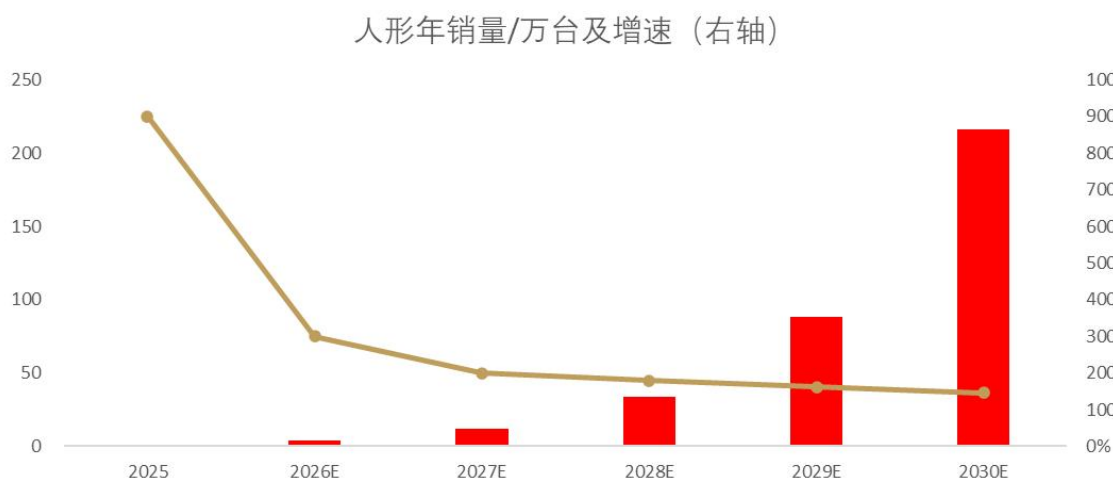
图表 35：消费电子类电池主要客户



资料来源：公司 2025 年报，中邮证券研究所

人形机器人进入高速增长期。根据 IDC 最新报告指出，2025 年全球人形机器人出货量接近 1.8 万台，YOY+508%，市场规模达到约 4.4 亿美元，主要应用于文娱商演、科研教育、数据采集等领域。我们预计 2030 年全球人形机器人有望达到百万量级。

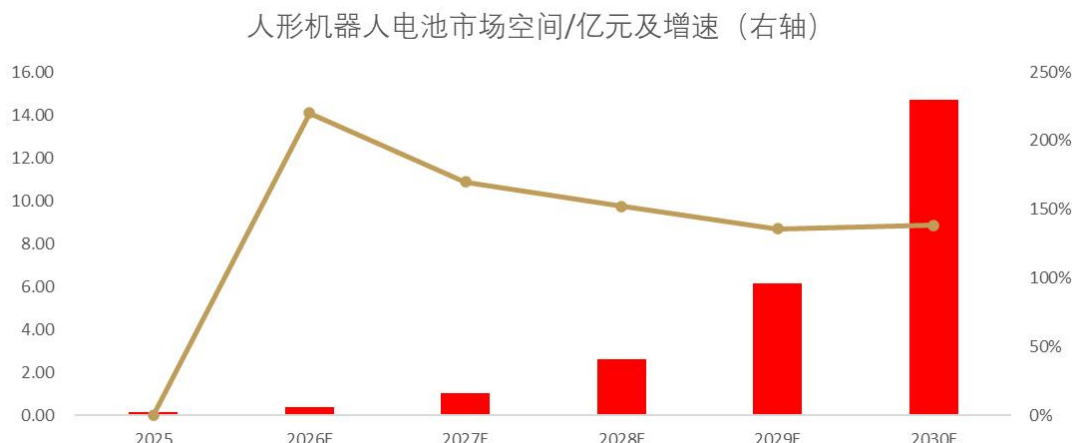
图表 36：全球人形机器人销量预测（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：中邮证券研究所预测

人形机器人有望持续带动高倍率、高能量密度锂电池需求增长。行业快速放量有望带动上游核心零部件需求持续提升，其中高能量密度消费电子类电池有望成为重要受益方向。预计全球人形机器人电池市场规模将由 2025 年的约 0.12 亿元快速增长至 2030 年的约 14.7 亿元。

图表 37：全球人形机器人电池市场空间预测（左轴）及 YoY（右轴）



资料来源：中邮证券研究所预测

人形机器人产业链方面，博力威公司与多家行业领先企业建立合作关系。根据公司公开披露信息，智元创新、逐际动力、云深处及斯坦德均已成为公司人形机器人领域的重要客户。其中，智元创新预计于 2026 年进入量产阶段，逐际动力已实现批量出货。

图表 38：博力威人形机器人业务合作进展

时间	事件	进展意义
2024-11-29	公司表示“暂未应用于人形机器人领域”	人形机器人业务尚处早期布局阶段
2025 年	逐际动力实现批量出货，智元创新完成送样	产品验证取得突破，开始形成订单基础
2026-01-05	投资者互动平台首次披露与智元创新等客户合作	人形机器人客户首次公开
2026-05-08	路演及调研纪要披露机器人客户情况	客户结构进一步明确
2026-05	机构调研再次确认智元创新、逐际动力、云深处及斯坦德等客户	客户合作关系得到验证
2026 年（预计）	智元创新人形机器人电池 2025 年完成送样，预计 2026 年将实现量产出货	有望带动机器人电池需求放量

资料来源：博力威投资者互动平台，公司公告，中邮证券研究所

智元创新和逐际动力均为国内人形机器人领域的重要参与者。博力威公司成功进入上述客户供应链体系，表明其产品性能和技术能力已获得头部机器人企业认可，为后续订单增长和市场拓展奠定基础。

从产品方案来看，公司机器人电池已覆盖动力输出与续航保障等核心应用场景。其中，逐际动力采用模块化快换电池方案，可提升机器人连续作业能力和使用效率；智元创新则采用高性能圆柱电池模组，以满足人形机器人对高功率输出、长续航及轻量化设计的需求。

4 盈利预测与投资建议

4.1 业务拆分

轻型车用锂离子电池为公司第一大核心业务，分非东南亚、东南亚两大市场布局。2025 年非东南亚市场收入 11.83 亿元，受益于东南亚电动化政策落地、海外产能释放，海外业务高速增长。2026–2028 年整体收入预计为 20.26 亿元、29.89 亿元、43.29 亿元，毛利率维持在 20~22%。

消费电子类电池是公司稳健现金流业务，2025 年收入 7.26 亿元。依托下游智能装备、清洁电器需求增长，2026–2028 年收入预计为 9.6 亿元、12.0 亿元、15.0 亿元，毛利率稳定在 17% 左右，盈利稳健。

储能电池行业需求持续回暖，均价及毛利率稳步修复，2025 年收入 3.18 亿元。2026–2028 年收入预计为 6.12 亿元、8.57 亿元、11.14 亿元，增速高位运行，毛利率逐年攀升至 27.00%、27.81%、28.64%，盈利水平持续提升。

锂电芯业务随产能利用率提升持续减亏增利，2025 年收入 1.46 亿元。2026–2028 年收入预计为 2.00 亿元、2.30 亿元、3.45 亿元，毛利率持续修复至 9.97%、10.97%、11.97%。

4.2 关键假设与盈利预测

核心假设：东盟电动化政策推进顺利，VinFast 等核心客户需求持续释放；印尼、越南基地产能爬坡与交付节奏符合预期；锂电池原材料价格保持相对稳定，均价逐步企稳回升；消费电子、储能需求稳步复苏，机器人电池业务顺利放量；公司期间费用率随规模效应略有优化。

结合上述分产品测算，我们预计 2026–2028 年公司营收分别为 41.59/58.48/81.64 亿元，公司整体毛利率稳步提升，2026–2028 年分别为 19.1%/19.6%/19.9%。

4.3 相对估值与投资建议

博力威是轻型车用锂离子电池领域细分龙头，深度布局东盟电动化市场，印尼、越南双基地产能释放打开成长空间；消费电池业务提供稳健现金流，机器人电池业务打造增量，业绩拐点明确、盈利持续改善。我们选取亿纬锂能、欣旺达、鹏辉能源、华宝新能、派能科技、天能股份作为可比公司，首次覆盖给予买入评级。

图表 39：可比公司相对估值

公司代码	公司名称	EPS				PE			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300014. SZ	亿纬锂能	1.96	3.29	4.43	5.60	35	21	15	12
300207. SZ	欣旺达	0.57	1.34	1.92	2.60	46	20	14	10
300438. SZ	鹏辉能源	0.41	3.38	5.38	7.52	218	26	17	12
301327. SZ	华宝新能	0.10	1.58	2.59	3.65	620	39	24	17
688063. SH	派能科技	0.35	1.98	2.74	3.24	222	39	28	24
688819. SH	天能股份	1.64	1.76	2.03	2.21	17	15	13	12
	平均值	0.98	2.67	3.91	5.24	100	22	15	11
688345. SH	博力威	0.55	1.51	2.71	4.35	104	38	21	13

资料来源：ifind，中邮证券研究所测算，注：可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期

5 风险提示

东盟电动化政策推进不及预期、海外工厂产能释放不及预期、市场竞争加剧、机器人电池业务放量不及预期、锂电原材料价格大幅波动等风险

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	2735	4159	5848	8164	营业收入	48.3%	52.0%	40.6%	39.6%
营业成本	2241	3366	4703	6538	营业利润	144.2%	253.4%	66.0%	56.0%
税金及附加	16	25	37	50	归属于母公司净利润	157.8%	175.3%	80.0%	60.2%
销售费用	83	131	187	257	获利能力				
管理费用	142	216	292	408	毛利率	18.1%	19.1%	19.6%	19.9%
研发费用	146	253	353	485	净利率	2.0%	3.7%	4.7%	5.4%
财务费用	15	2	4	2	ROE	5.0%	12.3%	19.1%	25.2%
资产减值损失	-59	-7	-7	-7	ROIC	5.0%	10.3%	16.4%	22.1%
营业利润	50	178	295	461	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	61.2%	67.0%	70.8%	72.8%
营业外支出	3	10	9	8	流动比率	1.09	1.08	1.09	1.12
利润总额	48	169	287	453	营运能力				
所得税	-6	17	14	16	应收账款周转率	4.81	5.33	4.76	4.87
净利润	54	152	273	437	存货周转率	4.69	5.20	4.81	4.87
归母净利润	56	154	277	444	总资产周转率	0.98	1.24	1.34	1.43
每股收益(元)	0.55	1.51	2.71	4.35	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.55	1.51	2.71	4.35
货币资金	377	194	391	691	每股净资产	10.99	12.27	14.17	17.22
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	598	1133	1566	2130	PE	103.73	37.68	20.93	13.07
预付款项	23	27	40	56	PB	5.17	4.63	4.01	3.30
存货	477	816	1139	1546	现金流量表				
流动资产合计	1668	2486	3544	4968	净利润	54	152	273	437
固定资产	883	927	958	953	折旧和摊销	88	112	122	134
在建工程	68	70	121	196	营运资本变动	130	-248	76	54
无形资产	101	98	94	90	其他	65	24	16	12
非流动资产合计	1234	1323	1401	1468	经营活动现金流净额	339	40	487	636
资产总计	2902	3809	4945	6436	资本开支	-109	-157	-204	-200
短期借款	13	13	13	13	其他	1	-52	2	3
应付票据及应付账款	1225	1907	2707	3713	投资活动现金流净额	-108	-209	-201	-197
其他流动负债	293	384	530	712	股权融资	13	1	0	0
流动负债合计	1531	2304	3250	4438	债务融资	-116	15	0	0
其他	245	249	249	249	其他	9	-28	-89	-139
非流动负债合计	245	249	249	249	筹资活动现金流净额	-94	-13	-89	-139
负债合计	1776	2553	3499	4687	现金及现金等价物净增加额	144	-183	197	300
股本	101	102	102	102					
资本公积金	758	758	758	758					
未分配利润	220	303	456	700					
少数股东权益	5	3	-1	-8					
其他	43	90	131	198					
所有者权益合计	1127	1256	1446	1749					
负债和所有者权益总计	2902	3809	4945	6436					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048