

动力电池盈利改善，下半年放量将持续改善

投资要点

- **事件:** 公司 2025 年 H1 实现营收 281.7 亿元, 同比增长 30.06%, 实现归母净利润 16 亿元, 同比下降 24.9%; 扣非归母净利润为 11.6 亿元, 同比下降 22.8%。根据公司半年报, 剔除股权激励费用和单项坏账计提影响, 公司归母净利润为 22.2 亿元, 同比增长 3.78%, 扣除非经常性损益的利润为 17.7 亿元, 同比增长 18.06%。
- **动力电池出货同比增长 59%, 2025 年上半年盈利能力改善。** 公司电池出货增长较快, 2025 年 H1 公司动力电池出货 21.48GWh, 同比增长 58.58%; 储能电池出货 28.71GWh, 同比增长 37%。根据公司公告, 产能 13.4 亿只, 产能利用率 87.51%, 未来随着产能利用率的提升, 公司销量将进一步随之增长。此外, 公司电池业务盈利能力明显改善, 动力电池业务 2025 年 H1 毛利率为 17.6%, 较去年提升 6.2pp, 主要是因为 Q2 产品交付量快速增长所致。下半年行业需求仍旧强劲, 预计 Q3 出货将延续高增长态势, 公司盈利能力将持续改善。
- **大圆柱等新产品持续推出, 增长动力足。** 公司是国内首家量产并供应 46 系大圆柱电池, 目前已实现装车超过 6 万台, 根据运营数据来看, 单车最长行驶距离超过 23 万公里, 运营稳定。在固态电池方面, 公司成功开发 Ah 级硫化物固态电池, 目前百 MWh 中试线预计在 2025 年投入运行, 预计 2026 年推出 350Wh/kg 和 800Wh/L 高能量密度的全固态电池, 2028 年推出 1000Wh/L 以上的高比能全固态电池, 适配低空经济和人形机器人领域。
- **现金流充足, 海外工厂加速扩建。** 公司 2025 年 H1 实现经营性现金流净额为 23.7 亿元, 同比增长 660.7%。公司在海外均有布局生产基地, 其中马来西亚工厂率先实现量产交付, 其覆盖产品为消费电池、动力电池和储能电池, 在 2025 年 2 月 16 日完成产线调试。储能电池业务预计 2026 年初部分产线实现量产, 支持全球交付, 扩大公司业务交付边界能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.14 元、3.21 元、4.28 元, 对应 PE 分别为 26 倍、17 倍、13 倍。公司海外产能稳健释放, 新型产品持续落地, 产能建设进度加速, 业绩进入兑现期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业需求不及预期的风险、原材料价格或大幅波动的风险、产品价格或降价的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	48614.56	65600.00	86810.00	115320.00
增长率	-0.35%	34.94%	32.33%	32.84%
归属母公司净利润 (百万元)	4075.59	4379.69	6565.47	8764.92
增长率	0.63%	7.46%	49.91%	33.50%
每股收益 EPS (元)	1.99	2.14	3.21	4.28
净资产收益率 ROE	10.30%	10.66%	14.40%	17.09%
PE	28	26	17	13
PB	3.04	2.86	2.57	2.29

数据来源: Wind、西南证券

西南证券研究院

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 王兴网
执业证号: S1250525050002
邮箱: wangxw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.46
流通 A 股(亿股)	18.61
52 周内股价区间(元)	31.33-64.01
总市值(亿元)	1,309.47
总资产(亿元)	1,106.94
每股净资产(元)	18.83

相关研究

1. 亿纬锂能 (300014): 储能快速增长, 期待海外业务推进 (2024-08-25)

目 录

1 全场景锂电池平台企业，巩固行业领先地位 1

2 管理费用增加是因为股权激励费用摊销 2

3 盈利预测 3

4 风险提示 4

图 目 录

图 1：公司业务战略布局.....	1
图 2：公司 2014 年以来营收及增速情况.....	1
图 3：公司 2014 年以来净利润及增速情况	1
图 4：公司销售毛利率和净利率情况.....	2
图 5：公司销售期间费用率情况	2
图 6：2025 年 H1 公司分业务营收情况（亿元）	2
图 7：公司各业务毛利率情况.....	2
图 8：2025 年 H1 公司收入以境内为主.....	3
图 9：2025 年 H1 和 2024 年 H1 销售费用情况.....	3
图 10：2025 年 H1 和 2024 年 H1 管理费用情况	3
图 11：2025 年 H1 和 2024 年 H1 财务费用情况.....	3

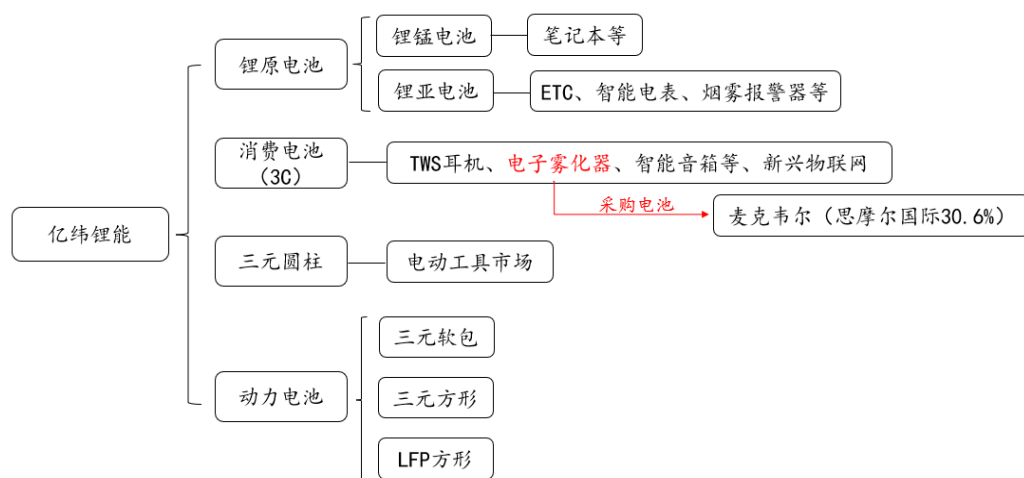
表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率	4
附表：财务预测与估值	5

1 全场景锂电池平台企业，巩固行业领先地位

公司已成锂原电池龙头、动力电池加速布局。公司于 2001 年成立，专注于布局先进技术、采用自动化与信息化的生产方式、2016 年收购国内第二梯队企业孚安特、逐步成长为国际锂原电池的龙头。2010 年进军消费电池领域、2012 年收购德赛聚能布局高端消费电池领域、2014 年公司以 4.39 亿元收购麦克韦尔 50.1% 股权战略布局电子烟、后因麦克韦尔单独上市、公司多次减持至 30.6%。在巩固锂原电池全球龙头地位的同时、加速布局动力电池领域、2015 年开始扩建动力电池产能、多品类布局、后续持续扩建产能。目前公司已经建立覆盖材料、电芯、BMS 系统等的全体系研发平台、在消费电池、动力电池、储能电池三大业务取得行业领先地位。

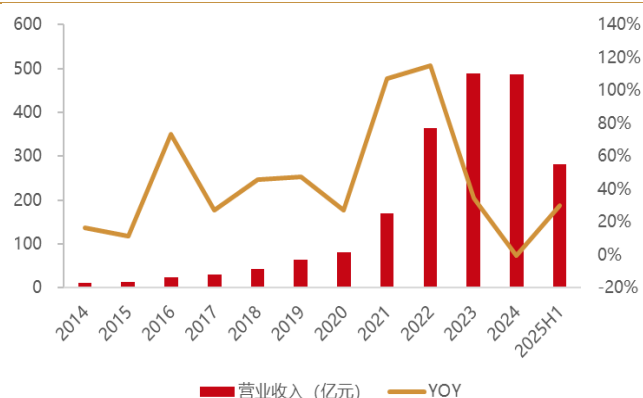
图 1：公司业务战略布局



数据来源：公司公告、公司官网、西南证券整理

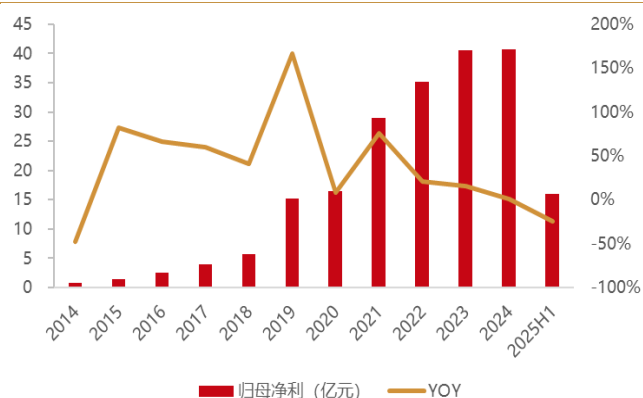
公司过去几年营收和净利润增速均保持高速增长，去年放缓是因为产品价格下降所致。公司近年来收入持续增长，从 2014 年的 12 亿元增长到 2024 年的 486 亿元，年均复合增速达 44.7%，动力电池为主要的贡献力量。公司归母净利同样保持高增长，2024 年为 40.8 亿，2025 年 H1 为 16.05 亿，同比下滑是因为公司计提股权费用所致。

图 2：公司 2014 年以来营收及增速情况



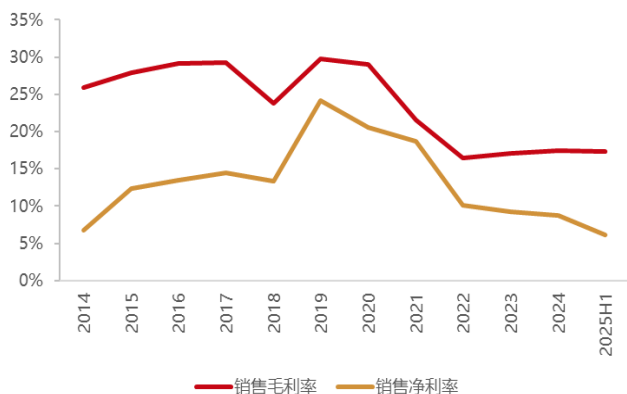
数据来源：Wind、西南证券整理

图 3：公司 2014 年以来净利润及增速情况



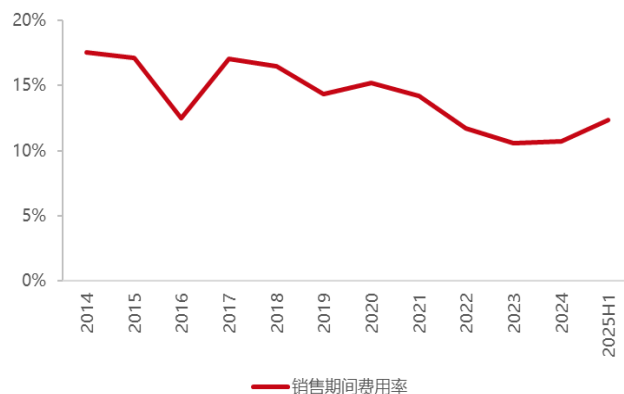
数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：公司销售毛利率和净利率情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 5：公司销售期间费用率情况



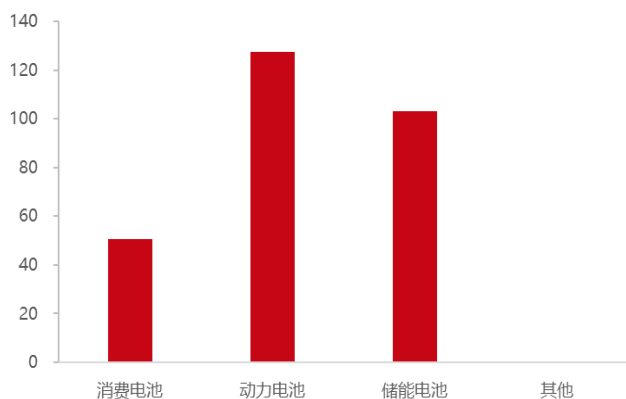
数据来源：Wind、西南证券整理

2 管理费用增加是因为股权激励费用摊销

分业务来看，动力电池和储能电池业务在营收占比最大，其中动力电池业务 2025 年 H1 实现营收 127.48 亿元，为公司第一大业务。毛利率方面，公司有改善，动力电池业务 2025 年 H1 毛利率为 17.6%，较去年提升 6.2pp，盈利能力得到明显改善。

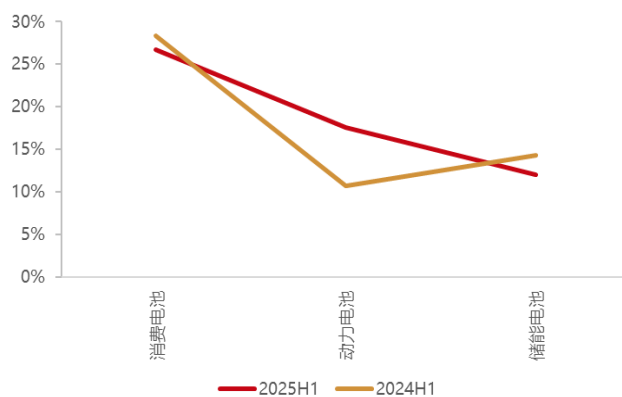
费用端来看，管理费用提升最为明显，2025 年 H1 为 14.47 亿元，较去年同期提升 9.32 亿元，主要是因为股权激励费用摊销和职工薪酬增加所致。

图 6：2025 年 H1 公司分业务营收情况（亿元）



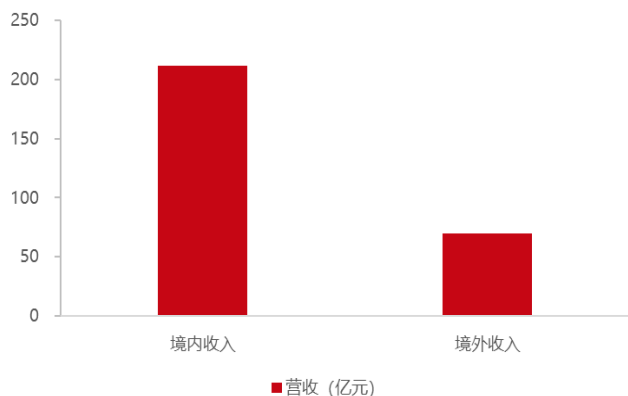
数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：公司各业务毛利率情况



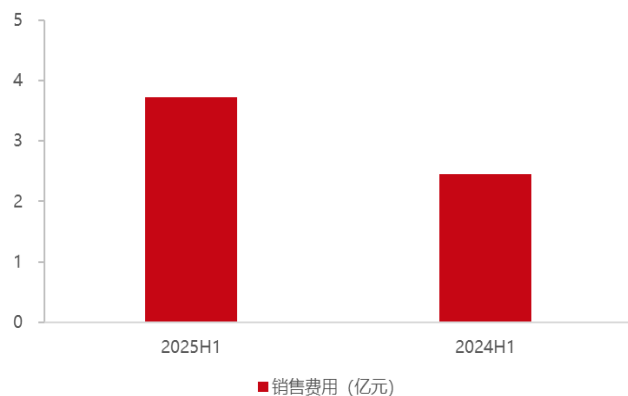
数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：2025 年 H1 公司收入以境内为主



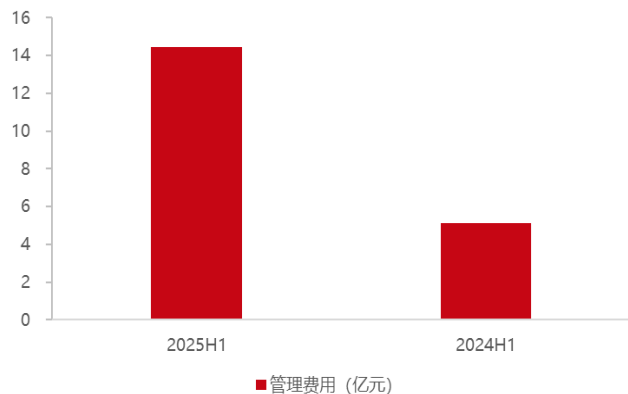
数据来源：Wind、西南证券整理

图 9：2025 年 H1 和 2024 年 H1 销售费用情况



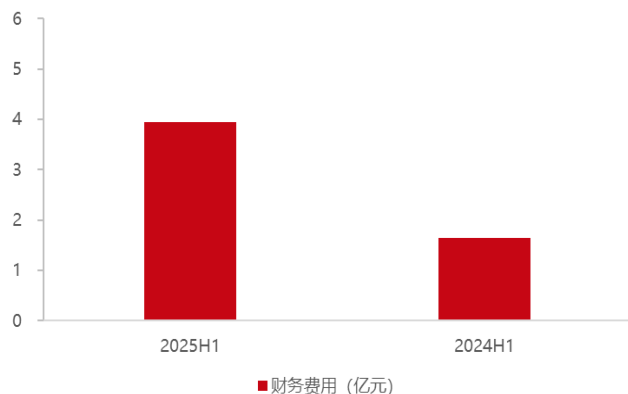
数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：2025 年 H1 和 2024 年 H1 管理费用情况



数据来源：Wind、西南证券整理

图 11：2025 年 H1 和 2024 年 H1 财务费用情况



数据来源：Wind、西南证券整理

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：2025~2027 年公司市占率稳中有升，出货持续增长，预计动力产品出货 40、60、80GWh，储能产品出货 60、80、110GWh；

假设 2：伴随着公司积极降本、原材料价格下降，2025~2027 年动力产品单价分别为 0.6、0.58、0.58 元/Wh，储能产品单价分别为 0.5、0.48、0.48 元/Wh；

假设 3：消费电池业务中锂原电池、小 3C 电池稳定增长，小圆柱电池放量增长，预计 2025-2027 年营收为 115、135、160 亿元。

基于以上假设、我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
消费电池	收入	10322.16	11500	13500	16000
	增速	23.4%	11.4%	17.4%	18.5%
	毛利率	27.6%	27.0%	27.0%	27.5%
动力电池	收入	19167.2	24000.0	34800.0	46400.0
	增速	-20.1%	25.2%	45.0%	33.3%
	毛利率	14.2%	12.0%	12.0%	12.0%
储能电池	收入	19026.9	30000.0	38400.0	52800.0
	增速	16.4%	57.7%	28.0%	37.5%
	毛利率	14.7%	26.0%	26.0%	26.0%
其他	收入	98.2	100.0	110.0	120.0
	增速	0.8%	1.8%	10.0%	9.1%
	毛利率	95.4%	55.0%	55.0%	55.0%
合计	收入	48614.6	65600.0	86810.0	115320.0
	增速	-0.3%	34.9%	32.3%	32.8%
	毛利率	17.4%	21.1%	20.6%	20.6%

数据来源：Wind、西南证券

我们看好公司动力电池及其他业务的长期发展,预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.14 元、3.21 元、4.28 元，对应 PE 分别为 26 倍、17 倍、13 倍。公司海外产能稳健释放，新型产品持续落地，产能建设进度加速，业绩进入兑现期，维持“买入”评级。

4 风险提示

行业需求不及预期的风险，原材料价格或大幅波动的风险，产品价格或降价的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	48614.56	65600.00	86810.00	115320.00	净利润	4221.40	4659.25	6984.54	9324.38
营业成本	40149.21	51760.00	68944.50	91558.00	折旧与摊销	2712.83	3443.41	3443.41	3443.41
营业税金及附加	204.84	276.41	365.78	485.91	财务费用	429.43	840.76	912.97	935.53
销售费用	597.15	656.00	868.10	1153.20	资产减值损失	-48.24	6100.00	5500.00	7000.00
管理费用	1254.14	4067.20	5642.65	6919.20	经营营运资本变动	-1183.65	-4717.67	1046.68	1096.48
财务费用	429.43	840.76	912.97	935.53	其他	-1698.04	-9258.10	-8572.95	-9926.92
资产减值损失	-48.24	6100.00	5500.00	7000.00	经营活动现金流净额	4433.73	1067.64	9314.65	11872.88
投资收益	606.86	3500.00	3500.00	3500.00	资本支出	-4526.57	-10.00	-8000.00	-10000.00
公允价值变动损益	-12.99	-4.61	-4.57	-5.99	其他	-2783.76	3843.90	3495.43	3494.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7310.33	3833.90	-4504.57	-6505.99
营业利润	4696.29	5395.03	8071.42	10762.18	短期借款	115.07	1512.97	413.74	1702.37
其他非经营损益	-58.03	-39.57	-43.21	-44.49	长期借款	3567.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	4638.26	5355.46	8028.21	10717.68	股权融资	-233.66	0.00	0.00	0.00
所得税	416.86	696.21	1043.67	1393.30	支付股利	-1020.38	-2037.79	-2189.85	-3282.74
净利润	4221.40	4659.25	6984.54	9324.38	其他	-1028.84	-6881.58	-912.97	-935.53
少数股东损益	145.82	279.55	419.07	559.46	筹资活动现金流净额	1400.16	-7406.41	-2689.08	-2515.90
归属母公司股东净利润	4075.59	4379.69	6565.47	8764.92	现金流量净额	-1391.50	-2504.86	2121.00	2851.00
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	9064.86	6560.00	8681.00	11532.00	成长能力				
应收和预付款项	16739.93	22558.16	29856.95	39662.33	销售收入增长率	-0.35%	34.94%	32.33%	32.84%
存货	5251.44	6881.97	9295.23	12470.89	营业利润增长率	-3.08%	14.88%	49.61%	33.34%
其他流动资产	6928.45	12399.84	14945.04	18366.24	净利润增长率	-6.61%	10.37%	49.91%	33.50%
长期股权投资	14866.66	14866.66	14866.66	14866.66	EBITDA 增长率	16.94%	23.48%	28.40%	21.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	39625.75	36464.81	41293.87	48122.92	毛利率	17.41%	21.10%	20.58%	20.61%
无形资产和开发支出	2196.76	1958.93	1721.09	1483.25	三费率	4.69%	8.48%	8.55%	7.81%
其他非流动资产	6216.77	6182.14	6147.51	6112.88	净利率	8.68%	7.10%	8.05%	8.09%
资产总计	100890.62	107872.51	126807.35	152617.18	ROE	10.30%	10.66%	14.40%	17.09%
短期借款	1236.05	2749.01	3162.75	4865.12	ROA	4.18%	4.32%	5.51%	6.11%
应付和预收款项	29820.20	38458.15	51223.62	68024.92	ROIC	13.69%	14.29%	18.64%	21.01%
长期借款	17568.76	17568.76	17568.76	17568.76	EBITDA/销售收入	16.12%	14.75%	14.32%	13.13%
其他负债	11266.43	5378.81	6339.74	7604.25	营运能力				
负债合计	59891.44	64154.73	78294.87	98063.05	总资产周转率	0.50	0.63	0.74	0.83
股本	2045.72	2045.72	2045.72	2045.72	固定资产周转率	1.87	2.28	3.40	5.15
资本公积	18328.73	18328.81	18328.81	18328.81	应收账款周转率	3.57	3.97	3.94	3.94
留存收益	17668.34	20010.23	24385.86	29868.04	存货周转率	6.42	8.02	8.13	8.12
归属母公司股东权益	37580.70	40019.74	44395.36	49877.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.99%	—	—	—
少数股东权益	3418.49	3698.04	4117.12	4676.58	资本结构				
股东权益合计	40999.19	43717.78	48512.48	54554.12	资产负债率	59.36%	59.47%	61.74%	64.25%
负债和股东权益合计	100890.62	107872.51	126807.35	152617.18	带息债务/总负债	32.23%	32.45%	27.12%	23.39%
					流动比率	0.95	1.10	1.08	1.05
					速动比率	0.82	0.94	0.92	0.89
					股利支付率	25.04%	46.53%	33.35%	37.45%
					每股指标				
					每股收益	1.99	2.14	3.21	4.28
					每股净资产	18.37	19.56	21.70	24.38
					每股经营现金	2.17	0.52	4.55	5.80
					每股股利	0.50	1.00	1.07	1.60
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	7838.55	9679.19	12427.81	15141.11					
PE	28.04	26.10	17.41	13.04					
PB	3.04	2.86	2.57	2.29					
PS	2.35	1.74	1.32	0.99					
EV/EBITDA	15.34	12.21	9.37	7.61					
股息率	0.89%	1.78%	1.92%	2.87%					

数据来源：Wind、西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn