

电力设备

2026 年 07 月 29 日

博力威

(688345)

——轻型动力再启航，电芯一体化打开成长空间

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

投资要点：

- **E-bike 基本盘企稳修复，海外电摩市场打开新成长空间。**公司深耕轻型动力电池多年，具备定制化电池系统开发能力。欧洲 E-bike 市场经过前期去库存后逐步进入需求企稳、库存下降的修复阶段，有望支撑公司传统优势业务恢复；与此同时，印度、越南、印尼等摩托车大国在政策支持、使用经济性提升及换电基础设施完善的共同推动下，电动两轮车渗透率有望持续提升，非洲高频营运摩托车市场亦加速向“电摩+换电”模式转型。公司已进入 VinFast、Spiro 等头部客户供应体系，客户订单放量有望推动轻型动力业务由欧洲 E-bike 单一驱动转向“欧洲 E-bike 修复+东南亚电摩+非洲换电”多区域增长。
- **家储周期复苏开启，公司深耕海外市场享行业红利。**公司储能产品覆盖户用储能、便携式储能等场景，能够根据客户需求提供电池模组、BMS 及系统集成方案。此前南非电力供应改善及渠道库存调整导致户储需求阶段性回落，但随着南非户储市场需求逐步恢复，叠加北美便携式储能市场高景气度，2025 年公司储能电池收入恢复至约 3.17 亿元，毛利率达到 26.21%，为各主要业务中毛利率最高的板块。随着北美便携式储能头部客户订单释放，储能业务有望成为公司收入增长及利润率修复的重要增量。
- **消费电子电池：传统业务提供稳定底盘，新兴智能终端拓展结构性成长空间。**消费型锂电池行业整体已进入成熟阶段，传统笔记本电脑、智能家居等需求相对稳定，但具身智能、低空经济、专业设备等新兴终端对高倍率、长续航、高安全和复杂工况适应能力提出更高要求，为具备定制化能力的电池企业提供结构性机会。公司长期积累了小批量、多品种、快速响应的产品开发能力，并已与智元创新、逐际动力、云深处、云鲸智能、普渡科技、海柔创新、极智嘉、斯坦德机器人等企业开展合作。
- **定增扩充全极耳大圆柱产能，多技术路线布局强化长期竞争力。**公司拟定增募资建设全极耳大圆柱多场景轻型动力电池项目，进一步提升自有电芯供给能力和“电芯+BMS+PACK”一体化优势，满足电摩、储能及智能机器人等下游需求，并增强在手订单交付保障。
- **首次覆盖，给予“买入”评级：公司为轻型动力锂电池领先企业，电摩、储能与大圆柱电芯持续放量，有望打开多元成长空间。**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.60、3.29、5.19 亿元，同比分别变动 185.9%、106.1%、57.7%，对应 EPS 分别为 1.57、3.23、5.09 元/股。我们考虑公司的主要业务，从而选取蔚蓝电芯、安乃达、英博尔和八方股份作为同行业可比公司，2027 年行业平均 PE 为 22 倍，综合考虑成长性与一定的安全边际，给予公司 2027 年行业平均估值 22 倍，较现有市值有 40.49% 的上涨空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动，东南亚和非洲市场不及预期，机器人电池业务放量不及预期

市场数据：2026 年 07 月 29 日

收盘价 (元)	50.43
一年内最高/最低 (元)	66.80/26.98
市净率	4.4
股息率% (分红/股价)	0.40
流通 A 股市值 (百万元)	5,113
上证指数/深证成指	3,828.47/13,658.44

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2026 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	11.63
资产负债率%	62.60
总股本/流通 A 股 (百万)	102/101
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com

联系人

马天一 A0230525040004
maty@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,735	740	3,838	6,044	8,432
同比增长率 (%)	48.3	19.4	40.3	57.5	39.5
归母净利润 (百万元)	56	28	160	329	519
同比增长率 (%)	-	121.3	185.9	106.1	57.7
每股收益 (元/股)	0.56	0.28	1.57	3.23	5.09
毛利率 (%)	18.1	16.3	19.2	20.4	21.2
ROE (%)	5.0	2.4	12.5	21.3	26.8
市盈率	92		32	16	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级：公司为轻型动力锂电池领先企业，电摩、储能与大圆柱电芯持续放量，有望打开多元成长空间。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.60、3.29、5.19 亿元，同比分别变动 185.9%、106.1%、57.7%，对应 EPS 分别为 1.57、3.23、5.09 元/股。我们考虑公司的主要业务，从而选取蔚蓝电芯、安乃达、英博尔和八方股份作为同行业可比公司，2027 年行业平均 PE 为 22 倍，综合考虑成长性与一定的安全边际，给予公司 2027 年行业平均估值 22 倍，较现有市值有 40.49% 的上涨空间，给予“买入”评级。

关键假设点

预计 2026-2028 年，考虑欧洲 ebike 去库存结束逐步放量和东南亚市场头部客户以及非洲换电市场高景气度，公司轻型车用锂电池收入分别为 20.9 亿、39.7 亿、59.6 亿，消费电子类电池为 8.5 亿、9.9 亿、11.6 亿，储能电池为 4.1 亿、5.4 亿、7.0 亿，锂离子电芯为 1.9 亿、2.4 亿、3.2 亿。

毛利率方面，2026-2028 年公司毛利率分别为 19%、20%、21%，主要业务轻型车用锂电池业务毛利率维持在 21%-23% 左右。

有别于大众的认识

市场担忧公司本轮业绩修复主要来自欧洲 E-bike 补库，需求持续性及成长空间有限。我们认为，欧洲 E-bike 仅构成业务修复的基本盘，本轮增长结构已由欧洲单一市场转向“欧洲 E-bike 修复、东南亚电摩放量、非洲换电渗透”共同驱动。随着 VinFast、Spiro 等客户业务扩张及印尼基地本地化配套，公司增长驱动力有望由阶段性补库逐步转向海外电摩电动化和换电网络扩张，但仍需关注核心客户订单兑现及区域政策节奏。

市场担忧公司仍以定制化 PACK 业务为主，自有电芯盈利能力较弱，难以形成持续壁垒。我们认为，34145 大圆柱电芯的价值不应仅以当前电芯业务毛利率衡量，而在于推动公司由 PACK 供应商向“电芯+BMS+PACK”一体化平台升级。公司 34145 电芯已于 2025 年实现满产满销，并计划将大圆柱产能由约 1.5GWh 提升至约 4.5GWh；若新增产能和下游订单顺利释放，自有电芯有望提升供应稳定性、定制开发效率及系统价值量，强化轻型动力、换电和储能等场景的协同。

股价表现的催化剂

1) 海外电摩与换电客户订单超预期放量。VinFast、Spiro 等客户销量及换电网络扩张若快于预期，将直接拉动公司轻型动力电池出货，并推动业务增长由欧洲 E-bike 修复进一步转向东南亚、非洲新增量。

2) 34145 大圆柱电芯扩产与盈利改善兑现。现有 34145 电芯已满产满销，若定增项目顺利落地、产能利用率和自供率持续提升，有望强化“电芯+BMS+PACK”一体化优势，并带动毛利率及盈利弹性改善。

核心假设风险

原材料价格波动风险，东南亚和非洲市场不及预期风险，机器人电池业务放量不及预期风险

目录

1. 轻型动力电池系统商到“电芯+PACK+BMS”一体化平台	7
1.1 从 PACK 代工到电芯一体化，轻型动力锂电平台逐步成型	7
1.2 业绩拐点兑现：轻型动力修复与大圆柱放量驱动公司增长	8
1.3 核心管理层经验丰富，技术团队筑牢研发底座	9
1.4 股权结构集中稳定，实控人深度绑定公司长期发展	10
2. 电摩：从东南亚与非洲加速渗透，头部客户绑定打开成长空间	11
2.1 印度与东南亚：政策与产品双轮驱动市场	11
2.1.1 政策端：从低渗透导入期走向政策加速期	12
2.1.2 价格端：电动摩托车显著优于燃油摩托车	14
2.1.3 商业模式：换电生态完善，车电分离有望加速东南亚电摩渗透	16
2.2 非洲：以换电为主，公司受益于换电头部 Spiro	18
2.3 公司：电摩拓新增量，头部客户绑定强化成长确定性	21
3. E-bike：库存周期拐点已现，欧洲 E-bike 业务迎来修复	22
3.1 行业：欧洲进入“需求企稳、库存下降、弱复苏”的修复阶段	22
3.2 公司：客户资源深厚，欧洲业务恢复可期	24
4. 储能：家储周期复苏开启，公司深耕海外市场享行业红利	25
4.1 行业：全球户储需求重启，分布式光储打开长期成长空间	25
4.2 公司：海外户储和便携储开始修复增长	26
5. 消费电池：传统 3C 托底，新兴智能终端打开成长空间	28
5.1 行业：产量趋于稳定，结构性机会转向新兴消费终端	28
5.2 公司：定制化模式切入新兴消费电子赛道	30
6. 大圆柱电芯：未来公司新的增长极	31
6.1 圆柱电芯行业：大型化趋势明确，安全新规推动轻型锂电升级	31
6.2 公司电芯：34145 大圆柱满产满销，形成“电芯+BMS+PACK”协同	32
7. 盈利预测	34
8. 风险提示	36

图表目录

图 1：公司持续加注海外业务	7
图 2：公司主要产品	8
图 3：公司收入实现显著修复（亿元，%）	8
图 4：公司归母净利润重回正增长（亿元，%）	8
图 5：公司业务以轻型车用锂离子电池为主	9
图 6：公司产品毛利率有所修复（%）	9
图 7：公司股权集中稳定	10
图 8：印度及东南亚主要国家摩托车销量持续增长	11
图 9：印度稳步放量、越南渗透提速（万辆，%）	11
图 10：泰国电动摩托车销量趋于稳定（万辆，%）	12
图 11：印尼电摩销量政策波动下 2025 年阶段性回落（万辆，%）	12
图 12：VinFast 电摩销量迅速提升（辆，%）	14
图 13：VinFast 电动摩托车电池更换柜	16
图 14：非洲摩托车为核心交通工具	18
图 15：2025 年肯尼亚电动摩托车登记数量突增（辆）	18
图 16：Spiro 自动化换电站	20
图 17：Spiro 人工/半人工换电站	20
图 18：博力威电摩头部客户矩阵	22
图 19：六大核心国家市场的 E-bike 情况（万辆）	23
图 20：2025 年欧洲主要国家 E-bike 销售量（万辆）	23
图 21：德国历年 E-bike 销量（百万辆）	23
图 22：德国各类自行车平均售价小幅降低（欧元）	23
图 23：公司欧洲 E-bike 客户矩阵	24
图 24：Pon bike 的 E-bike	24
图 25：2022-2026 全球新增户储出货量（单位：GWh）	26
图 26：2025 全球户储新增装机地区分布（%）	26
图 27：博力威的北美储能客户矩阵	27
图 28：2025 年博力威储能电池收入修复（亿元，%）	27
图：公司储能电池毛利率逐步修复提升（%）	

图 30：消费电池市场与应用场景分类	28
图 31：国内锂电池和消费型锂电池产量及同比增速（GWh，%）	29
图 32：全球人形机器人电池市场空间预测（万台，亿美元）	29
图 33：公司消费电子产品.....	30
图 34：公司消费电子类电池业务整体稳定（亿元，%）	30
图 35：公司消费类电池毛利率小幅降低（%）	30
图 36：消费电子类电池主要客户	31
图 37：电动两轮车电池安全新标准.....	32
图 38：中国电动二轮车大圆柱锂电池出货量（GWh）	32
表 1：公司管理层和技术团队	10
表 2：公司最新募资情况	11
表 3：印度和东南亚推动电摩相关政策	13
表 4：燃油摩托车价格在 4800-15000 元左右	14
表 5：电动摩托车价格在 5000-11000 元左右	15
表 6：Vinfast 国际市场电摩布局广泛	16
表 7：Vinfast 车电分离模式有利于降低购买门槛.....	17
表 8：卢旺达，埃塞俄比亚电动化相关政策	18
表 9：电动摩托车成本显著低于燃油摩托车	19
表 10：电摩综合成本节省 23%-43%	19
表 11：Spiro 电池空间测算.....	21
表 12：公司轻型动力电池产能规划	22
表 13：公司 E-bike 相关产品研发	25
表 14：系统厂商占据高端，独立 PACK 厂商服务差异化车型	25
表 15：户储工商储市场空间测算	26
表 16：博力威机器人锂电池系统产能梳理.....	31
表 17：34145 圆柱电芯产品参数	33
表 18：全极耳大圆柱电芯具有高安全、低内阻、长寿命、低温的特点	33
表 19：博力威电芯产能梳理	33
表 20：分业务盈利预测	34



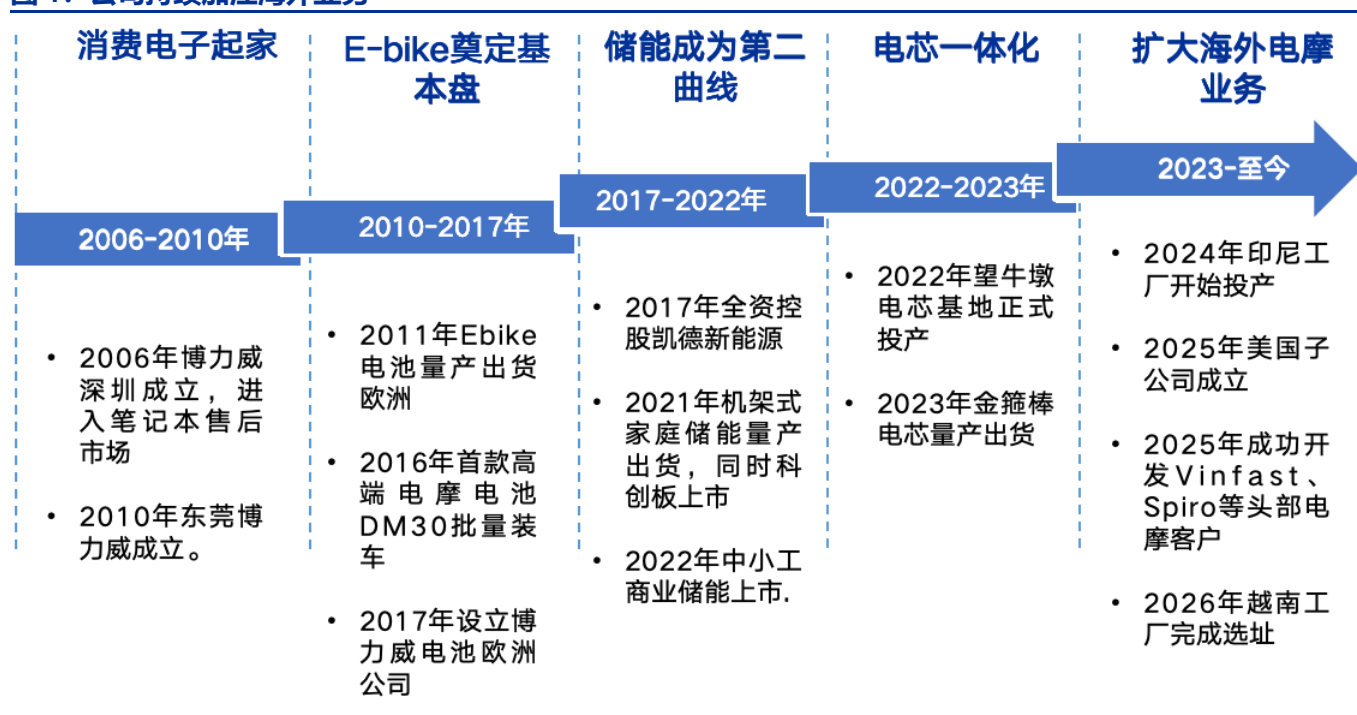
表 21 : 可比公司估值表	35
表 22 : 合并利润表	36
表 23 : 合并现金流量表	37
表 24 : 合并资产负债表	37

1. 轻型动力电池系统商到“电芯+PACK+BMS”一体化平台

1.1 从 PACK 代工到电芯一体化, 轻型动力锂电平台逐步成型

公司从消费电池起步，已逐步发展为覆盖轻型动力、储能、消费类电池，并具备“电芯+BMS+PACK”一体化能力的轻型动力锂电系统供应商。博力威成立于 2010 年，早期以锂离子电池组研发、生产和销售起步，2017 年通过收购凯德新能源向上延伸至锂离子电芯环节，2019 年整体变更为股份有限公司，并于 2021 年登陆科创板；经过多年发展，公司已形成覆盖轻型动力电池、储能电池、消费类电池及锂离子电芯的产品体系，并逐步从传统 PACK 供应商升级为具备“电芯+BMS+PACK”一体化能力的轻型动力锂电系统平台。

图 1：公司持续加注海外业务



资料来源：公司官网、公司公告、申万宏源研究

公司的主要产品包括锂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，其决定着锂离子电池系统的充放电倍率、高低温性能和循环寿命等重要指标，是锂离子电池系统的核心部件之一。

图 2：公司主要产品



资料来源：公司官网、公司公告、申万宏源研究

1.2 业绩拐点兑现：轻型动力修复与大圆柱放量驱动公司增长

2020—2026Q1，博力威业绩经历了“高增长—承压出清—修复反转”的完整周期。

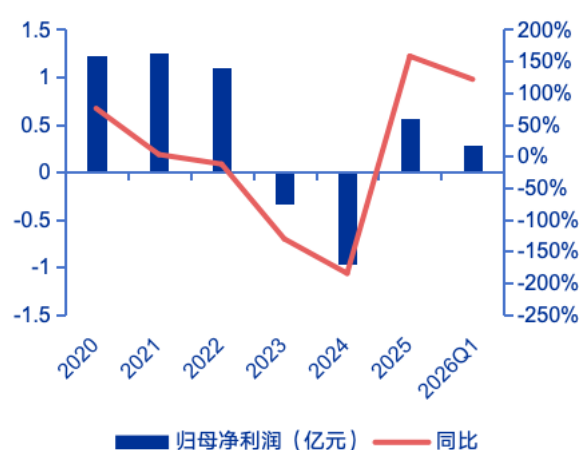
2020—2021 年，公司受益于欧洲 E-bike 需求高景气，营业收入由 14.31 亿元提升至 22.17 亿元，归母净利润维持在 1.2 亿元以上，轻型车用锂离子电池成为核心增长来源；2023—2024 年，公司进入深度出清阶段，欧洲轻型动力去库存持续，南非户储需求回落，大圆柱电芯处于产能爬坡和良率改善期，叠加存货跌价、应收计提及诉讼相关影响，归母净利润分别降至-0.34 亿元和-0.97 亿元。2025 年以来，公司经营明显修复，全年实现营业收入 27.35 亿元，同比增长 48.33%，归母净利润 0.56 亿元，实现扭亏为盈，主要受电动摩托车、电动自行车和储能产品需求恢复带动；2026Q1 公司收入和利润延续改善，反映轻型动力需求回暖、大圆柱电芯自供率提升及客户结构优化开始共同释放经营杠杆。

图 3：公司收入实现显著修复（亿元，%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

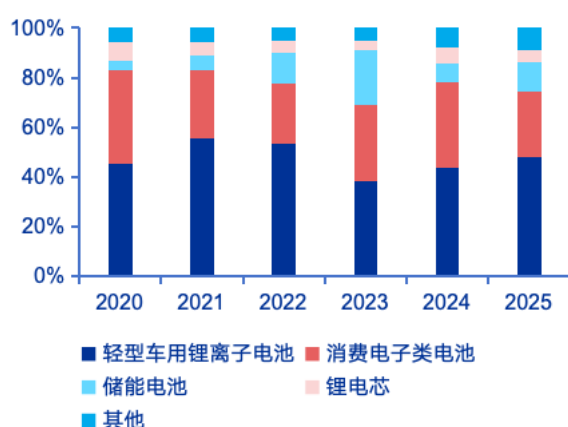
图 4：公司归母净利润重回正增长（亿元，%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

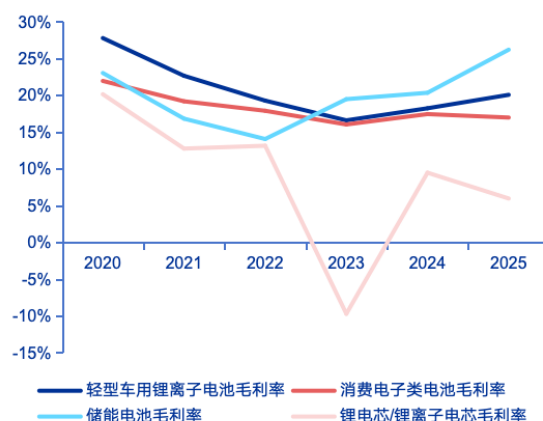
2020—2025 年，博力威产品结构经历了“轻型动力主导—储能阶段性放量—轻型动力修复回归”的变化。2020—2022 年，轻型车用锂离子电池收入由 6.5 亿元提升至 12.3 亿元，收入占比一度超过 50%，公司轻型动力业务为核心增长来源；2023 年，轻型车电池收入回落至 8.6 亿元，而储能电池收入升至 5.0 亿元，占比明显提升。在欧洲轻型车去库存压力下，南非等海外户储需求阶段性放量对收入形成对冲；2024 年，储能收入回落至 1.4 亿元，轻型车收入亦降至 8.0 亿元。2025 年，公司产品结构重新优化，轻型车用锂离子电池收入恢复至 13.1 亿元，储能电池回升至 3.2 亿元，消费电子类电池保持稳健增长，锂电芯收入亦随 34145 大圆柱出货增长而提升。

图 5：公司业务以轻型车用锂离子电池为主



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 6：公司产品毛利率有所修复 (%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

各业务毛利率自 2023 年低点后逐步修复，储能与轻型车电池成为盈利弹性核心。2025 年储能电池毛利率最高，达 26.21%，同比提升 5.86pct；轻型车用锂离子电池毛利率 20.07%，同比提升 1.83pct，连续修复；消费电子类电池毛利率 16.98%，整体较稳；锂电芯毛利率 5.97%，仍处于产能爬坡和成本摊销阶段。整体看，公司收入端仍由轻型车电池主导，但储能修复和大圆柱电芯放量正构成新的增长弹性，毛利率改善主要来自储能电池、轻型车电池等高毛利业务占比提升。

1.3 核心管理层经验丰富，技术团队筑牢研发底座

公司管理层产业经验深厚，核心技术团队稳定。董事长张志平长期从事电池及相关产业技术与管理工作，自 2010 年公司成立以来持续参与经营管理；副董事长刘聪具备富士康及博力威体系内多年管理经验，二人均拥有 20 年以上产业经历，对公司由消费类电池向轻型动力、储能及自有电芯延伸发挥了重要作用。技术团队方面，研发中心总监、产品线总监黄李冲自 2010 年起任职于公司，研发中心高级工程师陈志军自 2015 年加入，核心骨干在公

司任职时间较长，具备持续的产品开发和工程产业化经验；同时，董事郭华军具有冶金与材料领域高校教学科研背景，进一步强化了董事会层面的专业支撑。

表 1：公司管理层和技术团队

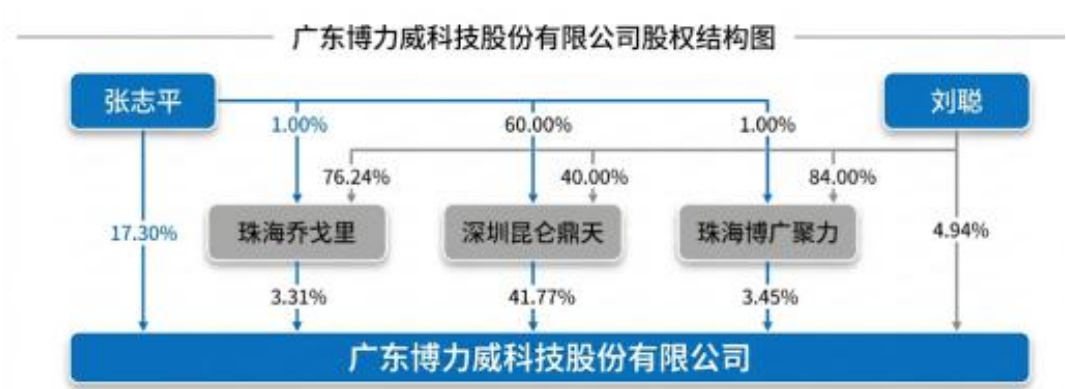
姓名	职务	关键经历
张志平	董事长	历任株洲冶炼集团、台湾量威电池等企业技术及管理岗位；2010 年 4 月至今任公司董事长，2017 年 4 月至今任博力威欧洲董事长，曾兼任公司总经理
刘聪	副董事长	历任富士康、深圳博力威等企业管理岗位；2014 年 4 月至今任博力威新能源董事长，2019 年 12 月至今任公司副董事长
郭华军	非独立董事	历任中南大学冶金科学与工程学院讲师、副教授，冶金与环境学院教授；2023 年 11 月至今任湖南美特新材料科技有限公司外部董事，2024 年 10 月至今任公司非独立董事
王先友	独立董事	历任湘潭大学教授；2025 年 9 月至今任公司独立董事
刘勇	独立董事	历任江西中医学院、深圳安特医疗等单位或企业财务岗位；2025 年 9 月至今任公司独立董事
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
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 月至今任公司研发中心总监、产品线总监
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，历任公司研发中心高级工程师、研发中心副经理等职务

资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.4 股权结构集中稳定，实控人深度绑定公司长期发展

公司股权结构集中且控制权稳定。截至 2025 年末，公司控股股东深圳昆仑鼎天投资有限公司持股 41.77%，实际控制人张志平、刘聪分别直接持股 17.30%、4.94%，同时二人为夫妻关系，并分别持有昆仑鼎天 60%、40%股权；此外，珠海博广聚力、珠海乔戈里分别持股 3.45%、3.31%，亦与实际控制人存在关联关系。整体来看，公司前五大股东合计持股比例较高，控股股东及实际控制人对公司保持较强控制力，股权结构稳定有利于公司围绕轻型动力电池、电芯一体化及海外产能布局等长期战略持续推进。

图 7：公司股权集中稳定



资料来源：公司年报，申万宏源研究

公司募投项目旨在通过构建“锂电芯+电池系统集成”一体化产能，深度布局轻型车、储能等多应用场景，并前瞻布局下一代电池技术。本次募资用于的两个核心项目分别为：1. 全极耳大圆柱多场景轻型动力电池智能制造项目，由全资子公司东莞凯德新能源有限公司实施，总投资 5.19 亿元，建设周期 3 年，落户东莞市望牛墩镇；2.AI 驱动的新能源电池可靠性分析与研发能力提升项目，由公司直接实施，总投资 5207.38 万元，建设周期 2 年，位于东莞市东城街道。另有 1.4 亿元拟用于补充流动资金，以满足公司日常运营及战略发展需求。项目建成后将显著提升公司自有电芯供给能力，扩大电池系统集成业务规模，进一步巩固公司在细分领域的竞争优势。

表 2：公司最新募资情况

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟使用募集资金总额 (亿元)
1	全极耳大圆柱多场景轻型动力电池智能制造项目	5.19 (3 年)	4.63
2	AI 驱动的新能源电池可靠性分析与研发能力提升项目	0.52 (2 年)	0.47
3	补充流动资金	1.4	1.4
合计		7.11	6.50

资料来源：公司公告，申万宏源研究

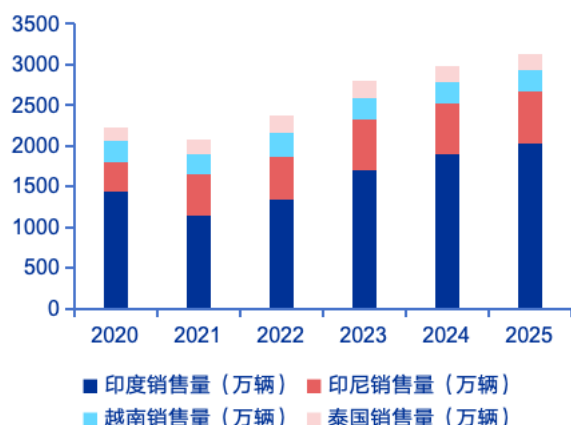
2. 电摩：从东南亚与非洲加速渗透，头部客户绑定打开成长空间

2.1 印度与东南亚：政策与产品双轮驱动市场

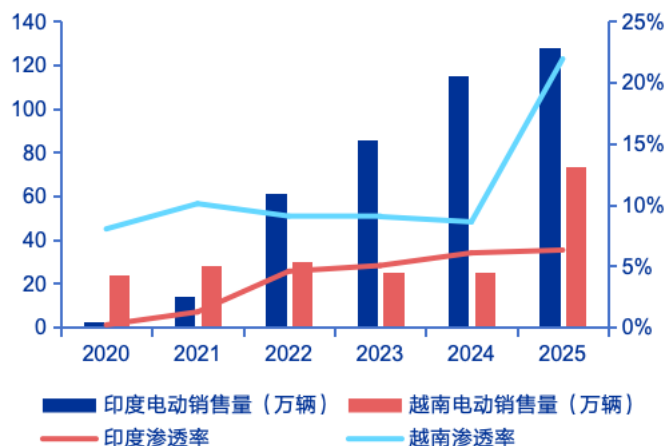
2020-2025 年，印度与东南亚最核心三国（印尼、越南、泰国）摩托车销量从 2232 万辆增长至 3130 万辆。2025 年，印度约 2030 万辆（占比 65%），印尼约 641 万辆（占比 21%），越南约 262 万辆（占比 8%），泰国约 197 万辆（占比 6%）。渗透率方面看，印尼 2025 年全年电动摩托车销量仅有 5.5 万辆，渗透率为 0.86%，印度电摩的渗透率从 2020 年 0.19%到 2025 年 6.3%，越南渗透率从 2020 年 8.03%到 2025 年 21.9%，印度电动两轮车销量由 2020 年的约 3 万辆提升至 2025 年的约 128 万辆，根据 Vahan, Volta Plus 预测，2026 年有望超过 190 万辆；越南市场则呈现更强的阶段性弹性，电动两轮车销量由 2020 年的约 23 万辆提升至 2025 年的约 74 万辆，核心原因在于越南本身摩托车保有量和出行依赖度极高，电动化不需要重新培育两轮车使用场景，而是在既有摩托车社会中完成动力系统替代；同时，VinFast 等本土品牌快速放量、河内等城市推进燃油摩托限制。

图 8：印度及东南亚主要国家摩托车销量持续增长

图 9：印度稳步放量、越南渗透提速（万辆，%）



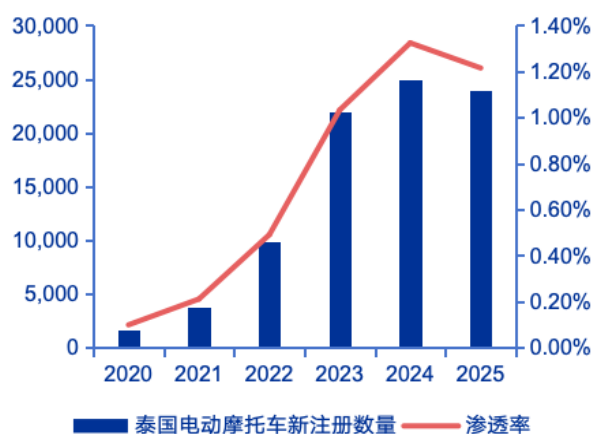
资料来源：FADA, AISI, VAMM, FTI, 申万宏源研究 (换图表)



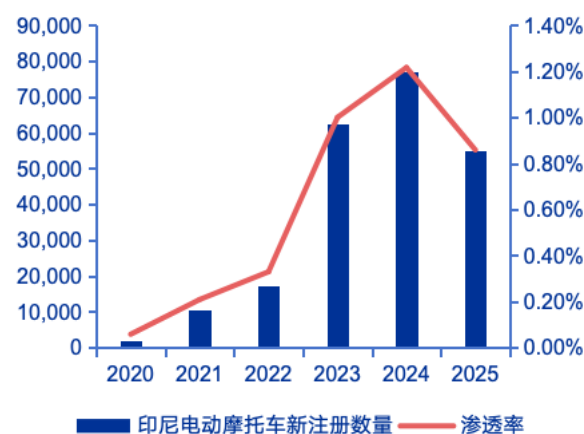
资料来源：Rushlane, AutocarPro, VAMM, ICCT, ETP, InsightEV, VietnamPlus/VNA, 申万宏源研究，注：电动两轮车包含了电动踏板车

图 10：泰国电动摩托车销量趋于稳定 (万辆, %)

图 11：印尼电摩销量政策波动下 2025 年阶段性回落 (万辆, %)



资料来源：DLT, 申万宏源研究



资料来源：AISI, 印尼交通部, 印尼工业部, 申万宏源研究

2.1.1 政策端：从低渗透导入期走向政策加速期

越南：越南两轮车电动化政策正在从“长期绿色交通目标”进入“城市燃油摩托治理+运营场景优先替代”的落地阶段。地方层面，河内政策最具约束意义：2025 年 7 月，越南总理范明政发布指令，要求自 2026 年 7 月起限制燃油摩托和燃油助动车进入河内中心城区，2028 年进一步扩大限制范围，胡志明市则更偏向运营场景切入，胡志明市计划到 2028 年前将 40 万辆燃油摩托替换为电动摩托，并拟自 2026 年起率先禁止网约车和配送场景燃油摩托签约，同时配套低息贷款、税收优惠及低排放区建设。

印度：印度电动两轮车正由“补贴托底”转向“政策延续、油价催化与市场需求共振驱动”，渗透率有望进入加速上行阶段。短期看，PM E-DRIVE 将 e-W 补贴延长至 年

7月31日，仍对销量形成托底；中长期看，ACC 电池 PLI、PLI-Auto 和德里 2028 年新注册两轮车电动化要求，有望推动印度 e-2W 渗透率从当前 6.3%继续上行。随着汽油价格的连续跳涨与消费补贴政策的延期共振，正加速印度两轮车市场的电动化进程。2026 年上半年，印度电动两轮车交付量大增 53%至 970,611 辆，标志着印度电动化转型已从政策驱动迈入市场驱动的关键阶段。

印尼：印尼电动两轮车补贴政策有望重启，政策托底需求修复。印尼曾于 2023 年推出电动摩托车购置补贴，对符合本地化要求的电动摩托车给予每辆 700 万印尼盾补贴。2025 年补贴政策阶段性退出后，市场需求快速降温，电摩销量急剧放缓。目前印尼政府已将新一轮电动车激励纳入经济刺激方案，计划对首批 10 万辆电动摩托车给予每辆 500 万印尼盾补贴，约合人民币 1900 元。电动摩托车激励原计划 6 月推出，目前仍在审议，预计延后一个月，政策落地节点略有延后。新一轮补贴若顺利落地，将有望降低终端购置门槛、修复消费者信心，并带动印尼电动两轮车渗透率重新进入上行通道。

泰国：售价不超过 15 万泰铢、电池容量不低于 3kWh 的电动摩托车，可获得 1 万泰铢/辆补贴，到 2030 年电动摩托车目标产量约 67.5 万辆。

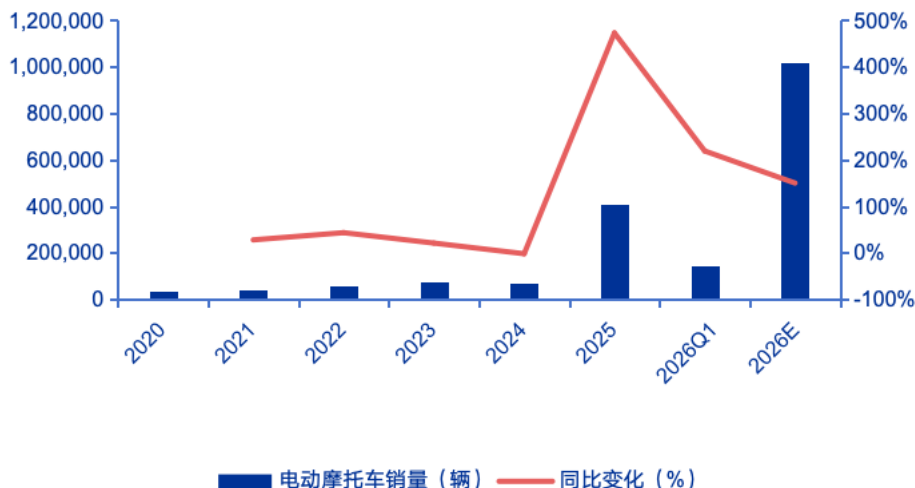
表 3：印度和东南亚推动电摩相关政策

时间	国家	地区/政策	政策内容
2025.7.12	越南	河内中心区域	越南总理范明政发布指令，要求自 2026 年中开始限制燃油摩托进入河内中心城区，到 2026 年 7 月 1 日，一环以内不再允许使用化石燃料的摩托车和轻便摩托车通行，自 2028 年 1 月 1 日起，范围扩大至一环和二环，同时限制燃油私家车，自 2030 年起，进一步扩大至三环以内。
2026.7	越南	胡志明市	提议自 2026 年 1 月起，平台停止与新增燃油摩托骑手签约；此前已经注册的燃油摩托骑手可继续运营，并逐步转换，该方案建议自 2027 年 1 月起，在规定的低排放区高峰时段限制燃油网约摩托；2028 年进一步收紧排放控制；2029 年底全面禁止燃油摩托参与平台运营（目前该方案在征求意见阶段）
2024.9	印度	PM E-DRIVE 启动	PM E-DRIVE 于 2024 年 9 月通知、10 月 1 日实施，原计划至 2026 年 3 月 31 日，e-2w 预算 12.7 亿元，24 年单车补贴最高 714 元，25 年单车补贴最高 357 元。
2024.1.1	泰国	EV 3.5 第二阶段支持政策	自 2024 年 1 月 1 日起生效，政策期为 2024—2027 年。售价不超过 15 万泰铢、电池容量不低于 3kWh 的电动摩托车，可获得 1 万泰铢/辆补贴。
2026.5	印尼	重启新一轮电动摩托车补贴 500 万印尼盾/辆	2026 年 5 月，印尼政府表示准备对 10 万辆电动摩托车提供补贴，每辆约 500 万印尼盾（1900 元），不过仍在审议，推出时间延后。
2021.1	印尼	2030 年目标	印尼政府提出到 2030 年发展 1300 万辆电动摩托车、200 万辆电动汽车的目标。

资料来源：越南政府，河内市政府，胡志明市政府，泰国投资促进委员会，泰国政府 PRD，印尼财政部，ESDM，申万宏源研究，注：印尼 2030 目标在 2024 仍再次强调

政策发布后，产业端已有明显响应，VinFast 2025 年电动摩托车销量达 40.6 万辆，同比大幅增长 473%，预计 2026 年全年销售为 102 万辆。

图 12: VinFast 电摩销量迅速提升 (辆, %)



资料来源：Vinfast，申万宏源研究

2.1.2 价格端：电动摩托车显著优于燃油摩托车

电动两轮车性价比优势逐步显现，购置价接近燃油车、使用成本显著更低。

购置端看：越南 VinFast Evo、Evo Lite、Feliz II 等车型价格约 0.44–0.79 万元，与 Honda Wave Alpha、Vision、Vario 125 等主流燃油车型 0.48–1.07 万元基本重合；印度 Bajaj Chetak 3001、Ola S1 X+ 等电摩价格约 0.72–0.94 万元，略高于 Hero、TVS 等 110–125cc 燃油通勤车 0.52–0.63 万元的区间。

产品端看：主流电摩续航已基本覆盖城市通勤需求，VinFast Evo 双电池续航 165km，Feliz II/Viper 双电池续航 156km，Bajaj Chetak 3001 续航 127km，Ola S1 X+ 5.2kWh 版本续航 320km，已不再局限于低速短途代步。

使用端看：电摩能源成本优势更为突出，按越南电价折合约 0.63 元/kWh、汽油价格约 5.92 元/L 测算，主流电摩百公里电费约 1.1–1.3 元，而燃油摩托百公里油费约 10.2–12.8 元；按印度电价约 0.58 元/kWh、新德里汽油价格约 7.36 元/L 测算，Ola/Bajaj 电摩百公里电费约 0.9–1.4 元，而主流燃油车型百公里油费约 8.8–11.3 元。在价格带接近、续航能力提升和日常使用成本显著更低的共同作用下，电动两轮车的替代正从单纯政策补贴驱动，逐步转向产品性价比驱动。

表 4: 燃油摩托车价格在 4800-15000 元左右

品牌	车型	价格 (元)	排量	百公里油耗/里程	油箱容量	续航测算
Honda	Wave Alpha	,	.cc	.L/km	.L	km

品牌	车型	价格 (元)	排量	百公里油耗/里程	油箱容量	续航测算
Honda	Vision 标准版	8,094	109.5cc	1.82L/100km	4.8L	264km
Honda	Vario 125 特别版	10,657	125cc	2.16L/100km	5.5L	255km
Honda	Air Blade 125 特别版	11,215	124.8cc	2.12L/100km	4.4L	208km
Honda	SH mode 125 标准版	14,769	124.8/124.9cc	2.10–2.12L/100km	5.5–5.6L	264–267km
Hero	Glamour X 125	6,319	124.7cc	1.54L/100km	10L	650km
TVS	Star City+	5,198	109.7cc	1.20L/100km	10L	831km
TVS	Raider 125	5,965	124.8cc	1.39L/100km	10L	719km

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 5：电动摩托车价格在 5000-11000 元左右

品牌	车型	市场	不含电池 / 租电池 版价 (元)	含电池买断版 价 (元)	带电量	续航	最高时速	电机额定 功率	电机峰值功 率
VinFast	Evo	越南	5,168	6,618 (含 1 块电池)	单块 1.5kWh; 双电 池约 3.0kWh	双电池 165km	70km/h	—	2.45kW
VinFast	Evo Lite	越南	4,395	5,843	单块 1.5kWh; 双电 池约 3.0kWh	134km/262 km	49km/h	—	2.3–2.45kW
VinFast	Feliz II	越南	6,438	7,885 (含 1 块电池)	单块 1.5kWh; 双电 池约 3.0kWh	单电池约 82km; 双电 池约 156km	70km/h	1.8kW	3.0kW
VinFast	Viper	越南	10,315	11,763 (含 1 块电池)	单块 1.5kWh; 双电 池约 3.0kWh	双电池约 156km	70km/h	—	3.0kW
Bajaj	Chetak 3001	印度	—	7,204–7,998	3.0kWh	127km	62–70km/h	—	3.1kW
Ola	S1 X+ 4kWh	印度	—	8,123	4.0kWh	242km	125km/h	—	11kW
Ola	S1 X+ 5.2kWh	印度	—	9,366	5.2kWh	320km	125km/h	—	11kW
雅迪	Osta / Osta P	越南	—	H+约 7,107–7,495 元; p 约 8,271–8,788 元	3.24kWh	180km, Osta P/高配 口径; H+口 径约 120km	63km/h	1.5kW	2.75kW
雅迪	Voltguard P-L	越南	—	7,236 元		120km	60km/h	1.5kW	2.8kW
雅迪	Velax H Plus	越南	—	10,080 元	3.24kWh	163km	68km/h	2.0kW	3.05kW

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.1.3 商业模式：换电生态完善，车电分离有望加速东南亚电摩渗透

VinFast 正在从单纯电摩销售向“车电分离+换电网络+B 端高频运营”模式升级。

VinFast 计划在越南建设 15 万个两轮车换电站/换电点；2025 年 10 月先安装 1000 个，2025 年底安装了 4500 个，2028 年目标 15 万个。目前印度和东南亚企业暂未推出电摩换电模式，除越南市场外，Vinfast 于 2026 年开启国际市场电摩业务布局，将菲律宾、印尼、印度、泰国、马来西亚列为 2026 年电动两轮车海外扩张的五个重点国际市场。

VinFast 在菲律宾推出换电电摩预订，车辆可选电池订阅或含电池购买；每块电池月租费 48.5 元，换电费 3.9 元/块/次；与 V-Green 合作铺设换电站。

VinFast 在印尼推出 Evo、Feliz II、Viper 三款可换电车型，提供“电池订阅/换电/含电池购买”多种模式；首批交付预计 2026 年 6 月开始。

图 13：VinFast 电动摩托车电池更换柜



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 6：Vinfast 国际市场电摩布局广泛

国家	官方规划/定位	上市/预订时间	当前进展
菲律宾	VinFast 明确称菲律宾是其全球电摩扩张的首个战略市场	2026 年 6 月 10 日-7 月 18 日开启早鸟预订；2026 年 7 月起预计开始首批交付。	2026 年 4 月已与 14 家电摩经销商签署 MoU，支持 6 月产品上市；渠道覆盖马尼拉都会区、达沃、宿务、Rizal、Laguna、Cavite、Batangas、Bulacan 等区域；公司还提出近期在菲律宾部署约 3 万个换电站。
印尼	印尼被 VinFast 定位为东南亚最大且最具战略价值的两轮车市场之一，是其国际电摩扩张的重要落点。	2026 年 5 月 20 日-6 月 20 日开启早鸟预订；2026 年 6 月起预计开始首批交付。	2026 年 2 月正式宣布进入印尼电摩市场，并与 K3、Citra Abadi Sedaya、PT Bevos Auto Mandiri 等首批战略经销商签署 MoU；3 月又新增 6 家电摩经销商；Q2/2026 起在 Jabodetabek 推进渠道，并计划拓展至全国。
印度	VinFast 同时把印度作为本地制造和多品类电动化的重要基地。	-	2025 年 12 月 VinFast 与泰米尔纳德邦政府签署 MoU，拟在 Thoothukudi 现有基地旁新增约 200 公顷土地；第二阶段拟投资 5 亿美元，建设电动巴士和电动两轮车生产线。印度官网截至目前主要展示乘用车、经销商和金融服务进展，未显示电摩正式预订入口。

国家	官方规划/定位	上市/预订时间	当前进展
泰国	VinFast 早在 2024 年已在泰国车展展示电动滑板车，并签约经销商。	-	2024 年曼谷车展期间，VinFast 展示 Evo200、Evo200 Lite、Feliz S、Klara S、Vento S、Theon S 等电动滑板车，并与 15 家泰国经销商签署合作，计划销售电动汽车及电动滑板车；但 2026 年官方电摩落地进展暂无进一步披露。
马来西亚	-	-	目前公开官方资料主要停留在“2026 年重点市场”层面，未看到 VinFast 官方发布马来西亚电摩经销商签约、预订开启、价格或交付安排。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

VinFast 车电分离模式的核心在于用较低裸车价降低首次购置门槛，同时通过电池租赁与换电费用将电池成本运营化。以越南市场为例，Evo/Evo Lite/Feliz II/Viper 裸车售价约 4,395–10,315 元，含 1 块电池售价较裸车价高约 1,448–1,450 元，即单 1.5kWh LFP 电池隐含购买成本约 1,450 元；若选择租电，单块电池月租仅 45 元/月、双块电池 78 元/月，单次换电费约 2.3 元/次，但直至 2028 年 6 月底前，Vinfast 都提供免费换电，免收换电费（优惠上限为每车每月最多 20 次换电）。VinFast 官网披露，Evo、Feliz II、Viper 均采用座桶下双电池仓设计，单块电池容量 1.5kWh、最多搭载两块，双电池续航分别可达 Evo 165km、Feliz II/Viper 156km，并支持家庭充电或换电柜换电；VinFast 公司同时规划在越南 34 个省市铺设 4.5 万个换电柜，以提升补能便利性。

表 7：Vinfast 车电分离模式有利于降低购买门槛

品牌	车型	不含电池 售价 (元)	含 1 块 电池买断 价 (元)	单块电池 月租 (元/ 月)	双块电池 月租 (元/ 月)	单块电池 单次换电 费 (元/ 次)	1 块电池 续航 (km)	2 块电池 续航 (km)	电池口径
VinFast	Evo	5,168	6,618	45	78	2.3	85	165	单块 1.5kWh；最多可装 2 块，合计约 3.0kWh
VinFast	Evo Lite	4,395	5,843	45	78	2.3	85	165	单块 1.5kWh；最多可装 2 块，合计约 3.0kWh
VinFast	Feliz II	6,438	7,885	45	78	2.3	82	156	单块 1.5kWh；最多可装 2 块，合计约 3.0kWh
VinFast	Viper	10,315	11,763	45	78	2.3	82	156	单块 1.5kWh；最多可装 2 块，合计约 3.0kWh

资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司向 VinFast 交付小批量电池，用于换电模式市场验证，并计划年内实现稳定出货，合作已从客户开发进入实质供货验证阶段。需求端看，VinFast 2026 年围绕 Evo、Feliz II、Viper 等换电车型加速铺设电摩换电生态，越南本土规划建设大规模换电柜，并将换电电摩复制至印尼、菲律宾等东南亚市场；其 2026 年两轮车交付目标至少为 2025 年的 2.5 倍，对上游轻型动力电池形成较强拉动。博力威印尼工厂已投产、越南工厂推进筹建，有望贴近

VinFast 东南亚本土化供应链，若后续市场验证顺利并进入稳定批量供货，VinFast 有望成为公司轻型车用锂电池业务的重要增量客户。

2.2 非洲：以换电为主，公司受益于换电头部 Spiro

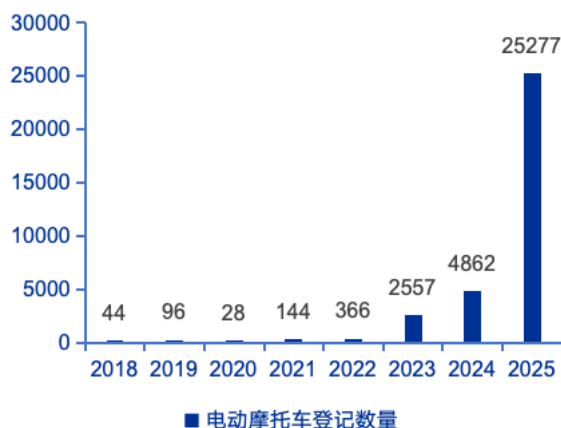
非洲是全球电动摩托车增速最快的新兴区域之一。非洲大陆接近 3000 万辆摩托车用于商用，其中接近 99% 仍为燃油摩托；大部份摩托车是很多非洲国家客运和小件货运系统的“心跳”。部分车辆每天运行长达 10 小时、日行驶数百公里；骑手一年燃油支出往往超过一辆新摩托车成本。根据 IEA《Global EV Outlook 2026》，非洲电动两轮车销量已由 2020 年不足 1,000 辆快速增长至 2025 年约 7 万辆，五年增长超过 70 倍，其中肯尼亚电摩登记量从 2018 年 44 辆到 2025 年的 2.5 万辆。

图 14：非洲摩托车为核心交通工具



资料来源：《THE WHEELS OF CHANGE》，申万宏源研究

图 15：2025 年肯尼亚电动摩托车登记数量突增（辆）



资料来源：肯尼亚国家统计局，申万宏源研究

政策方面：卢旺达、埃塞俄比亚推出不同程度的燃油摩托禁令。卢旺达采取“场景端强制”，自 2025 年 1 月起基加利新增公共交通用途摩托车仅注册电动摩托车，直接推动 moto-taxi 这一高频营运场景电动化；埃塞俄比亚采取“进口端强制”，2024 年起禁止进口汽油和柴油内燃机车辆，并通过充电基础设施建设要求和进口商/组装商建站义务补齐配套，2025 年埃塞俄比亚进一步将燃油车进口禁令扩展至 SKD/CKD 套件，核心在于封堵“零部件进口、本地组装”的规避路径。

表 8：卢旺达，埃塞俄比亚电动化相关政策

国家	生效/实施时间	强制性政策	适用范围	政策力度	配套措施/目标
卢旺达	2025 年 1 月起	基加利停止注册新的燃油摩托车出租车，新增商用摩托车注册仅限电动摩托车	基加利市 moto-taxi 已注册燃油摩托车可继续运营，后续自然淘汰	属于“新注册端强制电动化”，不是立即禁止存量燃油摩托车上路	项目目标到 2030 年前部署 64,755 辆电动摩托车，并通过补贴、信用增级等金融工具降低购置门槛

国家	生效/实施时间	强制性政策	适用范围	政策力度	配套措施/目标
埃塞俄比亚	2024 年 1 月 29 日宣布，2024 年起实施	禁止进口汽油和柴油内燃机车辆，推动转向电动车	全国进口端	属于“进口端强制电动化”，即不再允许新增进口燃油车进入市场	政策目标主要是降低燃油进口和外汇压力，并减少空气污染；
埃塞俄比亚	2025–2030 年，已生效	国家电动出行战略与实施计划，强制充电基础设施建设	全国充电网络、道路沿线、亚的斯亚贝巴及地方区域	属于“基础设施强制建设/准入配套”	IEA 披露，该战略要求到 2030 年建设亚的斯亚贝巴 1,176 个可靠充电中心、地方区域 1,054 个充电中心；高速公路两侧每 50km 设置充电站，重卡/公交每 120km 设置快充站
埃塞俄比亚	2024 年 12 月 EVCS Directive No.1034/2024 后推进	进口商/组装商进入市场需建设充电站	车辆进口商、组装商、公共充电运营商	属于“市场准入强制条件”	美国商务部国际贸易署披露，埃塞俄比亚《Electric Vehicle Charging System Directive No.1034/2024》要求车辆进口商和组装商将建设充电站作为市场准入条件，公共充电运营商需取得许可

资料来源：Mitigation Action Facility，MININFRA，Climate Change Laws of the World，IEA，申万宏源研究

成本方面：按最新能源价格重算，东非五国电动车百公里电费约 0.38–4.11 元，显著低于燃油车百公里油费 12.87–24.57 元。其中埃塞俄比亚因电价极低，百公里电费仅约 0.38 元，使用成本优势最突出；肯尼亚电价相对较高，但电动车百公里能耗成本仍仅为燃油车约 20%。整体看，东非市场高油价与相对低电价共同强化了电动化经济性，尤其适合出租车、网约车、配送等高频运营场景。

表 9：电动摩托车成本显著低于燃油摩托车

国家	汽油价格 (美元/L)	工商业电价 (美元/kWh)	燃油摩托成本 (元/100km)	电动摩托电费 (元/100km)	电费/油费	电动摩托节省比例
埃塞俄比亚	1.053	0.016	12.87	0.38	2.97%	97.03%
肯尼亚	1.644	0.172	20.10	4.11	20.45%	79.55%
卢旺达	2.01	0.089	24.57	2.13	8.65%	91.35%
坦桑尼亚	1.51	0.09	18.46	2.15	11.65%	88.35%
乌干达	1.687	0.104	20.62	2.48	12.05%	87.95%

资料来源：ICCT，IEA，GlobalPetrolPrices，申万宏源研究

根据 IFC，当地燃油摩托车骑手每年油费约 2000 美元，采用电摩后每年能节省约 700 美元，成本降低三分之一。Spiro 表示，使用其电动摩托车的骑手可以节省高达 40% 的日常交通成本，与传统的汽油动力摩托车相比，每天最多可节省 2 美元。根据我们测算，肯尼亚骑手在选择 Spiro 的电动摩托车情况下可以节省成本约 23%-43%。

表 10：电摩综合成本节省 23%-43%

测算	
肯尼亚汽油价格	11.2 元/L
燃油摩托日油费	24.6–31.6 元/天
对应百公里油耗	约 . –.L/km

测算	
Spiro 单次换电价格	15.2 元/次
单块电池续航	80km
理论日换电次数	1.25 次/天
理论日换电费用	19 元/天
骑手实际日换电/用电成本	21.0 元/天
维护成本差额	2.6-5.2 元/天
综合日运营成本：燃油摩托	27.2-36.8 元/天
综合日运营成本：Spiro 换电电摩	21 元/天
综合成本节省	23%-43%

资料来源：EPRA, Business Daily, 申万宏源研究，注：汇率采用 1 元≈19.05 肯尼亚先令，1 美元=6.7910 元人民币，维护成本差额为假设，假设骑手实际换电 21 元/天，百公里油耗：约 2.2-2.8 L/100km

非洲电摩换电站以“低成本、快铺设”的人工/半人工模式为主，智能换电站更多用于核心城市和头部企业示范网络。当前非洲电摩换电主要服务摩托出租车，配送等高频营运场景，补能效率直接影响骑手接单时长，因此换电相较慢充更具适配性。站点形态上，Spiro 已明确披露其换电站包括自动化换电站和人工换电站两类，其中自动化站点强调秒级/分钟级自助换电，人工站点则提供现场协助和运营支持。

从经济性看，非洲市场人工成本较低，人工/半人工换电站可减少自动化柜体、机械臂、复杂识别系统和高标准土建投入，单站投资强度显著低于全自动智能换电站，更适合在早期市场快速铺设网点。同时考虑到非洲电摩换电生态仍偏封闭，车辆、电池和换电网络往往绑定在同一品牌体系内，头部企业具备较强“先铺站、锁骑手、建生态”的动机。根据 AP 对肯尼亚电摩市场的报道，当前垂直一体化系统下，不同品牌车辆和电池通常难以互通，骑手已经开始呼吁更开放、更灵活的换电网络。

图 16: Spiro 自动化换电站



图 17: Spiro 人工/半人工换电站



资料来源：《THE WHEELS OF CHANGE》，申万宏源研究

资料来源：肯尼亚国家统计局，申万宏源研究

博力威与 Spiro 合作有望受益于非洲电摩换电生态放量。博力威已披露与 Spiro 保持多年合作,而 Spiro 作为非洲最大的电动摩托和换电运营商之一,已部署超 10 万辆电动车、2500 个换电站并完成超 3000 万次换电, 2026 年进一步获得 2.15 亿美元融资用于扩张换电网络、本地制造和新市场开拓, 随着 Spiro 的电摩业务规模不断扩大, 公司在非洲电摩市场也有望迎来可观的增长空间。据此我们做出测算, 预计 2026-2028 电池空间有 4.41 亿-14.69 亿。

表 11: Spiro 电池空间测算

	2026E	2027E	2028E
电池价格 (元/KWh)	720	720	720
spiro 新增电车数量 (万辆)	15	30	50
单车电池容量 (kwh)	3.4	3.4	3.4
换电运营备用电池 (套)	1.2	1.2	1.2
单车电池需求: 含换电备用	4.08	4.08	4.08
电池空间 (亿元)	4.41	8.81	14.69

资料来源: BNEF, Electrek, CleanTechnica, Spiro 官网, FT, 申万宏源研究

2.3 公司：电摩托新增量，头部客户绑定强化成长确定性

海外电摩客户放量有望打开公司轻型动力电池新增量。东南亚各国政策的支持和燃油摩托成本的上升, 电摩成本显著低于燃摩, 非洲 B 端摩的、外卖等高频使用场景加速电动化, 公司在电摩电池及换电电池包领域的成长空间有望进一步打开。**头部客户绑定提升公司成长确定性。**公司已构建与海外电摩头部 VinFast、SPIRO, 国内锂电两轮车头部九号、小牛, 越野电摩头部虬龙、探骊, 国内两轮换电头部小哈、安达, 以及电动自行车头部 Pon Bike、Manufacture Française、嘉宏等客户的长期稳定合作关系。

需求扩张与客户放量驱动产能前瞻布局, 轻型动力业务进入扩产兑现期。东南亚、非洲电摩和换电市场放量, 公司同步推进境内扩产与海外本地化制造, IPO 轻型车用锂离子电池项目已于 2025 年 4 月达到预定可使用状态, 新增产能仍处于爬坡释放阶段; 同时, 公司拟通过新一轮募投新增约 4.3GWh/年轻型车用锂离子电池产能, 重点服务现有客户需求增长和新市场拓展。海外方面, 印尼生产基地已经落地, 并筹备越南、欧洲生产基地, 有望进一步缩短对 VinFast、SPIRO 等海外客户的交付半径, 强化规模化供货及全球供应链响应能力。

图 18：博力威电摩头部客户矩阵



资料来源：公司年报，各公司官网，申万宏源研究

表 12：公司轻型动力电池产能规划

阶段	地点/项目	产能或产量	当前进度
原有产线	东莞	历史设计产能约 102.9 万组 /年	正常生产
IPO 扩产	东莞同沙及望牛墩相关场地	新增设计产能约 157.5 万组 /年	2025 年 4 月投用，仍在爬坡
境内现有产能测算	东莞合计	理论产能约 2.13GWh	尚未完全释放
印尼 PACK 基地	印度尼西亚	未公开具体产能	2024 年 11 月落地，制造主体已经纳入合并范围
新一轮募投	境内，轻型车动力电池系统项目	合计约 4.3GWh/年	拟建，预计 T+5 完全达产
越南、欧洲基地	越南、欧洲	未披露	筹备阶段

资料来源：公司公告，招股说明书，申万宏源研究

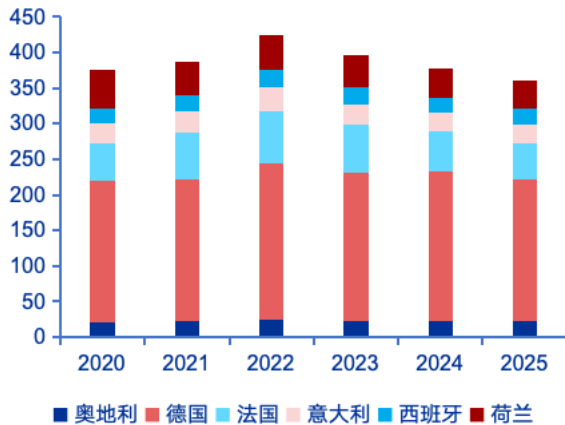
3. E-bike：库存周期拐点已现，欧洲 E-bike 业务迎来修复

3.1 行业：欧洲进入“需求企稳、库存下降、弱复苏”的修复阶段

欧洲 E-bike 市场进入“需求企稳、库存下降、弱复苏”的修复阶段。疫情期间，欧洲居民出行方式变化、公共交通替代需求提升和绿色出行政策共同推动 E-bike 需求增长，产业链一度出现渠道加库存和供给扩张；但随着消费场景正常化、通胀压制居民可选消费、终端需求放缓，2022 年后欧洲 E-bike 进入去库存周期，整车厂、渠道商和零部件供应商普遍面临高库存、折价销售和盈利承压。进入 2025 年后，行业边际变化开始转向积极：德国作为欧洲最大 E-bike 市场，销量仍稳定在约 万辆中枢附近，说明核心市场需求并未继

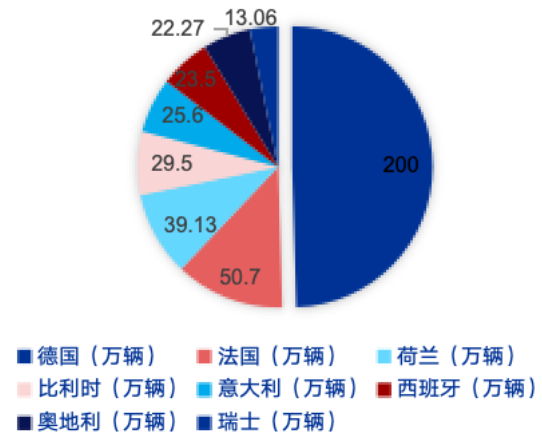
续塌陷；Shimano 自行车零部件业务 2025 年收入亦恢复同比增长，并披露欧洲整车零售表现稳健、库存调整逐步推进，反映产业链订单和终端需求均出现修复信号。

图 19：六大核心国家市场的 E-bike 情况（万辆）



资料来源：Bike Europe，申万宏源研究，注：六大核心国为奥地利、德国、法国、意大利、西班牙、荷兰

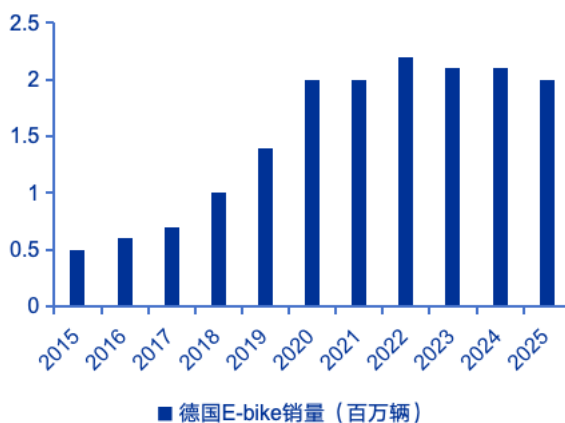
图 20：2025 年欧洲主要国家 E-bike 销售量（万辆）



资料来源：ZIV，unionsportcycle，bikeeurope，洛梵狄，申万宏源研究

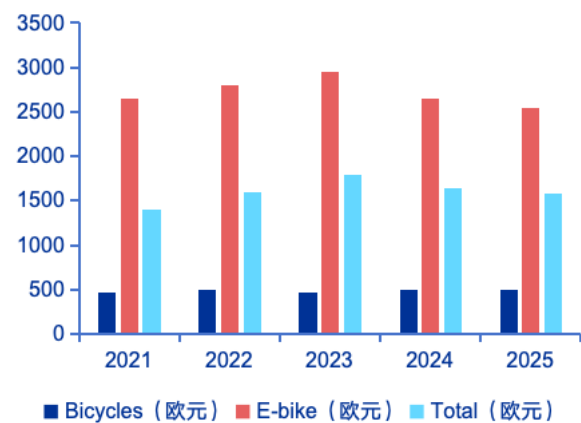
欧洲市场我们以德国为代表，德国 E-bike 市场目前销量高位企稳、价格有所回落、去库存持续进行。德国是欧洲 E-bike 的核心市场，ZIV（德国自行车工业协会）披露，2025 年德国自行车及 E-bike 总销量约 380 万辆，同比下降 3.9%；其中 E-bike 市占率仍达 52.7%，销量约 200 万辆，说明德国 E-bike 需求并未塌陷，而是在高基数上小幅修正。清库存阶段，打折促销是行业最常见的手段。这一点也体现在 E-bike 平均售价上，2025 年德国 E-bike 平均售价为 2550 欧元，比去年低了 100 欧元。同期德国自行车及 E-bike 销售额为 58.5 亿欧元，同比下降 7.7%，主要受折扣导致产品单价下降影响；ZIV 还披露，德国 E-bike 社会保有量已超过 1700 万辆，显著高于德国约 200 万辆电动车保有量，证明 E-bike 已成为德国电动出行的重要形态。同时，ZIV 明确指出，零售和产业链仍在消化此前偏高库存，预计库存将逐步回归正常水平。

图 21：德国历年 E-bike 销量（百万辆）



资料来源：ZIV，申万宏源研究

图 22：德国各类自行车平均售价小幅降低（欧元）



资料来源：ZIV，申万宏源研究

3.2 公司：客户资源深厚，欧洲业务恢复可期

博力威较早进入欧洲电助力自行车锂电池市场，已与头部整车及品牌客户形成长期稳定合作关系。公司电助力自行车电池主要面向欧美市场，并根据整车厂在车型结构、续航里程、空间布局及安全标准等方面的差异化需求，提供定制化锂电池解决方案。公司 2025 年年报披露，已与 Pon Bike、Manufacture Française、嘉宏等电动自行车客户建立长期稳定合作关系，其中 Pon.Bike 旗下拥有超过 20 个自行车品牌，业务主要覆盖欧洲和美洲，并在荷兰、德国、立陶宛等地设有装配基地，随着欧洲 E-bike 去库存结束，客户平台的品牌矩阵和区域覆盖能力有助于博力威分享下游客户恢复带来的采购增量。

图 23：公司欧洲 E-bike 客户矩阵



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 24：Pon bike 的 E-bike



资料来源：公司官网，申万宏源研究

欧洲 E-bike 电池需在高安全性、轻量化、续航能力、循环寿命及系统适配之间实现平衡。欧盟法规将主流电助力自行车界定为电机持续额定功率不超过 250W、车速达到 25km/h 前停止助力，但车辆在起步、爬坡和载重工况下仍存在较高瞬时功率需求，因此电池需要具备稳定的功率输出、过充过放及温度保护能力；同时，欧洲消费者重视整车操控和外观一体化，推动电池向高能量密度、低重量、下管内置及便捷拆换方向发展。欧盟《电池与废电池法规》进一步将 E-bike 电池纳入轻型交通工具电池管理，强化可拆换、信息披露、追溯及回收要求。

博力威定制化开发适配欧洲多车型需求。公司针对欧洲城市通勤、山地、旅行等不同 E-bike 车型开展定制化电池研发，核心能力覆盖电芯选型、BMS 软硬件、结构与热管理设计、通信匹配及测试验证，可根据客户对安装空间、续航、功率和车架结构的要求完成联合开发。公司 2025 年年报披露，其轻型车电池研发方向包括全生命周期主动安全管理、提升循环寿命及 BMS 算法无线升级，体现出产品研发正由基础 PACK 集成向智能化、安全化方向延伸。

表 13：公司 E-bike 相关产品研发

项目名称	预计总投资规模 (万元)	本期投入金额 (万元)	累计投入金额 (万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
先进锂离子电池制造关键技术研究	3,700.00	388.69	3,432.72	系统集成阶段	进行固液/固态锂离子电池及钠离子电池制造技术及应用研究；提升新型圆柱电池性能	先进	电动两轮车、储能、具身智能机器人
面向轻型电动车高安全性动力电池关键技术与产业化	2,600.00	402.15	2,404.63	系统集成阶段	研发轻型电动车电池全生命周期主动安全管理技术，提高电池循环次数，实现 BMS 算法的无线迭代升级	先进	轻型动力锂离子电池产品

资料来源：公司年报，申万宏源研究

欧洲 E-bike 整车市场品牌分散、集团化趋势增强，而电池包市场则呈现系统生态厂商与专业 PACK 企业分层竞争。Bosch、Shimano 及 Yamaha 等依托电机、电池、显示与软件一体化体系占据中高端客户，BMZ 等欧洲厂商强化开放系统和本地服务，博力威等亚洲 PACK 企业则凭借定制化开发、柔性制造和成本优势服务多元整车品牌。未来行业竞争将进一步由价格和容量转向系统适配、法规合规、数字化管理及本地售后能力。

表 14：系统厂商占据高端，独立 PACK 厂商服务差异化车型

竞争阵营	代表企业	竞争模式	核心壁垒
动力系统一体化厂商	Bosch、Shimano、Yamaha 等	同时供应电机、电池、显示器、控制器、充电器及软件	通信协议、软硬件协同、品牌认可、经销与售后网络
欧洲独立电池及开放系统厂商	BMZ 等	提供电池包，也可组合电机、显示器、充电器与通信系统	欧洲本地研发、法规认证、整车适配及售后服务
亚洲专业电池系统厂商	博力威、星恒等	以 ODM、定制化 PACK 和规模制造配套整车品牌	成本控制、柔性制造、电芯选型、BMS 与快速开发

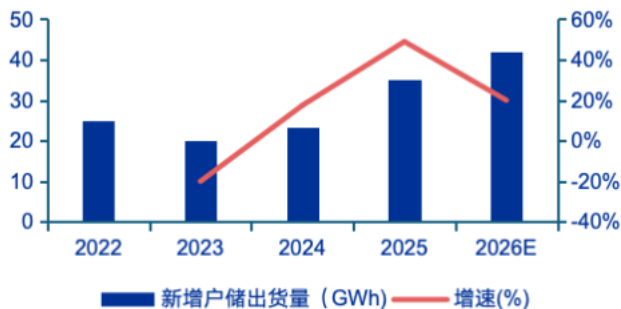
资料来源：各公司官网，申万宏源研究

4. 储能：家储周期复苏开启，公司深耕海外市场享行业红利

4.1 行业：全球户储需求重启，分布式光储打开长期成长空间

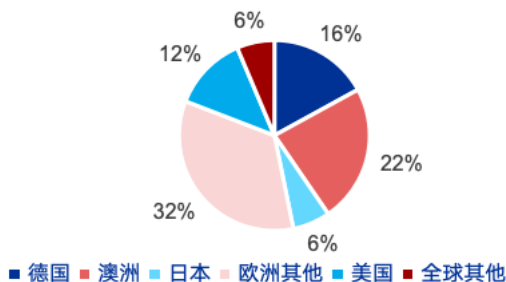
2025 年全球户储出货量保持高速增长，2030 年预计达到 90GWh。根据 GGII（高工产业研究院）2025 年全球新增户储出货量 35GWh，增速 48.9%，其中德国、美国、澳大利亚、日本四大主要市场合计全球占比 57%。这一显著跃升，既标志着行业历经库存调整后进入新一轮需求释放周期，也深刻折射出全球能源转型浪潮中，特定区域市场在政策强力催化或特殊情境驱动下呈现出的爆发性增长态势。

图 25: 2022-2026 全球新增户储出货量 (单位: GWh)



资料来源: GGII, 申万宏源研究

图 26: 2025 全球户储新增装机地区分布 (%)



资料来源: GGII, 申万宏源研究

全球光储市场正处于需求爆发的战略机遇期，户储与工商储共振打开千亿级市场空间。

从长周期视角来看，结合发达市场的高单价与新兴市场的广阔需求基数，全球分布式光储的渗透率仍有极大提升空间。根据测算，至 2030 年，全球户用与工商业储能新增装机容量有望达到 190GWh，对应市场规模将激增至 2340 亿元。这一极其广阔的行业空间，为出海企业的长周期业绩增长奠定了坚实的宏观基础。

表 15: 户储工商储市场空间测算

	2025 年			2030 年		
	装机 (GWh)	价格 (元/wh)	市场规模 (亿元/年)	装机 (GWh)	价格 (元/wh)	市场规模 (亿元/年)
户储	35	1.8	630	90	1.6	1440
工商储	18	1	180	100	0.9	900
合计	53	-	810	190	-	2340

资料来源: GGII, 申万宏源研究

4.2 公司：海外户储和便携储开始修复增长

家储周期复苏开启，公司深耕海外市场享行业红利。南非频繁限电曾催生户用储能应急需求，但大量企业集中进入后，供给快速增长，叠加终端需求增速放缓，渠道库存压力明显上升。博力威 2024 年户储业务受南非下游厂商库存压力影响发展放缓；与此同时，Eskom 发电能力改善，2025 年南非实现 352 天无计划限电，居民应急型储能采购紧迫性进一步下降。面对南非户储市场调整，公司主动拓展北美便携储能业务，采用 ODM 模式为海外储能厂商提供产品与服务。2025 年已开发 Harbor Freight 等知名客户，并为其提供便携储能电池。

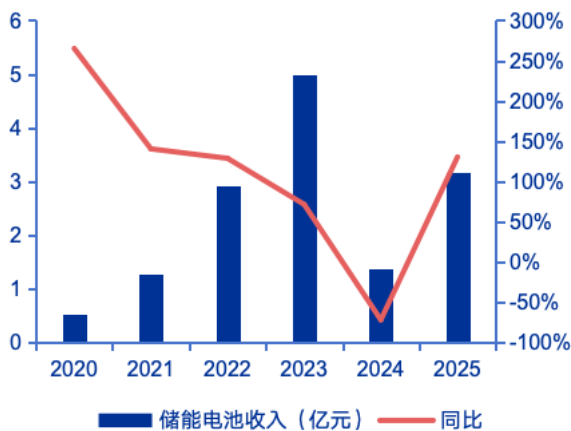
图 27：博力威的北美储能客户矩阵



资料来源：公司年报，各公司官网，申万宏源研究

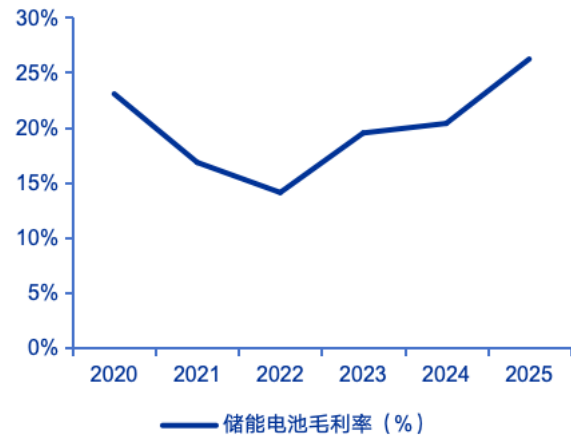
博力威储能电池包括便携储能、户用储能和小型工商业储能，业务模式以 ODM 为主，为国内外储能厂商提供产品与服务。公司年报披露，便携储能主要面向北美市场，户用储能主要面向南非市场，应用场景包括家庭、旅途、户外活动、应急供电及柴油发电机替代等。2024 年，户储则受南非市场竞争加剧和下游库存压力影响而承压，而便携储能领域与头部厂商合作、深耕北美便携储能市场，在境外储能需求增长带动下，公司 2025 年储能电池收入同比增长 130.15%至 3.17 亿元，销量同比增长 101.20%至 53.62 万 PCS，毛利率同比提升 5.86 个百分点至 26.21%，储能业务实现明显修复。

图 28：2025 年博力威储能电池收入修复 (亿元，%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 29：公司储能电池毛利率逐步修复提升 (%)

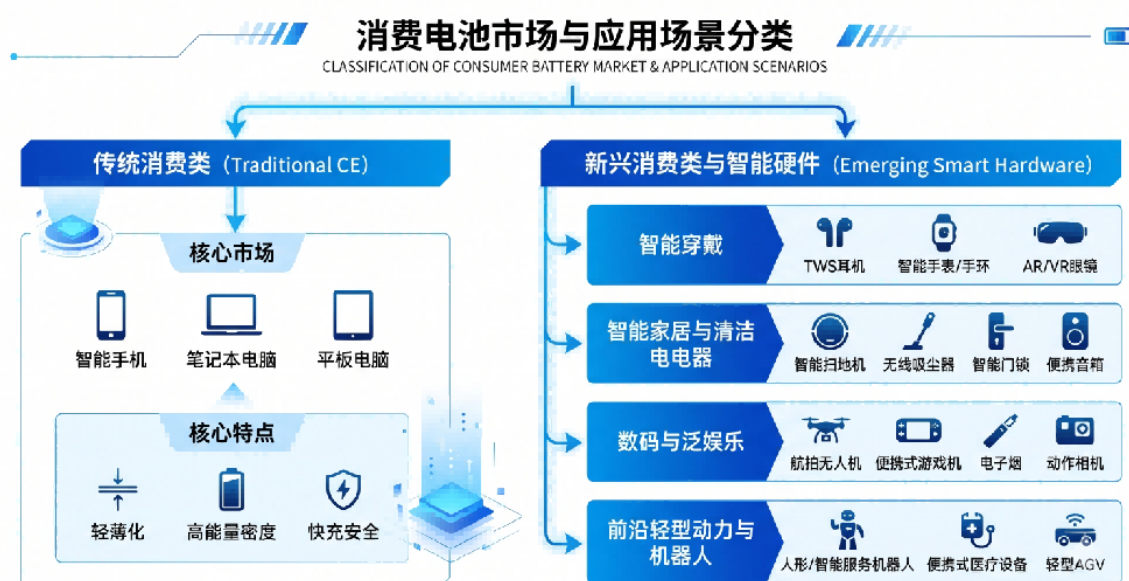


资料来源：公司年报，申万宏源研究

5. 消费电池：传统 3C 托底，新兴智能终端打开成长空间

消费电子可以分为传统消费电子和新兴消费电子。前者以笔记本电脑、手机、平板电脑等成熟终端为代表，后者则涵盖可穿戴设备、AR/VR 设备、无人机、机器人、智能家居及家用电器等成长型应用场景。

图 30：消费电池市场与应用场景分类

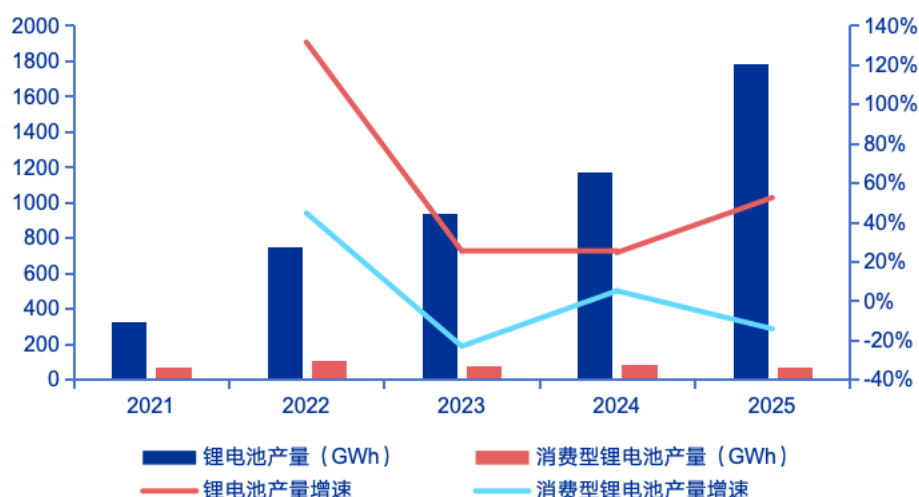


资料来源：公司年报，申万宏源研究

5.1 行业：产量趋于稳定，结构性机会转向新兴消费终端

消费型锂电池产量趋于稳定，行业已由总量扩张进入成熟应用与结构升级阶段。根据工信部披露数据，2021 年我国锂离子电池总产量 324GWh，其中消费型锂电池 72GWh；2023 年全国锂电池总产量超过 940GWh，其中消费型锂电池 80GWh；2024 年全国锂电池总产量 1170GWh，其中消费型锂电池 84GWh。对比来看，2021—2024 年锂电池总产量增长超过 2.6 倍，而消费型锂电池产量仅由 72GWh 提升至 84GWh，增幅约 17%，且 2024 年消费型锂电池同比增速约 5%，显著低于锂电池总产量 24% 的行业增速。

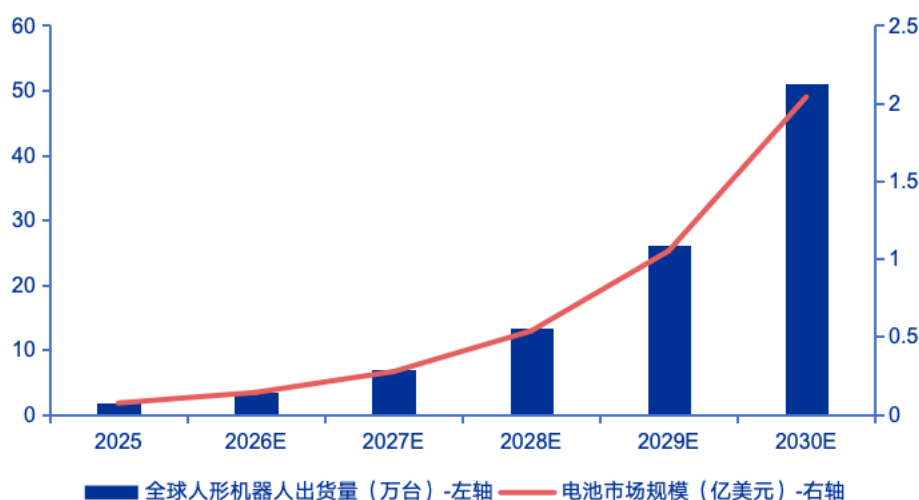
图 31：国内锂电池和消费型锂电池产量及同比增速（GWh，%）



资料来源：工信部，智研产业研究院，《2025 中国电池行业运行情况》，申万宏源研究

消费电子应用正从手机、笔电、平板等标准化终端，向可穿戴设备、智能眼镜/ARVR、无人机、服务机器人、清洁电器、AGV、医疗器械等多元场景延伸。IDC 数据显示，2026Q1 全球可穿戴设备出货量 1.457 亿台，同比增长 4.3%，其中智能眼镜、智能戒指等新业态设备成为增长较快的细分方向；IDC 还预计 2026 年全球耳戴设备出货量将达到 4.076 亿台，同比增长 4.0%。机器人方向同样处于产业化早期，IFR 披露 2024 年全球工业机器人安装量 54.2 万台，已连续四年超过 50 万台；IDC 则披露 2025 年全球人形机器人出货量超过 1.8 万台，2030 预计超过 51 万台，预计全球人形机器人电池市场规模将由 2025 年的 0.07 亿美元快速增长至 2030 年的 2.04 亿美元。

图 32：全球人形机器人电池市场空间预测（万台，亿美元）



资料来源：IDC，Interact Analysis，BNEF，申万宏源研究

5.2 公司：定制化模式切入新兴消费电子赛道

公司消费电池产品矩阵丰富，覆盖传统消费电子与新兴智能终端场景。公司消费类锂电池产品主要包括笔记本电脑电池、医疗器械电池、无人机遥控器电池、清洁电器电池、AGV 电池、智能机器人电池及人形机器人电池等，应用领域从传统 3C 电子逐步延伸至清洁电器、仓储物流、医疗设备及具身智能等高成长方向。

图 33：公司消费电子产品



资料来源：公司年报，申万宏源研究

经营数据看，2020—2025 年公司消费电子类电池收入由约 5.4 亿元提升至 7.25 亿元，虽在 2022 年及 2024 年有所波动，但整体保持稳定增长，2025 年同比增长 13.00%，主要受国内清洁电器、机器人市场需求增长带动；毛利率方面，2020 年以来由约 22% 回落至 2025 年的 16.98%，主要反映消费电子成熟市场竞争加剧及产品价格压力，但 2023 年后基本稳定在 16%—17% 左右。整体来看，消费电池产品品类丰富、客户场景分散，具备较强抗周期属性；随着智能机器人、AGV 及人形机器人电池需求放量，消费电子类电池有望从传统稳定型业务逐步向“稳定基本盘+新兴应用增量”转变。

图 34：公司消费电子类电池业务整体稳定（亿元，%）

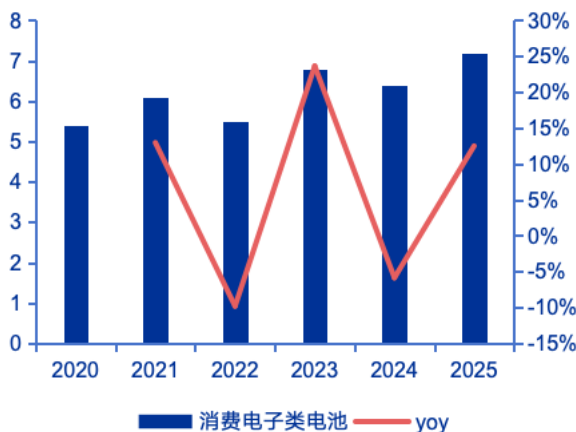
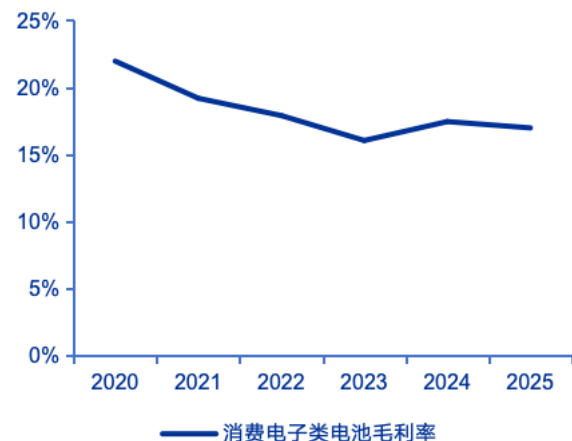


图 35：公司消费类电池毛利率小幅降低（%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

资料来源：公司年报，申万宏源研究

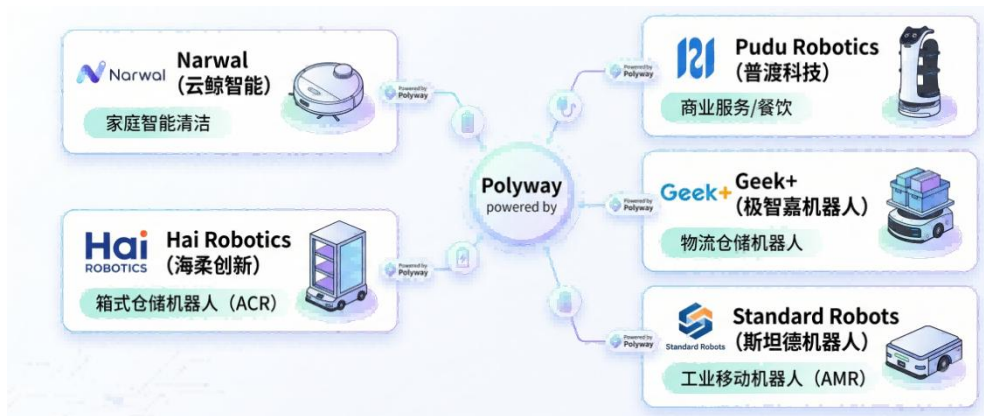
公司已快速切入智能机器人新兴市场，并与普渡科技、云鲸智能、海柔创新、极智嘉机器人、斯坦德机器人等企业建立合作关系。公司在轻型动力产品上积累了丰富的应对复杂工况和定制化产品的能力，同时在圆柱方案上积累深厚，借助主业优势，公司顺利切入具身智能领域。在具身智能机器人方向，公司与逐迹动力合作的锂电池产品已实现批量出货，与智元创新签订合作框架协议并已送样相关产品，预计 2026 年内量产。目前公司机器人锂电池系统产能为 0.95GWh/年，通过 2025 年末募资扩产后有望达 1.25GWh/年。

表 16：博力威机器人锂电池系统产能梳理

项目	当前产能	新增规划	扩产后产能
智能机器人锂电池系统	0.95GWh/年	+0.30GWh/年	1.25GWh/年专用产能

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 36：消费电子类电池主要客户



资料来源：公司年报，申万宏源研究

6. 大圆柱电芯：未来公司新的增长极

6.1 圆柱电芯行业：大型化趋势明确，安全新规推动轻型锂电升级

圆柱电芯正从传统小圆柱向大圆柱升级。相较小圆柱，大圆柱电芯单体容量更高，可减少电池包内电芯数量，降低连接件、焊接点和 BMS 管理复杂度，从而提升成组效率和系统一致性。根据 GGII 数据，圆柱电池生产自动化程度高、标准较统一、能量密度高，在成组效率、成本和能量密度方面优势明显；GGII 预计，2025 年中国电动二轮车用大圆柱锂电池出货有望达到 2.5GWh，2030 年有望达到 10GWh，CAGR 为 32%。

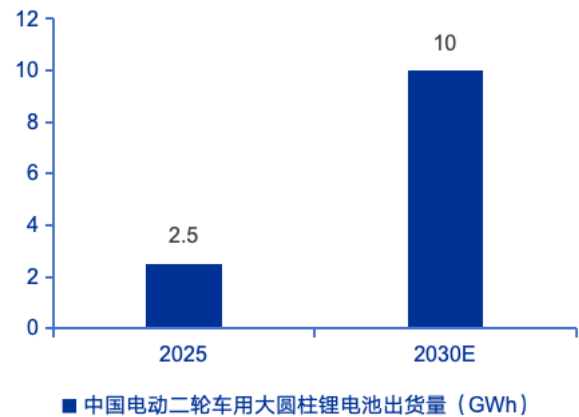
同时，电动两轮车锂电池安全标准提升，进一步强化大圆柱电芯在高安全轻型动力场景中的应用价值。GB43854-2024《电动自行车用锂离子蓄电池安全技术规范》为强制性、现行国家标准，由工信部归口，博力威也是主要起草单位之一。该标准不仅规定电芯单体安全要求，还从电气安全、机械安全、环境安全、热扩散、互认协同充电、数据采集、标志等七个方面设置电池组准入门槛；实施后，国内销售的电动自行车用锂离子蓄电池均需符合要求。

图 37：电动两轮车电池安全新标准



资料来源：全国标准信息公共服务平台，市场监管部门标准解读，申万宏源研究

图 38：中国电动二轮车大圆柱锂电池出货量 (GWh)



资料来源：GGII，申万宏源研究

6.2 公司电芯：34145 大圆柱满产满销，形成“电芯+BMS+PACK”协同

博力威 2017 年收购凯德新能源，向上延伸至锂离子电芯生产，并形成 BMS 开发能力。

公司锂离子电芯型号包括 18650 小圆柱电芯和 34145 大圆柱电芯；其中 34 系列大圆柱电芯在能量密度、循环寿命、倍率性能、材料体系和安全性能等方面持续迭代，并已应用于两轮国标车电池、共享换电电池等产品，从 2023 年拖累利润到 2025 年实现大圆柱电芯满产满销。

34145 全极耳大圆柱电芯兼顾大容量、长循环与高安全，已成为公司由 PACK 向上游电芯一体化延伸的重要产品。公司公开产品包括 12Ah、14Ah 三元体系及 15Ah 磷酸铁锂体系，标称电压分别为 3.7V 和 3.2V，最大放电倍率均为 2C；其中磷酸铁锂型号在 0.5C 充电、1C 放电条件下循环寿命约 3,500 次，容量保持率超过 80%，并通过针刺测试。全极耳结构能够扩大导流面积、缩短电流路径，有助于降低内阻和温升，提升安全性及高频充放电能力。目前公司 34145 电芯已应用于电动两轮车和便携储能，并获得国标车、共享换电客户认可；高尔夫球车产品已进入送样测试，未来还可向其他场景进行拓展。

表 17: 34145 圆柱电芯产品参数

项目	IMR34145E 12	IMR34145E 14	IMR34145E 15
电压	3.7V	3.7V	3.2V
容量	12,000mAh	14,000mAh	15,000mAh
最大充电倍率	1.5C	1.5C/2C	1.5C
最大放电倍率	2C	2C	2C
最大持续放电电流	24A	28A	22A
循环寿命	≥1,600 次	≥1,500 次	≥3,500 次
内阻	< 4mΩ	< 3mΩ	< 3mΩ
温升	< 20°C (24A)	< 20°C (28A)	< 20°C (22A)

资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 18: 全极耳大圆柱电芯具有高安全、低内阻、长寿命、低温的特点

核心对比	传统单/多极耳	全极耳
集流方式	电流集中汇入少数极耳	极片边缘连续、大面积集流
电流路径	较长	更短
内阻与发热	内阻相对较高，极耳附近易局部发热	有利于降低内阻，改善电流和温度分布
功率性能	更适合常规倍率场景	更适合大电流、高倍率及大圆柱电芯
制造难度	工艺成熟、相对简单	对端面成形及集流焊接一致性要求更高

资料来源：谷歌专利，公司年报，申万宏源研究

公司后续也有明确扩产计划，定增募资 7.11 亿元，其中 5.19 亿元用于建设包括全极耳大圆柱电芯等，公司自有大圆柱电芯产能有望由当前约 1.5GWh 提升至约 4.5GWh。

表 19: 博力威电芯产能梳理

项目	当前产能	新增规划	扩产后产能
34145 全极耳大圆柱电芯	1.5GWh	+3GWh	约 4.5GWh

资料来源：公司公告，申万宏源研究

大圆柱电芯对博力威的意义不在于单纯新增一个电芯产品，而在于强化公司轻型锂电平台能力。公司可通过 34145 大圆柱电芯实现电芯自供、系统集成和客户定制的协同：在两轮换电场景中，大圆柱电芯提升安全性、循环寿命和产品一致性；在储能场景中，大圆柱平台可向便携储能、小工商储和户外备电延展。随着产能利用率提升和下游场景拓展，公司有望从传统 PACK 定制企业升级为具备核心电芯平台能力的轻型锂电系统供应商。具体来看：

第一，提高电芯自供率和供应链控制力。公司从 PACK 向电芯延伸后，可减少对外部电芯的依赖，在客户定制化需求下提升响应速度，提高产品利润。

第二，提升两轮换电产品竞争力。两轮换电是高频使用场景，电池包要经受高频充放电、振动、跌落、进水、温度波动等工况。换电电池业务可直接消耗大圆柱电芯产能，并将其转化为高附加值系统产品，后续有望受益于东南亚和南非市场的电摩和换电项目。

第三，打开储能和轻型工业新场景。大圆柱工商储开发项目强调自然冷却、长循环、宽温域和免维护，适合户外应急备电和定制化储能场景；这意味着公司未来不仅可以卖电芯，也可以通过大圆柱电芯做差异化储能系统。

7. 盈利预测

关键假设：

轻型车用锂电池业务方面，我们考虑欧洲 ebike 去库存结束逐步放量，东南亚市场头部客户以及非洲换电市场高景气度，25-28 年平均增速给予 66%，预计 26-28 年收入为 20.9 亿、39.7 亿、59.6 亿；消费电子电池业务基于新兴消费领域高景气度，25-28 年平均增速给予 17%，预计 26-28 年收入为 8.5 亿、9.9 亿、11.6 亿；储能电池业务考虑北美储能高景气度以及南非地区户储趋于稳定，25-28 年平均增速给予 30%，预计 26-28 年收入为 4.1 亿、5.4 亿、7.0 亿；锂离子电芯业务基于公司 2025 年满产满销和新工厂在建，25-28 年平均增速给予 30%，预计 26-28 年收入为 1.9 亿、2.4 亿、3.2 亿。

考虑随着电芯产量的提升，后续公司业务配置自产电芯比例提高，从而提升公司业务毛利率，我们预计公司 26-28 年毛利率分别为 19%、20%、21%，轻型车用锂电池 26-28 年毛利率分别为 21%、22%、23%；公司消费电子电池产品结构转向新兴领域，带动毛利率上升，预计消费电子电池 26-28 年毛利率分别为 18%、18%、19%；储能电池和锂离子电芯考虑业务趋于稳定，我们预计储能电池毛利率为 25%，锂离子电芯毛利率为 8%。

表 20：分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入 (亿元)	22	18	27	38	60	84
成本 (亿元)	19	15	22	31	48	66
毛利率	15%	17%	18%	19%	20%	21%
轻型车用锂电池						
收入 (亿元)	9	8	13	21	40	60
成本 (亿元)	7	7	10	17	31	46
毛利率	16%	18%	20%	21%	22%	23%
消费电子电池						
收入 (亿元)	7	6	7	8	10	12
成本 (亿元)	6	5	6	7	8	9
毛利率	15%	17%	17%	18%	18%	19%
储能电池						

收入 (亿元)	5	1	3	4	5	7
成本 (亿元)	4	1	2	3	4	5
毛利率	19%	20%	26%	25%	25%	25%
锂离子电芯						
收入 (亿元)	1	1	1	2	2	3
成本 (亿元)	1	1	1	2	2	3
毛利率	-10%	9%	6%	8%	8%	8%
其他						
收入 (亿元)	1	1	2	3	3	3
成本 (亿元)	1	1	2	3	3	3
毛利率	9%	6%	7%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

盈利预测与投资评级：

首次覆盖，给予“买入”评级：公司为轻型动力锂电池领先企业，电摩、储能与大圆柱电芯持续放量，有望打开多元成长空间。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.60、3.29、5.19 亿元，同比分别变动 185.9%、106.1%、57.7%，对应 EPS 分别为 1.57、3.23、5.09 元/股。考虑博力威的锂电池产品属性及两轮车下游应用领域，我们从产品和下游应用相似性角度选取可比公司，选取主营小型动力锂电池的蔚蓝锂芯、主营电动两轮车电驱动系统的安乃达、从事电摩及电动汽车电驱系统的英博尔以及主营两轮电踏车电机的八方股份作为同行业可比公司，2027 年行业平均 PE 为 22 倍，综合考虑成长性与一定的安全边际，给予公司 2027 年行业平均估值 22 倍，较现有市值有 40.49% 的上涨空间，给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2026/7/29		Ifind 一致预测净利润 (亿元)			PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002245.SZ	蔚蓝锂芯	16.05	274.08	10.79	14.47	18.48	25	19	15
603350.SH	安乃达	26.53	30.91	1.43	1.63	1.87	22	19	17
300681.SZ	英博尔	20.25	61.98	2.58	3.24	4.12	24	19	15
603489.SH	八方股份	25.18	59.08	1.55	1.92	2.12	38	31	28
均值							27	22	19
688345.SH	博力威	50.43	51.37	1.6	3.29	5.19	32	16	10

资料来源：ifind，申万宏源研究

注：博力威盈利预测来自申万宏源研究

8. 风险提示

1)原材料价格波动风险：公司锂电池产品成本受锂、镍、钴等上游原材料及电芯采购价格影响较大，相关价格易受供需格局、资源国政策及国际宏观环境变化影响。若主要原材料价格大幅上涨，而公司无法及时通过产品调价、供应链管理或提升自制电芯比例向下游传导成本，可能导致产品毛利率下降。

2) 东南亚及非洲市场拓展不及预期风险：公司将东南亚及非洲电动摩托车、换电市场作为轻型车电池业务的重要增量来源，并与 VinFast、Spiro 等客户建立合作关系，但上述区域整体电动化渗透率仍处于较低水平，市场增长较大程度受补贴政策、融资能力、换电网络建设、居民购买力及基础设施完善程度影响。若相关国家政策落地、终端电摩销量、客户换电网络扩张或海外本地化产能建设进度不及预期，可能导致客户订单释放慢于预期，进而影响公司轻型车电池收入增长和新增产能消化。

3) 机器人电池业务放量不及预期风险：公司已与智元创新、逐际动力、云深处、极智嘉等机器人企业开展合作，部分产品已实现批量出货或进入送样、量产导入阶段，但人形机器人及具身智能产业仍处于商业化早期，终端产品定型、量产节奏和市场需求存在较大不确定性。若下游机器人客户产品研发、供应链定点或规模化量产进程不及预期，或公司电池产品在性能验证、客户认证及成本控制方面未能达到要求，可能导致机器人电池订单落地和产能利用率低于预期。

表 22：合并利润表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,844	2,735	3,838	6,044	8,432
营业收入	1,844	2,735	3,838	6,044	8,432
营业总成本	1,860	2,642	3,634	5,657	7,808
营业成本	1,538	2,241	3,103	4,808	6,647
税金及附加	16	16	22	35	49
销售费用	67	83	119	196	263
管理费用	99	142	193	314	433
研发费用	134	146	192	302	422
财务费用	5	15	6	2	-6
其他收益	8	12	12	12	12
投资收益	1	1	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-3	1	0	0	0
信用减值损失	-56	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-48	-59	-30	-30	-30
资产处置收益	-1	5	5	5	5
营业利润	-114	50	190	372	610
营业外收支	-17	-2	0	0	0
利润总额	-131	48	190	372	610
所得税	-	-	-	-	-

净利润	-97	54	160	329	519
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-97	56	160	329	519

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 23：合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-97	54	160	329	519
加：折旧摊销减值	173	147	133	160	175
财务费用	6	16	6	2	-6
非经营损失	-32	-14	-6	-6	-6
营运资本变动	-25	121	10	319	24
其它	7	14	-33	-33	-33
经营活动现金流	31	339	269	771	674
资本开支	151	109	110	268	147
其它投资现金流	-10	1	1	0	0
投资活动现金流	-161	-108	-109	-269	-147
吸收投资	23	13	14	0	0
负债净变化	-63	-116	90	10	29
支付股利、利息	10	14	26	59	132
其它融资现金流	28	23	0	0	6
融资活动现金流	-22	-94	78	-50	-97
净现金流	-146	144	239	453	430

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 24：合并资产负债表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,517	1,668	2,334	3,651	5,024
现金及等价物	222	378	618	1,071	1,502
应收款项	791	758	929	1,330	1,918
存货净额	478	477	730	1,186	1,534
合同资产	0	8	11	17	24
其他流动资产	26	46	46	46	46
长期投资	59	62	62	62	62
固定资产	872	951	966	1,112	1,122
无形资产及其他资产	244	221	221	221	221
资产总计	2,692	2,902	3,583	5,047	6,430
流动负债	1,552	1,531	2,077	3,247	4,181
短期借款	358	26	135	123	90
应付款项	1,068	1,316	1,752	2,935	3,901
其它流动负债	126	189	190	189	189
非流动负债	87	245	226	248	309
负债合计	1,638	1,776	2,303	3,495	4,490
股本	100	101	102	102	102
其他权益工具					

资本公积	732	740	753	753	753
其他综合收益	-5	3	3	3	3
盈余公积	49	58	84	139	225
未分配利润	173	220	333	550	852
少数股东权益	5	5	5	5	5
股东权益	1,054	1,127	1,281	1,552	1,940
负债和股东权益合计	2,692	2,902	3,583	5,047	6,430

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。