



亿纬转债投资简析

固定收益动态
 证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：李玲（执业 S1130525030012）

yinruizhe@gjzq.com.cn

liling3@gjzq.com.cn

动储+消费电池二线龙头，预计上市价格 110~115 元

核心观点

亿纬转债本期转债募集资金为 50 亿元，扣除发行费用后将用于 23GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目、21GWh 大圆柱乘用车动力电池项目。上市日期为 4 月 11 日。

预计上市价格在 110~115 元之间。亿纬转债债项评级 AA+，最新平价为 78.23 元，可参考平价相近的豪鹏转债（最新收盘价 116 元、溢价率 39%），预计亿纬转债上市首日转股溢价率在 40-45%之间，上市价格在 110~115 元之间，若价格低于 110 元则可以积极关注。

国内动储电池二线标的。公司从锂原子电池起家，目前已经形成动力电池（收入占比 41%）、储能电池（收入占比 36%）、消费电池（收入占比 22%）三大业务板块，下游包括国内乘用车&商用车、大储&工商业储能、智能表计&小 3C 设备等，近年来随着公司的产能释放收入&利润快速增长，但 23 年以来随着行业竞争的加剧、产业链价格快速下降导致收入利润略有下滑，截止 24 年上半年公司储能电芯出货量排名全球第二、国内新能源商用车市占率第二，为国内动储电池二线标的。公司跟随行业自 22 年以来受产业链降价、竞争加剧的影响毛利率&ROE 等盈利指标均有所下降，23 年以来有所稳定、但整体仍处于历史偏低区间。

稳步扩张产能，市占率有望进一步提升。公司作为国内动储电池二线标的、消费电池提供稳健现金流，通过持续的研发投入在大圆柱&铁锂方形等领域保持领先；产能方面目前公司在建产能充足，根据规划到 2027 年公司动力储能电池产能将比 2023 年底增加 2 倍达到 328GWh。目前国内新能源汽车仍然保持强劲销售、带动动力电池需求，而储能端则由于成本下降、各类储能需求都能保持较高增长；供给端政策对于各类电池的核心性能要求进一步提高，限制企业无序扩产、同时加码技术指标要求，有望带动供给侧出清，公司作为二线龙头有望实现市占率的进一步提升。消费电池中，锂原电池和小型锂离子电池需求在智能穿戴设备&智能表计的带动下继续稳定增长，小圆柱电池市场则受益于工具周期反转、二轮车锂电化等迎来显著增长，公司消费电池也有望实现稳健增长。根据 wind 一致预期，公司 24/25 年预期归母净利润分别为 43.4 亿/56.2 亿，对应 PE 分别为 19.2X/14.8X。

估值处于过去 5 年低位，股价弹性好、机构关注度高。从估值来看，公司最新收盘价对应 PE（TTM）为 21.8X，处于过去 5 年低位，可比公司国轩高科、宁德时代 PE（TTM）分别为 38.6X、18.9X，处于可比公司平均水平。当前 A 股市值为 830 亿元，股价弹性较好，年报持仓内资机构超过 100 家、机构关注度高。

平价一般、债底保护较好。亿纬转债利率条款与市场平均水平相当，附加条款中规中矩。以对应公司 4 月 9 日收盘价测算，转债平价为 78.23 元，平价保护较弱；纯债 YTM 为 2.74%，债底保护较好。

风险提示

新能源汽车及储能需求不及预期；欧美贸易政策及关税；产品价格下降；投资收益下降；大股东高质押；



内容目录

一、可转债条款分析.....	3
二、正股基本面.....	4
三、转债募投项目分析.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 转债基本条款.....	3
图表 2: 公司主要产品.....	4
图表 3: 公司产品结构.....	4
图表 4: 海外收入占比 25%左右.....	4
图表 5: 公司各类产品毛利率.....	5
图表 6: 行业可比公司毛利率.....	5
图表 7: 费率摊薄明显, 但财务压力有所增加.....	5
图表 8: 周转率稳步提升.....	5
图表 9: 公司保持较高的研发投入.....	6
图表 10: 规划动储电池产能逐步释放.....	6
图表 11: 盈利能力趋于稳定.....	6
图表 12: 亿纬锂能 PE-PB band.....	6
图表 13: 可比转债标的 (截止 2025/4/9).....	7
图表 14: 公司转债募集资金主要用途 (单位: 亿元).....	7



亿纬转债将于 2025 年 4 月 11 日在深交所上市。

一、可转债条款分析

公司本期可转债发行规模为 50 亿元，发行期限 6 年。初始转股价为 51.39 元，按初始转股价计算，共可转换为 0.97 亿股亿纬锂能 A 股股票。转债全部转股对公司 A 股总股本的稀释率为 4.76%，对流通股（非限售）的稀释率为 5.23%。转股期从 2025 年 9 月 29 日起至可转债到期日（2031 年 3 月 23 日）结束。从发行结果来看本期转债原股东配售比例为 35.67%，配售比例不高。

图表 1: 转债基本条款

基本条款	
上市日期	2025-04-11
发行总额 (亿)	50.00
期限 (年)	6
利率	第一年 0.20%, 第二年 0.40%, 第三年 0.60%, 第四年 1.50%, 第五年 1.80%, 第六年 2.00%
到期赎回价格	票面面值的 112% (含最后一期利息) 的价格
主体评级	AA+
债项评级	AA+
担保	无
转股期间	2025-09-29 至到期
初始转股价	51.39 元
原股东配售比例	35.67%
网上申购金额/中签率	8.10 万亿/0.0397%
附加条款	
转股价修正条款	85%, 15/30 (转债存续期内)
赎回条款	130%, 15/30 或未转股余额不足人民币 3,000 万元 (转股期内)
回售条款	70%, 30 (最后两个计息年度)

资料来源: wind, 国金证券研究所

利率条款来看, 可转债 6 年票面利率分别为 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 与近期发行转债的平均票面利率水平相当, 到期赎回价格为 112 元, 略高于行业平均水平。

信用评级来看, 联合评级对主体与债项分别给予 AA+、AA+ 的评级。增信方面, 本次可转债无担保。

就转债的附加条款来看, 1) 转股价修正条款 (15/30, 85%); 2) 有条件赎回条款为 (15/30, 130%); 3) 回售条款 (30, 70%)。

综合来看, 公司本次转债发行利率低于行业平均水平, 附加条款中规中矩。截至 2025/04/09, 公司最新收盘价为 40.2 元, 对应平价为 78.23 元。本期转债评级为 AA+、期限为 6 年, 4 月 9 日 6 年期 AA+ 级中债企业债 YTM 为 2.2%, 本文取 YTM 为 2.2%, 测算转债纯债价值为 103.17 元, 债底保护较好; 到期收益率为 2.74%, 高于同期限国债收益率。



二、正股基本面

股权集中度一般的民企。截止募集说明书签署日，亿纬控股持有公司 32.02% 的股权、为公司控股股东，刘金成、骆锦红夫妇分别直接持有公司 3.79% 和 4.04% 的股权，并共同通过亿纬控股间接持有公司股份，两人为公司实际控制人，其中刘金成担任公司董事长、韦公司的创始人，至今已有 40 年电池从业研发经验。

锂电池头部企业之一。亿纬锂能成立于 2001 年，以锂原电池起家、2009 年上市，12 年成立湖北金泉生产锂离子电池；2014 年收购麦克韦尔、开始布局动力和储能业务，15 年实现方形和圆柱电池量产；18 年携手 SKI 生产三元软包电池，18-22 年以此获得戴姆勒、现代起亚等大客户顶点，21 年起布局叠片铁锂+大圆柱电池路线，目前已成为国内锂电池主要生产商之一。到目前，公司已形成动力电池、储能电池、消费电池三大类目板块，公司的锂原电池生产线主要在广东惠州，于湖北武汉和荆门也逐步布局了部分产能；锂离子电池生产线目前主要分布在广东惠州和湖北荆门，主要生产消费类锂离子电池和动力储能锂离子电池。

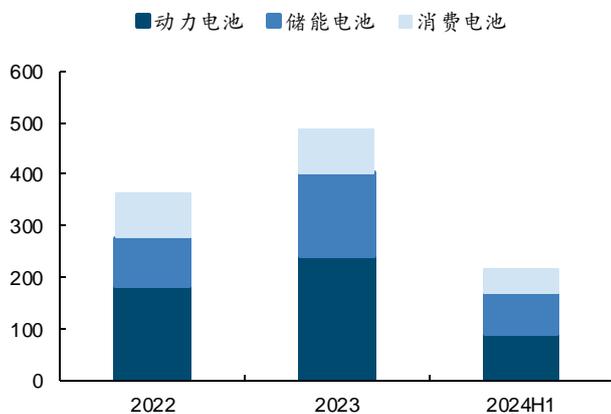
图表2：公司主要产品

电池种类	主要产品	应用领域
消费电池	锂原电池	各类智能表计、智能交通、智能安防、医疗器械、E-call、石油钻探、定位追踪、胎压监测系统（TPMS）、射频识别（RFID）等物联网应用领域
	消费锂离子电池	电子雾化器、可穿戴设备、蓝牙设备、真无线蓝牙耳机等
	圆柱电池	电动工具、园林工具、电动两轮车、吸尘器、扫地机器人等
动力储能电池	方形磷酸铁锂电池、大型软包三元电池、方形三元电池、大圆柱电池和 xHEV 电池系统、圆柱磷酸铁锂电池	新能源汽车（乘用车、专用车、物流车等）、电动船舶、工程机械、通信储能、电力储能、户用储能、风光储能等

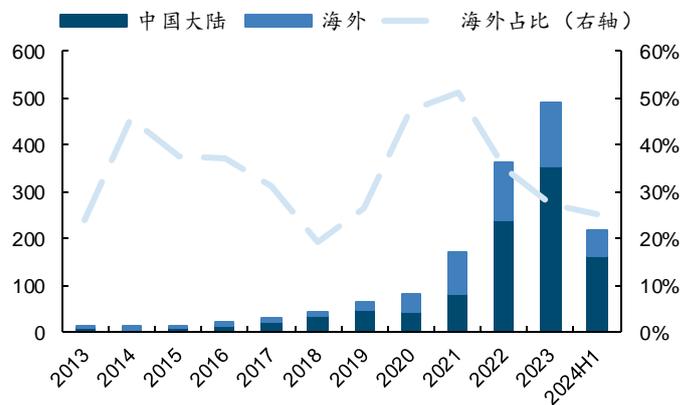
资料来源：公司公告，国金证券研究所

24 年上半年公司实现销售收入 216.59 亿元、同比下滑 5.73%，其中动力电池 89.94 亿、占比下降至 41%，储能电池 77.74 亿、占比 36%，近年来占比逐步提升，消费电池 48.5 亿、占比 22%；量方面，储能电池实现翻倍以上增长、动力电池则个位数增长，消费电池随着产能释放稳步增长。分地区来看，2024 年上半年海外收入占比下降至不足 25%，受国内新能源汽车渗透率提升以及储能出货增长的影响，公司内销占比自 22 年以来逐渐提升。

图表3：公司产品结构



图表4：海外收入占比 25%左右



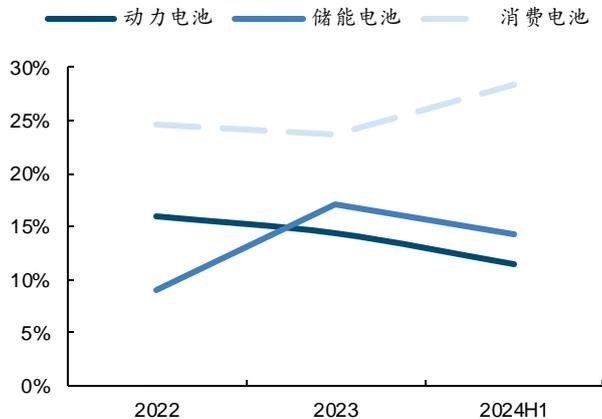
资料来源：wind，国金证券研究所

资料来源：wind，国金证券研究所



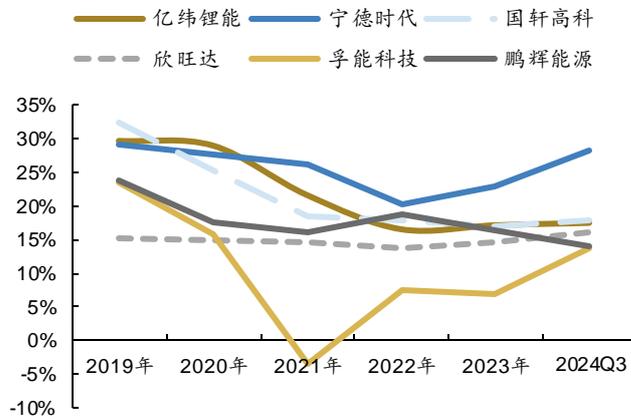
毛利率处于行业中等水平。分产品来看，公司消费电池毛利率最高、也最为稳定，常年在25%上下；储能电池22年以来产能逐步爬坡、毛利率提升至17%，但受23年国内动力储能电池市场竞争激烈影响、动力电池毛利率下降。与行业内其他公司相比，公司毛利率处于中枢水平、位于第二梯队，与位于头部的宁德时代有一定差距。

图表5: 公司各类产品毛利率



资料来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 行业可比公司毛利率

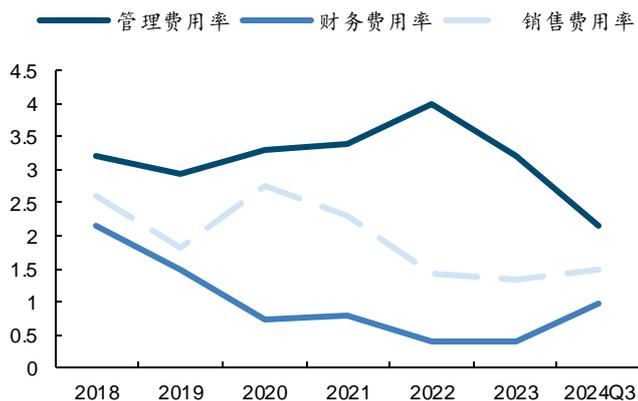


资料来源: wind, 国金证券研究所

公司期间费用整体下降。22年以来、随着公司产能的释放以及销售规模的增加，销售费用率与管理费用率得到明显摊薄，目前管理费用率降至2%左右、销售费用率不足1.5%，但由于公司有息负债率明显提升、整体资产负债率在60%，因此公司财务费用率明显提升、来到1%附近。

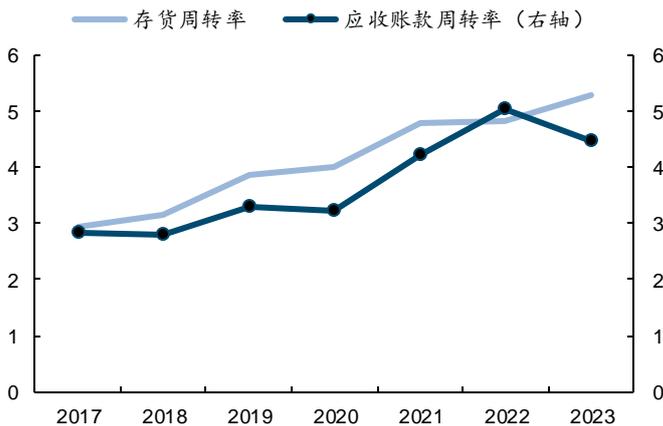
周转率稳步提升。公司存货周转率在原材料降价以及公司加强库存管理的背景下逐年提升；与同行业公司相比，公司存货周转率表现很好；同时应收账款周转率也稳步提升、表现较好，公司较低的客户集中度以及优质的客户资源为回款提供保障。

图表7: 费率摊薄明显，但财务压力有所增加



资料来源: wind, 国金证券研究所

图表8: 周转率稳步提升



资料来源: wind, 国金证券研究所

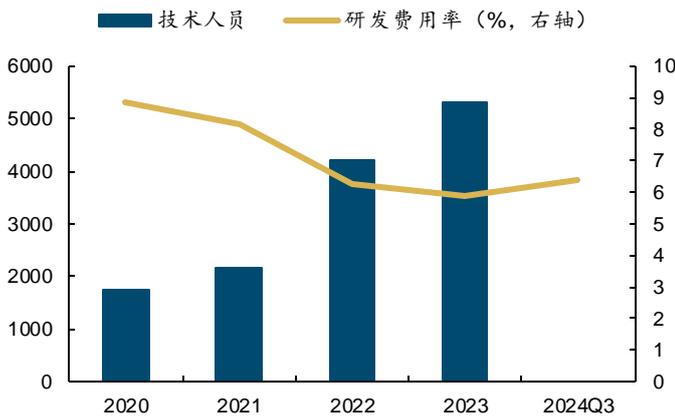
高研发投入保持竞争力。过去三年公司收入快速增长、但研发费用率仍然保持在6%左右，22/23年技术人员仍在持续增加，凭借高强度的研发投入，公司保持领先的工艺技术。在技术路线方面，公司进行动力电池多元化战略布局、坚持四大路线（方形三元、方形铁锂、大圆柱、软包三元）与两大重点（铁锂方形+大圆柱），其中方形铁锂定位中低端乘用车、客车和储能市场，大圆柱定位高端乘用车市场，在其重点技术路线上的行业话语权稳步提升、竞争力保持领先。



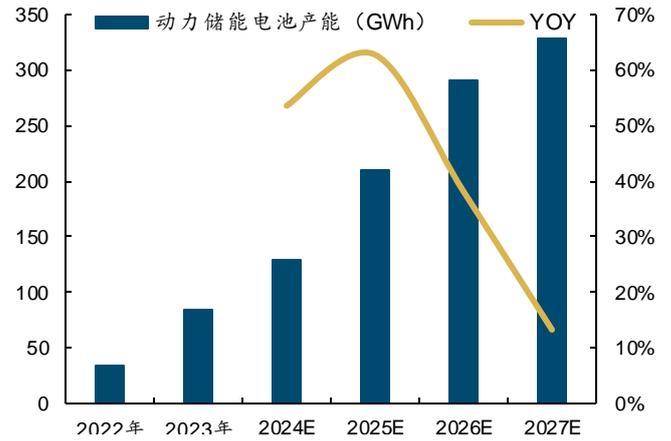
公司在建产能充足，市占率逐年提升。根据公司转债募集说明书，目前公司动储电池在建产能充足，根据规划到 2027 年公司动力储能电池产能将比 2023 年底增加 2 倍达到 328GWh。根据 InfoLink 数据显示，2024 年 1-6 月公司储能电芯出货量位列全球第二、比 2023 年年全球储能电芯出货排名前进一名；动力电池方面，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，2024 年 1-6 月，公司在国内新能源商用车装车量排名第二，市占率 13.59%；根据 EVTank 数据显示，2024 年 1-6 月，公司在中国电动重卡装机量排名第二，市占率 16.4%。未来一方面随着公司在建产能的释放，另一方面政策引导行业出清、进行格局优化，公司市占率有望进一步提升。

图表9：公司保持较高的研发投入

图表10：规划动储电池产能逐步释放



资料来源：wind，国金证券研究所



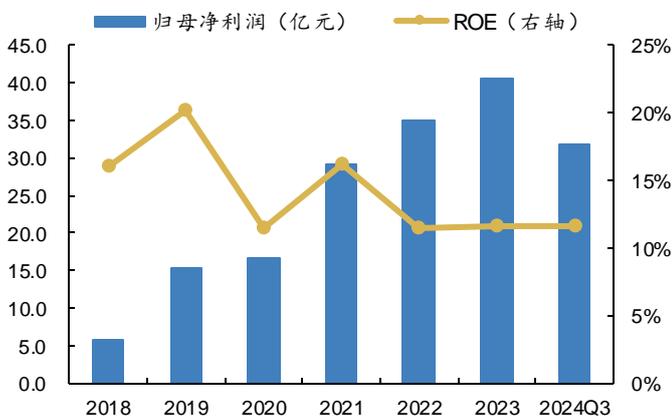
资料来源：wind，国金证券研究所

动储电池需求仍快速增长、供给侧有望出清，消费电池稳健。目前国内新能源汽车仍然保持强劲销售、带动动力电池需求，而储能端则由于成本下降、各类储能都能保持较为确定的高增长；供给端对于各类电池 24 年核心性能要求进一步提高，限制企业无序扩产、同时加码技术指标要求，有望带动供给侧出清。消费电池中，锂原电池和小型锂离子电池需求在智能穿戴设备&智能表计的带动下继续稳定增长，小圆柱电池市场则受益于工具周期反转、二轮车锂电化等迎来显著增长。

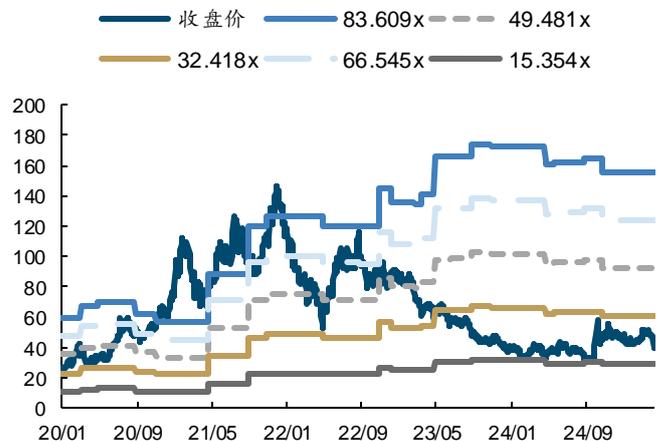
盈利能力趋于稳定。22 年受原材料涨价、毛利率下滑影响，公司 ROE 有所下降，之后随着行业竞争的加剧、毛利率稳定在较低位置，公司 ROE 则保持在 12%左右、也相对稳定。

图表11：盈利能力趋于稳定

图表12：亿纬锂能 PE-PB band



资料来源：wind，国金证券研究所



资料来源：wind，国金证券研究所



图表13: 可比转债标的 (截止 2025/4/9)

转债代码	简称	余额 (亿元)	剩余期限 (年)	最新收盘价	转股溢价率	评级	转换价值	正股年化波动率 (最近 52 周)
118000.SH	嘉元转债	9.78	1.88	112.95	202.83%	A+	37.30	58.66%
118005.SH	天奈转债	8.30	2.80	109.14	197.83%	AA-	36.64	57.37%
118020.SH	芳源转债	6.42	3.46	91.46	325.99%	A-	21.47	54.28%
118022.SH	锂科转债	32.50	3.51	105.03	260.87%	AA	29.11	39.71%
118024.SH	冠宇转债	30.89	3.54	110.71	108.42%	AA	53.12	38.62%
123158.SZ	宙邦转债	19.69	3.47	115.00	69.47%	AA	67.86	48.81%
123225.SZ	翔丰转债	5.73	4.50	121.00	32.60%	AA-	91.25	51.13%
123254.SZ	亿纬转债	50.00	5.96	待上市		AA+	78.23	47.46%
127066.SZ	科利转债	15.34	3.25	118.42	71.02%	AA	69.24	43.33%
127073.SZ	天赐转债	34.10	2.46	108.77	87.62%	AA	57.97	52.34%
127101.SZ	豪鹏转债	11.00	4.70	116.70	39.02%	AA-	83.95	47.67%
128095.SZ	恩捷转债	4.53	0.84	116.94	33.36%	AA	87.69	43.17%

资料来源: wind, 国金证券研究所

三、转债募投项目分析

公司本期转债募集资金为 50 亿元, 扣除发行费用后将用于 23GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目、21GWh 大圆柱乘用车动力电池项目。

1) **23GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目。**本项目拟在云南省曲靖市建设圆柱磷酸铁锂储能动力电池自动化生产线。项目达产后, 将形成年产约 23GWh 圆柱磷酸铁锂动力储能电池产能, 项目建设期为 3 年。

2) **21GWh 大圆柱乘用车动力电池项目。**拟在四川省成都市建设 46 系列三元大圆柱电池自动化生产线。项目达产后, 将形成年产约 21GWh 46 系列三元大圆柱电池产能。项目建设期为 3 年。

图表14: 公司转债募集资金主要用途 (单位: 亿元)

项目	投资金额	拟使用募集资金
23GWh 圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目	54.74	31.00
21GWh 大圆柱乘用车动力电池项目	52.03	19.00
合计	106.77	50.00

资料来源: 可转债募集说明书, 国金证券研究所



风险提示

新能源汽车及储能需求不及预期：若下游新能源汽车、储能需求不及预期，则公司产品销售或不及预期；

欧美贸易政策及关税：若欧美颁布针对中国电池企业出海（包括产品出口、海外建厂等）的限制政策，公司海外收入将受到不利影响；

产品价格下降：公司产品价格与碳酸锂价格相关度高，若碳酸锂价格持续下跌，则公司产品价格存在进一步下降风险，业绩或不及预期；

投资收益下降：部分公司的合资企业生产碳酸锂、正极产品，若碳酸锂价格持续下跌或正极行业竞争加剧，存在合资企业亏损扩大，致使投资收益下降风险；

大股东质押：公司大股东西藏亿纬控股、刘金成分别质押余量 35606、3871 万股，占出质人持股比例分别为 54.35%、49.99%。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究