公司研究

公司信息更新报告

开源证券 证券研究报告

国轩高科（002074.SZ）

2021 年 07 月 15 日

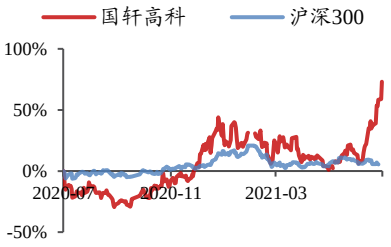
与大众强强联手，提升产品竞争力

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/7/14
当前股价(元)	56.10
一年最高最低(元)	58.25/21.59
总市值(亿元)	718.39
流通市值(亿元)	661.20
总股本(亿股)	12.81
流通股本(亿股)	11.79
近 3 个月换手率(%)	212.43

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-铁锂龙头迎业绩拐点，进入新的向上周期》-2021.7.7

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

● **与大众深度合作，产品竞争力提升有望带动公司业绩快速增长**

2021 年 7 月 12 日，国轩高科与大众以云签约形式达成战略合作框架协议，（1）推动萨尔茨吉特（德国）工厂电池工业化转型，（2）国轩高科将为大众常规量产车型开发第一代标准电芯，成为首个获得该研发合同的定点开发商。我们认为双方合作将显著提升国轩高科的产品竞争力，公司业绩将持续增长，盈利预测维持不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 5.08/8.18/10.77 亿元，EPS 分别为 0.40/0.64/0.84 元，当前股价对应 P/E 为 141.4/87.9/66.7 倍。维持“买入”评级。

● **大众电动车销售占比快速提升，国轩高科是核心供应商之一**

根据大众规划，预计 2025 年在中国交付 150 万辆新能源汽车，以每台车 60 度电计算，动力电池需求预估将达到 100GWh。根据大众与江淮汽车的协议，后续将会在合肥投资超过 200 亿元建设全新 MEB 平台工厂，年产能达到 30 万辆，未来 7 年年产量将达到 35-40 万辆。大众汽车预计到 2030 年，集团内电动汽车渗透率为 50%（2020 年为 3%）。预计到 2040 年，主要市场销售的汽车都将实现零排放。目前大众在国内的电池一供是宁德时代，2023 年前后伴随国轩高科相应工厂投产，基于大众与国轩高科电池研发和生产领域的深度合作以及成本等角度考虑，国轩高科届时有望成为大众在国内的核心供应商之一，市场前景广阔。

● **与大众在电芯研发和生产领域强强联手，产品竞争力增强将提升其市占率**

大众中国已派出 10-20 人的专家团队帮助国轩高科进行 MEB 平台开发工作。2021 年大众首次亮相的方形电芯综合成本大幅下降，最高降幅可达 50%，同时电池续航与充电性能明显提升。随着与全球最大的汽车公司大众在电动智能领域加速合作，国轩高科一方面接触到更国际化的资源和机会，另一方面德系严格的质量把控体系有望显著提升其电池的质量和整体竞争力，有利于国轩高科开拓其他中高端客户。根据公司年报，公司规划 2025 年产能达 100GWh、国内份额不低于 20%。我们认为产品竞争力增强是发展根基，将助力公司实现上述目标。

● **风险提示：**行业技术变革、行业竞争加剧、与大众合作不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,959	6,724	9,556	13,243	16,273
YOY(%)	-3.3	35.6	42.1	38.6	22.9
归母净利润(百万元)	51	150	508	818	1,077
YOY(%)	91.2	192.0	239.6	60.9	31.7
毛利率(%)	32.5	25.2	22.5	28.9	29.9
净利率(%)	1.0	2.2	5.3	6.2	6.6
ROE(%)	0.5	1.3	3.7	4.9	6.0
EPS(摊薄/元)	0.04	0.12	0.40	0.64	0.84
P/E(倍)	1401.6	480.0	141.35	87.86	66.73
P/B(倍)	8.1	6.6	5.4	4.4	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14761	15620	18429	21599	25053
现金	3615	3344	4300	5959	7323
应收票据及应收账款	6103	7014	7688	8865	10279
其他应收款	160	135	284	296	416
预付账款	226	249	427	509	641
存货	3959	3220	4185	4374	4749
其他流动资产	699	1658	1545	1595	1645
非流动资产	10409	12215	14098	16397	19105
长期投资	622	668	712	758	802
固定资产	5549	7160	8454	10078	12016
无形资产	938	1414	1607	1796	2019
其他非流动资产	3300	2973	3325	3766	4268
资产总计	25170	27835	32526	37997	44158
流动负债	11397	11894	14082	16745	19795
短期借款	3862	3252	4248	6026	7281
应付票据及应付账款	6459	7049	7762	8611	9634
其他流动负债	1076	1593	2072	2108	2880
非流动负债	4717	4866	4871	4943	5059
长期借款	3189	3582	3587	3660	3776
其他非流动负债	1528	1283	1283	1283	1283
负债合计	16115	16759	18953	21689	24854
少数股东权益	152	169	159	140	108
股本	1137	1281	1281	1281	1281
资本公积	4867	6231	8231	10231	12231
留存收益	3155	3317	3774	4516	5521
归属母公司股东权益	8904	10906	13414	16168	19196
负债和股东权益	25170	27835	32526	37997	44158

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-683	685	384	629	1672
净利润	48	147	498	798	1044
折旧摊销	519	608	536	665	823
财务费用	291	312	211	188	522
投资损失	24	-61	-148	-103	-58
营运资金变动	-1989	-571	-678	-869	-609
其他经营现金流	423	251	-35	-50	-50
投资活动现金流	-2062	-2243	-2235	-2811	-3422
资本支出	1970	2094	1804	2204	2614
长期投资	-163	-253	-44	-43	-44
其他投资现金流	-255	-402	-476	-651	-852
筹资活动现金流	3080	1334	2060	2563	2359
短期借款	1632	-610	248	500	500
长期借款	1230	393	5	73	115
普通股增加	0	144	0	0	0
资本公积增加	297	1364	2000	2000	2000
其他筹资现金流	-78	42	-193	-10	-256
现金净增加额	331	-241	208	381	609

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4959	6724	9556	13243	16273
营业成本	3345	5028	7405	9415	11403
营业税金及附加	38	43	43	88	103
营业费用	334	266	334	490	570
管理费用	398	398	459	689	716
研发费用	437	499	669	1059	1269
财务费用	291	312	211	188	522
资产减值损失	-323	-135	19	530	586
其他收益	510	393	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-24	61	148	103	58
资产处置收益	2	5	0	0	0
营业利润	59	168	564	887	1162
营业外收入	6	10	7	8	8
营业外支出	13	11	11	10	11
利润总额	52	166	560	886	1159
所得税	4	20	62	88	114
净利润	48	147	498	798	1044
少数股东损益	-3	-3	-10	-19	-32
归母净利润	51	150	508	818	1077
EBITDA	907	1107	1327	1828	2308
EPS(元)	0.04	0.12	0.40	0.64	0.84

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	35.6	42.1	38.6	22.9
营业利润(%)	-90.8	184.8	236.6	57.3	31.0
归属于母公司净利润(%)	91.2	192.0	239.6	60.9	31.7
获利能力					
毛利率(%)	32.5	25.2	22.5	28.9	29.9
净利率(%)	1.0	2.2	5.3	6.2	6.6
ROE(%)	0.5	1.3	3.7	4.9	6.0
ROIC(%)	2.1	2.3	3.0	3.7	4.4
偿债能力					
资产负债率(%)	64.0	60.2	58.3	57.1	56.3
净负债比率(%)	55.7	48.1	39.7	35.7	35.5
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	0.8	1.0	1.3	1.6	1.7
应付账款周转率	0.6	0.7	1.0	1.1	1.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.12	0.40	0.64	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.53	0.53	0.30	0.49	1.31
每股净资产(最新摊薄)	6.95	8.52	10.48	12.63	13.43
估值比率					
P/E	1401.6	480.0	141.4	87.9	66.7
P/B	8.1	6.6	5.4	4.4	4.2
EV/EBITDA	85.0	69.5	58.0	42.3	33.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn