

## 国轩高科 (002074.SZ)

## 客户结构持续优化，看好公司利润率持续回升

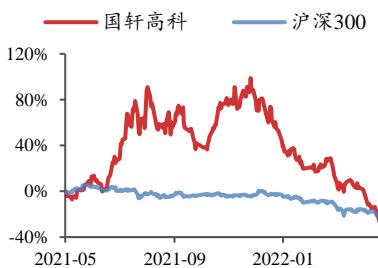
2022年05月01日

## ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	26.80
一年最高最低(元)	66.60/22.67
总市值(亿元)	446.14
流通市值(亿元)	300.71
总股本(亿股)	16.65
流通股本(亿股)	11.22
近3个月换手率(%)	126.84

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-大众定增终落地，国轩高科迈向全球电池龙头》 -  
2021.12.14

《公司信息更新报告-装机增速高于行业整体，看好中长期产品力提升》 -  
2021.11.1

《公司信息更新报告-下半年看电池业务放量，长期看产品力提升》 -  
2021.8.30

刘强（分析师）

liuqiang@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

## ● 2021年全年营收破百亿，现金流大幅回暖

公司 2021 年公司营收 103.56 亿元，同比 54.01%；扣非归母净利-3.42 亿元。2021Q4 营收 46.31 亿元，约占全年总收入的 45%，扣非归母净利-1.69 亿元，经营性现金流净额达 9.93 亿。2022 年 Q1 营收 39.16 亿元，同比+203.14%，持续高增，扣非归母净利 978.87 万元。2021 年毛利率 18.61%，2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别为 18.98% 和 14.48%。基于对原材料价格的判断，我们调整 2022/2023 年盈利预测并新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润有望达到 5.50 (-2.90) /12.37 (+1.38) /17.76 亿元，EPS 分别为 0.33/0.74/1.07 元/股，当前股价对应市盈率分别为 81.2/36.1/25.1 倍。2 季度随着公司产品涨价在报表端进一步体现叠加原材料价格松动，预计毛利率有望回升，维持“买入”评级。

## ● 动力电池全年产销量大幅增长，库存充足保障 2022 年 Q1 至 Q2 利润

公司配套上汽通用五菱、江淮、奇瑞、零跑等车企的热销车型，在 A00 细分配套市场站稳第一梯队，受益于微型电动车市场需求旺盛，公司动力电池产销量及装机量得到大幅提升。2021 年全年公司动力电池组产量近 16GWh，出货量约 15GWh+，整体增长近一倍。公司 2021 年年末电池组库存量约 4-5GWh，原材料+产成品库存相对充足，缓解 2022 年 Q1 至 Q2 原材料价格上涨对成本端的影响。

## ● 积极开拓海内外客户，客户结构大幅优化

**积极开拓海外客户：**(1) 与美国公司 Rivian 签订 6 年 200GWh 磷酸铁锂电池的长期战略协议，预计 2022 年底开始小批量供应。(2) 与大众合作进展顺利，目前公司已完成三元和磷酸铁锂的标准电芯定点，预计 2023 年底或 2024 年初开始供货，为配合此次合作顺利开展，公司也将“6GWh 高比能动力电池产业化项目”募投项目变更为“年产 20GWh 大众标准电芯项目”，并加快项目建设。

**国内客户新进展：**合肥国轩预计在 2022 年至 2024 年为吉利商用车供应 12.6 万套动力电池产品（假设 1 套 100 度电对应总量超过 12GWh）。海内外一线车企的长单助力公司客户结构持续优化。

## ● 风险提示：上游原材料价格波动，行业竞争加剧

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,724	10,356	20,631	30,181	40,373
YOY(%)	35.6	54.0	99.2	46.3	33.8
归母净利润(百万元)	150	102	550	1,237	1,776
YOY(%)	-192.0	-31.9	439.4	125.2	43.5
毛利率(%)	25.2	18.6	17.1	21.1	23.5
净利率(%)	2.2	1.0	2.7	4.1	4.4
ROE(%)	1.3	0.4	2.5	4.5	6.0
EPS(摊薄/元)	0.09	0.06	0.33	0.74	1.07
P/E(倍)	298.1	437.9	81.18	36.05	25.12
P/B(倍)	4.1	2.4	2.1	1.8	1.7

数据来源：聚源、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	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	15620	25280	49241	38081	71908	<b>营业收入</b>	6724	10356	20631	30181	40373
现金	3344	11385	9284	13582	18168	营业成本	5028	8429	17104	23826	30884
应收票据及应收账款	7014	6883	24856	12871	34627	营业税金及附加	43	75	93	195	249
其他应收款	135	265	532	634	926	营业费用	266	330	516	905	1211
预付账款	249	230	723	671	1194	管理费用	398	569	825	1207	1615
存货	3220	4488	12616	9044	15663	研发费用	499	644	1032	1811	2422
其他流动资产	1658	2029	1230	1280	1330	财务费用	312	335	470	765	1852
<b>非流动资产</b>	12215	18333	25500	31760	41297	资产减值损失	-135	-198	206	453	606
长期投资	668	1033	1407	1779	2154	其他收益	393	559	0	0	0
固定资产	7160	8762	14053	18612	25641	公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
无形资产	1414	2286	2574	2917	3294	投资净收益	61	15	158	110	69
其他非流动资产	2973	6252	7466	8452	10208	资产处置收益	5	34	0	0	0
<b>资产总计</b>	27835	43613	74741	69841	113205	<b>营业利润</b>	168	39	542	1130	1603
<b>流动负债</b>	11894	18282	45278	36433	74197	营业外收入	10	17	11	11	12
短期借款	3252	5480	17824	14924	36591	营业外支出	11	8	9	10	10
应付票据及应付账款	7049	10235	23974	17462	31952	<b>利润总额</b>	166	48	544	1130	1605
其他流动负债	1593	2567	3480	4046	5654	所得税	20	-29	5	11	16
<b>非流动负债</b>	4866	5957	7716	8626	10699	<b>净利润</b>	147	77	539	1119	1589
长期借款	3582	4877	6636	7545	9618	少数股东损益	-3	-25	-11	-119	-186
其他非流动负债	1283	1080	1080	1080	1080	<b>归母净利润</b>	150	102	550	1237	1776
<b>负债合计</b>	16759	24239	52994	45059	84896	EBITDA	1107	1170	2045	3343	4823
少数股东权益	169	597	586	467	281	EPS(元)	0.09	0.06	0.33	0.74	1.07
股本	1281	1665	1665	1665	1665						
资本公积	6231	13194	15194	17194	19194	<b>主要财务比率</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	3317	3562	3854	4388	4939	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	10906	18778	21161	24315	28028	营业收入(%)	35.6	54.0	99.2	46.3	33.8
负债和股东权益	27835	43613	74741	69841	113205	营业利润(%)	184.8	-76.6	1285.2	108.2	41.9
						归属于母公司净利润(%)	-192.0	-31.9	439.4	125.2	43.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	25.2	18.6	17.1	21.1	23.5
						净利率(%)	2.2	1.0	2.7	4.1	4.4
						ROE(%)	1.3	0.4	2.5	4.5	6.0
						ROIC(%)	2.3	1.9	2.3	4.0	3.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	60.2	55.6	70.9	64.5	75.0
						净负债比率(%)	48.1	5.0	80.9	48.2	122.4
						流动比率	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
						速动比率	0.9	1.0	0.8	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						应收账款周转率	1.0	1.5	1.3	1.6	1.7
						应付账款周转率	0.7	1.0	1.0	1.1	1.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.09	0.06	0.33	0.74	1.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.64	-6.02	7.16	-5.45
						每股净资产(最新摊薄)	6.55	11.28	12.71	14.61	15.64
						<b>估值比率</b>					
						P/E	298.1	437.9	81.2	36.1	25.1
						P/B	4.1	2.4	2.1	1.8	1.7
						EV/EBITDA	44.9	39.4	30.7	17.0	16.0

数据来源：聚源、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形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