

## 公司研究

## 海外及储能持续发力，碳酸锂布局提供盈利弹性

## ——国轩高科（002074.SZ）2022年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司2022Q1-3实现营业收入144.26亿元，同比增长152.00%；归母净利润为1.50亿元，同比增长121.40%；扣非归母净利润为-3.60亿元，同比减少108.16%。其中2022Q3实现营收57.88亿元，同比增长166.33%，环比增长22.59%；归母净利润为0.86亿元，同比增长335.20%，环比增长163.91%；扣非归母净利润为-1.86亿元，同比减少213.21%，环比减少1.95%。

**Q3净利率环比提升：**Q3公司实现毛利率13.66%，同比减少2.05pcts，环比减少0.71pcts；净利率为1.94%，同比增加0.76pcts，环比增加1.07pcts。其中，碳酸锂收益以投资收益算入报表，并未计算至毛利环节。公司Q3销售费用率为2.95%，环比增加2.71pcts；管理费用率为7.06%，环比减少1.42pcts；研发费用率为9.13%，环比增加2.37pcts；财务费用率为-2.77%，同比减少5.52pcts，财务费用的变化主要系募集资金管理收益所致。

**产能释放，产品单价保持稳定：**前三季度出货量19GWh左右，第三季度出货量7.5-8 GWh，其中动力电池占比65-70%、储能占比约20%、两轮车与低速车占比10-15%。展望四季度和明年，随着桐城、南京、柳州、宜春四个基地的新增产能陆续释放，预计公司第四季度出货量约12-15GWh，全年出货量约31-34GWh，四季度和明年出货有望持续提升。三季度产品单价处于较稳定状态。

**持续开拓国内外优质客户：**公司推进与零跑、长安、长城、奇瑞、吉利等乘用车客户的合作关系，开拓广汽埃安、合众等新客户。公司进一步拓展国际客户，不断深化与大众集团的产业及股权合作，保持与Invenergy、Jinko等海外公司的全方位战略合作伙伴关系，为海外储能市场打下坚实基础。

**储能领域持续发力，完善产业布局：**22年10月，合肥国轩成功中标新源智储2022年度储能设备第二次框架招标项目，订单规模不超过600MWh。与苏美达签署战略合作协议，未来三年储能项目总量预计达10GWh。公司持续深化与华为、中国铁塔、国家电网、中电投、上海电气、中国电力、苏美达、Freyr、Nextera、Moxion等国内外企业的合作，共同开拓国内外储能市场。

**盈利预测、估值与评级：**上半年碳酸锂价格上涨毛利率承压，下调22年净利润预测，公司碳酸锂自供产能22年下半年逐步释放，并在23年后持续贡献投资收益，上调23-24年净利润预测，预计22-24年净利润分别为3.45/16.36/24.86亿元（-42%/+69%/+82%），当前股价对应PE分别为163/34/23x。大众入股后有望带来先进制造技术和管理经验，公司盈利能力和高端乘用车客户占比有望提升，宜春碳酸锂布局有望提供成本优势，维持“买入”评级。

**风险提示：**订单需求及产能释放不及预期；竞争加剧导致盈利能力下滑。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,724	10,356	24,647	44,791	56,957
营业收入增长率	35.60%	54.01%	138.00%	81.73%	27.16%
净利润（百万元）	150	102	345	1,636	2,486
净利润增长率	192.02%	-31.92%	238.98%	373.73%	51.92%
EPS（元）	0.12	0.06	0.19	0.92	1.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.37%	0.54%	1.85%	8.02%	10.85%
P/E	271	518	163	34	23
P/B	3.7	2.8	3.0	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-27；2021年末总股本16.65亿股，22年GDR发行上市股本变为17.79亿股

## 买入（维持）

当前价：31.72元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523693

chenwuji@ebsecn.com

联系人：吕昊

021-52523817

lvhao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	17.79
总市值(亿元)	564.26
一年最低/最高(元)	22.62/66.45
近3月换手率	93.79%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.57	-10.42	-20.65
绝对	-4.14	-24.48	-46.40

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,724	10,356	24,647	44,791	56,957
营业成本	5,028	8,429	21,117	38,296	48,800
折旧和摊销	600	805	1,830	2,255	2,643
税金及附加	43	75	178	313	407
销售费用	266	330	823	1,451	1,788
管理费用	398	569	1,392	2,306	2,875
研发费用	499	644	1,582	2,831	3,543
财务费用	312	335	517	1,070	1,601
投资收益	61	15	613	1,699	2,000
营业利润	168	39	371	1,799	2,748
利润总额	166	48	382	1,816	2,760
所得税	20	-29	38	182	276
净利润	147	77	344	1,635	2,484
少数股东损益	-3	-25	-1	-2	-2
归属母公司净利润	150	102	345	1,636	2,486
EPS(元)	0.12	0.06	0.19	0.92	1.40

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	685	1,058	1,539	2,618	2,377
净利润	150	102	345	1,636	2,486
折旧摊销	600	805	1,830	2,255	2,643
净营运资金增加	1,032	174	8,249	11,919	9,165
其他	-1,097	-23	-8,885	-13,191	-11,917
投资活动产生现金流	-2,243	-4,185	-4,527	-2,426	-1,100
净资本支出	-2,091	-4,442	-3,784	-4,065	-3,060
长期投资变化	668	1,033	0	0	0
其他资产变化	-820	-777	-743	1,639	1,960
融资活动现金流	1,334	10,132	5,159	10,887	5,415
股本变化	144	384	114	0	0
债务净变化	232	3,882	6,139	11,852	6,986
无息负债变化	412	3,598	14,536	18,686	10,191
净现金流	-241	7,002	2,171	11,079	6,691

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.2%	18.6%	14.3%	14.5%	14.3%
EBITDA 率	24.5%	18.1%	11.4%	9.6%	9.4%
EBIT 率	15.5%	10.3%	4.0%	4.6%	4.8%
税前净利润率	2.5%	0.5%	1.6%	4.1%	4.8%
归母净利润率	2.2%	1.0%	1.4%	3.7%	4.4%
ROA	0.5%	0.2%	0.5%	1.7%	2.1%
ROE (摊薄)	1.4%	0.5%	1.9%	8.0%	10.8%
经营性 ROIC	5.2%	7.5%	2.5%	3.8%	4.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	60%	56%	70%	78%	80%
流动比率	1.31	1.38	1.15	1.11	1.13
速动比率	1.04	1.14	0.90	0.87	0.89
归母权益/有息债务	1.41	1.62	1.05	0.69	0.63
有形资产/有息债务	3.35	3.50	3.46	3.16	3.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	27,835	43,613	64,169	96,446	116,137
货币资金	3,344	11,385	13,556	24,635	31,327
交易性金融资产	411	53	53	53	53
应收账款	6,587	6,719	13,703	21,995	27,772
应收票据	427	164	390	709	902
其他应收款 (合计)	135	265	595	1,032	1,426
存货	3,220	4,488	9,416	15,444	19,288
其他流动资产	1,163	1,849	3,833	7,638	9,814
流动资产合计	15,620	25,280	42,648	73,257	92,612
其他权益工具	915	1,021	850	910	950
长期股权投资	668	1,033	1,033	1,028	1,023
固定资产	7,160	8,762	10,125	11,104	11,115
在建工程	1,152	2,632	2,716	2,758	2,579
无形资产	1,264	1,895	1,868	1,843	1,818
商誉	81	148	148	148	148
其他非流动资产	270	1,858	3,390	3,390	3,390
非流动资产合计	12,215	18,333	21,521	23,189	23,525
总负债	16,759	24,239	44,914	75,452	92,630
短期借款	3,252	5,480	9,899	20,169	25,966
应付账款	4,017	5,406	12,909	22,262	27,879
应付票据	3,032	4,829	11,465	19,643	23,566
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	18	74	238	511	663
流动负债合计	11,894	18,282	37,119	66,219	82,242
长期借款	2,587	4,378	5,988	7,598	8,806
应付债券	996	499	999	831	776
其他非流动负债	265	168	168	168	168
非流动负债合计	4,866	5,957	7,795	9,233	10,387
股东权益	11,075	19,374	19,255	20,994	23,507
股本	1,281	1,665	1,779	1,779	1,779
公积金	6,390	13,373	13,293	13,457	13,705
未分配利润	3,158	3,384	3,528	5,000	7,237
归属母公司权益	10,906	18,778	18,659	20,401	22,915
少数股东权益	169	597	595	594	592

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.96%	3.19%	3.34%	3.24%	3.14%
管理费用率	5.92%	5.50%	5.65%	5.15%	5.05%
财务费用率	4.64%	3.24%	2.10%	2.39%	2.81%
研发费用率	7.41%	6.22%	6.42%	6.32%	6.22%
所得税率	12%	-61%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.53	0.64	0.87	1.47	1.34
每股净资产	8.52	11.28	10.49	11.47	12.88
每股销售收入	5.25	6.22	13.86	25.18	32.02

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	271	518	163	34	23
PB	3.7	2.8	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	29.3	31.8	26.6	20.1	17.4
股息率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b> A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

## 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。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE