

国轩高科（002074）：北美产能落地，有望抢先收获海外高增红利

公司发布 2023 年三季度报告。前三季度实现营收 217.8 亿元，同比+51.0%；归母净利 2.9 亿元，同比+94.7%，扣非归母净利 0.51 亿元，同比+114.1%。Q3 实现营收 65.4 亿元，环比+13.0%/-18.9%；归母净利 0.83 亿元，环比-2.8%/-37.7%；扣非归母净利 0.15 亿元。前三季度公司业绩增长表现亮眼，Q3 下游需求增速同比放缓，行业竞争有所加剧，导致公司短期业绩承压。

成本下行叠加客户结构改善，毛利率提升显著。前三季度公司毛利率 17.0%，同比+2.9pct，Q3 毛利率 20.8%，环比+7.2pct/+8.7pct。公司毛利率显著提升，主要受益于碳酸锂等原材料成本下行+公司海外客户占比提升+规模效应释放。前三季度公司净利率率 1.3%，同比+0.3pct，公司期间费用率基本维持稳定，财务费用波动主要为汇兑损益与借款利息相关变动。

动储出货高增，大客户定点持续落地。前三季度公司出货 31GWh，已超去年全年规模。国内动力电池装机 10GWh，市占率 3.9% 排名第五。公司新客户拓展陆续获重大突破，定点大众海外市场 LFP 标准电芯，Q4 将为大众小批量供应 C 样电芯产品，此外公司新进埃安/哪吒等多个客户产品定点。储能方面，22 年底公司与苏美达达成 2023~2025 年 10GWh 战略合作项目持续贡献增量，近期与南网储能科技签订战略合作协议，同时与 InoBat/Edison 达成战略合作共同探索欧洲/日本储能市场。随着桐城/南京/柳州等新增产能陆续释放，叠加原材料价格低位，我们预计 23 年公司电池出货有望达 50~55GWh。

一体化布局深化，原材料自供率持续提升。公司持续深化产业链一体化布局，不断完善从矿产资源端/材料端到电池回收端全链路布局。锂矿方面，公司已获白水洞矿 150 万吨/水南段矿 180 万吨/华友矿 5 万吨采矿权；碳酸锂冶炼方面，国轩科丰/宜丰/奉新项目合计规划 2025 年满产产能 12 万吨，目前科丰项目 2 万吨/宜丰项目一期 2.5 万吨均已投产，预计 23 年碳酸锂产量 1.5 万吨，全年碳酸锂自供率有望超 50%。我们认为全产业链一体化布局叠加碳酸锂等原材料自供率提升，未来公司成本优势将愈发凸显，盈利弹性可期。

北美产能落地行业领先，有望抢先海外高增红利。公司 23H1 海外业务实现收入 30.6 亿，同比+297%，海外销售占比 20.1%，同比+11.2pct。公司领先国内同业，为首家实现北美地区电池核心生产环节产能落地的电池厂商，于美国密歇根/伊利诺伊州建设 LFP 正极材料 15 万吨/负极材料 5 万吨/电芯 40GWh/PACK 10GWh 生产基地，电芯 PACK 产能预计 24 年投产；此外德国哥廷根 PACK 产线近期已正式投运，越南/泰国/印度产能亦将陆续落地，公司规划 25 年海外产能达 100GWh。公司目前已为大众标准电芯全球定点供应商，预计未来标准电芯将覆盖大众旗下 80% 量产车型，同时公司加深推进与美国 Rivian/印度 Tata/越南 VinFast 等公司战略合作，并进入雷诺-日产-三菱联盟供应商体系。在大众股东加持下公司出海进程将顺利稳固推进，海外电动车渗透率提升空间广阔且目前亟待降本，公司作为海外布局优势领先的 LFP 电池龙头企业，未来有望抢先收获海外市场高增速的红利，长期看好公司全球市占率提升。

盈利预测及投资评级：原材料端价格波动与电池行业竞争有所加剧，短期内公司成本端与盈利或将承压，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润预测为 6.1/12.5/20.7 亿元，同比+94.5%/+107.0%/+65.2%，当前股价对应 PE 为 70.0x/33.8x/20.5x。向前看，公司海外产能行业领先落地，抢先分享海外高增红利，叠加一体化布局下成本端优势，公司竞争力持续提升，有望开启新增长曲线，维持“强烈推荐”评级。

2023 年 11 月 9 日

强烈推荐/维持

国轩高科

公司报告

公司简介：

公司系国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一，拥有自主核心知识产权，主营业务为动力锂电池和输配电设备两大业务板块，主要产品为正极材料、动力锂电池电芯、动力锂电池组、电池管理系统及储能型电池组、输配电产品等。公司生产的动力锂电池产销量多年排名国内前列。

未来 3-6 个月重大事项提示：

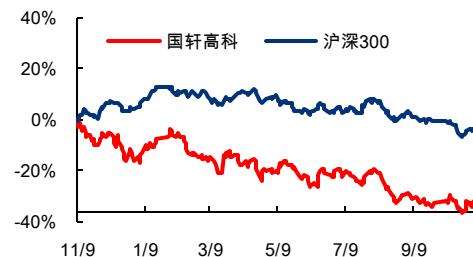
无

资料来源：公司公告

交易数据

52 周股价区间（元）	34.53-21.82
总市值（亿元）	419.75
流通市值（亿元）	304.16
总股本/流通 A 股（万股）	178,089/ 129,044
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.47

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

风险提示：终端需求增长、公司与大众合作进度/大众销量、公司产能建设、公司成本/盈利改善不及预期，行业竞争加剧超预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10,356	23,052	33,187	44,872	58,613
增长率 (%)	54.0%	122.6%	44.0%	35.2%	30.6%
归母净利润 (百万元)	102	312	606	1,254	2,072
增长率 (%)	-31.9%	205.8%	94.5%	107.0%	65.2%
每股收益 EPS (元)	0.06	0.18	0.34	0.70	1.16
ROE (%)	0.5%	1.3%	2.5%	4.9%	7.6%
PE	503.4	164.4	70.0	33.8	20.5
PS	4.9	2.2	1.3	0.9	0.7

资料来源：公司公告、东兴证券研究所预测，行情数据基于2023年11月6日收盘价

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业收入	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业成本	管理费用	财务费用	研发费用	
流动资产合计	25,279	37,487	44,109	48,816	62,647	营业收入	10,356	23,052	33,187	44,872	58,613	营业成本	8,429	18,950	27,146	
货币资金	11,385	14,122	12,071	6,731	8,792	营业成本	8,429	18,950	27,146	36,713	47,851	营业税金及附加	75	161	232	
应收票据及账款	8,032	9,468	13,631	18,430	24,074	销售费用	330	471	597	897	1,114	销售费用	330	471	597	
其他应收款	263	286	412	556	727	管理费用	569	1,311	1,558	1,535	1,716	管理费用	569	1,311	1,558	
预付款项	230	517	745	1,007	1,316	财务费用	335	323	720	780	948	财务费用	335	323	720	
存货	4,488	7,584	10,864	14,693	19,151	研发费用	644	1,793	2,207	2,669	3,327	研发费用	644	1,793	2,207	
其他流动资产	881	5,509	6,386	7,398	8,587	资产减值损失	-541	-861	-763	-942	-1,114	资产减值损失	-541	-861	-763	
非流动资产合计	18,335	35,141	36,487	41,870	45,884	公允价值变动收益	0	-140	76	0	0	公允价值变动收益	0	-140	76	
长期股权投资	1,033	1,086	1,286	1,586	1,946	投资净收益	14	217	280	380	440	投资净收益	14	217	280	
固定资产	8,771	11,838	16,905	22,997	24,947	加: 其他收益	593	939	344	237	135	加: 其他收益	593	939	344	
无形资产	1,895	2,903	2,908	2,909	2,904	营业利润	39	199	664	1,640	2,709	营业利润	39	199	664	
其他非流动资产	6,635	19,314	15,388	14,378	16,088	营业外收入	17	73	11	0	0	营业外收入	17	73	11	
资产总计	43,613	72,627	80,595	90,686	108,531	营业外支出	8	13	33	0	0	营业外支出	8	13	33	
流动负债合计	18,282	34,369	45,086	56,294	75,160	利润总额	48	259	641	1,640	2,709	利润总额	48	259	641	
短期借款	5,480	10,821	13,534	16,782	26,365	所得税	-29	-107	-71	164	271	所得税	-29	-107	-71	
应付票据及账款	10,235	17,331	22,776	27,785	33,593	净利润	77	366	713	1,476	2,438	净利润	77	366	713	
预收款项	0	0	0	0	0	少数股东损益	-25	54	107	221	366	少数股东损益	-25	54	107	
其他流动负债	2,567	6,218	8,777	11,728	15,202	归属母公司净利润	102	312	606	1,254	2,072	归属母公司净利润	102	312	606	
非流动负债合计	5,957	13,761	10,298	7,705	4,247	归属于母公司净利润	102	312	606	1,254	2,072	归属于母公司净利润	102	312	606	
长期借款	4,883	11,247	7,785	5,192	1,733	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	
其他非流动负债	1,074	2,513	2,513	2,513	2,513	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力	2021A	2022A	2023E	
负债合计	24,239	48,130	55,385	64,000	79,407	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力	2021A	2022A	2023E	
少数股东权益	597	986	1,092	1,314	1,680	营业收入增长	54%	123%	44%	35%	31%	营业收入增长	54%	123%	44%	
实收资本(或股本)	1,665	1,779	1,779	1,779	1,779	营业利润增长	-77%	409%	234%	147%	65%	营业利润增长	-77%	409%	234%	
资本公积	13,194	18,191	18,191	18,191	18,191	归属于母公司净利润增长	-32%	206%	94%	107%	65%	归属于母公司净利润增长	-32%	206%	94%	
未分配利润	3,919	3,542	4,148	5,403	7,475	获利能力	毛利率(%)	18.6%	17.8%	18.2%	18.2%	18.4%	毛利率(%)	18.6%	17.8%	18.2%
归属母公司股东权益合计	18,778	23,512	24,118	25,373	27,445	净利率(%)	0.7%	1.6%	2.1%	3.3%	4.2%	净利率(%)	0.7%	1.6%	2.1%	
负债和所有者权益	43,613	72,627	80,595	90,686	108,531	ROA(%)	0.5%	0.2%	0.4%	0.8%	1.4%	ROA(%)	0.5%	0.2%	0.4%	
现金流量表	单位:百万元					ROE(%)	0.5%	1.3%	2.5%	4.9%	7.6%	ROE(%)	0.5%	1.3%	2.5%	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力	2021A	2022A	2023E	
经营活动现金流	1,058	801	1,686	1,767	2,861	资产负债率(%)	56%	66%	69%	71%	73%	资产负债率(%)	56%	66%	69%	
净利润	77	366	713	1,476	2,438	流动比率	1.38	1.09	0.98	0.87	0.83	流动比率	1.38	1.09	0.98	
折旧摊销	810	1,093	1,354	1,916	2,346	速动比率	1.08	0.80	0.66	0.52	0.49	速动比率	1.08	0.80	0.66	
财务费用	381	496	720	780	948	营运能力	0.24	0.32	0.41	0.49	0.54	总资产周转率	0.24	0.32	0.41	
营运资金变动	185	-1,662	-669	-2,087	-2,488	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	2.46	2.46	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	
其他经营现金流	-395	509	-431	-318	-383	总资产周转率	0.24	0.32	0.41	0.49	0.54	总资产周转率	0.24	0.32	0.41	
投资活动现金流	-4,185	-17,525	-2,269	-6,982	-5,977	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	2.46	2.46	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	
资本支出	-4,659	-11,970	-2,500	-7,000	-6,000	应付账款周转率	1.56	1.60	1.83	2.15	2.43	应付账款周转率	1.56	1.60	1.83	
投资收益	14	217	280	380	440	每股指标(元)	0.06	0.17	0.34	0.70	1.16	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.17	0.34	
其他投资现金流	459	-5,772	-49	-362	-417	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.17	0.34	0.70	1.16	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.17	0.34	
筹资活动现金流	10,132	18,304	-1,469	-125	5,178	每股净现金流(最新摊薄)	0.75	2.30	-1.93	-3.81	0.20	每股净现金流(最新摊薄)	0.75	2.30	-1.93	
短期借款增加	2,229	5,340	2,714	3,247	9,584	每股净资产(最新摊薄)	10.54	13.20	13.54	14.25	15.41	每股净资产(最新摊薄)	10.54	13.20	13.54	
长期借款增加	1,300	6,364	-3,463	-2,593	-3,458	估值比率	P/E	417.0	136.2	70.0	33.8	P/E	417.0	136.2	70.0	
普通股增加	384	114	0	0	0	P/S	4.1	1.8	1.3	0.9	0.7	P/S	4.1	1.8	1.3	
资本公积增加	6,963	4,997	0	0	0	P/B	2.3	1.8	1.8	1.7	1.5	P/B	2.3	1.8	1.8	
现金净增加额	7,002	1,803	-2,051	-5,340	2,061											

资料来源：公司公告、东兴证券研究所预测

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	国轩高科 (002074): 获大众海外市场标准电芯定点, 全球竞争力稳固提升	2023-05-16
公司普通报告	国轩高科 (002074): 业绩维持高增, 出海进程领跑行业	2023-05-08
公司深度报告	国轩高科 (002074): 乘大众电动转型之势, 国际化战略展翅高飞	2023-03-07
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告: 广东公布省管海域风电项目竞配结果, 海风发展阻碍正逐步消除	2023-11-06
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告: 大众战略入股小鹏汽车, 产业链出海迎来新阶段	2023-08-08
行业深度报告	风光新机遇, 锂电新格局——电力设备与新能源行业 2023 年中期展望报告	2023-07-14
行业深度报告	风光新机遇, 锂电新格局——电力设备与新能源行业中期展望报告	2023-07-06
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告: 光伏产业链价格快速下跌, 拜登继续缓征东南亚光伏关税	2023-06-08
行业深度报告	电力设备与新能源行业: 从成本角度看锂电中游市场竞争情况	2023-05-12
行业普通报告	电力设备与新能源: 欧盟发布《净零工业法案》落地尚需时日, 出口短期影响有限	2023-04-06
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告: 节后硅料价格反弹接近尾声, 光伏产业链酝酿跌价情绪	2023-03-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 5年投资研究经验, 2016年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得2017年水晶球公募榜入围, 2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 3年投资研究经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数)：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526