

国轩高科 (002074.SZ)

2023 年 11 月 20 日

三季度毛利率大幅改善，北美产能基地建设有望加速出海进程

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2023/11/20
当前股价(元)	23.25
一年最高最低(元)	33.77/21.35
总市值(亿元)	414.06
流通市值(亿元)	300.03
总股本(亿股)	17.81
流通股本(亿股)	12.90
近3个月换手率(%)	49.15

股价走势图


殷晟路（分析师）

yinshenglu@kysec.cn

证书编号: S0790522080001

李林容（联系人）

lilinrong@kysec.cn

证书编号: S0790122080001

● 国轩高科发布三季报，三季度毛利率大幅改善

国轩高科披露 2023 年三季报，2023 前三季度，公司实现营收 217.8 亿元，同比 +51%；归母净利润 2.9 亿元，同比 95%；扣非归母净利润 5076.5 万元，同比 +114%。前三季度公司毛利率 17.0%，同比 +2.9pct；其中 Q3 毛利率 20.8%，环比 +8.7pct，明显改善，主要系碳酸锂价格下降周期下的调价滞后红利叠加海外客户出货占比提升。考虑动力电池行业竞争加剧，我们下调公司 2023-2024 年归母净利预测为 5.1/10.4 亿元（原 16.0/28.2 亿元），新增 2025 年归母净利预测为 16.6 亿元，2023-2025 年 EPS 为 0.29/0.59/0.94 元，对应当前股价 PE 为 90.2/44.2/27.7 倍，考虑公司出海布局领先，未来配套大众基本盘稳固，行业出清后盈利能力有望显著提升，维持“买入”评级。

● 公司海外业务扩展加速，关注北美新产能落地进程

2023 年公司海外业务发力，2023H1 海外业务营收 30.6 亿元，同比 +297%。公司已进入雷诺-日产-三菱联盟供应商体系并供货，并成为大众汽车海外市场定点供应商，后续将面向大众汽车集团全系列车型供货。美国国轩已于 10 月 24 日与密歇根州政府完成建设用地的购买合同及州政府专项补贴等内容的签约，产能布局进展领先行业。

● 储能及新产品有望贡献新增长动力

公司 2016 年起布局储能市场，已通过 GB、UL、IEC、日本 JET 等标准认证。在国内，公司深耕华为、中国铁塔、国家电网、苏美达、上海电气等国内客户，海外，公司先后与 ABB、Nextera、Invenergy、Jinko、Borrego、Edison 等知名国际企业建立合作。同时公司第三代产品拥有可定制化尺寸的圆柱、方形等系列电芯，涵盖了多个化学体系，并与多家国际车企正在深入对接，其中 UC 电芯已获得大众全球定点，未来有望贡献新增长动力。

风险提示：竞争加剧影响盈利能力风险；公司出海进程不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,356	23,052	29,388	45,063	54,300
YOY(%)	54.0	122.6	27.5	53.3	20.5
归母净利润(百万元)	102	312	510	1,043	1,664
YOY(%)	-32.0	206.1	63.8	104.4	59.6
毛利率(%)	18.6	17.8	18.1	17.8	17.7
净利率(%)	0.7	1.6	1.7	2.3	3.1
ROE(%)	0.4	1.5	2.0	4.0	6.0
EPS(摊薄/元)	0.06	0.18	0.29	0.59	0.94
P/E(倍)	452.5	147.8	90.2	44.2	27.7
P/B(倍)	2.5	2.0	1.9	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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25279	37487	39154	55554	45312	营业收入	10356	23052	29388	45063	54300
现金	11385	14122	14694	18025	16290	营业成本	8429	18950	24061	37055	44679
应收票据及应收账款	6883	8737	8351	14632	10045	营业税金及附加	75	161	208	313	383
其他应收款	263	286	415	659	635	营业费用	330	471	588	901	1086
预付账款	230	517	998	1294	1274	管理费用	569	1311	1558	2298	2661
存货	4488	7584	8456	14703	10828	研发费用	644	1793	2145	3154	3529
其他流动资产	2029	6240	6240	6240	6240	财务费用	335	323	435	581	581
非流动资产	18335	35141	38694	47605	51872	资产减值损失	-198	-372	-100	-100	-100
长期投资	1033	1086	1338	1590	1842	其他收益	559	922	300	200	200
固定资产	8762	11785	15415	21830	25354	公允价值变动收益	-0	-140	0	0	0
无形资产	2286	3523	4001	4542	5142	投资净收益	14	217	250	262	261
其他非流动资产	6253	18746	17940	19644	19535	资产处置收益	34	18	15	18	21
资产总计	43613	72627	77848	103159	97184	营业利润	39	199	508	1040	1662
流动负债	18282	34369	40405	64764	59127	营业外收入	17	73	13	13	13
短期借款	5480	10821	12930	19322	17585	营业外支出	8	13	11	11	11
应付票据及应付账款	10235	17331	22770	38988	35478	利润总额	48	259	510	1043	1664
其他流动负债	2567	6218	4705	6455	6065	所得税	-29	-107	0	0	0
非流动负债	5957	13761	12435	12388	10441	净利润	77	366	510	1043	1664
长期借款	4877	11083	9757	9710	7764	少数股东损益	-25	54	0	0	0
其他非流动负债	1080	2677	2677	2677	2677	归属母公司净利润	102	312	510	1043	1664
负债合计	24239	48130	52840	77152	69569	EBITDA	1057	2093	2109	3152	4308
少数股东权益	597	986	986	986	986	EPS(元)	0.06	0.18	0.29	0.59	0.94
股本	1665	1779	1779	1779	1779						
资本公积	13194	18191	18191	18191	18191	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	3562	3734	4036	4545	5144	成长能力					
归属母公司股东权益	18778	23512	24023	25021	26630	营业收入(%)	54.0	122.6	27.5	53.3	20.5
负债和股东权益	43613	72627	77848	103159	97184	营业利润(%)	-76.7	408.9	155.8	104.7	59.7
						归属于母公司净利润(%)	-32.0	206.1	63.8	104.4	59.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	18.6	17.8	18.1	17.8	17.7
						净利率(%)	0.7	1.6	1.7	2.3	3.1
						ROE(%)	0.4	1.5	2.0	4.0	6.0
						ROIC(%)	2.4	5.0	3.3	4.8	7.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.6	66.3	67.9	74.8	71.6
						净负债比率(%)	5.0	54.8	49.7	61.7	52.1
						流动比率	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
						速动比率	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	1.6	3.0	3.5	4.0	4.5
						应付账款周转率	1.8	2.2	2.0	2.0	2.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.06	0.18	0.29	0.59	0.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.45	3.32	4.08	4.73
						每股净资产(最新摊薄)	10.56	13.22	13.50	14.07	14.97
						估值比率					
						P/E	452.5	147.8	90.2	44.2	27.7
						P/B	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7
						EV/EBITDA	45.0	27.2	26.5	18.9	13.4

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 (underperform)	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 (underperform)	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，属于商业秘密材料，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9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