

➤ **事件。**2024 年 4 月 19 日，公司发布 2023 年年报，23 年公司全年实现营业收入 316.05 亿元，同比变动+37.11%，实现归母净利润 9.39 亿元，同比变动+201.28%，扣非后归母净利润 1.16 亿元，同比变动+122.56%。

➤ **24Q1 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q1 营收 75.08 亿元，同比+4.61%，环比-23.60%，归母净利润为 0.69 亿元，同比-8.56%，环比-89.31%，扣非后归母净利润为 0.11 亿元，同比+195.26%，环比-83.81%。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 17.86%，同比-1.08pct，环比+1.09pct。**净利率：**2024Q1 净利率为 0.48%，同比-0.98pcts，环比-5.71pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 15.33%，同比-1.93pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.21%、4.32%、5.77%、3.04%。

➤ **出货量高增，产品力迈向新高度。**23 年公司产品交付超过 40GWh，同比增长超 40%，其中动力电池系统、储能电池系统分别实现营业收入 230.51、69.32 亿元，同比增长 24.72%、97.61%。23 年 5 月，公司发布 LMFP 体系 L600 启晨电池，电池单体能量密度达 240Wh/kg，系统能量密度达 190Wh/kg，可实现 18 分钟快充。其次，360Wh/kg 三元半固态电池已通过严格的针刺测试，系统能量密度可达 260Wh/kg，续航里程超 1000km。

➤ **打造一体化产业链，全球化战略再下一城。**1) **矿产资源端：**公司加快宜春、印尼、阿根廷等地的矿产资源开发与庐江、乌海、肥东等材料基地产能释放。此外，23 年 7 月，公司与巴斯夫签署战略合作协议，共同推广相关化学材料在电池领域的应用；2) **电池制造端：**公司加快海外基地投建，23 年 10 月，公司先后公告拟在伊利诺伊州、密歇根州投资建设锂电池项目、电池材料项目。23 年 12 月，国轩高科在美国的第一款电池 Pack 产品在弗里蒙特工厂正式下线。同月，泰国工厂第一款电池产品正式下线，泰国工厂一期 Pack 年产能规划为 2GWh，未来计划扩大到 8GWh。3) **下游应用端：**储能方面，公司先后与南网储能、赣能股份签订战略合作协议，就电网侧及用户侧等应用场景深入开展储能项目合作。动力方面，23 年 5 月，公司全资子公司合肥国轩收到大众汽车的采购定点函，为其供应大众汽车磷酸铁锂标准电芯。此外，在低空经济领域，公司与亿航智能签订战略合作协议，共同开发 eVTOL 产品开发。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 361.47、471.36、578.03 亿元，同比增速分别为 14.4%、30.4%、22.6%，归母净利润 12.57、17.83、25.15 亿元，同比增速分别为 34.0%、41.8%、41.1%，对应 PE 为 26、19、13 倍，考虑到公司积极打造一体化产业链，出海进程领先，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动超预期、新能源车销量不及预期、产能项目投建进度不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	31,605	36,147	47,136	57,803
增长率 (%)	37.1	14.4	30.4	22.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	939	1,257	1,783	2,515
增长率 (%)	201.3	34.0	41.8	41.1
每股收益 (元)	0.53	0.70	1.00	1.41
PE	35	26	19	13
PB	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**18.55 元**


### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

### 分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

### 分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

### 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

### 研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

### 研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

### 研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

## 相关研究

- 1.国轩高科 (002074.SZ) 事件点评：质量回报双提升，业绩大超预期-2024/02/05
- 2.国轩高科 (002074.SZ) 深度报告：产业链布局赋能，出海扬帆起航-2024/01/30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,605	36,147	47,136	57,803
营业成本	26,257	28,873	38,141	46,786
营业税金及附加	234	217	283	347
销售费用	656	723	896	1,098
管理费用	1,736	1,807	2,310	2,832
研发费用	2,061	2,097	2,687	3,295
EBIT	1,385	2,521	3,171	3,938
财务费用	547	1,296	1,444	1,507
资产减值损失	-244	-63	-84	-103
投资收益	69	108	141	173
营业利润	975	1,281	1,785	2,502
营业外收支	-27	-48	-37	-36
利润总额	948	1,233	1,748	2,466
所得税	-21	-25	-35	-49
净利润	969	1,257	1,783	2,515
归属于母公司净利润	939	1,257	1,783	2,515
EBITDA	3,263	4,642	5,906	7,442

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,513	11,199	9,503	10,877
应收账款及票据	13,040	13,548	15,316	15,678
预付款项	349	433	572	702
存货	5,679	6,265	8,276	10,152
其他流动资产	8,848	9,367	9,697	10,086
流动资产合计	42,429	40,812	43,365	47,495
长期股权投资	1,505	1,505	1,505	1,505
固定资产	21,857	27,942	35,264	44,526
无形资产	4,684	4,875	5,051	5,213
非流动资产合计	51,163	59,757	66,501	71,077
资产合计	93,593	100,569	109,866	118,572
短期借款	16,237	18,237	18,237	18,237
应付账款及票据	19,535	21,358	27,169	32,045
其他流动负债	9,594	9,354	10,309	10,980
流动负债合计	45,366	48,948	55,714	61,262
长期借款	18,160	20,490	21,490	22,490
其他长期负债	3,771	4,220	4,220	4,220
非流动负债合计	21,931	24,711	25,711	26,711
负债合计	67,297	73,659	81,425	87,973
股本	1,785	1,785	1,785	1,785
少数股东权益	1,229	1,229	1,229	1,229
股东权益合计	26,296	26,910	28,441	30,599
负债和股东权益合计	93,593	100,569	109,866	118,572

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	37.11	14.37	30.40	22.63
EBIT 增长率	184.68	81.99	25.78	24.20
净利润增长率	201.28	33.95	41.76	41.09
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.92	20.12	19.08	19.06
净利润率	2.97	3.48	3.78	4.35
总资产收益率 ROA	1.00	1.25	1.62	2.12
净资产收益率 ROE	3.74	4.90	6.55	8.56
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.94	0.83	0.78	0.78
速动比率	0.73	0.63	0.56	0.54
现金比率	0.32	0.23	0.17	0.18
资产负债率 (%)	71.90	73.24	74.11	74.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	149.10	140.00	120.00	100.00
存货周转天数	78.94	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	0.38	0.37	0.45	0.51
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.70	1.00	1.41
每股净资产	14.04	14.38	15.24	16.45
每股经营现金流	1.35	2.87	4.73	5.77
每股股利	0.10	0.14	0.20	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	35	26	19	13
PB	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.97	13.33	10.48	8.32
股息收益率 (%)	0.54	0.76	1.08	1.52

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	969	1,257	1,783	2,515
折旧和摊销	1,878	2,121	2,736	3,504
营运资金变动	-1,574	-40	2,054	2,372
经营活动现金流	2,419	5,129	8,439	10,294
资本开支	-13,020	-10,685	-9,517	-8,116
投资	-3,524	0	0	0
投资活动现金流	-16,475	-10,736	-9,305	-7,942
股权募资	365	0	0	0
债务募资	15,285	3,697	1,000	1,000
筹资活动现金流	13,888	2,293	-830	-978
现金净流量	86	-3,314	-1,696	1,374

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026