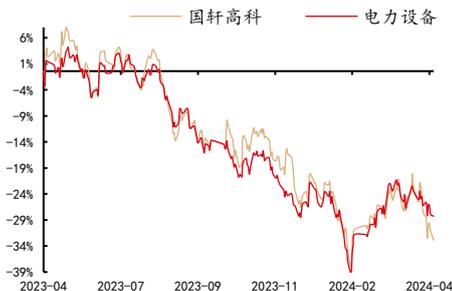




股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.07
总股本/流通股本(亿股)	17.86 / 13.24
总市值/流通市值(亿元)	323 / 239
52周内最高/最低价	29.01 / 16.73
资产负债率(%)	71.9%
市盈率	34.09
第一大股东	大众汽车(中国)投资有限公司

研究所

分析师:王磊  
SAC 登记编号:S1340523010001  
Email:wanglei03@cnpsec.com  
分析师:虞洁攀  
SAC 登记编号:S1340523050002  
Email:yujiepan@cnpsec.com

国轩高科(002074)

全球化布局卓有成效，国内客户结构持续优化

● 投资要点

事件：国轩高科披露 2023 年年报和 2024 年一季报。

2023 年扣非归母净利润转正，业绩表现亮眼。2023 年，公司实现营收 316.05 亿元，同比+37.11%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比+201.28%；实现扣非归母净利润 1.16 亿元，同比+122.56%。2023 年业绩表现亮眼，扣非归母净利润实现自 2019 年以来的首次扭亏为盈。

储能和海外地区销量增速领跑。2023 年，公司电池产品交付突破 40Gwh，同比增速超 40%。其中，储能和海外市场表现强劲。2023 年公司储能电池营收 69 亿元，同比高增约 98%，占公司总营收的比例从 2022 年的 15%提升至 22%，储能业务毛利率 18.29%，比同期提升 9.78pcts，主要受益于规模效应和公司成本管控。2023 年公司海外地区（含港澳台）营收 64 亿元，同比高增 116%。国内：海外地区的营收结构比例从 2022 年的 87%:13%变为 2023 年的 80%:20%，海外市场销量比例显著提升。

24Q1 业绩符合预期，费用率控制得当。2024Q1，公司实现营收 75.08 亿元，同比+4.61%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比-8.56%；实现扣非归母净利润 0.11 亿元，同比+195.26%。期间费用方面，2023 年/2024Q1 公司四大期间费用率总和分别为 15.82%/15.32%，相比 2022 年的 16.91%的期间费用率下降明显。

全球化布局卓有成效，国内市场动力客户结构持续优化。目前，公司已完成美洲、欧非、亚太三大业务板块的搭建，UC 电芯已获得大众全球首家定点，全球化布局初步形成。动力方面，客户结构持续优化，新增广汽、合众等新一批战略客户，A 级及以上市场装车量持续提升。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入 416.30/510.17/594.71 亿元，同比增长 31.72%/22.55%/16.57%；预计归母净利润 13.64/16.95/21.88 亿元，同比增长 45.26%/24.33%/29.07%；对应 PE 分别为 23.66/19.03/14.75 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；国内外政策变化风险；新产品导入进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	31605	41630	51017	59471
增长率 (%)	37.11	31.72	22.55	16.57
EBITDA (百万元)	3262.91	5679.17	7549.04	9510.76
归属母公司净利润 (百万元)	938.73	1363.62	1695.39	2188.21
增长率 (%)	201.28	45.26	24.33	29.07
EPS (元/股)	0.53	0.76	0.95	1.23
市盈率 (P/E)	34.37	23.66	19.03	14.75
市净率 (P/B)	1.29	1.24	1.16	1.08
EV/EBITDA	19.67	12.26	10.40	9.17

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	31605	41630	51017	59471	营业收入	37.1%	31.7%	22.5%	16.6%
营业成本	26257	34150	41606	47950	营业利润	390.9%	12.7%	33.0%	29.2%
税金及附加	234	301	370	432	归属于母公司净利润	201.3%	45.3%	24.3%	29.1%
销售费用	656	874	1122	1368	<b>获利能力</b>				
管理费用	1736	2165	2653	3033	毛利率	16.9%	18.0%	18.4%	19.4%
研发费用	2061	2581	3061	3509	净利率	3.0%	3.3%	3.3%	3.7%
财务费用	547	1092	1493	1899	ROE	3.7%	5.2%	6.1%	7.3%
资产减值损失	-244	-110	-143	-195	ROIC	2.1%	3.5%	3.9%	4.2%
<b>营业利润</b>	975	1099	1462	1889	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	14	22	25	55	资产负债率	71.9%	77.0%	78.7%	80.3%
营业外支出	42	18	16	46	流动比率	0.94	0.91	0.88	0.90
<b>利润总额</b>	948	1103	1471	1898	<b>营运能力</b>				
所得税	-21	-276	-296	-356	应收账款周转率	2.93	2.72	2.69	2.72
<b>净利润</b>	969	1378	1767	2254	存货周转率	4.77	4.94	4.33	4.53
<b>归母净利润</b>	939	1364	1695	2188	总资产周转率	0.38	0.39	0.40	0.40
<b>每股收益(元)</b>	0.53	0.76	0.95	1.23	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.53	0.76	0.95	1.23
货币资金	14513	14262	15271	20226	每股净资产	14.04	14.60	15.55	16.78
交易性金融资产	4707	5743	6726	7750	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	13040	17947	20511	23845	PE	34.37	23.66	19.03	14.75
预付款项	349	693	796	889	PB	1.29	1.24	1.16	1.08
存货	5679	11177	12410	13871	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	42429	55770	62360	74378	净利润	969	1378	1767	2254
固定资产	21857	29168	36525	43314	折旧和摊销	1878	3484	4585	5714
在建工程	15821	17982	20008	21469	营运资本变动	-1574	-982	1120	-291
无形资产	4684	6016	7443	8898	其他	1145	1754	2240	2734
<b>非流动资产合计</b>	51163	62824	74279	84667	<b>经营活动现金流净额</b>	2419	5635	9712	10411
<b>资产总计</b>	93593	118594	136640	159044	资本开支	-13020	-14609	-15552	-15550
短期借款	16237	20548	23758	28671	其他	-3455	-1267	-1216	-1301
应付票据及应付账款	19535	30025	34951	40138	<b>投资活动现金流净额</b>	-16475	-15876	-16767	-16851
其他流动负债	9594	10923	12376	13680	股权融资	365	67	0	0
<b>流动负债合计</b>	45366	61495	71084	82488	债务融资	15285	11077	9900	13660
其他	21931	29780	36470	45217	其他	-1762	-1187	-1835	-2266
<b>非流动负债合计</b>	21931	29780	36470	45217	<b>筹资活动现金流净额</b>	13888	9957	8064	11394
<b>负债合计</b>	67297	91275	107554	127705	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	86	-251	1009	4954
股本	1785	1786	1786	1786					
资本公积金	19037	19103	19103	19103					
未分配利润	4473	5665	7107	8966					
少数股东权益	1229	1244	1315	1381					
其他	-228	-479	-225	103					
<b>所有者权益合计</b>	26296	27319	29086	31339					
<b>负债和所有者权益总计</b>	93593	118594	136640	159044					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048