



国轩高科 (002074.SZ): 费用端持续改善, 全球化战略成效初显

——2023 年年报及 2024 年一季报点评

2024 年 4 月 25 日

强烈推荐/维持

国轩高科

公司报告

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。23 全年实现营收 316.05 亿元, 同比+37.1%; 归母净利 9.39 亿元, 同比+201.3%, 扣非归母净利 1.16 亿元, 同比扭亏。24Q1 实现营收 75.08 亿元, 同环比+4.6%/-23.6%; 归母净利 0.69 亿元, 同环比-8.6%/-89.3%; 扣非归母净利 0.11 亿元, 同比扭亏/环比-83.8%。公司 23 全年业绩增长表现亮眼, 归母净利润实现大幅增长。

客户结构不断优化, 储能出货增长迅猛。23 年公司实现主营营收 299.83 亿元, 同比+36.4%, 我们测算动储合计出货约 43GWh。**动力:** 23 年实现营收 230.51 亿元, 同比+24.7%, 国内装机 15.9GWh, 配套五菱缤果/欧拉好猫/长安 Lumin 等车型表现亮眼, 同时拓展发力 B 级车型, 新进哪吒/埃安/大众标准电芯等配套定点, 并拟与蔚来建立战略合作关系, 此外公司还与亿航智能签订战略合作协议, 共同开发 eVTOL 产品, 参与发展低空经济, 未来公司客户结构有望持续优化。**储能:** 23 年实现营收 69.32 亿元, 同比+97.6%, 接近翻倍增长, 公司被 BNEF 评选为全球 Tier 1 储能产品供应商, 目前在手订单相对充裕, 与苏美达/南网储能/日本 Edison 等国内外大储/户储战略合作项目持续贡献业绩增量。我们认为, 随着公司与国内外客户合作的进一步加深, 叠加产能不断释放, 公司出货量有望维持高速增长, 预计 24 年电池出货有望达 55GWh。

各项费用持续改善, 利润端稳固回升。23 年公司毛利率 16.9%, 同比-0.9pct, 24Q1 毛利率 17.9%, 同环比-1.1pct/+1.1pct, 毛利率同比略有下滑主要系公司加速扩产后短期度电折旧摊销上升, 抵消部分原材料下跌影响, 成本端降幅略低于报表端电池单价下调, 预计未来产能爬坡及规模效应释放后将有所修复。公司各项费用持续改善, 23 年期间费用合计 15.8%, 同比-1.1pct, 得益于公司规模效应摊薄, 以及全面导入大众集团管理体系带来的管理能力与经营效能改善, 期间费用率连续四年下降, 带动公司利润端稳固回升, 23 年公司净利率 3.1%, 同比+1.5pct。24Q1 净利率 0.5%, 同环比-1.0pct/-5.7pct, 期间费用率 15.3%, 环比维持下降趋势, 净利率下降主要系公司政府补贴减少。

全球化战略成效逐步显现, 海外竞争优势有望持续提升。23 年公司实现海外营收 64.28 亿元, 同比+115.7%, 海外营收占比 20.3%, 同比+7.4 pct。德国/美国/泰国/印尼共 4 个 PACK 生产基地陆续投产出货, 标志着公司海外产能布局开始进入收获期, 根据 SNE Research 统计, 23 年公司全球动储合计装机 31GWh, 同比+64%, 市占率约 3%排名第八, 公司全球化战略已逐步显现。公司在美国本土从电池材料加工到电芯/PACK 制造环节的布局稳固推进, 24 年开始逐步落地, 预计随 IRA 政策要求逐年收紧, 公司有望凭借高本土化制造比例、大众集团股东加持及自身多年 LFP 电池研发与生产经验带来的生产端成本优势, 持续提升海外市场竞争力, 我们看好公司长期全球市占率提升趋势。

盈利预测及投资评级: 我们预计 2024~2026 年公司有望实现营业收入 384.80/485.38/583.28 亿元, 同比+21.8%/+26.1%/+20.2%, 实现归母净利润 11.02/16.37/22.35 亿元, 同比+17.4%/+48.5%/+36.5%, 当前股价对应 PE 为 29x/19x/14x。短期内, 公司可能面临市场竞争加剧导致的利润端压力, 客户与产品结构改善或提供回升空间; 向前看, 我们认为公司全球化战略布局已逐步显现, 海外产能落地领先同业且在美国本土产业链布局完备, 有望持续提升全球竞争力, 充分受益于海外市场利润优势与增长潜力, 维持“强烈推荐”评级。

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。

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。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示:

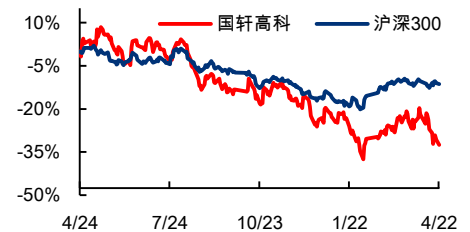
无

交易数据

52 周股价区间 (元)	29.01-16.73
总市值 (亿元)	322.68
流通市值 (亿元)	239.19
总股本/流通 A 股 (万股)	178,572/ 132,372
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	1.49

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

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

财务指标预测

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	23,052	31,605	38,480	48,538	58,328
增长率 (%)	122.6%	37.1%	21.8%	26.1%	20.2%
归母净利润 (百万元)	312	939	1,102	1,637	2,235
增长率 (%)	206.1%	201.3%	17.4%	48.5%	36.5%
每股收益 (元)	0.17	0.53	0.62	0.92	1.25
PE	1.3%	3.7%	4.2%	5.9%	7.4%
PB	102	34	29	19	14

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, 对应股价为 2024-04-23 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				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	37,487	42,429	47,555	54,244	62,420	营业收入	23,052	31,605	38,480	48,538	58,328
货币资金	14,122	14,513	14,668	14,026	15,029	营业成本	18,950	26,257	31,613	39,710	47,775
应收账款	9,468	13,522	16,464	20,767	24,955	营业税金及附加	161	234	269	340	408
其他应收款	286	500	609	768	923	营业费用	471	656	750	922	1,108
预付款项	517	349	425	536	644	管理费用	1,311	1,736	1,670	1,980	2,216
存货	7,584	5,679	6,837	8,588	10,332	财务费用	323	547	950	812	659
其他流动资产	5,509	7,866	8,553	9,559	10,537	研发费用	1,793	2,061	2,247	2,677	3,033
非流动资产合计	35,141	51,163	51,352	52,336	51,890	资产及信用减值损失	-861	-584	-500	-631	-758
长期股权投资	1,086	1,505	1,505	1,505	1,505	公允价值变动收益	-140	106	0	0	0
固定资产	11,838	21,991	28,247	34,885	34,301	投资净收益	217	69	100	100	100
无形资产	2,903	4,684	4,574	4,462	4,346	加: 其他收益	939	1,271	548	348	145
其他非流动资产	19,314	22,984	17,026	11,484	11,738	营业利润	199	975	1,128	1,914	2,614
资产总计	72,627	93,593	98,907	106,579	114,310	营业外收入	73	14	0	0	0
流动负债合计	34,369	45,366	53,229	62,653	72,007	营业外支出	13	42	0	0	0
短期借款	10,821	16,237	16,237	16,237	16,237	利润总额	259	948	1,128	1,914	2,614
应付账款	17,331	19,535	26,216	32,931	39,619	所得税	-107	-21	-8	191	261
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	366	969	1,136	1,723	2,352
其他流动负债	6,218	9,594	10,776	13,485	16,151	少数股东损益	54	30	34	86	118
非流动负债合计	13,761	21,931	18,246	14,771	10,796	归属母公司净利润	312	939	1,102	1,637	2,235
长期借款	11,247	18,686	15,001	11,526	7,551	主要财务比率					
其他非流动负债	2,513	3,245	3,245	3,245	3,245		2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	48,130	67,297	71,475	77,424	82,803	成长能力					
少数股东权益	986	1,229	1,263	1,349	1,467	营业收入增长	123%	37%	22%	26%	20%
实收资本(或股本)	1,779	1,785	1,785	1,785	1,785	营业利润增长	409%	391%	16%	70%	37%
资本公积	18,191	19,037	19,037	19,037	19,037	归属于母公司净利润增长	206%	201%	17%	49%	37%
未分配利润	3,542	4,245	5,347	6,984	9,219	获利能力					
归属母公司股东权益合计	23,512	25,067	26,169	27,806	30,040	毛利率(%)	17.8%	16.9%	17.8%	18.2%	18.1%
负债和所有者权益	72,627	93,593	98,907	106,579	114,310	净利率(%)	1.6%	3.1%	3.0%	3.5%	4.0%
现金流量表					单位: 百万元	ROA(%)	0.4%	1.0%	1.1%	1.5%	2.0%
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	1.3%	3.7%	4.2%	5.9%	7.4%
经营活动现金流	801	2,403	7,157	7,590	8,561	偿债能力					
净利润	366	969	1,136	1,723	2,352	资产负债率(%)	66%	72%	72%	73%	72%
折旧摊销	1,093	1,863	2,311	3,016	3,446	流动比率	1.09	0.94	0.89	0.87	0.87
财务费用	496	908	950	812	659	速动比率	0.80	0.73	0.68	0.64	0.63
营运资金变动	-1,662	-1,709	2,892	2,094	2,179	营运能力					
其他经营现金流	509	373	-132	-55	-76	总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.46	0.51
投资活动现金流	-17,525	-16,475	-2,368	-3,945	-2,924	应收账款周转率	2.46	2.36	2.36	2.36	2.36
资本支出	-11,970	-12,398	-2,500	-4,000	-3,000	应付账款周转率	1.60	1.96	1.76	1.76	1.76
投资收益	217	69	100	100	100	每股指标(元)					
其他投资现金流	-5,772	-4,145	32	-45	-24	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.53	0.62	0.92	1.25
筹资活动现金流	18,304	13,888	-4,635	-4,287	-4,635	每股净现金流(最新摊薄)	2.29	2.32	-0.49	-1.20	-0.26
短期借款增加	5,340	5,416	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.17	14.04	14.65	15.57	16.82
长期借款增加	6,364	7,439	-3,684	-3,475	-3,975	估值比率					
普通股增加	114	6	0	0	0	P/E	102	34	29	19	14
资本公积增加	4,997	846	0	0	0	P/B	1.4	1.0	0.8	0.7	0.5
现金净增加额	1,803	71	155	-641	1,002	EV/EBITDA	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	电力设备及新能源行业: 固态电池技术加速落地, 关注产品端降本趋势与锂电应用边界延伸	2024-04-03
行业深度报告	2024 年动力电池板块投资策略: 行业步入筑底期, 关注电池出海与新技术落地	2024-03-14
行业深度报告	2024 年动力电池板块投资策略: 行业步入筑底期, 关注电池出海与新技术落地	2024-03-08
行业深度报告	电力设备及新能源行业: 三元路线份额有望提升, 前驱体行业或将受益—	2024-03-08
行业深度报告	光伏行业 2024 年展望: 竞争加剧、优胜劣汰正当时	2024-03-08
行业普通报告	电力设备及新能源行业: 新能源车价格战延续背景下, 产品力有望成为电池环节核心竞争要素	2024-03-06
行业普通报告	光伏行业: 业绩预告出炉, 多数光伏企业 Q4 利润环比下滑—光伏 23 年年度业绩预告点评	2024-02-22
行业普通报告	电力设备及新能源行业: 12 月光伏组件出口环比减少, 印度和巴西市场支撑拉货	2024-02-05
公司普通报告	国轩高科 (002074): 北美产能落地, 有望抢先收获海外高增红利	2023-11-09
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, 国际化战略展翅鸿图	2023-03-07

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, 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, 4 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的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法律责任。

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:

看好: 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