

2024年05月13日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

周啸宇 S0630519030001

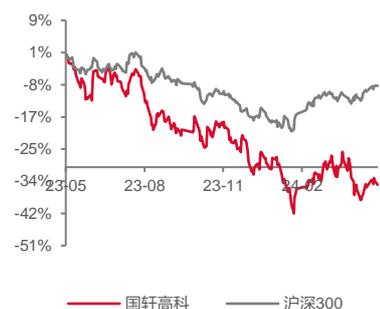
zhouxiaoy@longone.com.cn

联系人

赵敏敏

zmmin@longone.com.cn

数据日期	2024/05/13
收盘价	18.95
总股本(万股)	178,573
流通A股/B股(万股)	132,370/0
资产负债率(%)	73.67%
市净率(倍)	1.32
净资产收益率(加权)	0.27
12个月内最高/最低价	29.29/16.10

**相关研究**

- 北京车展开幕，新车型带动车市热度回升——电池及储能行业周报（20240422-20240428）
- 光伏新技术产业化加快，电动车需求恢复——电力设备新能源行业周报（2023/6/26-2023/7/02）

国轩高科（002074）：大众入局赋能公司转型，积极出海拥抱全球电动化浪潮

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报及2024年一季度报，受益于下游需求旺盛、供应链布局红利释放及大众入股带来的费用端改善，2023年公司营收及利润表现亮眼。2023年公司实现营收316.05亿元，同比+37.1%；归母净利润9.39亿元，同比+201.0%；毛利率16.9%，同比-0.9pct；净利率3.1%，同比+1.5pct。2024年Q1公司实现营收75.08亿元，同比+4.6%、环比-23.6%；归母净利润0.69亿元，同比-8.6%、环比-89.3%；毛利率17.9%，同比-1.1pct、环比+1.1pct；净利率0.5%，同比-1.0pct、环比-5.7pct。
- **动力端：依靠大众背书，实现配套车型由A00级向B/C级转型，2023年公司动力电池装机量同比+28.1%。**1)前期依靠高性价比，错位竞争，充分发力A00级车市场：为长安Lumin（配套占比32%）、宏光MINI EV（三供）、熊猫mini（独供）、零跑T03（配套占比31%）等热门车型主要电池供应商。2)大众入局，从管理、供应链、市场拓展等多方面赋能公司转型：大众入股后，双方合作建设“年产30000吨高镍三元正极材料项目”及“年产20GWh大众标准电芯项目”用于大众新一代平台车型，公司成功获得大众集团在全球市场定点（国内为LFP与三元、海外为LFP定点）；同时借助大众品牌背书，成功切入雷诺-日产-三菱、广汽等供应链体系，在B/C级车市场取得积极进展。3)市场份额：2023年公司国内动力电池装机量达15.90GWh，同比+28.1%，市占率为4.3%、排名第四。4)技术指标不断升级：铁锂系产品单体能量密度最高可达240Wh/kg，三元系方面已具备半固态电池相关技术储备，单体能量密度可达360Wh/kg。
- **储能端：产品矩阵完备、客户覆盖全球，2023年出货量居全球前十。**公司储能产品包含电芯、PACK、电池簇及储能系统整体解决方案，已与国家电网、华能集团、Invenergy、Edison等国内外客户形成长期稳定合作关系；2023年实现全球出货量约6GWh，同比+20%、全球市占率约3%，居全球第九、国内第七。
- **资源及产能端：产能有序扩张并率先实现出海，“采/选矿-碳酸锂-正负极及辅材-电池”链条全面打通，公司原料保供能力同步提升。**1)产能：公司全球规划产能已达314GWh/年（国内241GWh/年+海外73GWh/年），IRA法案下美国市场产能本土化要求渐强，公司在美40GWh/年电芯+10GWh/年PACK项目已获批，布局进程行业领先。2)资源端：已实现“矿+碳酸锂+正负极及辅材”的全端布局，其中矿端设计开采规模已超335万吨/年；碳酸锂远期规划产能超18万吨/年、当前名义自供率已达60%；正负极材料已有产能分别为14.7万吨/年、15.5万吨/年。
- **投资建议：**公司是国内核心原材料自供率最高的龙头电池企业之一，有望深度受益全球电动化浪潮及储能行业发展东风，预计2024~2026年公司归母净利润分别为11.29/16.65/23.65亿元，EPS分别为0.63/0.93/1.32，以2024年5月13日收盘价计算，对应PE分别为29.98x/20.32x/14.31x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车行业波动风险；全球市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值简表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31,605.49	40,417.14	50,177.94	60,370.49
(+/-)(%)	37.11%	27.88%	24.15%	20.31%
归母净利润	938.73	1,128.85	1,665.29	2,365.08
(+/-)(%)	201.28%	20.25%	47.52%	42.02%
EPS(元)	0.53	0.63	0.93	1.32
P/E	40.57	29.98	20.32	14.31

资料来源: 携宁, 东海证券研究所, 2024年5月13日

正文目录

1. 需求及产业链布局红利释放，业绩端表现亮眼.....	5
2. 全球化战略推进，“产品/产能/技术”全面出海.....	7
2.1. 动力：大众入局赋能公司转型，装机量持续快速增长.....	7
2.2. 储能：产品矩阵完备、客户优质广泛，市占率居全球前十.....	10
2.3. 产能出海破相关政策限制，上游布局完善，原料保供能力同步提升.....	11
3. 盈利预测与投资建议.....	13
3.1. 盈利预测.....	13
3.2. 投资建议.....	14
4. 风险提示.....	14

图表目录

图 1 市场开拓显成效公司营收持续快速增长	5
图 2 2023 年公司利润端表现突出同比+201.0%	5
图 3 资源布局红利显现公司毛、净利率企稳回升	5
图 4 2021 年大众入局后公司费用端持续改善	5
图 5 2024Q1 公司营收同比+4.6%	6
图 6 2024Q1 公司归母净利润同比略有下滑	6
图 7 2024Q1 公司毛利率环比提升	6
图 8 2024Q1 公司净利率同比-1.0pct	6
图 9 2023 年公司电池组营收占比近 95%	6
图 10 2021 年至今公司电池组业务收入持续快速增长	6
图 11 2021-2023 年公司动力及储能电池 CAGR 分别达 64.3%、137.9%	7
图 12 2021-2023 年至今公司储能电池营业收入占比持续提升	7
图 13 2023 年公司国内乘用车配套车企 TOP10 (单位: GWh)	7
图 14 2023 年公司国内乘用车客户配套装机结构 (单位: %)	7
图 15 2023 年国内 A00 级新能源车销量 TOP10 (单位: 万辆)	8
图 16 2023 年公司在部分热销车型中的配套比例 (单位: %)	8
图 17 大众中国为公司第一大股东	8
图 18 2022-2023 年公司累计向大众中国供货 4.05 亿元	8
图 19 2021 年来公司国内动力电池装机量持续快速增长	9
图 20 2023 年公司在国内动力电池装机市场中排名第四	9
图 21 近五年公司研发费用 CAGR 为 42.8%	9
图 22 公司研发费用率连续多年居行业前列	9
图 23 公司电池产品技术指标不断升级	10
图 24 公司已形成完备的储能产品矩阵	10
图 25 公司储能客户覆盖全球	10
图 26 2023 年公司储能电池出货量同比+20%	11
图 27 2023 年公司储能电池出货量居全球前十	11
图 28 公司近 5 年海外业务营收 CAGR 达 168.6%	12
图 29 2020 年至今公司海外业务营收占比持续提升	12
图 30 2023 年动力电池市场价格持续下行 (单位: 元/Wh)	13
图 31 2023H2 公司电池业务毛利率环比修复	13
表 1 公司已规划电池产能达 314GWh/年	11
表 2 公司已实现“采/选矿-碳酸锂-四大关键材料-电池”的全产业链布局	12
表 3 盈利预测	14
附录: 三大报表预测值	15

1.需求及产业链布局红利释放，业绩端表现亮眼

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，受益于下游需求旺盛、供应链布局红利释放及大众入股带来的费用端改善，公司营收及利润表现亮眼。2023 年公司实现营收 316.05 亿元，同比+37.1%；归母净利润 9.39 亿元，同比+201.3%。从盈利水平来看，2023 年全年公司毛利率为 16.9%，同比-0.9pct；净利率为 3.1%，同比+1.5pct；期间费用率为 15.8%，同比-1.1pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.1%、5.5%、6.5%、1.7%，同比分别基本持平、-0.2pct、-1.3pct、+0.3pct。

图1 市场开拓显成效公司营收持续快速增长



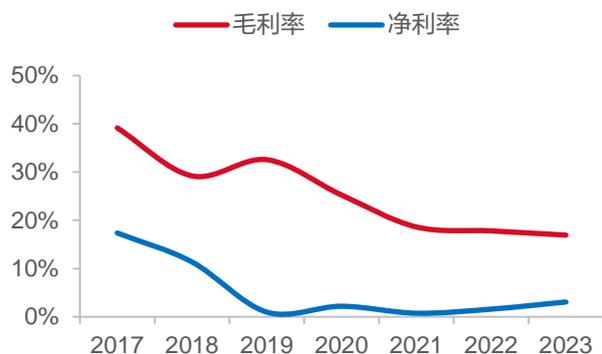
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 2023 年公司利润端表现突出同比+201.0%



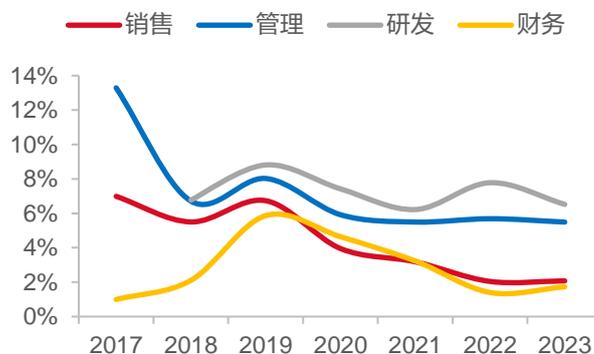
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 资源布局红利显现公司毛、净利率企稳回升



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 2021 年大众入局后公司费用端持续改善



资料来源：Wind，东海证券研究所

2024 年一季度：公司实现营收 75.08 亿元，同比+4.6%、环比-23.6%（主要系四季度为传统出货旺季）；归母净利润 0.69 亿元，同比-8.6%、环比-89.3%（主要系 2023 年四季度公司金融资产公允价值变动收益增长及资产减值损失下滑）；毛利率为 17.9%，同比-1.1pct、环比+1.1pct；净利率为 0.5%，同比-1.0pct、环比-5.7pct。

图5 2024Q1 公司营收同比+4.6%



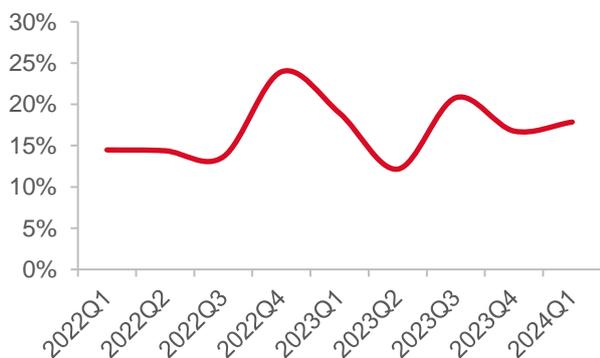
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 2024Q1 公司归母净利润同比略有下滑



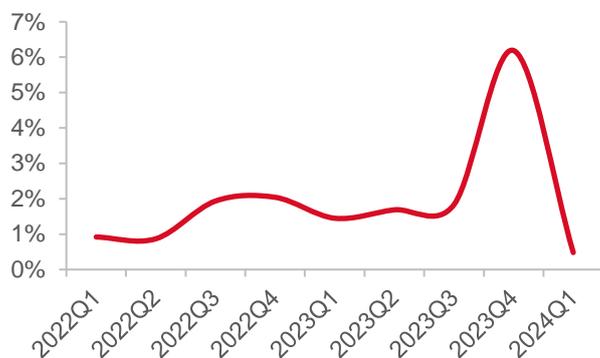
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 2024Q1 公司毛利率环比提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 2024Q1 公司净利率同比-1.0pct



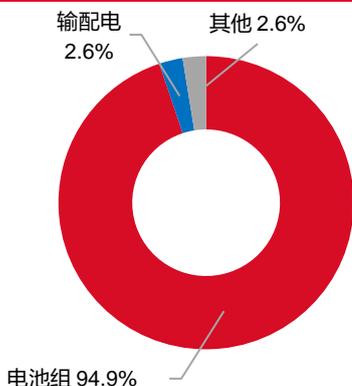
资料来源：Wind，东海证券研究所

分业务来看，电池组业务为公司经营重心，2023 年电池组及输配电产品营收占比分别为 94.9%、2.6%。

电池组：公司收入及利润的重要来源，2020 年至今营收占比均超九成。随着新能源补贴退坡及公司市场开拓进程不断加速，公司电池组营收持续快速增长，2017-2023 年收入由 40.61 亿元增长至 299.83 亿元，CAGR 为 39.5%。

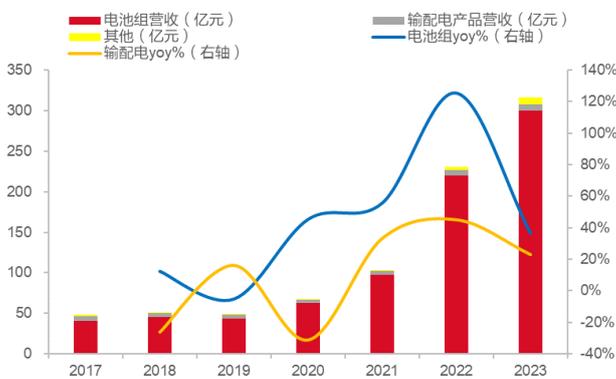
输配电产品：公司重组前业务，经营稳健，2017-2023 年收入由 5.84 亿元增长至 8.16 亿元，CAGR 为 5.7%。

图9 2023 年公司电池组营收占比近 95%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 2021 年至今公司电池组业务收入持续快速增长

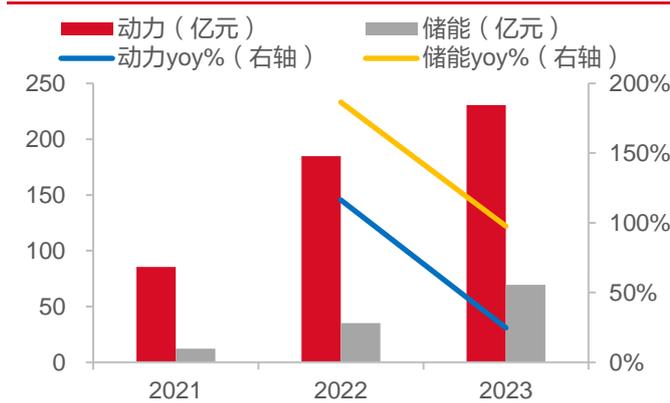


资料来源：Wind，东海证券研究所

2.全球化战略推进，“产品/产能/技术”全面出海

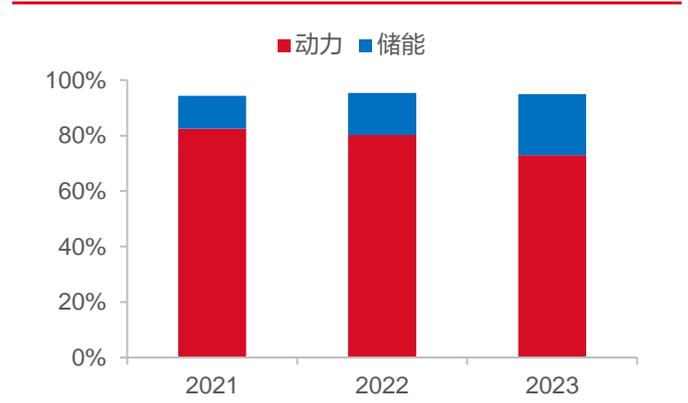
电池业务：动力为主，储能占比持续提升。公司成立伊始即专注于从事磷酸铁锂电池研发与生产工作，在动力电池领域经营历史悠久；2016 年公司逐渐谋求向储能领域拓展，2017-2018 年先后与上海电气、北京福威斯成立储能子公司，随着全球储能市场快速发展，公司储能业务规模相应扩张。2021-2023 年公司动力及储能电池营收分别由 85.41 亿元、12.24 亿元增长至 230.51 亿元、69.32 亿元，CAGR 分别达 64.3%、137.9%，储能电池营收占比持续提升，由 2021 年的 11.8%提升至 2023 年的 21.9%。

图11 2021-2023 年公司动力及储能电池 CAGR 分别达 64.3%、137.9%



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图12 2021-2023 年至今公司储能电池营业收入占比持续提升

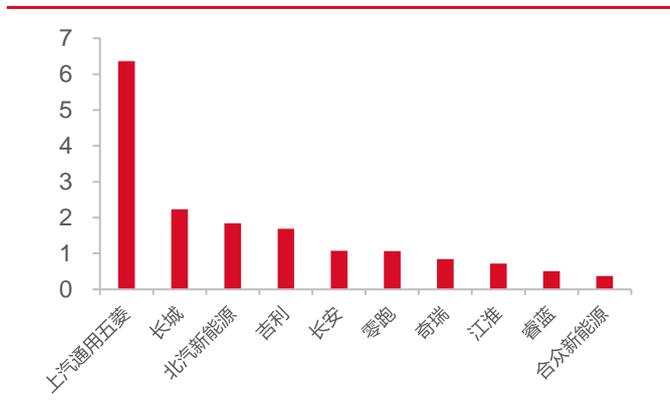


资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.1.动力：大众入局赋能公司转型，装机量持续快速增长

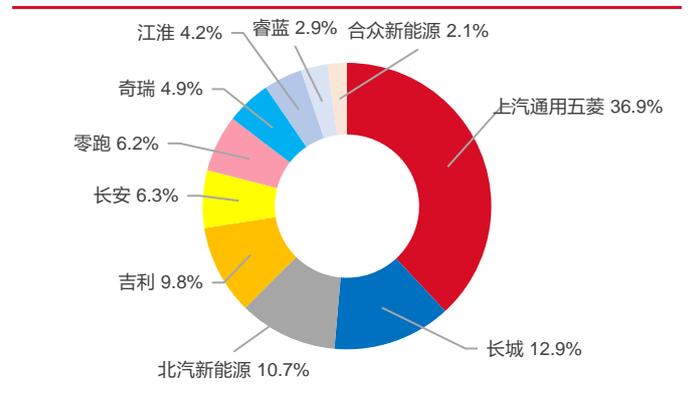
公司精耕磷酸铁锂动力电池领域，产品具备高性价比，主打 A00 级车市场，为多款热销车型电池主供应商。据盖世汽车数据，2023 年公司配套前五大乘用车客户分别为上汽通用五菱、长城、北汽新能源、吉利、长安汽车，其中上通五菱为公司装机占比最高的车企，2023 年配套装机量达 6.36GWh，占公司国内乘用车装机量的 36.9%。从具体车型来看，2023 年销量前十的 A00 级车型中，公司为长安 Lumin（公司配套 32%）、宏光 MINI EV（公司为三供）、熊猫 mini（公司独供）、零跑 T03（公司配套 31%）等车型的主要电池供应商。

图13 2023 年公司国内乘用车配套车企 TOP10（单位：GWh）



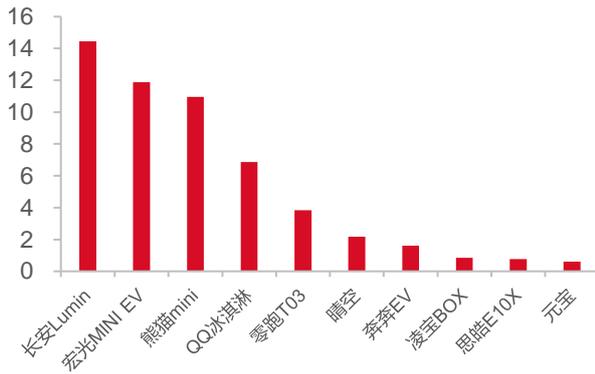
资料来源：盖世汽车，东海证券研究所

图14 2023 年公司国内乘用车客户配套装机结构（单位：%）



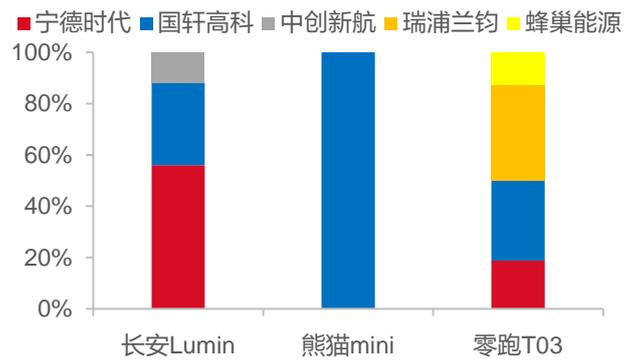
资料来源：盖世汽车，东海证券研究所

图15 2023年国内A00级新能源车销量TOP10 (单位: 万辆)



资料来源: 盖世汽车, 东海证券研究所

图16 2023年公司在部分热销车型中的配套比例 (单位: %)

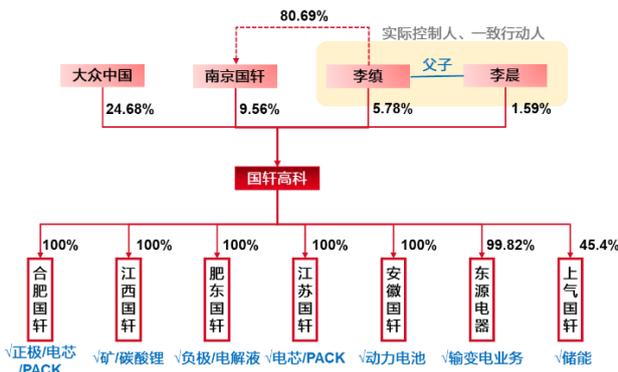


资料来源: CBEA 电池中国, 东海证券研究所

大众中国战略入股为第一大股东, 凭其背书, 公司有望加速切入中高端新能源车市场。 2021年大众中国以放弃部分表决权的方式入股公司, 截止2024年一季度大众中国持股24.7%为公司第一大股东。大众入局使得公司在内部管理、供应链布局及市场拓展方面取得积极进展:

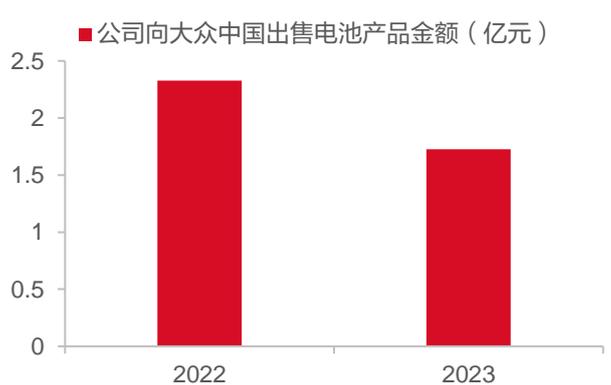
- 1) 内部管理:** 大众入股后即向公司派驻专家团队、在全球范围内为公司选拔管理与研发人员, 借助大众丰富的管理经验及优异的品牌影响力, 公司费用端持续改善, 2023年管理及销售费用率较大众入股前(2020年)分别下降0.4pct、1.9pct。
- 2) 供应链布局:** 双方合作伊始即迅速启动“年产30000吨高镍三元正极材料项目”及“年产20GWh大众标准电芯项目”, 其中标准电芯项目系公司基于大众新一代平台车型而开发、未来将覆盖其全球范围内80%车型, 目前已进入送样验证阶段。
- 3) 获大众全球定点:** 合作至今公司已先后取得大众集团在中国及海外市场的相关定点(其中中国市场为磷酸铁锂及三元定点、海外为磷酸铁锂电芯定点), 截止2023年公司已向大众中国提供电池产品合计金额约4.05亿元。

图17 大众中国为公司第一大股东



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图18 2022-2023年公司累计向大众中国供货4.05亿元



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

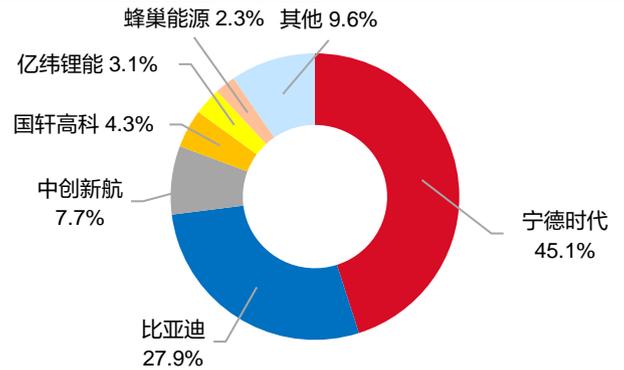
4) 市场拓展: 公司前期主要定位A00级车市场, 通过深度绑定大众、依托其良好的市场及渠道能力, 有望逐步切入中高端新能源汽车市场。从客户结构来看, 目前公司已与吉利、奇瑞、上通五菱、VinFast等客户形成长期稳定合作关系, 并成功切入雷诺-日产-三菱、广汽(配套广汽Aion.Y和Aion.S)等供应链体系, 在B/C级车市场取得积极进展。2023年公司国内动力电池装机量达15.90GWh, 同比+28.1%, 市占率为4.3%、排名第四。

图19 2021 年来公司国内动力电池装机量持续快速增长



资料来源：cbc 金属网，东海证券研究所

图20 2023 年公司在国内动力电池装机市场中排名第四



资料来源：GGII，东海证券研究所

高度重视研发投入，电池产品技术指标不断升级，铁锂产品单体能量密度已达 240Wh/kg，同时具备半固态电池相关技术储备。公司持续注重研发创新，已在中国、美国、德国、日本、印度、新加坡等地建立八大研发中心，研发费用率连续多年居行业领先地位，2023 年公司研发费用达 20.61 亿元，同比+14.9%；截止 2024 年一季度，公司已拥有研发技术人员 7000 余人、累计申请专利 8654 项、累计授权专利 5250 项。公司技术成果具体来看：

电芯方面：1) 磷酸铁锂体系：2023 年公司发布新一代 L600 启晨电芯及电池包，电池单体及系统能量密度分别达 240Wh/kg、190Wh/kg。2) 三元体系：公司 302Wh/kg 能量密度电芯已实现量产装车；具备高安全半固态电池相关技术储备，其单体及系统能量密度分别可达 360Wh/kg、160Wh/kg。

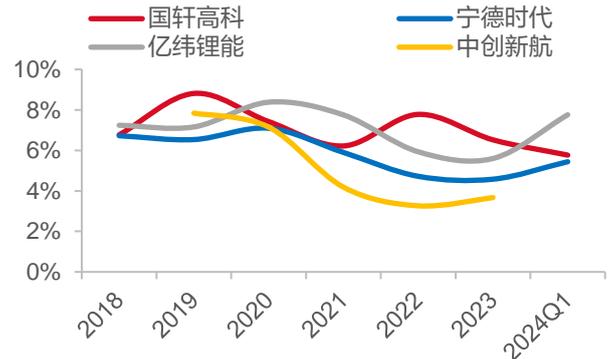
封装技术方面：公司早在 2020 年即推出 JTM 技术，与其他封装工艺（如宁德 CTP、比亚迪刀片、CTC）相比，公司 JTM 技术可通过改变串并联电芯数量调整模组大小，能灵活适应不同车企对电池尺寸的需求，适用性及灵活性更强。

图21 近五年公司研发费用 CAGR 为 42.8%



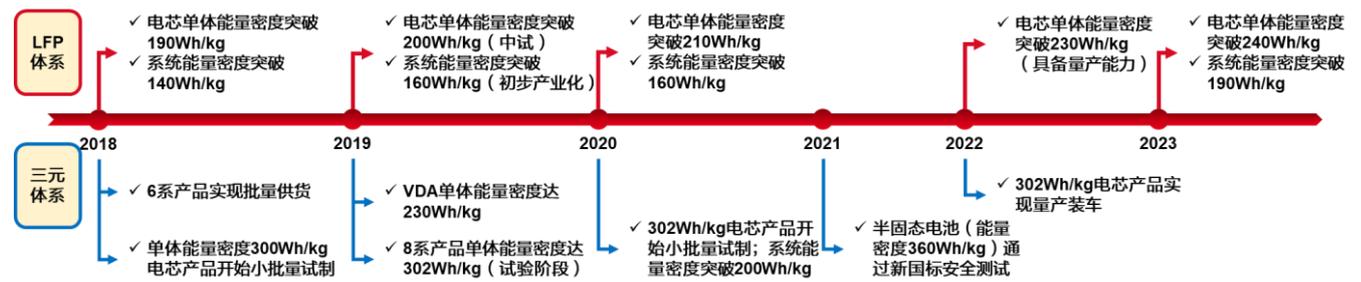
资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 公司研发费用率连续多年居行业前列



资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 公司电池产品技术指标不断升级



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2.储能：产品矩阵完备、客户优质广泛，市占率居全球前十

产品矩阵完备，通过海外多项标准认证，储能客户覆盖全球。公司 2016 年正式进军储能领域，现已形成完备产品矩阵（包含电芯、PACK、电池簇及储能系统整体解决方案），可满足集中式大型储能、工商业和户用储能等各类场景使用需求，并已通过 GB、UL、IEC 日本 JET 等标准认证。公司积极拓展全球储能市场、储能客户优质广泛，已与国家电网、华能集团、皖能集团、苏美达、上海电气、Invenergy、Jinko、Borrego、Edison 等国内外客户形成长期稳定合作关系。

图24 公司已形成完备的储能产品矩阵



资料来源：公司官网，东海证券研究所

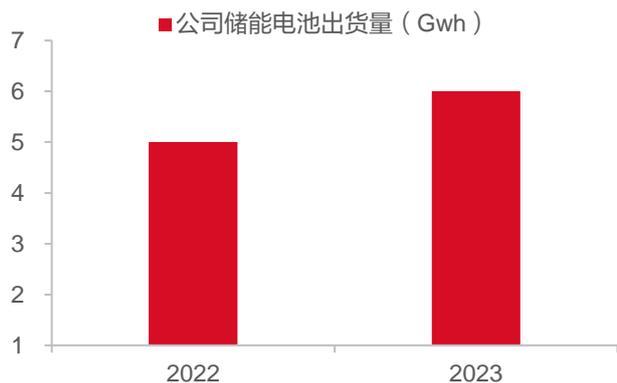
图25 公司储能客户覆盖全球



资料来源：公司官网，东海证券研究所

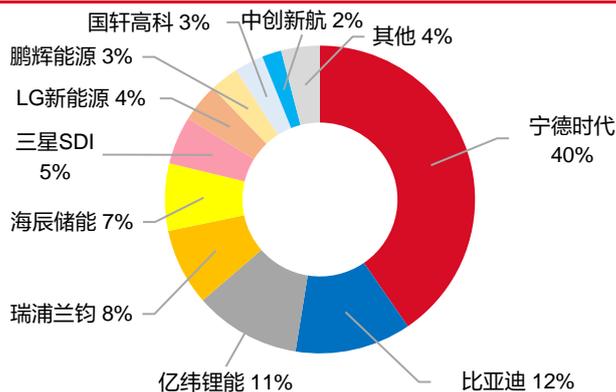
储能产品循环寿命远超行业均值，2023 年储能电池出货量居全球前十。与动力电池相比，储能电池充放电频率更高、对循环寿命的要求相应提升，公司储能电池技术体系成熟，循环寿命已达 12000 次，远超行业平均水平。2023 年公司储能电池出货量约 6GWh，同比 +20%，在全球储能市场的占有率约 3%，居全球第九、国内第七，未来随着公司储能全球化战略的不断推进，公司市场占有率有望继续提升。

图26 2023年公司储能电池出货量同比+20%



资料来源：储能与电力市场，东海证券研究所

图27 2023年公司储能电池出货量居全球前十



资料来源：储能与电力市场，东海证券研究所

2.3.产能出海破相关政策限制，上游布局完善，原料保供能力同步提升

欧美电动化趋势明确，美国 IRA 法案下对电池产能的本土化要求渐强，公司已率先实现“产能+技术”全面出海。1) 产能：从已落地项目来看，公司全球产能规划已达 314GWh/年，其中国内规划产能为 241GWh/年（桐城基地为公司重点出口基地，定向出口欧美、印度等市场），海外规划产能为 73GWh/年（德国、泰国基地产品均已下线），IRA 法案下公司美国本土化进程领先同业（公司在美 40GWh/年电芯+10GWh/年 PACK 项目已获批，而宁德时代在美主要为技术授权、亿纬锂能在美权益规划产能为 2.1GWh/年），有望率先享受全球电动化红利。2) 技术：公司为大众等海外合作车企提供电池相关培训、与 InoBat 签署谅解备忘录在磷酸铁锂及三元电池领域展开技术合作，积极赋能全球新能源市场。

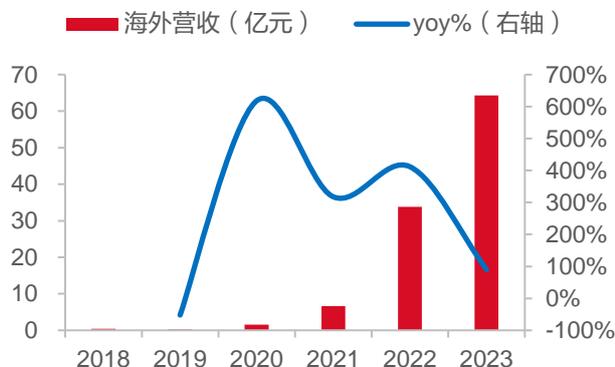
表1 公司已规划电池产能达 314GWh/年

生产基地	产能	路线	类别	进展情况
合肥庐江	7GWh	磷酸铁锂	动力	已投产
合肥新站	50GWh	三元	动力	一期 20GWh 为配套大众标准电芯，已具备生产能力
合肥经开	21GWh	三元	动力	已投产
青岛	5GWh	磷酸铁锂+三元	动力	1GWh 铁锂+2GWh 三元已投产，另有 2GWh 三元产能在建
唐山	20GWh	磷酸铁锂	动力+储能	其中 10GWh 动力电池产能已投产，10GWh 储能产能已开工
南京	28GWh	磷酸铁锂+三元	动力	已投产
南通	10GWh	磷酸铁锂	储能	其中 6GWh 已投产
柳州	30GWh	磷酸铁锂	动力	其中已建成 10GWh，另有 20GWh 在建中
宜春	30GWh	-	动力	其中一期 10GWh 已投产
桐城	40GWh	-	动力	重点出口基地，其中一期 10GWh 已投产，二期 20GWh 预计 2024 年 10 月投产
德国哥廷根	20GWh	-	动力	分四期完成，其中一期 5GWh 预计 2024 年中达产
越南河静	5GWh	磷酸铁锂	动力	一期规划产能 5GWh，已开工建设
美国伊利诺伊州	40GWh	-	动力	规划建设 40GWh/年电芯及 10GWh/年 PACK 产能，预计 2024 年投产
泰国	8GWh	磷酸铁锂	动力	远期规划产能达 8GWh/年，其中一期产能为 2GWh/年，公司持股约 49%

资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

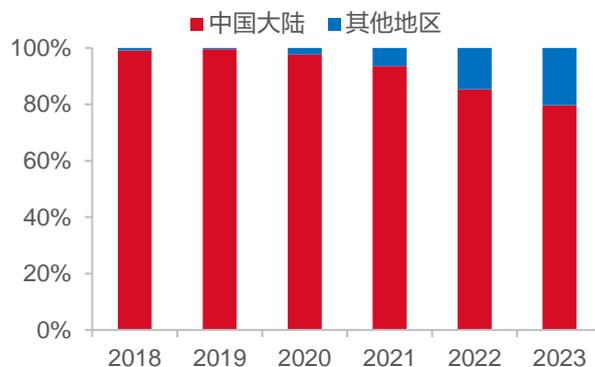
出海战略成效逐现，2023 年公司海外业务营收同比+90.3%。全球化布局背景下，公司海外业务快速放量，2023 年海外业务实现营收 64.27 亿元，同比+90.3%；从营收占比来看，2020 年以来，公司海外业务占比持续提升，由 2020 年的 2.3%提升至 2023 年的 20.3%，年均增长约 6.0pct。

图28 公司近 5 年海外业务营收 CAGR 达 168.6%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 2020 年至今公司海外业务营收占比持续提升



资料来源：Wind，东海证券研究所

“采/选矿-碳酸锂-正负极及辅材-电池”链条全面打通，产能扩张背景下，原料保供能力同步提升。1) 矿端：在全球拥有 4 个矿段探矿及采矿权，设计开采规模已超 335 万吨/年，预计后续仍将有增量。2) 碳酸锂：远期规划产能约 18 万吨/年，其中国内规划产能为 12 万吨/年（目前已投产 4.5 万吨/年）、海外规划产能 6 万吨/年，从产能口径来看，按照 1 万吨碳酸锂对应 16GWh 电池产量，当前公司碳酸锂名义自供率已达 60%。3) 正负极及辅材：通过自建及合资方式布局，涉及正负极材料、电解液、隔膜、集流体全端，目前已形成 14.7 万吨/年正极产能+15.5 万吨/年负极产能。

表2 公司已实现“采/选矿-碳酸锂-四大关键材料-电池”的全产业链布局

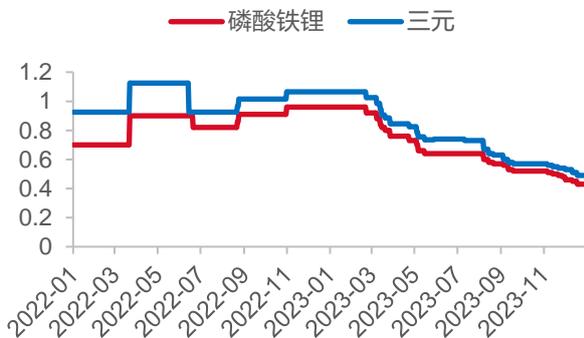
环节	地点	规划产能	性质	布局情况
锂矿	宜丰		合资控股	获白水洞、水南段探矿与采矿权，设计开采规模分别为 150 万吨/年、180 万吨/年
	奉新	335+万吨/年	孙公司控股	获华友矿采矿权，设计生产规模 5 万吨/年，采矿权延续至 2025 年
	阿根廷胡胡伊省		合资	与 JEMSE 达成战略合作，JEMSE 将对公司提供勘察面积约 17000 公顷的潜在锂矿资源探矿及采矿权
碳酸锂	宜春、奉新、宜丰	18 万吨/年	自建	布局宜春科丰（2 万吨/年已投产）、奉新国轩（5 万吨/年）、宜丰国轩（5 万吨/年，一期 2.5 万吨已投产）三大项目，累计碳酸锂产能达 12 万吨/年，预计 2025 年达产
	阿根廷胡胡伊省		合资	与 JEMSE 达成战略合作，先期规划 1 万吨/年碳酸锂产线，并将视市场情况建设二期 5 万吨/年碳酸锂产线
前驱体	曹妃甸	4 万吨/年	合资	与中冶集团、比亚迪合资成立中冶瑞木，已建成 4 万吨/年高镍三元前驱体产能
正极材料	合肥庐江		自建	已形成 4 万吨/年磷酸铁锂+0.6 万吨/年高镍三元+0.1 万吨/年钛酸锂产能，并有 3 万吨/年高镍三元产能在建中，远期规划正极材料产能 20 万吨/年（其中 10 万吨已投产）
	-	42.7+万吨/年	合资	与盐湖股份达成战略合作，设合资公司用于磷酸铁锂正极材料生产
	美国密歇根		自建	2023 年宣布拟筹建密歇根正负极材料项目，预计 2031 年建成正极材料产能 15 万吨/年

负极材料	内蒙古乌海		自建	规划 40 万吨/年锂电负极材料一体化产线 (分 4 期建设), 其中一期 10 万吨/年已投产
	合肥庐江		自建	已建成 5000 吨/年硅基负极材料产能
	肥东	75.5 万吨/年	自建	规划 30 万吨/年负极产能 (含生产基地在乌海, 销售在肥东的 20 万吨/年产能), 分三期建设, 其中一期 5 万吨/年产能已建成
	美国密歇根		自建	2023 年宣布拟筹建密歇根正负极材料项目, 预计 2031 年建成负极材料产能 5 万吨/年
隔膜	合肥庐江	3 亿平/年	合资	与星源材质合资建立合肥星源, 已建成一期 1 亿平隔膜产能、二期 2 亿平产能在建中
集流体	合肥		自建	子公司精密涂布已具备涂碳铝箔量产能力
	安徽	-	合资	持股铜冠铜箔, 铜冠铜箔目前已建成电子铜箔、PCB 铜箔产能分别为 5.5 万吨/年、3.5 万吨/年
电解液	肥东	10 万吨/年	自建	规划 10 万吨/年电解液产能 (含 5 万吨/年碳酸酯装置), 目前已进入试生产阶段

资料来源: 公司公告, 公司官网, 东海证券研究所

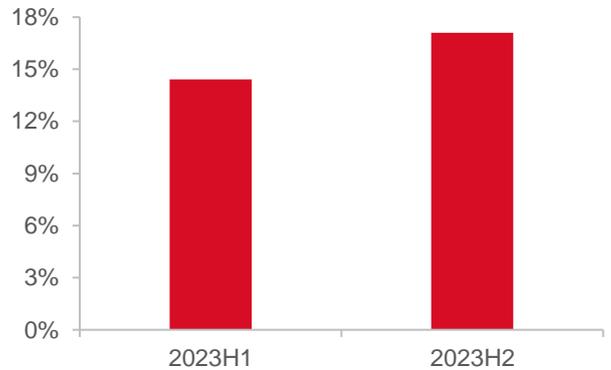
行业竞争加剧、电池价格下行背景下, 公司表现出较强抗压能力。受行业竞争加剧影响, 2023 年国内动力电池市场价格持续下行 (磷酸铁锂、三元电芯的年末价格较年初分别 -55.2%、-54.0%), 电池企业盈利端显著承压。得益于完备的产业链布局加之与客户积极调整谈价机制, 公司电池业务表现出较强的抗压能力, 2023 年下半年电池业务实现毛利率 17.1%, 环比提升 2.7pct。

图30 2023 年动力电池市场价格持续下行 (单位: 元/Wh)



资料来源: 百川盈孚, 东海证券研究所

图31 2023H2 公司电池业务毛利率环比修复



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

营收: 1) 电池业务: 随着公司逐渐切入主流车企供应链、配套车型由 A00 级车向 B/C 级车转型, 公司动力电池出货量有望实现快速增长, 叠加储能业务全球化战略的推进, 预计 2024~2026 年公司电池出货量分别为 67/89/117GWh。价格方面, 随着行业供需格局改善, 预计电芯价格降幅将逐渐缩窄, 假设 2024~2026 年公司电池产品销售均价分别为 0.58/0.53/0.49 元/Wh, 对应营收分别为 383.91/476.11/570.73 亿元。**2) 输配电产品及其他业务:** 预计呈小幅稳定增长态势。

毛利率：1) 电池业务：考虑到产业链布局不断完善、上游原材料产能逐步释放，公司成本管控能力将相应提升，预计毛利率将稳中有升。**2) 输配电及其他业务：**假设毛利率保持相对稳定。

费用率：大众入股带来管理能力提升+规模效应显现，假设公司费用端持续改善。

表3 盈利预测

项目	2023	2024E	2025E	2026E	
电池组业务	收入 (亿元)	299.83	383.91	476.11	570.73
	yoy (%)		28.0%	24.0%	19.9%
	成本 (亿元)	253.88	316.19	389.09	465.36
	销量 (GWh)	45	67	89	117
	均价 (元/Wh)	0.66	0.58	0.53	0.49
	毛利率 (%)	15.3%	17.6%	18.3%	18.5%
输配电产品	收入 (亿元)	8.16	8.98	9.87	10.86
	yoy (%)		10.0%	10.0%	10.0%
	成本 (亿元)	6.52	7.50	8.20	9.02
	毛利率 (%)	20.1%	16.5%	17.0%	16.9%
其他业务	收入 (亿元)	8.06	11.28	15.80	22.12
	yoy (%)		40.0%	40.0%	40.0%
	成本 (亿元)	3.56	5.64	7.90	11.06
	毛利率 (%)	55.8%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入 (亿元)	316.05	404.17	501.78	603.70
	yoy (%)		27.9%	24.2%	20.3%
	成本 (亿元)	263.96	329.33	405.19	485.44
	毛利率 (%)	16.5%	18.5%	19.2%	19.6%

资料来源：公司公告，东海证券研究所测算

3.2. 投资建议

公司是国内核心原材料自供率最高的龙头电池企业之一，有望深度受益全球电动化浪潮及储能行业发展东风，预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 11.29/16.65/23.65 亿元，EPS 分别为 0.63/0.93/1.32，以 2024 年 5 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 29.98x/20.32x/14.31x，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

(1) 新能源汽车行业波动风险：若下游新能源汽车消费市场未来出现大规模的不景气及停产减产情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

(2) 全球市场竞争加剧风险：动力电池行业竞争日趋激烈，若未来公司不能及时进行产品迭代、提升产品性能，将使得公司的市场竞争力下降，公司业绩将受到市场竞争加剧风险的影响。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,513	19,304	23,657	29,538
应收票据及账款	13,040	15,997	19,928	23,935
预付账款	349	659	608	728
交易性金融资产	4,707	4,707	4,707	4,707
存货	5,679	9,148	11,255	13,484
其他流动资产	4,141	4,284	4,513	4,687
流动资产总计	42,429	54,098	64,668	77,080
长期股权投资	1,505	1,547	1,610	1,736
固定资产	21,857	28,442	31,761	33,242
在建工程	9,097	5,231	3,008	9,097
无形资产	5,150	5,530	5,842	5,150
长期待摊费用	103	103	103	103
其他非流动资产	7,193	7,427	7,427	7,427
非流动资产合计	51,163	51,766	51,662	51,358
资产总计	93,593	105,863	116,330	128,438
短期借款	16,237	17,087	17,937	18,787
应付票据及账款	19,535	27,723	33,766	40,453
其他流动负债	9,594	10,123	10,697	11,655
流动负债合计	45,366	54,933	62,400	70,895
长期借款	18,160	19,660	20,960	22,160
其他非流动负债	3,771	4,220	4,220	4,220
非流动负债合计	21,931	23,880	25,180	26,380
负债合计	67,297	78,812	87,580	97,275
股本	1,785	1,786	1,786	1,786
资本公积	19,037	19,103	19,103	19,103
留存收益	4,673	5,835	7,500	9,865
归属母公司权益	25,067	25,799	27,464	29,829
少数股东权益	1,229	1,252	1,286	1,334
股东权益合计	26,296	27,051	28,750	31,163
负债和股东权益合计	93,593	105,863	116,330	128,438

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	969	1152	1699	2413
折旧与摊销	1878	1422	1279	1198
财务费用	908	889	1324	1284
其他经营资金	-1,336	2,032	305	1,015
经营性现金净流量	2,419	5,496	4,607	5,910
投资性现金净流量	-16,475	-1,844	-1,079	-795
筹资性现金净流量	13,888	1,106	826	766
现金流量净额	86	4,791	4,354	5,881

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,605	40,417	50,178	60,370
营业成本	26,257	32,933	40,519	48,544
营业税金及附加	234	344	416	489
销售费用	656	889	1,069	1,268
管理费用	1,736	2,223	2,659	3,079
研发费用	2,061	2,765	3,161	3,743
财务费用	547	889	1,324	1,284
其他经营损益	687	817	768	624
投资收益	69	81	80	78
公允价值变动损益	106	0	0	0
营业利润	975	1,273	1,878	2,667
其他非经营损益	-27	0	0	0
利润总额	948	1,273	1,878	2,667
所得税	-21	121	178	253
净利润	969	1,152	1,699	2,413
少数股东损益	30	23	34	48
归属母公司股东净利润	939	1,129	1,665	2,365
EBITDA	3,263	3,585	4,480	5,149
NOPAT	1,416	1,957	2,897	3,575
EPS(元)	0.53	0.63	0.93	1.32

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收成长率	37.1%	27.9%	24.2%	20.3%
EBIT增长率	184.7%	56.1%	48.1%	23.4%
EBITDA增长率	106.5%	9.9%	25.0%	14.9%
净利润增长率	165.0%	18.9%	47.5%	42.0%
盈利能力				
毛利率	16.9%	18.5%	19.2%	19.6%
净利率	3.1%	2.9%	3.4%	4.0%
ROE	3.7%	4.4%	6.1%	7.9%
ROA	1.0%	1.1%	1.4%	1.8%
ROIC	2.1%	2.8%	4.0%	4.6%
偿债能力				
总负债/净资产	256%	291%	305%	312%
资产负债率	72%	74%	75%	76%
估值倍数				
P/E	40.57	29.98	20.32	14.31
P/S	1.06	0.84	0.67	0.56
P/B	1.53	1.31	1.23	1.13
EV/EBITDA	19.67	15.85	12.19	9.86

资料来源：携宁，东海证券研究所，截止 2024 年 5 月 13 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089