



国轩高科 (002074.SZ): 储能贡献利润增量, 出海+新产品双轨齐发力

——2024 年半年报点评

2024 年 9 月 23 日

强烈推荐/维持

国轩高科

公司报告

事件: 公司发布 2024 年半年报及 2023 年度利润分配方案。24H1 公司实现营业收入 167.94 亿元, 同比+10.2%; 归母净利 2.71 亿元, 同比+29.7%, 扣非归母净利 0.49 亿元, 同比+38.7%。公司 Q2 实现营业收入 92.86 亿元, 同比+15.2%; 归母净利 2.02 亿元, 同比+51.4%; 扣非归母净利 0.38 亿元, 同比-17.3%。公司上半年业绩稳健, 利润端增长显著快于收入端, 表现亮眼。公司发布并实施完成 2023 年度利润分配方案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税), 现金分红总金额为 1.77 亿元。

动力配套车级扩容, 储能贡献利润增量。24H1 公司实现主营收入 160.40 亿元, 同比+53.1%。**动力电池:** 上半年实现营业收入 117.01 亿元, 同比+24.7%, 国内装机 7.17GWh, 五菱缤果/熊猫 MINI/零跑 T03 等装机车型表现突出, 同时实现奇瑞风云 T9/捷途山海 L9、零跑 C11/C01 等 B/C 级车型配套, 并拓展商用车重卡客户, 公司优化客户结构初显成效。**储能电池:** 24H1 实现营业收入 43.39 亿元, 同比+25.84%, 毛利率 23.9%, 为利润端贡献较大增长势能, 上半年公司储能电芯出货量全球第七, 已实现对亚太/欧非/美洲等全球多个国家地区供应出货, 与日本 Edison Power/美国 PGT/英国 Pod Point 等海外大储、户储客户持续加深战略合作。

各项费用持续改善, 利润端稳固回升。24H1 公司毛利率 17.8%, 同比+2.5pct, 24Q2 毛利率 17.8%, 同环比+5.6pct/-0.1pct, 主要受益海外业务占比提升+储能业务利润增厚影响。上半年公司期间费用率合计 14.4%, 同比+1.1pct, 其中销/管/研费用率合计同比-1.2pct, 体现公司经营管理质量的持续提升, 财务费用率同增主要为汇兑收益下降所致。H1 公司实现净利率 1.9%, 同比+0.3pct, 实现扣非归母净利率 0.3%, 同比+0.1pct, 受益于费用端的有效管控, 公司利润稳固回升。

出海战略稳固推进, 新技术大放异彩。24H1 公司海外营收实现 55.27 亿元, 同比+80.5%, 占比 32.9%, 同比+12.8 pct, 动力电池实现全球装机 9.5GWh 排名第八, 公司德国/美国/泰国/印尼共 4 个 PACK 生产基地已投产出货, 实现对欧洲/北美/东南亚三大主要汽车市场的覆盖, 预计年内美国本土电池材料+电芯工厂有望落地, 有效规避 IRA 限制, 同时上半年公司新增多家欧洲车企量产定点, 出海进程稳固推进。上半年公司发布全固态“金石电池”、5C 超快充“G 刻电池”等新品, 其中“金石电池”是公司多年来在固态电池技术持续投入成果的体现, 循环寿命超 3,000 次, 安全性能远超国标, 结合快充电池等新品将助力公司填补覆盖更多高端客户需求, 公司客户结构有望持续拓展优化。

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 359.29/434.64/500.66 亿元, 同比+13.7%/+21.0%/+15.2%, 实现归母净利润 11.11/15.41/21.31 亿元, 同比+18.4%/+38.7%/+38.3%, 当前股价对应 PE 为 29x/21x/15x。短期内电池价格仍维持低位导致营收增速放缓, 后续随客户与产品结构改善有望回升; 向前看, 我们认为公司稳固推进布局全球化战略, 海外产能落地领先同业, 同时叠加新技术与产品逐步落地, 全球竞争力持续增强, 我们看好公司长期市占率提升趋势, 海外业务拓展亦将持续增厚公司盈利能力。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:

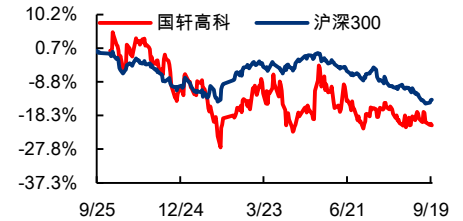
无

交易数据

| | |
|-----------------|-----------------|
| 52 周股价区间 (元) | 24.22-16.73 |
| 总市值 (亿元) | 324.25 |
| 流通市值 (亿元) | 240.71 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 179,341/133,137 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | -/- |
| 52 周日均换手率 | 1.66 |

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: 侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480524040001

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 | 35,929 | 43,464 | 50,066 |
| 增长率 (%) | 122.6% | 37.1% | 13.7% | 21.0% | 15.2% |
| 归母净利润 (百万元) | 312 | 939 | 1,111 | 1,541 | 2,131 |
| 增长率 (%) | 205.8% | 201.3% | 18.4% | 38.7% | 38.3% |
| 每股收益 (元) | 0.17 | 0.52 | 0.62 | 0.86 | 1.19 |
| 净资产收益率 (%) | 1.3% | 3.7% | 4.2% | 5.6% | 7.1% |
| PE* | 104.1 | 34.5 | 29.2 | 21.0 | 15.2 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *对应 2024-09-20 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 | 45,426 | 50,507 | 56,163 | 营业收入 | 23,052 | 31,605 | 35,929 | 43,464 | 50,066 |
| 货币资金 | 14,122 | 14,513 | 14,392 | 13,951 | 14,777 | 营业成本 | 18,950 | 26,257 | 29,585 | 35,788 | 41,192 |
| 应收账款 | 9,468 | 13,522 | 15,372 | 18,596 | 21,421 | 营业税金及附加 | 161 | 234 | 251 | 304 | 350 |
| 其他应收款 | 286 | 500 | 568 | 687 | 792 | 营业费用 | 471 | 656 | 754 | 869 | 1,001 |
| 预付款项 | 517 | 349 | 397 | 480 | 553 | 管理费用 | 1,311 | 1,736 | 1,535 | 1,700 | 1,752 |
| 存货 | 7,584 | 5,679 | 6,398 | 7,740 | 8,909 | 财务费用 | 323 | 547 | 950 | 805 | 643 |
| 其他流动资产 | 5,509 | 7,866 | 8,298 | 9,051 | 9,711 | 研发费用 | 1,793 | 2,061 | 1,855 | 2,103 | 2,253 |
| 非流动资产合计 | 35,141 | 51,163 | 50,938 | 50,939 | 49,548 | 资产及信用减值损失 | -861 | -584 | -539 | -565 | -651 |
| 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 | 28,181 | 34,530 | 33,362 | 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 | 576 | 373 | 169 |
| 其他非流动资产 | 19,314 | 22,984 | 16,678 | 10,443 | 10,336 | 营业利润 | 199 | 975 | 1,135 | 1,802 | 2,493 |
| 资产总计 | 72,627 | 93,593 | 96,364 | 101,446 | 105,712 | 营业外收入 | 73 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 34,369 | 45,366 | 50,808 | 57,989 | 64,220 | 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 | 1,135 | 1,802 | 2,493 |
| 应付账款 | 17,331 | 19,535 | 24,534 | 29,678 | 34,159 | 所得税 | -107 | -21 | -11 | 180 | 249 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 366 | 969 | 1,145 | 1,622 | 2,243 |
| 其他流动负债 | 6,218 | 9,594 | 10,038 | 12,074 | 13,823 | 少数股东损益 | 54 | 30 | 34 | 81 | 112 |
| 非流动负债合计 | 13,761 | 21,931 | 18,115 | 14,394 | 10,185 | 归属母公司净利润 | 312 | 939 | 1,111 | 1,541 | 2,131 |
| 长期借款 | 11,247 | 18,686 | 14,870 | 11,149 | 6,940 | 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 | 68,923 | 72,383 | 74,405 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 986 | 1,229 | 1,263 | 1,344 | 1,457 | 营业收入增长 | 123% | 37% | 14% | 21% | 15% |
| 实收资本(或股本) | 1,779 | 1,785 | 1,785 | 1,785 | 1,785 | 营业利润增长 | 407% | 391% | 16% | 59% | 38% |
| 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% | 18% | 39% | 38% |
| 未分配利润 | 3,542 | 4,245 | 5,356 | 6,897 | 9,028 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 23,512 | 25,067 | 26,178 | 27,719 | 29,850 | 毛利率(%) | 17.8% | 16.9% | 17.7% | 17.7% | 17.7% |
| 负债和所有者权益 | 72,627 | 93,593 | 96,364 | 101,446 | 105,712 | 净利率(%) | 1.6% | 3.1% | 3.2% | 3.7% | 4.5% |
| 现金流量表 | | | | | 单位: 百万元 | ROA(%) | 0.4% | 1.0% | 1.2% | 1.5% | 2.0% |
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | ROE(%) | 1.3% | 3.7% | 4.2% | 5.6% | 7.1% |
| 经营活动现金流 | 801 | 2,403 | 6,595 | 7,033 | 7,604 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 366 | 969 | 1,145 | 1,622 | 2,243 | 资产负债率(%) | 66% | 72% | 72% | 71% | 70% |
| 折旧摊销 | 1,093 | 1,863 | 2,308 | 2,999 | 3,391 | 流动比率 | 1.09 | 0.94 | 0.89 | 0.87 | 0.87 |
| 财务费用 | 496 | 908 | 950 | 805 | 643 | 速动比率 | 0.80 | 0.73 | 0.69 | 0.65 | 0.65 |
| 营运资金变动 | -1,662 | -1,709 | 2,325 | 1,659 | 1,400 | 营运能力 | | | | | |
| 其他经营现金流 | 509 | 373 | -134 | -53 | -73 | 总资产周转率 | 0.32 | 0.34 | 0.37 | 0.43 | 0.47 |
| 投资活动现金流 | -17,525 | -16,475 | -1,950 | -2,947 | -1,927 | 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 | -2,083 | -3,000 | -2,000 | 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 | 34 | -47 | -27 | 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.52 | 0.62 | 0.86 | 1.19 |
| 筹资活动现金流 | 18,304 | 13,888 | -4,766 | -4,526 | -4,851 | 每股净现金流(最新摊薄) | 2.28 | 2.31 | -0.43 | -0.88 | -0.09 |
| 短期借款增加 | 5,340 | 5,416 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 13.11 | 13.98 | 14.60 | 15.46 | 16.64 |
| 长期借款增加 | 6,364 | 7,439 | -3,816 | -3,721 | -4,208 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 114 | 6 | 0 | 0 | 0 | P/E | 104.1 | 34.5 | 29.2 | 21.0 | 15.2 |
| 资本公积增加 | 4,997 | 846 | 0 | 0 | 0 | P/S | 1.4 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| 现金净增加额 | 1,803 | 71 | -121 | -441 | 826 | P/B | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 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 |
|--------|---|------------|
| 行业深度报告 | 2024 年锂电板块中期策略: 基本面有望迎来改善, 关注出海与固态电池应用进程 | 2024-08-05 |
| 行业深度报告 | 光伏 2024 年下半年投资展望——0bb 技术加速导入, 光伏辅材持续迭代 | 2024-07-29 |
| 行业普通报告 | 电力设备及新能源行业: 节能降碳方案推出, 锂电行业供需两侧有望迎来量利改善 | 2024-06-12 |
| 公司普通报告 | 国轩高科 (002074.SZ): 发布全固态电池等重磅新品, 产品矩阵扩容有望拓展优化客户结构 | 2024-05-21 |
| 行业深度报告 | 价格下跌业绩承压, 行业优胜劣汰正当时——光伏行业 23 年年报及 24 年一季报综述 PPT | 2024-05-14 |
| 公司普通报告 | 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 | 2024-04-25 |
| 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 | 光伏行业 2024 年展望: 竞争加剧、优胜劣汰正当时 | 2024-03-08 |
| 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 |
| 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 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

侯河清

金融学硕士, 3年产业投资经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电新行业的研究。

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 | 上海 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033 | 邮编: 200082 | 邮编: 518038 |
| 电话: 010-66554070 | 电话: 021-25102800 | 电话: 0755-83239601 |
| 传真: 010-66554008 | 传真: 021-25102881 | 传真: 0755-23824526 |