

公司研究

积木式充换电系统解决重卡痛点，海外布局深入

——国轩高科（002074.SZ）跟踪报告

要点

电动重卡行业景气度提升。据高工锂电，2025Q1，新能源乘用车、商用车领域增长势头强劲，销量同比增长接近 50%。其中，新能源重卡赛道增速较高，销量超 2.3 万辆，同比增长超 1.5 倍。在重卡领域，公司客户覆盖吉利、一汽、三一、江淮、陕汽等众多知名企业。

换电重卡降低购车和运营成本。对于新能源重卡，补能效率为其最大痛点，快充、换电两种补能方案并驾齐驱。快充方面，电池企业都面向新能源重卡的商用场景推出了快充型商用车电池，并布局超快充换电网络。换电方面，换电重卡采用车电分离模式，可显著降低初始购车成本。电池资产由运营商持有，叠加电价低于油价的优势，综合运营成本可降低 3-6 万元/年。

公司积木式充换电系统，解决行业痛点。4 月，公司在 2025 国际储能展览会（ESIE2025）上发布了全球首款积木式充换电系统，通过模块化设计，为纯电重卡等专用车辆提供五分钟极速换电解决方案，可根据需求灵活调整电池包数量，实现“电找车”，大大节省建设固定充换电站的成本。此外，公司还展出了第三代智能移动储能充电车、7MWh 储能系统舱、Gotion EDGE 261KWh 工商业储能柜、下一代 588Ah、600Ah+大储电芯等明星储能产品。

新能源物流车市占率领先。据《电车资源》统计，2024 年新能源物流车动力电池总装车量达 26.8GWh，国轩高科装车 4.6GWh，市占率 17.2%，位居第二，公司已与上汽通用五菱、远程商用车、奇瑞集团等建立了稳固的合作关系。

海外分散化布局。2024 年 12 月，公司公告以自有和自筹资金于摩洛哥、斯洛伐克分别投资建设年产各 20GWh 高性能锂电池及配套项目，项目投资总额分别不超过 12.8、12.34 亿欧元，建设周期分别不超过 5 年、3 年。欧洲产能布局有助于覆盖欧盟市场，有助于满足欧盟碳足迹考核。

盈利预测、估值与评级：原材料价格下滑叠加行业竞争加剧，下调 24-26 年公司归母净利润预测至 7.19/12.33/16.09 亿元（下调 40%/27%/27%），当前股价对应 24-26 年 PE 为 51/30/23X，下调至“增持”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期，储能需求不及预期，海外政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23,052	31,605	36,505	43,702	52,711
营业收入增长率	122.59%	37.11%	15.50%	19.71%	20.61%
净利润（百万元）	312	939	719	1,233	1,609
净利润增长率	205.80%	201.28%	-23.40%	71.50%	30.47%
EPS（元）	0.18	0.53	0.40	0.68	0.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.33%	3.74%	2.77%	4.59%	5.70%
P/E	116	39	51	30	23
P/B	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-16，2023 年 17.85 亿股，2024 年 18.02 亿股

增持（下调）

当前价：20.33 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

021-52523696

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.02
总市值(亿元):	366
一年最低/最高(元):	16.10 / 29.61
近 3 月换手率:	69.86%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.40	-2.22	-0.46
绝对	-15.31	-3.20	6.43

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,052	31,605	36,505	43,702	52,711
营业成本	18,950	26,257	29,926	35,884	42,723
折旧和摊销	1,069	1,830	2,560	3,044	3,509
税金及附加	161	234	270	317	388
销售费用	471	656	803	874	949
管理费用	1,311	1,736	1,825	2,098	2,425
财务费用	323	547	1,221	1,705	2,169
研发费用	1,793	2,061	2,190	2,535	2,952
投资收益	217	69	90	98	118
营业利润	199	975	746	1,249	1,622
利润总额	259	948	745	1,248	1,612
所得税	-107	-21	-16	-28	-36
净利润	366	969	761	1,276	1,647
少数股东损益	54	30	42	42	38
归属母公司净利润	312	939	719	1,233	1,609
EPS(元)	0.18	0.53	0.40	0.68	0.89

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	801	2,419	2,660	3,686	5,914
净利润	312	939	719	1,233	1,609
折旧摊销	1,069	1,830	2,560	3,044	3,509
净营运资金增加	4,385	4,055	3,942	5,965	6,091
其他	-4,964	-4,406	-4,562	-6,556	-5,295
投资活动产生现金流	-17,525	-16,475	-5,507	-8,027	-7,982
净资本支出	-13,381	-13,020	-7,779	-8,065	-8,060
长期投资变化	1,086	1,505	0	0	0
其他资产变化	-5,230	-4,960	2,271	38	78
融资活动现金流	18,304	13,888	7,682	8,156	6,843
股本变化	114	6	17	0	0
债务净变化	13,941	14,534	8,742	10,150	9,261
无息负债变化	9,949	4,633	3,882	4,020	4,127
净现金流	1,803	86	4,835	3,814	4,775

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	17.8%	16.9%	18.0%	17.9%	18.9%
EBITDA 率	12.2%	13.1%	14.2%	14.3%	15.6%
EBIT 率	7.4%	7.2%	7.2%	7.4%	8.9%
税前净利润率	1.1%	3.0%	2.0%	2.9%	3.1%
归母净利润率	1.4%	3.0%	2.0%	2.8%	3.1%
ROA	0.5%	1.0%	0.7%	1.0%	1.2%
ROE (摊薄)	1.3%	3.7%	2.8%	4.6%	5.7%
经营性 ROIC	5.5%	3.8%	4.0%	4.1%	5.3%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	66%	72%	75%	77%	78%
流动比率	1.09	0.94	0.98	0.98	0.99
速动比率	0.87	0.81	0.86	0.86	0.89
归母权益/有息债务	0.92	0.63	0.53	0.46	0.41
有形资产/有息债务	2.65	2.17	2.06	1.97	1.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	72,627	93,593	107,140	122,297	137,083
货币资金	14,122	14,513	19,348	23,162	27,937
交易性金融资产	3,514	4,707	4,707	4,707	4,707
应收账款	8,642	12,911	16,785	21,734	25,924
应收票据	94	129	149	178	215
其他应收款 (合计)	286	500	562	595	798
存货	7,584	5,679	6,820	7,432	7,555
其他流动资产	2,623	3,572	4,067	4,722	5,451
流动资产合计	37,487	42,429	53,214	63,253	73,436
其他权益工具	510	1,525	850	910	950
长期股权投资	1,086	1,505	1,405	1,390	1,373
固定资产	11,761	21,857	25,644	29,003	31,337
在建工程	11,669	15,821	16,065	16,249	16,987
无形资产	2,903	4,684	4,546	4,413	4,285
商誉	512	499	499	499	499
其他非流动资产	4,091	2,013	1,851	1,851	1,851
非流动资产合计	35,141	51,163	53,926	59,043	63,647
总负债	48,130	67,297	79,921	94,091	107,479
短期借款	10,821	16,237	22,440	28,165	33,222
应付账款	11,815	13,407	16,758	19,378	22,216
应付票据	5,516	6,128	7,481	7,895	8,117
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	367	1,508	1,892	2,654	3,483
流动负债合计	34,369	45,366	54,213	64,738	74,058
长期借款	10,689	18,160	22,160	26,160	30,160
应付债券	394	297	797	496	530
其他非流动负债	187	240	240	240	240
非流动负债合计	13,761	21,931	25,708	29,353	33,422
股东权益	24,498	26,296	27,219	28,205	29,603
股本	1,779	1,785	1,802	1,802	1,802
公积金	18,379	19,236	19,292	19,415	19,576
未分配利润	3,546	4,473	4,942	5,911	7,125
归属母公司权益	23,512	25,067	25,947	26,892	28,252
少数股东权益	986	1,229	1,271	1,313	1,352

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.0%	2.1%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用率	5.7%	5.5%	5.0%	4.8%	4.6%
财务费用率	1.4%	1.7%	3.3%	3.9%	4.1%
研发费用率	7.8%	6.5%	6.0%	5.8%	5.6%
所得税率	-41.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.10	0.08	0.13	0.17
每股经营现金流	0.45	1.35	1.48	2.05	3.28
每股净资产	13.22	14.04	14.40	14.92	15.68
每股销售收入	12.96	17.70	20.26	24.25	29.25

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	116	39	51	30	23
PB	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	20.9	18.5	16.0	14.9	12.5
股息率	0.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP