

分析师: 牟国洪
登记编码: S0730513030002
mough@ccnew.com 021-50586980

业绩符合预期, 盈利稳步提升

——国轩高科(002074)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

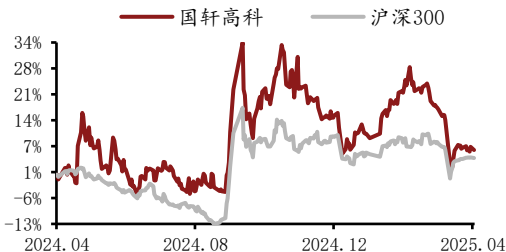
市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	20.11
一年内最高/最低(元)	25.41/17.87
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	1.40
流通市值(亿元)	346.92

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	14.37
每股经营现金流(元)	0.07
毛利率(%)	18.28
净资产收益率_摊薄(%)	0.39
资产负债率(%)	72.81
总股本/流通股(万股)	180,301.42/172,512.08
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所

相关报告

联系人: 李智
电话: 0371-65585629
地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼
地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 04 月 29 日

事件: 4 月 25 日, 公司公布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。

投资要点:

- 公司业绩符合预期。2024 年, 公司实现营收 353.92 亿元, 同比增长 11.98%; 营业利润 12.83 亿元, 同比增长 31.58%; 净利润 12.07 亿元, 同比增长 28.56%; 扣非后净利润 2.63 亿元, 同比增长 125.86%; 经营活动产生的现金流净额 27.06 亿元, 同比增长 11.86%; 基本每股收益 0.68 元, 加权平均净资产收益率 4.77%, 利润分配预案为拟每 10 股派发现金红利 1.0 元(含税), 全年业绩符合预期。其中, 第四季度营收 102.17 亿元, 同比增长 3.97%, 环比增长 21.91%; 净利润 7.94 亿元, 同比增长 22.88%, 环比增长 462.64%。2024 年, 公司非经常性损益合计 9.44 亿元, 其中计入当期损益的政府补助 9.90 亿元。全年公司拟计提各项减值准备合计 11.65 亿元, 其中应收账款坏账准备 6.46 亿元、存货减值准备 2.22 亿元、商誉减值准备 1.05 亿元、长期股权投资减值准备 7174 万元。
- 公司主营业务重点关注动力和储能电池系统。目前, 公司主要业务分为动力电池系统、储能电池系统和输配电设备。近年来, 公司动力电池和储能电池系统营收合计占比在 95% 左右, 电池组销量持续高增长, 其中 2024 年公司电池组合计销量 197.52 亿安时, 同比增长 40.38%, 二者营收合计占比 94.60%。
- 全球新能源汽车持续增长, 我国动力电池全球市占率持续提升。根据 Clean Technica 数据: 2024 年, 全球新能源乘用车合计销售 1724.16 万辆, 同比增长 25.98%, 占整体市场 22% 份额; 2025 年 1-2 月销售 247.50 万辆, 同比增长 30.40%。SNE Research 统计显示: 2024 年, 全球动力电池装车量 894.4GWh, 同比增长 27.19%; Top10 中中国企业入围 6 家, 6 家中国企业市场占比 67.08%, 较 2023 年提升 3.59 个百分点。其中国轩高科以 28.5GWh 位居全球第 8, 市场占比 3.19%, 占比较 2023 年提升 0.85 个百分点, 且 2021 年以来稳居全球第 8; 2024 年公司磷酸铁锂装机量排名第三, 市占率 6.18%。总体预计 2025 年全球新能源汽车及动力电池装机仍将保持两位数增长。
- 我国新能源汽车销售持续增长, 我国动力电池产量出口占比提升。中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示: 2024 年我国新能源汽车合计销售 1285.90 万辆, 同比增长 36.10%, 合计占比 40.92%。2025 年 1-3 月, 我国新能源汽车销售 307.30 万辆, 同比增长 47.10%, 合计占比 41.15%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加, 我国动力电池和其他电池产量持续增长。2024

年我国动力电池和其他电池合计产量 1096.80GWh，同比增长 40.96%，其中出口 197.1GW。2025 年 1-3 月，我国动力和其他电池合计产量 326.3GWh，累计同比增长 74.90%；其中出口 61.50GWh。我国动力电池装机 Top15 显示，2024 年国轩高科以 25.04GWh 位居第 4，市场占比 4.59%。2024 年 12 月中央经济工作会议明确要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；实施提振消费专项行动，加力扩围实施“两新”政策。2025 年 1 月，商务部等印发《关于组好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》，进一步明确 2025 汽车以旧换新补贴政策。叠加动力电池上游材料价格回落至相对合理区间，我国新能源汽车竞争力和性价比提升，总体预计 2025 年我国新能源汽车仍将保持两位数增长，对应动力电池需求将持续增长。

- **公司动力电池系统营收占比回落，预计 2025 年增速有望提升。**公司是国内最早从事新能源汽车动力电池自主研发、生产和销售的企业之一，主要产品包括磷酸铁锂材料及电芯、三元材料及电芯、动力电池组等，下游用于纯电动乘用车、商用车、专用车、重型卡车等领域。2021 年，公司动力电池系统实现营收 85.41 亿元，2024 年大幅增至 256.48 亿元，在公司营收中占比由 2021 年的 82.47% 回落至 2024 年的 72.47%，主要系公司储能电池系统业绩快速增长。2024 年，动力领域公司推出了 G 刻、星晨等多款高性能电池产品，其中 G 刻 PHEV 电池系统采用 4C 超级快充，480h 酸性防腐设计，高效保温不畏严寒极热；发布了第一代全固态“金石”电池，这款 30Ah 的硫化物全固态电池采用了微纳化固体电解质、超薄膜包覆单晶正极和三维介孔硅负极材料技术，单次充电续航可达 1000 公里，循环次数可达 3000 次以上，能量密度 350Wh/Kg；同时加速研发和量产面向低空飞行器、电动船舶、工程机械等新细分市场的产品组合。公司较早涉足上游链条布局，先后布局了矿产、前驱体、正极、负极、铜箔、隔膜等上游原材料及电池循环回收领域，构建起“生产—应用—再生”的绿色闭环，关键原材料自供率超 40%；海外基地方面，泰国和越南基地已投入运营。市场方面，公司车企客户包括 VinFast、Rivian、Ebusco、奇瑞、吉利、上汽通用五菱、零跑、长安、长城等。结合行业增长预期、材料价格走势，以及公司在动力电池领域行业地位，总体预计 2025 年公司动力电池系统业绩增速有望提升。
- **公司储能电池系统稳步增长，预计 2025 年营收占比将持续提升。**公司储能电池领域主要产品包括储能电芯、标准化电池箱、电池簇、电力储能用离子电池舱、户用储能系统等，满足集中式电力储能、工商业储能和家用储能等多场景应用需求。公司储能电池系统业绩持续增长，2021 年为 12.24 亿元，2024 年为 78.32 亿元，同比增长 12.98%，在公司营收中占比由 2021 年的 11.82% 提升至 2024 年的 22.13%。公司推出的 Gotion Grid 5MWh 储能液冷集装箱采用 330Ah、314Ah 大容量、长寿命单体电芯，循环次数可达 15,000 次以上，可实现系统运行寿命 20 年以上。根据 SNE Research 统计数据，2024 年公司储能电池出货量同比增长 200%，市占率 6%。根据高工产研统计，公司 2024 年全球储能电池出货量排名第七，

其中在通信储能领域排名第二。储能领域客户包括 PowerCo、NextEra、大和能源、华为、龙源电力、三峡集团等。根据高工锂电统计显示：2024 年中国储能锂电池出货量 335GWh，同比增长 64%；预计 2025 年全球储能锂电池出货量超 500GWh，到 2030 年储能电池出货量 2300GWh，其中电力储能将成为 2025 年增长最主要驱动力。结合行业增长预期及公司在储能领域的行业地位，预计 2025 年公司储能电池系统业绩仍将增长。

- **公司盈利能力提升，预计 2025 年总体稳中略升。**2024 年，公司销售毛利率 18.00%，同比提升 1.08 个百分点，主要系电池上游原材料价格总体承压；2025 年第一季度为 18.28%，同比提升 0.42 个百分点。2024 年公司分产品毛利率显示：动力电池系统毛利率为 15.14%，同比提升 0.1 个百分点；储能电池系统为 21.75%，同比提升 3.46 个百分点。公司注重研发投入、知识产权保护和管理，2024 年公司研发投入 29.29 亿元，同比增长 5.83%，在公司营收中占比 8.28%。截止 2024 年底：公司累计申请专利 10556 项，其中发明专利 4622 项(含 303 项国外专利)。结合锂电材料价格走势、公司产业链布局及营收组成变化，预计 2025 年公司盈利能力将稳中略升。
- **公司完成回购。**2023 年 12 月，公司公布回购议案：公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购，用于后期实施员工持股计划或者股权激励计划，回购金额不低于 3 亿元且不超过 6 亿元。2024 年 12 月，公司公布回购股份进展暨回购结果：累计回购公司股份 15,436,229 股，占公司目前总股本的 0.8567%，最高成交价为 21.18 元/股，最低成交价为 17.11 元/股，累计支付总金额为 300,039,302.01 元（含交易费用），公司回购方案实施完毕。
- **公司一季度业绩持续增长。**2025 年一季度，公司实现营收 90.55 亿元，同比增长 20.61%；净利润 1.01 亿元，同比增长 45.55%；扣非后净利润 1459 万元，同比增长 37.59%，基本每股收益 0.06 元，业绩增长主要系公司电池组出货增长。2025 年一季度，公司非经常性损益合计 8604 万元，其中计入当期损益的政府补助 1.63 亿元、非流动性资产处置损益-2254 万元、公允价值变动损益等-2972 万元。
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2025-2026 年摊薄后的每股收益分别为 0.92 元与 1.25 元，按 4 月 28 日 20.11 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 21.96 倍与 16.03 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

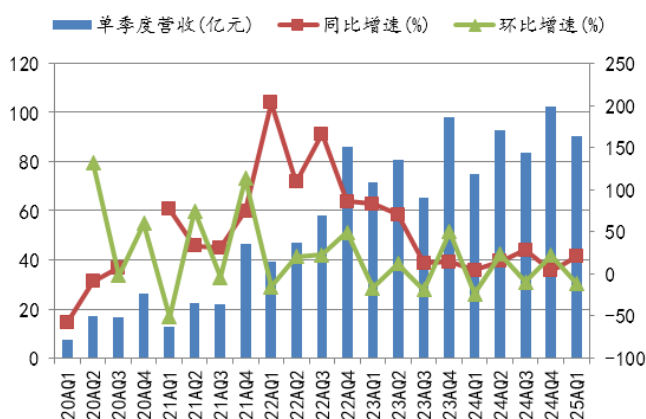
风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,605	35,392	44,586	53,315	61,153
增长比率（%）	37.11	11.98	25.98	19.58	14.70

净利润(百万元)	939	1,207	1,651	2,263	2,535
增长比率(%)	201.28	28.56	36.84	37.01	12.05
每股收益(元)	0.52	0.67	0.92	1.25	1.41
市盈率(倍)	38.63	30.05	21.96	16.03	14.30

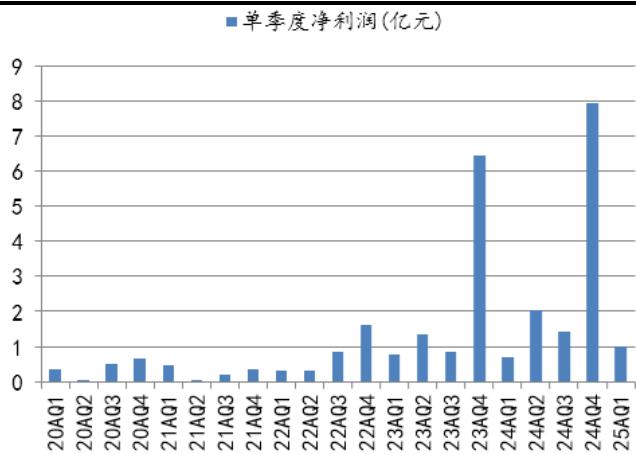
资料来源：中原证券研究所，携宁

图 1：公司单季度营收及增速



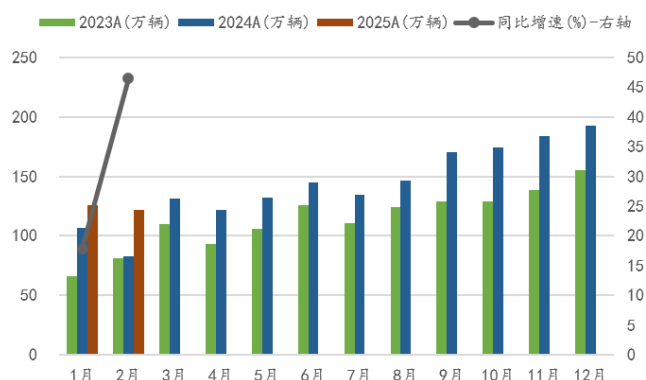
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 2：公司单季度净利润



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 3：全球新能源乘用车销量及增速



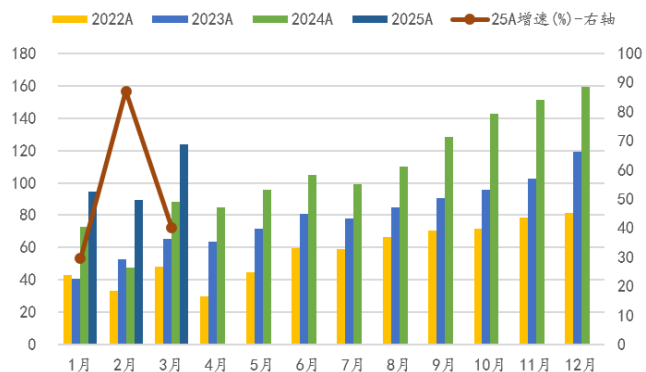
资料来源：中原证券研究所，Clean Technica，EV Sales

图 4：全球动力电池 Top10 装机概况

序号	企业名称	装车量 (GWh)		同比增 长 (%)	全球占比 (%)		占比变化
		2024A	2023A		2024A	2023A	
1	宁德时代	339.3	257.7	31.66	37.93	36.65	1.29
2	比亚迪	153.7	111.8	37.48	17.18	15.90	1.28
3	LG 新能源	96.3	95.1	1.26	10.77	13.52	(2.76)
4	中创新航	39.4	33.8	16.57	4.40	4.81	(0.40)
5	SK On	39.0	34.7	12.39	4.36	4.93	(0.57)
6	松下	35.1	42.8	(17.99)	3.92	6.09	(2.16)
7	三星 SDI	29.6	33.1	(10.57)	3.31	4.71	(1.40)
8	国轩高科	28.5	16.4	73.78	3.19	2.33	0.85
9	亿纬锂能	20.3	16.0	26.88	2.27	2.28	(0.01)
10	欣旺达	18.8	10.8	74.07	2.10	1.54	0.57
	其他	94.3	50.9	85.27	10.54	7.24	3.30
	合计	894.4	703.2	27.19	100	100	

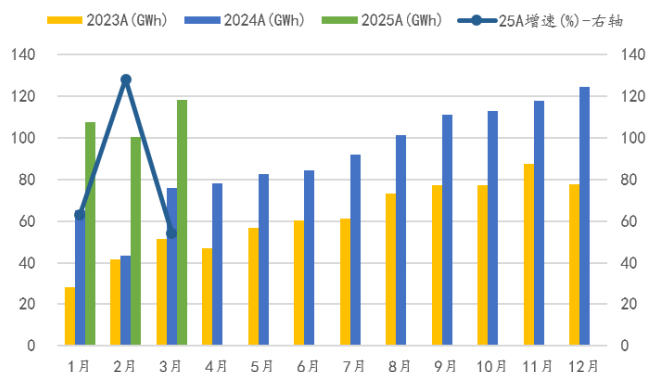
资料来源：中原证券研究所，SNE Research

图 5：我国新能源汽车销售及增速



资料来源：中原证券研究所，中汽协

图 6：我国动力和其他电池产量及增速



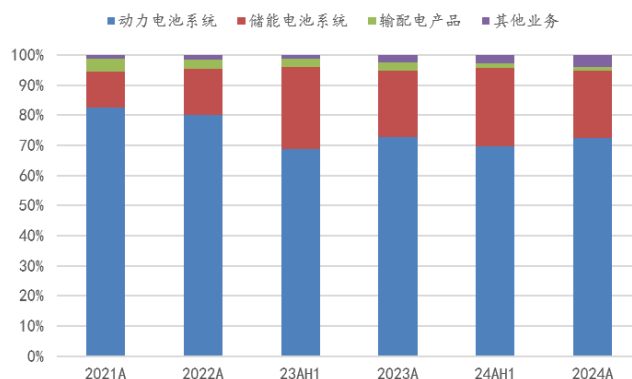
资料来源：中原证券研究所，中国汽车动力电池产业创新联盟

图 7：我国动力电池出货 Top15 概况(2024 年)

序号	企业名称	装车量 (GWh)	占比	与上年同期占比变化/百分点
1	宁德时代	246.01	45.08%	1.89
2	比亚迪	135.02	24.74%	-2.52
3	中创新航	36.48	6.68%	-1.82
4	国轩高科	25.04	4.59%	0.48
5	亿纬锂能	18.70	3.43%	-1.03
6	蜂巢能源	17.36	3.18%	0.93
7	欣旺达	15.79	2.89%	0.75
8	瑞浦兰钧	12.14	2.22%	0.90
9	正力新能	9.85	1.80%	0.41
10	爱尔集新能源	7.66	1.40%	-0.75
11	极电新能源	6.27	1.15%	1.10
12	孚能科技	3.44	0.63%	-0.91
13	多氟多	3.08	0.56%	0.01
14	因湃电池	2.23	0.41%	—
15	耀宁新能源	1.97	0.36%	—

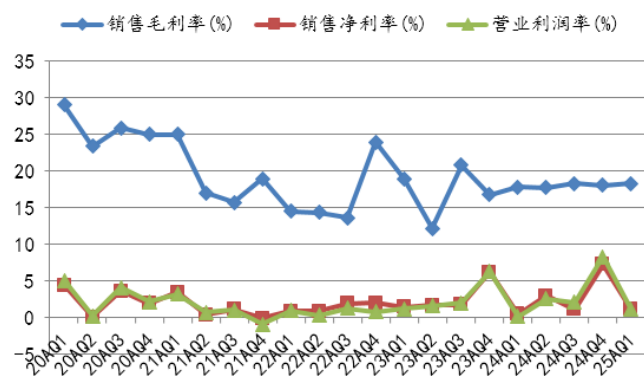
资料来源：中原证券研究所，中国汽车动力电池产业创新联盟

图 8：公司主营产品收入构成(%)



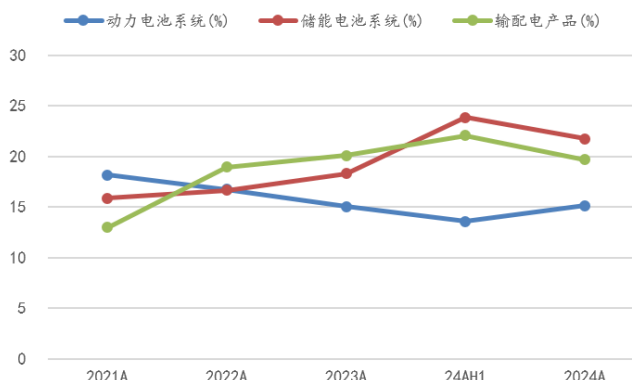
资料来源：中原证券研究所，Wind，公司公告

图 9：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 10：公司主营产品销售毛利率(%)



资料来源：中原证券研究所，Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	42,429	48,763	51,962	62,276	71,212
现金	14,513	16,548	17,206	23,492	29,772
应收票据及应收账款	13,040	16,834	18,160	20,958	22,786
其他应收款	500	347	571	603	738
预付账款	349	233	386	405	497
存货	5,679	7,121	7,992	8,900	9,251
其他流动资产	8,349	7,678	7,646	7,917	8,169
非流动资产	51,163	59,077	60,257	58,135	55,336
长期投资	1,505	1,476	1,496	1,516	1,536
固定资产	21,857	30,018	31,091	29,069	26,500
无形资产	4,684	5,603	5,973	6,112	6,032
其他非流动资产	23,118	21,980	21,697	21,438	21,268
资产总计	93,593	107,840	112,219	120,411	126,548
流动负债	45,366	55,572	58,609	64,677	68,504
短期借款	16,237	17,509	18,109	18,409	18,609
应付票据及应付账款	19,535	26,008	28,354	33,580	36,579
其他流动负债	9,594	12,055	12,146	12,689	13,316
非流动负债	21,931	22,372	22,506	22,656	22,756
长期借款	18,160	18,510	18,710	18,810	18,860
其他非流动负债	3,771	3,862	3,796	3,846	3,896
负债合计	67,297	77,943	81,115	87,333	91,260
少数股东权益	1,229	3,936	3,970	4,016	4,068
股本	1,785	1,802	1,802	1,802	1,802
资本公积	19,037	19,736	19,736	19,736	19,736
留存收益	4,673	5,693	7,078	9,005	11,164
归属母公司股东权益	25,067	25,960	27,134	29,062	31,221
负债和股东权益	93,593	107,840	112,219	120,411	126,548

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,419	2,706	5,963	8,488	8,064
净利润	969	1,154	1,685	2,309	2,587
折旧摊销	1,878	2,455	3,487	3,622	3,699
财务费用	908	1,228	926	942	950
投资损失	-69	-47	-78	-82	-101
营运资金变动	-1,574	-2,883	-767	940	175
其他经营现金流	306	799	710	758	753
投资活动现金流	-16,475	-7,107	-4,448	-1,376	-757
资本支出	-13,020	-8,765	-4,526	-1,473	-873
长期投资	-3,524	1,780	95	65	65
其他投资现金流	69	-122	-17	32	51
筹资活动现金流	13,888	5,480	-835	-827	-1,026
短期借款	5,416	1,272	600	300	200
长期借款	7,471	350	200	100	50
普通股增加	6	17	0	0	0
资本公积增加	846	699	0	0	0
其他筹资现金流	149	3,141	-1,635	-1,227	-1,276
现金净增加额	86	1,228	658	6,285	6,280

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,605	35,392	44,586	53,315	61,153
营业成本	26,621	29,020	36,522	43,517	49,948
营业税金及附加	234	276	339	410	467
营业费用	292	304	398	467	541
管理费用	1,736	1,928	2,439	2,911	3,342
研发费用	2,061	2,148	2,807	3,296	3,816
财务费用	547	843	926	942	950
资产减值损失	-244	-399	-390	-390	-390
其他收益	1,273	1,344	1,338	1,386	1,345
公允价值变动收益	106	196	160	165	170
投资净收益	69	47	78	82	101
资产处置收益	-2	-11	-8	-13	-13
营业利润	975	1,283	1,832	2,502	2,802
营业外收入	14	24	20	20	20
营业外支出	42	44	40	40	40
利润总额	948	1,263	1,812	2,482	2,782
所得税	-21	109	127	174	195
净利润	969	1,154	1,685	2,309	2,587
少数股东损益	30	-53	34	46	52
归属母公司净利润	939	1,207	1,651	2,263	2,535
EBITDA	3,263	4,525	6,225	7,046	7,431
EPS (元)	0.52	0.67	0.92	1.25	1.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	37.11	11.98	25.98	19.58	14.70
营业利润 (%)	390.92	31.58	42.74	36.60	11.96
归属母公司净利润 (%)	201.28	28.56	36.84	37.01	12.05
获利能力					
毛利率 (%)	15.77	18.00	18.09	18.38	18.32
净利率 (%)	2.97	3.41	3.70	4.24	4.15
ROE (%)	3.74	4.65	6.09	7.79	8.12
ROIC (%)	2.13	2.53	3.32	4.02	4.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.90	72.28	72.28	72.53	72.11
净负债比率 (%)	255.92	260.71	260.78	264.03	258.61
流动比率	0.94	0.88	0.89	0.96	1.04
速动比率	0.73	0.69	0.69	0.77	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.35	0.41	0.46	0.50
应收账款周转率	2.93	2.41	2.56	2.68	2.70
应付账款周转率	2.11	1.93	2.09	2.24	2.34
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.67	0.92	1.25	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.34	1.50	3.31	4.71	4.47
每股净资产 (最新摊薄)	13.90	14.40	15.05	16.12	17.32
估值比率					
P/E	38.63	30.05	21.96	16.03	14.30
P/B	1.45	1.40	1.34	1.25	1.16
EV/EBITDA	19.67	14.71	10.39	8.35	7.11

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。