

电池

收盘价

人民币 40.20

目标价

人民币 41.14个

潜在涨幅

+2.3%

2025 年 9 月 3 日

国轩高科 (002074 CH)

1H25 动力业务增长稳健，固态电池布局进展领先；维持买入

① **动力电池出货增长显著，但毛利率有所下滑。**1H25 国轩高科收入 193.9 亿元，同比+15.5%，其中动力/储能电池收入 140.3 亿/45.6 亿元，同比+19.9%/+5.1%；2Q25 收入 103.4 亿元，同/环比+11.3%/+14.2%，主要得益于电池出货量提升。据 SNE research，上半年国轩全球动力电池装机量 17.9GWh，同比+85.2%。盈利能力方面，上年公司毛利率 16.4%，同比基本持平，但 2Q25 毛利率 14.8%，同/环比-3.0/-3.5 ppts，主要受美国关税政策不确定性影响及产品结构改变。利润端，上半年归母净利润/扣非后归母净利润 3.7 亿/ 0.73 亿元，同比+35.2%/+48.5%，经营活动现金流净额 3.2 亿元，同比+80.4%，主要得益于期内回款增加。下半年随着储能电池和三代电芯产品出货占比提升，以及降本推进，我们预计毛利率有望回升。

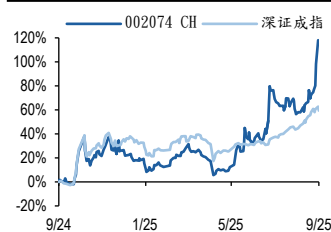
② **海外本土化建设稳步推进，固态电池迎来突破。**公司扩产积极，目标年内产能达到 150GWh（2024 年：100GWh）。同时积极布局海外业务，上半年海外收入 64 亿元，同比+15.8%（中国内地：+15.3%），海外收入占比约 33%，处于行业前列。同时，公司的海外产能建设持续推进，越南一期工厂已顺利投产，摩洛哥基地（20GWh）和斯洛伐克基地（20GWh）预计分别于 2026 年/2027 年投产。固态电池领域，公司推出 G 恒准固态电池和“金石”全固态电池，其中金石全固态电池处于中试量产阶段，并已启动 2GWh 量产线的设计工作。技术突破和降本仍是当前固态电池发展的关键，国轩的中试量产走在行业前列，有望推动其商业化率先落地。

③ **维持买入。**参考公司的产能规划，我们上调 2026-27 年收入预测 1%-4%，并下调 2025 年毛利率 1.3ppts 以反映美国关税政策不确定性对毛利的影响。公司持续配合大众的技术升级改造和新车推出计划，大众欧洲/大众中国分别有望在 2026 年/2027 年为公司带来收入增量。锂电行业需求向上，叠加“反内卷”倡导和固态电池概念推动，近期公司股价波动较大。中长期维度，我们继续看好公司的固态电池技术储备以及海外产能布局，基于 DCF 模型升目标价至 41.14 元人民币，维持**买入**。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	40.20
52周低位 (人民币)	18.05
市值 (百万人民币)	68,588.84
日均成交量 (百万)	265.61
年初至今变化 (%)	89.44
200天平均价 (人民币)	26.01

资料来源: FactSet

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com

(852) 3766 1854

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com

(86) 21 6065 3601

盈利预测变动

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	46,848	46,924	0%	57,434	56,659	1%	68,347	65,644	4%
毛利润	8,257	8,863	-7%	11,368	11,146	2%	13,998	13,141	7%
毛利率	17.6%	18.9%	-1.3 ppts	19.8%	19.7%	0.1 ppts	20.5%	20.0%	0.5 ppts
归母净利润	1,060	1,170	-9%	1,694	1,630	4%	2,764	2,604	6%

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 国轩高科：DCF 模型

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	2,197	3,151	4,368	6,793	8,847	11,046	13,128	14,353	15,667	17,185
减：所得税	(330)	(473)	(655)	(1,019)	(1,327)	(1,657)	(1,969)	(2,153)	(2,350)	(2,578)
加：折旧摊销	3,542	4,631	4,976	4,786	4,510	4,163	3,850	3,568	3,315	3,087
减：资本性支出	(8,000)	(3,000)	(2,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
减：运营资本变动	(489)	(1,931)	(2,131)	(3,106)	(1,570)	(3,504)	(3,801)	(5,352)	(3,830)	(4,163)
自由现金流	(3,080)	2,379	4,557	6,454	9,460	9,049	10,208	9,417	11,801	12,531
自由现金流现值	40,762									
终值现值	57,398									
企业价值	98,161									
净现金	-27,959									
少数股东权益	4,054									
股权价值 (百万元)	74,256									
股份数量 (百万)	1,805									
每股价值 (人民币)	41.14									

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.1
税前债务成本	5.0%
预期债权比例	30%
有效税率	15.0%
WACC	10.2%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 国轩高科 (002074 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	40.20	41.14	2.3%	2025 年 09 月 02 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	57.11	56.51	-1.1%	2025 年 08 月 22 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.59	15.46	33.4%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	21.04	24.77	17.7%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	302.87	314.11	3.7%	2025 年 01 月 23 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	13.62	22.63	66.2%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	69.50	75.02	7.9%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	9.29	7.16	-22.9%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.60	26.45	17.0%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.83	20.50	29.5%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	25.77	27.52	6.8%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	37.76	41.89	10.9%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
1211 HK	比亚迪股份	买入	110.80	150.72	36.0%	2025 年 09 月 01 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	19.25	22.50	16.9%	2025 年 09 月 01 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.87	24.21	28.3%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	146.94	180.50	22.8%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	51.05	48.96	-4.1%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	80.75	134.69	66.8%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	91.70	80.84	-11.8%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.41	3.34	-2.1%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 9 月 2 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	31,605	35,392	46,848	57,434	68,347
主营业务成本	(26,257)	(29,020)	(38,592)	(46,066)	(54,349)
毛利	5,348	6,372	8,257	11,368	13,998
销售及管理费用	(2,392)	(2,233)	(2,577)	(3,159)	(3,622)
研发费用	(2,061)	(2,148)	(2,530)	(3,101)	(3,554)
其他经营净收入/费用	80	(707)	(1,910)	(3,126)	(3,589)
经营利润	975	1,283	1,240	1,982	3,232
其他非经营净收入/费用	(27)	(20)	0	0	0
税前利润	948	1,263	1,240	1,982	3,232
税费	21	(109)	(62)	(99)	(162)
非控股权益	(30)	53	(118)	(188)	(307)
净利润	939	1,207	1,060	1,694	2,764
作每股收益计算的净利润	939	1,207	1,060	1,694	2,764

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	11,328	12,556	13,060	14,161	17,697
有价证券	4,707	2,832	2,832	2,832	2,832
应收账款及票据	13,040	16,834	22,284	27,319	32,509
存货	5,679	7,121	9,682	11,809	14,230
其他流动资产	7,675	9,419	9,419	9,419	9,419
总流动资产	42,429	48,763	57,276	65,540	76,688
物业、厂房及设备	21,857	30,018	41,543	45,509	44,052
无形资产	4,684	5,603	5,157	4,747	4,369
其他长期资产	24,623	23,456	16,384	10,738	9,054
总长期资产	51,163	59,077	63,084	60,993	57,475
总资产	93,593	107,840	120,360	126,533	134,163
短期贷款	16,237	17,509	17,509	17,509	17,509
应付账款	19,535	26,008	33,528	38,760	44,240
其他短期负债	9,594	12,055	12,055	12,055	12,055
总流动负债	45,366	55,572	63,092	68,324	73,804
长期贷款	18,160	18,510	23,510	23,510	23,510
其他长期负债	3,771	3,862	3,862	3,862	3,862
总长期负债	21,931	22,372	27,372	27,372	27,372
总负债	67,297	77,943	90,464	95,695	101,176
股本	1,785	1,802	1,802	1,802	1,802
储备及其他资本项目	23,282	24,158	24,040	24,793	26,636
股东权益	25,067	25,960	25,842	26,595	28,438
非控股权益	1,229	3,936	4,054	4,242	4,549
总权益	26,296	29,896	29,896	30,838	32,987

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	948	1,263	1,240	1,982	3,232
折旧及摊销	1,878	2,455	3,586	4,675	5,020
其他经营活动现金流	(407)	(1,012)	813	(445)	(659)
经营活动现金流	2,419	2,706	5,639	6,212	7,593
资本开支	(13,020)	(8,828)	(8,000)	(3,000)	(2,000)
投资活动	(3,279)	1,778	0	0	0
其他投资活动现金流	(176)	(58)	510	501	535
投资活动现金流	(16,475)	(7,107)	(7,490)	(2,499)	(1,465)
负债净变动	15,285	4,488	5,000	0	0
权益净变动	365	3,360	0	0	0
其他融资活动现金流	(1,762)	(2,368)	(2,645)	(2,612)	(2,592)
融资活动现金流	13,888	5,480	2,355	(2,612)	(2,592)
汇率收益/损失	254	150	0	0	0
年初现金	11,242	11,328	12,556	13,060	14,161
年末现金	11,328	12,556	13,060	14,161	17,697

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.526	0.680	0.597	0.955	1.557
全面摊薄每股收益	0.526	0.680	0.597	0.955	1.557
每股账面值	14.042	14.407	14.341	14.759	15.782
利润率分析(%)					
毛利率	16.9	18.0	17.6	19.8	20.5
EBITDA利润率	10.6	12.8	12.3	13.6	13.7
EBIT利润率	4.7	5.9	4.7	5.5	6.4
净利率	3.0	3.4	2.3	2.9	4.0
盈利能力(%)					
ROA	1.0	1.1	0.9	1.3	2.1
ROE	3.6	4.0	3.5	5.5	8.4
ROIC	1.5	1.8	1.5	2.4	3.7
其他					
净负债权益比(%)	87.7	78.5	93.5	87.1	70.7
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
存货周转天数	78.9	89.6	91.6	93.6	95.6
应收账款周转天数	150.6	173.6	173.6	173.6	173.6
应付账款周转天数	271.6	327.1	317.1	307.1	297.1

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。