

国轩高科 (002074.SZ): 装机份额稳固增长, 固态电池进展如期推进

——2025年中报点评

事件: 公司发布 2025 年半年度报告。25H1 公司实现营收 193.94 亿元, 同比 +15.5%; 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比 +35.2%; 实现扣非归母净利润 0.73 亿元, 同比 +48.5%

点评:

出货高增推动份额进一步提升, 协新品持续扩列中高端客户。25H1 公司动储合计出货约 40GWh, 同比 +48%。动力电池: 实现营收 140.34 亿元, 同比 +19.9%, 毛利率 14.2%, 同比 +0.7pct, 毛利增长主要受益于三代电芯量产交付带动客户结构改善。公司装机份额持续提升, 25H1 公司国内与全球份额达 5.2%/3.2%, 同比 +1.6pct/+1.0pct, 排名均上升一位至第四名/第七名。乘用车方面, 凭借 L600 “启晨二代” 电芯等高密度快充新品, 公司持续推动 B 级以上车型配套, 奇瑞星纪元/零跑 C11 等多款中高端车型实现量产交付; 商用车方面, 公司推出融合四枪并充技术与 1,000V 高压平台的“G 行超级重卡标准箱” 新品, 全面覆盖重卡应用场景, 25H1 公司国内商用车装机份额 7.4%, 同比 +1.9pct, 贡献主要动力份额增量。储能电池: 实现营收 45.62 亿元, 同比 +5.1%, 毛利率 19.4%, 同比 -4.5pct。上半年公司储能电池出货量位居全球第七。公司当前产品已覆盖多储能场景, 针对大储发布“乾元智储” 20MWh 储能电池系统, 增强设备极端环境安全性能; 针对海外 To C 市场推出 Go 300/Home 3000 等便携式移动储能设备, 开辟储能业务增长新领域。

固态电池进展稳居国内领先阵营, 具备切入新业务基础。公司固态电池业务进展迅速, 全固态电池方面, “金石” 电池首条中试线已正式贯通目前处于中试量产阶段, 良品率已达 90%, 实现技术突破, 同时已启动第一代全固态电池 2GWh 量产线设计工作, 加速产业化落地; 半固态电池方面, 公司“G 垣” 准固态电池能量密度达 300Wh/kg, 续航里程达 1,000 公里。当前公司固态电池业务进展已处于行业领先阵营, 结合公司近期与亿航智能达成深度战略合作, 我们认为公司固态电池技术有望协助其推动业务切入低空飞行器、人形机器人等新兴应用领域。

全球供应能力持续增强, 大众合作项目有望落地。公司海外业务开拓提速, 目前北美(美国加州 PACK)、欧洲(德国 PACK) 以及东南亚(越南电芯+PACK、印尼/泰国 PACK) 三大地区生产基地实现投产, 欧洲斯洛伐克与北非摩洛哥电芯+PACK 基地预计 26~27 年逐步落地, 海外本地化生产能力逐步显现, 目前 5MWh 液冷储能系统已实现德国基地本地化生产, 同时公司三大区域营销运营及管理团队已逐步成型, 未来公司的全球供应交付能力及海外成本端竞争优势有望持续增强。与大众合作方面, 上半年公司将标准电芯工厂产能规划由 20GWh 提升至 28GWh, 反映对大众出货较为乐观的预期, 预计 26 年投产后有望为公司持续贡献业绩增量。

盈利预测及投资评级: 产品端升级助力公司发力拓展中高端客户, 叠加产能更新与扩张, 公司收入端与利润端有望延续高增, 同时公司固态电池技术产业化进展行业领先, 结合公司全球供应优势持续带来的份额提升以及未来大众合作

2025 年 9 月 12 日

强烈推荐/维持

国轩高科

公司报告

公司简介:

国轩高科股份有限公司主营业务为动力锂电池和输配电设备两大业务板块。主要产品为动力锂电池产品、输配电产品等。

资料来源: 公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示:

2025-09-23 2025 年第一次临时股东大会

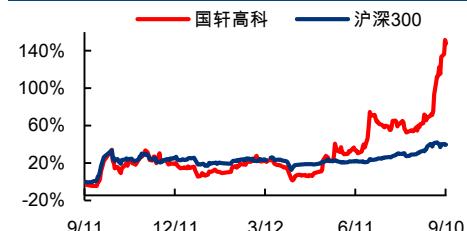
资料来源: 公司公告、iFinD

交易数据

52 周股价区间 (元)	47.47-18.05
总市值 (亿元)	844.23
流通市值 (亿元)	807.8
总股本/流通 A 股(万股)	180,511 / 172,719
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	4.8

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: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

分析师: 吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480525020001

分析师: 侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480524040001

的业务增长潜力, 我们持续看好公司长期的成长性。我们预计公司 2025~2027 年有望实现营收 458.86/595.01/704.54 亿元, 同比+29.7%/+29.7%/+18.4%, 实现归母净利 16.54/24.09/31.25 亿元, 同比+37.1%/+45.6%/+29.8%, 当前股价对应 PE 51x/35x/27x, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 汽车与储能行业需求增长、公司与大众合作进度/大众销量、公司全球产能建设不及预期, 原材料价格上涨、行业竞争加剧超预期等风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	31,605.49	35,391.82	45,885.82	59,500.92	70,453.81
增长率	37.11%	11.98%	29.65%	29.67%	18.41%
归母净利润 (百万元)	938.73	1,206.79	1,654.05	2,408.61	3,125.47
增长率	201.28%	28.56%	37.06%	45.62%	29.76%
净资产收益率	3.74%	4.65%	6.04%	8.19%	9.74%
每股收益 (元)	0.52	0.67	0.92	1.33	1.73
PE [*]	89.93	69.96	51.04	35.05	27.01
PB [*]	3.37	3.25	3.08	2.87	2.63

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *基于 2025/09/10 收盘价计算

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																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业收入	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营业成本	营业税金及附加	管理费用	研发费用	资产减值损失	公允价值变动收益	投资净收益	加: 其他收益	营业利润	营业外收入	营业外支出	利润总额	所得税	净利润	少数股东损益	归属母公司净利润	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																											
流动资产合计	42,429.22	48,762.78	56,024.11	71,690.59	84,230.20	营业收入	31,605.49	35,391.82	45,885.82	59,500.92	70,453.81	货币资金	14,513.08	16,548.29	16,060.04	20,825.32	24,658.83	营业成本	26,257.21	29,020.13	37,731.19	48,609.78	57,140.01	应收账款及票据	13,522.35	18,326.07	20,746.29	26,902.06	31,854.17	营业税金及附加	234.01	275.57	357.27	463.28	548.57	其他应收款	285.86	499.88	347.40	581.72	754.33	营业费用	655.87	304.39	321.20	404.61	457.95	预付款项	349.08	233.44	613.19	795.13	941.50	管理费用	1,736.18	1,928.19	2,441.83	2,959.25	3,342.03	存货	5,678.69	7,121.30	10,839.95	13,965.31	16,416.00	财务费用	547.49	842.65	871.89	1,110.24	1,394.05	其他流动资产	7,866.14	6,186.27	7,182.92	8,448.44	9,466.51	研发费用	2,061.24	2,148.22	2,743.01	3,402.44	3,962.40	非流动资产合计	51,163.43	59,076.91	68,787.19	81,502.21	96,522.70	资产减值损失	-583.80	-1,165.32	-940.66	-1,190.02	-1,409.08	长期股权投资	1,504.97	1,476.42	1,476.42	1,476.42	1,476.42	公允价值变动收益	105.89	196.19	0.00	0.00	0.00	固定资产	21,990.78	30,339.77	39,441.32	53,427.85	66,015.88	投资净收益	68.68	47.19	132.40	132.40	132.40	无形资产	4,684.10	5,603.17	4,576.80	3,538.77	2,489.08	加: 其他收益	1,271.16	1,332.71	1,343.74	1,343.74	1,343.74	其他非流动资产	7,059.55	6,707.25	6,640.35	6,570.41	6,500.47	营业利润	975.43	1,283.45	1,954.90	2,837.43	3,675.86	资产总计	93,592.65	107,839.69	124,811.30	153,192.81	180,752.90	营业外收入	14.32	23.64	23.64	23.64	23.64	流动负债合计	45,366.03	55,571.74	70,105.42	92,696.23	115,659.44	营业外支出	41.58	43.98	43.98	43.98	43.98	短期借款	16,236.96	17,508.81	24,202.19	33,621.75	46,248.45	利润总额	948.16	1,263.11	1,934.56	2,817.09	3,655.52	应付账款及票据	19,534.99	26,007.55	32,131.01	41,394.97	48,659.12	所得税	-20.94	108.98	193.46	281.71	365.55	其他流动负债	9,594.08	12,055.37	13,772.22	17,679.51	20,751.88	净利润	969.10	1,154.13	1,741.10	2,535.38	3,289.97	非流动负债合计	21,930.74	22,371.69	23,314.03	26,926.87	28,697.71	少数股东损益	30.37	-52.66	87.06	126.77	164.50	长期借款	18,685.74	18,859.78	19,802.13	23,414.96	25,185.80	归属母公司净利润	938.73	1,206.79	1,654.05	2,408.61	3,125.47	其他非流动负债	3,245.01	3,511.90	3,511.90	3,511.90	3,511.90	主要财务比率	负债合计	67,296.77	77,943.43	93,419.45	119,623.10	144,357.15	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	少数股东权益	1,229.04	3,936.17	4,023.22	4,149.99	4,314.49	成长能力	实收资本 (或股本)	1,785.19	1,802.00	1,802.00	1,802.00	1,802.00	营业收入增长	37.11%	11.98%	29.65%	29.67%	18.41%	资本公积	19,036.73	19,736.07	19,736.07	19,736.07	19,736.07	营业利润增长	-90.79%	184.78%	52.32%	45.14%	29.55%	未分配利润	4,244.92	4,422.02	5,830.55	7,881.65	10,543.19	归属于母公司净利润增长	201.28%	28.56%	37.06%	45.62%	29.76%	归属母公司股东权益合计	25,066.84	25,960.09	27,368.62	29,419.72	32,081.26	获利能力	负债和所有者权益	93,592.65	107,839.69	124,811.30	153,192.81	180,752.90	毛利率	16.92%	18.00%	17.77%	18.30%	18.90%	现金流量表	单位:百万元					净利率	3.07%	3.26%	3.79%	4.26%	4.67%	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	经营现金流量	2,418.69	2,705.57	6,772.36	11,064.10	12,443.27	ROA	1.00%	1.12%	1.33%	1.57%	1.73%	净利润	969.10	1,154.13	430.89	1,225.17	1,979.75	偿债能力	折旧摊销	1,877.90	2,454.66	4,058.50	5,135.25	6,115.65	资产负债率	72%	72%	75%	78%	80%	财务费用	547.49	842.65	871.89	1,110.24	1,394.05	流动比率	0.94	0.88	0.80	0.77	0.73	投资损失	-68.68	-47.19	-132.40	-132.40	-132.40	速动比率	0.73	0.69	0.57	0.55	0.52	营运资金变动	-1,709.39	-2,638.56	90.72	2,270.04	1,630.43	营运能力	其他经营现金流	802.27	939.87	1,452.76	1,455.80	1,455.80	总资产周转率	0.34	0.33	0.37	0.39	0.39	投资活动现金流量	-16,474.55	-7,107.37	-13,778.92	-17,863.45	-21,149.32	应收账款周转率	2.36	1.97	2.24	2.24	2.24	资本支出	12,398.07	8,801.50	13,765.74	17,850.27	21,136.14	应付账款周转率	1.96	1.74	1.76	1.76	1.76	长期投资	-3,527.07	1,754.11	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)	其他投资现金流	-549.41	-59.99	-13.18	-13.18	-13.18	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	0.92	1.33	1.73	筹资活动现金流量	13,888.20	5,479.63	6,518.31	11,564.64	12,539.56	每股净现金流(最新摊薄)	0.94	-1.71	-2.16	0.21	0.27	短期借款增加	5,416.25	1,271.86	6,693.37	9,419.56	12,626.69	每股净资产(最新摊薄)	13.88	14.38	15.16	16.29	17.77	长期借款增加	7,438.65	174.04	942.34	3,612.84	1,770.84	估值比率	普通股增加	6.31	16.81	0.00	0.00	0.00	P/E ⁺	89.93	69.96	51.04	35.05	27.01	资本公积增加	845.70	699.35	0.00	0.00	0.00	P/B ⁺	3.37	3.25	3.08	2.87	2.63	现金净增加额	86.17	1,228.13	-488.25	4,765.29	3,833.51	EV/EBITDA ⁺	18.76	15.01	18.43	15.41	13.81

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *基于 2025/09/10 收盘价计算

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	光伏行业: 反内卷落地推动供给侧改革提速, 市场化出清或为主旋律—反内卷系列点评报告	2025-07-09
行业普通报告	电力设备及新能源行业: 固态电池产业化提速, 关注产业链投资机遇	2025-07-04
行业深度报告	光伏行业: 静待供给侧优化, 关注降银金属化新技术—光伏行业 2025 年中期策略	2025-06-12
行业深度报告	锂电行业 2025 年中期投资策略: 板块景气度回暖, 固态电池、钠电有望迎来规模化应用节点	2025-06-12
行业深度报告	电力设备及新能源行业: 锂电行业 2024 年报综述——产业链扩张放缓, 关注电池环节与新技术需求	2025-05-26
公司普通报告	国轩高科 (002074.SZ): 多项新品发布, 固态电池产业化进程提速	2025-05-20
行业普通报告	光伏行业: 24 年全行业盈利能力下滑, 抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖—24 年年报及 25 年一季报业绩综述	2025-05-20
公司普通报告	国轩高科 (002074.SZ): 全球份额提升, 海外业务拓展稳步推进—2024 年年报及 2025 年一季报点评	2025-05-13
行业普通报告	光伏行业对等关税征收点评: 贸易壁垒高悬, 全球竞争加剧—光伏行业事件点评	2025-04-08
行业普通报告	电力设备及新能源行业: 储能电池受加征关税政策影响, 产业链主导+出海有望维持我国企业竞争优势	2025-04-08
公司普通报告	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	2024-09-23
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
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

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 2016 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, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

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。

侯河清

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

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不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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526