

股票投资评级

增持 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	45.96
总股本/流通股本(亿股)	18.05 / 17.28
总市值/流通市值(亿元)	830 / 794
52周内最高/最低价	47.47 / 18.05
资产负债率(%)	72.3%
市盈率	67.59
第一大股东	大众汽车(中国)投资有限公司

研究所

分析师: 虞洁攀
SAC 登记编号: S1340523050002
Email: yujiepan@cnpsec.com

国轩高科(002074)

上半年出货同比高增，固态布局有序推进

● 投资要点

事件：公司发布 2025 年半年报。

2025H1，公司实现营收 193.94 亿元，同比+15.48%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比+35.22%；实现扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+38.53%，非经常性损益主要来自公司政府补贴。单看 2025Q2，公司实现营收 103.38 亿元，同比+11.33%，环比+14.17%；实现归母净利润 2.66 亿元，同比+31.68%，环比+164.32%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比+51.55%，环比+299.50%。

上半年出货量同比高增，动力毛利率进一步提升。2025H1，公司出货约 40Gwh，同比增长约 48%，排产情况较好。分产品来看，上半年公司动力营收 140.34 亿元，同比+19.94%，毛利率 14.24%，同比+2.16pcts，动力的毛利率提升主要是由于公司第三代产能释放并实现中高端车型匹配配套，叠加出货量提升带来的规模效应；储能营收 45.62 亿元，同比+5.14%，毛利率 19.35%，同比-3.21pcts。

费用率控制较好，同比略降。2025H1，公司毛利率 16.42%，同比下降 1.39pcts；净利率 1.71%，同比下降 0.15pcts。销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.06%/4.51%/5.39%/3.23%，分别同比-1.28/+0.09/+0.01/+1.01pcts，合计-0.17pcts。

重视创新研发，固态产品有序推进开发。公司上半年研发投入 13.82 亿元，同比增长 13.34%。公司首条全固态中试线已正式贯通，金石全固态电池处于中试量产阶段，良品率达 90%，并启动第一代全固态电池 2Gwh 量产线的设计工作。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入 450.50、569.08、692.27 亿元，同比增长 27.29%、26.32%、21.65%；预计归母净利润 15.47、24.35、32.41 亿元，同比增长 28.23%、57.37%、33.07%；对应 PE 分别为 53.62、34.07、25.61 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；国内外政策变化风险；新产品导入进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	35392	45050	56908	69227
增长率(%)	11.98	27.29	26.32	21.65
EBITDA（百万元）	4525.47	6993.62	9070.10	10973.88
归属母公司净利润（百万元）	1206.79	1547.47	2435.26	3240.66
增长率(%)	28.56	28.23	57.37	33.07
EPS（元/股）	0.67	0.86	1.35	1.79
市盈率（P/E）	68.76	53.62	34.07	25.61
市净率（P/B）	3.20	3.03	2.82	2.58
EV/EBITDA	14.71	16.34	12.84	10.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	35392	45050	56908	69227	营业收入	12.0%	27.3%	26.3%	21.6%
营业成本	29020	37362	46504	56521	营业利润	31.6%	36.5%	53.5%	32.4%
税金及附加	276	333	428	524	归属于母公司净利润	28.6%	28.2%	57.4%	33.1%
销售费用	304	575	797	969	获利能力				
管理费用	1928	2027	2618	3046	毛利率	18.0%	17.1%	18.3%	18.4%
研发费用	2148	2658	3301	4015	净利率	3.4%	3.4%	4.3%	4.7%
财务费用	843	736	794	839	ROE	4.6%	5.7%	8.3%	10.1%
资产减值损失	-399	-319	-417	-543	ROIC	2.5%	2.9%	4.0%	4.8%
营业利润	1283	1751	2689	3561	偿债能力				
营业外收入	24	18	25	38	资产负债率	72.3%	72.9%	74.1%	74.4%
营业外支出	44	53	62	41	流动比率	0.88	0.82	0.81	0.84
利润总额	1263	1716	2652	3558	营运能力				
所得税	109	137	212	285	应收账款周转率	2.41	2.53	2.61	2.59
净利润	1154	1579	2440	3273	存货周转率	4.53	4.86	5.01	5.09
归母净利润	1207	1547	2435	3241	总资产周转率	0.35	0.40	0.47	0.51
每股收益(元)	0.67	0.86	1.35	1.79	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.67	0.86	1.35	1.79
货币资金	16548	14411	12901	17228	每股净资产	14.38	15.15	16.29	17.82
交易性金融资产	2832	2332	3430	2557	估值比率				
应收票据及应收账款	16834	19489	25049	29456	PE	68.76	53.62	34.07	25.61
预付款项	233	395	433	562	PB	3.20	3.03	2.82	2.58
存货	7121	8250	10303	11911	现金流量表				
流动资产合计	48763	50327	58545	68648	净利润	1154	1579	2440	3273
固定资产	30018	37423	43989	48151	折旧和摊销	2455	4541	5624	6576
在建工程	14800	13320	11988	10789	营运资本变动	-2883	721	837	689
无形资产	5603	5148	4692	4237	其他	1980	1437	1977	2185
非流动资产合计	59077	65375	70373	72586	经营活动现金流净额	2706	8278	10878	12724
资产总计	107840	115702	128917	141234	资本开支	-8765	-10105	-10301	-8930
短期借款	17509	17965	18265	18765	其他	1658	97	-1352	1129
应付票据及应付账款	26008	30451	39788	47212	投资活动现金流净额	-7107	-10008	-11653	-7801
其他流动负债	12055	13121	14269	15439	股权融资	3360	0	0	0
流动负债合计	55572	61537	72323	81416	债务融资	4488	769	651	931
其他	22372	22852	23203	23634	其他	-2368	-1293	-1386	-1527
非流动负债合计	22372	22852	23203	23634	筹资活动现金流净额	5480	-524	-735	-596
负债合计	77943	84389	95526	105050	现金及现金等价物净增加额	1228	-2137	-1510	4327
股本	1802	1802	1802	1802					
资本公积金	19736	19736	19736	19736					
未分配利润	5471	6673	8381	10655					
少数股东权益	3936	3968	3972	4005					
其他	-1049	-865	-500	-14					
所有者权益合计	29896	31313	33392	36184					
负债和所有者权益总计	107840	115702	128917	141234					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048