

2025 年中报点评：出货持续增长规模效应逐步体现，海外产能布局超前，固态电池等新品看点丰富

核心观点

公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营收/归母/扣非 193.94/3.67/0.73 亿，同比+15%/+35%/+49%，其中 25Q2 实现营收/归母/扣非 103.38/2.66/0.58 亿，同比 +11%/+32%/+52%，环比 +14%/+164%/ +299%。二季度业绩同比、环比实现明显增长，主要因出货大幅增长，规模效应体现所致。公司今年出货仍将持续增长，同时 B 级车等中高端市场份额稳步提升增强盈利能力。海外摩洛哥、斯洛伐克产能开始建设，发力欧洲市场并为北美市场提供原材料，布局在国内厂商中超前。预计未来公司出货、业绩将持续快速增长。

事件

公司发布 2025 年半年报，25H1 实现营收/归母/扣非 193.94/3.67/0.73 亿，同比+15%/+35%/+49%，其中 25Q2 实现营收/归母/扣非 103.38/2.66/0.58 亿，同比 +11%/+32%/+52%，环比 +14%/+164%/ +299%。

简评

出货稳步增长，规模效应进一步放大

公司半年报显示 25H1 动力电池装机量全球市占率 3.6%，同比+1pct，国内市占率提升至 5.18%，排名第四，储能电池出货量位居全球第七。公司 25H1 动力系统产品销售收入 140.34 亿元，同比+19.9%，毛利率 14.24%，同比+2.16pct；储能系统产品收入 45.62 亿元，同比+5.1%，毛利率 19.35%，同比-3.21pct。

动力均价较为平稳，储能均价有一定下降。公司动力+储能 25Q2 均价约 0.44 元/Wh，环比 25Q1 下降约 0.04 元/Wh，主要系碳酸锂联动降价（约 1-2 分/Wh），叠加北美储能 24 年+25Q1 提前发货，导致 Q2 海外发货较少，国内上半年竞争降价等。

打包来看，公司经营性单 Wh 净利约 0.003 元/Wh，环比下降较为明显（Q1 约 0.01 元/Wh），预计主要因电芯占比提升，储能海外发货提前到去年 Q4 和今年 Q1，国内 Q2 降价较多所致。

国轩高科(002074.SZ)

维持

增持

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

SFC 编号:BVU271

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523110002

发布日期： 2025 年 10 月 14 日

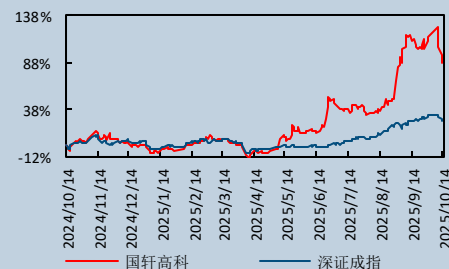
当前股价： 40.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.21/-13.08	35.38/25.27	89.55/69.42
12 月最高/最低价 (元)		49.30/19.20
总股本 (万股)		181,368.53
流通 A 股 (万股)		173,576.39
总市值 (亿元)		743.25
流通市值 (亿元)		711.32
近 3 月日均成交量 (万)		10890.81
主要股东		
大众汽车(中国)投资有限公司		24.41%

股价表现



相关研究报告

【中信建投电力设备及新能源】国轩高科(002074):2024 年年报、2025 年一季报点评：出货持续增长规模效应逐步体现，海外产能布局超前，固态电池等新品看点丰富

25.05.25
【中信建投电力设备及新能源】国轩高科(002074):2024Q3 业绩点评：电芯占比提升叠加汇兑损失影响盈利

24.11.08

高新技术引领，产品矩阵迭代

公司 25H1 发布的多款电池产品为公司持续发展提供了新的支撑点。

- 1) **乘用车领域**，公司发布全球首款 LMFP 超充电芯“启晨二代”，能量密度达 240Wh/kg，快充性能达 5C。固态电池方面，公司“金石全固态电池”首条实验线成功贯通，“G 垣准固态电池”能量密度达 300Wh/kg，续航里程可达 1000km。
- 2) **商用车领域**，公司发布“G 行超级重卡标准箱”，单包电量达 116kWh，融合四枪并充技术+1000V 高压平台，充电效率提升 30%，实现 3,000 次循环容量“零衰减”，120 万 km 行驶里程电池供能“零损耗”。
- 3) **储能领域**，公司发布“乾元智储 20MWh 储能电池系统”，采用模块化拼接集成方案+风液一体节能技术，七级安全防护体系显著增强设备在极端环境下的安全可靠运行能力。

全球战略落地，国内国际并进

- 1) **公司加快推进海外本地化落地进程**。25H1 公司旗下 5MWh 液冷储能系统已在德国哥廷根基地实现本地化生产。公司通过智能化产线升级、产能布局优化及工艺技术革新，不断提升生产效率与产品质量稳定性。
- 2) **海外市场拓展与经营业绩实现显著突破**。25H1 公司成功斩获一批国际知名客户的重点项目定点，三大区域的营销、运营及管理团队已逐步构建成型，“市场、售后、回收”三位一体的服务网点实现有序扩容。

公司非经常性损益中政府补助占大头

公司 25H1 非经损益 2.94 亿元，其中 25Q1、Q2 分别为 0.86、2.08 亿元，其中包含政府补助 4 亿元。公司 25H1 其他收益 4.78 亿元，政府补助占大头。

投资建议和业绩预测

公司出货量预计将取得不断增长。预计公司 2025、2026、2027 年归母业绩分别为 14.3、28.7、34.5 亿元，估值分别为 54、27、23 倍。在 2023 年过剩期产业链各环节面临市场供给大幅高于需求，面临去产能过程，导致新能源汽车板块持续回调。PE 回落至 15-20 倍中枢，未来随着行业竞争格局收拢预计估值将回归至 20-30 倍中枢。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,605.49	35,391.82	46,053.54	54,100.00	61,000.00
YoY(%)	37.11	11.98	30.12	17.47	12.75
净利润(百万元)	938.73	1,206.79	1,430.99	2,872.99	3,452.67
YoY(%)	201.28	28.56	18.58	100.77	20.18
毛利率(%)	16.92	18.00	17.81	18.45	17.71
销售净利率(%)	2.97	3.41	3.11	5.31	5.66
ROE(%)	3.74	4.65	5.26	9.65	10.51
EPS(摊薄/元)	0.52	0.67	0.79	1.58	1.90
P/E(倍)	82.89	64.47	54.37	27.08	22.54
P/B(倍)	3.10	3.00	2.86	2.61	2.37

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1) **需求方面**：海外户储需求恢复情况不及预期，海外库存去化进度不及预期。
- 2) **供给方面**：锂价上涨抬高成本，或降价过快导致下游出现观望情绪。
- 3) **政策方面**：海外补贴政策不及预期。
- 4) **国际形势方面**：国际贸易壁垒加深，出口受阻；本地化生产要求提高，海外设厂提高成本；国际冲突导致海外运输受阻、运费提升。
- 5) **市场方面**：竞争加剧导致储能电池、集成商、PCS 厂商毛利率、盈利能力低于预期。
- 6) **技术方面**：新产品研发受阻，产品趋同导致竞争力下降。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	42,429.22	48,762.78	44,699.37	53,225.21	66,161.65
现金	14,513.08	16,548.29	4,605.35	6,734.39	13,984.51
应收票据及应收账款	13,522.35	18,326.07	20,822.12	24,460.15	27,579.84
其他应收款	499.88	347.40	583.85	685.86	773.33
预付账款	349.08	233.44	615.43	722.96	815.16
存货	5,678.69	7,121.30	10,874.11	12,675.42	14,421.02
其他流动资产	7,866.14	6,186.27	7,198.51	7,946.43	8,587.78
非流动资产	51,163.43	59,076.91	51,778.32	44,078.61	36,056.12
长期投资	1,504.97	1,476.42	1,471.96	1,467.51	1,463.05
固定资产	21,990.78	30,339.77	26,680.85	22,635.48	18,203.68
无形资产	4,684.10	5,603.17	4,576.80	3,538.77	2,489.08
其他非流动资产	22,983.59	21,657.55	19,048.72	16,436.85	13,900.30
资产总计	93,592.65	107,839.6	96,477.70	97,303.82	102,217.7
流动负债	45,366.03	55,571.74	49,302.51	53,487.58	60,775.89
短期借款	16,236.96	17,508.81	3,368.96	0.00	0.00
应付票据及应付账款	19,534.99	26,007.55	32,232.26	37,571.58	42,745.76
其他流动负债	9,594.08	12,055.37	13,701.29	15,916.00	18,030.13
非流动负债	21,930.74	22,371.69	15,941.97	9,898.80	4,298.63
长期借款	18,685.74	18,859.78	12,430.06	6,386.90	786.73
其他非流动负债	3,245.01	3,511.90	3,511.90	3,511.90	3,511.90
负债合计	67,296.77	77,943.43	65,244.47	63,386.39	65,074.52
少数股东权益	1,229.04	3,936.17	4,002.85	4,136.73	4,297.63
股本	1,785.19	1,802.00	1,802.00	1,802.00	1,802.00
资本公积	19,036.73	19,736.07	19,736.07	19,736.07	19,736.07
留存收益	4,244.92	4,422.02	5,692.30	8,242.63	11,307.54
归属母公司股东权益	25,066.84	25,960.09	27,230.37	29,780.70	32,845.61
负债和股东权益	93,592.65	107,839.6	96,477.70	97,303.82	102,217.7

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,433.94	2,745.12	10,066.38	12,505.11	13,504.36
净利润	969.10	1,154.13	1,497.68	3,006.87	3,613.57
折旧摊销	1,893.15	2,494.22	7,297.17	7,695.26	8,018.04
财务费用	547.49	842.65	1,175.85	509.74	137.70
投资损失	-68.68	-47.19	-148.37	-178.94	-215.62
营运资金变动	-1,709.39	-2,638.56	-8.91	1,157.24	1,601.98
其他经营现金流	802.27	939.87	252.97	314.94	348.68
投资活动现金流	-	-7,107.37	-103.18	-131.55	-128.61
资本支出	12,398.07	8,801.50	0.00	0.00	0.00
长期投资	-3,527.07	1,754.11	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-	-	-103.18	-131.55	-128.61
筹资活动现金流	13,888.20	5,479.63	-	-	-6,125.64
短期借款	5,416.25	1,271.86	-	-3,368.96	0.00
长期借款	7,438.65	174.04	-6,429.72	-6,043.16	-5,600.17
其他筹资现金流	1,033.30	4,033.73	-1,336.56	-832.40	-525.46
现金净增加额	101.42	1,267.68	-	2,129.04	7,250.11

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,605.49	35,391.82	46,053.54	54,100.00	61,000.00
营业成本	26,257.21	29,020.13	37,850.08	44,120.00	50,196.00
营业税金及附加	234.01	275.57	318.24	378.70	427.00
销售费用	655.87	304.39	593.17	838.55	841.80
管理费用	1,736.18	1,928.19	2,053.23	2,272.20	2,440.00
研发费用	2,061.24	2,148.22	2,361.58	2,434.50	2,738.90
财务费用	547.49	842.65	1,175.85	509.74	137.70
资产减值损失	-244.37	-399.01	-515.37	-566.90	-623.59
信用减值损失	-339.43	-766.31	-699.35	-839.22	-906.36
其他收益	1,273.01	1,343.74	1,178.01	1,295.82	1,425.40
公允价值变动收益	105.89	196.19	-130.78	-143.86	-158.25
投资净收益	68.68	47.19	148.37	178.94	215.62
资产处置收益	-1.85	-11.02	-12.26	0.00	0.00
营业利润	975.43	1,283.45	1,670.00	3,471.08	4,171.41
营业外收入	14.32	23.64	31.35	37.62	45.15
营业外支出	41.58	43.98	43.77	52.53	63.03
利润总额	948.16	1,263.11	1,657.58	3,456.17	4,153.53
所得税	-20.94	108.98	159.91	449.30	539.96
净利润	969.10	1,154.13	1,497.68	3,006.87	3,613.57
少数股东损益	30.37	-52.66	66.69	133.88	160.90
归属母公司净利润	938.73	1,206.79	1,430.99	2,872.99	3,452.67
EBITDA	3,388.80	4,599.98	10,130.60	11,661.17	12,309.27
EPS (元)	0.52	0.67	0.79	1.58	1.90

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	30.12	17.47	12.75
营业利润(%)	390.92	31.58	30.12	107.85	20.18
归属于母公司净利润	201.28	28.56	18.58	100.77	20.18
获利能力					
毛利率(%)	16.92	18.00	17.81	18.45	17.71
销售净利率(%)	2.97	3.41	3.11	5.31	5.66
ROE(%)	3.74	4.65	5.26	9.65	10.51
ROIC(%)	2.32	2.52	5.74	8.78	11.83
偿债能力					
资产负债率(%)	71.90	72.28	67.63	65.14	63.66
净负债比率(%)	77.62	66.30	35.84	-1.02	-35.53
流动比率	0.94	0.88	0.91	1.00	1.09
速动比率	0.73	0.69	0.59	0.65	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.33	0.48	0.56	0.60
应收账款周转率	2.36	1.97	2.24	2.24	2.24
应付账款周转率	1.96	1.74	1.76	1.76	1.76
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	0.79	1.58	1.90
每股经营现金流(最新)	1.34	1.51	5.55	6.89	7.45
每股净资产(最新摊薄)	13.82	14.31	15.01	16.42	18.11
估值比率					
P/E	82.89	64.47	54.37	27.08	22.54
P/B	3.10	3.00	2.86	2.61	2.37
EV/EBITDA	16.34	12.95	9.05	6.95	5.61

分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车研究经验，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk