

电池	收盘价	目标价	潜在涨幅
	人民币 46.00	人民币 54.84个	+19.2%

2025 年 10 月 30 日

国轩高科 (002074 CH)

3 季度毛利率环比改善，大众合作有望贡献中期增量；维持买入

- ④ **出货高增带动收入增长，全年 100GWh 目标维持不变。**2025 年 3 季度公司收入 101.1 亿元（人民币，下同），同/环比+20.7%/-2.2%，主要得益于电池出货量同比大增。根据 SNE research 数据，2025 年 1-8 月国轩全球动力锂电池装机量同比增长 71.8%，市占率同比提升 0.7ppt。3 季度实现归母净利润 21.7 亿元，同比增 1434%，主要由于公司持有的奇瑞汽车（9973 HK/未评级）股份因港股上市导致公允价值大幅变动影响；扣非归母净利润 0.13 亿元，同/环比+54.2%/-78.5%，对应扣非归母净利率 0.1%。2025 年前三季度出货 63GWh，公司维持全年出货目标 100 GWh。
- ④ **高能量密度产品占比提升带动毛利率扩大，大众合作有望自 2026 年起贡献增量收入。**尽管高毛利的出口业务受关税影响，期内公司毛利率仍环比提升 2.8ppts 至 17.6%，我们认为主要受产品结构改善和产能利用率提升影响。国轩持续推进产品迭代升级，第三代电芯已获得多家客户多款车型定点，前三季度高能量密度系列电池出货占比约 20%，全年预计提升至 30%。随着产线陆续改造完成以及产能利用率提升，4 季度毛利率仍有改善空间。在固态电池领域，公司已启动 2GWh 全固态电池量产线设计工作，预计于 2025 年底至 2026 年初完成设计定型。当前，技术突破与成本下降仍是固态电池产业化的核心瓶颈，国轩在中试量产方面处于行业领先地位，有望率先实现商业化落地。公司已进入大众中国车型公告目录，我们预计有望自 2026 年起为公司带来收入增量。
- ④ **盈利能力有望持续改善，维持买入。**公司海外产能布局稳步推进，越南工厂已顺利投产，摩洛哥（20GWh）及斯洛伐克（20GWh）基地预计将于 2026 年底至 2027 年间相继投产；美国工厂的建设节奏则将视政策变化调整。3 季度公司出口业务受短期扰动影响有所波动，但随着相关关税政策边际改善，高毛利出口业务占比有望回升。叠加三代电芯产品出货占比提升及出货规模扩大带来的成本摊薄效应，我们判断公司盈利能力仍具较大提升空间。基于 DCF 模型，上调目标价至 54.84 元，维持**买入**评级。

财务数据一览

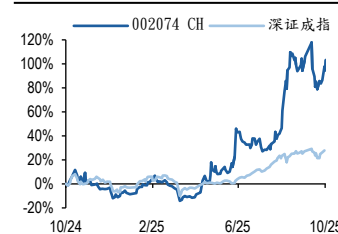
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	31,605	35,392	45,742	54,864	63,060
同比增长(%)	37.1	12.0	29.2	19.9	14.9
净利润(百万人民币)	939	1,207	3,588	1,662	2,714
每股盈利(人民币)	0.53	0.68	2.02	0.94	1.53
同比增长(%)	200.2	29.3	197.3	-53.7	63.3
前EPS预测值(人民币)			0.60	0.95	1.56
调整幅度(%)			238.4	-1.9	-1.8
市盈率(倍)	87.5	67.6	22.8	49.1	30.1
每股账面净值(人民币)	14.04	14.41	14.47	14.95	16.02
市账率(倍)	3.28	3.19	3.18	3.08	2.87

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	49.30
52周低位(人民币)	19.20
市值(百万人民币)	78,815.48
日均成交量(百万)	114.59
年初至今变化(%)	116.78
200天平均价(人民币)	31.87

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

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：国轩高科：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	45,742	46,924	-3%	54,864	56,659	-3%	63,060	65,644	-4%
毛利润	8,081	8,863	-9%	10,533	11,146	-6%	12,710	13,141	-3%
毛利率	17.7%	18.9%	-1.2ppt	19.2%	19.7%	-0.5ppt	20.2%	20.0%	0.1ppt
扣非归母净利润	426	460	-7%	1,662	1,694	-2%	2,714	2,764	-2%
扣非归母净利率	0.9%	1.0%	-0.1ppt	3.0%	3.0%	0.0ppt	4.3%	4.2%	0.1ppt

资料来源：交银国际预测

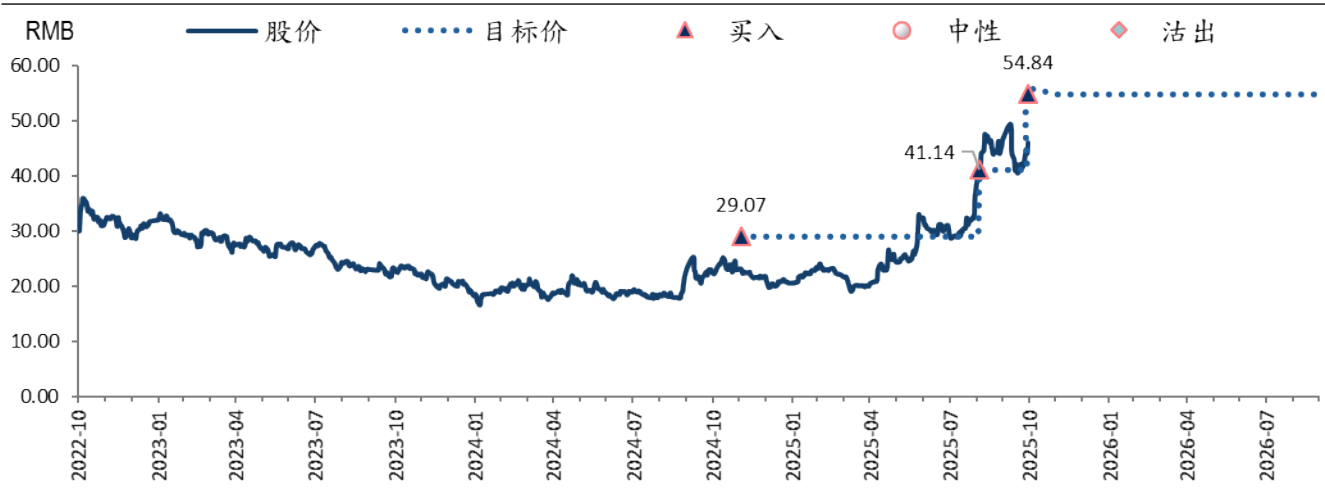
图表 2：国轩高科：DCF 模型

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	5,189	3,257	4,432	6,173	8,330	10,983	14,225	17,339	21,038	25,874
减：所得税	(778)	(489)	(665)	(926)	(1,250)	(1,647)	(2,134)	(2,601)	(3,156)	(3,881)
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	(538)	(1,675)	(2,032)	(2,593)	(1,564)	(3,430)	(4,235)	(6,571)	(5,987)	(7,204)
自由现金流	(585)	2,725	4,711	6,441	9,027	9,069	10,706	10,735	14,210	16,875
自由现金流现值	47,856									
终值现值	77,294									
企业价值	125,150									
净现金	-29,493									
少数股东权益	3,815									
股权价值 (百万元)	99,473									
股份数量 (百万)	1814									
每股价值 (人民币)	54.84									

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：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：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 4：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	46.00	54.84	19.2%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	83.59	94.74	13.3%	2025 年 10 月 27 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	14.18	15.46	9.0%	2025 年 8 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	31.12	24.77	-20.4%	2025 年 3 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	400.00	458.75	14.7%	2025 年 10 月 21 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.33	22.63	83.6%	2025 年 8 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	61.66	75.02	21.7%	2025 年 8 月 4 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	10.91	7.16	-34.4%	2025 年 3 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	25.38	26.45	4.2%	2025 年 3 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	14.98	20.50	36.9%	2025 年 3 月 28 日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	14.20	21.50	51.4%	2025 年 3 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	24.01	34.66	44.4%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	188.30	269.66	43.2%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	36.10	41.89	16.0%	2025 年 8 月 14 日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	54.50	62.75	15.1%	2025 年 9 月 3 日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	7.14	8.00	12.0%	2025 年 9 月 3 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	104.80	150.72	43.8%	2025 年 9 月 1 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.64	22.50	43.9%	2025 年 9 月 1 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.92	24.21	27.9%	2025 年 8 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	163.99	180.50	10.1%	2025 年 7 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	86.95	134.69	54.9%	2025 年 3 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	81.60	80.84	-0.9%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	20.98	20.80	-0.9%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.35	3.34	-0.3%	2024 年 4 月 1 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2025 年 10 月 29 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	45,742	54,864	63,060
主营业务成本	(26,257)	(29,020)	(37,661)	(44,331)	(50,350)
毛利	5,348	6,372	8,081	10,533	12,710
销售及管理费用	(2,392)	(2,233)	(2,607)	(3,127)	(3,594)
研发费用	(2,061)	(2,148)	(2,470)	(2,963)	(3,405)
其他经营净收入/费用	80	(707)	1,066	(2,553)	(2,624)
经营利润	975	1,283	4,070	1,890	3,086
其他非经营净收入/费用	(27)	(20)	9	0	0
税前利润	948	1,263	4,079	1,890	3,086
税费	21	(109)	(612)	(284)	(463)
非控股权益	(30)	53	121	56	91
净利润	939	1,207	3,588	1,662	2,714
作每股收益计算的净利润	939	1,207	3,588	1,662	2,714

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	10,508	11,526	14,575
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	21,757	26,096	29,995
存货	5,679	7,121	9,448	11,364	13,183
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	53,964	61,238	70,003
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	18,888	13,442	12,032
总长期资产	51,163	59,077	65,588	63,698	60,453
总资产	93,593	107,840	119,551	124,936	130,456
短期贷款	16,237	17,509	17,509	17,509	17,509
应付账款	19,535	26,008	32,719	37,300	40,985
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	62,283	66,864	70,549
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	89,655	94,236	97,921
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	24,279	25,138	27,066
股东权益	25,067	25,960	26,081	26,940	28,868
非控股权益	1,229	3,936	3,815	3,759	3,668
总权益	26,296	29,896	29,896	30,700	32,536

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	4,079	1,890	3,086
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)	(2,241)	(377)	(924)
经营活动现金流	2,419	2,706	5,424	6,189	7,182
资本开支	(13,020)	(8,828)	(8,000)	(3,000)	(2,000)
投资活动	(3,279)	1,778	104	0	0
其他投资活动现金流	(176)	(58)	331	274	294
投资活动现金流	(16,475)	(7,107)	(7,565)	(2,726)	(1,706)
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)	(4,908)	(2,444)	(2,428)
融资活动现金流	13,888	5,480	92	(2,444)	(2,428)
汇率收益/损失	254	150	0	0	0
年初现金	11,242	11,328	12,556	10,508	11,526
年末现金	11,328	12,556	10,508	11,526	14,575

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	2.022	0.937	1.529
全面摊薄每股收益	0.526	0.680	2.022	0.937	1.529
每股账面值	14.042	14.407	14.474	14.950	16.020
利润率分析(%)					
毛利率	16.9	18.0	17.7	19.2	20.2
EBITDA利润率	10.6	12.8	19.1	14.4	14.9
EBIT利润率	4.7	5.9	11.3	5.9	7.0
净利率	3.0	3.4	7.8	3.0	4.3
盈利能力(%)					
ROA	1.0	1.1	3.0	1.3	2.1
ROE	3.6	4.0	12.0	5.4	8.3
ROIC	1.5	1.8	5.1	2.3	3.7
其他					
净负债权益比(%)	87.7	78.5	102.1	96.1	81.3
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	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、捷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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术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，在参与有关报告内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。