

公司研究

动力电池产品结构优化，固态电池产业化推进

——国轩高科（002074.SZ）2025 年三季度报点评

要点

事件：2025 年前三季度，公司营业收入 295.08 亿元，同比增加 17%；归母净利润 25.33 亿元，同比增加 514%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比增加 49%。

单季度来看，2025 年 Q3，公司营业收入 101.14 亿元，同比增加 21%；归母净利润 21.67 亿元，同比增加 1434%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比增加 54%。公司 Q3 归母净利润大幅增长主要来自公允价值收益 24.17 亿元，系早期持有的奇瑞汽车股份因其港股上市以至公允价值大幅变动影响。

动力储能电池产销两旺，产能利用率提升。公司前三季度动力和储能电池出货量约 63GWh，Q3 出货约 23GWh，产销规模快速增长；从出货结构看，动力与储能电池的出货占比约为 7:3，公司增长驱动力来自于中高端车型动力电池占比提升、新能源重卡出货量大幅增长、海外储能需求旺盛。25Q3 存货 117.46 亿元，相比 24 年末大幅增长 65%，系为旺季备货，公司 Q4 出货量和产能利用率有望进一步提升。

动力电池高端化推进。25Q3 毛利率 17.58%，同比减少 0.75 pcts，环比增长 2.79pcts，主要由于动力电池实现高端化产品结构优化，以及动力储能电池产能利用率提升。公司第三代电芯全面导入，中高端车市场量产交付，覆盖奇瑞、吉利、零跑等多款中高端车型，B 级及以上车型供货占比将显著增加。

固态电池产业化稳步推进。公司以“材料科学+数字科学”双轮驱动持续推动技术创新和关键突破，固态电池产业化进度稳步推进。公司首条全固态中试线已正式贯通，金石全固态电池目前处于中试量产阶段。同时，已正式启动第一代全固态电池 2GWh 量产线的设计工作。G 垣准固态电池在多家车企适配车型的测试稳步开展。

与大众的战略合作进入新阶段。大众安徽新车型与众 07 搭载公司的磷酸铁锂电池，公司与大众的合作有望通过该车型起步，在 26-27 年逐步起量。此外，公司与 VinFast、Rivian、PowerCo、NextEra 等海外客户建立了深度合作。

盈利预测、估值与评级：公允价值变动收益增厚 25 年净利润，规模效益、动力电池高端化带动单位盈利提升，上调 25-26 年（上调 169%、28%）、新增 27 年归母净利润预测至 33.18、20.65、28.62 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 为 24/39/28X，维持“增持”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期，储能需求不及预期，海外政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	31,605	35,392	42,038	58,306	72,708
营业收入增长率	37.11%	11.98%	18.78%	38.70%	24.70%
净利润（百万元）	939	1,207	3,318	2,065	2,862
净利润增长率	201.28%	28.56%	174.93%	-37.76%	38.61%
EPS（元）	0.53	0.67	1.83	1.14	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.74%	4.65%	11.16%	6.63%	8.53%
P/E	84	66	24	39	28
P/B	3.1	3.1	2.7	2.6	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-28；23-25 年股本分别 17.85、18.02、18.14 亿股

增持（维持）

当前价：44.10 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

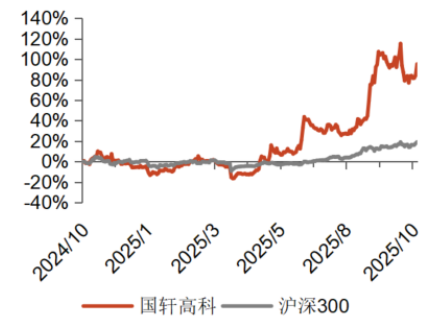
021-52523696

chenwuji@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.14
总市值(亿元):	800
一年最低/最高(元):	18.41 / 49.83
近 3 月换手率:	374.89%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.90	25.54	76.07
绝对	-4.18	46.32	95.27

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,605	35,392	42,038	58,306	72,708
营业成本	26,257	29,020	34,933	48,102	59,438
折旧和摊销	1,830	2,371	2,618	3,115	3,582
税金及附加	234	276	327	447	563
销售费用	656	304	504	583	654
管理费用	1,736	1,928	2,102	2,857	3,417
财务费用	547	843	963	1,291	1,573
研发费用	2,061	2,148	2,522	3,440	4,144
投资收益	69	47	87	105	77
营业利润	975	1,283	3,841	2,391	3,301
利润总额	948	1,263	3,832	2,380	3,288
所得税	-21	109	525	326	450
净利润	969	1,154	3,307	2,054	2,837
少数股东损益	30	-53	-11	-11	-25
归属母公司净利润	939	1,207	3,318	2,065	2,862
EPS(元)	0.53	0.67	1.83	1.14	1.58

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,419	2,706	2,532	1,995	4,091
净利润	939	1,207	3,318	2,065	2,862
折旧摊销	1,830	2,371	2,618	3,115	3,582
净营运资金增加	2,772	1,717	3,915	5,224	4,161
其他	-3,123	-2,589	-7,319	-8,408	-6,515
投资活动产生现金流	-16,475	-7,107	-8,187	-8,017	-8,018
净资本支出	-13,020	-8,765	-10,134	-8,100	-8,105
长期投资变化	1,505	1,476	0	0	0
其他资产变化	-4,960	181	1,947	84	88
融资活动现金流	13,888	5,480	5,081	6,956	4,468
股本变化	6	17	12	0	0
债务净变化	14,534	4,450	5,582	8,909	6,478
无息负债变化	4,633	6,197	1,306	9,187	6,152
净现金流	86	1,228	-574	935	541

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.9%	18.0%	16.9%	17.5%	18.3%
EBITDA 率	12.9%	16.9%	13.2%	12.7%	13.0%
EBIT 率	7.1%	10.1%	7.0%	7.4%	8.0%
税前净利润率	3.0%	3.6%	9.1%	4.1%	4.5%
归母净利润率	3.0%	3.4%	7.9%	3.5%	3.9%
ROA	1.0%	1.1%	2.8%	1.5%	1.9%
ROE (摊薄)	3.7%	4.6%	11.2%	6.6%	8.5%
经营性 ROIC	4.0%	5.0%	3.4%	4.3%	5.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	72%	72%	72%	75%	76%
流动比率	0.94	0.88	0.86	0.86	0.88
速动比率	0.81	0.75	0.72	0.73	0.76
归母权益/有息债务	0.63	0.58	0.59	0.53	0.51
有形资产/有息债务	2.17	2.25	2.21	2.21	2.22

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	93,593	107,840	118,496	137,984	153,014
货币资金	14,513	16,548	15,974	16,909	17,450
交易性金融资产	4,707	2,832	2,832	2,832	3,032
应收账款	12,911	16,454	16,796	23,315	28,107
应收票据	129	380	451	626	780
其他应收款 (合计)	500	347	415	597	736
存货	5,679	7,121	8,021	10,120	10,731
其他流动资产	3,572	4,710	6,642	11,207	15,104
流动资产合计	42,429	48,763	51,815	66,274	76,760
其他权益工具	1,525	1,175	1,175	1,175	1,175
长期股权投资	1,505	1,476	1,376	1,361	1,345
固定资产	21,857	30,018	34,084	37,487	39,843
在建工程	15,821	14,800	16,350	16,462	17,147
无形资产	4,684	5,603	5,428	5,260	5,099
商誉	499	393	393	393	393
其他非流动资产	2,013	1,573	1,706	1,706	1,706
非流动资产合计	51,163	59,077	66,681	71,710	76,255
总负债	67,297	77,943	84,832	102,928	115,558
短期借款	16,237	17,509	22,755	29,164	33,254
应付账款	13,407	16,648	19,562	25,975	30,908
应付票据	6,128	9,360	8,733	10,582	11,293
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,508	415	747	1,235	1,235
流动负债合计	45,366	55,572	60,434	76,790	87,415
长期借款	18,160	18,510	21,010	23,010	25,010
应付债券	297	0	500	266	255
其他非流动负债	240	284	284	284	284
非流动负债合计	21,931	22,372	24,398	26,137	28,143
股东权益	26,296	29,896	33,665	35,056	37,456
股本	1,785	1,802	1,814	1,814	1,814
公积金	19,236	19,958	20,278	20,485	20,631
未分配利润	4,473	5,471	8,276	9,619	12,014
归属母公司权益	25,067	25,960	29,739	31,142	33,568
少数股东权益	1,229	3,936	3,925	3,914	3,889

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.1%	0.9%	1.2%	1.0%	0.9%
管理费用率	5.5%	5.4%	5.0%	4.9%	4.7%
财务费用率	1.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%
研发费用率	6.5%	6.1%	6.0%	5.9%	5.7%
所得税率	-2.2%	8.6%	13.7%	13.7%	13.7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.10	0.28	0.18	0.24
每股经营现金流	1.35	1.50	1.40	1.10	2.26
每股净资产	14.04	14.41	16.40	17.17	18.51
每股销售收入	17.70	19.64	23.18	32.15	40.09

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	84	66	24	39	28
PB	3.1	3.1	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	28.0	21.7	24.8	19.8	16.2
股息率	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP