

国轩高科（002074.SZ）：高端产品加速导入，大众合作项目落地在即

——2025 年三季度报告点评

事件：公司发布 2025 年三季度报告。前三季度/Q3 单季度公司分别实现营收 295.08/101.14 亿元，同比+17%/+21%；归母净利润 25.33/21.67 亿元，同比+514%/+1434%；扣非归母净利润 0.85/0.13 亿元，同比+49%/+54%。

点评：

Q3 归母净利润受公允价值变动大幅提升。公司早期投资奇瑞汽车（9973.HK）股份于 2025 年 9 月 25 日在港交所上市，以致公司三季度录得公允价值变动受益 24.17 亿元，对公司归母净利润形成较大影响。

产品端升级对利润端贡献持续显现。前三季度公司出货量高增趋势延续，Q3 国内动力电池装机量达 10.8GWh，同比+53%，份额维持向上趋势，国内市场份额达 5.3%，同比+1.2pct，1~8 月海外市场份额达 2.0%，同比+0.5pct。受益于第三代电芯产品的持续导入，当前高能量密度的三代电芯产品占比提升至约 20%，预计全年占比有望达 30%，将助力公司增加中高端车型配套定点。产品端持续升级带动公司毛利率稳固提升，Q3 单季公司实现毛利率 17.6%，同环比-0.8pct/+2.8pct。当前公司部分产能仍处于改线升级后的爬坡状态，预计后续爬坡完成后，产能利用率提升有望进一步降低制造成本影响，拉动公司毛利率上扬。

大众合作项目落地在即。公司与大众合作进展积极，10 月 9 日工信部公告第 400 批新车申报目录中大众安徽新车型“与众 07”搭载电芯 LEAF 产品首次实现装机大众车型，标志着公司与大众的合作项目即将正式落地启程，结合公司标准电芯产能即将于 2026 年投产，我们预计公司与大众中国市场的合作将于明年开始为公司贡献业绩增量。此外公司亦于 2023 年获得大众标准电芯的海外市场定点，预计海外市场装机配套将伴随公司海外产能的投建逐步推进落地。

盈利预测及投资评级：产品端持续迭代升级助力公司发力拓展中高端客户，叠加产能更新与扩张，公司业绩有望延续高增，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释放带来的份额提升以及未来大众合作的业务增长潜力，我们持续看好公司长期的成长性。

基于公司 Q3 公允价值变动影响以及对大众合作进展的预期，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025~2027 年有望分别实现归母净利 33.82/25.39/32.98 亿元（上调 104%/5%/6%），同比+180%/-25%/+30%，当前股价对应 PE 24x/31x/24x，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。

2025 年 11 月 4 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：

无

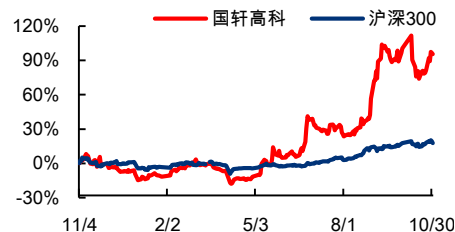
资料来源：公司公告、iFinD

交易数据

52 周股价区间（元）	49.3-19.2
总市值（亿元）	825.43
流通市值（亿元）	789.97
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	5.83

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

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	59,860.02	70,588.47
增长率	37.1%	12.0%	29.7%	30.5%	17.9%
归母净利润 (百万元)	938.73	1,206.79	3,381.92	2,538.56	3,298.14
增长率	201.3%	28.6%	180.2%	-24.9%	29.9%
净资产收益率	3.7%	4.6%	11.7%	8.2%	9.8%
每股收益 (元)	0.52	0.67	1.86	1.40	1.82
PE*	88	68	24	31	24
PB*	3.3	3.2	2.8	2.6	2.4

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所, *基于 2025/11/3 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		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	42,429.22	48,762.78	56,024.11	72,048.11	84,374.02	营业收入	31,605.49	35,391.82	45,885.82	59,860.02	70,588.47
货币资金	14,513.08	16,548.29	16,060.04	20,951.01	24,705.96	营业成本	26,257.21	29,020.13	37,731.19	48,702.87	57,208.86
应收账款及票据	13,522.35	18,326.07	20,746.29	27,064.42	31,915.06	营业税金及附加	234.01	275.57	357.27	466.08	549.61
其他应收款	285.86	499.88	347.40	581.72	758.88	营业费用	655.87	304.39	321.20	407.05	458.83
预付款项	349.08	233.44	613.19	799.93	943.30	管理费用	1,736.18	1,928.19	2,441.83	2,976.66	3,348.36
存货	5,678.69	7,121.30	10,839.95	13,992.06	16,435.78	财务费用	547.49	842.65	851.85	1,071.68	1,354.07
其他流动资产	7,866.14	6,186.27	7,182.92	8,481.82	9,479.03	研发费用	2,061.24	2,148.22	2,743.01	3,422.73	3,969.94
非流动资产合计	51,163.43	59,076.91	68,746.82	81,567.44	96,623.27	资产减值损失	-583.80	-1,165.32	-1,193.03	-1,167.27	-1,164.71
长期股权投资	1,504.97	1,476.42	1,436.05	1,436.05	1,436.05	公允价值变动收益	105.89	196.19	2,325.89	0.00	0.00
固定资产	21,990.78	30,339.77	39,441.32	53,461.63	66,093.97	投资净收益	68.68	47.19	78.35	0.00	0.00
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	1,325.14	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	3,975.80	2,989.41	3,877.82
资产总计	93,592.65	107,839.69	124,770.93	153,615.55	180,997.28	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	68,502.72	91,439.15	114,067.86	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	22,599.48	32,239.46	44,570.80	利润总额	948.16	1,263.11	3,955.46	2,969.07	3,857.48
应付账款及票据	19,534.99	26,007.55	32,131.01	41,474.25	48,717.75	所得税	-20.94	108.98	395.55	296.91	385.75
其他流动负债	9,594.08	12,055.37	13,772.22	17,725.44	20,779.31	净利润	969.10	1,154.13	3,559.91	2,672.17	3,471.73
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	178.00	133.61	173.59
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	3,381.92	2,538.56	3,298.14
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	91,816.75	118,366.01	142,765.57		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,229.04	3,936.17	4,114.16	4,247.77	4,421.36	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	37.1%	12.0%	29.7%	30.5%	17.9%
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	-90.8%	184.8%	209.8%	-24.8%	29.7%
未分配利润	4,244.92	4,422.02	7,301.95	9,463.70	12,272.29	归属于母公司净利润增长	201.3%	28.6%	180.2%	-24.9%	29.9%
归属母公司股东权益合计	25,066.84	25,960.09	28,840.02	31,001.77	33,810.36	获利能力					
负债和所有者权益	93,592.65	107,839.69	124,770.93	153,615.55	180,997.28	毛利率	16.9%	18.0%	17.8%	18.6%	19.0%
现金流量表					单位:百万元	净利率	3.1%	3.3%	7.8%	4.5%	4.9%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROA	1.0%	1.1%	2.7%	1.7%	1.8%
经营活动现金流	2,418.69	2,705.57	6,543.22	11,176.98	12,805.28	ROE	3.7%	4.6%	11.7%	8.2%	9.8%
净利润	969.10	1,154.13	221.78	1,481.11	2,280.67	偿债能力					
折旧摊销	1,877.90	2,454.66	4,058.50	5,137.39	6,120.71	资产负债率	72%	72%	74%	77%	79%
财务费用	547.49	842.65	851.85	1,071.68	1,354.07	流动比率	0.94	0.88	0.82	0.79	0.74
投资损失	-68.68	-47.19	-78.35	0.00	0.00	速动比率	0.73	0.69	0.59	0.57	0.53
营运资金变动	-1,709.39	-2,638.56	90.72	2,163.42	1,726.43	营运能力					
其他经营现金流	802.27	939.87	1,398.71	1,323.40	1,323.40	总资产周转率	0.34	0.33	0.37	0.39	0.39
投资活动现金流	-16,474.55	-7,107.37	-11,710.64	-18,090.34	-21,308.88	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	17,958.00	21,176.54	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	2,055.11	-132.34	-132.34	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.67	1.86	1.40	1.82
筹资活动现金流	13,888.20	5,479.63	4,679.17	11,804.33	12,258.56	每股净现金流(最新摊薄)	0.93	-1.70	-3.17	0.22	0.28
短期借款增加	5,416.25	1,271.86	5,090.67	9,639.98	12,331.34	每股净资产(最新摊薄)	13.82	14.31	15.90	17.09	18.64
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*	87.9	68.4	23.5	31.3	24.1
资本公积增加	845.70	699.35	0.00	0.00	0.00	P/B*	3.3	3.2	2.8	2.6	2.4
现金净增加额	86.17	1,228.13	-488.25	4,890.97	3,754.96	EV/EBITDA*	18.8	15.0	13.5	14.5	13.0

资料来源：公司财报、东兴证券研究所，*基于2025/11/3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	电力设备及新能源点评：“十五五”规划发布，加快能源绿色低碳转型——“十五五”规划点评报告	2025-10-29
公司普通报告	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	2025-09-12
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
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）：多项新品发布，固态电池产业化进程提速	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	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

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奖 2020 金牌分析师第 5。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, CFA, 5 年投资研究经验, 2022 年加入东兴证券研究所, 主要覆盖汽车及零部件、电力设备新能源等研究领域。

侯河清

金融学硕士, 3 年产业投资经验, 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的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法律责任。

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 840 号瑞丰国际
大厦
邮编: 200082
电话: 021-25102800
传真: 021-25102881

深圳
益田路 6009 号新世界中心
邮编: 518038
电话: 0755-83239601
传真: 0755-23824526