

公司研究

原材料上涨毛利率承压，动力储能电池产销快速增长

——国轩高科（002074.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报点评

要点

事件：国轩高科发布 2025 年年报，公司 25 年营业收入为 450.7 亿元，同比增长 27.35%；实现归母净利润 23.83 亿元，同比增长 97.49%；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比增长 64.48%。

单季度来看，公司 2025Q4 营业收入为 155.62 亿元，同比增长 52.32%，环比增长 53.86%；归母净利润-1.5 亿元，同环比转负；扣非归母净利润 3.46 亿元，同比增长 68.70%，环比增长 2670.11%。

原材料涨价、公允价值变动影响 26Q1 业绩。公司 26Q1 营业收入为 117.08 亿元，同比增长 29.30%，环比下降 24.77%；归母净利润 0.21 亿元，同比下降 79.04%，环比转正；扣非归母净利润 0.41 亿元，同比增长 179.51%，环比下降 88.23%，主要受原材料成本上涨、公允价值变动影响。

动力储能电池产销快速增长。公司 25 年动力电池出货 72GWh，储能电池出货 28GWh，储能占总出货量比例为 28%，合计同比增长约 56%。公司 25 年动力电池系统收入为 340.74 亿元，同比增长 32.85%，毛利率为 14.39%，较上年下滑 0.75 pct。公司 25 年储能电池系统收入为 90.66 亿元，同比增长 15.76%，毛利率为 20.75%，较上年下降 1.0 pct。

原材料上涨毛利率承压。公司 25Q4 毛利率 14.96%，环比下降 2.62pcts，同比下降 3.09pcts，主因原材料涨价致动力电池成本承压，净利率-0.99%，同比下降 8.29pcts。公司 26Q1 毛利率 16.06%，环比增长 1.10pcts，同比下降 2.22pcts，净利率为 0.21%，环比增长 1.20pcts，同比下降 0.91pcts，储能电池成本上涨能较好顺价，动力电池端正推进核心材料价格联动机制，下半年毛利率有望改善。

固态电池和产品线结构稳步推进。公司金石全固态电池首条中试线投产，G 垣混合固液电池能量密度高达 300Wh/kg，可实现整车续航里程 1,000 公里。商用车市场，公司推出 G 行超级重卡标准箱，全面覆盖牵引车、搅拌机、矿卡等应用场景，加速研发量产低空飞行器、电动船舶等新细分市场产品。

盈利预测、估值与评级：原材料上涨使得公司成本承压，下调 26-27 年（下调 25%、7%）、新增 28 年归母净利润预测至 15.48、26.48、31.13 亿元，当前股价对应 PE 为 43、25、21X，锂电行业处于上行周期，公司产销规模扩大有望拉动业绩增长，维持“增持”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期，原材料上涨风险，海外政策风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	35,392	45,070	63,181	82,281	103,349
营业收入增长率	11.98%	27.35%	40.18%	30.23%	25.60%
净利润（百万元）	1,207	2,383	1,548	2,648	3,113
净利润增长率	28.56%	97.49%	-35.06%	71.08%	17.58%
EPS（元）	0.67	1.31	0.85	1.46	1.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.65%	8.18%	5.02%	7.98%	8.62%
P/E	55	28	43	25	21
P/B	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30；24、25 年股本 18.02、18.14 亿股

增持（维持）

当前价：36.74 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

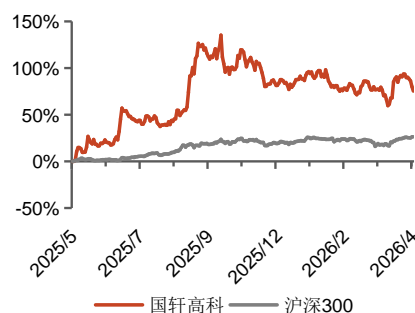
021-52523696

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.14
总市值(亿元):	667
一年最低/最高(元):	20.79/49.83
近 3 月换手率:	152.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.42	-5.92	49.12
绝对	4.96	-8.57	75.35

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	35,392	45,070	63,181	82,281	103,349
营业成本	29,020	37,780	53,085	69,546	87,463
折旧和摊销	2,371	3,410	4,573	5,026	5,472
税金及附加	276	315	442	597	732
销售费用	304	351	1,390	1,646	1,860
管理费用	1,928	2,031	2,721	3,379	4,038
财务费用	843	1,443	1,359	1,548	1,776
研发费用	2,148	2,430	3,281	4,108	4,953
投资收益	47	146	120	95	102
营业利润	1,283	2,345	1,490	2,577	3,044
利润总额	1,263	2,253	1,451	2,535	2,986
所得税	109	-35	-23	-39	-47
净利润	1,154	2,288	1,474	2,574	3,033
少数股东损益	-53	-95	-74	-74	-81
归属母公司净利润	1,207	2,383	1,548	2,648	3,113
EPS(元)	0.67	1.31	0.85	1.46	1.72

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,706	3,624	7,831	10,394	12,077
净利润	1,207	2,383	1,548	2,648	3,113
折旧摊销	2,371	3,410	4,573	5,026	5,472
净营运资金增加	1,528	652	4,680	4,776	5,099
其他	-2,400	-2,821	-2,970	-2,056	-1,608
投资活动产生现金流	-7,107	-10,296	-4,806	-9,008	-8,009
净资本支出	-8,765	-10,127	-8,689	-9,065	-8,060
长期投资变化	1,476	1,808	0	0	0
其他资产变化	181	-1,976	3,883	57	51
融资活动现金流	5,480	7,240	1,012	4,918	2,884
股本变化	17	12	0	0	0
债务净变化	4,450	3,892	2,191	6,784	4,851
无息负债变化	6,197	8,473	9,608	12,375	12,830
净现金流	1,228	250	4,036	6,303	6,952

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.0%	16.2%	16.0%	15.5%	15.4%
EBITDA 率	16.4%	15.1%	13.0%	11.8%	11.4%
EBIT 率	9.6%	7.3%	5.7%	5.7%	6.1%
税前净利润率	3.6%	5.0%	2.3%	3.1%	2.9%
归母净利润率	3.4%	5.3%	2.4%	3.2%	3.0%
ROA	1.1%	1.8%	1.0%	1.6%	1.7%
ROE (摊薄)	4.6%	8.2%	5.0%	8.0%	8.6%
经营性 ROIC	5.1%	4.4%	4.4%	5.1%	6.3%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	72%	71%	73%	75%	76%
流动比率	0.88	0.81	0.87	0.88	0.90
速动比率	0.75	0.67	0.71	0.72	0.74
归母权益/有息债务	0.58	0.60	0.61	0.58	0.58
有形资产/有息债务	2.25	2.43	2.60	2.67	2.79

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	107,840	127,215	140,668	162,083	182,606
货币资金	16,548	16,813	20,850	27,153	34,105
交易性金融资产	2,832	2,151	2,151	2,151	2,151
应收账款	16,454	16,300	20,959	27,213	32,897
应收票据	380	3,241	4,543	5,916	7,431
其他应收款 (合计)	347	313	522	640	805
存货	7,121	9,690	12,052	15,124	18,180
其他流动资产	4,710	5,082	5,596	5,948	6,125
流动资产合计	48,763	53,931	67,281	84,538	102,394
其他权益工具	1,175	1,503	850	910	950
长期股权投资	1,476	1,808	1,808	1,808	1,808
固定资产	30,018	42,507	43,855	45,131	45,368
在建工程	14,800	12,677	14,232	15,399	16,349
无形资产	5,603	6,759	6,537	6,325	6,121
商誉	393	383	383	383	383
其他非流动资产	1,573	1,611	1,611	1,611	1,611
非流动资产合计	59,077	73,283	73,387	77,545	80,212
总负债	77,943	90,308	102,107	121,266	138,947
短期借款	17,509	19,650	21,755	27,432	31,349
应付账款	16,648	19,149	25,314	32,468	39,958
应付票据	9,360	12,640	17,229	21,877	26,638
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	415	2,087	2,087	2,087	2,087
流动负债合计	55,572	66,334	77,692	96,611	113,220
长期借款	18,510	19,252	20,152	21,052	21,852
应付债券	0	600	1,100	567	756
其他非流动负债	284	462	462	462	462
非流动负债合计	22,372	23,974	24,415	24,655	25,727
股东权益	29,896	36,906	38,561	40,817	43,659
股本	1,802	1,814	1,814	1,814	1,814
公积金	19,958	21,044	21,198	21,463	21,707
未分配利润	5,471	7,654	8,865	11,131	13,796
归属母公司权益	25,960	29,124	30,852	33,182	36,105
少数股东权益	3,936	7,782	7,709	7,635	7,554

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.9%	0.8%	2.2%	2.0%	1.8%
管理费用率	5.4%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%
财务费用率	2.4%	3.2%	2.2%	1.9%	1.7%
研发费用率	6.1%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%
所得税率	8.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.10	0.10	0.06	0.11	0.13
每股经营现金流	1.50	2.00	4.32	5.73	6.66
每股净资产	14.41	16.05	17.01	18.29	19.90
每股销售收入	19.64	24.84	34.83	45.35	56.97

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	55	28	43	25	21
PB	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	19.6	19.7	16.6	14.7	12.6
股息率	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼