

电池	收盘价 人民币 36.74	目标价 人民币 54.84	潜在涨幅 +49.3%
----	------------------	------------------	----------------

2026年5月6日

国轩高科 (002074 CH)

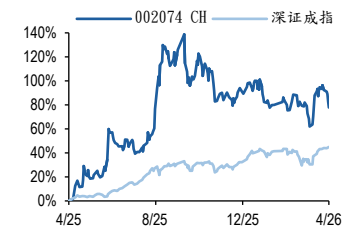
出货量高增，预计盈利能力于 2H26 逐步修复；维持买入

- 出货量高增驱动 2025 年收入增长，上游原材料涨价致 1Q26 盈利能力承压。** 2025 年公司全年实现营收 450.7 亿元，同比增长 27.3%。收入增长主要得益于电池出货量大幅提升，2025 年电池出货量约 100GWh，同比增长约 59%。期内归母净利润 23.8 亿元，同比增长 97.5%，主要受持有的奇瑞汽车（9973 HK/未评级）股份因港股上市产生的公允价值大幅变动影响；扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 64.5%。1Q26 公司营收同比增 29.3% 至 117.1 亿元。受公允价值变动影响，归母净利润同比降 79.0% 至 0.2 亿元；扣非后归母净利润同比增 179.5% 至 0.4 亿元。1Q26 毛利率为 16.0%，环比有所修复，但同比降 2.2ppts，主要系上游原材料价格上涨尚未完全传导至下游客户。
- 产品结构持续优化，2026 年出货目标 150 GWh。** 国轩持续推进产品迭代升级，第三代电芯已获得多家客户车型定点，2025 年 B 级及以上车型出货占比超过 50%。2026 年大众有望成为重要增量客户，公司自 2025 年 11 月开始向大众交付产品，2026 年预计出货量超过 10 GWh。海外产能加速落地，摩洛哥工厂预计 2026 年 8 月投产，斯洛伐克工厂预计 2027 年上半年投产，叠加越南工厂，到 2027 年底海外总产能有望达到约 40 GWh。2025 年公司海外收入占比 22.6%，同比下降 8.5 个百分点，随着海外产能逐步释放，高毛利出口业务占比有望回升。在固态电池领域，“金石”全固态电池首条中试线已建成投产，并正式启动第一代全固态电池 2GWh 量产线设计工作。公司指引 2026 年全年电池出货量 150 GWh，同比增长约 50%。
- 预计盈利能力于下半年逐步修复。** 公司正与下游客户积极探讨顺价机制。我们预计，2026 年 2 季度动力电池毛利率仍将承压，但从 3Q26 开始，成本传导有望更为顺畅，公司整体盈利能力将逐步回升。我们上调公司 2026-2027 年收入预测 4%-9%，以反映原材料涨价对电池价格的支撑作用，并新增 2028 年收入预测 815.6 亿元。同时，我们下调 2026-2027 年毛利率预测约 3ppts 至 16.0%/17.1%，以体现原材料价格上涨带来的影响。基于 DCF 模型，维持目标价 54.84 元和 **买入** 评级。

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)	21.00
市值 (百万人民币)	63,340.13
日均成交量 (百万)	56.40
年初至今变化 (%)	(6.06)
200天平均价 (人民币)	39.33

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

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	35,392	45,070	57,268	68,794	81,560
同比增长 (%)	12.0	27.3	27.1	20.1	18.6
净利润 (百万人民币)	1,207	2,383	1,528	2,582	4,652
每股盈利 (人民币)	0.68	1.34	0.86	1.45	2.62
同比增长 (%)	29.3	97.5	-35.9	69.0	80.2
前EPS预测值 (人民币)			0.94	1.53	
调整幅度 (%)			-8.1	-4.9	
市盈率 (倍)	54.0	27.4	42.7	25.3	14.0
每股账面净值 (人民币)	14.41	16.16	16.60	17.62	19.71
市账率 (倍)	2.55	2.27	2.21	2.08	1.86

资料来源：公司资料，交银国际预测

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>

2026年5月6日

国轩高科 (002074 CH)

图表 1: 国轩高科：盈利预测变动

(百万人民币)	2026E			2027E			2028E		
	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	57,268	54,864	4%	68,794	63,060	9%	81,560	-	-
毛利润	9,178	10,533	-13%	11,755	12,710	-8%	14,813	-	-
毛利率	16.0%	19.2%	-3.2 pts	17.1%	20.2%	-3.1 pts	18.2%	-	-
归母净利润	1,528	1,662	-8%	2,565	2,714	-5%	4,635	-	-
归母净利率	2.7%	3.0%	-0.4 pts	3.7%	4.3%	-0.6 pts	5.7%	-	-

资料来源: 交银国际预测

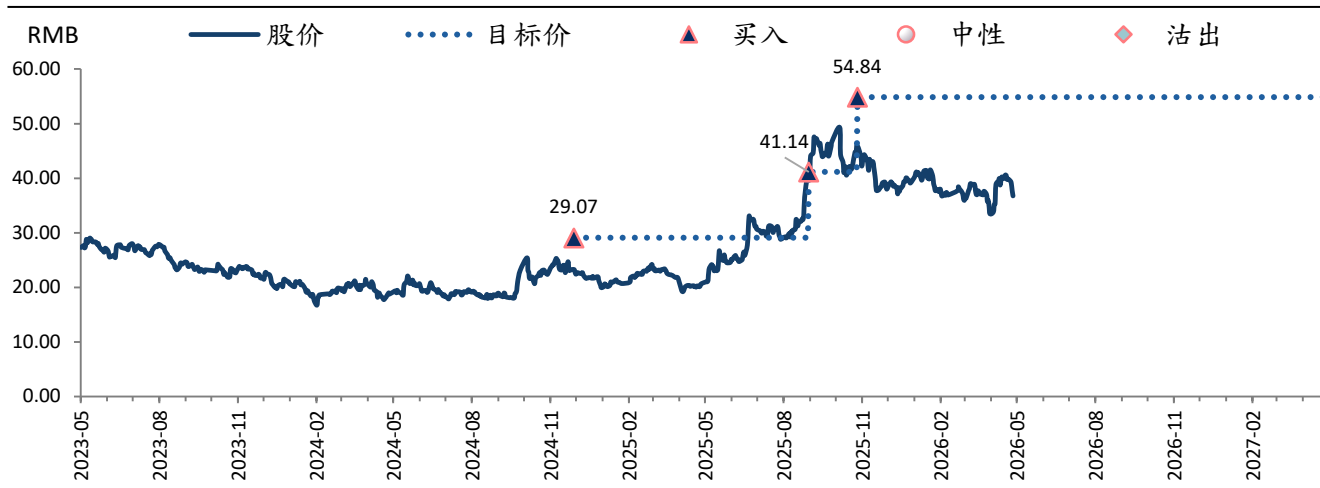
图表 2: 国轩高科：DCF 模型

(百万人民币)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	2,710	3,664	5,570	6,835	7,836	8,854	9,896	11,024	12,582
减：所得税	(406)	(550)	(835)	(1,025)	(1,175)	(1,328)	(1,484)	(1,654)	(1,887)
加：折旧摊销	4,841	5,602	5,362	5,032	4,636	4,278	3,955	3,665	3,404
减：资本性支出	(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	742	237	144	297	206	165	134	135	135
自由现金流	4,886	6,954	9,240	10,140	10,503	10,969	11,501	12,171	13,234
自由现金流现值	53,472								
终值现值	60,616								
企业价值	114,087								
净现金	-22,397								
少数股东权益	7,782								
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: 交银国际预测

图表 3: 国轩高科 (002074 CH) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际汽车及电池行业覆盖公司

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	36.74	54.84	49.27%	2025年10月30日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	72.59	94.74	30.51%	2025年10月24日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	18.85	18.88	0.16%	2026年3月27日	电池
3931 HK	中创新航	买入	35.82	42.88	19.71%	2026年3月31日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	436.00	512.00	17.43%	2026年3月10日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.10	22.63	87.02%	2025年8月27日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	43.74	69.55	59.01%	2026年4月1日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	12.38	7.16	-42.16%	2025年3月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	39.62	45.80	15.60%	2026年3月30日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	43.32	44.50	2.72%	2026年5月4日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	31.20	38.00	21.79%	2026年5月4日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	21.63	34.66	60.24%	2025年9月16日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	172.50	269.66	56.32%	2025年9月16日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	32.82	49.16	49.79%	2026年3月26日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	48.04	65.83	37.03%	2026年3月11日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	6.07	8.40	38.39%	2026年3月11日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	103.00	138.53	34.50%	2026年3月30日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.02	17.50	45.59%	2026年3月30日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	23.02	24.21	5.17%	2025年8月15日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	88.75	135.20	52.34%	2026年4月1日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	62.55	134.69	115.33%	2025年3月12日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	70.15	80.84	15.24%	2025年8月29日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	17.88	20.80	16.33%	2025年8月29日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.88	3.34	15.97%	2024年4月1日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 4 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	35,392	45,070	57,268	68,794	81,560
主营业务成本	(29,020)	(37,780)	(48,089)	(57,039)	(66,748)
毛利	6,372	7,290	9,178	11,755	14,813
销售及管理费用	(2,233)	(2,382)	(3,079)	(3,749)	(4,282)
研发费用	(2,148)	(2,430)	(2,849)	(3,715)	(4,241)
其他经营净收入/费用	(707)	(132)	(1,704)	(1,773)	(1,753)
经营利润	1,283	2,345	1,547	2,519	4,537
其他非经营净收入/费用	(20)	(92)	(57)	0	0
税前利润	1,263	2,253	1,490	2,519	4,537
税费	(109)	35	(23)	(39)	(71)
非控股权益	53	95	61	103	185
净利润	1,207	2,383	1,528	2,582	4,652
作每股收益计算的净利润	1,207	2,383	1,528	2,582	4,652

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	12,556	12,806	16,505	22,170	30,341
有价证券	2,832	2,151	2,151	2,151	2,151
应收账款及票据	16,834	19,541	24,829	29,827	35,362
存货	7,121	9,690	12,334	14,630	17,120
其他流动资产	9,419	9,743	9,743	9,743	9,743
总流动资产	48,763	53,931	65,563	78,520	94,716
物业、厂房及设备	30,018	42,507	50,699	48,803	45,944
无形资产	5,603	6,759	6,221	5,726	5,270
其他长期资产	23,456	24,018	14,140	12,838	11,699
总长期资产	59,077	73,284	71,059	67,367	62,914
总资产	107,840	127,215	136,622	145,887	157,630
短期贷款	17,509	19,650	19,650	19,650	19,650
应付账款	26,008	31,789	40,463	47,993	56,162
其他短期负债	12,055	14,895	14,895	14,895	14,895
总流动负债	55,572	66,334	75,008	82,538	90,707
长期贷款	18,510	19,252	19,252	19,252	19,252
其他长期负债	3,862	4,722	4,722	4,722	4,722
总长期负债	22,372	23,974	23,974	23,974	23,974
总负债	77,943	90,308	98,982	106,512	114,681
股本	1,802	1,814	1,814	1,814	1,814
储备及其他资本项目	24,158	27,310	28,104	29,942	33,701
股东权益	25,960	29,124	29,918	31,757	35,515
非控股权益	3,936	7,782	7,722	7,619	7,434
总权益	29,896	36,906	37,640	39,375	42,949

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	1,263	2,253	1,490	2,519	4,537
折旧及摊销	2,455	3,545	4,908	5,669	5,430
其他经营活动现金流	(1,012)	(2,174)	2,234	1,367	1,130
经营活动现金流	2,706	3,624	8,632	9,555	11,097
资本开支	(8,765)	(10,127)	(3,000)	(2,000)	(1,000)
投资活动	1,778	229	20	0	0
其他投资活动现金流	(120)	(397)	336	410	524
投资活动现金流	(7,107)	(10,296)	(2,643)	(1,590)	(476)
负债净变动	4,488	3,532	0	0	0
权益净变动	3,360	5,078	0	0	0
其他融资活动现金流	(2,368)	(1,370)	(2,290)	(2,300)	(2,449)
融资活动现金流	5,480	7,240	(2,290)	(2,300)	(2,449)
汇率收益/损失	150	(319)	0	0	0
年初现金	11,328	12,556	12,806	16,505	22,170
年末现金	12,556	12,806	16,505	22,170	30,341

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.680	1.343	0.861	1.455	2.621
全面摊薄每股收益	0.680	1.343	0.861	1.455	2.621
每股账面值	14.407	16.162	16.603	17.623	19.709
利润率分析 (%)					
毛利率	18.0	16.2	16.0	17.1	18.2
EBITDA利润率	12.8	15.9	13.2	13.5	13.4
EBIT利润率	5.9	8.2	4.7	5.3	6.8
净利率	3.4	5.3	2.7	3.8	5.7
盈利能力 (%)					
ROA	1.1	1.9	1.1	1.8	3.0
ROE	4.0	6.5	4.1	6.6	10.8
ROIC	1.8	3.1	2.0	3.3	5.7
其他					
净负债权益比 (%)	78.5	70.7	59.5	42.5	19.9
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转天数	89.6	93.6	93.6	93.6	93.6
应收账款周转天数	173.6	158.3	158.3	158.3	158.3
应付账款周转天数	327.1	307.1	307.1	307.1	307.1

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期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期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有拥有于本报告期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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、滴普科技股份有限公司、Mixres 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、拨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、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司及广东云徙智能科技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及光大证券股份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，或可能以委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，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、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。