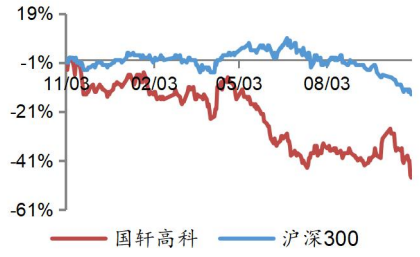
主业营收大幅增长，利润短期承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-01

收盘价（元）	22.59
近 12 个月最高/最低（元）	45.07/22.37
总股本（百万股）	1,815
流通股本（百万股）	1,737
流通股比例（%）	95.70
总市值（亿元）	410
流通市值（亿元）	392

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

电话：15652947918

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

联系人：蔡金洋

执业证书号：S0010125040047

邮箱：caijinyang@hazq.com

相关报告

1.国轩高科：主业营收大幅增长，全球化布局再上新台阶 2026-09-04

2.主业收入延续增长，固态电池产业化提速 2026-05-10

3.扣非业绩稳健增长，固态电池进展顺畅 2025-11-10

主要观点：

- **2026Q3 公司营收 176.62 亿元，同比增加 74.62%，扣非转正且连续三季改善**

2026Q3 营收 176.62 亿元(+74.62%,环比 +9.92%),前三季度 454.37 亿元（+53.98%）。单季毛利率 15.29%，同比下降 2.29 个百分点、环比上升 0.02 个百分点，Q2 短暂转正后再度回落。

Q3 归母净利亏损 5.37 亿元，扣非净利 1.45 亿元、同比增加 1062.66%。亏损主要来自非经常性损益：所持股票等金融资产当季公允价值变动及处置亏损 8.91 亿元，扣除所得税与政府补助影响后合计-6.82 亿元。

主业在改善：前三季度扣非净利 2.52 亿元、同比增加 195.54%；连续三个季度抬升，Q3 扣非净利率 0.82%、为年内最高。

- **动力电池：装车 34.89GWh、份额 6.07%，结构向中高端与商用车迁移**

据动力电池产业创新联盟，1-9 月国内装车 576.3GWh（+16.7%），公司 34.89GWh（+32.81%），份额升至 6.07%（+0.74pct）；据 SNE，1-8 月全球装机 41.5GWh（+47.1%），排名第五。

乘用车为奇瑞 QQ3EV 全系配套、稳居零跑第一大电芯供应商；1-8 月重卡装机进入前五（+51.5%），10 月 20 日发布 CTB 后背集成式重卡产品，整车减重约 400kg。

- **储能：订单结构与商业模式在改善**

公司储能业务增量主要来自海外与工程端：9 月沙特 6GWh 订单、埃及 1.8GWh 项目启动交付；6 月以 EPC 身份开工澳洲 Lower Wonga（281MW/843MWh），由供货延伸至总包。海外大单多在下半年签约，收入确认主要落在 2027 年。

- **全球化：与大众共建欧洲与摩洛哥产能，出海从贸易转向本地制造**

9 月与大众签约，在西班牙、斯洛伐克、摩洛哥设三家合资公司，建 29.1GWh、8.4GWh 电池及 10 万吨正极材料项目。

短期看，海外基地处于投入期，资本开支与费用前置，折旧摊销上升，2026-2027 年利润端承压。

中期看，本地化产能是绕开关税与碳壁垒的必要条件，海外收入占比已由 2025 年的 22.59%升至 2026H1 的 34.11%。

- **投资建议**

考虑全球化资本开支加剧和税费影响，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.99/20.55/33.92 亿元（前值为 21.73/36.92/54.29 亿元）对应 PE 分别为 46/20/12 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示**

全球动力电池及储能需求不及预期；海外基地投产进度与储能订单交付低于预期；价格战延续、金融资产公允价值波动及贸易政策不确定性。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	45070	73757	103295	126848
收入同比（%）	27.3%	63.6%	40.0%	22.8%
归属母公司净利润	2383	899	2055	3392
净利润同比（%）	97.5%	-62.3%	128.5%	65.1%
毛利率（%）	16.2%	16.9%	17.3%	17.7%
ROE（%）	8.2%	3.1%	6.5%	9.6%
每股收益（元）	1.32	0.50	1.13	1.87
P/E	29.63	45.59	19.95	12.08
P/B	2.44	1.40	1.29	1.16
EV/EBITDA	19.47	8.92	6.51	4.82

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**53931**	**80947**	**109316**	**136239**
现金	16813	25744	35160	47246
应收账款	16300	30491	42432	51883
其他应收款	313	873	1222	1501
预付账款	252	648	904	1104
存货	9690	13952	19402	23645
其他流动资产	10562	9240	10195	10860
非流动资产	**73283**	**77447**	**79887**	**81189**
长期投资	1808	1858	1908	1958
固定资产	42507	48541	53536	57306
无形资产	6759	7413	8008	8543
其他非流动资产	22211	19635	16435	13382
资产总计	**127215**	**158394**	**189203**	**217428**
流动负债	**66334**	**95243**	**122153**	**144730**
短期借款	19650	22650	27150	32150
应付账款	19149	33002	46037	56236
其他流动负债	27535	39592	48967	56344
非流动负债	**23974**	**25991**	**27471**	**29451**
长期借款	19252	20052	21552	23552
其他非流动负债	4722	5939	5919	5899
负债合计	**90308**	**121234**	**149624**	**174180**
少数股东权益	7782	7792	7812	7847
股本	1814	1814	1814	1814
资本公积	20800	20800	20800	20800
留存收益	6509	6754	9152	12786
归属母公司股东权益	29124	29368	31767	35401
负债和股东权益	**127215**	**158394**	**189203**	**217428**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**3624**	**10313**	**13798**	**15726**
净利润	2288	908	2075	3427
折旧摊销	3545	5862	7010	8108
财务费用	1746	1534	1724	1975
投资损失	-146	-162	-227	-279
营运资金变动	-3085	1987	2327	1609
其他经营现金流	4650	-895	638	2703
投资活动现金流	**-10296**	**-9238**	**-8982**	**-8887**
资本支出	-10127	-9738	-9239	-9186
长期投资	187	250	80	70
其他投资现金流	-355	250	177	229
筹资活动现金流	**7240**	**7794**	**4100**	**4747**
短期借款	2141	3000	4500	5000
长期借款	742	800	1500	2000
普通股增加	12	0	0	0
资本公积增加	1064	0	0	0
其他筹资现金流	3281	3994	-1900	-2253
现金净增加额	**250**	**8438**	**8916**	**11586**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**45070**	**73757**	**103295**	**126848**
营业成本	37780	61266	85467	104401
营业税金及附加	315	1106	1549	1903
销售费用	351	605	847	1040
管理费用	2031	3703	5185	6368
财务费用	1443	1282	1338	1448
资产减值损失	-284	-300	-200	-200
公允价值变动收益	1922	0	0	0
投资净收益	146	162	227	279
营业利润	**2345**	**989**	**2259**	**3727**
营业外收入	22	30	30	30
营业外支出	114	32	33	33
利润总额	**2253**	**987**	**2256**	**3725**
所得税	-35	79	180	298
净利润	**2288**	**908**	**2075**	**3427**
少数股东损益	-95	9	21	34
归属母公司净利润	**2383**	**899**	**2055**	**3392**
EBITDA	5272.68	8130.69	10603.58	13280.81
EPS（元）	1.32	0.50	1.13	1.87

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	27.3%	63.6%	40.0%	22.8%
营业利润	82.7%	-57.8%	128.3%	65.0%
归属于母公司净利润	97.5%	-62.3%	128.5%	65.1%
获利能力				
毛利率（%）	16.2%	16.9%	17.3%	17.7%
单位:百万元	5.3%	1.2%	2.0%	2.7%
ROE（%）	8.2%	3.1%	6.5%	9.6%
ROIC（%）	2.1%	2.2%	3.2%	4.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	71.0%	76.5%	79.1%	80.1%
净负债比率（%）	244.7%	326.3%	378.0%	402.8%
流动比率	0.81	0.85	0.89	0.94
速动比率	0.61	0.66	0.70	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.52	0.59	0.62
应收账款周转率	2.75	3.15	2.83	2.69
应付账款周转率	2.11	2.35	2.16	2.04
每股指标（元）				
每股收益	1.32	0.50	1.13	1.87
每股经营现金流(摊薄)	2.00	5.68	7.60	8.67
每股净资产	16.05	16.18	17.50	19.51
估值比率				
P/E	29.63	45.59	19.95	12.08
P/B	2.44	1.40	1.29	1.16
EV/EBITDA	19.47	8.92	6.51	4.82

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。
联系人：蔡金洋，华安证券储能和锂电研究助理，中山大学金融硕士，专注储能/锂电行业研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

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。