

国轩高科 (002074): 获大众海外市场标准电芯定点, 全球竞争力稳固提升

2023年5月12日

强烈推荐/维持

国轩高科 公司报告

事件: 公司公告, 全资子公司合肥国轩近日收到大众集团的采购定点函, 公司将成为大众汽车海外市场定点供应商供应大众汽车磷酸铁锂“Unified Cell (标准电芯)”动力锂电池产品。

大众集团-全球汽车龙头, 电动化战略加速: 22年汽车销量826.3万辆, 全球排名第二, 近年受疫情等因素影响持续下滑, 但在欧美市占率维持稳定28%/6%。FY22/23Q1电动车销量57.2万辆/14.1万辆, 同比+26%/+42%, 全球排名第三, 电动车销量占比约7%, 预计到30年中国/欧洲/美国将达50%/70%/50%, 销售成长潜力巨大。电动化投入持续加码, 最新5年期规划中电动化与数字化投资合计1220亿欧元, 较上期规划提升37%。同时大众积极布局全球电动车产能, 计划在中国、欧洲和美国三大市场同时生产电动车, 预计25年中国地区电动车产能将超100万辆/年。车型方面, 大众计划到30年推出约70款EV车型, 全球电动车销售趋势代发。

国轩高科-大众合作持续深化, 全球竞争力稳固提升: 公司已于22年和近期分别获得大众中国市场LFP/三元标准电芯以及海外市场LFP标准电芯产品正式定点, 成为大众首个标准电芯定点供应商, 一期20GWh标准电芯产能预计23Q3投产, 目前LFP标准电芯样品已导入产线, 预计年底批量供货MEB平台产品。大众电动车加速放量有望催化开启公司新的增长曲线, 根据我们测算, 预计30年公司大众全球动力电池供应量43~130GWh, 公司业务成长潜力有望得到扩大。公司海外业务维持高速增长, 22年实现营收29.8亿元, 同比+465%。海外生产基地加速布局, 22年德国哥廷根工厂5GWh顺利达产, 美国、越南及泰国等地产能建设稳步推进, 公司海外产能总规划超过100GWh, 23年有望达到15~20GWh, 实现行业领先的海外产能规模以及对欧洲、美国及东南亚三大主要新能源汽车市场的同时覆盖。

盈利预测及投资评级: 我们认为此次公司获得大众集团海外标准电芯定点, 标志着公司产品质量与供货能力受全球汽车龙头大众集团的认可, 已达到国际先进水平, 动力电池技术与产品竞争实力强劲, 我们看好未来公司全球市占率长期持续提升, 公司有望持续受益于大众全球电动化战略提速下的合作共赢。预计公司2023~2025年归母净利润分别为16.18/24.38/30.78亿元, 当前股价对应PE分别为31.7/21.0/16.6倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 终端需求增长不及预期、公司与大众合作进度/大众销量不及预期、公司产能建设不及预期、公司成本/盈利改善不及预期、行业竞争加剧超预期。

财务指标预测

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,356	23,052	41,950	58,937	68,219
增长率(%)	54.0%	122.6%	82.0%	40.5%	15.7%
归母净利润(百万元)	102	312	1,618	2,438	3,078
增长率(%)	-31.9%	205.8%	419.2%	50.7%	26.3%
每股收益(元)	0.06	0.18	0.91	1.37	1.73
PE	503.4	164.4	31.7	21.0	16.6
PS	4.9	2.2	1.2	0.9	0.8

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所预测, 股价为2023/5/11日收盘价

公司简介:

公司系国内最早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一, 拥有自主核心知识产权, 主营业务为动力锂电池和输配电设备两大业务板块, 主要产品为正极材料、动力锂电池电芯、动力锂电池组、电池管理系统及储能型电池组、输配电产品等。公司生产的动力锂电池产销量多年排名国内前列。

未来3-6个月重大事项提示:

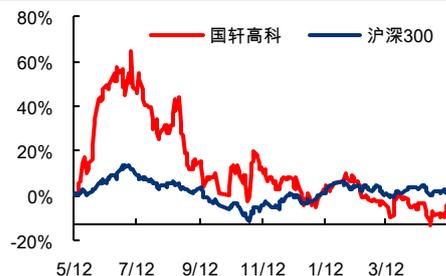
无

资料来源: 公司公告

交易数据

52周股价区间(元)	49.69-26.26
总市值(亿元)	512.32
流通市值(亿元)	356.7
总股本/流通A股(万股)	177,887/123,853
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.5

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

研究助理: 吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480123010003

研究助理: 侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480122040023

目 录

1. 获大众海外市场标准电芯定点，全球竞争力稳固提升	3
1.1 事件：公司获大众集团海外市场标准电芯产品定点	3
1.2 大众集团：全球汽车龙头，电动化战略加速	3
1.3 国轩高科：与大众合作持续深化，全球竞争力稳固提升	4
2. 盈利预测与投资建议	5
3. 风险提示	5
相关报告汇总	7

插图目录

图 1： 大众集团汽车销量（万辆）	3
图 2： 大众集团各市场市占率变化情况	3
图 3： 大众集团电动车销量（万辆）及增速	3
图 4： 大众集团各市场电动车销售占比变化趋势及规划	3
图 5： 大众集团电动化&数字化投入（十亿欧元）及占比	4
图 6： 大众集团全球电动车生产基地情况	4
图 7： 公司与大众集团战略合作历程	4

表格目录

表 1： 2030 年国轩高科对大众集团全球动力电池供应量敏感性分析	5
表 2： 公司海外产能布局情况	5

1. 获大众海外市场标准电芯定点, 全球竞争力稳固提升

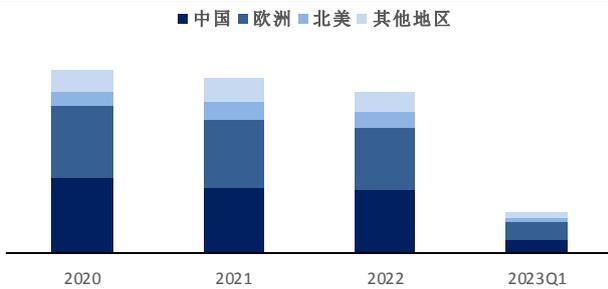
1.1 事件: 公司获大众集团海外市场标准电芯产品定点

公司公告, 全资子公司合肥国轩近日收到大众集团的采购定点函, 公司将成为大众汽车海外市场定点供应商供应大众汽车磷酸铁锂“Unified Cell (标准电芯)”动力锂电池产品。该款电芯采用与中国市场相同的设计样式和规格, 面向大众集团全系列新能源汽车。

1.2 大众集团: 全球汽车龙头, 电动化战略加速

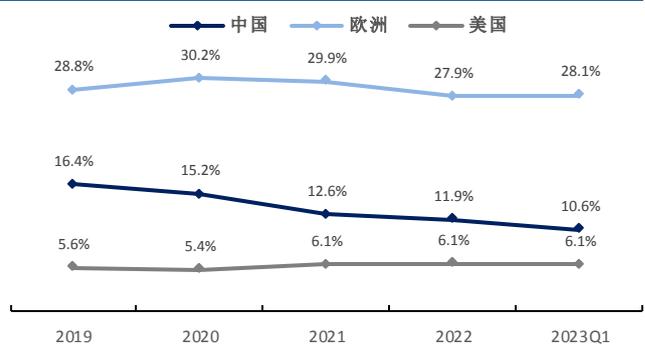
全球汽车制造龙头, 欧美市场份额稳固。2022 年大众集团汽车销量 826.3 万辆, 全球排名第二, 其中中国/欧洲销量 318.5 万辆/315.3 万辆均列第一。20 年至今受疫情、经济下行以及俄乌冲突等多方因素影响, 销量持续下滑, 但在欧洲与北美的市占率仍旧维持稳定在 28%/6%。中国市场由于电动化布局转型略显滞后导致市场份额受特斯拉、比亚迪及其他电动车新势力的冲击而下滑约 4pct 至 11%左右。

图1: 大众集团汽车销量 (万辆)



资料来源: 大众集团、东兴证券研究所

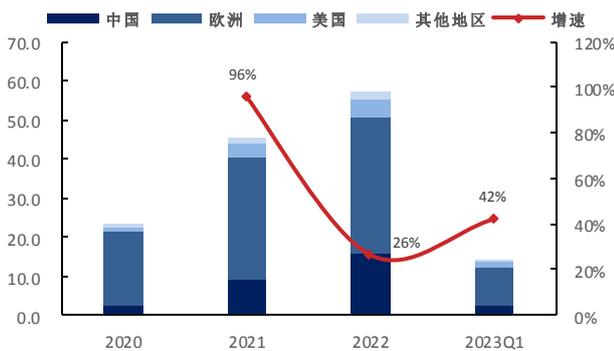
图2: 大众集团各市场市占率变化情况



资料来源: 大众集团、东兴证券研究所

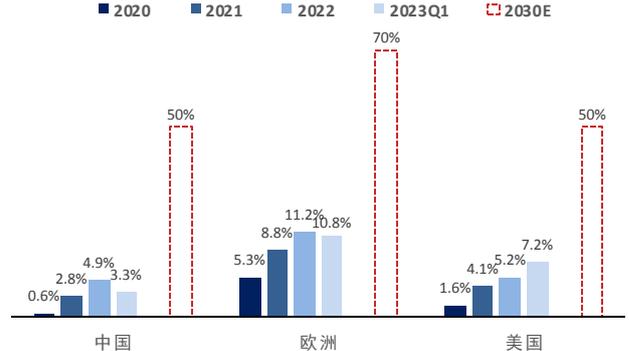
电动车销量高速增长, 全球销售成长潜力巨大。22 全年/23Q1 大众集团电动车销量 57.2 万辆/14.1 万辆, 同比+26%/+42%, 全球排名第三, 电动车销量占比约 7%, 其中欧洲市场销售占比 11%, 为大众电动化进程领先的细分市场; 北美市场销售占比 7%, 环比显著提升 2pct。基于大众集团 21 年 7 月发布的“New Auto”长期电动化战略规划, 到 30 年中国/欧洲/美国电动车销售占比将达 50%/70%/50%, 相较现阶段有近 47%/59%/43%的提升空间, 大众集团全球电动车市场销售成长潜力巨大。

图3: 大众集团电动车销量 (万辆) 及增速



资料来源: 大众集团、中汽协、ACEA、ANL、东兴证券研究所

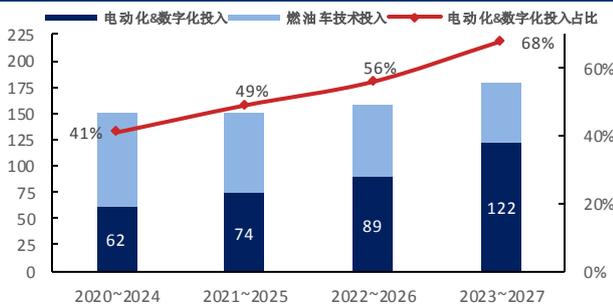
图4: 大众集团各市场电动车销售占比变化趋势及规划



资料来源: 大众集团、东兴证券研究所

电动化投入持续加码，全球生产蓄势待发。为配合加快推进电动化战略转型，大众集团持续加码在电动化技术研发投入，于3月业绩发布会宣布将最新5年期规划（23~27年）中电动化与数字化投资占CAPEX比例由56%提高至68%，合计约1220亿欧元，其中较上一期规划提升37%。同时大众积极布局全球电动车产能，计划在中国、欧洲和美国三大市场同时生产电动车，目前德国茨维考工厂已经完成电动化改造，汉诺威等其他工厂正在改造升级中。在中国地区，上汽大众上海安亭/一汽大众佛山两座MEB工厂投产ID系列，大众安徽合肥MEB工厂/奥迪一汽长春PPE工厂分别将于23/24年投产，预计25年大众集团中国地区电动车产能将超100万辆/年。车型方面，大众计划到30年推出约70款EV车型，将涵盖ID、奥迪e-tron以及保时捷E Macan等众多产品线，可充分满足终端市场多价格区间需求，全球电动车销售趋势代发。

图5：大众集团电动化&数字化投入（十亿欧元）及占比



资料来源：大众集团、东兴证券研究所

图6：大众集团全球电动车生产基地情况

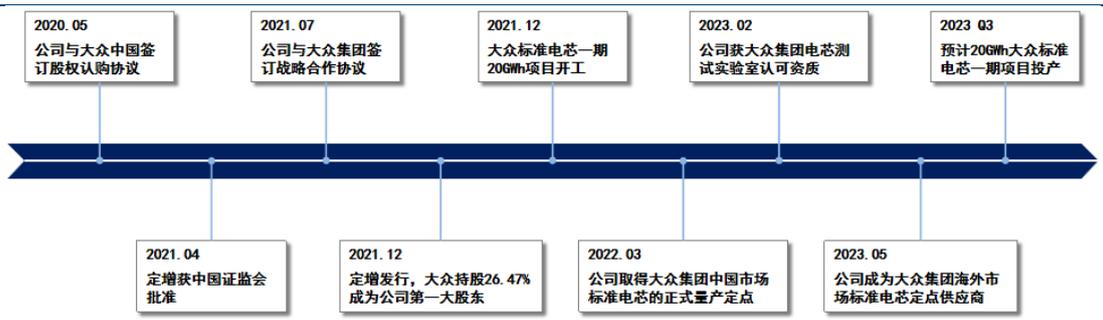


资料来源：大众集团、东兴证券研究所

1.3 国轩高科：与大众合作持续深化，全球竞争力稳固提升

深度绑定大众集团，双方战略合作持续深化。自2020年大众集团与公司达成战略合作协议，大众战略入股公司成为第一大股东后，双方合作持续深入，业务往来愈发紧密。根据合作协议，双方共同开发三元与LFP标准电芯技术，未来将应用于大众80%常规量产车型，目前公司已于22年3月和近期分别获得大众中国市场LFP/三元标准电芯以及海外市场LFP标准电芯产品正式定点，成为大众集团首个标准电芯定点供应商，配套建设一期20GWh标准电芯产能预计将于23Q3投产。根据公司年报，目前LFP标准电芯样品已导入产线，预计将于年底批量供货大众MEB平台产品。

图7：公司与大众集团战略合作历程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

开启全球供应新阶段，业务成长潜力扩大。大众集团全球电动化进程提速，预计未来三年电动车销量有望进入高速增长期，23年将开始标准电芯产品的导入，公司作为大众标准电芯全球定点供应商，大众电动车加速放量有望催化开启公司新的增长曲线，为公司业务规模的增长带来积极正向作用。根据我们测算在2030年大众集团全球汽车销量900万辆，电动车销量占比40%~60%（对应电动车销量360~540万辆）、标准电

芯需求占比 80%、公司为大众供货比例 20~40%假设下, 预计公司为大众集团全球动力电池供应量 43~130GWh, 公司业务成长潜力有望得到扩大。

表1: 2030 年国轩高科对大众集团全球动力电池供应量敏感性分析

大众集团 2030 年全球电动车销量 (万辆) & 占汽车整体销量比例						
(GWh)	350 (40%)	400 (45%)	450 (50%)	500 (55%)	550 (60%)	
国轩高科 电池供应占比	20%	43	49	54	59	65
	25%	54	61	68	74	81
	30%	65	73	81	89	97
	35%	76	85	95	104	113
	40%	86	97	108	119	130

资料来源: 大众集团、东兴证券研究所测算

海外业务拓展驶入快车道, 出海进程领跑行业。公司海外业务维持高速增长, 22 年实现营收 29.8 亿元, 同比+465%, 占总营收比例 13%, 同比+7.8pct。公司加速扩大海外生产基地布局, 22 年德国哥廷根工厂 5GWh 顺利达产, 美国、越南及泰国等地产能建设稳步推进, 公司海外产能总规划超过 100GWh, 23 年有望达到 15~20GWh, 实现行业领先的海外产能规模以及对欧洲、美国及东南亚三大主要新能源汽车市场的同时覆盖。

表2: 公司海外产能布局情况

地区	生产基地	持股	产能类型	产能 (GWh)			供应客户
				总规划	22A	23E*	
欧洲	德国哥廷根	独资	LFP 动力&储能	20	5	10	欧洲 客车与储能客户
	斯洛伐克	-	LFP 动力&储能	40	-	-	-
北美	美国密歇根	-	LFP 动力	20	-	-	Rivian
东南亚	越南河静	51%	LFP 动力	10	-	5	Vinfast
	泰国	49%	LFP 动力	10	-	5	Nuovo
合计				100	5	20	

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所, *含预估值

2. 盈利预测与投资建议

我们认为此次公司获得大众集团海外标准电芯定点, 标志着公司产品质量与供货能力受全球汽车龙头大众集团的认可, 已达到国际先进水平, 动力电池技术与产品竞争实力强劲, 同时全球供货大众将作为公司国际化战略的关节节点, 助力海外业务的不断突破, 公司有望借助与大众持续深化的业务合作经验, 快速拓展全球市场, 建立良好的品牌效应。我们看好未来公司全球市占率长期持续提升, 公司有望持续受益于大众全球电动化战略提速下的合作共赢, 双方业务与技术的紧密合作也将不断深挖公司的成长潜力。预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 16.18/24.38/30.78 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 31.7/21.0/16.6 倍, 维持“强烈推荐”评级。

3. 风险提示

电动车/储能等终端需求增长不及预期、公司与大众合作进度/大众销量不及预期、公司产能建设不及预期、公司成本/盈利改善不及预期、行业竞争加剧超预期。

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				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	25,280	37,487	52,821	59,995	68,764	营业收入	10,356	23,052	41,950	58,937	68,219
货币资金	11,385	14,122	13,322	5,894	6,822	营业成本	8,429	18,950	34,135	48,038	55,288
应收票据及账款	8,032	9,468	17,230	24,207	28,020	营业税金及附加	75	161	294	413	478
其他应收款	265	286	520	731	846	销售费用	330	471	713	943	1,092
预付款项	230	517	942	1,323	1,531	管理费用	569	1,311	2,020	1,950	1,910
存货	4,488	7,584	13,662	19,226	22,127	财务费用	335	323	896	964	1,053
其他流动资产	881	5,509	7,145	8,615	9,418	研发费用	644	1,793	2,936	4,126	4,775
非流动资产合计	18,333	35,141	45,267	61,336	67,507	资产减值损失	-541	-861	-755	-1,061	-1,228
长期股权投资	1,033	1,086	1,374	1,663	1,951	公允价值变动收益	0	-140	0	0	0
固定资产	8,771	11,838	18,305	28,844	37,105	投资净收益	15	217	869	869	869
无形资产	1,895	2,903	2,908	2,909	2,904	加: 其他收益	593	939	837	541	336
其他非流动资产	6,633	19,314	22,680	27,920	25,546	营业利润	39	199	1,906	2,852	3,600
资产总计	43,613	72,627	98,088	121,331	136,271	营业外收入	17	73	4	0	0
流动负债合计	18,282	34,369	60,564	82,490	98,995	营业外支出	8	13	17	0	0
短期借款	5,480	10,821	13,534	16,457	23,029	利润总额	48	259	1,892	2,852	3,600
应付票据及账款	10,235	17,331	36,333	51,132	58,848	所得税	-29	-107	189	285	360
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	77	366	1,703	2,567	3,240
其他流动负债	2,567	6,218	10,697	14,901	17,119	少数股东损益	-25	54	85	128	162
非流动负债合计	5,957	13,761	11,323	10,074	5,268	归属母公司净利润	102	312	1,618	2,438	3,078
长期借款	4,883	11,247	8,810	7,561	2,754	主要财务比率					
其他非流动负债	1,074	2,513	2,513	2,513	2,513		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	24,239	48,130	71,887	92,564	104,263	成长能力					
数股东权益	597	986	1,071	1,199	1,361	营业收入增长	54%	123%	82%	40%	16%
实收资本(或股本)	1,665	1,779	1,779	1,779	1,779	营业利润增长	-77%	407%	859%	50%	26%
资本公积	13,194	18,191	18,191	18,191	18,191	归属于母公司净利润增长	-32%	206%	419%	51%	26%
未分配利润	3,919	3,542	5,160	7,598	10,677	获利能力					
归属母公司股东权益合计	18,778	23,512	25,130	27,568	30,647	毛利率(%)	18.6%	17.8%	18.6%	18.5%	19.0%
负债和所有者权益	43,613	72,627	98,088	121,331	136,271	净利率(%)	0.7%	1.6%	4.1%	4.4%	4.8%
现金流量表	单位:百万元					ROA(%)	0.5%	0.2%	0.4%	1.6%	2.0%
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	0.5%	1.3%	6.4%	8.8%	10.0%
经营活动现金流	1,058	801	10,659	9,422	8,756	偿债能力					
净利润	77	366	1,703	2,567	3,240	资产负债率(%)	56%	66%	73%	76%	77%
折旧摊销	810	1,093	1,412	2,220	3,118	流动比率	1.38	1.09	0.87	0.73	0.69
财务费用	381	496	896	964	1,053	速动比率	1.08	0.80	0.57	0.42	0.40
营运资金变动	185	-1,662	7,348	4,399	2,093	营运能力					
其他经营现金流	-395	509	-699	-728	-748	总资产周转率	0.24	0.32	0.43	0.49	0.50
投资活动现金流	-4,185	-17,525	-10,839	-17,561	-8,540	应收账款周转率	1.32	2.46	2.46	2.46	2.46
资本支出	-4,659	-11,970	-11,250	-18,000	-9,000	应付账款周转率	1.56	1.60	1.58	1.58	1.58
投资收益	15	217	869	869	869	每股指标(元)					
其他投资现金流	459	-5,772	-458	-429	-409	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.18	0.91	1.37	1.73
筹资活动现金流	10,132	18,304	-620	710	712	每股净现金流(最新摊薄)	0.85	2.66	-1.34	-4.97	0.16
短期借款增加	2,229	5,340	2,714	2,923	6,572	每股净资产(最新摊薄)	10.56	13.22	14.13	15.50	17.23
长期借款增加	1,300	6,364	-2,437	-1,249	-4,806	估值比率					
普通股增加	384	114	0	0	0	P/E	503.4	164.4	31.7	21.0	16.6
资本公积增加	6,963	4,997	0	0	0	P/S	4.9	2.2	1.2	0.9	0.8
现金净增加额	7,002	1,803	-800	-7,429	928	P/EG	-15.73	0.80	0.28	0.18	0.15

资料来源：公司公告、东兴证券研究所预测

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	国轩高科（002074）：业绩维持高增，出海进程领跑行业	2023-05-08
公司深度报告	国轩高科（002074）：乘大众电动转型之势，国际化战略展翅鸿图	2023-03-07
行业深度报告	电力设备与新能源行业：从成本角度看锂电中游市场竞争情况	2023-05-12
行业普通报告	电力设备与新能源：欧盟发布《净零工业法案》落地尚需时日，出口短期影响有限	2023-04-06
行业普通报告	电力设备与新能源行业报告：节后硅料价格反弹接近尾声，光伏产业链酝酿跌价情绪	2023-03-03
行业深度报告	光伏辅材行业深度报告之接线盒：产品迭代持续进行，快速成长的高景气赛道	2023-03-02
行业深度报告	2023 年度光伏行业展望报告：拥硅为王时代渐行渐远，N 型技术大放异彩	2022-11-22
行业深度报告	光伏胶膜报告：行业盈利能力修复可期，二线企业加剧竞争谋突围	2022-08-22
行业深度报告	电力设备与新能源行业报告：光伏供应链涨价持续，8 月组件产出进一步分化	2022-08-08
行业深度报告	海缆行业：空间广阔、格局稳固，龙头企业率先受益	2022-07-14

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，5年投资研究经验，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，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022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。

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，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、未来也将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248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526