

国轩高科 (002074.SZ)

动力与储能、国内与海外，多维度双引擎发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,356	23,052	41,263	58,593	74,413
增长率 yoy (%)	54.0	122.6	79.0	42.0	27.0
归母净利润(百万元)	102	312	1,463	2,309	3,206
增长率 yoy (%)	-32.0	206.1	369.7	57.8	38.8
ROE (%)	0.4	1.5	5.3	7.7	9.6
EPS 最新摊薄(元)	0.06	0.18	0.82	1.30	1.80
P/E(倍)	491.3	160.5	34.2	21.7	15.6
P/B(倍)	2.7	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 4月28日, 公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年, 公司营业收入2,305,170.15万元, 同比上升122.59%; 实现营业利润19,869.35万元, 同比上升408.87%; 实现利润总额25,896.39万元, 同比上升442.69%; 实现净利润36,564.02万元, 同比上升376.03%, 其中, 实现归属于母公司所有者的净利润31,157.64万元, 同比上升206.15%。

2023年一季度, 公司营业收入717,700.10万元, 同比上升83.26%; 实现净利润7,560.94万元, 同比上升134.78%。

营业收入高速增长, 市占率稳定在行业前列水平。2022年公司营业收入2,305,170.15万元, 同比增长122.59%, 远高于2021年的54.01%。主要受益于动力电池及储能电池的市场需求旺盛, 公司产能逐步扩张且正在进行全产业链布局, 成本控制能力有所提升。

2022年公司装机量为13.33GWh, 市占率4.52%, 同比增长66.2%。其中, 三元动力电池装机量为1.43GWh, 市占率1.30%, 磷酸铁锂动力电池装机量为11.89GWh, 市占率6.47%; 2022年公司储能业务出货5.5GWh左右, 占总出货量约20%, 以家用储能、商用储能、电网级储能三大产品平台, 重点布局发电侧、电网侧、用户侧、备电侧四大储能领域, 持续大力开拓国内外市场。然而2022年公司全年扣非净利润为负, 主要是因为锂电上游原材料上涨, 成本提升; 研发投入增多, 合计24多亿, 员工股票期权摊销近6亿。

2023年1季度公司营业收入717,700.10万元, 同比增长83.26%; 净利润7,560.95万元, 同比增长134.78%, 主要是因为本期销售规模增加所致。根据研究机构中国汽车动力电池产业创新联盟的数据显示, 2023年1季度公司装机量为2.65GWh, 市占率4.03%。其中, 三元动力电池装机量为0.15GWh, 市占率0.7%, 磷酸铁锂动力电池装机量为2.5GWh, 市占率5.57%。公司整体装机量长期稳定在国内行业前五水平。

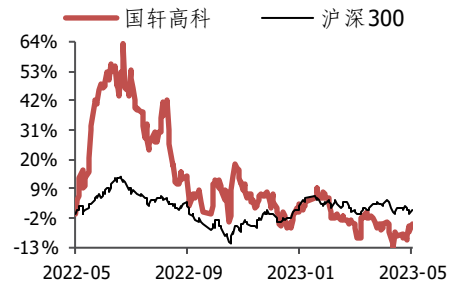
技术引领企业发展, 持续优化客户结构。2022年公司研发投入24.16亿元, 同比增长107.09%, 连续4年占营收比重超过10%。证明公司长期以来以实际行动不断投入技术研发, 大力提升产品效能。面对锂电行业竞争激烈的

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2023年5月15日收盘价(元)	29.01
总市值(百万元)	51,605.16
流通市值(百万元)	35,929.80
总股本(百万股)	1,778.87
流通股本(百万股)	1,238.53
近3月日均成交额(百万元)	450.82

股价走势



作者

分析师 梅芸

执业证书编号: S1070522100001

邮箱: meiyun@cgws.com

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

相关研究

- 1.《扬帆出海, 与欧洲电池制造商合作共赢—国轩高科(002074)公司动态点评》2023-02-20

现状，公司秉承“做精铁锂，做强三元，做大储能”产品路线。高镍三元 7 系电芯市场应用成功，低温铁锂材料实现全面量产；铁锂电芯和半固态三元电芯研发关键技术取得新突破；104Ah 铁锂电芯、储能万次循环寿命 300Ah 电池实现量产，成功开发零热失控电池包。对于制造业面临的转型问题，公司研发了电池制造数字化平台，通过提升数字化、智能化、信息化水平，以提升制造水平、研发能力、品质管控能力，其中包括自主研发智能诊断系统，保证产品全生命周期可靠性。

2022 年公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 41.34%。根据研究机构电池中国数据显示，2022 年公司国内市场车企客户数在行业排名第二。客户结构持续优化，数量不断提升。对于公司营业收入占比较高的动力电池领域（80.18%），今年以来新能源整车终端客户受整体市场以降价换销量的风潮影响较为严重，存在显著的头部集中、尾部或被淘汰的趋势。如公司对单一或若干客户的依赖度过高、过于集中，易形成较大的风险敞口，不利于可持续发展。且锂电行业以定制化产品为主，很难将专为某一客户生产的电芯或电池 PACK 等产品转售给其他客户。

储能业务潜力较大，积极开拓市场进行中。2022 年公司储能业务出货 5.5GWh 左右，占总出货量约 20%。储能电池业务营业收入 350,797.41 万元，同比增长 186.49%，高于同期动力电池业务的同比增长率（116.40%）；占总体营业收入的比重为 15.22%，较 2021 年提升约 3 个百分点。

公司储能产品已通过 GB、UL、IEC、日本 JET 等标准认证，并已成功应用于中国、美国、日本等全球重要储能市场。公司将持续深化与已有客户如华为、中国铁塔、国家电网、中电投、上海电气、中国电力、苏美达、Inenergy、Jinko、Borrego、Edison、Freyr、Nextera、Moxion 等国内外企业的战略合作，继续开拓海内外重点储能市场，为大储、家用及商用储能提供系统解决方案，预计 2023 年的储能业务出货将明显提升。随着储能产业发展，其相比新能源汽车对动力电池的需求空间将更大。

依托大众入股优势，扬帆出海正当时。2022 年，公司海外销售收入为 29.80 亿元，同比增长 464.76%，占总体营业收入的比重为 12.93%，较 2021 年大幅提升约 8 个百分点。全年新增海外定点客户超 15 家，包括海外乘用车、商用车、储能等战略性客户。公司海外运营、市场团队达 800 余人，为公司全球化战略落地提供强力支撑。公司于 2022 年 7 月在瑞交所成功发行 GDR，募资约 6.85 亿美元，伴随国际资本的引入，公司国际化战略迎来跨越式发展。

2021 年公司与大众中国签署《附条件生效的股份认购暨战略合作协议》，协议明确表示公司与大众中国及其关联方在主营业务领域（如技术、销售等方面）的关联交易可能将进一步增加。虽大众中国是公司的第一大股东，但公司原实控人仍为持有公司第一大表决权的股东。2022 年 3 月，公司正式成为大众汽车集团在华电池供应商并于同年取得大众标准三元和铁锂电芯定点。6 月，公司收购德国博世哥廷根工厂并逐步完成各项改造后成立的德国国轩奠基，标志公司首个开发、制造和服务于欧洲市场的新能源基地正式启动。除此之外，2022 年大众集团新能源车的全球销量仅次于比亚迪和特斯拉，位居第三。双方稳固和谐的合作模式，是公司国内国外业务继续高速发展的基石。

公司规划到 2025 年全球产能达到 300GWh 左右，其中国内 200GWh，海外 100GWh；目前，国内已建立十大生产基地，海外地区在德国哥廷根、印度、越南等地有布局，未来海外布局将按照美洲区、欧非区、亚太区的规划持续

推进。

投资建议：受新能源车降价潮影响，动力电池终端客户需求仍在缓慢恢复过程中。重点关注动力电池板块中的非龙头企业，因新能源车整车板块竞争加剧，为控制成本，整车厂会在现有动力电池供应商的基础之上增加备选方案以期提高利润率，应对市场环境变化。且公司在储能领域持续深耕，技术体系成熟，已实现储能电池循环达到 12000 次，计划积极拓展全球储能市场，成为国际一流的储能电池及储能系统解决方案供应商。我们预测公司 2023~2025 年归母净利润分别为 14.63 亿元、23.09 亿元、32.06 亿元，对应 PE 分别为 34 倍、22 倍、16 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新能源汽车需求下降、海外政策风险、电池原材料价格变动、动力电池行业竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	25279	37487	66232	81032	106415
现金	11385	14122	25279	35896	45588
应收票据及应收账款	6883	8737	19223	20480	29943
其他应收款	263	286	697	699	1074
预付账款	230	517	820	1079	1332
存货	4488	7584	13972	16637	22236
其他流动资产	2029	6240	6240	6240	6240
非流动资产	18335	35141	53324	69991	83608
长期股权投资	1033	1086	1186	1336	1516
固定资产	8762	11785	25389	37479	48174
无形资产	2286	3523	4471	5417	6308
其他非流动资产	6253	18746	22279	25759	27610
资产总计	43613	72627	119556	151023	190023
流动负债	18282	34369	76386	103712	139481
短期借款	5480	10821	38132	57615	79493
应付票据及应付账款	10235	17331	31889	38003	50759
其他流动负债	2567	6218	6365	8094	9229
非流动负债	5957	13761	16569	17599	16625
长期借款	4877	11083	13892	14921	13947
其他非流动负债	1080	2677	2677	2677	2677
负债合计	24239	48130	92956	121311	156106
少数股东权益	597	986	897	756	528
股本	1665	1779	1779	1779	1779
资本公积	13194	18191	18191	18191	18191
留存收益	3562	3734	4546	5605	6677
归属母公司股东权益	18778	23512	25703	28956	33389
负债和股东权益	43613	72627	119556	151023	190023

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1058	801	2220	10773	8644
净利润	77	366	1375	2168	2978
折旧摊销	810	1093	1733	2972	4191
财务费用	335	323	1363	2457	3302
投资损失	-14	-217	-272	-340	-381
营运资金变动	185	-1662	-3844	1116	-4617
其他经营现金流	-334	899	1864	2400	3171
投资活动现金流	-4185	-17525	-19660	-19292	-17403
资本支出	4450	13409	19817	19489	17628
长期投资	245	-4193	-100	-150	-180
其他投资现金流	20	78	256	347	405
筹资活动现金流	10132	18304	1285	-346	-3426
短期借款	2229	5340	27312	19483	21878
长期借款	1294	6207	2809	1029	-974
普通股增加	384	114	0	0	0
资本公积增加	6963	4997	0	0	0
其他筹资现金流	-738	1647	-28835	-20858	-24330
现金净增加额	7002	1803	-16155	-8866	-12186

资料来源: 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10356	23052	41263	58593	74413
营业成本	8429	18950	33835	48046	61019
营业税金及附加	75	161	292	412	524
销售费用	330	471	532	627	752
管理费用	569	1311	1362	1787	2076
研发费用	644	1793	2191	2766	3021
财务费用	335	323	1363	2457	3302
资产和信用减值损失	-541	-861	-1849	-2407	-3195
其他收益	559	922	740	831	785
公允价值变动收益	-0	-140	-42	-15	0
投资净收益	14	217	272	340	381
资产处置收益	34	18	26	22	24
营业利润	39	199	835	1269	1714
营业外收入	17	73	220	335	450
营业外支出	8	13	11	11	11
利润总额	48	259	1044	1593	2153
所得税	-29	-107	-331	-575	-824
净利润	77	366	1375	2168	2978
少数股东损益	-25	54	-88	-141	-228
归属母公司净利润	102	312	1463	2309	3206
EBITDA	1188	1875	4170	7113	9841
EPS (元/股)	0.06	0.18	0.82	1.30	1.80

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	54.0	122.6	79.0	42.0	27.0
营业利润 (%)	-76.7	408.9	320.3	52.0	35.1
归属母公司净利润 (%)	-32.0	206.1	369.7	57.8	38.8
获利能力					
毛利率 (%)	18.6	17.8	18.0	18.0	18.0
净利率 (%)	0.7	1.6	3.3	3.7	4.0
ROE (%)	0.4	1.5	5.3	7.7	9.6
ROIC (%)	2.0	2.2	3.9	5.3	5.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.6	66.3	77.8	80.3	82.2
净负债比率 (%)	5.0	54.8	124.6	154.5	179.1
流动比率	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
速动比率	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.6	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	1.8	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.18	0.82	1.30	1.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.59	0.45	1.25	6.06	4.86
每股净资产 (最新摊薄)	10.56	13.22	14.04	15.31	17.08
估值比率					
P/E	491.3	160.5	34.2	21.7	15.6
P/B	2.7	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	43.4	32.5	19.1	12.7	10.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686