

国轩高科 (002074.SZ)

出海前景光明，自研启晨电池续航里程高

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)	480.3	156.9	33.4	21.2	15.2
P/B (倍)	2.6	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: 5月10日, 公司公告全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司近日收到 VolkswagenwerkAG (大众汽车集团) 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, 面向大众汽车集团全系列新能源汽车。相关产品的销售价格将以市场公允价值进行定价, 产品主要销售和应用对象为海外市场。

5月20日, 公司发布自研全新 LMFP (磷酸锰铁锂) 体系 L600 启晨电池, 该电池电芯实现 240Wh/kg 的质量能量密度, 525Wh/L 的体积能量密度, 常温循环 4000 圈, 高温循环 1800 圈。采用了 L600 电芯后, 体积成组率达到 76%, 系统能量密度达到 190Wh/kg。

标准电芯配套 SSP 平台, 出海前景确定性强。 公司的标准电芯产品将配套的大众汽车 SSP 平台为现有 MEB 及 PPE 平台的下一代融合平台, 可以覆盖大众旗下 80% 的车型, 所以不仅是奥迪和保时捷, 只要是 SSP 平台的车型都会用到标准电芯, 而电芯都是统一验证, 不存在二次验证。目前, 公司是大众 SSP 平台的唯一定点供应商, 建设的 20GWh 大众标准电芯项目(10GWh 三元及 10GWh 磷酸铁锂)预计将于今年三季度投产。

根据大众汽车官网所描述, 可扩展系统平台 (SSP 平台) 是大众汽车集团的下一代机电一体化平台。随着时间推移, SSP 平台将显著降低工艺流程复杂性。SSP 平台是 MQB、MSB、MLB、MEB 和 PPE 平台的延续, 它将 3 个燃油车平台和 2 个纯电动汽车平台整合为适用于集团旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构。下一代 SSP 平台将是一个集纯电动、全面互联和高度可扩展性于一身的全新汽车平台。在其生命周期, 预计将有 4000 多万辆汽车下线。就像如今的 MEB 平台一样, SSP 平台也将对大众以外汽车制造商开放, 由此可见, 未来公司搭配 SSP 平台所生产的标准电芯的出口需求确定性较强。

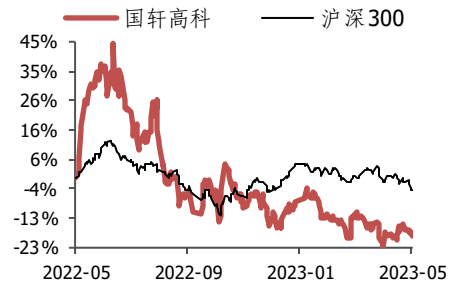
不仅如此, 此次定点的标准电芯在电芯结构设计上引入新的理念, 通过先进的 PACK 工艺, 实现更大成组效率的同时还拥有更高的安全性能。铁锂和三元版均采用相同的设计尺寸, 整车环节标准化设计以降低成本, 规避高度定制化可能带来的库存积压问题。因此, 公司本次获得大众汽车集团的海外采

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2023年5月26日收盘价(元)	27.48
总市值(百万元)	48,883.48
流通市值(百万元)	34,034.85
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)	421.81

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

- 《动力与储能、国内与海外, 多维度双引擎发展——国轩高科公司动态点评》2023-05-17
- 《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

购定点，磷酸铁锂“UnifitedCell”（标准电芯）动力锂电池产品应用于大众汽车集团除中国以外的全系列新能源汽车，是继 2022 年初获得大众中国三元和铁锂产品量产定点后的又一重要成果。

“做精铁锂”战略有成，自研电池彰显技术实力。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现状，公司秉承“做精铁锂，做强三元，做大储能”产品路线。公司深耕磷酸铁锂电池已久，自 2007 年开始生产磷酸铁锂电池，目前在全球拥有 8 大研发中心，具备电池原材料、BMS 系统开发、固态电池等技术研发和生产能力，并在欧洲、东南亚、北美等全球范围内建立了生产基地，拥有完善的产品供应体系。

近年来，随着较为侧重能量密度考察的国家新能源财政补贴的逐步退坡，直至于 2022 年年底彻底退出，且铁锂性能在技术加持下不断提升，磷酸铁锂（LFP）技术重获市场认可，市场份额持续提升。与此同时，量产的磷酸铁锂电池能量密度增长已进入瓶颈，进一步提高需要化学体系的提升，因此掺杂锰元素的磷酸铁锂应运而生，启晨 L600 电池就是这一技术路线背景下的产物。

高能量密度，高循环次数，高续航里程助力公司拓展 B 级车市场。自 2022 年起，公司正在全力以赴主攻 B 级车市场。相较于公司已占有较大优势的 A 级车市场，B 级车的车长和轴距更大，平均售价更高，B 级车目标消费者普遍对续航里程的要求也更高，充电时间的要求也更快。

据公司官微披露，启晨 L600 LMFP 电芯实现 240Wh/kg 的质量能量密度，525Wh/L 的体积能量密度，常温循环 4000 圈，高温循环 1800 圈，支持 18 分钟的快充，并且通过了所有的安全测试。采用了 L600 电芯后，体积成组率达到 76%，超越现在量产三元体系的 pack 能量密度，系统能量密度达到 190Wh/kg。正因为启晨材料的高能量密度，即使不用三元材料，同样可以做到续航 1000km，并可满足 18 分钟 1800 次全时快充。刚好可以满足更高级别车型，如 B 级车市场的消费者对新能源汽车的性能需求。

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，料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 33 倍、21 倍、15 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	480.3	156.9	33.4	21.2	15.2
P/B	2.6	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	42.4	31.9	18.8	12.6	10.3

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