

增持 (维持)

国轩高科 (002074)

业绩稳增, 电池出海和一体化布局加速推进

2023年4月30日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	27.5
总股本(百万股)	1778.87
流通股本(百万股)	1238.53
净资产(百万元)	23680.72
总资产(百万元)	78764.58
每股净资产(元)	13.31

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

【兴证电新】国轩高科深度报告: 一体化布局迎来业绩拐点, 国际化战略有序推进

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 全年实现营收 230.52 亿元, 同比增长 122.59%, 其中动力电池板块营收 184.82 亿元, 占比 80.18%, 储能电池板块营收 35.08 亿元, 占比 15.22%, 实现归母净利润 3.12 亿元, 同比增长 206.15%, 扣非后归母净利润实现-5.15 亿元, 亏损同比扩大 50.60%。2022 年 Q4 实现营收 86.26 亿元, 同比增加 86.24%, 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比增加 375.49%, 实现扣非归母净利润-1.56 亿元, 亏损同比收窄 8.04%。2023 年 Q1 实现营收 71.77 亿元, 同比增加 83.26%, 实现归母净利润 0.76 亿元, 同比增加 134.79%, 实现扣非归母净利润-0.11 亿元, 亏损同比扩大 213.71%。
- **动力电池装机量稳步攀升, 覆盖国内外主流客户。** 2022 年国内动力电池装机量 260.94GWh, 同比增长 86%, 公司国内动力电池装机量约 12.32GWh, 同比增长 89.54%, 高于国内行业增速, 市场份额 4.7%, 位列全国第四; 2022 年全球动力电池装机量约 498GWh, 同比增长 70%, 公司 2022 年全球动力电池装机量约 13.7GWh, 同比增长 92.15%, 高于全球行业增速, 市场份额 2.75%, 位列全球第八。在出货量不断增加的背景下, 公司持续开拓新客户, 基本覆盖国内外主流优质车企, 公司目前在国内拥有 26 家乘用车客户 (传统主机厂包括奇瑞、江淮、长安、长城等, 造车新势力包括零跑、哪吒等)、14 家客车客户 (安凯客车等)、27 家专用车客户 (包括瑞驰、奇瑞商用车等), 在海外拥有大众、Rivian、Tata 和 Vinfast 等主流车企客户, 并与多家下游客户达成战略合作协议, 共同研发下一代动力电池技术, 进一步增强公司在全球动力电池行业的竞争力。2022 年底公司电池产能突破 100GWh, 叠加优质客户资源, 2023 年公司动力电池装机量有望保持高增态势。
- **储能为公司贡献新的增长点。** 2022 年公司储能业务占比达到 15.22%, 成为第二大业务板块。2022 年中国储能锂电池出货量达到 130GWh, 同比增速达 170%, 彰显储能市场的高景气度。公司储能电池达到行业领先的水平, 通过全生命周期阳极锂离子补偿技术在储能电池的应用, 锂离子电池寿命可达 12000 次循环, 远超市场平均水平; 集中式储能产品 Power Ocean 具有超高体积能量密度, 累计出货量已超过 4GWh, 获得用户高度评价; 首款海外便携储能产品 Gendome 于 2023 年 1 月 11 日上线, 24 小时内突破 10 万美金销售额。公司储能客户遍布全球, 包括与华为、国家电网、中国铁塔、皖能集团、中国电力、中电投、Nextera、Moxion 等企业。依靠优质的客户资源和领先的储能产品, 公司持续加大国内外储能市场开拓力度, 为公司储能业务迅速发展打下良好基础。
- **加速海外产能布局, 深度覆盖国内外市场。** 2022 年国轩高科在国际市场采取动储结合双线策略, 构建全球化供应链, 实现公司海外业务同比增长 352%。海外市场已经成为中国电池企业发展规划的战略要地。2022 年至今, 国轩高科围绕产品、技术、资本出海, 在海外布局表现得更加强健。在资本出海环

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

节,公司成为中国动力电池企业第一家成功在海外发行 GDR 上市的企业。在产品、技术出海环节,公司现在已形成欧洲、北美、东南亚三处海外布局,欧洲以德国哥廷根基地 20GWh 电池 Pack 产能、与 InoBat 合资建设 40GWh 电芯工厂为主;北美主要以密歇根州的动力电池和原材料工厂为主,规划年产 15 万吨正极材料和 5 万吨负极材料;东南亚主要以与泰国 Nuovo 合资的 Pack 工厂、与越南 VinES 合资的 LFP 电池工厂为主。公司计划到 2025 年实现 300GWh 全球锂电池产能,其中海外产能达到 100GWh,海外基地将成为公司全球电池布局的重要支撑。公司海外布局领先行业,预计未来海外业务将成为公司营收增长的重要支撑。

- **电池一体化布局,覆盖电池上游矿产、材料、电芯、PACK 和锂电回收所有赛道。**矿产资源方面,公司在宜春前瞻布局锂云母矿,已取得两个锂云母矿矿权,其中白水洞矿将扩产至年产 150 万吨、水南段矿设计年产 300 万吨的原矿。正极材料方面,庐江基地年产 8 万吨三元正极材料项目已开工,其中一期 3 万吨项目预计 2023 年投产,年产 20 万吨磷酸铁锂正极材料项目已开工,其中 10 万吨于 2022 年 11 月投产;负极材料方面,内蒙古国轩乌海锂离子电池负极材料项目规划建设年产能 40 万吨,第一期项目计划年产 10 万吨,截至目前,已建成投产 5 万吨;电解液方面,公司前期收购巴斯夫美国电解液实验室,布局下一代电解液技术,公司 22 年开始在肥东建设 10 万吨锂离子电池电解液产能;隔膜方面,与星源材质合资成立合肥星源,投资 30 亿元建设湿法隔膜项目,实现隔膜年产 5 亿平方米。公司实现了产业链上下游一体化整合,保障供应链的稳定性,降低原材料价格对产品成本的影响,获得了品质保障和成本控制等方面的显著竞争优势。
- **投资建议:**预计 2023 年将是动力电池和储能电池持续发展的大年,公司受益于动力和储能双赛道,业绩有望迎来快速增长。预计公司 2023-2025 年归母净利润预期分别为 15.56/22.82/32.12 亿元对应 2023 年 4 月 28 日估值分别为 31.4/21.4/15.2 倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**产能扩张不及预期、新能源车销量不及预期、上游原材料价格波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23052	45608	64958	92541
同比增长	122.6%	97.9%	42.4%	42.5%
归母净利润(百万元)	312	1556	2282	3212
同比增长	206.2%	399.4%	46.6%	40.8%
毛利率	17.8%	17.4%	16.9%	16.9%
ROE	1.3%	6.2%	8.4%	10.5%
每股收益(元)	0.18	0.87	1.28	1.81
市盈率	157.0	31.4	21.4	15.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	37487	84744	128168	189654
货币资金	14122	53085	88954	138985
交易性金融资产	3514	2360	2745	2617
应收票据及应收账款	8737	8797	9040	9341
预付款项	517	1168	1572	2264
存货	7584	16262	22411	32517
其他	3012	3072	3446	3930
非流动资产	35141	31213	30111	28494
长期股权投资	1086	999	1033	1031
固定资产	11785	16449	17848	17613
在建工程	11669	5835	2917	1459
无形资产	2903	2903	2903	2903
商誉	512	319	355	369
长期待摊费用	101	101	101	101
其他	7084	4607	4953	5018
资产总计	72627	115957	158279	218148
流动负债	34369	67933	94343	130798
短期借款	10821	15149	22723	34085
应付票据及应付账款	17331	47779.71	66110.54	91108.20
其他	6218	5004	5509	5604
非流动负债	13761	21970	35357	55205
长期借款	10689	19524	32778	52658
其他	3072	2445	2579	2547
负债合计	48130	89902	129700	186003
股本	1779	1779	1779	1779
资本公积	18191	18191	18191	18191
未分配利润	3546	5034	7209	10240
少数股东权益	986	1052	1292	1652
股东权益合计	24498	26055	28579	32145
负债及权益合计	72627	115957	158279	218148

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	312	1556	2282	3212
折旧和摊销	1093	1171	1519	1693
资产减值准备	861	1339	117	415
资产处置损失	-18	-9	-15	-16
公允价值变动损失	140	70	82	87
财务费用	496	1046	806	1033
投资损失	-217	-450	-550	-650
少数股东损益	54	66	240	360
营运资金的变动	-1662	18906	11386	13161
经营活动产生现金流量	801	25168	15526	19217
投资活动产生现金流量	-17525	2624	21	714
融资活动产生现金流量	18304	11171	20322	30101
现金净变动	1803	38962	35869	50032
现金的期初余额	9439	14122	53085	88954
现金的期末余额	11242	53085	88954	138985

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23052	45608	64958	92541
营业成本	18950	37691	53971	76909
税金及附加	161	318	456	648
销售费用	471	730	1135	1805
管理费用	1311	1984	2988	4303
研发费用	1793	2873	3962	5460
财务费用	323	1046	806	1033
其他收益	922	1000	1200	1400
投资收益	217	450	550	650
公允价值变动收益	-140	-70	-82	-87
信用减值损失	-489	-515	-535	-650
资产减值损失	-372	-314	-333	-327
资产处置收益	18	9	15	16
营业利润	199	1526	2454	3385
营业外收入	73	37	41	44
营业外支出	13	11	11	11
利润总额	259	1552	2484	3418
所得税	-107	-70	-37	-154
净利润	366	1622	2522	3572
少数股东损益	54	66	240	360
归属母公司净利润	312	1556	2282	3212
EPS(元)	0.18	0.87	1.28	1.81

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	122.6%	97.9%	42.4%	42.5%
营业利润增长率	408.9%	667.9%	60.8%	37.9%
归母净利润增长率	206.2%	399.4%	46.6%	40.8%
盈利能力				
毛利率	17.8%	17.4%	16.9%	16.9%
归母净利率	1.4%	3.4%	3.5%	3.5%
ROE	1.3%	6.2%	8.4%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	66.3%	77.5%	81.9%	85.3%
流动比率	1.09	1.25	1.36	1.45
速动比率	0.87	1.01	1.12	1.20
营运能力				
资产周转率	39.7%	48.4%	47.4%	49.2%
应收账款周转率	275.4%	533.3%	765.0%	1087.3%
存货周转率	307.5%	305.1%	265.4%	267.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.18	0.87	1.28	1.81
每股经营现金	0.45	14.15	8.73	10.80
每股净资产	13.22	14.06	15.34	17.14
估值比率(倍)				
PE	157.0	31.4	21.4	15.2
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn