

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

获大众海外市场采购定点函，海外市场重大突破

股票数据

05月30日收盘价(元)	26.86
52周股价波动(元)	25.88-51.00
总股本/流通A股(百万股)	1779/1239
总市值/流通市值(百万元)	47781/33267

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.3	-9.5	-9.2
相对涨幅(%)	2.4	-4.5	-3.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 马天一

Tel: 02123219171

Email: mty15264@haitong.com

证书: S0850523030004

联系人: 余致翰

Tel: (021) 23185617

Email: ywh14040@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 2023年5月10日公司发布《关于全资子公司收到大众汽车集团采购定点函》的公告。
- 进一步深化合作, 锁定大众海外市场定点供应商地位。** 公司全资子公司合肥国轩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, 面向大众汽车全系列新能源汽车。2022年3月, 公司就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, 我们认为, 此次再获大众海外定点供应商彰显公司技术水平及量产能力的行业认可度, 也为公司锂电业务开拓新局面。
- 海外市场拓展迎来重大突破, 兼顾覆盖欧洲、美国、亚太三大市场, 推动公司品牌力提升。** 2022年, 公司加速扩张海外市场、扩大海外生产基地布局, 实现海外业务营收29.80亿(占比总营收12.93%), 同比+464.76%。目前, 欧洲哥廷根工厂已顺利投产, 东南亚、南亚等地生产基地建设正在稳步推进中。此次合作是公司引入战略投资者产业化合作的重大进展, 是对公司动力相关产品性能和供货资格的认可, 标志着公司在开拓全球知名汽车品牌客户方面进入了重要的里程碑阶段, 有利于增强公司在新能源动力电池领域的综合竞争力, 我们认为, 这同时也为公司海外储能市场打下坚实基础。此外, 公司还同印度TATA、越南VinFast、泰国Nuovo等知名海外公司进行战略合作, 开拓国际市场。
- 合作大众汽车叠加全产业链垂直布局优势, 助推公司未来毛利扩张。** 公司从电池材料端、制造端到产品端, 建成了完整的锂电池垂直产业链, 保证公司的成本竞争力和产品竞争力。同时, 公司海外市场毛利率高于国内市场, 随公司本次与大众汽车合作落地, 我们认为, 未来海外市场业务占比将持续提升, 从而带动公司整体毛利达到较好水平, 盈利能力得到提升。
- 投资建议。** 我们预计公司23-25年归母净利润分别为11.93/19.69/27.34亿元, 对应EPS分别为0.67/1.11/1.54元。可比公司2023年平均PE为36倍, 平均PEG为0.65倍(g取值为2022-2025年三年的CAGR, 由于孚能科技2022年归母净利为负, 我们并未计算其PEG)。我们认为, 国轩高科2023-2025年处于盈利能力修复阶段, 我们给予公司2023年0.52-0.55倍PEG估值区间, 对应合理价值区间为37.07-39.21元。首次覆盖, 给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示: 新能源汽车销量不及预期、原材料价格波动风险、产能释放不及预期。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	10356	23052	37290	52742	67935
(+/-)YoY(%)	54.0%	122.6%	61.8%	41.4%	28.8%
净利润(百万元)	102	312	1193	1969	2734
(+/-)YoY(%)	-32.0%	206.1%	283.0%	65.0%	38.9%
全面摊薄EPS(元)	0.06	0.18	0.67	1.11	1.54
毛利率(%)	18.6%	17.8%	18.2%	18.3%	18.3%
净资产收益率(%)	0.5%	1.3%	4.8%	7.4%	9.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测假设:

- 1) 动力电池系统: 全球能源结构加速转型的背景下, 全球新能源汽车快速发展, 锂电池行业进入快速扩张期, 为公司动力电池系统业务提供广阔空间。2022 年公司该业务收入同比+89.27%, 我们假设 2023-2025 年公司动力电池系统业务收入同比增长分别为 50%、30%和 20%。2022 年该业务毛利率为 16.73%, 我们假设公司 2023-25 年毛利率保持稳定, 分别为 18%、18%、18%。
- 2) 储能电池系统: 储能行业迅速兴起。在政策扶持和清洁能源发电布局不断加大等因素的推动下, 多个国家和地区的储能产业实现了显著增长。我们预计 2023-2025 年, 储能电池系统营收增速为 150%、80%和 50%。2022 年该业务毛利率为 16.66%, 2022 年上半年毛利率仅为 10.24%, 但 2022 年下半年, 公司毛利率修复至 20.32%。我们假设 2023-2025 年毛利率小幅下滑至 19%。
- 3) 输配电及控制设备制造业: 作为公司的传统业务板块, 2022 年该业务增长 45%, 积极通过技术创新推动产业转型, 拓展了输变电运维服务及 EPC 项目总包施工等业务。我们假设 2023-2025 年输配电及控制设备制造业营业收入分别同比增长 20%、15%和 10%, 对应 2023-2025 年毛利率分别为 16.5%、16.5%和 16.5%。

表 1 盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
动力电池系统	营业收入 (亿元)	184.82	277.23	360.40	432.48
	yoy	89.27%	50%	30%	20%
	营业成本 (亿元)	153.89	227.33	295.53	354.63
	毛利	30.93	49.90	64.87	77.85
	毛利率 (%)	16.73%	18.00%	18.00%	18.00%
储能电池系统	营业收入 (亿元)	35.08	87.70	157.86	236.79
	yoy	174%	150%	80%	50%
	营业成本 (亿元)	29.24	71.04	127.87	191.80
	毛利	5.84	16.66	29.99	44.99
	毛利率 (%)	16.66%	19.00%	19.00%	19.00%
输配电及控制设备制造业	营业收入 (亿元)	6.64	7.97	9.16	10.08
	yoy	44.88%	20%	15%	10%
	营业成本 (亿元)	5.38	6.65	7.65	8.42
	毛利	1.26	1.31	1.51	1.66
	毛利率 (%)	18.93%	16.50%	16.50%	16.50%
合计	营业收入 (亿元)	226.54	372.90	527.42	679.35
	yoy	121.60%	64.61%	41.44%	28.81%
	营业成本 (亿元)	188.51	305.02	431.05	554.85
	毛利	38.03	67.88	96.38	124.50
	毛利率 (%)	16.79%	18.20%	18.27%	18.33%

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E
300750.SZ	宁德时代	9,891	10.47	13.97	18.04	21.49	16.10	12.47	0.81
300014.SZ	亿纬锂能	1,334	3.01	4.52	5.94	21.66	14.44	10.97	0.50
300207.SZ	欣旺达	297	0.55	0.99	1.33	28.88	16.05	12.00	0.64
688567.SH	孚能科技	261	0.29	1.16	1.88	73.08	18.41	11.41	
	均值		3.58	5.16	6.80	36.28	16.25	11.71	0.65

注: 收盘价为 2023 年 5 月 30 日价格, EPS 为 wind 一致预期。孚能科技 2022 年归母净利润为负, 未计算其 PEG。

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	23052	37290	52742	67935
每股收益	0.18	0.67	1.11	1.54	营业成本	18950	30502	43105	55485
每股净资产	13.22	13.95	15.05	16.59	毛利率%	17.8%	18.2%	18.3%	18.3%
每股经营现金流	0.45	3.02	3.78	4.43	营业税金及附加	161	260	368	474
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	471	762	1077	1387
P/E	153.35	40.04	24.27	17.47	营业费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	2.03	1.93	1.78	1.62	管理费用	1311	2121	2999	3863
P/S	2.07	1.28	0.91	0.70	管理费用率%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	39.79	13.89	10.15	7.84	EBIT	487	2150	3221	4283
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	323	503	503	508
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.4%	1.3%	1.0%	0.7%
毛利率	17.8%	18.2%	18.3%	18.3%	资产减值损失	-372	-114	-164	-214
净利润率	1.4%	3.2%	3.7%	4.0%	投资收益	217	351	497	640
净资产收益率	1.3%	4.8%	7.4%	9.3%	营业利润	199	1648	2718	3775
资产回报率	0.4%	1.4%	2.0%	2.4%	营业外收支	60	0	0	0
投资回报率	1.4%	3.8%	5.3%	6.5%	利润总额	259	1648	2718	3775
盈利增长 (%)					EBITDA	1580	4413	5905	7317
营业收入增长率	122.6%	61.8%	41.4%	28.8%	所得税	-107	247	408	566
EBIT 增长率	35.5%	342.0%	49.8%	33.0%	有效所得税率%	-41.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	206.1%	283.0%	65.0%	38.9%	少数股东损益	54	207	342	474
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	312	1193	1969	2734
资产负债率	66.3%	68.6%	71.4%	72.9%					
流动比率	1.09	0.99	1.00	1.03	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.80	0.66	0.66	0.68	货币资金	14122	11439	13773	17381
现金比率	0.41	0.25	0.23	0.24	应收账款及应收票据	8737	13783	19289	24698
经营效率指标					存货	7584	12107	17001	21756
应收账款周转天数	119.95	107.51	111.61	115.24	其它流动资产	7044	7988	9014	10022
存货周转天数	114.67	116.20	121.55	125.73	流动资产合计	37487	45317	59077	73857
总资产周转率	0.40	0.48	0.58	0.63	长期股权投资	1086	1138	1190	1242
固定资产周转率	2.24	2.34	2.39	2.71	固定资产	11785	20033	24018	26118
					在建工程	11669	5268	2707	1683
					无形资产	2903	3910	4918	5926
					非流动资产合计	35141	37503	40058	42264
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	72627	82819	99135	116121
净利润	312	1193	1969	2734	短期借款	10821	10821	10821	10821
少数股东损益	54	207	342	474	应付票据及应付账款	17331	27896	39421	50744
非现金支出	1954	2727	3199	3599	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	216	276	137	22	其它流动负债	6218	7263	8742	10197
营运资金变动	-1735	961	1079	1055	流动负债合计	34369	45979	58985	71761
经营活动现金流	801	5365	6725	7885	长期借款	10689	7689	8689	9689
资产	-13381	-5300	-5162	-5150	其它长期负债	3072	3151	3151	3151
投资	-4193	-52	-52	-52	非流动负债合计	13761	10840	11840	12840
其他	49	1151	497	640	负债总计	48130	56819	70825	84602
投资活动现金流	-17525	-4202	-4717	-4562	实收资本	1779	1779	1779	1779
债权募资	13521	-3238	1000	1000	归属于母公司所有者权益	23512	24807	26776	29510
股权募资	4881	91	0	0	少数股东权益	986	1193	1534	2009
其他	-98	-709	-675	-715	负债和所有者权益合计	72627	82819	99135	116121
融资活动现金流	18304	-3856	325	285					
现金净流量	1803	-2684	2334	3608					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰 公用事业, 电力设备及新能源, 煤炭行业
马天一 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 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, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 中煤能源, 福能股份, 神火股份, 许继电气, 盛剑环境, 桂东电力, 华阳股份, 郑煤机, 云鼎科技, 兖矿能源, 宁德时代, 信捷电气, 电投能源, 隆基绿能, 科华数据, 炬华科技, 天地科技, 阳光电源, 华电国际, 山西焦煤, 汇川技术, 亿纬锂能, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 爱旭股份, 伟创电气, 索通发展, 璞泰来

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。