

研究所

证券分析师:

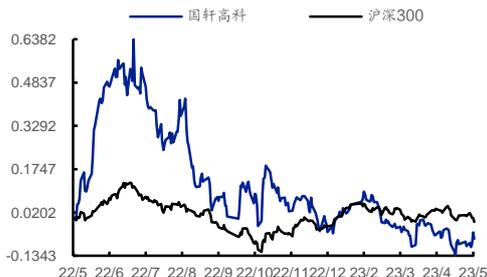
李航 S0350521120006

lih11@ghzq.com.cn

## 获得大众海外标准电芯定点，海外布局领先

### ——国轩高科（002074）点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

2023/05/12

表现	1M	3M	12M
国轩高科	-0.4%	-12.3%	-6.6%
沪深300	-3.9%	-4.1%	-0.5%

#### 市场数据

2023/05/12

当前价格(元)	28.11
52周价格区间(元)	25.88-51.00
总市值(百万)	50,004.17
流通市值(百万)	34,815.12
总股本(万股)	177,887.48
流通股本(万股)	123,853.16
日均成交额(百万)	480.19
近一月换手(%)	1.28

#### 事件:

国轩高科发布公告《关于全资子公司收到大众汽车集团采购定点函》：公司全资子公司合肥国轩近日收到 Volkswagenwerk AG（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。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。

#### 投资要点:

- **继大众国内市场定点的又一重大突破，与大众合作再加深：**这是公司继取得大众汽车中国市场三元和磷酸铁锂电芯的正式量产定点之后取得又一重大市场突破。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。
- **大众集团电动化加速，对电池供应的需求相应提升：**大众汽车规划至2026年，大众汽车将在全球推出10款新电动车型，包括一款售价低于2.5万欧元的纯电动车型；2030年，大众汽车在欧交付的汽车约80%将为纯电动汽车。大众集团电动化加速，对电池供应需求提升，目前公司已获得中国和海外定点，有望为公司的发展持续注入动力。
- **同时公司积极开拓其他海外优质客户，海外版图再扩展：**随着公司技术进步和产品品质提升，吸引了一大批海外优质客户。2022年，公司不断深化与大众汽车集团的合作，取得了大众标准电芯定点，与TATA在印度设立合资公司共同开发印度锂电池市场，并与越南VinFast、泰国Nuovo及美国某知名整车上市公司签订战略合作协议，共同开拓国际市场。在储能领域，公司与Nextera、Moxion等海外企业达成合作，为公司储能业务迅速发展打下良好基础。
- **盈利预测和投资评级：**看好公司动力领域优质客户绑定+储能市场拓展，我们预计2023-2025年公司实现归母净利润13/22/31亿元，当前股价对应PE为37/23/16倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车和储能市场需求不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；产能释放不及预期；产品研发不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23052	38723	57752	77768
增长率 (%)	123	68	49	35
归母净利润 (百万元)	312	1344	2212	3053
增长率 (%)	206	331	65	38
摊薄每股收益 (元)	0.18	0.76	1.24	1.72
ROE (%)	1	5	8	10
P/E	160.17	37.20	22.61	16.38
P/B	2.18	2.01	1.84	1.65
P/S	2.22	1.29	0.87	0.64
EV/EBITDA	39.79	13.61	9.33	7.50

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

注: 股价日期为 2023 年 5 月 12 日

图 1: 公司核心业务拆分及预测

收入 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
电池组	21,989.71	37,382.51	56,073.76	75,699.58
输配电产品	664.06	863.28	1,105.00	1,381.25
其他业务	397.93	477.51	573.02	687.62
合计收入	23,051.70	38,723.30	57,751.78	77,768.45
营业收入-同比	2022A	2023E	2024E	2025E
电池组	125.19%	70.00%	50.00%	35.00%
输配电产品	44.88%	30.00%	28.00%	25.00%
其他业务	200.07%	20.00%	20.00%	20.00%
合计同比	122.59%	67.98%	49.14%	34.66%
毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
电池组	16.72%	18.50%	18.70%	18.80%
输配电产品	18.93%	18.50%	18.60%	18.70%
其他业务	75.17%	75.00%	75.00%	75.00%
合计毛利率	17.79%	19.20%	19.26%	19.30%

资料来源: wind, 国海证券研究所

## 风险提示:

新能源汽车和储能市场需求不及预期: 若下游需求不及预期, 将导致公司出货量下调。

原材料价格大幅上涨: 若原材料价格上涨将导致公司盈利受损。

行业竞争加剧: 若竞争加剧, 将导致公司盈利受损。

产能释放不及预期: 若产能释放不及预期, 将导致公司无法跟上市场需求。

产品研发不及预期: 若产品开发不及预期, 将导致公司竞争力不足。

附表：国轩高科盈利预测表

证券代码:	002074				股价:	28.11		投资评级:	买入		日期:	2023/05/12	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	1%	5%	8%	10%	EPS	0.18	0.76	1.24	1.72				
毛利率	18%	19%	19%	19%	BVPS	13.22	14.00	15.27	17.02				
期间费率	9%	8%	8%	8%	<b>估值</b>								
销售净利率	1%	3%	4%	4%	P/E	160.17	37.20	22.61	16.38				
<b>成长能力</b>					P/B	2.18	2.01	1.84	1.65				
收入增长率	123%	68%	49%	35%	P/S	2.22	1.29	0.87	0.64				
利润增长率	206%	331%	65%	38%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
总资产周转率	0.32	0.45	0.55	0.64	营业收入	23052	38723	57752	77768				
应收账款周转率	2.67	2.46	3.07	3.01	营业成本	18950	31290	46631	62763				
存货周转率	3.04	3.45	3.77	4.13	营业税金及附加	161	290	433	583				
<b>偿债能力</b>					销售费用	471	774	1155	1555				
资产负债率	66%	70%	73%	73%	管理费用	1311	2130	3292	4588				
流动比	1.09	1.12	1.16	1.20	财务费用	323	355	367	379				
速动比	0.80	0.81	0.84	0.88	其他费用/(-收入)	1793	2711	4100	5599				
					<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>1741</b>	<b>2904</b>	<b>4060</b>				
<b>资产负债表 (亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	60	16	19	22				
现金及现金等价物	17636	19016	28184	32330	<b>利润总额</b>	<b>259</b>	<b>1757</b>	<b>2923</b>	<b>4082</b>				
应收款项	8737	16088	19146	26361	所得税费用	-107	176	322	490				
存货净额	7584	11237	15314	18839	<b>净利润</b>	<b>366</b>	<b>1581</b>	<b>2602</b>	<b>3592</b>				
其他流动资产	3530	4709	5805	7162	少数股东损益	54	237	390	539				
<b>流动资产合计</b>	<b>37487</b>	<b>51050</b>	<b>68449</b>	<b>84692</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>312</b>	<b>1344</b>	<b>2212</b>	<b>3053</b>				
固定资产	11785	13569	14958	15998									
在建工程	11669	9919	8431	7166	<b>现金流量表 (亿元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>				
无形资产及其他	10600	11121	11731	12437	经营活动现金流	801	946	8570	3420				
长期股权投资	1086	1119	1164	1254	净利润	312	1344	2212	3053				
<b>资产总计</b>	<b>72627</b>	<b>86779</b>	<b>104733</b>	<b>121547</b>	少数股东权益	54	237	390	539				
短期借款	10821	11921	13221	14721	折旧摊销	1093	1596	1869	2103				
应付款项	17331	26127	36824	45116	公允价值变动	140	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1735	-2809	3517	-2827				
其他流动负债	6218	7441	9196	10907	<b>投资活动现金流</b>	<b>-17525</b>	<b>-2398</b>	<b>-2408</b>	<b>-2642</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>34369</b>	<b>45489</b>	<b>59241</b>	<b>70744</b>	资本支出	-13381	-2080	-2301	-2491				
长期借款及应付债券	11083	12483	14033	15703	长期投资	-4193	-362	-200	-288				
其他长期负债	2677	2677	2677	2677	其他	49	44	94	137				
<b>长期负债合计</b>	<b>13761</b>	<b>15161</b>	<b>16711</b>	<b>18381</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>18304</b>	<b>2500</b>	<b>2850</b>	<b>3170</b>				
<b>负债合计</b>	<b>48130</b>	<b>60649</b>	<b>75951</b>	<b>89124</b>	债务融资	13521	2500	2850	3170				
股本	1779	1779	1779	1779	权益融资	4881	0	0	0				
股东权益	24498	26129	28781	32423	其它	-98	0	0	0				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>72627</b>	<b>86779</b>	<b>104733</b>	<b>121547</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>1803</b>	<b>1048</b>	<b>9012</b>	<b>3948</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

## 【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。