仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

国轩高科（002074）

动储双轮驱动成长，大众赋能与全球化布局推动盈利修复

2026 年 06 月 18 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	35,392	45,070	66,775	95,280	121,360
同比（%）	11.98	27.35	48.16	42.69	27.37
归母净利润（百万元）	1,206.79	2,383.27	968.11	1,586.63	2,288.16
同比（%）	28.56	97.49	(59.38)	63.89	44.22
EPS-最新摊薄（元/股）	0.67	1.31	0.53	0.87	1.26
P/E（现价&最新摊薄）	45.28	22.93	56.44	34.44	23.88

证券分析师 曾朵红
执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证书：S0600517120002
ruanqy@dwzq.com.cn
证券分析师 朱家佟
执业证书：S0600524080002
zhujt@dwzq.com.cn

投资要点

- **“动力+储能”双轮驱动，大众赋能下主业进入改善阶段。**公司深耕 LFP 技术路线二十余年，已形成从矿产资源、电池材料、电芯制造到系统集成及回收利用的产业链布局，动力电池和储能电池构成核心主业。2025 年公司实现营收 450.70 亿元，同比+27.35%；实现归母净利润 23.83 亿元，同比+97.49%，其中非经常性损益贡献较多；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比实现较快增长，主业经营延续改善。2026Q1 公司实现营收 117.08 亿元，同比+29.30%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比+179.51%，表观归母受金融资产公允价值波动扰动。大众为公司第一大股东，参与公司治理、制造和全球客户拓展，UC 标准电芯进入量产阶段，海外收入占比提升，全球化布局逐步兑现。

- **动力电池：大众标准电芯量产推进，商用车与海外市场贡献增量。**公司动力电池以 LFP 为核心路线，2025 年出货 72GWh，国内装机份额 5.3%，排名第四。乘用车领域，公司已切入大众、奇瑞、零跑等主流车企供应链，UC 标准电芯配套大众全球电动化平台，有望成为 2026-2027 年重要增量；商用车领域，公司与三一重工、一汽解放等客户合作深化；海外方面，越南、印尼、摩洛哥等基地推进，海外业务占比提升。我们预计 2026-2028 年公司动力电池出货 105/130/160GWh，收入 499/715/886 亿元。考虑动力电池价格竞争、产能爬坡和顺价节奏影响，预计动力业务短期仍处低位修复阶段，亏损逐步收窄。

- **储能电池：需求高增叠加高毛利属性，成为公司利润弹性来源。**公司储能业务已构建电芯-PACK-系统-解决方案能力，覆盖大储、工商业、户储及移动储能等多场景。全球储能需求持续高增，海外大储项目放量带动认证、系统安全和交付能力重要性提升；公司 588Ah 绿曜系列大电芯预计 2026 年量产，海外客户和系统方案占比提升有望支撑盈利水平。我们预计 2026-2028 年公司储能电池出货 45/60/80GWh，收入 149/216/304 亿元，毛利率维持 20.0%/20.5%/20.5%，利润 7.7/12.0/17.8 亿元，储能业务为预测期主要利润弹性来源。

- **盈利预测与投资评级：**扣非主业低位修复，储能放量与动力亏损收窄驱动利润改善。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 9.7/15.9/22.9 亿元，同比-59.4%/+63.9%/+44.2%，对应 EPS 分别为 0.53/0.87/1.26 元/股，PE 为 56/34/24 倍。2026 年表观归母同比下降，主要因 2025 年非经常性损益基数较高；扣非主业口径下，公司受益于储能出货增长、动力业务亏损收窄及费用摊薄，盈利能力有望逐步修复。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.12
一年最低/最高价	25.59/49.83
市净率(倍)	1.89
流通 A 股市值(百万元)	52,295.34
总市值(百万元)	54,644.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.95
资产负债率(%,LF)	71.97
总股本(百万股)	1,814.22
流通 A 股(百万股)	1,736.23

相关研究

《国轩高科(002074)：产能初步放量+订单起步，业绩符合预期》

2019-09-02

《国轩高科(002074)：降价趋势下经营性利润承压，符合预期》

2018-09-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 国轩高科：LFP 积累深厚，大众赋能下动储业务进入改善期 5
1.1. 发展历程：磷酸铁锂起家，大众赋能全球化布局 5
1.2. 公司治理：大众成为第一大股东，治理、制造与全球采购体系持续强化 6
1.3. 财务情况：动储收入持续增长，储能高毛利与费用摊薄带动盈利改善 7
2. 动力需求延续增长，盈利分化下优质厂商突围 11
2.1. 动力电池：需求延续增长，LFP 占比提升，盈利进入成本与结构竞争阶段 11
2.1.1. 需求：新能源车渗透率提升，动力电池装机需求持续增长 11
2.1.2. 需求结构：降本诉求强化，LFP 对三元形成持续替代 12
2.1.3. 格局：头部集中、二线分化，客户结构和细分场景成为突围关键 14
2.1.4. 盈利：价格底部回升、原材料顺价和规模化制造推动单 Wh 盈利修复 16
2.2. 公司动力电池：大众标准电芯量产推进，商用车与海外市场贡献增量 18
2.2.1. 技术与产品持续迭代，支撑标准电芯和中高端车型拓展 18
2.2.2. 客户结构优质多元，深度绑定下游头部厂商 21
2.2.3. 全产业链与海外布局支撑成本控制，单 Wh 盈利有望修复 23
3. 储能电池需求高增，大电芯与海外认证打开盈利空间 25
3.1. 储能电池：全球需求高增，大电芯与海外认证成为竞争重点 25
3.1.1. 需求：新能源并网、电力市场化和海外大储推动储能增长 25
3.1.2. 格局：中国企业主导全球供给，大储电芯竞争进入二线分化阶段 26
3.1.3. 趋势：大电芯迭代、系统安全和海外认证成为竞争重点 27
3.2. 公司储能电池：产品矩阵逐步完善，海外客户与系统方案贡献盈利弹性 30
3.2.1. 储能产品覆盖多场景，电芯-PACK-系统能力完善 30
3.2.2. 海外认证和客户资源逐步完善，全球大储需求增长带动出货提升 31
3.2.3. 储能业务毛利率高于动力，成为公司利润弹性来源 32
4. 盈利预测与投资评级 33
4.1. 盈利预测 33
4.2. 投资评级 34
5. 风险提示 35

图表目录

图 1: 国轩高科发展历程.....5
图 2: 国轩高科股权结构（截至 2026 年一季报）.....6
图 3: 2021-2026Q1 国轩高科营收及增速.....8
图 4: 2021-2026Q1 国轩高科归母及扣非归母净利润.....8
图 5: 2021-2026 年 Q1 国轩高科毛利率与净利率.....8
图 6: 2021-2026 年 Q1 国轩高科期间费用率.....8
图 7: 2022-2025 年国轩高科收入按产品拆分.....9
图 8: 2022-2025 年国轩高科各业务毛利率.....9
图 9: 2021-2026 年 Q1 国轩高科现金流情况.....10
图 10: 全球新能源汽车销量及渗透率.....11
图 11: 中国新能源汽车季度销量及出口占比.....11
图 12: 全球动力电池需求测算（Gwh）.....12
图 13: 国内动力电池月度装机结构 (GWh).....13
图 14: 国内动力电池月度乘用车装机结构 (GWh).....14
图 15: 国内新能源客车装机量及平均带电量.....14
图 16: 国内新能源专用车装机量及平均带电量.....14
图 17: 2025 年累计国内各企业装机量占比.....15
图 18: 2026 年 Q1 累计国内各企业装机量占比.....15
图 19: 动力电池厂商全球市占率 (SNE 口径).....15
图 20: 方形动力电芯磷酸铁锂价格走势（元/Wh）.....16
图 21: 碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算.....17
图 22: 全球电池供需及产能利用率测算（Gwh）.....17
图 23: 国轩高科全球八大研发中心.....18
图 24: 2021-2026 年 Q1 国轩高科研发支出及同比增速.....18
图 25: 国轩高科材料研发最新状况.....19
图 26: 国轩高科单条生产线产能.....19
图 27: 国轩高科国内乘用车装机量及其占比.....21
图 28: 大众标准电芯量产交付仪式.....21
图 29: 大众集团新能源汽车销量及市占率（辆）.....22
图 30: 大众品牌新能源汽车销量及市占率（辆）.....22
图 31: 国轩高科国内商用车装机量及其占比.....22
图 32: 国轩高科电池业务的单瓦成本.....23
图 33: 国轩高科营业收入地区占比.....24
图 34: 国轩高科分地区毛利率水平.....24
图 35: 主要电池企业单位盈利对比.....24
图 36: 全球储能电池出货量及预测.....25
图 37: 全球储能电池出货量及分区域预测.....26
图 38: 2025 年全球储能电池各厂商出货量市占率.....27
图 39: 2026 年 Q1 全球储能电池各厂商出货量市占率.....27
图 40: 2023-2026 年大储电芯类型出货量占比及预测.....28
图 41: 587、588Ah 电芯企业产品下线情况.....28
图 42: 2021-2025 国内新型储能装机规模及配储时长.....29

图 43： 国轩高科储能电池出货量及市占率.....32
图 44： 2022-2025 年国轩高科储能业务营收及同比增速.....32
图 45： 2022-2025 年国轩高科储能业务毛利率.....32
图 46： 国轩高科主营产品.....33

表 1： 国轩高科管理层简介.....7
表 2： 磷酸铁锂与三元电池性能对比.....13
表 3： 国轩高科电池材料研发动态.....19
表 4： 国轩高科前沿产品产业化发展状况.....20
表 5： 国轩高科储能解决方案.....30
表 6： 国轩高科可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 17 日）.....34

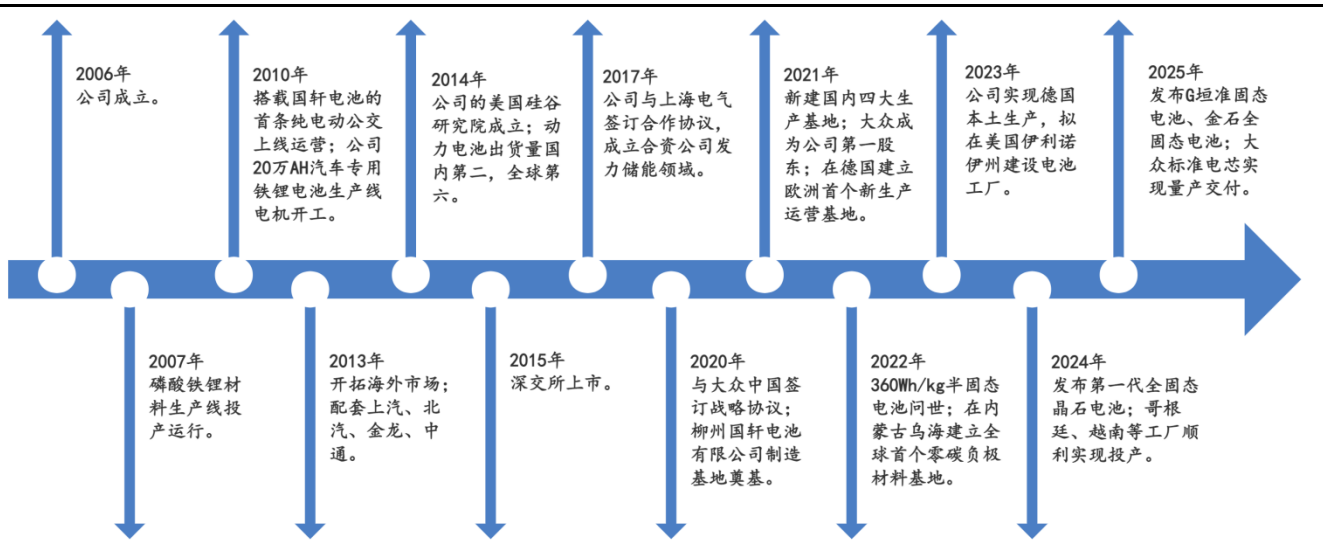
1. 国轩高科：LFP 积累深厚，大众赋能下动储业务进入改善期

国轩高科是国内较早从事新能源汽车动力锂离子电池自主研发、生产和销售的企业之一。公司聚焦动力电池和储能电池两大核心业务，同步布局输配电业务，形成了从电池材料、电芯制造到系统集成及回收利用的产业链布局，产品应用于乘用车、商用车、工程机械、电动船舶、便携式储能等新能源场景。公司以 LFP 技术路线为核心基础，2025 年动力电池国内装机位居前列，储能业务实现较快增长。整体看，公司具备一定技术和客户积累，但动力业务盈利能力仍处修复阶段，后续改善主要取决于大众标准电芯放量、储能业务增长、海外客户拓展及产能爬坡、顺价机制兑现。

1.1. 发展历程：磷酸铁锂起家，大众赋能全球化布局

国轩高科深耕锂电行业，大众入股后全球化布局加快。公司是国内较早布局动力电池的企业之一，发展历程可以划分为三大阶段：2006-2019 年为 LFP 起步与产业化上市期，2006 年公司于安徽合肥成立，以磷酸铁锂（LFP）技术为核心起点，率先实现动力电池产业化应用，2015 年登陆 A 股，上市后持续深耕 LFP 路线，绑定国内主流自主车企，同时于 2017 年与上海电气建立合资公司，初步布局储能业务；2020-2022 年为大众入股与全球化升级期，公司迎来战略拐点，2021 年大众汽车战略入股成为第一大股东，双方在技术研发、制造体系、客户资源等方面持续协同，公司全球化布局进入推进阶段；2023 年至今为动力与储能业务协同发展阶段，公司在动力电池领域推进大众标准电芯量产交付，并拓展商用车及海外客户，储能业务覆盖大储、工商业、户储等多场景，越南、印尼、摩洛哥等海外基地加速建设，同时磷酸锰铁锂、半固态及全固态电池等前沿技术持续推进，为后续产品结构升级储备技术基础。

图1：国轩高科发展历程



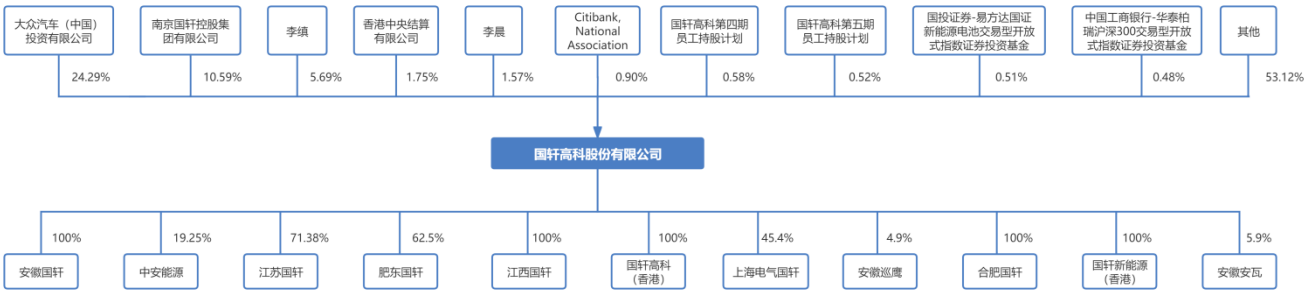
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

1.2. 公司治理：大众成为第一大股东，治理、制造与全球采购体系持续强化

公司股权结构稳定，李缜为实际控制人，大众汽车（中国）投资有限公司为第一大股东。截至 2026 年一季报，李缜直接持有公司股份 5.69%，通过南京国轩控股集团有限公司间接持有公司股份 8.55%，合计共持有公司股份 14.24%；其子李晨为一致行动人，直接持有公司股份 1.57%。大众汽车（中国）投资有限公司持有公司股份 24.29%，是公司第一大股东，深度参与公司治理与经营管理。

图2：国轩高科股权结构（截至 2026 年一季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司核心管理层兼具深厚的锂电行业技术背景与丰富的全球化管理经验。公司董事长李缜先生现任国轩高科股份有限公司董事长、总经理，南京国轩控股集团有限公司执行董事，国轩控股集团有限公司执行董事。此外，大众派驻多名高管进入董事会，为公司带来先进的制造与管理经验。公司的核心管理团队既有深耕锂电技术研发多年的专家，也有来自大众汽车集团的资深管理人士，形成了产业背景和全球化管理经验兼具的治理团队，有助于公司提升制造管理能力、全球客户认证能力和海外业务拓展效率。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

表1：国轩高科管理层简介

姓名	职位	背景
李缜	董事长 总经理	中国国籍，新加坡国立大学工商管理博士。历任合肥市政府经济研究中心研究员、合肥市经济技术发展公司总经理，国轩控股集团有限公司董事长，现任国轩高科股份有限公司董事长、总经理，南京国轩控股集团有限公司执行董事，国轩控股集团有限公司执行董事。
Olaf Korzinovski	董事	德国国籍，德国 Wolfenbenb ü ttel 专业技术大学机械工程专业硕士。曾先后担任大众汽车股份公司波兰波尔科维采工厂规划负责人，德国萨尔茨吉特工厂发动机项目负责人，德国沃尔夫斯堡总部燃油车项目规划负责人，大众自动变速器（天津）有限公司技术总经理，德国卡塞尔工厂总经理，大众汽车股份公司零部件业务首席运营官。现任国轩高科股份有限公司董事，大众汽车（中国）投资有限公司执行副总裁，负责生产与零部件业务。
Rainer Ernst Seidl	董事	德国国籍，德国慕尼黑应用科技大学工业工程专业学士。自 1997 年 10 月加入大众汽车股份公司后，曾先后任职于奥迪汽车股份公司（英戈尔斯塔特工厂）工程物流规划部和财务控制部，兰博基尼汽车公司财务负责人，一汽大众汽车有限公司第一（财务）副总裁，大众汽车（中国）投资有限公司财务执行副总裁，大众汽车股份公司集团财务控制负责人。现任国轩高科股份有限公司董事、埃维能欧洲股份公司财务负责人。
Steven Cai	董事	美国国籍，美国韦恩州立大学硕士。历任美国汽车工程师协会特邀项目评审员，美国通用汽车公司全球专利审核委员会委员及电动车安全战略审核委员会委员，中国工信部电动车技术研讨会特邀专家，中国国家电动车充电标准咨询顾问，宁德时代新能源科技有限公司工程技术总监，中国智能电动车安全防护专家委员会委员，国轩高科股份有限公司工程研究总院院长。现任国轩高科股份有限公司董事、副总经理、欧非业务板块总裁。
张宏立	董事	中国国籍，中国科学院金属所材料专业博士、美国加州大学圣巴巴拉分校博士后，入选合肥市“百人计划”、安徽省“战略性新兴产业技术领军人才”，曾荣获安徽省科学技术进步奖。历任美国加州大学圣巴巴拉分校项目科学家（Project Scientist）、国轩高科股份有限公司材料研究院院长、电池研究院院长、工程研究总院常务副院长。现任国轩高科股份有限公司董事、中国业务板块常务副总裁，合肥基地董事长。
王启岁	董事 副总经理	中国国籍，武汉理工大学博士，中国科学技术大学材料化学博士后，正高级工程师。历任国轩高科股份有限公司工研总院材料分院高级工程师、高级主管，合肥国轩高科动力能源有限公司直属三厂总经理、总裁助理、副总裁、中国业务板块总裁，国轩高科股份有限公司监事会主席。现任国轩高科股份有限公司董事、副总经理、执行总裁。
汪泉	董事会秘书	中国国籍，伊利诺伊理工大学金融科学专业硕士。曾先后在中汇人寿保险股份有限公司资产管理中心、国元证券股份有限公司资产管理部及机构业务部、安徽国元资本有限责任公司战略发展部、国轩高科股份有限公司董事长办公室任职。现任国轩高科股份有限公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务情况：动储收入持续增长，储能高毛利与费用摊薄带动盈利改善

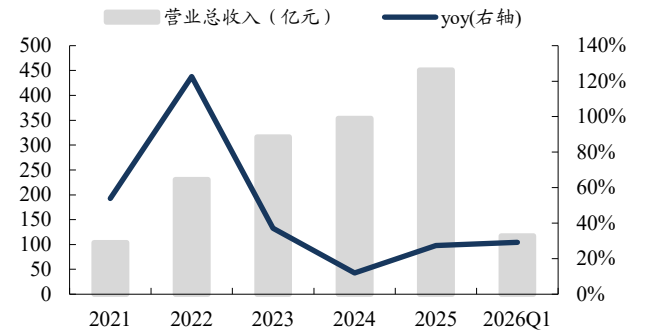
公司收入随动储出货增长持续扩张，充分受益于全球能源转型与新能源汽车产业的快速发展，2026Q1 表观利润受非经扰动，主业经营韧性仍在。2021-2025 年，公司营业收入 CAGR 达 44.5%，主要受益于动力电池和储能电池出货增长。2025 年公司实现营收 450.70 亿元，同比增长 27.35%；实现归母净利润 23.83 亿元，同比增长 97.49%，其中公允价值变动等非经常性损益贡献较多；扣非归母净利润 4.32 亿元，同比实现较快增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

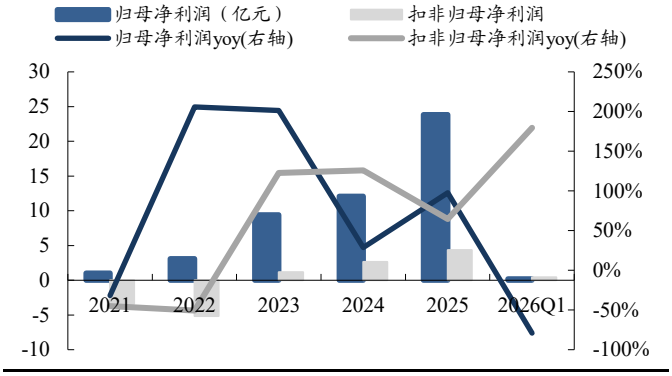
长，反映主业经营延续改善。2026Q1 公司实现营收 117.08 亿元，同比增长 29.30%，在高基数下仍保持较快增长；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 79.04%，扣非归母净利润 0.41 亿元，同比增长 179.51%。归母净利润阶段性承压主要受参股公司股价波动带来的金融资产公允价值损失影响，该因素属于非经常性扰动，扣非利润改善更能反映公司主业经营修复。剔除非经常性损益扰动后，公司扣非归母净利润同比增长 179.51%，电池业务盈利修复趋势明确。

图3：2021-2026Q1 国轩高科营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

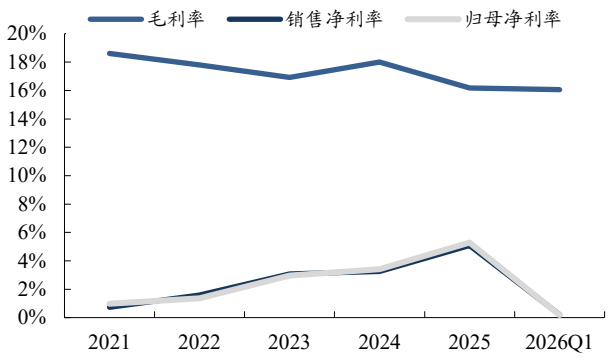
图4：2021-2026Q1 国轩高科归母及扣非归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

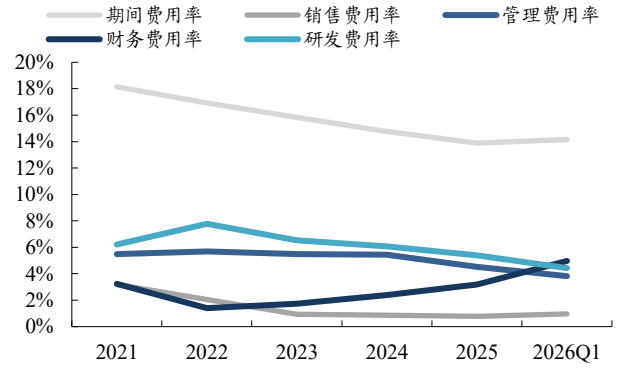
毛利率整体保持稳定，期间费用率持续下行，规模化效应逐步释放。2021-2025 年，公司毛利率分别为 18.61%、17.79%、16.92%、18.00%、16.17%，整体维持在 16%-19%区间。2025 年公司销售净利率达 5.08%，归母净利率达 5.29%，较 2024 年分别提升 1.82pct/1.88pct，但受非经常性损益贡献影响，扣非利润更能反映主业盈利变化。费用端，公司期间费用率由 2021 年的 18.14%下降至 2025 年的 13.88%，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率整体下行，规模化制造和管理效率提升带来费用摊薄。2026Q1 期间费用率为 14.17%，其中财务费用率提升至 4.97%，主要受汇率及融资成本影响，后续仍需关注海外产能建设阶段的财务费用压力。

图5：2021-2026 年 Q1 国轩高科毛利率与净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021-2026 年 Q1 国轩高科期间费用率

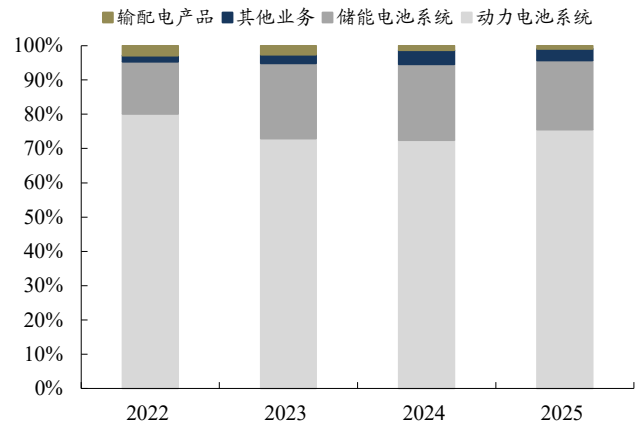


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

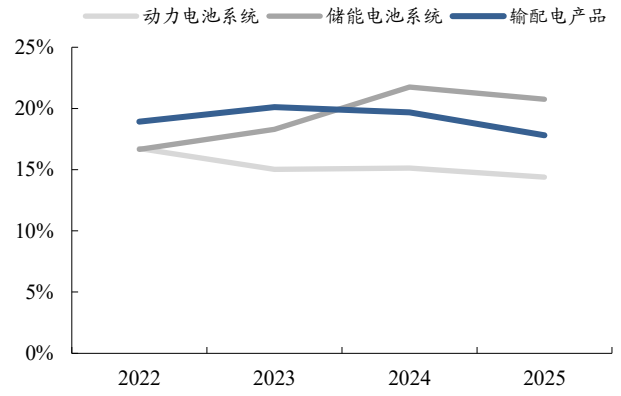
动力电池系统贡献主要收入，储能电池系统贡献更高盈利弹性。分业务看，动力电池系统仍为公司第一大收入来源，2022-2025 年收入分别为 184.82/230.51/256.48/340.74 亿元，2025 年同比增长 32.85%，占总营收比重达 75.60%；储能电池系统为公司增长最快的业务板块之一，2022-2025 年收入分别为 35.08/69.32/78.32/90.66 亿元，2025 年同比增长 15.76%，占总营收比重达 20.12%。从盈利能力看，动力电池系统毛利率维持在 14%-16%区间，受原材料价格波动、价格竞争和产品结构调整影响较大；储能电池系统毛利率自 2023 年以来维持在 20%以上，显著高于动力电池业务，主要受益于海外订单、系统方案占比提升和产品结构优化。后续随着大众标准电芯量产推进、商用车和海外客户拓展，以及储能出货规模提升，公司收入结构有望继续优化，盈利能力仍取决于动力顺价、储能毛利率维持及海外产能爬坡进度。

图7：2022-2025 年国轩高科收入按产品拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

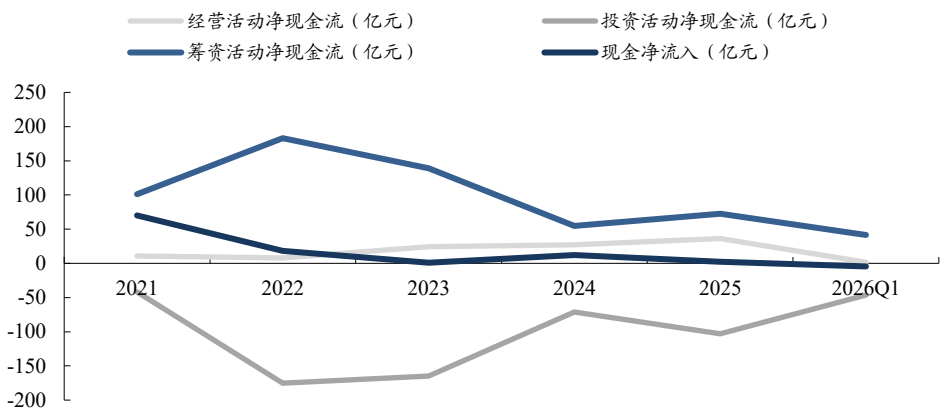
图8：2022-2025 年国轩高科各业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

经营性现金流持续改善，资本开支维持高位，全球化扩张阶段仍需关注现金流压力。2021-2025 年，公司经营活动净现金流分别为 10.58/8.01/24.19/27.06/36.24 亿元，经营现金流随收入规模扩大和经营效率提升持续改善。与此同时，公司仍处于动力、储能及海外产能扩张阶段，投资活动现金流持续流出，2025 年投资活动净现金流为-102.96 亿元，2026Q1 为-46.57 亿元。整体看，公司经营端造血能力改善，但全球化产能建设和材料端布局仍对资金形成一定占用，后续需持续关注产能爬坡、资本开支节奏及资产负债率变化。

图9：2021-2026 年 Q1 国轩高科现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2. 动力需求延续增长，盈利分化下优质厂商突围

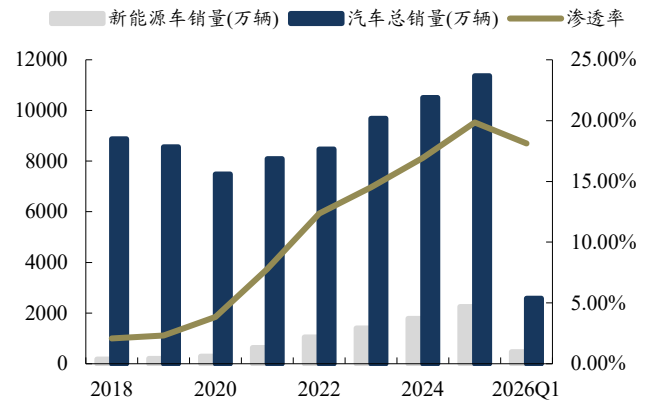
2.1. 动力电池：需求延续增长，LFP 占比提升，盈利进入成本与结构竞争阶段

2.1.1. 需求：新能源车渗透率提升，动力电池装机需求持续增长

全球新能源汽车销量持续增长，渗透率稳步提升，动力电池需求具备长期增长基础。2017-2025 年，全球新能源汽车销量由 110.8 万辆提升至 2256.0 万辆，渗透率由 1.27%提升至 24.76%。同期全球汽车销量整体保持在 7000-9000 万辆区间，新能源汽车销量增长主要来自燃油车替代和电动化率提升。2021 年以来，全球新能源汽车渗透率由 8.45%提升至 2025 年的 24.76%，电动化趋势持续强化，带动动力电池需求中枢上行。

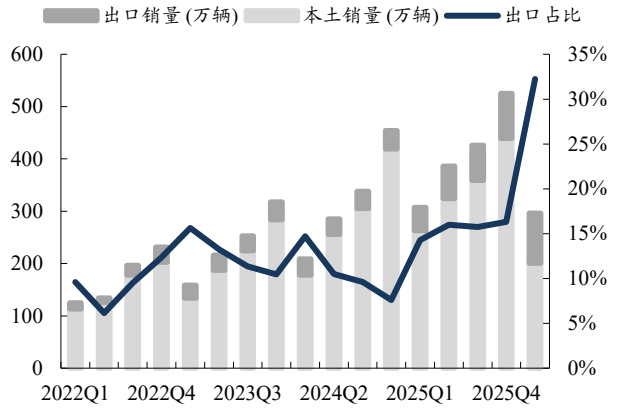
中国新能源汽车销量延续增长，出口占比提升贡献增量。2022Q1-2025Q4，中国新能源汽车季度销量由 124.9 万辆提升至 524.8 万辆，其中本土销量由 112.9 万辆提升至 439.2 万辆，出口销量由 12.0 万辆提升至 85.6 万辆；出口占比由 9.6%提升至 16.3%。2026Q1，中国新能源汽车销量为 296.2 万辆，其中出口销量为 95.5 万辆，出口占比提升至 32.2%。短期季度销量受季节性因素影响有所波动，但出口占比提升显示中国新能源车供给加速进入海外市场，有望进一步打开国内动力电池产业链需求空间。

图10：全球新能源汽车销量及渗透率



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图11：中国新能源汽车季度销量及出口占比



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

动力电池装机需求随新能源汽车销量增长和单车带电量提升持续扩张。全球范围看，新能源汽车渗透率仍处于提升阶段，海外市场电动化率仍有较大空间；国内市场虽然渗透率已处较高水平，但插混、增程、商用车及出口车型仍贡献增量。随着整车电动化从乘用车向商用车、工程机械、船舶等场景延伸，动力电池需求有望维持增长。我们测算，全球动力电池装机需求有望由 2025 年的 1426GWh 提升至 2030 年的 3171GWh；国内动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

力电池装机需求有望由 2025 年的 736GWh 提升至 2030 年的 1189GWh。

图12：全球动力电池需求测算（Gwh）

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	**711**	**934**	**1,171**	**1,432**	**1,751**	**2,141**
YoY	**27%**	**31%**	**25%**	**22%**	**22%**	**22%**
-海外电动化率	**12.6%**	**16.3%**	**20.1%**	**24.2%**	**29.1%**	**35.1%**
-欧洲新能源车销量（万辆）	***387***	***522***	***627***	***752***	***903***	***1,083***
-YoY	*31%*	*35%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
-欧洲电动化率	*25%*	*33%*	*40%*	*47%*	*56%*	*66%*
-美国	***163***	***121***	***133***	***153***	***184***	***220***
-YoY	*1%*	*-26%*	*10%*	*15%*	*20%*	*20%*
-美国电动化率	*10%*	*8%*	*8%*	*10%*	*11%*	*14%*
-其他国家	***161***	***291***	***411***	***527***	***664***	***837***
-YoY	*57%*	*80.2%*	*41.4%*	*28.0%*	*26.1%*	*26.0%*
-其他国家电动化率	*6.5%*	*11.4%*	*15.6%*	*19.4%*	*23.8%*	*29.1%*
国内新能源车销量合计（含出口，万辆）	**1,649**	**1,868**	**2,075**	**2,279**	**2,510**	**2,775**
YoY	28%	13%	11%	10%	10%	11%
-国内电动化率	47.9%	53.8%	59.1%	64.3%	70.1%	76.8%
国内：动力电池装机需求（Gwh）	**736**	**842**	**945**	**1,022**	**1,102**	**1,189**
-国内平均单车带电量（kwh）	***53.1***	***62.6***	***65.3***	***67.0***	***68.6***	***70.3***
全球新能源车销量（万辆）	**2,110**	**2,292**	**2,633**	**2,975**	**3,378**	**3,856**
YoY	**22%**	**9%**	**15%**	**13%**	**14%**	**14%**
-全球电动化率	**25.2%**	**26.9%**	**30.2%**	**33.5%**	**37.2%**	**41.6%**
全球动力电池装机需求（gwh）	**1,169**	**1,416**	**1,672**	**1,929**	**2,233**	**2,599**
YoY	**34%**	**21%**	**18%**	**15%**	**16%**	**16%**
-全球平均单车带电量（kwh）	***55.4***	***61.8***	***63.5***	***64.8***	***66.1***	***67.4***
全球动力电池实际需求（gwh）	**1,426**	**1,728**	**2,040**	**2,353**	**2,724**	**3,171**

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2.1.2. 需求结构：降本诉求强化，LFP 对三元形成持续替代

补贴退坡和整车价格竞争加剧后，车企对动力电池的诉求从单一追求能量密度，逐步转向成本、安全性、循环寿命和补能效率的综合平衡。相较三元电池，磷酸铁锂电池在原材料成本、安全性和循环寿命方面具备优势，更适配中低价位乘用车、商用车、专用车及储能等对全生命周期成本敏感的应用场景。三元电池在能量密度和低温性能方面仍具优势，主要适配高端长续航车型；但随着电池包结构优化、快充技术迭代和整车能耗改善，LFP 在主流车型中的应用边界持续扩大。

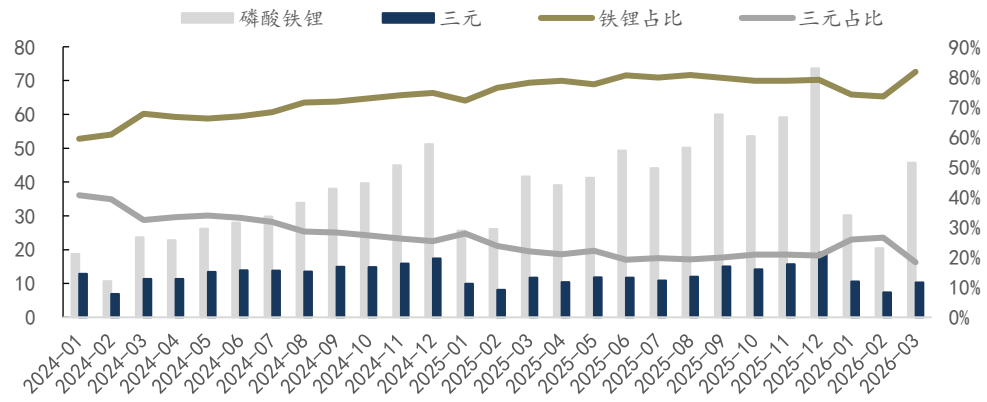
表2：磷酸铁锂与三元电池性能对比

指标	磷酸铁锂	三元电池
成本	较低	较高
安全性	较高	相对较弱
循环寿命	较长	相对较短
能量密度	相对较低	较高
资源约束	铁、磷资源丰富	镍、钴价格波动较大
主要应用	中低端乘用车、商用车、储能	中高端长续航车型

数据来源：东吴证券研究所

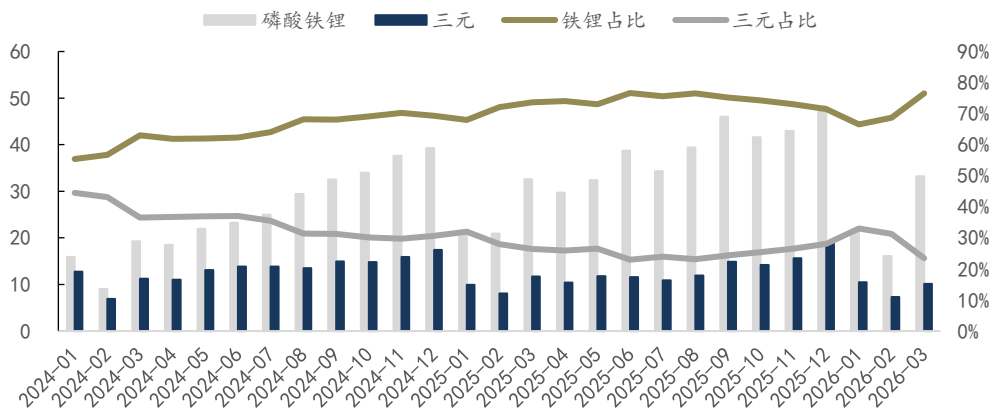
国内动力电池装机结构中，LFP 占比持续提升。受整车降本、车型价格带下探以及安全性要求提升影响，磷酸铁锂装机量在国内动力电池中的占比持续抬升，三元电池占比相应回落。乘用车领域，LFP 已从低端车型向主流价格带扩散；商用车和专用车领域，LFP 凭借高安全、长循环和成本优势保持较高适配度。整体看，LFP 路线已成为国内动力电池装机主流，并在海外市场逐步获得更多车企认可。

图13：国内动力电池月度装机结构（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

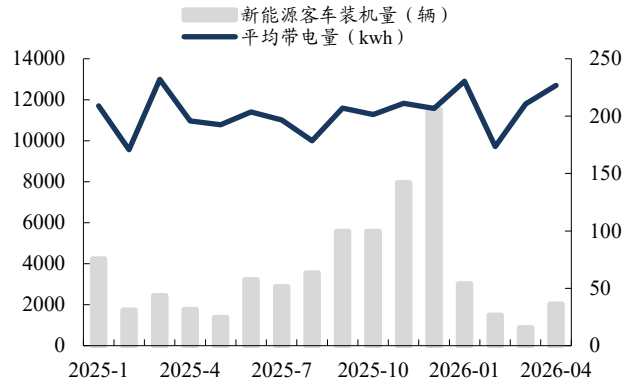
图14：国内动力电池月度乘用车装机结构（GWh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

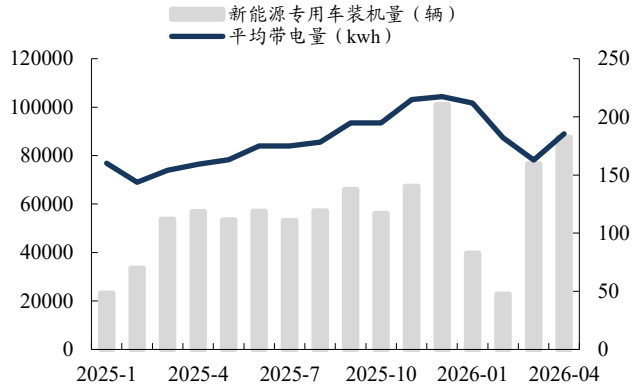
多元应用场景扩展进一步强化 LFP 需求韧性。除乘用车外，新能源客车、专用车、重卡、工程机械等场景对电池安全性、循环寿命和使用成本要求更高，与 LFP 技术特征匹配度较高。随着商用车电动化率提升及单车带电量增长，LFP 需求有望从乘用车主流价格带延伸至更多高强度应用场景。对长期深耕 LFP 路线的电池企业而言，行业需求结构变化有助于提升产品适配空间和客户拓展机会。

图15：国内新能源客车装机量及平均带电量



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图16：国内新能源专用车装机量及平均带电量



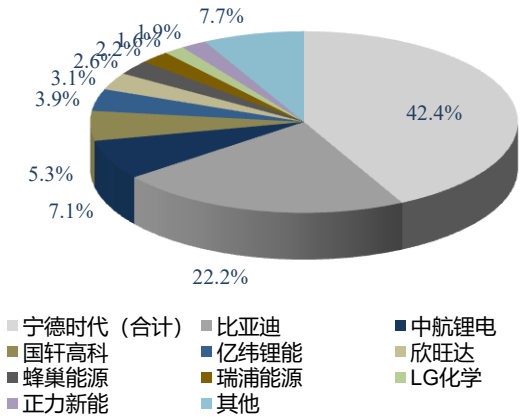
数据来源：GGII，东吴证券研究所

2.1.3. 格局：头部集中、二线分化，客户结构和细分场景成为突围关键

国内动力电池行业头部集中，二线企业分化加剧。宁德时代和比亚迪凭借客户资源、制造规模、供应链控制和成本优势持续维持领先，行业 CR2 保持高位。随着动力电池价格竞争加剧，电池企业竞争重点已从单纯扩产转向客户结构、产品路线、产能利用率和

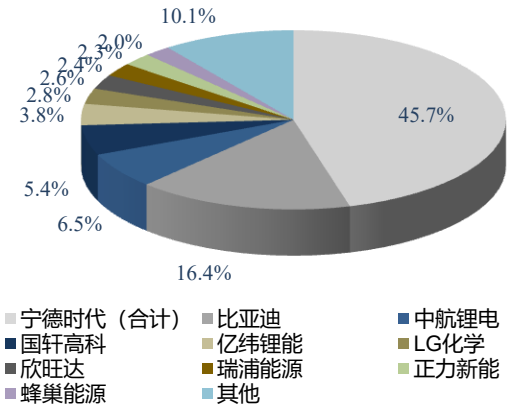
单位盈利能力。二线企业若缺乏稳定客户和差异化场景，容易在价格竞争中承压；具备 LFP 产品积累、商用车场景、海外客户认证和储能协同能力的企业，则有望在细分市场实现份额提升。

图17：2025 年累计国内各企业装机量占比



数据来源：GGII，东吴证券研究所

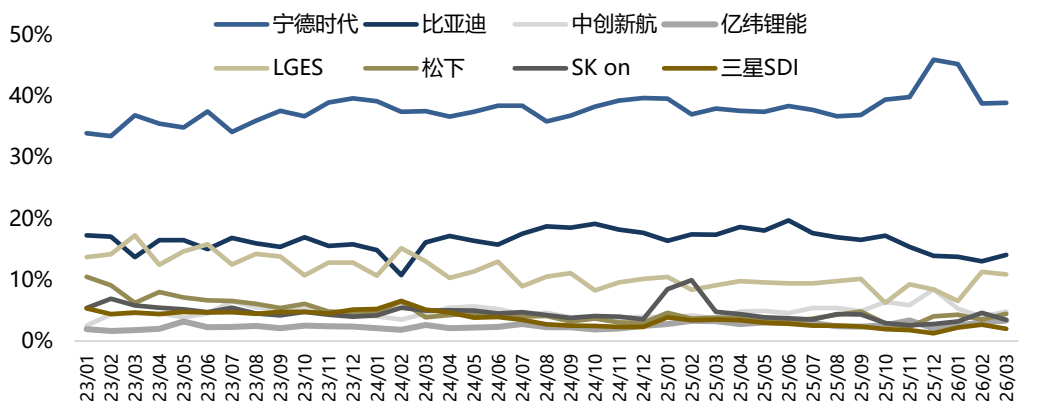
图18：2026 年 Q1 累计国内各企业装机量占比



数据来源：GGII，东吴证券研究所

全球动力电池竞争中，中国企业份额持续提升，海外认证和本地化供给能力重要性提高。宁德时代、比亚迪等中国龙头在全球市场份额领先，中创新航、国轩高科、亿纬锂能等二线企业亦逐步进入全球主要车企供应体系。随着欧美及东南亚新能源车渗透率提升，电池企业全球竞争不再仅取决于国内装机份额，海外客户认证、标准化产品、本地化产能和交付能力将成为重要变量。国轩高科位居第二梯队，后续份额提升仍需依赖大众标准电芯、商用车、海外客户和储能协同逐步兑现。

图19：动力电池厂商全球市占率（SNE 口径）



数据来源：SNE，东吴证券研究所

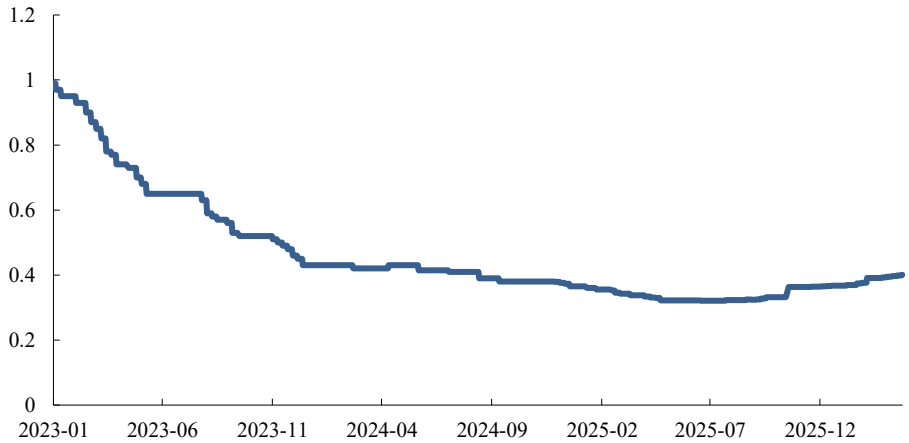
整体看，动力电池行业呈现“头部集中、二线分化”的竞争特征。头部企业凭借规模和客户优势强化份额，二线厂商面临价格竞争、产能利用率和客户拓展压力。国轩高科位居第二梯队前列，后续份额提升取决于大众标准电芯量产、商用车及海外客户放量，以及 LFP 和储能业务协同带来的规模效应。

2.1.4. 盈利：价格底部回升、原材料顺价和规模化制造推动单 Wh 盈利修复

动力电池行业经历快速扩产和价格竞争后，盈利能力的重要性提升。电池企业盈利能力取决于单 Wh 售价和单 Wh 成本，出货量增长决定收入规模，单 Wh 盈利决定利润弹性。单 Wh 售价主要受电芯价格、客户结构和产品结构影响，单 Wh 成本主要受碳酸锂等原材料价格、制造效率、产能利用率、良率和折旧摊销影响。随着行业从高速扩张进入竞争分化阶段，电池企业盈利能力的核心在于价格企稳、材料顺价和规模化降本。

价格端看，LFP 动力电芯价格经历前期快速下行后，已出现底部回升迹象。过去电芯价格受行业扩产、车企价格竞争和原材料价格回落影响持续下行，电池企业售价端承压明显。2025 年下半年以来，随着碳酸锂价格从底部回升、产业链库存处于相对低位、下游客户价格联动逐步推进，方形动力电芯磷酸铁锂价格企稳并有所回升。价格底部回升意味着电池企业单 Wh 售价压力边际缓解，若后续材料顺价机制执行顺畅，电芯售价有望随主要材料成本变化进行调整，从而改善电池企业盈利预期。

图20：方形动力电芯磷酸铁锂价格走势（元/Wh）



数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

成本端看，碳酸锂价格波动是影响 LFP 电芯成本的重要变量。碳酸锂涨价会推高正极材料成本，短期压制电池企业毛利率；但若下游合同具备价格联动机制，电芯售价可随材料成本上行逐步调整，成本压力有望向下游传导。我们测算，碳酸锂价格每上涨 1 万元/吨，对应铁锂电芯成本增加约 0.6 分/Wh；碳酸锂由 6 万元/吨上涨至 15 万元/吨附近时，叠加其他材料小幅上涨，电芯成本提升约 7 分/Wh。若按 12%电芯毛利率测算，

对应铁锂电芯售价约 0.38 元/Wh，较低位上涨近 0.1 元/Wh。价格联动完成后，原材料涨价对电池厂盈利的压力有望边际缓解。

图21：碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算

碳酸锂价格（万元/吨）	电芯企业毛利率 8%	10%	12%	15%
6	0.32	0.32	0.33	0.34
7	0.32	0.33	0.34	0.34
8	0.33	0.34	0.34	0.35
9	0.34	0.34	0.35	0.36
10	0.34	0.35	0.35	0.36
11	0.35	0.35	0.36	0.37
12	0.35	0.36	0.37	0.38
13	0.36	0.37	0.37	0.38
14	0.36	0.37	0.38	0.39
15	0.37	0.38	0.38	0.39
16	0.38	0.38	0.39	0.40
17	0.38	0.39	0.40	0.41
18	0.39	0.39	0.40	0.41
19	0.39	0.40	0.41	0.42
20	0.40	0.41	0.41	0.42
21	0.40	0.41	0.42	0.43
22	0.41	0.42	0.43	0.44
23	0.42	0.42	0.43	0.44

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

制造端看，规模化有助于推动单 Wh 成本下降。动力电池产线前期投入较高，折旧、人工、能耗等固定成本需要依靠更高出货量摊薄。我们测算，全球电池行业产能利用率由 2024 年的 66%回升至 2025 年的 76%，2026-2027 年预计维持在 74%、73%。产能利用率提升有助于摊薄单位固定成本，推动单 Wh 制造成本下降。但行业过剩产能仍处较高水平，价格竞争压力仍将延续，盈利修复预计更多体现在具备规模、客户和成本优势的企业。

图22：全球电池供需及产能利用率测算（Gwh）

电池	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
供给（Gwh）	373	563	947	1,544	2,120	2,725	3,745	4,777
-同比		51%	68%	63%	37%	29%	37%	28%
需求（动力+储能，Gwh）	208	462	823	1,076	1,390	2,069	2,855	3,615
-同比		123%	78%	31%	29%	49%	38%	27%
过剩（Gwh）	165	101	124	468	730	656	890	1162
产能利用率	**56%**	**82%**	**87%**	**70%**	**66%**	**76%**	**76%**	**76%**

数据来源：东吴证券研究所测算

整体看，动力电池盈利修复来自价格、成本和制造三端共同作用。价格端，LFP 动力电芯价格经历前期快速下行后已出现底部回升迹象，电池企业售价端压力边际缓解；

成本端，动力电池合同中的材料价格联动机制重要性提升，若碳酸锂、正负极等主要材料价格上涨能够向下游客户顺利传导，电池企业成本压力有望边际减轻；制造端，产能利用率提升和规模化制造有助于摊薄单位折旧和制造费用。二线企业前期单位盈利处于较低水平，后续盈利修复仍取决于客户结构改善、产能利用率提升和顺价机制执行效果。

2.2. 公司动力电池：大众标准电芯量产推进，商用车与海外市场贡献增量

2.2.1. 技术与产品持续迭代，支撑标准电芯和中高端车型拓展

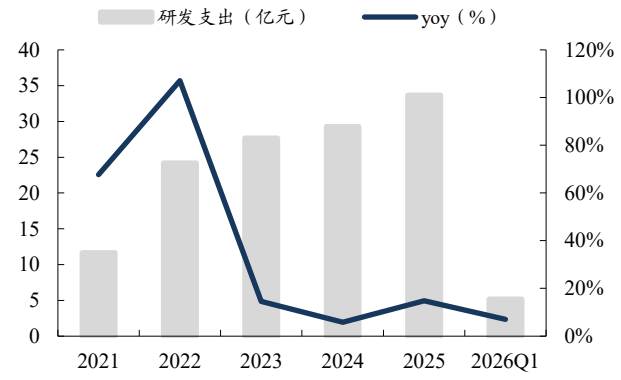
国轩高科构建了全球化的研发布局与持续高强度的投入体系，为技术创新与产品迭代筑牢根基。公司已建成覆盖“亚洲、欧洲、美洲”三大核心区域的八大研发中心，精准对接全球前沿技术资源，实现不同区域的技术优势互补，为公司技术创新提供了多元的视角与资源支撑。同时，公司长期坚持高强度的研发投入，2021-2025 年研发支出持续攀升，2025 年研发支出达 24.30 亿元，同比增长 14.86%；2026 年 Q1 研发支出同比增长 7.12%，持续的研发投入为技术突破提供充足资金保障。依托八大研发中心的协同创新与持续的资金投入，公司在动力电池核心材料、电芯设计、系统集成等关键领域积累了大量专利技术，截至 2025 年底，公司累计申请专利 13,254 项，其中发明专利 5,951 项（含 496 项国外专利），为公司产品的差异化竞争、技术壁垒构建提供了坚实支撑，也为公司在全球动力电池市场的持续拓展奠定了核心竞争力基础。

图23：国轩高科全球八大研发中心



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图24：2021-2026 年 Q1 国轩高科研发支出及同比增速



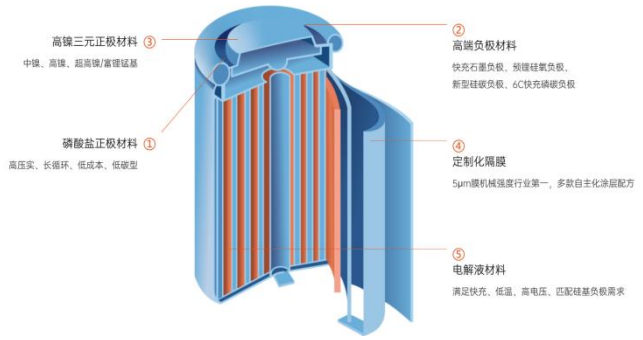
数据来源：Wind，东吴证券研究所

国轩高科围绕电池全产业链进行材料研发，持续推进产线大型化、标准化、智能化升级。公司的第五代磷酸铁锂压实密度≥2.8g/cm³，低温放电性能提升 30%，储能专用循环寿命突破 15000 次；第三代磷酸锰铁锂能量密度达 210Wh/kg，成本降低 15%，已获奇瑞、长安等车企定点；高镍三元电芯能量密度达 280Wh/kg，快充性能优异；负极材

仅供内部参考，请勿外传

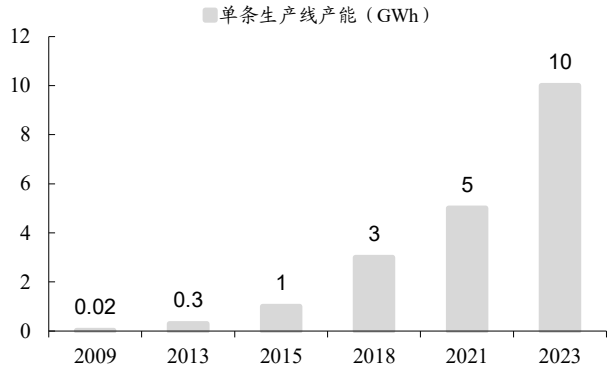
料则涵盖 6C 快充磷碳、预锂硅氧等，适配高倍率与高能量密度场景；5μm 超薄定制隔膜机械强度行业领先；专用电解液覆盖快充、低温等多元需求。同时，公司产线大型化、标准化、智能化升级持续推进，单条生产线产能实现跨越式增长。2009 年单条产能仅 0.02GWh，2023 年则升级至 10GWh，将显著摊薄折旧、人工及能耗等固定成本，充分释放规模效应，助力单 Wh 成本持续下行，支撑公司在行业价格竞争中保持盈利韧性，强化成本优势。

图25：国轩高科材料研发最新状况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图26：国轩高科单条生产线产能



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表3：国轩高科电池材料研发动态

材料类别	技术路线	核心进展
正极材料	磷酸铁锂	第五代 LFP 压实密度≥2.8g/cm³，低温放电性能提升 30%以上；面向储能场景的 LFP 循环寿命突破 15000 次，日历寿命达 30 年，能量效率达 96.8%，可满足储能电站长周期运行需求
	磷酸锰铁锂	第三代启晨磷酸锰铁锂电池实现能量密度 210Wh/kg，成本降低 15%，已获得奇瑞、长安等车企定点订单。
	高镍三元	NGM9 系高镍电芯能量密度 280Wh/kg，循环≥2000 次；大众 G0 电芯实现 8%-80% SOC 25 分钟快充，已具备量产落地条件
负极材料	快充石墨、预锂硅氧、新型硅碳及 6C 快充磷碳	预锂硅氧、硅碳负极可有效提升电芯能量密度，配套高镍三元/磷酸锰铁锂正极；6C 快充磷碳负极则针对高倍率应用场景优化，满足商用车、高倍率储能场景，配套公司新一代电芯产品
隔膜	5μm 超薄定制隔膜	实现 5μm 机械强度行业领先，可定制优化热稳定性与离子透过性，适配多电芯体系
电解液	专用电解液	开发适配快充、低温、高电压及硅基负极的专用电解液
前沿固态材料	硫化锂、固态电解质	“气—液—固三相反应法”制备硫化锂，反应效率提升 3 倍，能耗降低 40%，中试原料纯度高达 99.99%；硫化物固态电解质依托自主研发的微晶、纳晶双线制备工艺，电导率分别突破 8mS/cm、4mS/cm，综合性能跻身行业第一梯队

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国轩高科构建了“液态电池性能突破、固态电池技术领跑、储能/商用车场景定制”的前沿产品矩阵。在液态电池领域，公司以启晨二代 LMFP 电芯实现磷酸锰铁锂技术量产突破，240Wh/kg 的能量密度兼顾高性价比与快充性能；同时大众 UC 标准电芯凭借标准化设计与严苛品控体系，深度绑定全球主流车企供应链，构建了中高端乘用车市场的核心壁垒。在下一代技术赛道中，金石全固态电池建成国内首条 0.2GWh 中试线并开启装车路测，400Wh/kg 以上的能量密度与极限安全性能，标志着公司已率先迈入固态电池产业化验证阶段，为长期技术领跑奠定基础。面向储能与商用车场景，乾元智储 20MWh 储能系统凭借行业领先的单舱容量与风液一体节能技术，实现“光储同寿”的长周期运行目标; G 行超级重卡标准箱则针对重载工况定制高安全、高适配的电池方案，在细分市场构筑差异化竞争优势。公司通过技术代际的梯度布局与场景化的产品设计，既保障了公司在当前主流市场的盈利韧性，又为其在下一代技术变革中抢占先发优势，同时实现了对储能、商用车等增量市场的深度卡位，推动公司向综合能源解决方案服务商升级。

表4：国轩高科前沿产品产业化发展状况

产品名称	核心特点	产业化进展	应用场景
金石 全固态电池	电芯能量密度超 400Wh/kg，极致安全无热失控，适配高端长续航乘用车、未来新能源车型	建成中试线，推进实车路测，规划 2GWh 量产产线	
G 垣准 固态电池	固态界面优化改性，热稳定性显著提升，可兼容现有液态电池产线改造，适配现款乘用车型、追求高安全的民用电动车	累计路测里程超万公里，具备量产导入条件	
启晨二代 磷酸锰铁锂 电芯	能量密度优于传统铁锂，解决材料衰减痛点，兼顾快充、成本与安全性，适配家用乘用车、经济型代步车型	斩获车企定点订单，预计 2025 年四季度量产	
G 行超级 重卡标准箱	高强度安全结构，耐高低温、重载工况适配，标准化模块化设计，适配新能源重型卡车、商用物流车辆	匹配主流重卡车型，商用配套稳步推进	
大众 UC 标准电芯	三元/铁锂双路线布局，严苛海外质检标准，快充表现优异，适配大众集团全球全系新能源车型	进入量产筹备阶段，深度绑定海外供应链	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

固态及半固态技术持续推进，储备中高端技术期权。公司在现有 LFP 路线之外，持续推进固液混合及全固态电池研发，作为中长期高能量密度和高安全技术储备。根据公司交流，固液混合电池已进入量产导入阶段，相关产品正处于客户验证过程中；全固态电池方面，公司坚持硫化物路线，已完成样件试制与整车路试，目标 2027 年实现小规模量产。考虑当前全固态电池产业化仍受固态电解质成本、供应链配套和规模化制造等

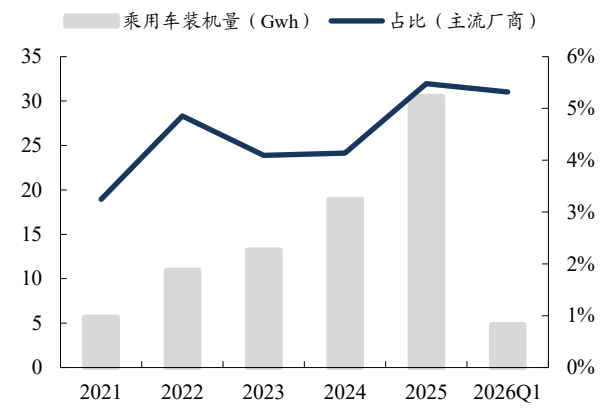
因素制约，我们认为该技术短期内不构成公司业绩主要贡献，但有望成为公司切入中高端车型、提升产品技术形象和储备下一代电池路线的重要技术期权。

2.2.2. 客户结构优质多元，深度绑定下游头部厂商

乘用车客户矩阵持续丰富，市占率稳步提升。国轩高科早期乘用车客户以江淮、奇瑞、北汽等国内自主品牌为主，配套车型多集中在经济型电动车。近年来，公司成功切入大众、奇瑞、零跑等主流车企供应链，并逐步向中高端车型延伸。2025 年公司国内乘用车动力电池装机量达到 30.53Gwh，在主流厂商装机量中占比 5.48%；2026Q1 装机量达到 4.81Gwh，在主流厂商装机量中占比 5.32%，

大众深度赋能，标准电芯将成为重要业绩增量。大众 UC 标准电芯（Unified Cell）采用三元/铁锂双路线布局，满足严苛的海外质检标准，快充性能优异，已进入量产阶段，随着大众集团全球电动化战略的推进，UC 标准电芯预计将于 2026 年下半年开始规模化交付，成为公司未来 2-3 年动力电池业务的核心增量来源。

图27：国轩高科国内乘用车装机量及其占比



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图28：大众标准电芯量产交付仪式

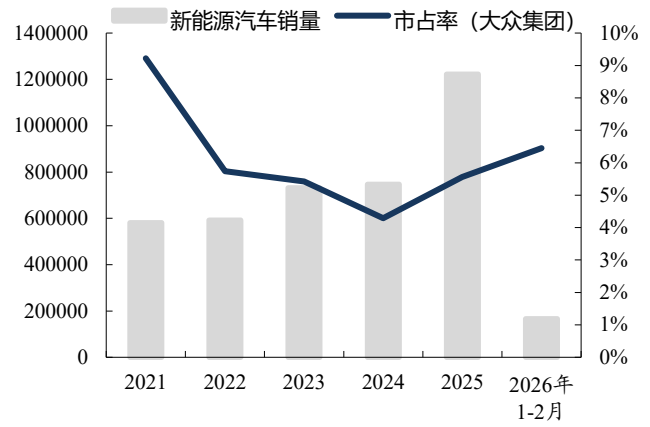


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大众集团加速电动化转型，新能源汽车销量持续攀升。作为全球传统车企巨头中电动化转型最为坚决的代表，大众集团近年来持续加大在新能源领域的投入。2021 年至 2025 年，大众集团新能源汽车销量从 58 万辆快速增长至 122 万辆，集团内部新能源渗透率从 23.5%提升至 56.5%，电动化战略成效显著。2026 年 1-2 月，大众集团新能源销量继续保持高位，市占率进一步提升至 2.33%，在全球新能源市场的份额仍在不断扩张。同时，大众品牌作为主力，新能源汽车的销量稳步增长从 2021 年的 24 万辆增长至 2025 年的 48.55 万辆，年均复合增长率约 19.26%，全球市占率达到 2.33%。此外，大众电动化战略进入第二阶段，标准电芯放量在即。大众集团已明确将“标准电芯（Unified Cell）”作为下一代平台（SSP）的核心动力来源，规划到 2030 年标准电芯覆盖旗下 80%的电动

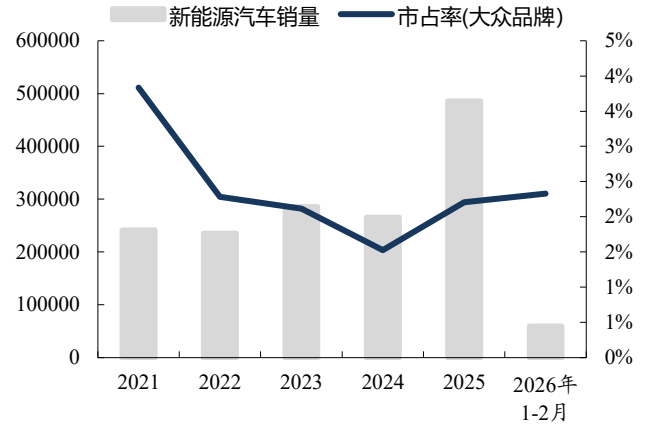
车型。国轩高科作为大众标准电芯的核心供应商，深度参与大众全球电动化供应链。随着大众品牌及集团新能源销量的持续增长，国轩高科的大众配套订单将迎来规模化放量，成为公司未来 2-3 年动力电池业务最重要的增长引擎。

图29：大众集团新能源汽车销量及市占率（辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

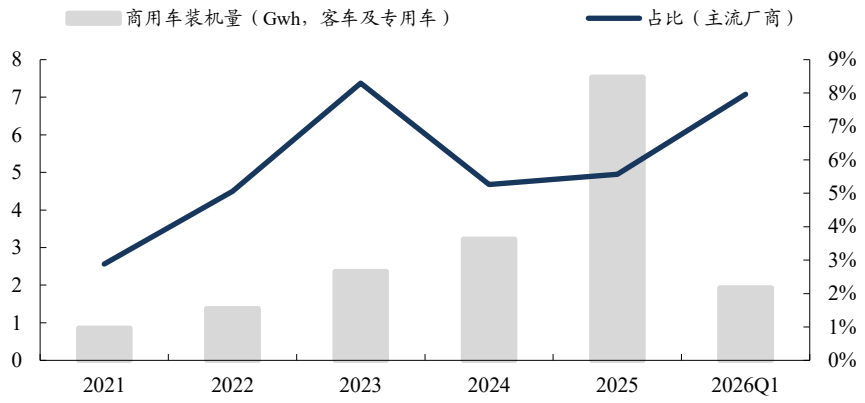
图30：大众品牌新能源汽车销量及市占率（辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

商用车领域先发优势显著，细分市场份额领先。公司是国内最早配套商用车的电池企业之一，产品覆盖重卡、轻卡、公交、工程机械、船舶等全场景，通过深化与三一重工、一汽解放、奇瑞商用车、吉利商用车等头部企业的战略合作，实现商用车业务跨越式增长与重大突破。2025 年公司国内商用车动力电池装机量达到 7.53Gwh，在主流厂商装机量中占比 5.57%；2026Q1 装机量达到 1.93Gwh，在主流厂商装机量中占比 7.96%。

图31：国轩高科国内商用车装机量及其占比

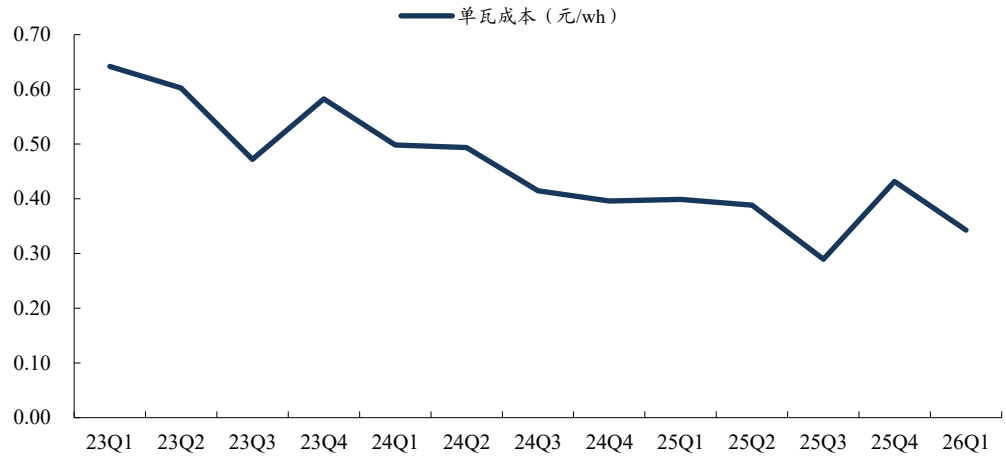


数据来源：GGII，东吴证券研究所

2.2.3. 全产业链与海外布局支撑成本控制，单 Wh 盈利有望修复

垂直一体化布局降低对外依赖与周期波动。电池企业处于产业链中游，一方面面对碳酸锂、正负极、隔膜、电解液、铜箔等上游材料价格波动，另一方面承受下游车企降本压力。碳酸锂涨价会推高 LFP 正极及电芯成本，短期压制电池厂毛利率；但在电芯价格底部回升的背景下，动力电池合同中的价格联动机制重要性提升，电池企业可通过月度或季度调价将主要材料价格变化传导至下游客户，材料上涨对电池厂盈利的压力有望边际缓解。公司构建了“矿产资源—电池材料—电芯制造—系统集成—电池回收”的全产业链闭环。上游布局碳酸锂、磷酸铁等关键原材料，中游自产正极、负极、隔膜、电解液，下游布局电池回收与梯次利用。这种一体化布局显著降低了原材料价格波动对公司盈利的影响，同时提升了供应链的安全性与响应速度。我们测算，随着原材料价格回落、产线良品率提升以及制造端规模效应释放，公司动力电池单 Wh 成本逐步下降。未来，随着大规模产线的全面投产，公司的单 Wh 成本仍有较大的下行空间。

图32：国轩高科电池业务的单瓦成本



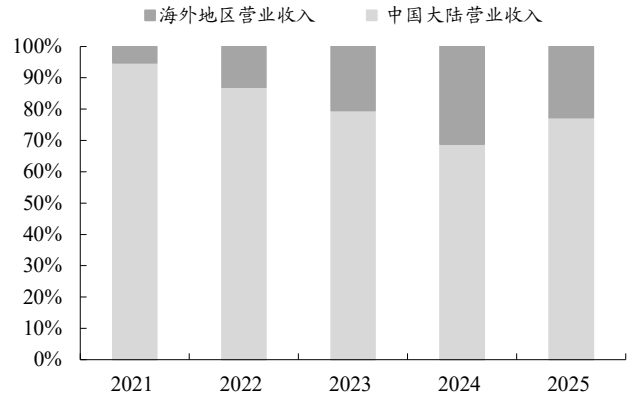
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

海外收入高速增长，全球化布局开始进入收获期。公司自大众入股后加速海外产能与市场布局，越南、印尼、摩洛哥等基地加速建设，2021-2025 年，公司海外收入从约 5 亿元增长至超过 60 亿元，CAGR 超过 85%，海外收入占比从不足 2%提升至约 13%。2026 年 Q1，海外收入占比进一步突破 15%。其中，欧洲市场是公司海外收入的主要来源，占比约 50%，主要配套大众、VinFast 等客户；东南亚市场占比约 25%，受益于印尼、越南本地化产能落地。

海外业务盈利能力显著高于国内。海外动力电池在技术标准、客户认证、服务要求等方面门槛更高，对应产品溢价也更明显，2025 年，公司海外业务毛利率为 20.70%，较国内业务高 5.85%。未来，随着大众 UC 电芯在欧洲的量产交付海外业务收入占比有

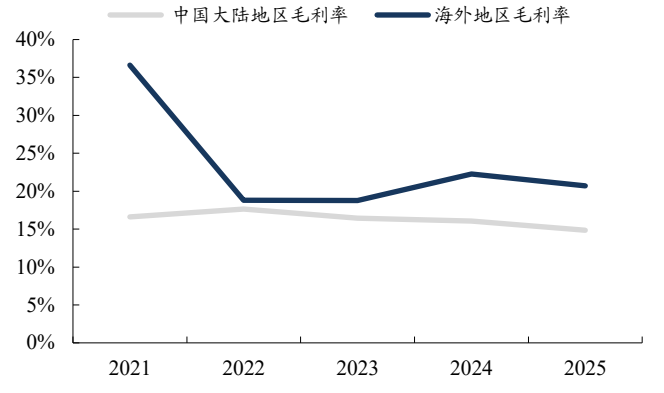
望继续提升，带动公司整体盈利水平持续上行。

图33：国轩高科营业收入地区占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：国轩高科分地区毛利率水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国轩高科目前仍处于二线电池厂商中盈利修复弹性较大的位置。2024 年以来，随着原材料价格企稳、产品结构优化、产能利用率改善以及海外高毛利订单放量，单 Wh 净利润逐步修复。但是国轩高科与行业头部企业相比仍有较大提升空间，随着大众标准电芯的放量、海外储能占比提升以及 10GWh+产线全面达产，公司单 Wh 利润有望逐步向行业头部水平靠拢，存在较大的弹性空间。一方面，公司装机份额处于第二梯队前列，LFP 技术路线与行业结构变化方向匹配，具备出货增长基础；另一方面，当前二线企业单位盈利普遍低于龙头，后续出货放量、产能利用率提升和顺价机制改善，对利润弹性的影响更明显。

图35：主要电池企业单位盈利对比

代表公司	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
宁德时代	出货（GWh）	95	110	123	146	122	148	167	226	203
	单价（元/Wh）	0.79	0.77	0.74	0.69	0.67	0.65	0.64	0.62	0.65
	单位净利（元/Wh）	0.09	0.1	0.12	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08
亿纬锂能	出货（GWh）	13.5	21	21.9	24.3	22.8	27.4	32.8	38.2	34.7
	单价（元/Wh）	0.6	0.52	0.5	0.54	0.53	0.51	0.48	0.4	0.47
	单位净利（元/Wh）	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
国轩高科	出货（GWh）	12	15	16	18	18	22	25	37	28
	单价（元/Wh）	0.71	0.7	0.59	0.64	0.55	0.51	0.44	0.46	0.45
	单位净利（元/Wh）	0	0	0	0	0	0.01	-0.01	0.01	0
欣旺达（动储）	出货（GWh）	3.9	4.4	6.8	10.2	6.8	9.3	11	14.9	12
	单价（元/Wh）	0.78	0.89	0.66	0.55	0.38	0.6	0.43	0.43	0.53
	单位净利（元/Wh）	-0.11	-0.1	-0.07	-0.02	-0.07	-0.06	-0.04	0.01	0
欣旺达（锂威）	收入（亿元）	15	16.6	16	13.5	17	20	24	20	18.7
	净利率（%）	14%	20%	17%	15%	13%	12%	12%	13%	12%
	净利润（亿元）	2.1	3.32	2.72	2	2.2	2.4	2.8	2.5	2.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3. 储能电池需求高增，大电芯与海外认证打开盈利空间

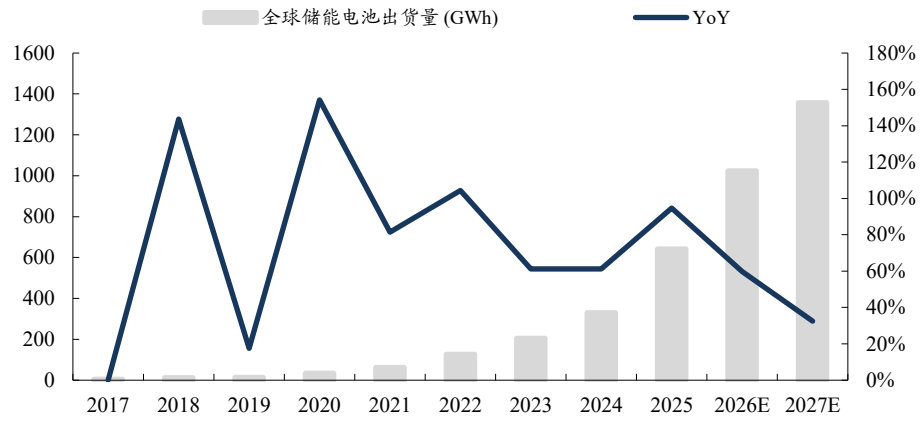
3.1. 储能电池：全球需求高增，大电芯与海外认证成为竞争重点

储能电池是锂电需求的重要增量来源，行业增长由新能源并网、电力市场化、海外大储和数据中心备电共同驱动。相比动力电池，储能电池对安全性、循环寿命、系统效率和全生命周期成本要求更高，LFP 凭借安全、寿命和成本优势成为主流技术路线。随着海外大储项目集中落地、国内储能由政策强配向市场化收益驱动切换，储能电池出货量有望维持高增，并成为 LFP 电池企业的第二增长曲线。

3.1.1. 需求：新能源并网、电力市场化和海外大储推动储能增长

全球储能电池需求维持高景气增长，行业逐步迈入 TWh 时代。随着全球新能源装机占比提升，电源侧、电网侧和用户侧均对调峰、调频、备用和消纳能力提出更高要求，储能成为提升电力系统灵活性的关键环节。我们预计全球储能电池出货量将由 2025 年的 643GWh 提升至 2030 年的 2716GWh，2025-2030 年 CAGR 约 33%，储能电池已成为动力电池之外的主要锂电增量来源。

图36：全球储能电池出货量及预测



数据来源：EIA，东吴证券研究所

分区域看，中国仍为全球最大储能电池出货市场，海外需求占比持续提升。我们预计中国储能电池出货量将由 2025 年的 286GWh 提升至 2030 年的 812GWh，占全球比重由 44%下降至 30%；美国储能电池出货量由 2025 年的 128GWh 提升至 2030 年的 403GWh，占比维持在 12%-20%区间；欧洲储能电池出货量由 2025 年的 94GWh 提升至 2030 年的 433GWh，占比由 15%提升至 16%；其他地区出货量由 2025 年的 134GWh 提升至 2030 年的 1067GWh，占比由 21%提升至 39%。海外市场占比提升，有望带动具备认证、系统方案和全球交付能力的储能电池企业获得更高质量订单。

图37：全球储能电池出货量及分区域预测

全球市场	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求（Gwh）	362	623	905	1163	1433	1753
-储能装机增速	71%	72%	45%	28%	23%	22%
-放大比例	177%	181%	174%	162%	158%	155%
全球储能出货量（Gwh）	643	1,128	1,576	1,886	2,268	2,716
-储能出货增速	95%	75%	40%	20%	20%	20%
其中储能出货量：分区域						
美国（Gwh）	128	157	195	236	301	403
-增速	46%	23%	24%	21%	28%	34%
-占比	20%	14%	12%	13%	13%	15%
中国（Gwh）	286	489	633	707	756	812
-增速	98%	71%	29%	12%	7%	7%
-占比	44%	43%	40%	37%	33%	30%
欧洲（Gwh）	94	173	246	304	366	433
-增速	116%	83%	42%	24%	20%	18%
-占比	15%	15%	16%	16%	16%	16%
其他地区（Gwh）	134	308	503	638	844	1,067
-增速	153%	130%	63%	27%	32%	26%
-占比	21%	27%	32%	34%	37%	39%

数据来源：EIA，东吴证券研究所预测

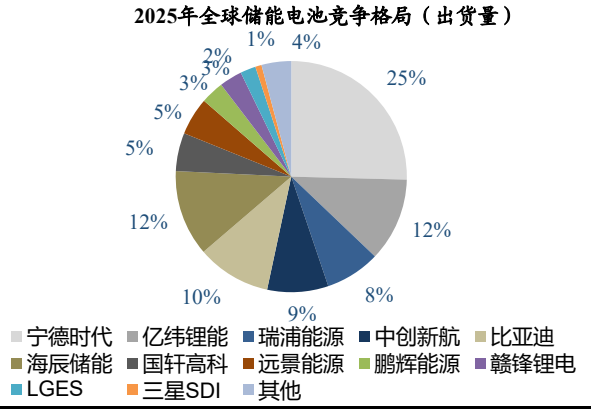
国内市场由政策强配逐步转向市场化收益驱动，海外市场由新能源并网、电网升级和大储项目集中落地共同驱动。国内方面，随着新能源上网电价市场化、电力现货市场建设推进以及峰谷价差扩大，储能项目收益来源从单一配储要求逐步转向容量补偿、峰谷套利、辅助服务等多元收益。海外方面，欧美、中东、澳洲等地区新能源装机持续增长，电网调节能力不足推动大储需求释放；同时，AI 算力扩张带动数据中心用电负荷提升，UPS 备电和长时储能需求增加。相较国内市场，海外储能客户对安全认证、产品一致性、系统效率和交付能力要求更高，具备海外认证和系统方案能力的电池企业有望获得更优客户结构和盈利水平。

3.1.2. 格局：中国企业主导全球供给，大储电芯竞争进入二线分化阶段

全球储能电池供给由中国企业主导，头部集中和二线分化并存。中国企业凭借完整锂电产业链、成熟 LFP 技术、制造效率和成本优势，在全球储能电池市场占据主导地位。头部企业依靠规模、客户、成本和系统集成能力，在大型地面储能及海外项目中保持领先；第二梯队企业则通过大电芯迭代、细分场景拓展、海外认证和系统方案能力提升争取份额。

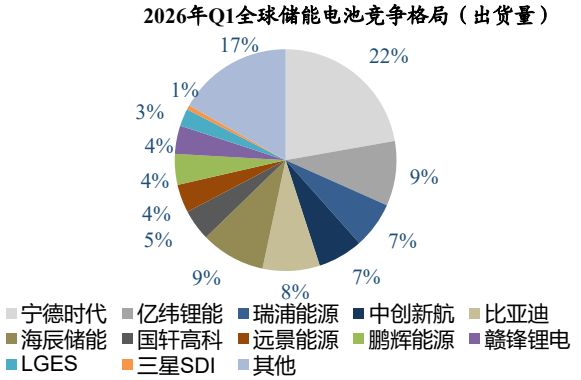
仅供内部参考，请勿外传

图38：2025 年全球储能电池各厂商出货量市占率



数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

图39：2026 年 Q1 全球储能电池各厂商出货量市占率



数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

储能竞争从单纯电芯价格转向产品迭代、系统安全和海外交付能力。随着大储项目容量提升，客户对电芯一致性、循环寿命、热管理、安全冗余和系统效率要求提高；同时，海外市场对 UL、IEC 等认证要求更严格，认证周期和项目交付能力成为企业获取订单的重要门槛。头部厂商凭借规模和客户优势维持领先，具备产品迭代能力和海外交付能力的二线企业仍有份额提升机会。

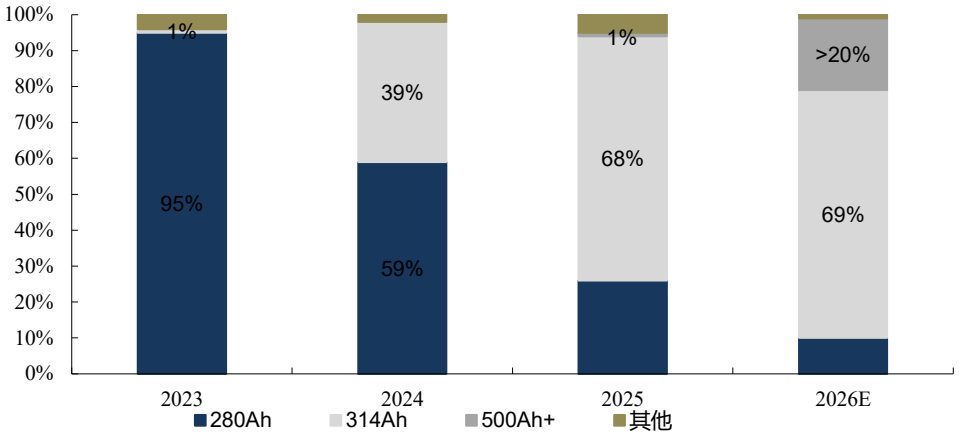
国轩高科位于储能电池第二梯队前列，后续份额提升取决于大电芯产品量产、海外认证、系统方案能力和客户拓展。公司 LFP 技术积累较深，储能业务已形成电芯、PACK、系统和解决方案布局，具备参与全球储能电池竞争的基础。随着行业需求高增和二线分化加剧，公司有望依托大储、工商业储能及海外市场放量提升储能业务规模。

3.1.3. 趋势：大电芯迭代、系统安全和海外认证成为竞争重点

大容量电芯成为储能降本和系统集成的重要方向。随着大型地面储能项目容量提升，储能系统对电芯容量、能量密度、循环寿命和一致性提出更高要求。相较 280Ah、314Ah 电芯，500Ah+大容量电芯有助于减少电芯数量、降低 PACK 和系统集成复杂度，提高空间利用率，并在 BMS、热管理和施工运维环节形成降本空间。2025 年开启的第三代储能专用电芯迭代中，587Ah、588Ah 为代表的 500Ah+大容量电芯加速落地，2026 年有望进入量产放量阶段。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图40：2023-2026 年大储电芯类型出货量占比及预测



数据来源：高工锂电，东吴证券研究所

2026 年将成为 587Ah/588Ah 电芯的量产兑现年。第三代储能专用大电芯将正式从崭露头角迈向规模应用新阶段，预计近 10 家企业将实现规模化量产或批量交付。其中，国轩高科 2025 年 6 月发布的 588Ah 绿曜系列 LFP 大电芯，体积能量密度 416Wh/L，设计寿命 20 年，适配大型地面储能、工商业储能场景，目前处于样品测试与客户送样阶段，规划合肥、唐山基地升级产线适配量产，预计 2026 年实现中试量产。

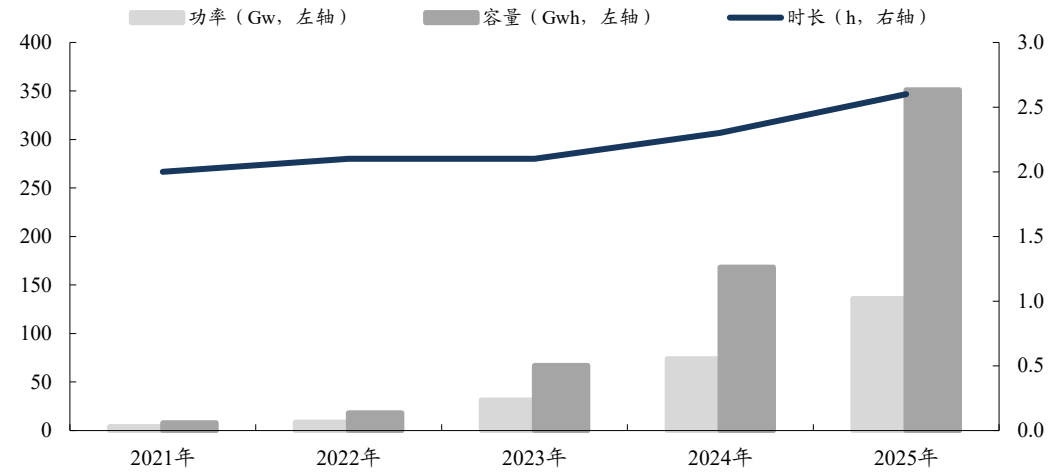
图41：587、588Ah 电芯企业产品下线情况

企业	电芯容量	能量密度	电芯尺寸（mm）	进展
宁德时代	587Ah	434Wh/L	73.05*274.6*218.1	已量产
海辰储能	587Ah	415Wh/L	73.5*286*216.3	已量产
海基新能源	587Ah	/	72*320*216	/
瑞浦兰钧	587Ah	430Wh/L	/	2026年6月量产
鹏辉能源	587Ah	/	/	预计2026年8月量产
鹏程无限	587Ah	/	73.1*274.6*218.1	2026年Q2量产爬坡
双登股份	587Ah	416Wh/L	72.5*288*216	/
融捷能源	587Ah	/	73*274*215	2026年6月量产
赣锋锂电	587Ah	438Wh/L	/	/
天合储能	587Ah	413Wh/L	73.5*286.0*216.3	/
远景动力	587Ah	/	/	/
国湃储能	587Ah	430Wh/L	73.25*274.56*221.5	/
楚能新能源	588Ah	419Wh/L	72.5*288*216.3	预计2026年Q2量产
融捷能源	588Ah	415Wh/L	73*288*216	预计2026年Q2量产
瑞浦兰钧	588Ah		72*288*216	2026年6月量产
中创新航	588Ah	450Wh/L	/	2026年6月满产
中创新航	588Ah长循环版	/	/	/
欣旺达	588Ah	/	72.5*288*216.3	2026年Q3量产
赣锋锂电	588Ah	/	72.5*288*216.3	2026年4月小批量量产
国轩高科	588Ah	420Wh/L	72.5*288*216.3	2026年6月小批量量产
南都电源	588Ah	430Wh/L	约73*286*216	/
双登股份	588Ah	≥416Wh/L	72.5*288*216	/
蜂巢能源	588Ah	422Wh/L	/	/
正力新能	588Ah	/	/	/
派能科技	588Ah	416.6Wh/L	72.5*288*216.3	/
中汽新能	588Ah	/	72.5*288*216.3	/

数据来源：储能与电力市场，东吴证券研究所

储能装机规模持续扩大、平均配储时长不断提升，系统安全已成为行业核心竞争焦点。随着储能电芯容量跃升、系统能量密度持续攀升，储能电站大型化、长时化特征愈发显著，根据国家能源局统计，截至 2025 年底，全国已建成投运新型储能装机规模达到 136GW/351GWh，平均配储时长达到 2.8 小时，其中 4 小时及以上长时储能电站项目装机占比升至 27.6%。大容量、高能量密度系统对热失控防控、热管理一致性、故障预警能力提出更高要求，因此，储能系统的安全标准不断趋严，液冷散热、高压级联、立体消防、智能 BMS 等安全配置逐步成为标配，安全合规已成为项目落地、并网验收与长期运营的硬性门槛；同时，海外 UL、IEC 等认证对系统安全要求严苛，安全性能直接影响订单获取与项目盈利，具备系统化安全解决方案的企业更易构建差异化壁垒，系统安全已从基础要求升级为决定企业竞争力的关键维度。

图42：2021-2025 国内新型储能装机规模及配储时长



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

海外市场成为储能增长核心增量，准入门槛持续提高。欧洲能源转型、美国电网升级与 AI 算力配套、中东及新兴市场新能源项目集中落地，共同驱动海外储能需求高速释放，海外订单占比持续提升，成为企业增长的关键引擎。2025 年海外储能电池出货量在全球市场中占比已超 55%，美国、欧洲及其他地区合计出货量达 356GWh，同比增速分别达 46%、116%、153%，显著高于国内市场增速，预计 2030 年全球储能出货量将达 2710GWh，海外市场占比将提升至近 70%，成为储能行业增长的关键引擎。在海外市场竞争中，国际认证成为首要准入门槛，UL、IEC、CE、RED 等国际认证成为出海必备，其认证周期长、测试标准严苛，构成企业出海的核心壁垒；同时，本地化产能布局、供应链响应速度、售后运维能力及全生命周期合规成为差异化竞争关键。海外市场竞争已从单纯价格比拼，转向认证、技术、产能、服务的综合实力较量，具备完整认证资质、本地化交付能力与高安全、高可靠产品解决方案的企业，更易获取海外优质大订单。

3.2. 公司储能电池：产品矩阵逐步完善，海外客户与系统方案贡献盈利弹性

公司较早布局储能业务，依托 LFP 电池在安全性、循环寿命和成本上的优势，已形成覆盖大型储能、工商业储能、户用储能及移动储能的产品体系。相较动力电池，储能业务更强调电芯一致性、系统安全、循环寿命和全生命周期度电成本，公司从电芯、PACK 向系统和解决方案延伸，有助于提升业务附加值。随着全球大储需求增长、海外客户认证推进以及大容量电芯迭代，公司储能业务有望保持增长，并成为预测期主要利润弹性来源。

3.2.1. 储能产品覆盖多场景，电芯-PACK-系统能力完善

公司储能产品覆盖大型储能、工商业储能、户用储能及移动储能，电芯、PACK、系统和解决方案能力逐步完善。储能电池对安全性、循环寿命和全生命周期成本要求较高，LFP 路线与储能场景匹配度高。公司依托 LFP 技术积累，构建了“电芯-PACK-系统-解决方案”的全链条供应能力，形成 Gotion Grid、Gotion Edge、Gendome 等产品矩阵，覆盖电源侧、电网侧、工商业、户用及移动储能等多元场景。

大型储能方面，公司产品面向新能源基地、电源侧和电网侧场景，重点提升系统容量、安全冗余和运维效率。公司乾元智储、Gotion Grid 等产品覆盖 5MWh、7MWh、20MWh 等系统方案，适配大型地面储能和能源基地项目。工商业储能方面，公司产品面向零碳园区、峰谷套利和离网场景，强调安全、温控和智能运维能力；户用及便携储能方面，公司通过 Gendome 系列产品覆盖家庭和移动用能需求。多场景产品矩阵有助于公司提升客户覆盖面，并从单一电芯供货向系统方案输出延伸。

表5：国轩高科储能解决方案

产品类型	主要产品		
大型地面储能/能源基地	乾元智储 20MWh BESS	GOTION GRID 7MWh	GOTION GRID 5MWh
			
工商业储能/零碳园区	乾元载道 X-522/X-261	乾元载道 X-836/X-950	船舶储能解决方案
			
户用储能/零碳家庭	家用储能解决方案	Gendome Home 3000	Gendome Go 300


移动式重卡换电站


智能移动储能充电桩



动储一体化





数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大容量电芯和系统方案升级有助于提升储能业务附加值。随着大型储能项目容量提升，储能系统对电芯容量、一致性、热管理和系统效率的要求持续提高。公司布局 588Ah 绿曜系列等大容量储能电芯，并围绕 PACK、BMS、液冷、消防和智能运维提升系统方案能力。后续随着 500Ah+大电芯量产验证和系统集成交付能力提升，公司储能业务有望从电芯出货进一步向高附加值系统方案延伸。

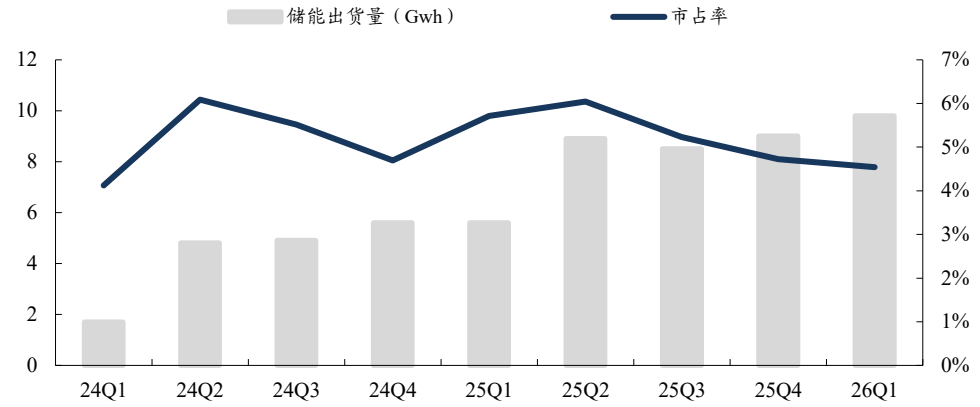
3.2.2. 海外认证和客户资源逐步完善，全球大储需求增长带动出货提升

海外大储需求放量带动储能电池出货增长，认证和交付能力成为获取优质订单的重要门槛。海外储能项目通常规模较大、运行周期长，对电芯一致性、系统安全、认证资质和项目交付能力要求较高。相较国内市场，海外储能客户更重视 UL、IEC 等安全认证和长期运行可靠性，电池企业进入海外客户供应链需要经历较长验证周期。具备产品认证、系统方案和全球交付能力的企业，有望在海外大储放量过程中获得更高质量订单。

公司储能出货规模持续提升，海外市场和高价值场景贡献增量。公司较早切入储能赛道，依托 LFP 技术和系统集成能力持续拓展国内外客户。随着大型储能、工商业储能和海外项目需求增长，公司储能电池出货量和市场份额逐步提升。2025 年公司储能电池出货量突破 30GWh，储能业务已成为公司动力电池之外的重要增长曲线。后续随着大电芯产品导入、海外客户认证推进和系统交付能力提升，公司储能出货有望延续增长。

公司储能产品认证和客户资源持续完善，海外业务占比提升有望改善盈利结构。目前，公司的储能产品通过 UL/IEC 等全球权威认证，获评 BNEF Tier1 全球一级储能厂商，客户包括国家电网、南方电网、华为、阳光电源、Fluence、Nextera 等国内外头部能源企业。2025 年储能电池出货量突破 30GWh，市占率达 5%，其中，全球基站与数据中心 UPS 备电电池赛道表现突出，市占率突破 28%，稳居全球首位。随着海外大储需求释放和公司全球化布局推进，公司储能业务有望从国内电芯供货向海外系统方案和高价值项目延伸。

图43：国轩高科储能电池出货量及市占率

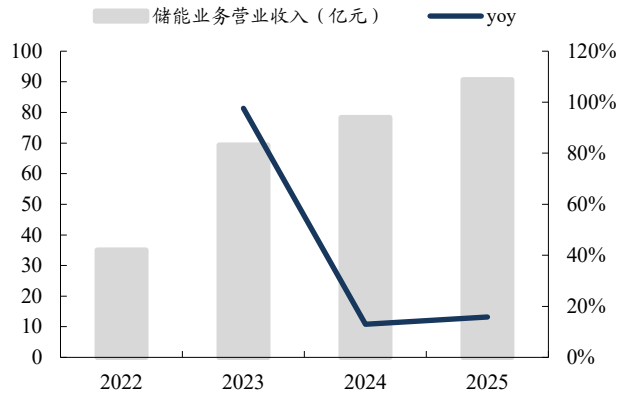


数据来源：鑫椤锂电，东吴证券研究所

3.2.3. 储能业务毛利率高于动力，成为公司利润弹性来源

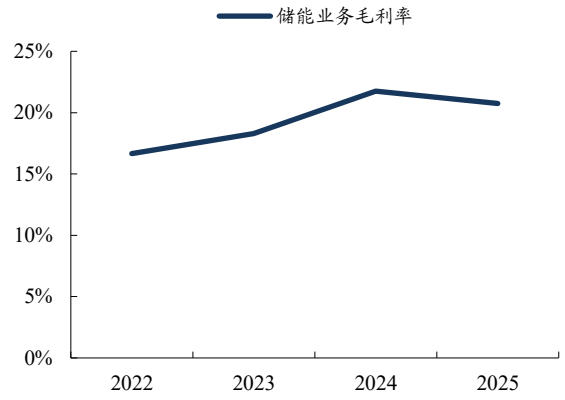
储能业务毛利率高于动力，成为公司利润弹性来源。从收入端看，公司储能业务营收保持增长，2022-2025 年营业收入从约 35 亿元增长至 90.66 亿元，年复合增速较快，主要受益于国内外储能需求增长、产品矩阵完善及出货规模提升。盈利端看，储能业务毛利率自 2023 年以来维持在 20%以上，高于动力电池业务，主要受益于海外项目、系统方案占比提升及大容量电芯迭代。考虑储能行业竞争加剧、大储系统价格下降及海外项目交付节奏影响，我们预计储能毛利率维持相对稳定，2026-2028 年分别为 20.0%/20.5%/20.5%。我们预计 2026-2028 年公司储能电池出货量分别为 45/60/80GWh，收入分别为 149/216/304 亿元，利润分别为 7.7/12.0/17.8 亿元，为公司预测期主要利润弹性来源。

图44：2022-2025 年国轩高科储能业务营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图45：2022-2025 年国轩高科储能业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 668/953/1214 亿元，同比+48.2%/+42.7%/+27.4%；综合毛利率分别为 15.2%/15.4%/15.5%；归母净利润分别为 9.7/15.9/22.9 亿元，同比-59.4%/+63.9%/+44.2%。分业务来看：

图46：国轩高科主营产品

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	35,392	45,070	66,775	95,280	121,360
营业成本	29,020	37,780	56,643	80,637	102,561
毛利	6,372	7,290	10,132	14,643	18,799
毛利率	18.0%	16.2%	15.2%	15.4%	15.5%
1. 电池业务					
电池收入（百万元）	33,480	43,140	64,725	93,100	119,040
- 增速	*11.7%*	*28.9%*	*50.0%*	*43.8%*	*27.9%*
出货量（GWh）	63.5	100.0	150.0	190.0	240.0
- 增速	*41.1%*	*57.5%*	*50.0%*	*26.7%*	*26.3%*
均价（元/Wh，不含税）	0.527	0.431	0.432	0.490	0.496
均价（元/Wh，含税）	0.596	0.487	0.488	0.554	0.560
毛利率	16.7%	15.7%	14.8%	15.1%	15.3%
毛利（百万元）	5,587	6,784	9,603	14,081	18,198
单Wh毛利（元/Wh）	0.088	0.068	0.064	0.074	0.076
利润（百万元）	351	503	199	574	1,294
单Wh利润（元/Wh）	0.006	0.005	0.001	0.003	0.005
1.1动力电池					
动力电池收入（百万元）	25,648	34,074	49,875	71,500	88,640
- 增速	*11.3%*	*32.9%*	*46.4%*	*43.4%*	*24.0%*
出货量（GWh）	46.5	72.0	105.0	130.0	160.0
- 增速	*22.4%*	*54.8%*	*45.8%*	*23.8%*	*23.1%*
均价（元/Wh，不含税）	0.552	0.473	0.475	0.550	0.554
均价（元/Wh，含税）	0.623	0.535	0.537	0.622	0.626
毛利率	15.1%	14.4%	13.3%	13.5%	13.5%
毛利（百万元）	3,883	4,903	6,633	9,653	11,966
单Wh毛利（元/Wh）	0.084	0.068	0.063	0.074	0.075
利润（百万元）	-93	-66	-567	-622	-487
单Wh利润（元/Wh）	-0.002	-0.001	-0.005	-0.005	-0.003
1.2储能电池					
储能电池收入（百万元）	7,832	9,066	14,850	21,600	30,400
- 增速	*13.0%*	*15.8%*	*63.8%*	*45.5%*	*40.7%*
出货量（GWh）	17.0	28.0	45.0	60.0	80.0
- 增速	*142.9%*	*64.7%*	*60.7%*	*33.3%*	*33.3%*
均价（元/Wh，不含税）	0.461	0.324	0.330	0.360	0.380
均价（元/Wh，含税）	0.521	0.366	0.373	0.407	0.429
毛利率	21.8%	20.8%	20.0%	20.5%	20.5%
毛利（百万元）	1,703	1,881	2,970	4,428	6,232
单Wh毛利（元/Wh）	0.100	0.067	0.066	0.074	0.078
利润（百万元）	445	568	766	1,196	1,780
单Wh利润（元/Wh）	0.026	0.020	0.017	0.020	0.022
2.输配电产品					
输配电产品收入（百万元）	457	423	450	480	520
收入增速	*-44.0%*	*-7.4%*	*6.4%*	*6.7%*	*8.3%*
毛利率	19.7%	17.8%	18.0%	18.0%	18.5%
净利润（百万元）	17	14	15	16	21
3.其他业务					
其他业务收入（百万元）	1,455	1,507	1,600	1,700	1,800
收入增速	*80.6%*	*3.6%*	*6.1%*	*6.3%*	*5.9%*
毛利率	47.8%	28.7%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润（百万元）	429	216	203	211	229

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

动力电池业务：出货稳步增长，盈利仍处低位修复阶段。公司动力电池以 LFP 路线为核心，后续增量主要来自大众标准电芯量产推进、商用车客户拓展及海外市场放量。

仅供内部参考，请勿外传

我们预计 2026-2028 年公司动力电池出货量分别为 105/130/160GWh，收入分别为 499/715/886 亿元，同比+46.4%/+43.4%/+24.0%，毛利率分别为 13.3%/13.5%/13.5%。考虑动力电池仍面临车企降本压力、产能爬坡和顺价节奏影响，我们预计 2026-2028 年动力电池利润分别为-5.7/-6.2/-4.9 亿元，短期仍未明显转正。

储能电池业务：出货持续增长，毛利率高于动力，贡献主要利润弹性。受益于全球储能需求增长、海外大储项目推进及公司大容量电芯和系统方案能力提升，我们预计 2026-2028 年公司储能电池出货量分别为 45/60/80GWh，收入分别为 149/216/304 亿元，同比+63.8%/+45.5%/+40.7%，毛利率分别为 20.0%/20.5%/20.5%，利润分别为 7.7/12.0/17.8 亿元。考虑储能行业竞争加剧和系统价格下行压力，我们预计储能业务毛利率维持相对稳定，仍为公司预测期主要利润弹性来源。

输配电及其他业务：输配电产品为公司传统业务，受益于电网投资景气，我们预计收入保持稳健增长，2026-2028 年收入分别为 4.5/4.8/5.2 亿元，毛利率维持 18%左右。其他业务包括材料、回收、系统集成及其他未分类业务，预计 2026-2028 年收入分别为 16.0/17.0/18.0 亿元，毛利率维持 28%左右，对公司利润形成一定补充。

4.2. 投资评级

我们选取锂电池行业可比公司亿纬锂能、欣旺达、蔚蓝锂芯和珠海冠宇，对国轩高科进行横向估值比较。考虑到公司储能电池持续放量与动力电池 UC 标准电芯规模化交付，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 9.7/16.0/22.9 亿元，同比-59.4%/+63.9%/+44.2%，对应 EPS 分别为 0.53/0.87/1.26 元/股，PE 为 56/34/24x。2026 年表观归母同比下降，主要因 2025 年非经常性损益基数较高；扣非主业口径下，公司受益于储能出货增长、动力业务亏损收窄及费用摊薄，盈利能力有望逐步修复。从相对估值法看，2026 年可比公司平均 PE 约在 26.54x，考虑到公司储能高毛利业务的成长确定性以及动力电池盈利拐点的潜在弹性，我们首次覆盖给予“买入”评级。

表6：国轩高科可比公司估值表（截至 2026 年 6 月 17 日）

证券代码	名称	总市值	股价	归母净利润（亿元）				PE				评级	预测来源
		（亿元）	（元）	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E		
300014. SZ	亿纬锂能	1468	68	41	72	95	124	36	20	15	12	买入	东吴
300207. SZ	欣旺达	389	21	11	22	31	41	37	18	13	9	买入	东吴
002245. SZ	蔚蓝锂芯	353	21	7	10	14	20	50	35	25	18	买入	东吴
688772. SZ	珠海冠宇	234	21	5	7	10	15	50	33	23	16	买入	东吴
可比公司均值				16	28	37	50	43	27	19	14	-	
002074. SZ	国轩高科	546	30	24	10	16	23	23	56	34	24	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 风险提示

需求不及预期：1）若宏观经济下行、补贴政策退坡超预期或终端消费意愿减弱，将导致新能源汽车销量低于预期，进而影响公司动力电池出货量及产能利用率。2）若国内电力市场化改革推进不及预期、峰谷价差收窄导致储能项目经济性下降，或海外大储订单落地节奏放缓，储能电池出货量及毛利率可能低于我们预测值，对公司整体业绩造成较大冲击。

原材料价格大幅波动：碳酸锂、磷酸铁、铜箔等关键原材料价格波动对电池成本影响显著，若上游资源品价格超预期上涨且公司无法有效向下游顺价传导，毛利率将面临下行压力。

海外市场政策与贸易摩擦风险：欧盟碳边境调节机制、美国 IRA 法案及潜在关税调整、东南亚市场政策变动等因素，均可能对海外业务盈利能力构成不确定性。若重点市场对中国电池产品加征关税或设置非关税壁垒，将削弱公司海外竞争力。

行业竞争加剧：若行业价格竞争进一步加剧、产能过剩持续，将对公司业绩产生较大影响。

仅供内部参考，请勿外传

国轩高科三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**53,931**	**74,120**	**100,950**	**134,717**
货币资金及交易性金融资产	18,964	20,108	30,102	52,425
经营性应收款项	21,169	35,213	47,002	52,829
存货	9,690	13,911	18,389	23,821
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,108	4,888	5,457	5,642
非流动资产	**73,283**	**83,034**	**89,739**	**91,918**
长期股权投资	1,808	2,008	2,308	2,608
固定资产及使用权资产	42,684	52,163	59,386	63,708
在建工程	12,677	11,674	9,571	6,000
无形资产	6,759	7,617	8,401	9,110
商誉	383	371	361	351
长期待摊费用	147	212	282	357
其他非流动资产	8,827	8,990	9,430	9,785
资产总计	**127,215**	**157,154**	**190,689**	**226,636**
流动负债	**66,334**	**92,081**	**114,126**	**133,526**
短期借款及一年内到期的非流动负债	28,560	31,589	36,589	38,589
经营性应付款项	31,789	50,349	67,198	81,479
合同负债	697	1,336	1,429	1,820
其他流动负债	5,287	8,808	8,910	11,638
非流动负债	**23,974**	**27,623**	**37,703**	**52,223**
长期借款	19,252	23,252	33,252	48,252
应付债券	600	600	600	0
租赁负债	118	98	178	298
其他非流动负债	4,004	3,673	3,673	3,673
负债合计	**90,308**	**119,705**	**151,829**	**185,750**
归属母公司股东权益	29,124	29,658	31,054	33,067
少数股东权益	7,782	7,792	7,805	7,818
所有者权益合计	**36,906**	**37,449**	**38,859**	**40,886**
负债和股东权益	**127,215**	**157,154**	**190,689**	**226,636**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**45,070**	**66,775**	**95,280**	**121,360**
营业成本(含金融类)	37,780	56,643	80,637	102,561
税金及附加	315	467	667	850
销售费用	351	474	619	728
管理费用	2,031	2,805	3,811	4,612
研发费用	2,430	3,606	5,526	7,039
财务费用	1,443	1,655	2,124	2,751
加:其他收益	861	801	953	1,092
投资净收益	146	67	76	73
公允价值变动	1,922	0	0	0
减值损失	(1,308)	(908)	(1,150)	(1,450)
资产处置收益	5	0	0	0
营业利润	**2,345**	**1,086**	**1,774**	**2,535**
营业外净收支	(92)	(46)	(25)	(20)
利润总额	**2,253**	**1,040**	**1,749**	**2,515**
减:所得税	(35)	62	149	214
净利润	**2,288**	**977**	**1,600**	**2,301**
减:少数股东损益	(95)	9	14	13
归属母公司净利润	**2,383**	**968**	**1,587**	**2,288**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.31	0.53	0.87	1.26
EBIT	1,728	2,695	3,873	5,265
EBITDA	5,273	8,952	11,568	14,206
毛利率(%)	16.17	15.17	15.37	15.49
归母净利率(%)	5.29	1.45	1.67	1.89
收入增长率(%)	27.35	48.16	42.69	27.37
归母净利润增长率(%)	97.49	(59.38)	63.89	44.22

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,624	12,809	11,900	20,419
投资活动现金流	(10,296)	(15,431)	(14,349)	(11,067)
筹资活动现金流	7,240	4,567	12,442	12,972
现金净增加额	250	1,844	9,993	22,323
折旧和摊销	3,545	6,258	7,695	8,940
资本开支	(10,127)	(15,743)	(13,615)	(10,410)
营运资本变动	(3,085)	2,650	(992)	4,457

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	16.05	16.35	17.12	18.23
最新发行在外股份（百万股）	1,814	1,814	1,814	1,814
ROIC(%)	2.19	2.84	3.50	4.06
ROE-摊薄(%)	8.18	3.26	5.11	6.92
资产负债率(%)	70.99	76.17	79.62	81.96
P/E（现价&最新股本摊薄）	22.93	56.44	34.44	23.88
P/B（现价）	1.88	1.84	1.76	1.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仅供内部参考，请勿外传

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn