

容百科技（688005.SH）-2022 年年报点评

四季度盈利稳步修复，正极业务持续拓展

买入

核心观点

公司2022年实现净利润13.53亿元，同比+49%。公司2022年实现营收301.23亿元，同比+194%，对应Q4实现营收108.43亿元，同比+171%，环比+40%。公司2022年实现归母净利润13.53亿元，同比+49%，对应Q4实现归母净利润4.35亿元，同比+20%，环比+139%。公司2022年毛利率为9.26%，同比-6.08pct；对应Q4毛利率为7.86%，同比-8.81pct、环比+2.00pct。

正极销量快速提升，产能扩张扎实推进。公司2022年正极业务营收达到272.47亿元，同比+185%；单吨售价为30.6万元，同比+12.3万元。公司2022年正极销量达到8.9万吨，同比+70%；对应Q4销量约为3.1万吨左右，环比+30%以上。得益于海外电动车市场在2022Q4需求快速复苏，公司Q4销量环比提升明显。公司2022年底三元正极产能达到25万吨，韩国基地已建成年产2万吨高镍正极产能，产线已完成日韩欧美主流客户的审核验证，具备放量基础。展望2023年，伴随产能的持续爬升以及海外需求的持续修复，公司正极销量有望达到14万吨左右。

公司盈利能力同比略有下行，主要系Q3原材料库存对盈利产生消极影响。公司2022年正极业务毛利率为8.6%，同比-6.8pct；单吨净利约为1.5万元，同比下滑0.2万元以上。公司2022Q4正极单吨净利约为1.4万元，环比+0.6万元以上。公司2022Q3在原材料价格波动下，高价库存对收益产生了消极影响，Q4公司经营稳定、产能利用率进一步提升，盈利能力稳步修复。

公司多体系快速布局，打造正极平台化企业。三元正极方面，2022年公司高镍低钴、超高镍等前沿材料已实现千吨级出货。2023年公司推动能量密度更高的9系超高镍产品大规模量产，并完成高电压高镍材料以及NCA品线开拓。钠电正极方面，公司2022年销售量累计达到几十吨，现有建成产能1.5万吨。公司全面布局了三个技术方向，并已与十余家下游客户完成送样验证，量产进度处于行业领先水平。磷酸锰铁锂方面，公司2022年通过收购斯科兰德，正式布局磷酸锰铁锂领域，现有产能6200吨。公司磷酸锰铁锂得到国内外多家主流客户认证，2022年销量达到1000吨以上。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；高镍需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。基于新能源车销量增速放缓及正极加工费同比下行的变化，我们下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为16.98/21.76/27.87亿元（原预测2023-2024年为22.78/30.05亿元），同比+26/28/28%，EPS为3.77/4.83/6.18元，当前PE为18/14/11倍。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,259	30,123	33,014	36,061	42,892
(+/-%)	170.4%	193.6%	9.6%	9.2%	18.9%
净利润(百万元)	911	1353	1698	2176	2787
(+/-%)	327.6%	48.5%	25.5%	28.2%	28.1%
每股收益(元)	2.03	3.00	3.77	4.83	6.18
EBIT Margin	8.6%	5.8%	6.6%	8.2%	8.5%
净资产收益率(ROE)	18.4%	19.1%	18.2%	19.5%	21.1%
市盈率(PE)	33.4	22.6	18.0	14.1	11.0
EV/EBITDA	37.4	23.0	18.0	13.2	11.2
市净率(PB)	5.60	3.58	2.99	2.53	2.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全
010-88005313 021-60375434
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	67.94元
总市值/流通市值	30633/19052百万元
52周最高价/最低价	168.00/66.01元
近3个月日均成交额	366.18百万元

市场走势



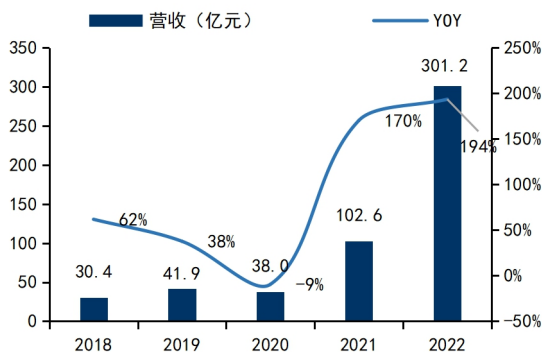
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《容百科技（688005.SH）-原料价格波动短期影响盈利水平，出货量环比稳定提升》——2022-10-21
《容百科技（688005.SH）-2022年中报业绩点评-盈利稳步提升，多正极体系布局快速推进》——2022-09-01
《容百科技（688005.SH）-正极出货稳定增长，领先布局固态电池市场》——2022-05-06
《容百科技（688005.SH）-产能放量业绩大幅增长 夯实高镍正极龙头地位》——2022-04-05
《容百科技-688005-2021年三季报点评：正极量利双升，扩产巩固地位》——2021-10-30

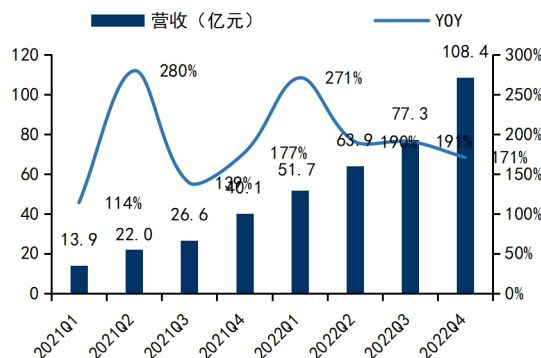
公司 2022 年实现营收 301.23 亿元，同比+194%，对应 Q4 实现营收 108.43 亿元，同比+171%，环比+40%。公司 2022 年实现归母净利润 13.53 亿元，同比+49%，对应 Q4 实现归母净利润 4.35 亿元，同比+20%，环比+139%。公司 2022 年毛利率为 9.26%，同比-6.08pct；对应 Q4 毛利率为 7.86%，同比-8.81pct、环比+2.00pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



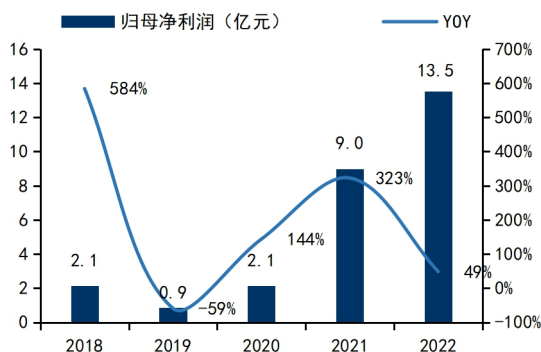
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



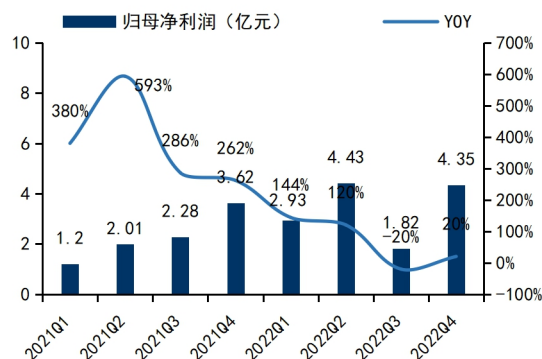
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

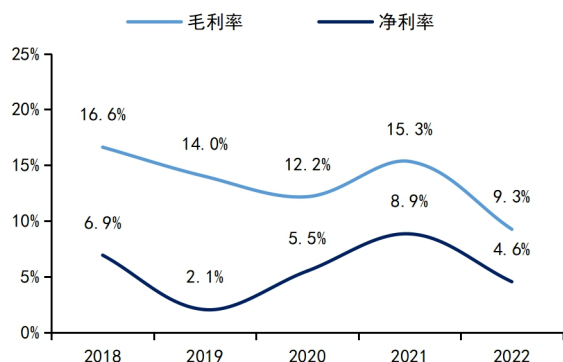


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比显著下降。公司 2022 年期间费用率为 3.28%，同比-3.01pct。公司 2022 年销售/管理/研发/财务费率分别为 0.14%（-0.17pct）、1.47%（-1.24pct）、1.62%（-1.88pct）、0.06%（+0.30pct）。

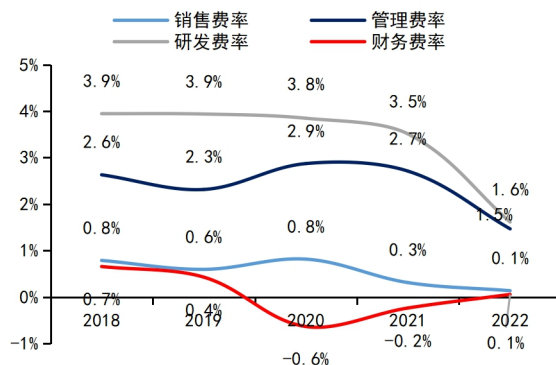
公司 2022 年计提资产减值损失 0.58 亿元，同比增加 0.5 亿元。公司 2022 年计提信用减值损失 0.38 亿元，同比增加 1.13 亿元。公司 2022 年投资净收益为-0.98 亿元，同比减少 0.84 元，主要系进行了应收票据贴现回笼资金。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

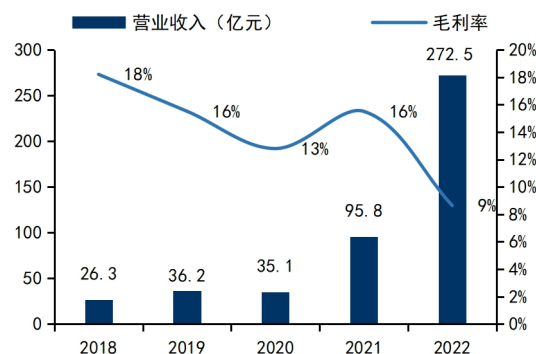
受益新能源车市场需求提升，公司正极销量增长迅速。公司2022年正极业务营收达到272.47亿元，同比+185%；单吨售价为30.6万元，同比+12.3万元。公司2022年正极销量达到8.9万吨，同比+70%；对应Q4销量约为3.1万吨左右，环比+30%以上。得益于海外电动车市场在2022Q4需求快速复苏，公司Q4销量环比提升明显。

公司2022年盈利同比略有下行。公司2022年正极业务毛利率为8.6%，同比-6.8pct；单吨净利约为1.5万元，同比下滑0.2万元以上。公司2022Q4正极单吨净利约为1.4万元，环比+0.6万元以上。公司2022Q3在原材料价格波动下，高价库存对收益产生了消极影响，Q4公司经营稳定、产能利用率进一步提升，盈利能力稳步修复。

公司2022年韩国、贵州、仙桃生产基地逐步建成，2022年底三元正极产能达到25万吨。公司韩国忠州基地已建成年产2万吨高镍正极产能，产线已完成日韩欧美主流客户的审核验证，具备放量基础。

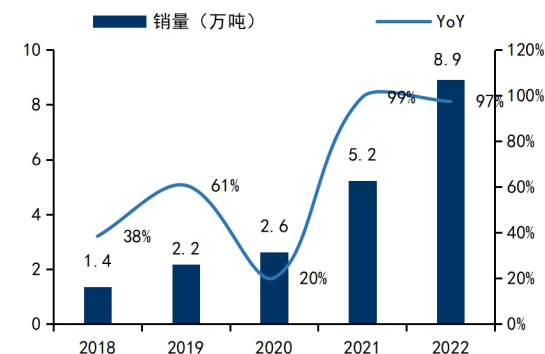
展望2023年，伴随产能的持续爬升以及海外需求的持续修复，公司正极销量有望达到14万吨左右。

图7：公司正极材料营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司正极材料销量（万吨、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三元正极：公司产品持续优化，行业龙头地位稳固。2022 年公司高镍三元正极材料国内市占率为 33%，连续三年行业第一。2022 年，公司高镍低钴、超高镍等前沿材料已实现千吨级出货。2023 年，公司将推动能量密度更高的 9 系超高镍产品大规模量产，并完成高电压高镍材料以及 NCA 品线开拓，打造全面的高镍产品序列。

钠电正极：技术路线全面布局，客户验证加速推进。公司 2022 年钠电正极销售量累计达到几十吨，现有建成产能 1.5 万吨。公司全面布局了层状氧化物、普鲁士蓝/白及聚阴离子三个技术方向，并已与几十余家下游客户完成送样验证，量产进度处于行业领先水平。

磷酸锰铁锂：并购整合布局，量产速度行业领先。公司 2022 年通过收购斯科兰德，正式布局磷酸锰铁锂领域，现有产能 6200 吨。公司磷酸锰铁锂得到国内外多家主流客户认证，2022 年销量达到 1000 吨以上。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

基于新能源车销量增速放缓及正极加工费同比下行的变化，我们下调盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 16.98/21.76/27.87 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 22.78/30.05 亿元），同比+26/28/28%，EPS 分别为 3.77/4.83/6.18 元，当前 PE 为 18/14/11 倍，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表（2022 年 3 月 29 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (2021A)	PEG (2022E)	投资评级
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E			
688005	容百科技	67.94	306.33	2.03	3.00	3.77	4.83	6.18	22.64	18.04	14.08	16.78	0.15	买入
688778	厦钨新能	72.30	217.30	2.21	4.10	6.02	7.64	32.75	17.63	12.01	9.46	14.87	0.17	买入
300073	当升科技	57.80	292.76	2.15	4.10	4.68	5.99	26.83	14.11	12.35	9.66	11.55	0.12	买入
688779	长远锂科	14.82	285.91	0.36	0.84	1.07	1.35	40.81	17.70	13.84	11.00	10.74	0.06	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2585	5001	5000	6000	7000	营业收入	10259	30123	33014	36061	42892
应收款项	1852	4184	3166	3655	4465	营业成本	8685	27332	29688	31923	37874
存货净额	1668	3297	3166	3655	4465	营业税金及附加	20	58	66	72	86
其他流动资产	2715	3792	4453	4788	4545	销售费用	32	42	43	43	43
流动资产合计	9252	17117	16728	19098	21641	管理费用	278	442	502	528	581
固定资产	4739	7190	11253	12874	17355	研发费用	360	487	545	577	665
无形资产及其他	391	573	550	527	504	财务费用	(24)	17	130	373	413
其他长期资产	286	642	660	721	858	投资收益	(14)	(98)	(50)	(20)	(10)
长期股权投资	32	139	139	139	139	资产减值及公允价值变动	67	(97)	(80)	(20)	(10)
资产总计	14701	25660	29330	33359	40497	其他收入	(14)	165	143	43	33
短期借款及交易性金融负债	597	2360	10704	12545	16279	营业利润	1016	1618	1975	2528	3234
应付款项	6875	11430	3988	4237	4998	营业外净收支	(3)	(36)	0	0	0
其他流动负债	909	305	1482	1574	1854	利润总额	1013	1583	1975	2528	3234
流动负债合计	8398	14176	16174	18356	23132	所得税费用	104	208	267	341	437
长期借款及应付债券	643	2678	2678	2678	2678	少数股东损益	3	(21)	10	10	10
其他长期负债	228	254	218	218	218	归属于母公司净利润	911	1353	1698	2176	2787
长期负债合计	870	2932	2896	2896	2896	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	9268	17108	19070	21252	26027	净利润	911	1353	1698	2176	2787
少数股东权益	4	1588	1598	1608	1618	资产减值准备	84	20	20	20	10
股东权益	5429	6965	8663	10499	12852	折旧摊销	178	314	574	994	1387
负债和股东权益总计	14701	25660	29330	33359	40497	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(24)	17	130	373	413
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	2371	(1606)	(5959)	(1028)	(501)
每股收益	2.03	3.00	3.77	4.83	6.18	其它	(3736)	(322)	134	383	423
每股红利	0.21	0.00	0.75	0.97	1.24	经营活动现金流	(192)	(241)	(3533)	2544	4106
每股净资产	12.13	18.97	22.76	26.85	32.09	资本开支	(1904)	(3091)	(4614)	(2592)	(5846)
ROIC	15%	16%	11%	10%	11%	其它投资现金流	149	28	(68)	(81)	(147)
ROE	18%	19%	18%	20%	21%	投资活动现金流	(1755)	(3062)	(4683)	(2673)	(5992)
毛利率	15%	9%	10%	11%	12%	权益性融资	74	274	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	7%	8%	9%	负债净变化	1838	4312	8344	1841	3734
EBITDA Margin	10%	7%	8%	11%	12%	支付股利、利息	(40)	(92)	0	(340)	(435)
收入增长	170%	194%	10%	9%	19%	其它融资现金流	1204	2277	8344	1841	3734
净利润增长率	328%	49%	25%	28%	28%	融资活动现金流	1897	4477	8215	1129	2886
资产负债率	63%	67%	65%	64%	64%	现金净变动	(51)	1174	(1)	1000	1000
息率	0.3%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	1407	2585	5001	5000	6000
P/E	33.41	22.64	18.04	14.08	10.99	货币资金的期末余额	2585	5001	5000	6000	7000
P/B	5.60	3.58	2.99	2.53	2.12	企业自由现金流	1438	(2853)	(8101)	(83)	(1788)
EV/EBITDA	37.37	23.00	17.95	13.19	11.21	权益自由现金流	3298	1444	131	1435	1589

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032