

容百科技 (688005)

2022 年报点评: 业绩符合预期, 23 年盈利预计基本维持

买入 (维持)

2023 年 03 月 29 日

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
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

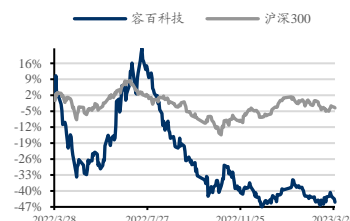
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 30,123 | 34,895 | 38,657 | 48,125 |
| 同比 | 194% | 16% | 11% | 24% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,353 | 1,709 | 2,236 | 3,004 |
| 同比 | 49% | 26% | 31% | 34% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 3.00 | 3.79 | 4.96 | 6.66 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 23.16 | 18.33 | 14.02 | 10.43 |

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **2022 年归母净利润 13.53 亿元, 同比增长 48.54%, 业绩预告中值, 符合市场预期。**2022 年公司营收 301.23 亿元, 同比增长 193.62%; 归母净利润 13.53 亿元, 同比增长 48.54%; 扣非净利润 13.17 亿元, 同比增长 62.92%; 22 年毛利率为 9.26%, 同比下降 6.08pct; 净利率为 4.56%, 同比下降 4.29pct。此前公司预告 2022 年归母净利润 13.2-14.0 亿元, 业绩预告中值, 符合市场预期。
- **2022 年出货近 9 万吨, 2023 年预期 50%以上增长。**出货端来看, 2022 年全年正极出货 8.9 万吨, 同比增长 70%, 其中 Q4 出货达 3 万吨以上, 环比增长 30%; 公司现有产能 25 万吨, 其中韩国产能 2 万吨, 我们预计 2023 年出货有望达 14 万吨, 维持 50%以上增长。此外公司新技术进展顺利, 高镍低钴、超高镍 9 系等已实现千吨级出货, LMFP 出货近千吨, 钠电累计出货几十吨级, 公司现有 LMFP 产能 0.62 万吨, 钠电正极产能 1.5 万吨, 23 年预计实现大规模量产。
- **2023 年加工费正常年降、单位净利预计维持 1.2-1.3 万元/吨。**盈利方面, 公司全年单吨净利近 1.5 万元, 其中 Q4 单吨利润 1.4 万元左右, 环比增长 80%以上, 恢复至正常水平。2023 年我们预计三元正极加工费正常年降, 公司库存管理趋于稳健, 2023 年单吨利润有望达 1.2-1.3 万元。
- **2022 年费用率显著降低, 经营性现金流承压。**2022 年公司费用 10 亿元, 期间费用率 3%, 同比降低 3pct。2022 年底存货 33 亿元, 较 Q3 末基本维持稳定; 应收账款 38 亿元, 较年初增长 106%; 2022 年经营活动净现金流净额-2.4 亿元, 同比降低 26%。
- **盈利预测与投资评级:** 由于正极加工费年降, 我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 17.09/22.36/30.04 亿元 (23/24 年原预期 20.07/27.16 亿元), 同增 26%/31%/34%, 对应 PE 为 18x/14x/10x, 考虑公司作为三元正极龙头, 销量持续提升, 海外布局优势明显, 给予 2023 年 25xPE, 目标价 94.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 69.50 |
| 一年最低/最高价 | 66.01/168.00 |
| 市净率(倍) | 4.88 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,489.13 |
| 总市值(百万元) | 31,336.39 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 14.24 |
| 资产负债率(% ,LF) | 67.45 |
| 总股本(百万股) | 450.88 |
| 流通 A 股(百万股) | 280.42 |

相关研究

《容百科技(688005): 2022 年业绩预告点评: Q4 盈利水平恢复, 业绩符合市场预期》

2022-12-28

《容百科技(688005): 2022 年三季报点评: 业绩符合市场预期, Q4 需求有望环比高增长》

2022-10-21

2022 年公司实现归母净利润 13.53 亿元，同比增长 48.54%，业绩预告中值，符合市场预期。2022 年公司营收 301.23 亿元，同比增长 193.62%；归母净利润 13.53 亿元，同比增长 48.54%；扣非净利润 13.17 亿元，同比增长 62.92%；22 年毛利率为 9.26%，同比下降 6.08pct；净利率为 4.56%，同比下降 4.29pct。此前公司预告 2022 年归母净利润 13.2-14.0 亿元，业绩预告中值，符合市场预期。

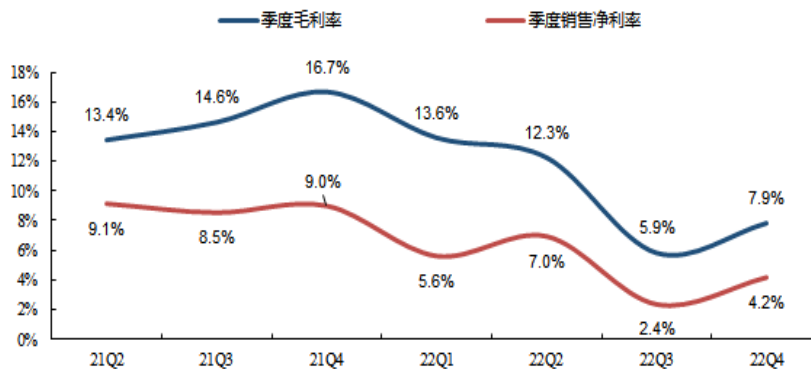
2022 年 Q4 归母净利润 4.35 亿元，环比高增。2022 年 Q4 公司实现营收 108.43 亿元，同比增加 170.56%，环比增长 40.33%；归母净利润 4.35 亿元，同比增长 20.09%，环比增长 138.82%，扣非归母净利润 4.06 亿元，同比增长 19.59%，环比增长 115.4%。盈利能力方面，2022Q4 毛利率为 7.86%，同比下降 8.8pct，环比增长 2pct；归母净利率 4.01%，同比下降 5.03pct，环比增长 1.65pct；2022Q4 扣非净利率 3.74%，同比下降 4.72pct，环比提升 1.3pct。

图1: 公司分季度业绩拆分情况 (百万元)

| | 2022Q4 | 2022Q3 | 2022Q2 | 2022Q1 |
|--------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 10,843.1 | 7,726.8 | 6,384.9 | 5,168.3 |
| -同比 | 170.56% | 190.58% | 190.46% | 270.75% |
| 毛利率 | 7.86% | 5.86% | 12.26% | 13.59% |
| 归母净利润(百万) | 435.1 | 182.2 | 443.4 | 292.5 |
| -同比 | 20.09% | -20.01% | 120.14% | 144.66% |
| 归母净利率 | 4.01% | 2.36% | 6.95% | 5.66% |
| 扣非归母净利润 (百万) | 405.7 | 188.3 | 426.39 | 296.32 |
| -同比 | 19.59% | -7.98% | 144.32% | 230.01% |
| 扣非归母净利率 | 3.74% | 2.44% | 6.68% | 5.73% |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图2: 容百科技季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

业绩拆分来看，三元正极出货高增，前驱体销量下滑。2022年三元正极营收272.47亿元，同比增184.57%，销量8.9万吨，同比+70.13%，对应单吨售价31万元（含税），毛利率为8.64%，同比减6.87pct；前驱体营收1.31亿元，同比减14.77%，毛利率-2.94%，同比减6.39pct，相较2021年毛利转负；2022年前驱体产量2.3万吨，同比增17.41%；销售0.11万吨，同比减33.09%，库存量近0.1万吨，同比减53.57%。分子公司来看，随着湖北完成爬坡投产，湖北容百2022年营收134.37亿元，同比增102.60%，净利润11.45亿元，其中22H2净利润6.11亿元，环比+23.78；贵州容百营收71.08亿元，同比增156.69%，净利润3.15亿元。

图3：容百科技分业务营收拆分

| 科目 | 2022年 | | | | 2022H2 | | 2022H1 | |
|--------|--------------|---------|--------|----------|--------------|--------|--------------|--------|
| | 营业收入 (亿元) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 | 营业收入 (亿元) | 毛利率 |
| 三元正极材料 | 272.47 | 184.57% | 8.64% | -6.87pct | 169.08 | 5.86% | 103.39 | 12.55% |
| 前驱体 | 1.31 | -14.77% | -2.94% | -6.39pct | 0.13 | 51.25% | 1.18 | -8.91% |
| 其他 | 0.014 | 100.00% | 8.16% | 8.16pct | -0.186 | 19.12% | 0.2 | 18.07% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：容百科技子公司营收拆分

| 公司名称 | 2022年 | | | | 2022H2 | | 2022H1 | |
|------|--------------|---------|-------------|-------|--------------|-------------|--------------|-------|
| | 营业收入 (亿元) | 同比 | 净利润 (亿元) | 净利率 | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利率 |
| 湖北容百 | 134.37 | 102.60% | 11.45 | 8.52% | 49.98 | 6.11 | 84.39 | 6.33% |
| 贵州容百 | 71.08 | 156.69 | 3.15 | 4.43% | 49.97 | 1.81 | 21.11 | 6.35% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2022年正极出货近9万吨，2023年预期50%以上增长。出货端来看，2022年全年正极出货8.9万吨，同比增长70%，其中Q4出货达3万吨以上，环比增长30%；公司现有产能25万吨，其中韩国产能2万吨，我们预计2023年出货有望达14万吨，维持50%以上增长。

2023年正极加工费正常年降，单位净利预计维持1.2-1.3万元/吨。盈利方面，公司全年单吨净利近1.5万元，其中Q4单吨利润1.4万元左右，环比增长80%以上，恢复至正常水平。2023年我们预计三元正极加工费正常年降，公司库存管理趋于稳健，2023年单吨利润有望达1.2-1.3万元。

图5: 公司产品产销情况 (吨)

| 主要产品 | 单位 | 生产量 | 销售量 | 库存量 | 单吨 (万元/吨, 含税) |
|--------|----|--------|--------|-------|---------------|
| 三元正极材料 | 吨 | 91,402 | 89,050 | 4,157 | 31 |
| 前驱体 | 吨 | 22,897 | 1,130 | 974 | 12 |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司新技术进展顺利, 钠电正极、磷酸锰铁锂加速量产, 向平台化布局转型。基于高镍先发优势, 高镍低钴、超高镍 9 系等已实现千吨级出货, 23 年公司推动管 9 系超高镍产品大规模量产。锰铁锂 22 年出货近千吨, 销量排名第一, 现有锰铁锂产能 0.62 万吨, 23 年公司推动锰铁锂产品量产上车。钠电 22 年累计出货几十吨级, 现有钠电正极产能 1.5 万吨, 23 年公司规划 3.6 万吨产能, 预计实现大规模量产。

公司全年费用率显著下降, 整体费用控制良好。2022 年公司期间费用合计 9.88 亿元, 同比增长 53.19%, 费用率为 3.28%, 同比下降 3.01pct, 2022Q4 期间费用合计 2.5 亿元, 同比下降 10.37%, 环比增 23.19%, 期间费用率为 2.3%, 同比降 4.65pct, 环比降 0.32pct。2022 年销售费用 0.42 亿元, 销售费用率 0.14%, 同比下降 0.17pct; 管理费用 4.42 亿元, 管理费用率 1.47%, 同比下降 1.24pct; 财务费用 0.17 亿元, 财务费用率 0.06%, 同比增加 0.29pct; 研发费用 4.87 亿元, 研发费用率 1.62%, 同比下降 1.89pct。公司 2022 年计提资产减值损失 0.58 亿元; 计提信用减值损失 0.38 亿元。

图6: 容百科技季度费用情况

| 单位: 百万元 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 5.28 | 6.63 | 14.57 | 15.11 |
| -销售费用率 | 0.10% | 0.10% | 0.19% | 0.14% |
| 管理费用 | 89.11 | 117.82 | 105.18 | 130.25 |
| -管理费用率 | 1.72% | 1.85% | 1.36% | 1.20% |
| 研发费用 | 197.70 | 108.85 | 93.83 | 86.17 |
| -研发费用率 | 3.83% | 1.70% | 1.21% | 0.79% |
| 财务费用 | 2.44 | 7.89 | -10.98 | 18.04 |
| -财务费用率 | 0.05% | 0.12% | -0.14% | 0.17% |
| 期间费用 | 294.54 | 241.18 | 202.60 | 249.57 |
| -期间费用率 | 5.70% | 3.78% | 2.62% | 2.30% |
| 资产减值损失 | 1.58 | -17.61 | -1.77 | -40.59 |
| 信用减值损失 | -20.96 | -26.91 | 21.42 | -11.82 |

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

存货增加, 经营性现金流承压。2022 年公司存货为 32.97 亿元, 较年初增长 97.68%;

应收账款 37.93 亿元，较年初增长 105.76%；期末公司合同负债 0.81 亿元，较年初增长 428.23%。2022 年公司经营活动净现金流净额为-2.41 亿元，同比下降 25.61%；投资活动净现金流净额为-30.62 亿元，同比下降 74.45%；资本开支为 30.91 亿元，同比上升 62.32%；账面现金为 50.01 亿元，较年初增长 93.45%，短期借款 19.63 亿元，较年初增长 291.5%。

盈利预测与投资评级：由于正极加工费年降，我们下修公司 2023-2025 年归母净利润至 17.09/22.36/30.04 亿元（23/24 年原预期 20.07/27.16 亿元），同增 26%/31%/34%，对应 PE 为 18x/14x/10x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升，海外布局优势明显，给予 2023 年 25xPE，目标价 94.8 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

容百科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 17,117 | 27,274 | 30,008 | 38,394 | 营业总收入 | 30,123 | 34,895 | 38,657 | 48,125 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 5,071 | 9,463 | 10,455 | 14,117 | 营业成本(含金融类) | 27,332 | 31,520 | 34,617 | 43,105 |
| 经营性应收款项 | 8,414 | 12,067 | 13,269 | 16,519 | 税金及附加 | 58 | 52 | 58 | 72 |
| 存货 | 3,297 | 5,181 | 5,690 | 7,086 | 销售费用 | 42 | 52 | 58 | 72 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 442 | 523 | 580 | 626 |
| 其他流动资产 | 334 | 563 | 594 | 672 | 研发费用 | 487 | 558 | 619 | 722 |
| 非流动资产 | 8,544 | 10,476 | 12,207 | 13,171 | 财务费用 | 17 | 112 | 101 | 98 |
| 长期股权投资 | 139 | 149 | 159 | 169 | 加:其他收益 | 86 | 105 | 108 | 125 |
| 固定资产及使用权资产 | 4,616 | 5,755 | 6,994 | 8,267 | 投资净收益 | -98 | -122 | -77 | -5 |
| 在建工程 | 2,611 | 3,111 | 3,411 | 2,911 | 公允价值变动 | -18 | 0 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 573 | 856 | 1,039 | 1,222 | 减值损失 | -97 | -65 | -70 | -78 |
| 商誉 | 131 | 131 | 131 | 131 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 78 | 78 | 77 | 76 | 营业利润 | 1,618 | 1,995 | 2,596 | 3,483 |
| 其他非流动资产 | 396 | 396 | 396 | 396 | 营业外净收支 | -36 | -10 | 0 | 5 |
| 资产总计 | 25,660 | 37,750 | 42,215 | 51,565 | 利润总额 | 1,583 | 1,985 | 2,596 | 3,488 |
| 流动负债 | 14,176 | 24,557 | 26,959 | 33,540 | 减:所得税 | 208 | 258 | 337 | 453 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,360 | 100 | 100 | 100 | 净利润 | 1,374 | 1,727 | 2,258 | 3,035 |
| 经营性应付款项 | 11,430 | 13,181 | 14,476 | 18,026 | 减:少数股东损益 | 21 | 17 | 23 | 30 |
| 合同负债 | 81 | 6,304 | 6,923 | 8,621 | 归属母公司净利润 | 1,353 | 1,709 | 2,236 | 3,004 |
| 其他流动负债 | 305 | 4,972 | 5,460 | 6,794 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 3.00 | 3.79 | 4.96 | 6.66 |
| 非流动负债 | 2,932 | 2,932 | 2,932 | 2,932 | EBIT | 1,774 | 2,189 | 2,725 | 3,528 |
| 长期借款 | 2,678 | 2,678 | 2,678 | 2,678 | EBITDA | 2,110 | 2,869 | 3,705 | 4,774 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 9.26 | 9.67 | 10.45 | 10.43 |
| 租赁负债 | 19 | 19 | 19 | 19 | 归母净利率(%) | 4.49 | 4.90 | 5.78 | 6.24 |
| 其他非流动负债 | 235 | 235 | 235 | 235 | 收入增长率(%) | 193.62 | 15.84 | 10.78 | 24.49 |
| 负债合计 | 17,108 | 27,488 | 29,891 | 36,472 | 归母净利润增长率(%) | 48.54 | 26.32 | 30.80 | 34.37 |
| 归属母公司股东权益 | 6,965 | 8,657 | 10,696 | 13,435 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,588 | 1,605 | 1,628 | 1,658 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 8,552 | 10,262 | 12,324 | 15,093 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 25,660 | 37,750 | 42,215 | 51,565 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | -241 | 9,637 | 4,131 | 6,292 | 每股净资产(元) | 15.45 | 19.20 | 23.72 | 29.80 |
| 投资活动现金流 | -3,062 | -2,744 | -2,787 | -2,209 | 最新发行在外股份(百万股) | 451 | 451 | 451 | 451 |
| 筹资活动现金流 | 4,477 | -2,502 | -362 | -431 | ROIC(%) | 15.19 | 14.28 | 16.83 | 18.60 |
| 现金净增加额 | 1,191 | 4,391 | 982 | 3,652 | ROE-摊薄(%) | 19.43 | 19.75 | 20.90 | 22.36 |
| 折旧和摊销 | 336 | 679 | 979 | 1,245 | 资产负债率(%) | 66.67 | 72.82 | 70.81 | 70.73 |
| 资本开支 | -3,088 | -2,610 | -2,700 | -2,195 | P/E (现价&最新股本摊薄) | 23.16 | 18.33 | 14.02 | 10.43 |
| 营运资本变动 | -2,183 | 2,377 | 139 | 528 | P/B (现价) | 4.50 | 3.62 | 2.93 | 2.33 |

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。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

