

## 一季度业绩踩稳全年预期, 市占率逆势增长稳居第一

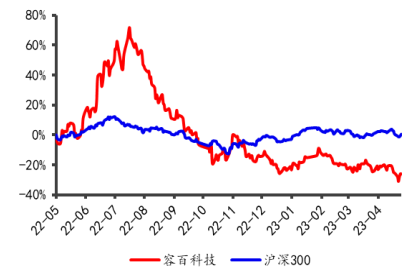
### 投资要点

- **事件:** 公司发布2023年一季报, 23Q1实现收入83.68亿元, 同比+62%, 环比-23%; 实现归母净利润3.1亿元, 同比-6%, 环比-29%。
- **正极销量同比高增, 开工率仅六成。** 2022年公司正极材料销售8.9万吨, 同比+70%; 对应22Q4正极材料销售约3.0万吨。23Q1正极材料销售2.6万吨, 同比+50%, 环比小幅下滑, 市占率维持第一。据BAIINFO披露, 23Q1三元材料开工率不足50%, 国内客户占比较高的三元材料供应商订单受损较为显著。当前, 公司有效产能约20万吨/年, 对应开工率约60%, 略领先于行业, 抵御风险能力较强, 在手订单相对稳定。预计随着新产能于2023年中落地投产, 公司年内有效产能有望达到25万吨/年, 对应下游约180GWh的电池需求, 彰显公司对于市占率稳中有进的规划与信心。考虑今年公司主要国内订单交付为主, 同时积极开拓海外客户。预计2023年国内订单需求随下游电动车销量增长, 达14万吨; 海外工厂2GWh产能投产后以小批量认证出货为主, 整体规模不足1万吨。
- **单位利润小幅下滑, 凸显公司业绩韧性。** 2022年公司正极材料单位利润达1.5万元/吨, 同比+11%; 对应22Q4单位利润接近1.5万元/吨。23Q1正极材料单位利润达1.2万元/吨, 较22Q4下滑, 主要系库存减值损失与票据贴现利息费增加导致。若加回, 单位利润有望达到2022年全年平均水平。据BAIINFO披露, 报告期内碳酸锂价格由50万元/吨下降至25万元/吨, 氢氧化锂价格由55万元/吨下降至35万元/吨, 在原材料大幅跌价的背景下, 公司产成品、库存原材料减值较为显著。但得益于公司在22Q3进行了库存策略调整, 同时基于长期供货协议与下游客户建立长期、稳定的战略合作伙伴关系, 公司存货资产由22Q2的32亿元(9亿元原材料库存)历史高点降至23Q1不足29亿元, 或主要为原材料库存下降, 此轮原材料减值损失得以一定程度收窄。随着当下电碳期货、现货均呈现触底反弹, 并考虑当下锂云母综合成本超过10万元/吨, 需求端维持景气, 碳酸锂价格年内或维持在15-20万元/吨水平, 因此22H2后减值风险较小。
- **坚定高镍路线, 同时扩展新型解决方案。** 23Q1, 公司继续坚持高镍路线, Ni90、NCA及超高镍系列产品累计出货超千吨。此外, 公司积极开拓新型正极解决方案, 磷酸锰铁锂产品在客户开发上已取得积极进展, 产能已完成改造并通过多家客户认证, 在中短期铁基性价比比较高的背景下为客户提供额外正极选项, 同客户多方位绑定。同时, 钠电正极材料已完成下游客户审厂认证, 除层状氧化物钠电正极材料外, 公司在普鲁士白及聚阴离子钠电正极材料领域同步持续进行开发。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为4.05元、4.85元、6.27元, 对应PE分别为16倍、14倍、11倍。因为(1)原材料锂盐价格下跌, 导致公司被迫以量补价;(2)行业整体产能规划积极, 供大于求, 未来产品涨价空间有限等原因, 我们下调对于2023-2025年公司归母净利润的预测, 且以上潜在利空因素均已被市场普遍消化。行业端看, 高镍三元路线凭借其高能量密

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.51
流通A股(亿股)	2.81
52周内股价区间(元)	60.91-168.00
总市值(亿元)	299.83
总资产(亿元)	254.53
每股净资产(元)	16.04

### 相关研究

1. 容百科技(688005): 展望22Q4盈利能力回归, 高镍路线终成主流 (2022-10-24)
2. 容百科技(688005): 单位利润环比高增, 展望22Q3三元需求回升 (2022-07-13)
3. 容百科技(688005): 前驱体业务扭亏为盈, 深度绑定上下游增强业绩确定性 (2022-03-30)

度的优势，持续被下游核心客户基于厚望，未来市占率提升预期强。公司端看，2023年规划目标积极，产品出海、产能出海持续落地，向上弹性增大；同时，考虑盈利能力处于历史较低水平，公司财务数据经历23Q1存货跌价减值后，仍反映出较强韧性，因此给予2023年21倍估值，对应目标价85.05元，上调至“买入”评级。

- **风险提示：**原材料供应紧张及价格波动带来减值风险，市场竞争加剧风险，产能扩张及产能利用率不足风险，快速增长带来的管理风险，核心技术泄密、技术人员流失风险，行业技术路线变动的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30123.00	28876.29	31950.79	39754.69
增长率	193.62%	-4.14%	10.65%	24.42%
归属母公司净利润（百万元）	1353.23	1826.40	2186.95	2829.12
增长率	48.54%	34.97%	19.74%	29.36%
每股收益EPS（元）	3.00	4.05	4.85	6.27
净资产收益率ROE	16.07%	18.49%	18.65%	20.02%
PE	22	16	14	11
PB	4.31	3.54	2.91	2.36

数据来源：Wind，西南证券



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司正极材料 2023-2025 年分别销售 13/16/20 万吨；

假设 2：碳酸锂、氢氧化锂等主要原材料价格下降，价格联动下导致正极材料单价下降，正极材料 2023-2025 年价格分别为 20/18/18 万元/吨；

假设 3：正极材料毛利率随原材料价格稳定修复，最终毛利率维持历史平均水平 12% 附近，单吨净利与 2022 年几乎持平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
正极材料	收入	27247	26000	28800	36000
	增速	185%	-5%	11%	25%
	毛利率	9%	12%	12%	12%
前驱体	收入	131	131	131	131
	增速	-15%	0%	0%	0%
	毛利率	-3%	0%	0%	0%
其他业务	收入	2745	2745	3020	3623
	增速	418%	0%	10%	20%
	毛利率	16%	16%	16%	16%
合计	收入	30123	28876	31951	39755
	增速	194%	-4%	11%	24%
	毛利率	9%	12%	12%	12%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 289 亿元 (-4%)、320 亿元 (+11%) 和 398 亿元 (+24%)，归母净利润分别为 18 亿元 (+35%)、22 亿元 (+20%)、28 亿元 (+29%)，EPS 分别为 4.05 元、4.85 元、6.27 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、14 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了锂电池行业 3 家上市公司作为估值参考，其中中伟股份为上游三元前驱体核心供应商，体量较大，且多品类覆盖；宁德时代和亿纬锂能为正极材料下游核心锂电池客户，市占率较高。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300919	中伟股份	415	61.91	2.30	3.38	4.80	5.69	29	18	13	11
300750	宁德时代	10149	396.88	12.58	10.63	14.11	18.22	31	22	16	13
300014	亿纬锂能	1341	65.55	1.72	2.98	4.50	5.99	51	22	15	11
平均值								37	21	15	12
688005	容百科技	300	66.48	3.00	4.05	4.85	6.27	22	16	14	11

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 16 倍，行业平均值为 21 倍，低于行业平均估值水平。考虑公司与下游客户已形成长期、良性、稳定的战略伙伴关系，市占率稳中有升，国内客户占比高，受地缘政治影响较小，销量、单价确定性较强；同时，公司业绩韧性较强，看好利润端进一步的弹性释放，给予 2023 年 21 倍估值，对应目标价 85.05 元，上调至“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	30123.00	28876.29	31950.79	39754.69	净利润	1374.32	1868.40	2232.95	2887.12
营业成本	27332.19	25317.08	28011.66	34854.94	折旧与摊销	330.45	386.89	386.89	386.89
营业税金及附加	58.35	55.93	61.89	77.01	财务费用	17.39	271.02	175.52	174.48
销售费用	41.60	43.31	47.93	59.63	资产减值损失	-58.39	150.00	100.00	50.00
管理费用	442.35	866.29	958.52	1192.64	经营营运资本变动	-1677.31	5274.10	774.25	739.81
财务费用	17.39	271.02	175.52	174.48	其他	-227.44	-36.14	-157.48	-3.98
资产减值损失	-58.39	150.00	100.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-240.98</b>	<b>7914.27</b>	<b>3512.12</b>	<b>4234.31</b>
投资收益	-97.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2664.11	-3000.00	-3000.00	-3000.00
公允价值变动损益	-17.69	0.00	0.00	0.00	其他	-398.22	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3062.33</b>	<b>-3000.00</b>	<b>-3000.00</b>	<b>-3000.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1618.45</b>	<b>2172.64</b>	<b>2595.27</b>	<b>3345.99</b>	短期借款	1461.93	-1963.45	0.00	0.00
其他非经营损益	-35.88	-25.06	-28.66	-27.46	长期借款	2035.47	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1582.57</b>	<b>2147.59</b>	<b>2566.60</b>	<b>3318.53</b>	股权融资	174.62	0.00	0.00	0.00
所得税	208.25	279.19	333.66	431.41	支付股利	-91.85	-270.65	-365.28	-437.39
净利润	1374.32	1868.40	2232.95	2887.12	其他	897.21	-713.19	-175.52	-174.48
少数股东损益	21.09	42.00	46.00	58.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4477.38</b>	<b>-2947.29</b>	<b>-540.80</b>	<b>-611.87</b>
归属母公司股东净利润	1353.23	1826.40	2186.95	2829.12	<b>现金流量净额</b>	<b>1191.47</b>	<b>1966.99</b>	<b>-28.68</b>	<b>622.45</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5001.17	6968.16	6939.48	7561.93	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5013.95	5634.63	6056.15	7445.70	销售收入增长率	193.62%	-4.14%	10.65%	24.42%
存货	3296.94	3060.53	3398.20	4222.21	营业利润增长率	59.28%	34.24%	19.45%	28.93%
其他流动资产	3804.45	335.27	363.48	435.08	净利润增长率	51.32%	35.95%	19.51%	29.30%
长期股权投资	138.69	138.69	138.69	138.69	EBITDA 增长率	66.93%	43.95%	11.56%	23.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7190.18	9870.74	12551.30	15231.85	毛利率	9.26%	12.33%	12.33%	12.32%
无形资产和开发支出	704.10	644.48	584.85	525.23	三费率	1.66%	4.09%	3.70%	3.59%
其他非流动资产	510.56	502.73	494.90	487.07	净利率	4.56%	6.47%	6.99%	7.26%
<b>资产总计</b>	<b>25660.05</b>	<b>27155.22</b>	<b>30527.05</b>	<b>36047.77</b>	ROE	16.07%	18.49%	18.65%	20.02%
短期借款	1963.45	0.00	0.00	0.00	ROA	5.36%	6.88%	7.31%	8.01%
应付和预收款项	11625.17	14017.45	15510.80	18554.32	ROIC	18.26%	22.34%	26.27%	26.43%
长期借款	2678.18	2678.18	2678.18	2678.18	EBITDA/销售收入	6.53%	9.80%	9.88%	9.83%
其他负债	840.91	355.16	365.98	393.44	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>17107.70</b>	<b>17050.79</b>	<b>18554.96</b>	<b>21625.94</b>	总资产周转率	1.49	1.09	1.11	1.19
股本	450.88	451.01	451.01	451.01	固定资产周转率	8.15	6.53	7.79	10.52
资本公积	3917.43	3917.30	3917.30	3917.30	应收账款周转率	10.55	6.77	6.65	7.24
留存收益	2638.43	4194.18	6015.85	8407.58	存货周转率	10.96	7.92	8.65	9.14
归属母公司股东权益	6964.67	8474.76	10296.42	12688.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.83%	—	—	—
少数股东权益	1587.67	1629.67	1675.67	1733.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8552.34</b>	<b>10104.43</b>	<b>11972.09</b>	<b>14421.83</b>	资产负债率	66.67%	62.79%	60.78%	59.99%
负债和股东权益合计	25660.05	27155.22	30527.05	36047.77	带息债务/总负债	27.13%	15.71%	14.43%	12.38%
					流动比率	1.21	1.13	1.07	1.05
					速动比率	0.97	0.92	0.86	0.83
					股利支付率	6.79%	14.82%	16.70%	15.46%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1966.28	2830.56	3157.68	3907.36	每股收益	3.00	4.05	4.85	6.27
PE	22.16	16.42	13.71	10.60	每股净资产	15.44	18.79	22.83	28.13
PB	4.31	3.54	2.91	2.36	每股经营现金	-0.53	17.55	7.79	9.39
PS	1.00	1.04	0.94	0.75	每股股利	0.20	0.60	0.81	0.97
EV/EBITDA	15.01	8.90	7.99	6.30					
股息率	0.31%	0.90%	1.22%	1.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn