

2021 年 04 月 18 日

盈利拐点已现，高镍龙头启航  
买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3795	10169	16332	22003
同比（%）	-9%	168%	61%	35%
归母净利润（百万元）	213	601	1056	1580
同比（%）	144%	182%	76%	50%
每股收益（元/股）	0.48	1.36	2.38	3.56
P/E（倍）	118.17	41.89	23.85	15.94

投资要点

■ 2020 年公司归母净利润 2.13 亿元，同比增长 143.7%，符合市场预期。2020 年公司营收 37.95 亿元，同比降 9.4%；归母净利润 2.13 亿元，同比增长 143.7%；扣非净利润 1.6 亿元，同比增长 183.7%，非经常性损益主要为 0.51 亿元的坏账准备收回；Q4 净利润环比大增，盈利拐点已现。2020 年公司实现营收 14.49 亿元，同比增加 32.7%，环比增长 30.03%；归母净利润 1 亿元，同比转正，环比增长 68.22%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同比转正，环比增长 72.38%。

■ 高镍需求高增，公司充分受益，产品结构优化。公司 20 年正极销量 2.6 万吨，同比+20.2%，其中 NCM811 销量增长同比翻番。公司积极布局高镍技术，20 年低成本 NCM811、Ni90 及以上超高镍系列新品开发完成并推向市场，我们预计公司产品结构中高镍占比进一步提升。根据物理化学协会数据测算，公司在国内高镍正极市占率达到 47%，位居第一，我们预计公司将充分受益于下游高镍三元需求高增，出货量有望保持快速增长。

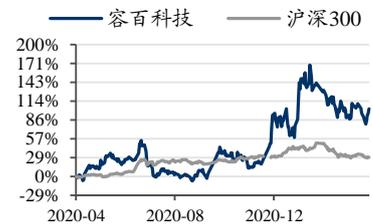
■ 产能利用率提升，公司盈利拐点已现。20 年公司出货 2.6 万吨，对应单吨净利达 0.6 万元/吨，其中公司上半年受疫情影响，产能利用率不足 50%，我们预计上半年公司单吨盈利达 6000 元/吨左右，下半年起产能利用率逐渐恢复，Q4 基本满产，我们预计 Q4 公司出货 0.9 万吨以上，单吨净利达 0.7 万元/吨以上，若加回 2 千万比克电池导致的经常性损失及新增费用，单吨净利恢复至 0.8 万/吨以上。根据公司一季报预告，我们预计公司 21Q1 单吨净利润 1.1 万元/吨以上（不考虑股权激励费用），盈利拐点已现。随着 21 年全年产能利用率的提升以及前驱体自供比例的进一步提高，我们预计 21 年全年净利润有望达到 1.2 万/吨左右，未来通过一体化布局及规模效应还将可能超预期。

■ 扩产提速+大客户放量，未来 2 年持续高增。公司现有产能 4 万吨以上，且公司 20 年 H2 启动湖北、贵州（规划 10 万吨，一期 1.5 万吨建成投产，二期 1.5 万吨启动）、韩国（2 万吨）三大制造基地的扩建，预计 21 年年底产能达到 12 万吨以上。我们预计今年公司出货 6 万吨左右，同比增长 130%+；22 年出货有望超 10 万吨，连续翻番。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时 21 年公司在韩国建设 2 万吨高镍产能配套海外客户，海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地，且海外大客户紧密接触中，海外占比 22 年将大幅提升。公司 25 年目标 30 万吨，远期市占率目标 30%，计划在欧洲和北美建设制造基地，服务国际战略客户。

■ 投资建议：公司为高镍正极龙头，产能利用率提升及一体化生产，盈利水平逐步恢复，未来几年有望维持高增长。我们基本维持前期盈利预测，预计 2021-2022 年归母净利 6.01/10.56 亿元，预计 23 年归母净利 15.8 亿元，同比增长 182%/76%/50%，对应 PE 为 42x/24x/16x，考虑正极格局好转，公司是高镍龙头，给予 21 年 60xPE，维持目标价 81.6 元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：销量及政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	56.80
一年最低/最高价	24.02/79.80
市净率(倍)	5.67
流通 A 股市值(百万元)	15563.79

基础数据

每股净资产(元)	10.02
资产负债率(%)	26.81
总股本(百万股)	447.38
流通 A 股(百万股)	274.01

相关研究

- 1、《容百科技（688005）业绩预告点评：业绩亮眼，单吨盈利持续向上》2021-03-09
- 2、《容百科技（688005）业绩预告：业绩基本符合预期，高镍龙头开启高增长》2021-01-31
- 3、《容百科技（688005）：锁定大客户和重视研发，铸就全球高镍龙头》2020-12-24

2020 年公司归母净利润 2.13 亿元，同比增长 143.7%，符合市场预期。2020 年公司营收 37.95 亿元，同比降 9.4%；归母净利润 2.13 亿元，同比增长 143.7%；扣非净利润 1.6 亿元，同比增长 183.7%，非经常性损益主要为 0.51 亿元的坏账准备收回；盈利能力方面，20 年毛利率为 12.18%，同比降 1.82pct；净利率为 5.52%，同比增加 3.45pct，主要由于 2019 年计提了较大金额的坏账准备，且 20 年公司单吨净利提升所致。

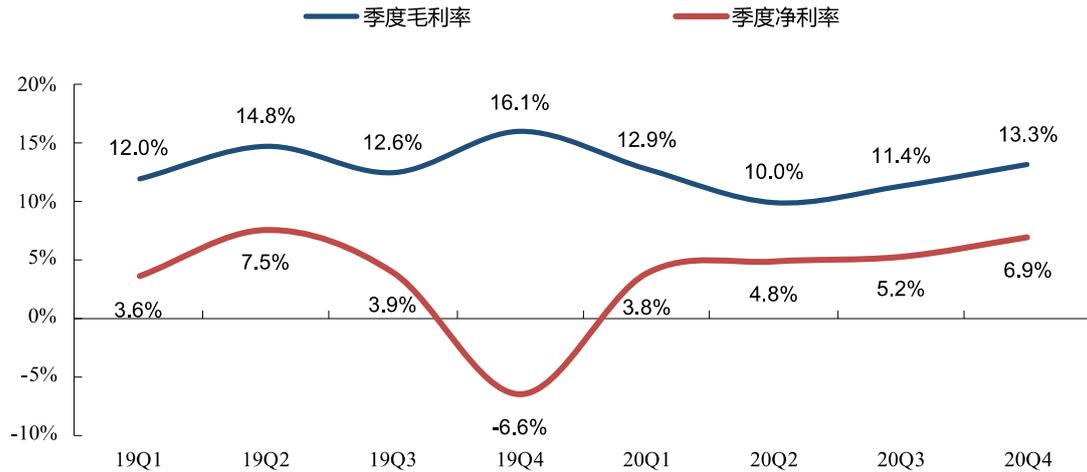
**Q4 净利润环比大增，盈利拐点已现。**20Q4 公司实现营收 14.49 亿元，同比增加 32.7%，环比增长 30.03%；归母净利润 1 亿元，同比转正，环比增长 68.22%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同比转正，环比增长 72.38%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 13.29%，同比降 2.82pct，环比增长 1.86pct；净利率 6.87%，同比增长 13.44pct，环比增长 1.56pct；Q4 扣非净利率 4.87%，同比提升 12.95pct，环比提升 1.2pct。公司 20Q4 计提资产减值损失 0.08 亿，同比降低 83.8%；转回信用减值损失 0.28 亿元。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
<b>营业收入(百万)</b>		<b>1,448.8</b>	<b>1,114.2</b>	<b>579.2</b>	<b>652.3</b>
<b>-同比</b>		<b>32.70%</b>	<b>-3.05%</b>	<b>-48.35%</b>	<b>-21.13%</b>
<b>毛利率</b>		<b>13.29%</b>	<b>11.43%</b>	<b>10.03%</b>	<b>12.89%</b>
<b>归母净利润(百万)</b>	<b>76.5-116.5</b>	<b>99.6</b>	<b>59.2</b>	<b>29.1</b>	<b>25.2</b>
<b>-同比</b>	<b>转正</b>	<b>转正</b>	<b>33.59%</b>	<b>-65.83%</b>	<b>-15.31%</b>
<b>归母净利率</b>		<b>6.87%</b>	<b>5.31%</b>	<b>5.02%</b>	<b>3.87%</b>
<b>扣非归母净利润(百万)</b>	<b>30.4-80.4</b>	<b>70.55</b>	<b>40.93</b>	<b>23.46</b>	<b>25.20</b>
<b>-同比</b>	<b>转正</b>	<b>转正</b>	<b>-2.32%</b>	<b>-68.87%</b>	<b>-7.94%</b>
<b>扣非归母净利率</b>		<b>4.87%</b>	<b>3.67%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.86%</b>

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

业务拆分看，正极业务下半年盈利明显恢复，前驱体亏损缩窄。1) 三元正极材料 20 年营收 35.14 亿元，同比减少-2.93%，20 年毛利率 12.8%，同比下降 2.72pct；其中 20 年 H2 三元正极材料收入 23.35 亿元，环比增 98%，毛利率 13.4%，环比增 1.78pct；2) 前驱体 20 年全年营收 1.2 亿元，同比减少 70.71%，毛利率-0.07%，同比下降 5.03pct，销售收入下降主要由于客户阶段性产品需求变动；其中 20 年 H2 前驱体收入 0.88 亿元，环比增 175%，毛利率达 1.5%，环比增 5.88pct；3) 其他业务 20 年营收 0.05 亿元，同比降低 84.9%，毛利率为-15.3%，同比下降 43.44pct。

图 3: 公司分业务拆分

	2020年				2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
三元正极材料	35.14	-2.93%	12.8%	-2.72 pct	23.35	13.40%	11.79	11.62%
前驱体	1.20	-70.71%	-0.07%	5.03 pct	0.88	1.50%	0.32	-4.38%
其他	0.05	-84.9%	-15.3%	-43.44 pct	-0.15	47.18%	0.2	31.55%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

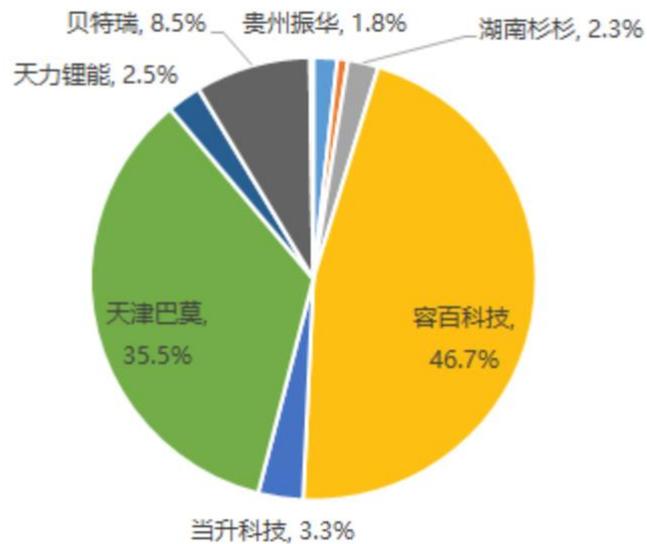
图 4: 公司分地区拆分

	2020年				2019	
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率
国内地区	35.78	-7.21%	12.5%	-2.63 pct	38.56	15.09%
国外地区	0.61	-71.09%	5.18%	0.23 pct	2.11	4.95%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

高镍需求高增，公司充分受益，产品结构优化。公司20年正极销量2.6万吨，同比+20.2%，其中NCM811销量增长同比翻番。公司积极布局高镍技术，20年低成本NCM811、Ni90及以上超高镍系列新品开发完成并推向市场，我们预计公司产品结构中高镍占比进一步提升。根据物理化学协会数据测算，公司在国内高镍正极市占率达到47%，位居第一，我们预计公司将充分受益于下游高镍三元需求高增，出货量有望保持快速增长。

图 5：20 年 811 正极厂商市占率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 6: 公司单吨盈利情况

	2020年					2019	
	销量 (吨)	同比	产销比	单吨售价 (万元)	单吨毛利润 (万元)	销量 (吨)	单吨毛利润 (万元)
三元正极材料	26267	20.2%	91.9%	13.38	1.71	21854	2.57
前驱体	1712	-62.8%	30.1%	7.03		4606	0.44

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

产能利用率提升, 公司盈利拐点已现。20 年公司出货 2.6 万吨, 对应单吨净利达 0.6 万元/吨, 其中公司上半年受疫情影响, 产能利用率不足 50%, 我们预计上半年公司单吨盈利达 6000 元/吨左右, 下半年起产能利用率逐渐恢复, Q4 基本满产, 我们预计 Q4 公司出货 0.9 万吨以上, 单吨净利达 0.7 万元/吨以上, 若加回 2 千万比克电池导致的经常性损失及新增费用, 单吨净利恢复至 0.8 万/吨以上。根据公司一季报预告, 我们预计公司 21Q1 单吨净利润 1.1 万元/吨以上 (不考虑股权激励费用), 盈利拐点已现。随着 21 年全年产能利用率的提升以及前驱体自供比例的进一步提高, 我们预计 21 年全年净利润有望达到 1.2 万/吨左右, 未来通过一体化布局及规模效应还将可能超预期。

图 7: 单吨利润测算

	20H1	20Q3	20Q4	20年合计	21Q1
产能 (万吨)	2.4	1.2	1.2	4.0	1.2
出货 (万吨)	0.8	0.8	1.0	2.6	0.9
扣非净利润 (亿元)	0.5	0.4	0.7	1.6	0.7-1
单吨净利 (万元/吨)	0.6	0.5	0.7	0.6	1.0

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

扩产提速+大客户放量, 未来 2 年持续高增。公司现有产能 4 万吨以上, 且公司 20 年 H2 启动湖北、贵州 (规划 10 万吨, 一期 1.5 万吨建成投产, 二期 1.5 万吨启动)、

韩国（2万吨）三大制造基地的扩建，预计21年年底产能达到12万吨以上。我们预计今年公司出货6万吨左右，同比增长130%+；22年出货有望超10万吨，连续翻番。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时21年公司在韩国建设2万吨高镍产能配套海外客户，海外客户拓展顺利，21年和22年订单将逐步落地，且海外大客户紧密接触中，海外占比22年将大幅提升。公司25年目标30万吨，远期市占率目标30%，计划在欧洲和北美建设制造基地，服务国际战略客户。

**前驱体产能加速落地，一体化增强公司竞争优势。**公司20年前驱体销量1712吨，同比-62.8%，主要系客户需求变动所致，下半年公司前驱体毛利率转正，全年亏损预计达0.7-0.8亿元左右。我们预计未来随着产能利用率提升与客户结构优化，有望扭亏为盈，贡献盈利。目前公司多款高镍前驱体新产品已通过多家下游客户认证并实现批量供货，进入国际主流供应链，NCM811系列前驱体新品批量供货优质客户，公司计划加快推进募投项目临山6万吨三元前驱体产能，其中1-1期年产3万吨预计于2021年底前实现部分投产，21年前驱体自供比例将从年初10%提升到30%，进一步增强公司成本优势。

**公司全年费用率保持平稳，转回部分信用减值损失。**2020年公司期间费用合计2.61亿元，同比降低14.5%，费用率为6.88%，同比降低0.41pct。2020年销售费用0.3亿元，销售费用率0.8%，同比增0.2pct；管理费用1.1亿元，管理费用率2.9%，同比降3.4pct；财务费用-0.2亿元，财务费用率-0.6%，同比降1.1pct；研发费用1.5亿元，研发费用率3.8%，同比降0.1pct。20Q4三费合计1.1亿元，同比增长44.91%，环比增138.14%，费用率为7.45%，同比增0.6pct，环比增3.4pct。公司2020年计提资产减值损失0.11亿，转回信用减值损失0.56亿，主要为坏账损失的转回。

图8：季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	5.61	5.42	8.42	11.16
-销售费用率	0.86%	0.94%	0.76%	0.77%
管理费用	20.12	24.27	22.71	41.77
-管理费用率	3.08%	4.19%	2.04%	2.88%
研发费用	36.15	22.30	28.88	58.71
-研发费用率	5.54%	3.85%	2.59%	4.05%
财务费用	-3.74	-2.11	-14.70	-3.76
-财务费用率	-0.57%	-0.37%	-1.32%	-0.26%
期间费用	58.15	49.88	45.30	107.89
-期间费用率	8.91%	8.61%	4.07%	7.45%
资产减值损失	-1.65	-1.37	0.08	-7.62
信用减值损失	7.64	27.51	-6.55	27.74

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**公司经营活动现金流大幅改善,在手现金充裕。**截至2020年底公司存货为5.84亿,较年初降低1.07%;应收账款7.32亿,较年初降低16.5%;2020年公司经营活动净现金流为7.08亿,同比上升502.68%,主要系优质客户回款良好,客户结构优化;投资活动净现金流出2.06亿,同比下降61.57%,主要系理财产品到期收回所致;资本开支为3.14亿,同比上升19.42%。账面现金为14.07亿,较年初增长32.55%。

**盈利预测:** 公司为高镍正极龙头,产能利用率提升及一体化生产,盈利水平逐步恢复,未来几年有望维持高增长。我们基本维持前期盈利预测,预计2021-2022年归母净利润6.01/10.56亿元,预计23年归母净利15.8亿元,同比增长182%/76%/50%,对应PE为42x/24x/16x,考虑正极格局好转,公司是高镍龙头,给予21年60xPE,维持目标价81.6元,维持“买入”评级。

**风险提示:** 销量及政策不及预期。

## 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,034	6,426	9,439	12,333	<b>营业收入</b>	3,795	10,169	16,332	22,003
现金	1,407	1,017	1,633	2,200	减: 营业成本	3,333	8,703	13,897	18,670
应收账款	732	2,174	3,547	4,803	营业税金及附加	9	24	38	52
存货	584	1,533	2,453	3,300	销售费用	31	81	122	154
其他流动资产	1,234	1,511	1,507	1,630	管理费用	109	285	408	440
<b>非流动资产</b>	2,101	2,981	3,421	3,526	研发费用	146	386	621	836
长期股权投资	28	28	28	28	财务费用	-24	8	12	9
固定资产	1,207	1,599	2,154	2,373	资产减值损失	-46	15	31	33
无形资产	323	312	400	386	加: 投资净收益	3	10	10	10
其他非流动资产	543	1,042	840	739	其他收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	6,135	9,407	12,860	15,859	<b>营业利润</b>	253	717	1,251	1,868
<b>流动负债</b>	1,435	4,162	6,654	8,214	加: 营业外净收支	-20	-9	-8	-8
短期借款	9	454	739	270	<b>利润总额</b>	233	708	1,243	1,860
应付账款	666	1,739	2,777	3,730	减: 所得税费用	24	106	187	279
其他流动负债	760	1,969	3,138	4,213	少数股东损益	-4	1	1	2
<b>非流动负债</b>	209	209	209	209	<b>归属母公司净利润</b>	213	601	1,056	1,580
长期借款	9	9	9	9	EBITDA	373	845	1,423	2,073
其他非流动负债	201	201	201	201					
<b>负债合计</b>	1,645	4,372	6,863	8,423	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	7	8	9	10	每股收益 (元)	0.48	1.36	2.38	3.56
归属母公司股东权益	4,484	5,027	5,988	7,426	每股净资产 (元)	10.11	11.34	13.51	16.75
<b>负债和股东权益</b>	6,135	9,407	12,860	15,859	发行在外股份 (百万股)	443	447	447	447
					ROIC (%)	6.3%	11.6%	16.4%	21.3%
					ROE (%)	4.8%	12.0%	17.6%	21.3%
					毛利率 (%)	12.2%	14.4%	14.9%	15.1%
					销售净利率 (%)	5.5%	5.9%	6.5%	7.2%
					资产负债率 (%)	26.8%	46.5%	53.4%	53.1%
					收入增长率 (%)	-9.4%	168.0%	60.6%	34.7%
					净利润增长率 (%)	143.7%	182.1%	75.6%	49.6%
					P/E	118.17	41.89	23.85	15.94
					P/B	5.67	5.05	4.24	3.42
					EV/EBITDA	68	30	18	12

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

