

21Q1 季报点评: 盈利拐点确立, 龙头开启高增长

2021年04月29日

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

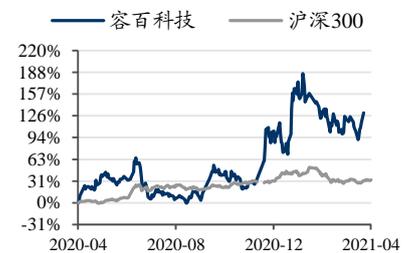
yuesy@dwzq.com.cn

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	602	1057	1581
同比 (%)	144%	183%	76%	50%
每股收益 (元/股)	0.48	1.35	2.36	3.54
P/E (倍)	136.45	48.27	27.49	18.38

投资要点

- **公司 21Q1 处于业绩预告上限, 符合市场预期。** 21Q1 公司实现营收 13.94 亿元, 同比增加 113.7%, 环比下降 3.78%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 373.95%, 环比增长 20.07%, 此前公司预告 Q1 归母净利润 0.9-1.2 亿元, 处于业绩预告上限; 扣非归母净利润 0.9 亿元, 同比增长 256.26%, 环比增长 27.28%, 其中公司计提约 0.15 亿元的股权激励费用, 若加回, 则扣非归母净利润超 1 亿元, 环比增长 40%+, 超市场预期。
- **库存收益叠加前驱体扭亏, Q1 单吨净利超预期。** 公司 21 年第一季度基本满产, 我们预计 Q1 公司出货量 8500 吨, 同比增长近 80%, 环比略降 6%, 主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面, 我们测算公司单吨扣非净利达 1.05 万/吨, 若加回 0.15 亿元左右的股权激励费用, Q1 单吨利润达到 1.2 万元/吨以上, 环比 Q4 提升 20%, 主要受益于 Q1 原材料涨价带来的部分低价库存收益, 以及前驱体环节扭亏增厚利润。我们预计公司全年单吨盈利有望维持 1-1.2 万/吨, 同比+70%以上并有进一步上升空间。
- **扩产提速+大客户放量, 未来 2 年持续高增, 高镍龙头地位稳固。** 公司目前产能 4 万吨, 6 月新增 2 万吨, Q3 新增 2 万吨, 年底规划达到 12 万。我们预计今年公司出货 6 万吨左右, 同比实现 130%+; 22 年出货有望超 10 万吨, 连续翻番。公司深度绑定宁德时代, 21H1 开始供 SK, 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%。
- **前驱体产能加速落地, 一体化增强公司竞争优势。** 公司 20 年前驱体亏损预计达 0.7-0.8 亿元左右, 21Q1 前驱体环节开始扭亏。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。
- **股权激励费用拉高费用率, 整体费用控制良好。** 21Q1 期间费用合计 1.1 亿元, 同比下降 293.22%, 环比增 4.15%, 费用率为 3.1%, 同比降 22.8pct, 环比增 0.2pct, 主要系计提股权激励费用影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比 -0.2pct/1.1pct/0.1pct/-1.8pct; 费用率分别为 0.8%/2.9%/-0.3%/4.1%。公司 21Q1 计提资产减值损失 16 万元, 转回信用减值损失 0.33 亿。
- **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 2021-2023 年归母净利润 6.02/10.57/15.8 亿元, 同比增长 183%/76%/50%, 对应 PE 为 48x/27x/18x, 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 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.00
一年最低/最高价	23.96/79.80
市净率(倍)	6.31
流通 A 股市值(百万元)	17811

基础数据

每股净资产(元)	10.31
资产负债率(%)	35.88
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) 2020 年年报点评: 盈利拐点已现, 高镍龙头启航》2021-04-18
- 2、《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
- 3、《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

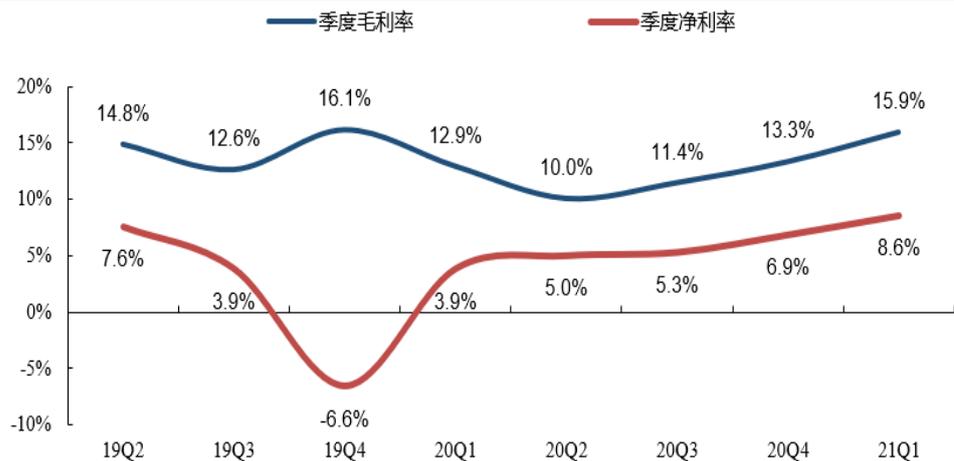
Q1 处于业绩预告上限，符合市场预期。 21Q1 公司实现营收 13.94 亿元，同比增加 113.7%，环比下降 3.78%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 373.95%，环比增长 20.07%，此前公司预告 Q1 归母净利润 0.9-1.2 亿元，处于业绩预告上限；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比增长 256.26%，环比增长 27.28%，其中公司计提约 0.15 亿元的股权激励费用，若加回，则扣非归母净利超 1 亿元，环比增长 40%+，超市场预期。盈利能力方面，Q1 毛利率为 15.9%，同比增长 3.01pct，环比增长 2.61pct；净利率 8.58%，同比增长 4.71pct，环比增长 1.7pct；Q1 扣非净利率 6.44%，同比提升 2.58pct，环比提升 1.57pct，主要系公司产能利用率提升、库存收益、前驱体自供率提升，盈利能力明显好转。

表 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,394.0	1,448.8	1,114.2	579.2	652.3
-同比	113.70%	32.70%	-3.05%	-48.35%	-21.13%
毛利率	15.90%	13.29%	11.43%	10.03%	12.89%
归母净利润(百万)	119.6	99.6	59.2	29.1	25.2
-同比	373.95%	238.84%	33.59%	-65.83%	-15.31%
归母净利率	8.58%	6.87%	5.31%	5.02%	3.87%
扣非归母净利润(百万)	89.79	70.55	40.93	23.46	25.20
-同比	256.26%	-180.01%	-2.32%	-68.87%	-7.94%
扣非归母净利率	6.44%	4.87%	3.67%	4.05%	3.86%

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

产能利用率提升叠加前驱体扭亏，Q1 单吨净利超预期。 公司 21 年第一季度基本满产，我们预计 Q1 公司出货约 8500 吨，同比增长近 80%，环比略降 6%，主要受春节和

邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，我们测算公司 Q1 单吨扣非净利达 1.05 万/吨，若加回 0.15 亿元左右的股权激励费用，Q1 单吨利润达到 1.2 万元/吨以上，环比 Q4 提升 20%，主要受益于 Q1 前驱体环节自供比例提升降本、前驱体扭亏增厚利润，以及原材料涨价带来的低价库存收益。我们预计随着前驱体自供比例的提高（10%到 30%）以及新产能投产，公司全年单吨盈利有望维持 1-1.2 万/吨，同比+70%以上。未来随着客户结构的改变，并加强一体化布局，单吨利润可维持且有进一步上升的空间。

表 2: 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	0.9
单吨净利 (万元/吨)	0.6	0.5	0.7	0.6	1.1

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，高镍龙头地位稳固。公司目前产能 4 万吨，6 月新增 2 万吨，Q3 新增 2 万吨，年底规划达到 12 万。我们预计今年公司出货 6 万吨左右，同比实现 130%+；22 年出货有望超 10 万吨，连续翻番。公司深度绑定宁德时代，21H1 开始供 SK，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%。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，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。

前驱体产能加速落地，一体化增强公司竞争优势。公司 20 年前驱体亏损预计达 0.7-0.8 亿元左右，21Q1 前驱体环节开始扭亏。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。

股权激励费用拉高费用率，整体费用控制良好。21Q1 期间费用合计 1.12 亿元，同比增加 93.22%，环比增 4.14%，费用率为 8.06%，同比降 0.85pct，环比增 0.61pct，主要

系计提股权激励费用影响；销售费用 0.09 亿元，销售费用率 0.66%，同比降 0.2pct，环比降 0.11pct；管理费用 0.58 亿元，管理费用率 4.19%，同比增 1.1pct，环比增 1.3pct；财务费用-0.07 亿元，财务费用率-0.51%，同比增 0.06pct，环比降 0.25pct；研发费用 0.52 亿元，研发费用率 3.73%，同比降 1.81pct，环比降 0.32pct。公司 21Q1 计提资产减值损失 16 万元，转回信用减值损失 0.33 亿。

表 3: 季度费用率

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	5.61	5.42	8.42	11.16	9.16
-销售费用率	0.86%	0.94%	0.76%	0.77%	0.66%
管理费用	20.12	24.27	22.71	41.77	58.37
-管理费用率	3.08%	4.19%	2.04%	2.88%	4.19%
研发费用	36.15	22.30	28.88	58.71	51.97
-研发费用率	5.54%	3.85%	2.59%	4.05%	3.73%
财务费用	-3.74	-2.11	-14.70	-3.76	-7.15
-财务费用率	-0.57%	-0.37%	-1.32%	-0.26%	-0.51%
期间费用	58.15	49.88	45.30	107.89	112.36
-期间费用率	8.91%	8.61%	4.07%	7.45%	8.06%
资产减值损失	-1.65	-1.37	0.08	-7.62	0.16
信用减值损失	7.64	27.51	-6.55	27.74	33.15

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营性现金流转负，资本开支大幅增加。截止 2021 年 Q1，公司存货为 7.23 亿，较年初增加 23.82%；应收账款 7.24 亿，较年初减少 1.01%；期末公司合同负债 0.37 亿元，较年初增长 13594.88%。2021 年 Q1 公司经营活动净现金流出 2.39 亿，同比-475.56%，主要由于一季度以现金结算的采购金额增加；投资活动净现金流为 2.05 亿，同比下降 9564.25%；资本开支为 1.39 亿，同比上升 163.62%。账面现金为 17.31 亿，较年初增长 23%。

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 2021-2023 年归母净利润 6.02/10.57/15.8 亿元，同比增长 183%/76%/50%，对应 PE 为 48x/27x/18x，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 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

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
流动资产	4,034	6,426	9,439	12,333	营业收入	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	营业费用	31	81	122	154
其他流动资产	1,234	1,511	1,507	1,630	管理费用	255	671	1,029	1,276
非流动资产	2,101	2,981	3,421	3,526	财务费用	-24	6	10	7
固定资产	1,207	1,599	2,154	2,373	加:投资净收益	3	10	10	10
无形资产	323	312	400	386	营业利润	253	718	1,253	1,870
其他非流动资产	543	1,042	840	739	加:营业外净收支	-20	-9	-8	-8
资产总计	6,135	9,407	12,860	15,859	利润总额	233	709	1,245	1,862
流动负债	1,435	4,162	6,654	8,214	减:所得税费用	24	106	187	279
短期借款	9	454	739	270	少数股东损益	-4	1	1	2
应付账款	666	1,739	2,777	3,730	归属母公司净利润	213	602	1,057	1,581
其他流动负债	760	1,969	3,138	4,213	EBIT	373	845	1,423	2,073
非流动负债	209	209	209	209	EBITDA	0.48	1.35	2.36	3.54
长期借款	9	9	9	9					
其他非流动负债	201	201	201	201	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	1,645	4,372	6,863	8,423	每股收益(元)	0.48	1.35	2.36	3.54
少数股东权益	7	8	9	10	每股净资产(元)	10.02	11.46	13.61	16.83
归属母公司股东权益	4,484	5,027	5,988	7,426	发行在外股份(百万股)	443	447	447	447
负债和股东权益	6,135	9,407	12,860	15,859	ROIC(%)	6.3%	11.6%	16.4%	21.3%
					ROE(%)	4.8%	11.8%	17.4%	21.0%
					毛利率(%)	12.2%	14.4%	14.9%	15.1%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.5%	5.9%	6.5%	7.2%
经营活动现金流	708	220	1,029	1,477	资产负债率(%)	26.8%	45.4%	52.6%	52.5%
投资活动现金流	-206	-990	-590	-290	收入增长率(%)	-9%	168%	61%	35%
筹资活动现金流	-298	380	177	-620	净利润增长率(%)	144%	183%	76%	50%
现金净增加额	204	-390	616	567	P/E	136.45	48.27	27.49	18.38
折旧和摊销	144	120	160	196	P/B	6.49	5.67	4.78	3.86
资本开支	314	1,000	600	300	EV/EBITDA	78	34	20	14
营运资本变动	350	-515	-221	-332					

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>