

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 买入 (维持)

2022 年 10 月 25 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

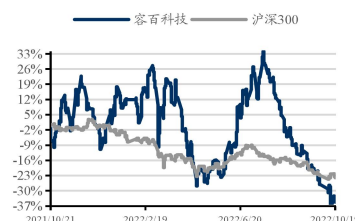
chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	10,259	26,021	38,075	44,451
同比	170%	154%	46%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	911	1,501	2,308	3,107
同比	328%	65%	54%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.02	3.33	5.12	6.89
P/E (现价&最新股本摊薄)	37.02	22.47	14.61	10.86

投资要点

- 2022 年 Q3 公司实现归母净利润 1.82 亿元, 环降 58.92%, 处于业绩预告中值, 符合市场预期。2022 年前三季度公司营收 192.8 亿元, 同增 208.41%; 归母净利 9.18 亿元, 同增 67.32%。22 年 Q3 公司营收 77.27 亿元, 同增 190.58%, 环增 21.02%; 归母净利 1.82 亿元, 同降 20.01%, 环降 58.92%, 扣非归母净利 1.88 亿元, 同降 7.98%, 环降 55.83%。
- 22 年 Q3 出货环增 30%+, Q4 需求加速恢复, 出货有望环增 60%, 全年实现高增长。公司 22Q3 出货达 2.3-2.4 万吨, 环增 30%+, 符合市场预期, 其中 9 月三元高镍需求明显恢复, 出货量超 1.1 万吨, 创历史新高; Q4 欧洲需求恢复, 高镍三元供不应求, 10 月排产 1.2 万吨, 环增近 10%, 公司预计 Q4 出货环增约 60%, 对应全年出货近 10 万吨, 同比接近翻倍, 2023 年出货有望达 18 万吨, 同增 80%。盈利方面, 我们测算公司 Q3 单吨扣非净利约 0.8 万, 若不计原材料库存损益, Q3 单吨利润有望达 1.5-1.6 万元; 原材料结算价格趋于稳定, 我们预计 Q4 单吨利润有望恢复至 1.5-1.6 万元, 23 年单吨利润有望维持 1.3 万元左右。
- 产能加速释放, 韩国产能和客户开发进展迅速, 海外客户预计开始放量。公司产能规划庞大, 当前产能达 15 万吨, 22 年底产能有望达 25 万吨, 其中韩国基地当前 0.5 万吨, 公司预计年底产能达 2 万吨, 产品出口欧美市场享受零关税政策, 产能稀缺性明显, 当前多家欧美日韩客户正在加速认证, 公司预计 23 年韩国基地出货量有望超万吨。公司计划 23 年底在韩建成 5 万吨产能, 24 年底建成 10 万吨产能。
- 锰铁锂产能加速扩建, 钠电开发处于行业领先, 中镍高电压产品有望放量。锰铁锂方面, 现有锰铁锂产能 6200 吨, 正在建设 5000 吨, 23 年底规划 10 万吨, 9 月出货量已超 200 吨, 我们预计 Q4 继续攀升, 23 年有望实现大批量出货。钠电材料方面, 公司已与几十余家下游客户完成送样验证, 9 月份出货超 10 吨, 现有产能 1.5 万吨, 计划 23 年底建成 3.6 万吨, 2024 年底建成 10 万吨, 23 年有望实现小批量出货。同时, 公司横向布局中镍高电压产品, 23 年有望放量。
- 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 22-24 年归母净利 15.01/23.08/31.07 亿元的预测, 同增 65%/54%/35%, 对应 PE 为 22x/15x/11x, 考虑公司作为三元正极龙头, 销量持续提升、盈利恢复, 海外布局优势明显, 我们给予 2023 年 25xPE, 目标价 128 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)	74.81
一年最低/最高价	68.33/168.00
市净率(倍)	5.50
流通 A 股市值(百万元)	20,978.15
总市值(百万元)	33,730.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.61
资产负债率(% ,LF)	67.03
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): 2022Q3 业绩预告点评: Q3 业绩低于市场预期, Q4 盈利水平有望恢复正常》

2022-10-14

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红、阮巧燕和岳斯瑶的指导。

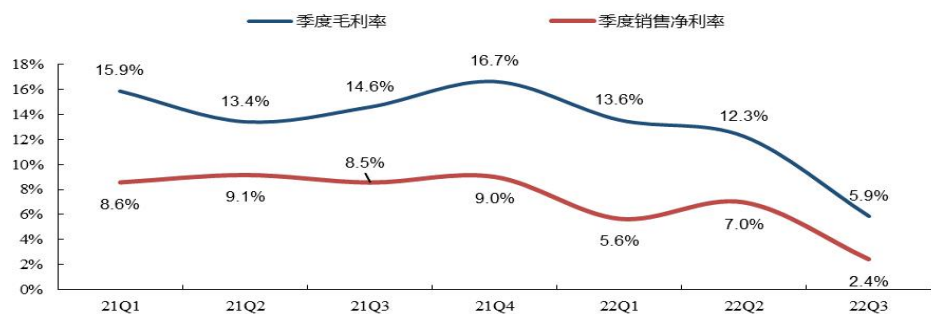
2022Q3 公司实现归母净利 1.82 亿元，环比降低 58.92%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2022Q1-Q3,公司实现营收 192.8 亿元(+208.41% YoY),归母净利润 9.18 亿元(+67.32%YoY)。单季度来看, 2022Q3 公司实现营收 77.27 亿元(+190.58%YoY, +21.02% QoQ),归母净利润 1.82 亿元(-20.01%YoY, -58.92%QoQ),扣非归母净利润 1.88 亿元(-7.98%YoY, -55.83%QoQ)。盈利能力方面, Q3 毛利率为 5.86%(-8.76pctYoY, -6.4pctQoQ),归母净利率 2.36%(-6.21pctYoY, -4.59pctQoQ)。此前公司预告 2022Q3 归母净利润 1.44-2.14 亿元,处于业绩预告中值,符合市场预期。

图 1: 公司分季度经营情况 (百万元)

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	7,726.8	6,384.9	5,168.3	4,007.7	2,659.1	2,198.2	1,394.0
-同比	190.58%	190.46%	270.75%	176.62%	138.65%	279.53%	113.70%
毛利率	5.86%	12.26%	13.59%	16.67%	14.62%	13.44%	15.90%
归母净利润(百万)	182.2	443.4	292.5	362.3	227.7	201.4	119.6
-同比	-20.01%	120.14%	144.66%	263.81%	284.70%	593.31%	373.95%
归母净利率	2.36%	6.95%	5.66%	9.04%	8.56%	9.16%	8.58%
扣非归母净利润 (百万)	188.3	426.4	296.32	339.25	204.68	174.52	89.79
-同比	-7.98%	144.32%	230.01%	380.87%	400.13%	644.04%	256.26%
扣非归母净利率	2.44%	6.68%	5.73%	8.47%	7.70%	7.94%	6.44%

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 2: 公司分季度盈利情况



数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

2022Q3 出货环比增长 30%+, Q4 需求加速恢复, 出货有望环增 60%, 全年实现高速增长。我们预计公司 22Q3 出货达 2.3-2.4 万吨, 环比增长 30%+, 符合市场预期, 其中 9 月三元高镍正极需求明显恢复, 公司单月出货量超过 1.1 万吨, 创历史新高; Q4 欧洲需求恢复, 高镍三元行业供不应求, 公司 10 月排产 1.2 万吨, 环比增长近 10%, 公司预计 Q4 出货环比增长约 60%, 对应全年出货近 10 万吨, 同比接近翻倍增长, 2023 年随着海外需求恢复及国内高镍占比进一步提升, 公司出货有望达 18 万吨, 同比增长 80%。盈利方面, 我们测算公司 Q3 单吨扣非净利润约 0.8 万元/吨, 较 Q2 的 2.4 万元/吨下降明显, 主要受原材料库存跌价+氢氧化锂现货高价采购影响, 我们预计若不计原材料库存损益, Q3 单吨利润有望达 1.5-1.6 万元; 随着公司原材料结算价格趋于稳定, 产能逐步释放, 我们预计 Q4 单吨利润有望恢复至 1.5-1.6 万元, 23 年单吨利润有望维持 1.3 万元左右。

产能加速释放，韩国产能和客户开发进展迅速，海外客户预计开始放量。公司产能规划庞大，当前产能 15 万吨，22 年底产能有望达 25 万吨，其中韩国基地当前 0.5 万吨，年底产能预计达 2 万吨，为中国企业在海外建成的第一个高镍正极产能项目，产品出口欧美市场享受零关税政策，产能稀缺性明显，当前多家欧美日韩客户正加速进行相关产品和产线认证，公司预计 23 年韩国基地出货量有望超万吨。为满足海外客户需求，公司计划进一步扩大在韩产能规模，计划 23 年底和 24 年底分别建成 5 万吨/年和 10 万吨/年的产能。

锰铁锂产能加速扩建，钠电开发处于行业领先，中镍高电压产品有望放量。锰铁锂方面，公司现有锰铁锂产能 6200 吨/年，正在建设 5000 吨/年新增产能，23 年底产能规划 10 万吨/年，9 月出货量已超过 200 吨，Q4 出货量预计继续攀升，预计 23 年有望实现大批量出货。钠电材料方面，公司全面布局层状氧化物、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，9 月份出货超 10 吨，公司现有产能约 1.5 万吨/年，计划 23 年底和 24 年底分别建成 3.6 万吨/年和 10 万吨/年的产能，我们预计 23 年有望实现小批量出货。同时，公司横向布局中镍高电压产品，23 年有望放量。

期间费用率环比降低，整体费用控制良好。2022Q3 期间费用合计 2.03 亿元 (+35.49%YoY, -16%QoQ)，期间费用率 2.62% (-3pctYoY, -1.16pctQoQ)，销售费用 0.15 亿元，销售费用率 0.19% (-0.01pctYoY, +0.08pctQoQ)，管理费用 1.05 亿元，管理费用率 1.36% (-0.88pctYoY, -0.48pctQoQ)，财务费用-0.11 亿元，财务费用率-0.14% (+0.18pctYoY, -0.27pctQoQ)，研发费用 0.94 亿元，研发费用率 1.21% (-2.29pctYoY, -0.49pctQoQ)。公司 22Q3 计提资产减值损失 0.02 亿元，转回信用减值损失 0.21 亿元；22Q3 投资收益亏损 0.3 亿，公允价值变动损益-0.13 亿，主要系持有合纵科技股票价格波动所致。

经营现金流同比大幅上升，资本开支同比高增。截至 2022Q3，公司存货 31.19 亿元，较年初增长 87.04%；应收账款 49.64 亿元，较年初增长 169.33%；期末公司合同负债 0.38 亿元，较年初增长 150.6%。2022 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 5.1 亿元，同比上升 1010.79%；投资活动净现金流净额为-29.1 亿元，同比上升 495.38%；资本开支为 26.5 亿元，同比上升 374.42%；账面现金为 49.3 亿元，较年初增长 90.68%，短期借款 19.1 亿元，较年初增长 280.77%。

投资建议：我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 15.01/23.08/31.07 亿元的预测，同增 65%/54%/35%，对应 PE 为 22x/15x/11x，考虑公司作为三元正极龙头，销量持续提升、盈利恢复，海外布局优势明显，我们给予 2023 年 25xPE，目标价 128 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,252	26,697	39,284	47,093	营业总收入	10,259	26,021	38,075	44,451
货币资金及交易性金融资产	2,828	9,069	13,480	17,050	营业成本(含金融类)	8,685	22,708	33,427	38,739
经营性应收款项	4,663	13,635	19,950	23,262	税金及附加	20	52	75	88
存货	1,668	3,733	5,495	6,368	销售费用	32	172	251	293
合同资产	0	0	0	0	管理费用	278	494	685	756
其他流动资产	93	260	359	412	研发费用	360	781	1,028	1,111
非流动资产	5,449	7,611	9,571	10,765	财务费用	-24	48	-36	-62
长期股权投资	32	42	52	62	加:其他收益	31	78	107	116
固定资产及使用权资产	2,836	4,205	5,673	7,175	投资净收益	-14	-3	-4	-4
在建工程	1,924	2,424	2,724	2,224	公允价值变动	25	0	10	10
无形资产	391	674	857	1,040	减值损失	67	-65	-70	-78
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	45	45	44	43	营业利润	1,016	1,778	2,687	3,570
其他非流动资产	220	220	220	220	营业外净收支	-3	-10	0	5
资产总计	14,701	34,308	48,855	57,858	利润总额	1,013	1,768	2,687	3,575
流动负债	8,398	26,467	38,906	45,074	减:所得税	104	265	376	465
短期借款及一年内到期的非流动负债	597	100	100	100	净利润	908	1,503	2,311	3,110
经营性应付款项	6,877	17,980	26,468	30,674	减:少数股东损益	-3	2	2	3
合同负债	15	4,542	6,685	7,748	归属母公司净利润	911	1,501	2,308	3,107
其他流动负债	909	3,846	5,654	6,552	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.02	3.33	5.12	6.89
非流动负债	870	870	870	870	EBIT	989	1,815	2,608	3,464
长期借款	643	643	643	643	EBITDA	1,177	2,265	3,358	4,480
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.34	12.73	12.21	12.85
租赁负债	11	11	11	11	归母净利率(%)	8.88	5.77	6.06	6.99
其他非流动负债	217	217	217	217	收入增长率(%)	170.36	153.64	46.32	16.75
负债合计	9,268	27,338	39,777	45,944	归母净利润增长率(%)	327.59	64.78	53.77	34.61
归属母公司股东权益	5,429	6,965	9,070	11,903					
少数股东权益	4	6	8	11					
所有者权益合计	5,433	6,970	9,078	11,914					
负债和股东权益	14,701	34,308	48,855	57,858					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-192	9,386	7,361	6,088	每股净资产(元)	12.12	15.54	20.24	26.57
投资活动现金流	-1,755	-2,624	-2,713	-2,209	最新发行在外股份(百万股)	451	451	451	451
筹资活动现金流	1,897	-521	-246	-318	ROIC(%)	15.85	21.42	25.55	26.79
现金净增加额	-62	6,241	4,401	3,561	ROE-摊薄(%)	16.78	21.55	25.45	26.11
折旧和摊销	188	450	750	1,016	资产负债率(%)	63.04	79.68	81.42	79.41
资本开支	-1,903	-2,610	-2,700	-2,195	P/E(现价&最新股本摊薄)	37.02	22.47	14.61	10.86
营运资本变动	-1,291	4,533	2,489	1,011	P/B(现价)	6.17	4.81	3.70	2.82

数据来源:Wind,东吴证券(香港),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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

