

容百科技（688005.SH）-2023 年中报点评

增持

Q2 正极出货环比下降，原料价格波动扰动盈利能力

核心观点

公司 2023H1 实现净利润 3.79 亿元，同比-48%。公司 2023Q2 实现营收 45.26 亿元，同比-29%，环比-46%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比-85%，环比-78%；毛利率为 6.38%，同比-5.88pct，环比-2.34pct。公司 2023H1 实现营收 128.94 亿元，同比+12%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比-48%；毛利率为 7.90%，同比-4.96pct。

公司 2023Q2 正极材料出货量环比明显下滑，盈利能力短期承压。我们预计公司 2023Q2 正极销量约为 1.9 万吨，同比+9%、环比-27%。原材料价格大幅变化下，客户下单更为谨慎、使得公司出货量明显波动。我们预计 2023Q2 公司正极吨净利约为 0.3-0.4 万元，环比明显下滑。公司 Q2 产能利用率较低，叠加原材料价格剧烈波动提升材料成本，造成盈利能力环比下降。展望下半年，伴随电动车传统旺季到来以及原材料价格相对稳定的背景下，公司销量和盈利能力均有望实现环比明显修复，我们预计公司 2023 年正极销量有望达到 10-11 万吨。

公司多项正极产品取得新突破，三元正极龙头地位稳固。三元正极方面，公司 2023H1 国内三元正极市场市占率达到 18.3%，同比+4.3pct；9 系单多晶产品已经实现百吨级出货，应用于海外客户 4680 体系；Ni90 高镍产品批量供货卫蓝半固态电池；7 系中镍单晶高电压完成客户导入验证，实现小批量出货。磷酸锰铁锂方面，公司 2023H1 出货量近千吨，其中四轮车动力电池领域实现百吨级出货；公司预计 2023Q3 将磷酸锰铁锂应用于动力电池进行冬测。钠电正极方面，公司 2023H1 出货近百吨，在层状氧化物、聚阴离子、普鲁士白等多技术路线布局加速推进。

公司海外布局加速推进。公司在韩国基地已经建成 2 万吨正极及 0.6 万吨前驱体项目。根据海外客户需求，公司后续将在韩国规划建设年产 8 万吨正极项目（含三元正极和磷酸盐正极）和年产 8 万吨前驱体项目。其中年产 8 万吨三元前驱体及配套硫酸盐项目近期正式获得韩国政府新万金开发厅批准。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；高镍需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”评级。基于原料价格波动对公司出货和盈利产生的消极影响，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.68/13.54/17.42 亿元（原预测为 16.98/21.76/27.87 亿元），同比-21%/+27%/+29%，EPS 分别为 2.37/3.00/3.86 元，当前 PE 为 20/16/13 倍。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,259	30,123	24,710	24,917	29,286
(+/-%)	170.4%	193.6%	-18.0%	0.8%	17.5%
净利润(百万元)	911	1353	1068	1354	1742
(+/-%)	327.6%	48.5%	-21.1%	26.8%	28.7%
每股收益(元)	2.03	3.00	2.37	3.00	3.86
EBIT Margin	8.6%	5.8%	6.5%	7.9%	8.4%
净资产收益率(ROE)	18.4%	19.1%	12.3%	13.9%	15.6%
市盈率(PE)	23.8	16.1	20.4	16.1	12.5
EV/EBITDA	29.1	18.7	16.6	13.4	11.0
市净率(PB)	3.98	2.55	2.29	2.03	1.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

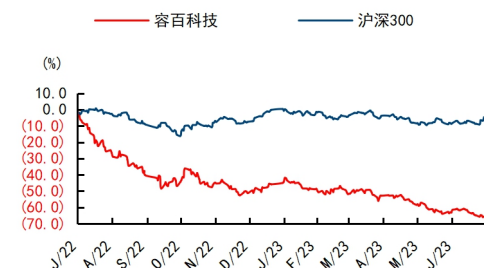
电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全
010-88005313 021-60375434
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	48.30 元
总市值/流通市值	21784/13608 百万元
52 周最高价/最低价	143.46/47.11 元
近 3 个月日均成交额	260.66 百万元

市场走势



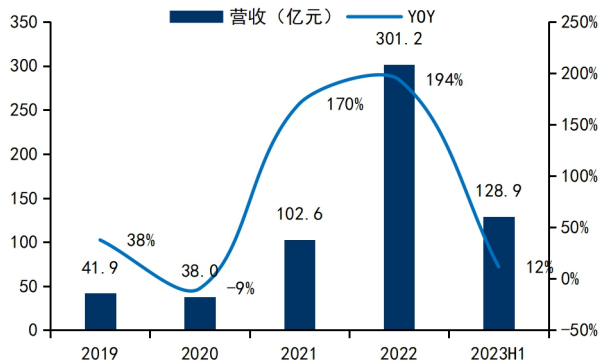
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《容百科技（688005.SH）-2023 年一季报点评——季度盈利能力表现出色，多元正极业务稳步推进》——2023-04-24
《容百科技（688005.SH）-2022 年年报点评——四季度盈利稳步修复，正极业务持续拓展》——2023-03-30
《容百科技（688005.SH）-原料价格波动短期影响盈利水平，出货量环比稳定提升》——2022-10-21
《容百科技（688005.SH）-2022 年中报业绩点评——盈利稳步提升，多正极体系布局快速推进》——2022-09-01
《容百科技（688005.SH）-正极出货稳定增长，领先布局固态电池市场》——2022-05-06

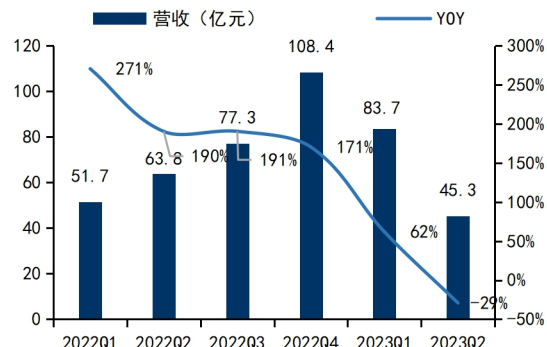
公司 2023Q2 实现营收 45.26 亿元，同比-29%，环比-46%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比-85%，环比-78%；毛利率为 6.38%，同比-5.88pct，环比-2.34pct。公司 2023H1 实现营收 128.94 亿元，同比+12%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比-48%；毛利率为 7.90%，同比-4.96pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



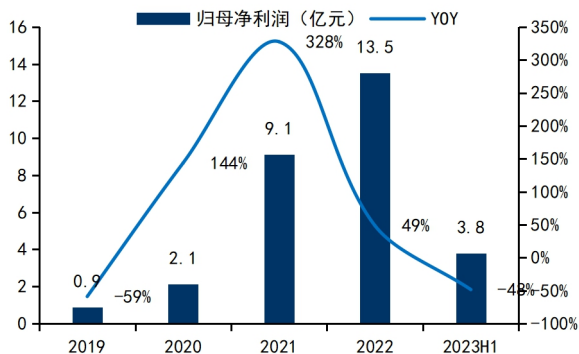
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



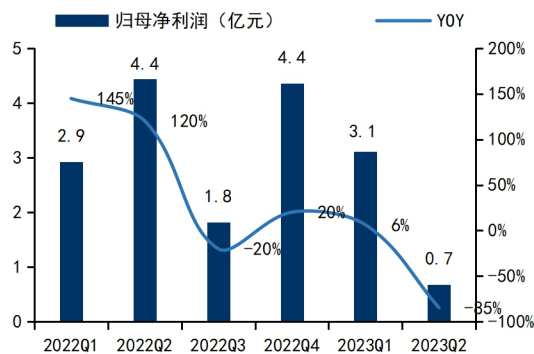
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

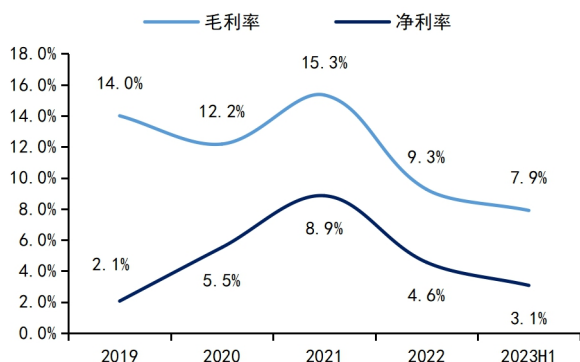


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023H1 期间费用率同比显著下降。公司 2023H1 期间费用率为 2.88%，同比-1.76pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.13%（+0.03pct）、1.56%（-0.23pct）、0.93%（-1.72pct）、0.26%（+0.17pct）。

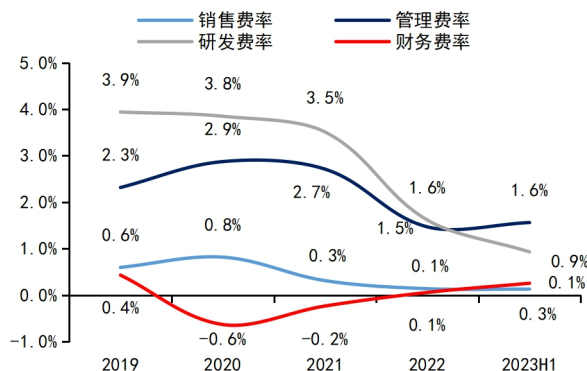
公司 2023H1 末存货为 21 亿元，较 2023Q1 末减少 8.9 亿元。公司 2023H1 计提资产减值损失 1.27 亿元、冲回信用减值损失 0.27 亿元。公司 2023H1 投资净收益为 -0.91 亿元，主要系票据贴现利息支出与联营企业经营亏损。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023Q2 正极材料出货量环比明显下滑。我们预计公司 2023Q2 正极销量约为 1.9 万吨，同比+9%、环比-27%；2023H1 公司正极销量超 4.5 万吨，同比增长超 30%。在原材料价格大幅变化下，客户下单更为谨慎、使得公司出货量明显波动。展望下半年，伴随电动车传统旺季到来，公司销量有望明显恢复，公司 2023 年正极销量有望达到 10-11 万吨。

原料价格波动明显，公司 2023Q2 正极盈利承压。我们预计公司 2023Q2 正极吨净利约为 0.3-0.4 万元，环比明显下滑。公司 2023Q2 产能利用率较低，叠加原材料价格的剧烈波动提升了原材料成本，进而造成盈利能力环比下降。展望下半年，伴随产能利用率提升以及原材料价格相对平稳，公司盈利能力有望显著修复。

公司多正极业务加速推进：

三元正极：多款产品取得新进展，行业龙头地位稳固。2023H1 公司在国内三元正极市场市占率达到 18.3%，同比+4.3pct；在高镍三元正极细分市场市占率超 35%，多年以来蝉联榜首。新产品方面，公司 9 系单多晶产品已经实现百吨级出货，应用于海外客户 4680 体系；Ni90 高镍产品批量供货卫蓝半固态电池；7 系中镍单晶高电压完成客户导入验证，实现小批量出货。

磷酸锰铁锂：出货近千吨，量产进度行业领先。公司 2023H1 磷酸锰铁锂出货量近千吨，其中四轮车动力电池领域实现百吨级出货。公司预计 2023Q3 开始将磷酸锰铁锂应用于动力电池进行冬测。此外，公司还推出 M6P（高镍三元和磷酸锰铁锂掺混）产品，提供多样化解决方案。

钠电正极：技术路线全面布局，客户验证加速推进。公司 2023H1 钠电正极出货近百吨，目前已经成功开发出发高电压、高压实层状氧化物钠电正极产品，并且已在终端有示范应用。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。

公司韩国基地布局加速推进。公司在韩国基地已经建成 2 万吨正极及 0.6 万吨前驱体项目，其中忠州 1-1 期 0.5 万吨项目已经完成竣工验收。根据海外客户需求，公司积极进行韩国产能扩张，后续将规划建设年产 8 万吨正极项目（含三元正极和磷酸盐正极）和年产 8 万吨前驱体项目。其中年产 8 万吨三元前驱体及配套硫酸盐生产基地近期正式获得韩国政府新万金开发厅批准。

投资建议：下调盈利预测，下调至“增持”评级。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.68/13.54/17.42 亿元（原预测为 16.98/21.76/27.87 亿元），同比-21%/+27%/+29%，EPS 分别为 2.37/3.00/3.86 元，当前 PE 为 20/16/13 倍。

表1：可比公司估值表（2023 年 7 月 30 日）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
688005	容百科技	48.30	217.84	3.00	2.37	3.00	3.86	16.09	20.39	16.09	12.50	增持
688778	厦钨新能	45.51	191.49	3.73	3.25	4.31	5.28	12.21	14.00	10.55	8.62	买入
300073	当升科技	47.94	242.82	4.46	4.39	4.98	5.68	10.75	10.93	9.62	8.44	买入
688779	长远锂科	11.02	212.60	0.77	0.53	0.73	0.84	14.27	20.98	15.17	13.16	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2585	5001	5000	5000	5000	营业收入	10259	30123	24710	24917	29286
应收款项	1852	4184	2843	3072	3611	营业成本	8685	27332	22312	22149	25961
存货净额	1668	3297	2369	2526	3209	营业税金及附加	20	58	49	50	59
其他流动资产	2715	3792	2454	2215	2596	销售费用	32	42	35	35	38
流动资产合计	9252	17117	13392	13523	15231	管理费用	278	442	431	422	433
固定资产	4739	7190	8294	11607	14121	研发费用	360	487	297	324	366
无形资产及其他	391	573	550	527	504	财务费用	(24)	17	80	210	280
其他长期资产	286	642	247	249	293	投资收益	(14)	(98)	(140)	(90)	(70)
长期股权投资	32	139	139	139	139	资产减值及公允价值变动	67	(97)	(130)	(60)	(40)
资产总计	14701	25660	22622	26045	30287	其他收入	(14)	165	233	133	113
短期借款及交易性金融负债	597	2360	5872	8201	10234	营业利润	1016	1618	1341	1651	2113
应付款项	6875	11430	2989	2923	3398	营业外净收支	(3)	(36)	0	0	0
其他流动负债	909	305	1336	1307	1515	利润总额	1013	1583	1341	1651	2113
流动负债合计	8398	14176	10197	12431	15148	所得税费用	104	208	228	248	317
长期借款及应付债券	643	2678	2678	2678	2678	少数股东损益	3	(21)	45	49	54
其他长期负债	228	254	218	218	218	归属于母公司净利润	911	1353	1068	1354	1742
长期负债合计	870	2932	2896	2896	2896	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	9268	17108	13093	15327	18043	净利润	911	1353	1068	1354	1742
少数股东权益	4	1588	1632	1681	1735	资产减值准备	84	20	170	60	40
股东权益	5429	6965	7897	9037	10509	折旧摊销	178	314	491	807	1153
负债和股东权益总计	14701	25660	22622	26045	30287	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(24)	17	80	210	280
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	2371	(1606)	(3768)	(226)	(1024)
每股收益	2.03	3.00	2.37	3.00	3.86	其它	(3736)	(322)	58	289	364
每股红利	0.21	0.30	0.47	0.60	0.77	经营活动现金流	(192)	(241)	(1980)	2284	2275
每股净资产	12.13	18.97	21.13	23.77	27.15	资本开支	(1904)	(3091)	(1572)	(4098)	(3644)
ROIC	15%	16%	9%	9%	9%	其它投资现金流	149	28	255	(92)	(114)
ROE	18%	19%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(1755)	(3062)	(1317)	(4190)	(3758)
毛利率	15%	9%	10%	11%	11%	权益性融资	74	274	0	0	0
EBIT Margin	9%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	1838	4312	3512	2329	2033
EBITDA Margin	10%	7%	9%	11%	12%	支付股利、利息	(40)	(92)	(136)	(214)	(271)
收入增长	170%	194%	-18%	1%	18%	其它融资现金流	1204	2277	3512	2329	2033
净利润增长率	328%	49%	-21%	27%	29%	融资活动现金流	1897	4477	3296	1905	1482
资产负债率	63%	67%	58%	59%	60%	现金净变动	(51)	1174	(1)	0	0
息率	0.4%	0.6%	1.0%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	1407	2585	5001	5000	5000
P/E	23.75	16.09	20.39	16.09	12.50	货币资金的期末余额	2585	5001	5000	5000	5000
P/B	3.98	2.55	2.29	2.03	1.78	企业自由现金流	1438	(2853)	(3512)	(1850)	(1430)
EV/EBITDA	29.09	18.73	16.60	13.41	11.04	权益自由现金流	3298	1444	(66)	301	365

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032