

容百科技 (688005)

2023 年年报点评: Q4 单位盈利触底, 24 年
预计海外增量显著

买入 (维持)

2024 年 04 月 12 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

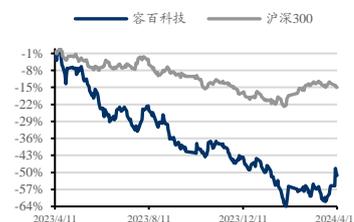
执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	30,123	22,657	19,532	25,355	31,140
同比	193.62%	-24.78%	-13.79%	29.81%	22.82%
归母净利润 (百万元)	1,353.23	580.91	644.45	966.61	1,334.47
同比	48.54%	-57.07%	10.94%	49.99%	38.06%
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.79	1.20	1.33	2.00	2.76
P/E (现价&最新摊薄)	12.49	29.09	26.22	17.48	12.66

投资要点

- **2023 年公司实现归母净利润 5.81 亿元, 同比下降 57.07%, 业绩符合预期。** 2023 年公司营收 226.57 亿元, 同比下降 24.78%; 归母净利润 5.81 亿元, 同比下降 57.07%; 扣非净利润 5.15 亿元, 同比下降 60.86%; 23 年毛利率为 8.58%, 同比下降 0.68pct。公司此前业绩快报公告 23 年归母净利润 5.9 亿元, 符合市场预期。2023 年 Q4 公司实现营收 40.83 亿元, 同比下降 62.34%, 环比下降 28.12%; 归母净利润-0.35 亿元, 同比下降 108.04%, 环比下降 114.79%, 扣非归母净利润-0.44 亿元, 同比下降 110.87%, 环比下降 118.79%。
- **三元 9 系起量, 海外增量显著, 预计 24 年出货恢复 40%+ 增长。** 公司 23 年三元正极销量 9.9 万吨, 同增 12%, 产量 10.3 万吨, 同增 12%, 库存量 0.36 万吨, 同减 13%; 其中 23Q4 出货预计 2.6 万吨+, 环比基本持平。23 年底公司已建成正极产能 20 余万吨, 24 年公司排产逐步提升, 我们预计 Q1 出货 2.7 万吨左右, 环比持平, Q2 进一步提升, 全年出货有望达 14 万吨+, 同增 40%+。结构方面, 23 年 9 系及以上产品已在大圆柱电池大规模应用, 全年出货近万吨, 我们预计 25 年将进一步提升。且公司全球化布局加速, 韩厂一期 2 万吨正极全部投产, 二期 4 万吨高镍公司预计 24 年底建成; 与日韩客户签订合作框架协议, 实现向欧美主流车企的规模化出货, 23Q4 单月出货规模达千吨, 目前海外客户占出货比重达 20%, 随着韩国产能建成放量, 未来有望提升至 50%。
- **23Q4 其他业务亏损影响表现观盈利, 24Q2 将好转。** 扣除锰铁锂、前驱体和韩国工厂亏损, 23Q4 三元正极单吨利润接近 0.5 万元, 环比下降 40%+。我们预计 24Q1 盈利仍受影响, 但 Q2 起产能利用率明显提升, 预计单吨利润开始好转, 且 24 年海外出货占比提升, 由于海外订单利润高于国内, 我们预计 24 全年单吨利润有望达到 0.5 万元。
- **固态正极批量供货应用于终端车型, 固态电解质实现突破。** 固态电池方面, 公司成功开发多款适用于半固态全固态电池的高镍超高镍三元材料, 其中镍 90 产品已批量供货卫蓝新能源 360Wh/kg 的半固态电池体系, 正式应用在蔚来 ET7 等车型上; 固态电解质与固体电解质膜已与海内外客户展开合作, 并获得客户好评。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑 Q1 盈利仍受影响, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 6.4/9.7/13.3 亿元 (原预期 24-25 年为 8.0/10.5 亿元), 同比+11%/+50%/+38%, 对应 24-26 年 26x/17x/13xPE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能释放不及预期, 需求不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.90
一年最低/最高价	23.80/73.73
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	11,009.30
总市值(百万元)	16,899.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.96
资产负债率(% ,LF)	58.32
总股本(百万股)	484.22
流通 A 股(百万股)	315.45

相关研究

《容百科技(688005): 2023 年业绩快报点评: Q4 业绩低于预期, 24 年海外市场增量显著》

2024-01-25

《容百科技(688005): 2023 年三季度报点评: Q3 单吨盈利恢复, 海外市场进展顺利》

2023-10-26

2023 年公司实现归母净利润 5.81 亿元，同比下降 57.07%，业绩符合预期。2023 年公司营收 226.57 亿元，同比下降 24.78%；归母净利润 5.81 亿元，同比下降 57.07%；扣非净利润 5.15 亿元，同比下降 60.86%；23 年毛利率为 8.58%，同比下降 0.68pct；销售净利率为 2.77%，同比下降 1.79pct。公司此前业绩快报公告 23 年归母净利润 5.9 亿元，符合市场预期。

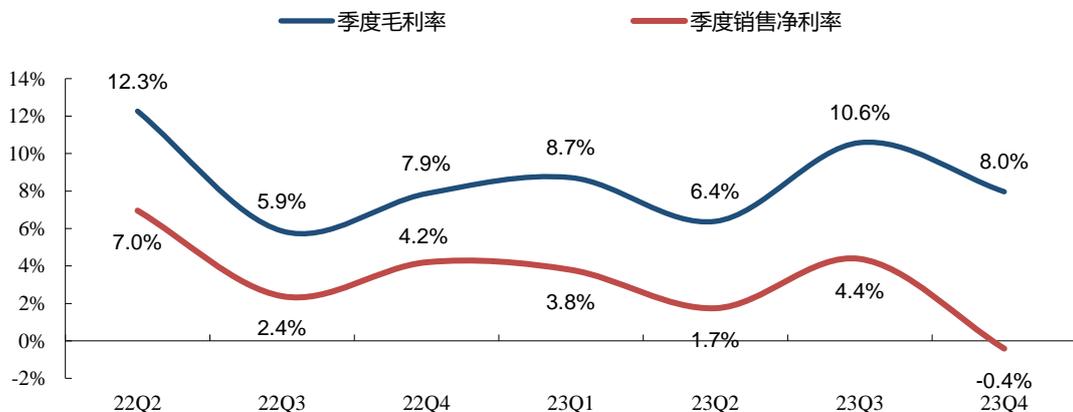
2023 年 Q4 归母净利润-0.35 亿元，环比下降 108.04%。2023 年 Q4 公司实现营收 40.83 亿元，同比下降 62.34%，环比下降 28.12%；归母净利润-0.35 亿元，同比下降 108.04%，环比下降 114.79%，扣非归母净利润-0.44 亿元，同比下降 110.87%，环比下降 118.79%。盈利能力方面，23Q4 毛利率为 7.96%，同比增长 0.1pct，环比下降 2.62pct；归母净利率-0.86%，同比下降 4.87pct，环比下降 5.02pct；23Q4 扣非净利率-1.08%，同比下降 4.82pct，环比下降 5.21pct。

图1: 公司分季度业绩拆分情况 (百万元)

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万)	4,083.0	5,680.1	4,526.1	8,368.0
-同比	-62.34%	-26.49%	-29.11%	61.91%
毛利率	7.96%	10.58%	6.38%	8.72%
归母净利润(百万)	-35.0	236.6	68.4	310.9
-同比	-108.04%	29.88%	-84.58%	6.29%
归母净利率	-0.86%	4.17%	1.51%	3.72%
扣非归母净利润(百万)	-44.1	234.7	27.49	297.28
-同比	-110.87%	24.63%	-93.55%	0.32%
扣非归母净利率	-1.08%	4.13%	0.61%	3.55%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图2: 容百科技季度盈利能力 (%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

业绩拆分来看，23 年正极材料营收及毛利率同比下滑，前驱体营收及毛利率同比上升。2023 年正极材料营收 209.67 亿元，同比减 23.05%，产量 10.28 万吨，同比增 12.42%，销量 9.94 万吨，同比增 11.67%，毛利率为 7.6%，同比减 1.04pct；前驱体营收 1.44 亿元，同比增 9.37%，产量 3.02 万吨，同比增 31.68%，销量 0.16 万吨，同比增 37.22%，毛利率 0.31%，同比增 3.27pct。

图3：容百科技分业务营收拆分

	2023 年				2023 年 H2		2023 年 H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
正极材料	209.67	-23.05%	7.60%	-1.04pct	92.87	9.71%	116.80	0.06%
前驱体	1.44	9.37%	0.31%	3.27pct	0.72	-9.49%	0.72	0.10%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

三元 9 系起量，海外增量显著，预计 24 年出货恢复 40%+ 增长。公司 23 年三元正极销量 9.9 万吨，同增 12%，产量 10.3 万吨，同增 12%，库存量 0.36 万吨，同减 13%；其中 23Q4 出货预计 2.6 万吨+，环比基本持平。23 年底公司已建成正极产能 20 余万吨，24 年公司排产逐步提升，我们预计 Q1 出货 2.7 万吨左右，环比持平，Q2 进一步提升，全年出货有望达 14 万吨+，同增 40%+。结构方面，23 年 9 系及以上产品已在大圆柱电池大规模应用，全年出货近万吨，我们预计 25 年将进一步提升。且公司全球化布局加速，韩厂一期 2 万吨正极全部投产，二期 4 万吨高镍公司预计 24 年底建成；与日韩客户签订合作框架协议，实现向欧美主流车企的规模化出货，23Q4 单月出货规模达千吨，目前海外客户占出货比重达 20%，随着韩国产能建成放量，未来有望提升至 50%。

23Q4 其他业务亏损影响表观盈利，24Q2 将好转。扣除锰铁锂、前驱体和韩国工厂亏损，23Q4 三元正极单吨利润接近 0.5 万元，环比下降 40%+。我们预计 24Q1 盈利仍受影响，但 Q2 起产能利用率明显提升，预计单吨利润开始好转，且 24 年海外出货占比提升，由于海外订单利润高于国内，我们预计 24 全年单吨利润有望达到 0.5 万元。

固态正极批量供货应用于终端车型，固态电解质实现突破。固态电池方面，公司成功开发多款适用于半固态全固态电池的高镍超高镍三元材料，其中镍 90 产品已批量供货卫蓝新能源 360Wh/kg 的半固态电池体系，正式应用在蔚来 ET7 等车型上；固态电解质与固体电解质膜已与海内外客户展开合作，并获得客户好评。

Q4 期间费用率同环比增加，减值计提相对审慎。2023 年公司期间费用合计 8.87 亿元，同比减少 10.17%，费用率为 3.92%，同比增长 0.64pct。2023 年销售费用 0.41 亿元，销售费用率 0.18%，同比增 0.04pct；管理费用 4.21 亿元，管理费用率 1.86%，同比增

0.39pct; 财务费用 0.71 亿元, 财务费用率 0.31%, 同比增 0.25pct; 研发费用 3.54 亿元, 研发费用率 1.56%, 同比减 0.05pct。23 年计提资产减值损失-2.67 亿元, 计提信用减值损失 0.12 亿元。2023Q4 期间费用合计 2.79 亿元, 同比减少 11.86%, 环比增 17.6%, 期间费用率为 6.84%, 同比增 4.54pct, 环比增 2.66pct。23 年计提资产减值损失 2.7 亿, 其中 Q4 计提资产减值损失 0.8 亿。

图4: 容百科技季度费用情况

单位: 百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
销售费用	7.94	8.74	8.91	15.53
-销售费用率	0.09%	0.19%	0.16%	0.38%
管理费用	119.16	82.14	119.46	100.46
-管理费用率	1.42%	1.81%	2.10%	2.46%
研发费用	52.26	67.68	101.14	133.17
-研发费用率	0.62%	1.50%	1.78%	3.26%
财务费用	23.12	9.82	7.89	30.00
-财务费用率	0.28%	0.22%	0.14%	0.73%
期间费用	202.48	168.37	237.40	279.17
-期间费用率	2.42%	3.72%	4.18%	6.84%
资产减值损失	-95.26	-31.33	-59.26	-80.77
信用减值损失	12.35	14.50	-19.04	4.05

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

23 年底存货较 Q3 末减少, Q4 经营性现金流明显好转。2023 年末公司存货为 15.33 亿元, 较年初减少 53.51%, 较 Q3 末减少 27%; 应收账款 37.41 亿元, 较年初减少 1.36%; 期末公司合同负债 0.04 亿元, 较年初减少 95.11%。2023 年公司经营活动现金流净额为 17.95 亿元, 同比上升 845.03%, 其中 Q4 经营性现金流 9.05 亿元, 环增 1537%; 23 年投资活动现金流净额为-16.92 亿元, 同比下降 44.76%; 23 年资本开支 16.37 亿元, 同降 47.04%; 23 年末账面现金为 56.74 亿元, 较年初增长 13.45%, 短期借款 2 亿元, 较年初下降 89.81%。

盈利预测与投资评级: 考虑 Q1 盈利仍受影响, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 6.4/9.7/13.3 亿元 (原预期 24-25 年为 8.0/10.5 亿元), 同比+11%/+50%/+38%, 对应 24-26 年 26x/17x/13xPE, 维持“买入”评级。

风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,037	18,869	22,767	27,665	营业总收入	22,657	19,532	25,355	31,140
货币资金及交易性金融资产	5,797	7,682	8,320	9,990	营业成本(含金融类)	20,713	17,786	23,142	28,425
经营性应收款项	7,321	7,802	10,133	12,446	税金及附加	64	29	38	47
存货	1,533	2,924	3,804	4,673	销售费用	41	35	41	47
合同资产	0	0	0	0	管理费用	421	391	456	498
其他流动资产	386	462	509	557	研发费用	354	352	406	436
非流动资产	9,602	10,828	11,926	12,314	财务费用	71	44	89	88
长期股权投资	79	89	99	109	加:其他收益	152	137	127	125
固定资产及使用权资产	6,245	6,678	7,285	7,981	投资净收益	(137)	(117)	(76)	(93)
在建工程	2,090	2,590	2,890	2,390	公允价值变动	(8)	0	10	10
无形资产	656	939	1,122	1,305	减值损失	(255)	(150)	(70)	(15)
商誉	131	131	131	131	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	119	119	118	117	营业利润	744	765	1,175	1,625
其他非流动资产	282	282	282	282	营业外净收支	29	25	10	10
资产总计	24,639	29,697	34,693	39,980	利润总额	773	790	1,185	1,635
流动负债	9,269	13,632	17,703	21,720	减:所得税	146	118	178	245
短期借款及一年内到期的非流动负债	701	100	100	100	净利润	628	671	1,007	1,390
经营性应付款项	8,341	7,163	9,319	11,447	减:少数股东损益	47	27	40	56
合同负债	4	3,557	4,628	5,685	归属母公司净利润	581	644	967	1,334
其他流动负债	224	2,812	3,656	4,488	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.20	1.33	2.00	2.76
非流动负债	5,100	5,100	5,100	5,100	EBIT	1,064	939	1,273	1,687
长期借款	4,819	4,819	4,819	4,819	EBITDA	1,534	1,825	2,384	3,009
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.58	8.94	8.73	8.72
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	2.56	3.30	3.81	4.29
其他非流动负债	258	258	258	258	收入增长率(%)	(24.78)	(13.79)	29.81	22.82
负债合计	14,369	18,732	22,803	26,820	归母净利润增长率(%)	(57.07)	10.94	49.99	38.06
归属母公司股东权益	8,698	9,367	10,251	11,466					
少数股东权益	1,572	1,599	1,639	1,694					
所有者权益合计	10,270	10,965	11,890	13,160					
负债和股东权益	24,639	29,697	34,693	39,980					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,795	4,816	3,087	3,670	每股净资产(元)	17.96	19.34	21.17	23.68
投资活动现金流	(1,692)	(2,204)	(2,276)	(1,793)	最新发行在外股份(百万股)	484	484	484	484
筹资活动现金流	1,389	(727)	(183)	(216)	ROIC(%)	5.87	5.03	6.61	8.21
现金净增加额	1,487	1,885	628	1,660	ROE-摊薄(%)	6.68	6.88	9.43	11.64
折旧和摊销	470	886	1,111	1,322	资产负债率(%)	58.32	63.08	65.73	67.08
资本开支	(1,637)	(2,075)	(2,190)	(1,690)	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.09	26.22	17.48	12.66
营运资本变动	279	2,916	747	773	P/B (现价)	1.94	1.80	1.65	1.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>