



## 高镍三元龙头，全球战略布局

——公司深度报告

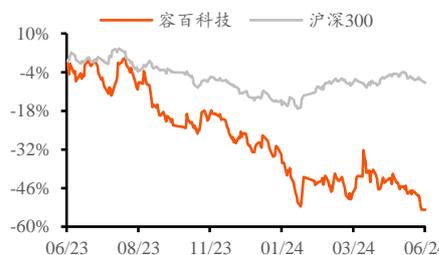
## 买入(首次)

行业： 电力设备  
日期： 2024年06月12日分析师： 开文明  
E-mail: kaiwenming@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760523070002  
分析师： 赵勇臻  
E-mail: zhaoyongzhen@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760524010001

## 基本数据

06月11日收盘价(元) 25.21  
12mthA股价格区间(元) 23.80-57.53  
总股本(百万股) 484.22  
无限售A股/总股本 65.15%  
流通市值(亿元) 79.53

## 最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 相关报告:

《国家能源局出台政策, 引导行业高质量发展》

——2024年06月11日

《5月中国储能电芯价格处于底部区域》

——2024年06月11日

《5月中国储能招标规模近10GWh》

——2024年06月05日

## 核心观点

公司简介: 三元正极公司, 2023 盈利有所下滑。公司概况: 中韩联合打造, 历经十余年发展。公司的核心产品为三元高镍产品, 分为 NCM523/NCM622/NCM811 三类。客户涵盖国内外, 覆盖众多主流头部电池企业。管理层有中韩背景, 以白厚善和刘相烈为代表。财务分析: 经历 2022 年高峰, 2023 年盈利承压。容百科技 2021 年和 2022 年收入和归母净利润实现增长, 到了 2023 年有所下滑, 2023 年公司收入 226.6 亿元, 同比-25%, 归母净利润 5.8 亿元, 同比-57%。

行业介绍: 需求驱动增长, 容百维持龙头。2023 年复盘: 行业产量仍高, CR5 集中度 61%。据鑫椏锂电, 2023 全球三元材料产量 96.6 万吨, 同比-2.8%, 从中国三元材料产量来看, CR5 的集中度约 61%, 其中容百科技仍是第一名。2024 年展望: 预计产量增长, 容百维持龙头。据高工锂电, 2024 年预计中国三元材料产量 75 万吨, 同比增速约 15%, 三元材料占正极比例约 26%, 与 2023 年基本持平。2024Q1 容百科技仍然维持龙头份额, 行业头部企业受益于下游电池需求提升也有明显变化, 如南通瑞翔、厦钨新能等, 排名也有提升。

核心看点: 具备核心技术, 全球化战略布局。技术: 容百科技具备核心技术能力。具体来看, 包括前驱体共沉淀技术、正极材料掺杂技术、正极材料气氛烧结技术、正极材料表面处理技术、高电压单晶材料生产技术、NCM 金属回收技术、碳酸锂回收技术等。研发: 确保二次电池国际超一流技术竞争力。据 NE 时代新能源, 预计容百科技 2024 年 12 月进行韩国研发中心建设, 2025 年 6 月进行美国研发中心建设, 2025 年 12 月欧洲研发中心建成。产能: 建设并完善全球化产能建设布局。远期到 2030 年, 目标建设三元产能 100 万吨, 锰铁锂产能 56 万吨, 钠电产能 50 万吨, 前驱体产能 43 万吨。

## 投资建议

随着行业需求提升, 公司凭借核心技术壁垒, 推进全球化战略, 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 229/278/338 亿元, 同比增速 1%/21%/22%, 归母净利润分别为 6.4/9.2/13.8 亿元, 同比增速 10%/44%/50%, 按照 6 月 11 日收盘市值对应 PE 分别为 19/13/9 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

## 风险提示

上游原材料价格过快上涨风险、下游需求受经济影响不及预期风险、锂电池相关支持政策调整风险、公司战略方向选择风险。

## 盈利预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22,657	22,853	27,754	33,781
年增长率 (%)	-24.8%	0.9%	21.4%	21.7%
归属于母公司的净利润	581	638	920	1,382
年增长率 (%)	-57.1%	9.8%	44.2%	50.3%
每股收益 (元)	1.27	1.32	1.90	2.85
市盈率 (X)	31.34	19.14	13.27	8.83
净资产收益率 (%)	6.7%	6.9%	9.0%	12.0%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 06 月 11 日收盘价)

## 正文目录

1. 公司简介：三元正极公司，2023 盈利有所下滑 .....	3
1.1. 公司概况：中韩联合打造，三元高镍正极 .....	3
1.2. 财务分析：经历 2022 年高峰，2023 年盈利承压 .....	6
2. 行业介绍：需求驱动增长，容百维持龙头 .....	8
2.1. 2023 年复盘：行业产量仍高，CR5 集中度 61% .....	8
2.2. 2024 年展望：预计产量增长，容百维持龙头 .....	9
3. 核心看点：具备核心技术，全球化战略布局 .....	11
3.1. 技术：容百科技具备核心技术能力 .....	11
3.2. 战略：容百科技全球化战略布局 .....	11
4. 盈利预测及估值 .....	12
4.1. 盈利预测 .....	12
4.2. 估值 .....	13
5. 风险提示 .....	13

## 图目录

图 1: 容百科技三元产品 NCM523 .....	3
图 2: 容百科技三元产品 NCM622 .....	4
图 3: 容百科技三元产品 NCM811 .....	4
图 4: 公司部分下游客户 .....	4
图 5: 2023 年全球动力电池装机市场份额 (%) .....	5
图 6: 公司营业收入及增速 .....	6
图 7: 公司归母净利润和增速 .....	6
图 8: 公司分业务营业收入 .....	7
图 9: 公司分业务毛利率 .....	7
图 10: 公司国内和海外收入占比 .....	7
图 11: 公司国内和海外毛利率 .....	7
图 12: 公司毛利率和净利率 .....	7
图 13: 公司平均净资产收益率 .....	7
图 14: 公司资产周转率 .....	8
图 15: 公司权益乘数 .....	8
图 16: 2022-2023 中国和全球三元材料产量 (万吨) .....	8
图 17: 2020-2023 年中国三元材料结构占比 .....	9
图 18: 中国三元正极材料出货量及增速 .....	10
图 19: 2024Q1 中国三元材料各型号占比 .....	10
图 20: 2024Q1 全球三元材料各型号占比 .....	10
图 21: 容百科技具备七大核心技术能力 .....	11

## 表目录

表 1: 容百集团发展历程 .....	3
表 2: 容百科技公司管理层 .....	6
表 3: 容百科技全球制造基地规划 (万吨) .....	12
表 4: 公司盈利预测 .....	13
表 5: 可比公司估值 .....	13

## 1. 公司简介：三元正极公司，2023 盈利有所下滑

### 1.1. 公司概况：中韩联合打造，三元高镍正极

中韩联合打造，历经十余年发展。据容百 HR 官微，容百集团成立于 2013 年，是一家跨国集团公司，由中韩两支拥有二十余年经验的团队联合打造。2013 年 9 月，容百控股和韩国载世能源 JS 签订协议，之后三年整合并购了 JS 株式会社、韩国 TMR 株式会社、韩国 EMT 株式会社。2021 年 4 月韩国基地开工建设，年产 7 万吨正极材料，一期规模 2 万吨。2023 年开启全球化布局新篇章，拟在韩国建设年产 8 万吨的三元前驱体及配套硫酸盐生产基地、4 万吨高镍三元正极材料和 2 万吨磷酸锰铁锂正极材料生产基地。

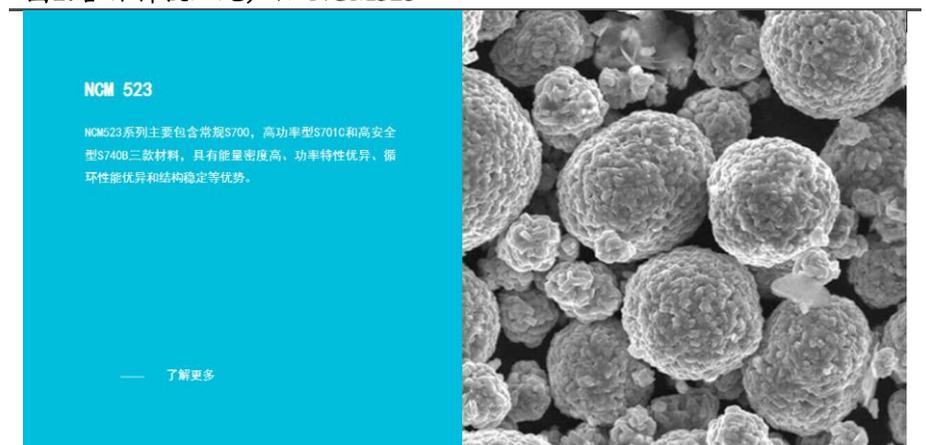
表1:容百集团发展历程

时间	内容
2013 年	中韩两国携手创业
2015 年	3 年 3 家韩企整合并购
2021 年	在韩产线建设加速
2022 年	韩国锂电正极材料项目建成
2023 年	全球化布局开启新篇章

资料来源：容百 HR 官方微信号，甬兴证券研究所

公司的核心产品为三元正极产品，分为 NCM523/NCM622/NCM811 三类。NCM523 主要包含三款材料，具有能量密度高、功率特性优、循环性能优异等特点，NCM622 主要包含三款材料，具有能量密度和循环性能好、结构稳定等特点，NCM811 主要包含四款材料，具有能量密度高、循环性能优异、结构稳定等优势。

图1:容百科技三元产品 NCM523



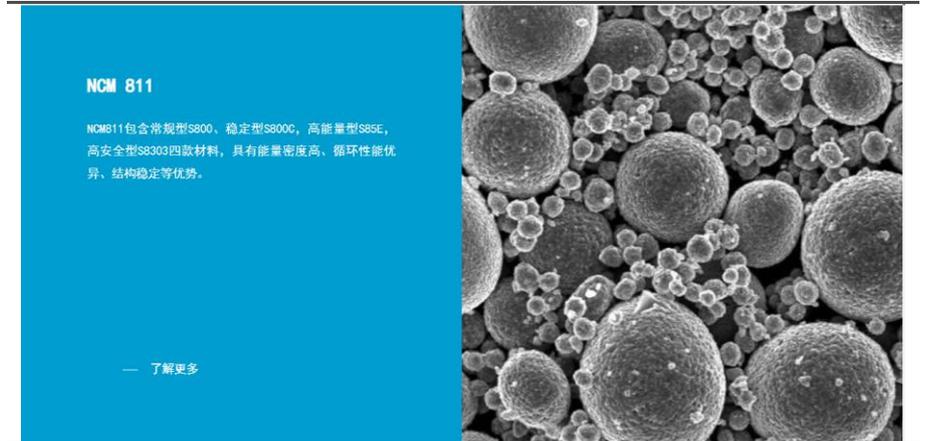
资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图2:容百科技三元产品 NCM622



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图3:容百科技三元产品 NCM811



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

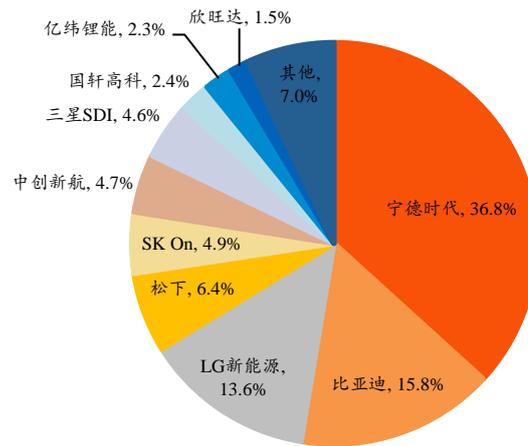
客户涵盖国内外, 覆盖众多主流头部电池企业。公司下游客户众多, 既有国内的宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等公司, 又包含国外的 LG 化学等, 几乎都是全球头部电池企业。

图4:公司部分下游客户



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图5:2023 年全球动力电池装机市场份额 (%)



资料来源: SNE, 甬兴证券研究所

管理层有中韩背景，以白厚善和刘相烈为代表。白厚善先生毕业于中南大学有色冶金专业、东北大学重金属火法冶炼专业，并获清华大学工商管理硕士学位。2001年12月至2012年3月，任北京当升材料科技股份有限公司董事、总经理；2013年至今，任容百控股董事长、总经理；2015年10月至今，任公司董事长。刘相烈，韩国国籍。刘相烈先生毕业于韩国汉阳大学物理学科研究生院。2005年5月至2009年12月，任韩国L&F锂电正极材料事业部总经理；2010年创办 EMT 株式会社并出任董事长、总经理；2014年10月至今，任公司副董事长、总经理。

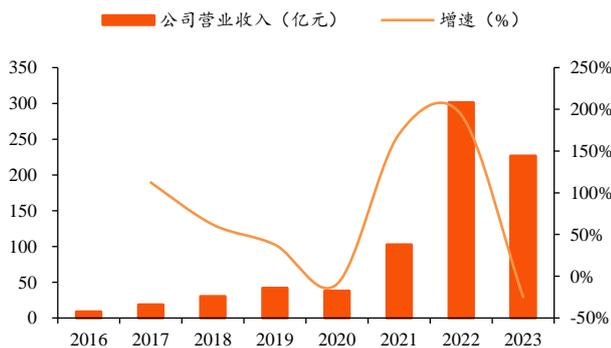
**表2:容百科技公司管理层**

姓名	经历
白厚善	白厚善，男，1964年出生，中国国籍，具有美国永久居留权。1990年3月至2001年12月，历任矿冶总院冶金室助理工程师、工程师、高级工程师、教授级高级工程师、专题组长、电子粉体材料厂厂长、北矿电子中心经理、矿冶总院冶金室副主任等职；2001年12月至2012年3月，任北京当升材料科技股份有限公司董事、总经理；2013年至今，任容百控股董事长、总经理。
刘相烈	刘相烈，男，1960年出生，韩国国籍。刘相烈先生毕业于韩国汉阳大学物理学科研究生院。2014年10月至今，任公司副董事长、总经理。
张慧清	张慧清，男，1967年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2002年至2012年7月，历任北京当升材料科技股份有限公司生产厂长、总经理助理、生产总监、运营总监、副总经理兼生产总监等职；2013年至2014年，任容百控股副总经理；2014年至今，任公司董事及副总经理。
宋文雷	宋文雷，男，1966年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2021年6月至今，任容百科技董事。
赵新炎	赵新炎，男，中国国籍，无境外永久居留权。研究生学历，材料工程、工商管理专业。2023年4月至今，任容百科技董事。
冯涛	冯涛，女，中国国籍，无境外永久居留权。金融学专业本科学历，经济学学士学位。2023年4月至今，任容百科技董事。
刘德贤	刘德贤，男，1974年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2017年7月至今，先后担任公司国际贸易事业部总经理、总裁助理、副总经理。
俞济芸	俞济芸，男，1985年出生，中国国籍，本科毕业于中南大学粉体材料科学与工程专业，具备上海证券交易所科创板董事会秘书任职资格和基金从业资格证。2023年8月至今，任公司董事会秘书；2024年1月至今，任公司财务负责人。
李琮熙	李琮熙，男，1975年出生，韩国国籍。李琮熙先生毕业于日本九州大学应用化学专业，获工学博士学位。2017年至今，先后担任公司中央研究院副院长、研发体系总裁。
陈明峰	陈明峰，男，1985年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2018年12月至今，先后担任公司研究院前驱体与再生资源研发中心总经理、战略运营中心总经理兼临山分公司总经理、中央研究院高级专家。
袁徐俊	袁徐俊，男，1984年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2014年10月至今，于公司从事锂离子电池正极材料的研究开发工作，先后担任公司正极事业部副总经理、三元正极事业部总经理。
葛欣	葛欣，女，1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2021年6月至2023年8月，任公司董事会秘书、总裁助理。
田千里	田千里，男，1980年出生，中国国籍，无境外永久居留权。2021年4月至12月，先后担任公司财务管理中心总经理、财务总监；2021年12月至2023年12月，任公司财务负责人。

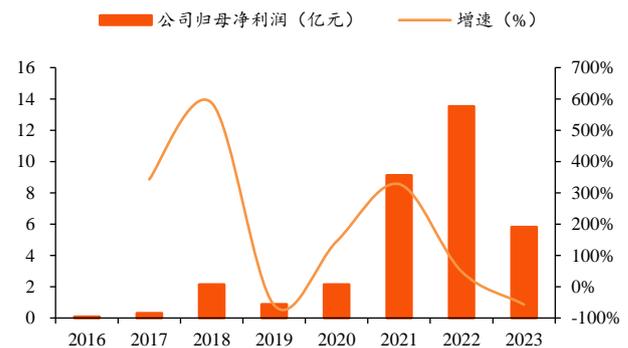
资料来源：公司2023年报，甬兴证券研究所

## 1.2. 财务分析：经历 2022 年高峰，2023 年盈利承压

容百科技 2021 年和 2022 年收入和归母净利润实现增长，到了 2023 年有所下滑，2023 年公司收入 226.6 亿元，同比-25%，归母净利润 5.8 亿元，同比-57%。

**图6:公司营业收入及增速**


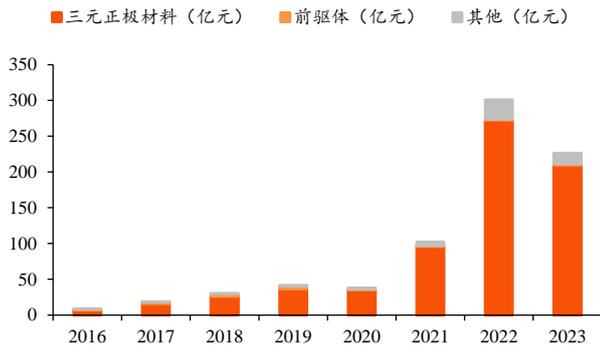
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

**图7:公司归母净利润和增速**


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

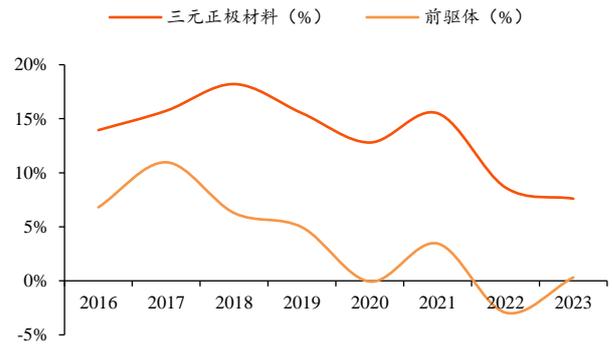
分业务来看，容百科技三元正极材料业务近年来占比一直是最高的，2023年占比93%，相比2022年提升3pct，与2020和2021年占比相同。从毛利率来看，三元材料的毛利率近几年高于前驱体，但是纵向来看，2021年至2023年三元材料毛利率逐年下降，从2021年的16%下降至2023年8%。

图8:公司分业务营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

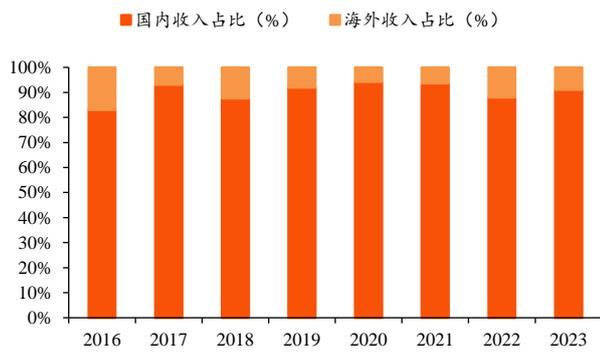
图9:公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

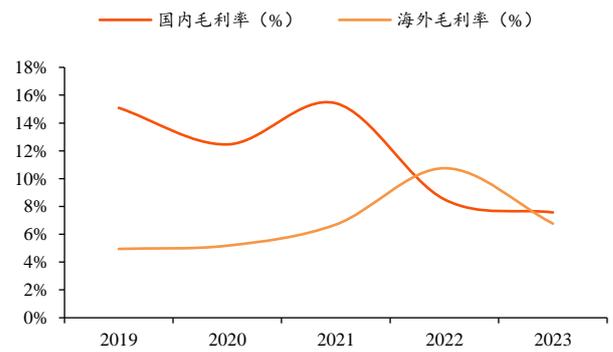
近年来公司国内收入占比维持高位, 2023年国内营收占比91%, 相比2022年提升3pct。从毛利率来看, 2023年国内毛利率8%, 相比2022年下滑1pct, 2023年海外毛利率7%, 相比2022年下滑4pct。

图10:公司国内和海外收入占比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

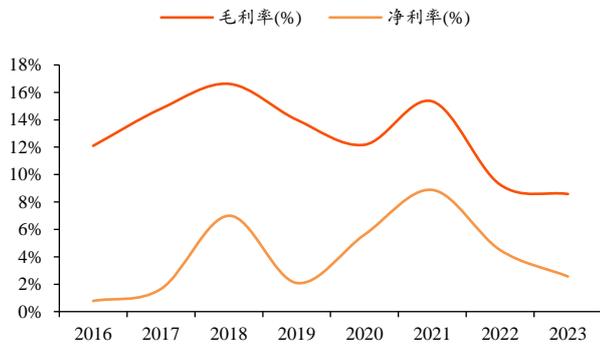
图11:公司国内和海外毛利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

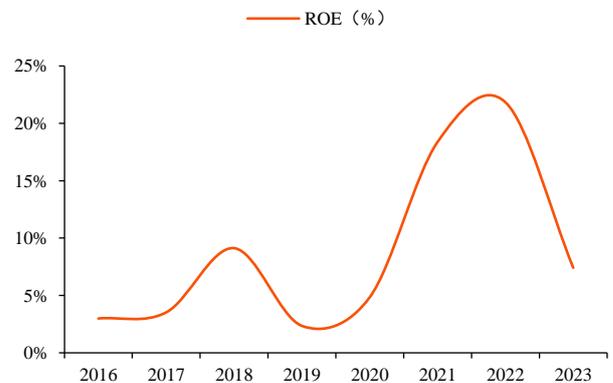
公司近两年毛利率和净利率较低, 2022年和2023年毛利率均为9%, 2022年净利率4%, 2023年净利率3%。从ROE来看, 2023年为7%, 相比2022年22%下滑明显, 从杜邦拆分来看, 主要是净利率和周转率下滑所致。

图12:公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图13:公司平均净资产收益率



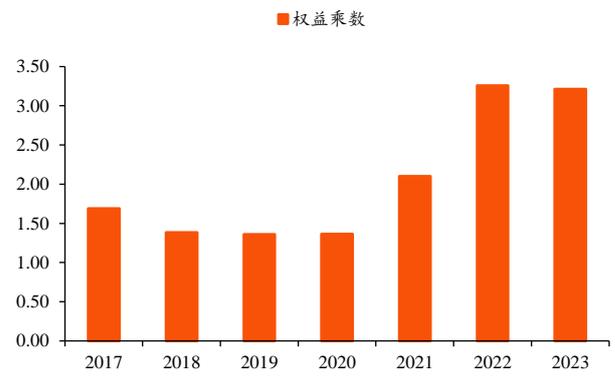
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:公司资产周转率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:公司权益乘数



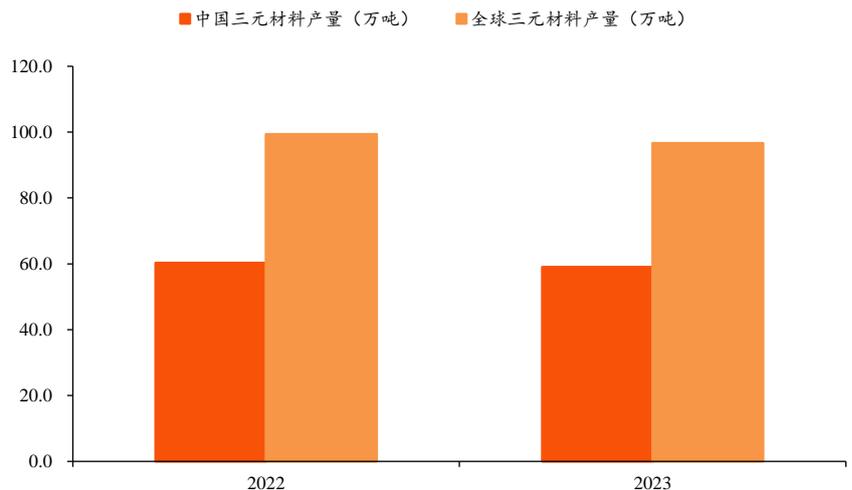
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. 行业介绍: 需求驱动增长, 容百维持龙头

### 2.1. 2023 年复盘: 行业产量仍高, CR5 集中度 61%

虽有压力, 但 2023 年三元正极产量仍高。据鑫椏锂电, 2023 全球三元材料产量 96.6 万吨, 同比-2.8%, 虽然面临着行业去库存压力, 以及磷酸铁锂份额争夺的压力, 但是正极材料升级仍然持续进行, 2023 年三元正极材料产量仍基本维持 2022 年的产量水位。

图16:2022-2023 中国和全球三元材料产量 (万吨)



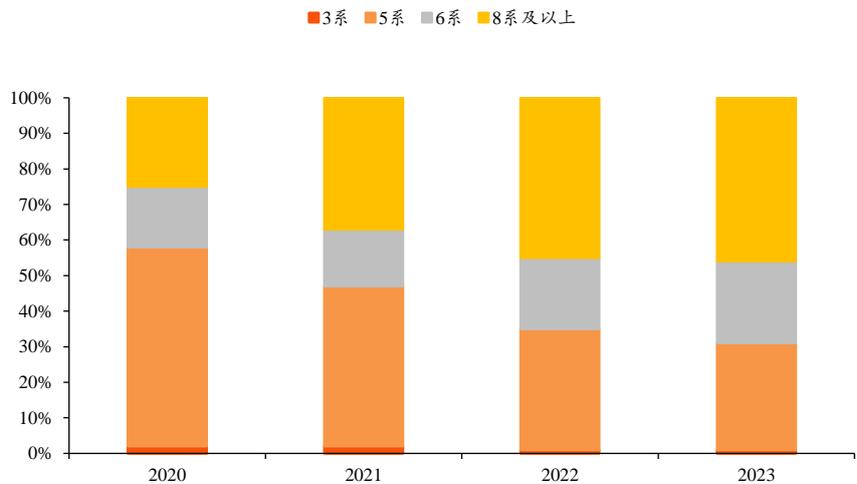
资料来源: 鑫椏锂电, 甬兴证券研究所

从结构来看, 三元材料体系向高镍升级。2019-2023 年, 中国三元材料

体系升级明显，整体结构向高镍转换，2023年8系及以上的高镍产品比例达到49%，产量达到28.9万吨，同比+7%，6系得益于中镍高电压产品占比20%。

**容百三元龙头，行业前五集中度高。**2023年三元材料集中度高，从中国三元材料产量来看，CR5的集中度约61%，其中容百科技仍是第一名，天津巴莫、当升科技及长远锂科次之，受益于下游客户的订单提振，南通瑞翔和贝特瑞排名上升。

图17:2020-2023年中国三元材料结构占比

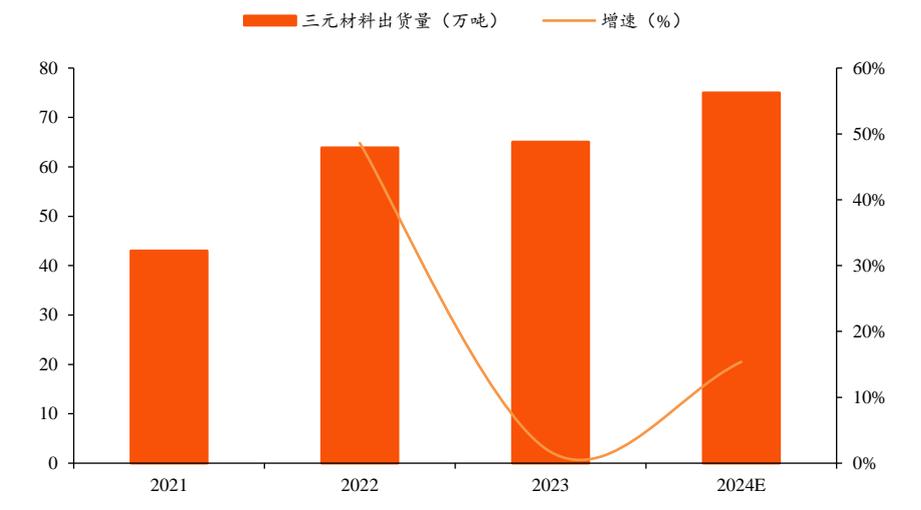


资料来源：SMM，甬兴证券研究所

## 2.2. 2024年展望：预计产量增长，容百维持龙头

**三元正极产量预计增长，国内企业加速出海。**据高工锂电，2024年预计中国三元材料产量75万吨，同比增速约15%，三元材料占正极比例约26%，与2023年基本持平。增量主要来自国内市场，但由于IRA法案，国内正极企业也在积极加速出海，以保证其份额。

图18:中国三元正极材料出货量及增速

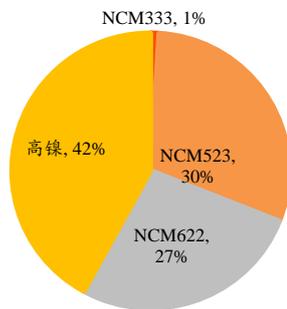


资料来源: 高工锂电, 甬兴证券研究所

**三元材料体系升级, 6系替代5系明显。**据鑫椤锂电, 2024Q1 中国5系/6系/高镍材料的比例分别为 30%/27%/42%, 全球5系/6系/高镍材料的比例分别为 22%/26%/51%。其中, 中国6系比例 27%, 相比 2023 年 20% 的渗透率增长明显, 原因主要是中镍高电压产品的渗透率加快。

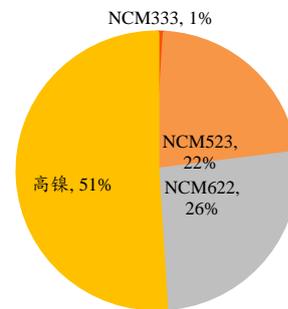
**头部企业受益需求, 容百仍然维持龙头。**2024Q1 容百科技仍然维持龙头份额, 行业头部企业受益于下游电池需求提升也有明显变化, 如南通瑞翔、厦钨新能等, 在中镍高电压产品的推动下, 排名也有提升, 需求主要来自宁德时代、中创新航、欣旺达等订单释放。

图19:2024Q1 中国三元材料各型号占比



资料来源: 鑫椤锂电, 甬兴证券研究所

图20:2024Q1 全球三元材料各型号占比



资料来源: 鑫椤锂电, 甬兴证券研究所

### 3. 核心看点：具备核心技术，全球化战略布局

#### 3.1. 技术：容百科技具备核心技术能力

容百科技具备三元材料的核心技术能力，技术水平高，综合实力强。具体来看，包括前驱体共沉淀技术、正极材料掺杂技术、正极材料气氛烧结技术、正极材料表面处理技术、高电压单晶材料生产技术、NCM 金属回收技术、碳酸锂回收技术等。

图21:容百科技具备七大核心技术能力

## 七大核心技术能力

容百科研技术实力，是国内技术水平高、综合实力强的研究成果。



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

#### 3.2. 战略：容百科技全球化战略布局

**研发：确保二次电池国际超一流技术竞争力。**据NE时代新能源，预计容百科技2024年12月进行韩国研发中心建设，2025年6月进行美国研发中心建设，2025年12月欧洲研发中心建成。确保容百科技二次电池国际超一流技术竞争力，第一确保新一代二次电池有潜力的原始技术，第二为扩大国际市场开发地区特色产品，第三通过开放型创新实现收益多元化，第四建设技术事业化国际领先基地。

**产能：建设并完善全球化产能建设布局。**远期到2030年，目标建设三元产能100万吨，锰铁锂产能56万吨，钠电产能50万吨，前驱体产能43

万吨。近期海外产能，韩国二期三元 4 万吨+锰铁锂 2 万吨，2024 年底陆续建成，4 万吨前驱体 2025 年底前陆续建成，欧洲一期三元 5 万吨，2025 年底陆续建成，北美一期三元 5 万吨，2026 年底陆续建成。

**表3:容百科技全球制造基地规划 (万吨)**

区域	产品	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
中国	三元	23	23	23	28	33	38	45	50
	磷酸锰铁锂	1	6	12	12	12	15	20	30
	钠电	1	4	6	10	18	25	36	40
	前驱体	6	6	10	10	10	15	15	15
	精炼	-	-	2	2	2	4.5	4.5	4.5
	回收	-	1	2	2	2	2	2	2
韩国	三元	2	6	10	10	15	15	20	20
	磷酸锰铁锂	-	2	2	4	4	6	6	6
	前驱体	0.6	0.6	4	8	8	10	10	12
	精炼	-	-	2	4	4	5	5	6
欧洲	回收	-	-	1	1	2	2	2	2
	三元	-	-	5	5	10	10	10	10
	磷酸锰铁锂	-	-	-	-	5	5	10	10
	钠电	-	-	-	-	5	5	5	5
北美地区	前驱体	-	-	-	-	-	4	6	6
	回收	-	-	-	2	5	10	15	20
	三元	-	-	-	5	5	10	15	20
	磷酸锰铁锂	-	-	-	-	5	5	5	10
印尼	钠电	-	-	-	-	-	5	5	5
	回收	-	-	-	2	2	4	6	10
	前驱体	-	-	-	-	4	8	8	10
	精炼	-	-	-	-	2	4	6	6

资料来源：NE 时代新能源，甬兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1. 盈利预测

关键假设：

(1) 三元正极：行业景气提升，公司份额提升，假设三元正极营收增速 2024-2026 年分别为 1%、23%、23%。公司具备核心壁垒，假设三元正极毛利率 2024-2026 年分别为 7%、8%、8%。

(2) 前驱体：行业景气提升，公司份额提升，假设前驱体营收增速 2024-2026 年分别为 21%、23%、23%。公司具备核心壁垒，假设前驱体毛利率 2024-2026 年分别为 1%、2%、3%。

(3) 其他：其他业务包括锰铁锂、钠电等正极相关业务，随着行业需求提升，谨慎性预计其收入和成本 2024-2026 年与 2023 年持平。

综上，预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 1%、21%、22%，毛利率分别为 8%、8%、9%。

**表4:公司盈利预测**

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
业务 1: 三元正极	收入 (百万元)	3,514	9,575	27,247	20,967	21,132	25,993	31,971
	成本 (百万元)	3,064	8,090	24,893	19,373	19,641	24,005	29,338
	收入增速 (%)	-3%	172%	185%	-23%	1%	23%	23%
	毛利率 (%)	13%	16%	9%	8%	7%	8%	8%
业务 2: 前驱体	收入 (百万元)	120	154	131	144	174	215	264
	成本 (百万元)	120	149	135	143	173	210	255
	收入增速 (%)	-71%	28%	-15%	10%	21%	23%	23%
	毛利率 (%)	0%	3%	-3%	1%	1%	2%	3%
其他	收入 (百万元)	161	530	2,745	1,546	1,546	1,546	1,546
	成本 (百万元)	149	446	2,304	1,197	1,197	1,197	1,197
	毛利率 (%)	7%	16%	16%	23%	23%	23%	23%
总计	营业收入 (百万元)	3,795	10,259	30,123	22,657	22,853	27,754	33,781
	营业成本 (百万元)	3,333	8,685	27,332	20,713	21,010	25,412	30,790
	营业增速 (%)	-9%	170%	194%	-25%	1%	21%	22%
	毛利率 (%)	12%	15%	9%	9%	8%	8%	9%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 4.2. 估值

我们选取 A 股上市公司正极材料企业当升科技、长远锂科、中伟股份、厦钨新能为可比公司，其 2024-2026 年平均 PE 分别为 19/15/14 倍。随着行业需求提升，公司凭借核心技术壁垒，推进全球化战略，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 229/278/338 亿元，同比增速 1%/21%/22%，归母净利润分别为 6.4/9.2/13.8 亿元，同比增速 10%/44%/50%，按照 6 月 11 日收盘市值对应 PE 分别为 19/13/9 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表5:可比公司估值**

股票代码	公司名称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300073.SZ	当升科技 (*)	188	19.2	11.0	13.9	15.9	10	17	13	12
688779.SH	长远锂科 (*)	95	-1.2	4.4	5.2	4.8	-	21	18	20
300919.SZ	中伟股份 (*)	328	19.5	22.6	27.2	31.5	17	15	12	10
688778.SH	厦钨新能 (*)	145	5.3	6.2	8.2	10.6	27	23	18	14
	平均						18	19	15	14
688005.SH	容百科技	122	5.8	6.4	9.2	13.8	21	19	13	9

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

注:“(\*)”为可比公司，其归母净利润均采用 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**上游原材料价格过快上涨风险:** 正极材料上游原材料包括锂、钴、镍等金属，如果上游原材料价格上涨过快，可能对正极盈利能力有负面影响；

**下游需求受经济影响不及预期风险:** 正极材料直接下游是锂电池等，再往下游是新能源汽车、储能、消费领域如果受经济影响较大，需求存在不及预期风险；

**锂电池相关支持政策调整风险:** 全球对锂电池领域的支持政策，可能存在调整风险；

**公司战略方向选择风险:**全球行业竞争错综复杂,可能导致公司战略方向存在偏差的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>17,117</b>	<b>15,037</b>	<b>17,134</b>	<b>19,276</b>	<b>23,454</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-241</b>	<b>1,795</b>	<b>2,639</b>	<b>1,740</b>	<b>2,698</b>
货币资金	5,001	5,674	6,780	7,365	8,946	净利润	1,374	628	666	966	1,440
应收及预付	4,956	4,075	4,076	4,900	5,999	折旧摊销	336	470	765	854	934
存货	3,297	1,533	2,295	2,525	3,031	营运资金变动	-2,111	279	953	-378	54
其他流动资产	3,862	3,756	3,984	4,486	5,478	其它	160	418	255	297	270
<b>非流动资产</b>	<b>8,544</b>	<b>9,602</b>	<b>9,951</b>	<b>10,084</b>	<b>10,117</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,062</b>	<b>-1,692</b>	<b>-1,207</b>	<b>-1,129</b>	<b>-1,078</b>
长期股权投资	139	79	85	86	79	资本支出	-3,088	-1,637	-996	-997	-984
固定资产	4,579	6,201	6,624	6,865	6,958	投资变动	-140	0	-6	-1	7
在建工程	2,611	2,090	1,717	1,438	1,228	其他	165	-55	-204	-131	-101
无形资产	573	656	770	885	994	<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,477</b>	<b>1,389</b>	<b>-322</b>	<b>-25</b>	<b>-39</b>
其他长期资产	642	576	756	811	858	银行借款	3,497	377	200	130	120
<b>资产总计</b>	<b>25,660</b>	<b>24,639</b>	<b>27,086</b>	<b>29,361</b>	<b>33,571</b>	股权融资	917	1,401	-15	0	0
<b>流动负债</b>	<b>14,176</b>	<b>9,269</b>	<b>11,013</b>	<b>12,222</b>	<b>14,892</b>	其他	63	-389	-506	-155	-159
短期借款	1,963	200	300	330	350	<b>现金净增加额</b>	<b>1,191</b>	<b>1,487</b>	<b>1,106</b>	<b>585</b>	<b>1,581</b>
应付及预收	11,430	8,341	9,932	11,188	13,696	<b>期初现金余额</b>	<b>1,017</b>	<b>2,209</b>	<b>3,695</b>	<b>4,801</b>	<b>5,386</b>
其他流动负债	783	728	781	703	846	<b>期末现金余额</b>	<b>2,209</b>	<b>3,695</b>	<b>4,801</b>	<b>5,386</b>	<b>6,968</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2,932</b>	<b>5,100</b>	<b>5,211</b>	<b>5,311</b>	<b>5,411</b>						
长期借款	2,678	4,819	4,919	5,019	5,119						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	254	281	292	292	292						
<b>负债合计</b>	<b>17,108</b>	<b>14,369</b>	<b>16,224</b>	<b>17,532</b>	<b>20,303</b>						
股本	451	484	484	484	484						
资本公积	3,917	5,225	5,226	5,226	5,226						
留存收益	2,638	3,083	3,717	4,636	6,019						
归属母公司股东权益	6,965	8,698	9,262	10,182	11,564						
少数股东权益	1,588	1,572	1,600	1,646	1,704						
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,660</b>	<b>24,639</b>	<b>27,086</b>	<b>29,361</b>	<b>33,571</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	193.6%	-24.8%	0.9%	21.4%	21.7%
营业利润增长	59.3%	-54.0%	5.9%	46.4%	49.4%
归母净利润增长	48.5%	-57.1%	9.8%	44.2%	50.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.3%	8.6%	8.1%	8.4%	8.9%
净利率	4.6%	2.8%	2.9%	3.5%	4.3%
ROE	19.4%	6.7%	6.9%	9.0%	12.0%
ROIC	11.3%	5.0%	4.6%	6.0%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.7%	58.3%	59.9%	59.7%	60.5%
净负债比率	0.6%	-1.3%	-12.3%	-15.2%	-24.5%
流动比率	1.21	1.62	1.56	1.58	1.57
速动比率	0.90	1.39	1.28	1.30	1.31
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.49	0.90	0.88	0.98	1.07
应收账款周转率	10.69	6.02	6.29	7.13	7.10
存货周转率	11.01	8.58	10.98	10.54	11.08
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.00	1.27	1.32	1.90	2.85
每股经营现金流	-0.53	3.71	5.45	3.59	5.57
每股净资产	15.45	17.96	19.13	21.03	23.88
<b>估值比率</b>					
P/E	22.92	31.34	19.14	13.27	8.83
P/B	4.45	2.22	1.32	1.20	1.06
EV/EBITDA	14.72	13.25	6.60	4.97	3.26

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。