

公司研究

减值和新业务投入影响盈利，固态电池正极布局领先

——容百科技（688005.SH）2025 年半年报点评

要点

事件：容百科技2025年H1营业收入62.48亿元，同比下降9.28%；归母净利润-0.68亿元，同比转亏。25Q2营业收入32.85亿元，同/环比+3%/+11%，Q2归母净利润-0.53 亿元，同比转亏，环比亏损扩大。

减值与新业务投入导致亏损。公司25H1扣除在钠电、前驱体、锰铁锂等新产业上的投入后，三元业务实际盈利约0.77亿元。但受阶段性的减值事项影响，公司整体上半年净利润同比有所下降，该减值有望在下半年部分转回。

政策扰动影响销量。25H1三元材料销量5万吨，受美国补贴和关税扰动影响，部分需求订单前置，二季度销量环比一季度有所增加。下半年，随着关税政策明朗以及海外电芯新工厂投产，销量有望进一步提升。Q2毛利率8.94%，环比增加0.79pct。

海外产能布局领先。韩国工厂首期2万吨/年高镍正极通过了国际客户的认证审核，产能持续提升，二期4万吨/年产线建设完成，国际客户已启动认证流程，将逐步投产起量。公司有望在波兰建成欧洲首条磷酸铁锂产线,以满足欧洲对于供应链本土化的要求。

新业务布局曙光初现。钠电方面，公司钠电正极产品在动力、储能、启停电源等领域卡位头部客户，25年下半年至26年产销规模有望提升，启动仙桃6,000吨聚阴离子正极产线。**磷酸锰铁锂方面**，受益于商用车电动化需求放量，25H1商用车领域销量突破千吨；二代产品通过稳定性测试，年内有望实现乘用车磷酸锰铁锂纯用方案上车，已启动新产能选址工作。

固态电池布局下一代正极和硫化物电解质。公司高镍及超高镍全固态正极吨级出货，客户评测可满足400Wh/kg的电芯开发需求。硫化物电解质材料粒度及离子电导率等性能处于行业领先水平，正进行中试线建设，预计25Q4竣工，26年初投产。富锂锰基正极方面，在全固态领域已有百公斤级出货，并已拿到批量订单。尖晶石镍锰正极25年上半年已有吨级出货，客户端预计2026年可实现量产。

盈利预测、估值与评级：减值和新业务投入影响公司业绩，下调 25-27 年归母净利润预测 88%/53%/50%至 0.97/4.75/6.09 亿元，对应 PE 159/33/25X。公司海外产能具有稀缺性，新业务拐点将至，锰铁锂、钠电正极打造第二增长曲线，固态电池正极技术和验证领先，但新业务持续投入影响利润释放，有待基本面拐点到来，下调至“增持”评级。

风险提示：关税政策变动风险、下游需求不及预期、原材料价格波动、产能消化不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,657	15,088	13,760	16,546	19,045
营业收入增长率	-24.78%	-33.41%	-8.80%	20.24%	15.11%
净利润（百万元）	581	296	97	475	609
净利润增长率	-57.07%	-49.06%	-67.23%	389.42%	28.35%
EPS（元）	1.20	0.61	0.14	0.66	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.68%	3.51%	1.14%	5.32%	6.58%
P/E	18	35	159	33	25
P/B	1.2	1.2	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-06；24 年股本 4.83 亿股，25 年转增股本至 7.15 亿股

增持（下调）

当前价：21.63 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

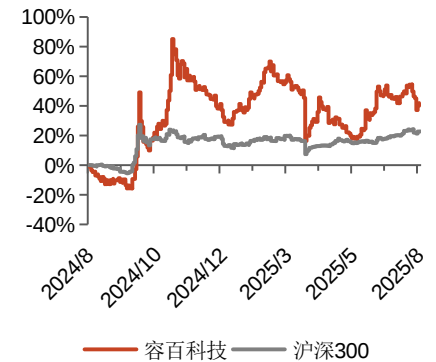
021-52523693

chenwuji@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.15
总市值(亿元):	155
一年最低/最高(元):	17.34/44.50
近 3 月换手率:	253.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.75	-0.33	18.88
绝对	-3.05	9.25	41.93

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,657	15,088	13,760	16,546	19,045
营业成本	20,713	13,576	12,951	15,023	17,214
折旧和摊销	434	616	718	794	875
税金及附加	64	57	36	43	50
销售费用	41	45	41	41	43
管理费用	421	448	381	425	470
财务费用	71	118	25	64	105
研发费用	354	424	359	399	450
投资收益	-137	1	10	0	0
营业利润	744	430	151	656	836
利润总额	773	430	171	656	836
所得税	146	101	40	144	192
净利润	628	329	130	512	644
少数股东损益	47	33	34	38	35
归属母公司净利润	581	296	97	475	609
EPS(元)	1.20	0.61	0.14	0.66	0.85

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,795	523	260	783	1,341
净利润	581	296	97	475	609
折旧摊销	434	616	718	794	875
净营运资金增加	-1,051	-337	290	1,138	777
其他	1,832	-51	-845	-1,624	-921
投资活动产生现金流	-1,692	-2,307	-1,560	-1,564	-1,564
净资本支出	-1,637	-1,776	-1,550	-1,550	-1,550
长期投资变化	79	80	0	0	0
其他资产变化	-134	-612	-10	-14	-14
融资活动现金流	1,389	-564	1,101	1,338	723
股本变化	33	-1	232	0	0
债务净变化	481	853	1,141	1,472	1,107
无息负债变化	-3,219	213	-1,458	-22	380
净现金流	1,487	-2,430	-199	557	500

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	8.6%	10.0%	5.9%	9.2%	9.6%
EBITDA 率	8.6%	9.1%	5.3%	9.2%	9.6%
EBIT 率	6.5%	4.8%	0.1%	4.4%	5.0%
税前净利润率	3.4%	2.8%	1.2%	4.0%	4.4%
归母净利润率	2.6%	2.0%	0.7%	2.9%	3.2%
ROA	2.5%	1.3%	0.5%	1.9%	2.3%
ROE (摊薄)	6.7%	3.5%	1.1%	5.3%	6.6%
经营性 ROIC	8.3%	3.7%	0.1%	3.2%	3.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	58%	63%	62%	63%	64%
流动比率	1.62	1.29	1.23	1.17	1.13
速动比率	1.46	1.09	1.06	1.03	1.00
归母权益/有息债务	1.58	1.32	1.13	0.99	0.92
有形资产/有息债务	4.27	3.68	3.09	2.79	2.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,639	24,623	24,422	26,313	28,165
货币资金	5,674	2,951	2,752	3,309	3,809
交易性金融资产	123	680	694	707	722
应收账款	3,741	4,581	4,178	4,698	5,220
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	85	98	90	108	124
存货	1,533	2,222	1,762	1,743	1,825
其他流动资产	3,547	3,689	3,676	3,703	3,728
流动资产合计	15,037	14,291	13,218	14,346	15,517
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	79	80	80	80	80
固定资产	6,201	7,294	7,620	7,920	8,207
在建工程	2,090	1,692	2,057	2,330	2,535
无形资产	656	706	741	776	810
商誉	131	115	115	115	115
其他非流动资产	118	68	59	59	59
非流动资产合计	9,602	10,332	11,204	11,967	12,648
总负债	14,369	15,435	15,119	16,569	18,056
短期借款	200	211	1,146	2,392	3,249
应付账款	3,124	3,401	2,855	2,561	2,590
应付票据	5,217	5,172	4,286	4,521	4,836
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	9,269	11,085	10,782	12,230	13,716
长期借款	4,819	4,100	4,100	4,100	4,100
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	171	176	176	177	177
非流动负债合计	5,100	4,351	4,337	4,339	4,340
股东权益	10,270	9,188	9,303	9,744	10,109
股本	484	483	715	715	715
公积金	5,300	5,263	5,041	5,089	5,150
未分配利润	3,007	3,153	3,062	3,418	3,687
归属母公司权益	8,698	8,441	8,522	8,926	9,257
少数股东权益	1,572	747	781	818	853

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
管理费用率	1.9%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%
财务费用率	0.3%	0.8%	0.2%	0.4%	0.5%
研发费用率	1.6%	2.8%	2.6%	2.4%	2.4%
所得税率	19%	24%	24%	22%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.37	0.10	0.39	0.49
每股经营现金流	3.71	1.08	0.36	1.09	1.88
每股净资产	17.96	17.47	11.92	12.49	12.95
每股销售收入	46.79	31.24	19.25	23.15	26.65

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	18	35	159	33	25
PB	1.2	1.2	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	9	13	33	17	15
股息率	1%	2%	0%	2%	2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP