

2024年04月17日

**买入（首次覆盖）**

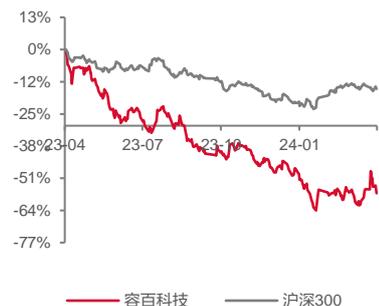
报告原因：业绩点评

# 容百科技（688005）：三元龙头稳固，加速布局海外市场

——公司简评报告

**证券分析师**周啸宇 S0630519030001  
zhouxiaoy@longone.com.cn**联系人**张帆远  
zfy@longone.com.cn

数据日期	2024/04/16
收盘价	30.69
总股本(万股)	48,422
流通A股/B股(万股)	31,545/0
资产负债率(%)	58.32%
市净率(倍)	1.71
净资产收益率(加权)	7.73
12个月内最高/最低价	73.39/23.80

**相关研究**

1. 固态电池装车提速，宁德“天恒”重磅亮相——电池及储能行业周报（20240408-20240414）
2. 电网侧独立储能快速发展，拓宽独立储能长期盈利空间——电池及储能行业周报（2024/04/01-2024/04/07）

**投资要点**

- **事件：**2024年4月12日，公司披露2023年度报告。2023年全年公司实现营业收入226.57亿元，同比下降24.78%，实现归母净利润5.81亿元，同比下降57.07%，实现扣非净利润5.15亿元，同比下降60.86%。2023Q4公司实现营业收入40.83亿元，同比和环比分别下降62.34%和28.12%，归母净利润-0.35亿元，同比和环比分别变动-108.04%和-114.79%，实现扣非净利润-0.44亿元，同比和环比分别变动-110.87%和-118.79%。
- **产品价格下滑带动公司盈利承压。**2023年公司毛利率为8.58%，同比-0.68个百分点，主要归因于行业竞争加剧，产品价格下滑，叠加终端市场增速放缓，导致公司2023年毛利承压。公司2023年期间费用率为3.92%，同比增长0.64pct，其中研发和财务费用率分别为0.31%（-1.30pct）、1.56%（1.51pct），财务费用率上涨主要因为报告期内借款增加，研发费用率下滑主要因为原材料价格下降，导致研发耗用的材料成本降低。
- **公司三元材料全年出货超10万吨，行业龙头稳固。**2023年公司三元正极材料出货量约9.9万吨，同比+12%，市占率连续三年保持行业首位。其中，三元正极材料9系及以上产品全年出货近万吨，占比达到10%。前驱体材料出货量约0.2万吨，同比+37%，配套完成海外客户产线认证。我们预计公司2024Q1出货约2.7万吨，环比增长9%。随着下游需求恢复和补库需求，公司Q2排产向好，预计全年正极材料出货约12-14万吨。产线稼动率提升叠加公司海外市场拓展顺利，公司单位盈利有望逐步恢复，预计2024年全年公司正极材料贡献利润超6亿元。
- **海外市场布局积极，固态电池材料成功装车。**韩国忠州基地是中国企业在海外建成的第一个高镍正极产能项目，2023年8月，韩国基地启动二期4万吨/年三元材料和2万吨/年磷酸锰铁锂的项目建设，同时公司在韩国新万金获批250亩地，规划建设年产8万吨三元前驱体及配套硫酸盐生产基地。公司已成功开发多款用于半/全固态电池的三元正极材料，其中，半固态电池正极材料配套的电池产品已应用于蔚来ET7的1000公里长续航车型。
- **投资建议：**考虑到公司三元行业龙头地位，积极布局海外市场，加速推进锰铁锂和钠电进程，从高镍转型平台化、集团化的正极材料供应商。我们预计公司2024/2025/2026年实现营业收入202.44/247.31/301.25亿元，同比-10.7%/22.2%/21.8%，公司2024/2025/2026年实现归母净利润为6.72/9.15/13.71亿元，对应当前P/E为22x/16x/11x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车需求波动风险；正极行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

**盈利预测与估值简表**

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,657.27	20,243.97	24,731.44	30,124.66
(+/-)(%)	-24.78%	-10.65%	22.17%	21.81%
归母净利润	580.91	672.38	915.13	1,371.21
(+/-)(%)	-57.07%	15.75%	36.10%	49.84%
EPS(元/股)	1.27	1.39	1.89	2.83
P/E	31.34	22.10	16.24	10.84

资料来源：Wind，东海证券研究所，2024年4月16日

## 正文目录

<b>1. 主要观点</b> .....	<b>4</b>
1.1. 三元正极价格下滑导致公司 2023 年业绩承压 .....	4
1.2. 公司 2023 年三元正极出货同比增长，9 系出货近万吨 .....	5
1.3. 公司产能扩张迅速，积极拓展正极产业链 .....	6
1.4. 研发创新提升公司竞争力 .....	6
<b>2. 投资建议</b> .....	<b>7</b>
<b>3. 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图表目录

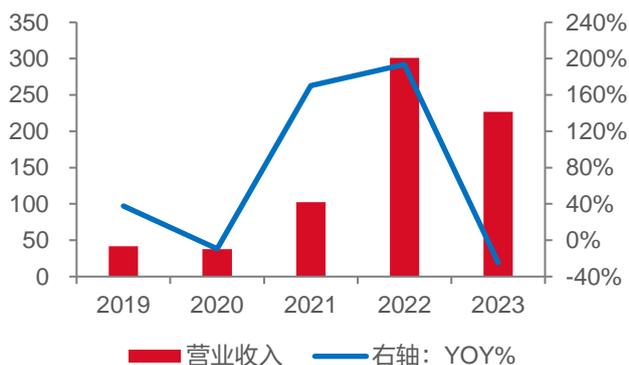
图 1 2019-2023 年公司营业收入（单位：亿元） .....	4
图 2 2019-2023 年公司归母净利润（单位：亿元） .....	4
图 3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元） .....	4
图 4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元） .....	4
图 5 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况（%） .....	5
图 6 2019-2023 年公司期间费用率情况（%） .....	5
表 1 公司历年前驱体及三元正极材料出货情况汇总 .....	5
表 2 公司产能汇总（单位：万吨） .....	6
表 3 公司 2023 年获得的专利数量 .....	7
表 4 2023 年公司新增申请专利列表 .....	7
附录：三大报表预测值 .....	8

# 1.主要观点

## 1.1.三元正极价格下滑导致公司 2023 年业绩承压

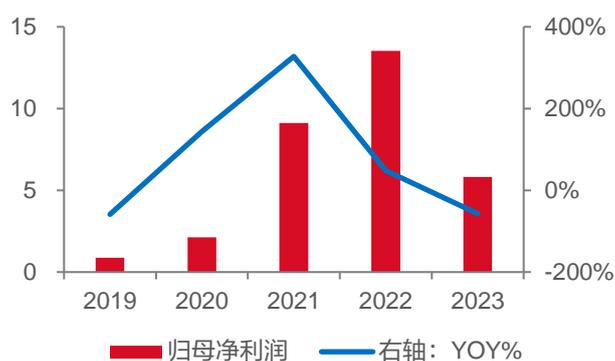
2024 年 4 月 12 日，公司披露 2023 年度报告。2023 年全年公司实现营业收入 226.57 亿元，同比下降 24.78%，实现归母净利润 5.81 亿元，同比下降 57.07%，实现扣非净利润 5.15 亿元，同比下降 60.86%。

图1 2019-2023 年公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

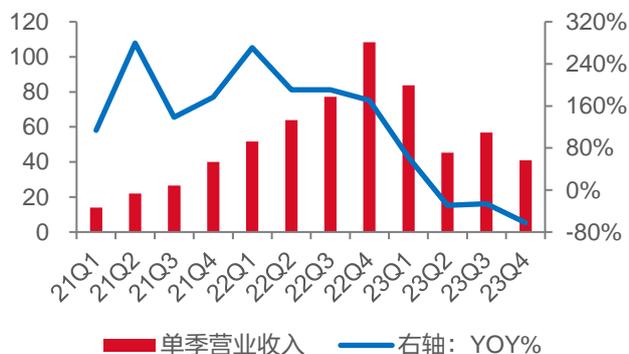
图2 2019-2023 年公司归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

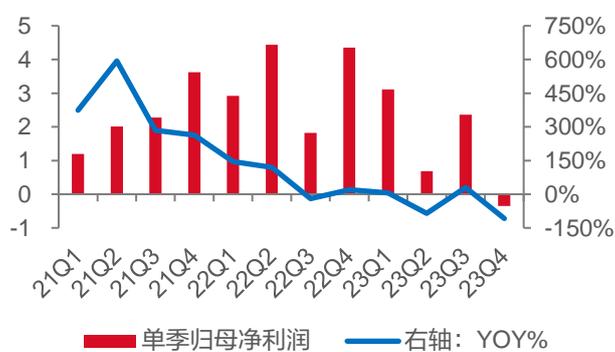
2023Q4 公司实现营业收入 40.83 亿元，同比和环比分别下降 62.34%和 28.12%，归母净利润-0.35 亿元，同比和环比分别变动-108.04%和-114.79%，实现扣非净利润-0.44 亿元，同比和环比分别变动-110.87%和-118.79%。

图3 公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

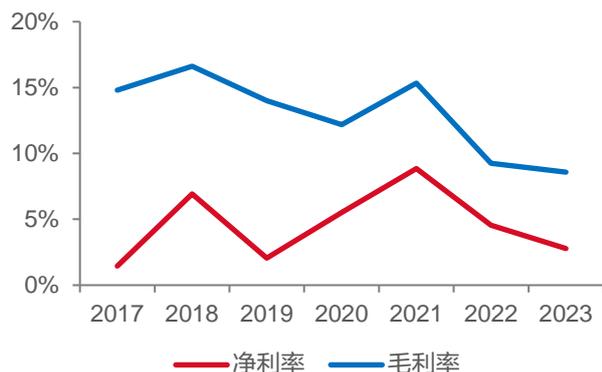


资料来源：Wind，东海证券研究所

全年毛利率为 8.58%，较上年下降 0.68 个百分点，第四季度毛利率为 7.96%，较上年同期上升 0.10 个百分点。全年毛利下滑主要归因于行业竞争加剧，产品价格下滑，叠加终端市场增速放缓，导致公司 2023 年毛利承压。

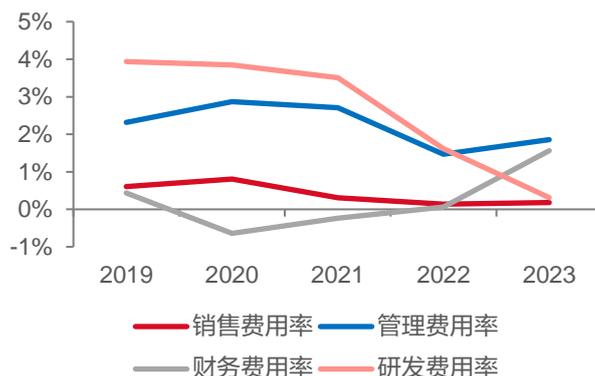
公司 2023 年期间费用率为 3.92%，同比增长 0.64pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.18% (0.04pct)、1.86% (0.39pct)、0.31% (-1.30pct)、1.56% (1.51pct)，其中，财务费用率上涨主要因为报告期内借款增加，利息支出随之增加；研发费用率下滑主要因为原材料价格下降，导致研发耗用的材料成本降低，研发费用有所下降。

图5 2019-2023 年公司毛利率和净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 2019-2023 年公司期间费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 1.2.公司 2023 年三元正极出货同比增长, 9 系出货近万吨

2023 年公司三元正极材料出货量约 9.9 万吨, 同比+12%, 市占率连续三年保持行业首位。其中, 三元正极材料 9 系及以上产品全年出货近万吨, 占比约 10%。前驱体材料出货量约 0.2 万吨, 同比+37%, 配套完成海外客户产线认证。

表1 公司历年前驱体及三元正极材料出货情况汇总

	单位	2019	2020	2021	2022	2023
<b>产量</b>						
前驱体	吨	9657	5685	19501	22897	30151
YOY	%	-26%	-41%	243%	17%	32%
三元正极	吨	22505	28579	53023	91402	102757
YOY	%	58%	27%	86%	72%	12%
<b>销量</b>						
前驱体	吨	4606	1712	1689	1130	1551
YOY	%	79%	-63%	-1%	-33%	37%
三元正极	吨	21854	26267	52342	89050	99446
YOY	%	61%	20%	99%	70%	12%
<b>库存量</b>						
前驱体	吨	157	1109	2097	974	926
YOY	%	--	607%	89%	-54%	-5%
三元正极	吨	810	1436	2795	4157	3604
YOY	%	--	77%	95%	49%	-13%

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

我们预计公司 2024Q1 出货约 2.7 万吨, 环比增长 9%。随着下游需求恢复和补库需求, 公司 Q2 排产向好, 预计全年正极材料出货约 12-14 万吨。产线稼动率提升, 叠加公司海外市场拓展顺利, 公司单位盈利逐步恢复, 预计 2024 年全年公司正极材料贡献利润超 6 亿元。

### 1.3. 公司产能扩张迅速，积极拓展正极产业链

公司近年来产能扩张迅速，2023 年公司已建成超 20 万吨/年的正极产能，拥有湖北鄂州、湖北仙桃、贵州遵义和韩国忠州四大正极材料基地。其中，韩国忠州基地是中国企业在海外建成的第一个高镍正极产能项目，2023 年 8 月，韩国基地启动二期 4 万吨/年三元材料和 2 万吨/年磷酸锰铁锂的项目建设，同时公司在韩国新万金获批 250 亩地，规划建设年产 8 万吨三元前驱体及配套硫酸盐生产基地。此外，公司为更好服务海外客户，在北美设立办事处，搭建运营团队，在欧洲工厂的选址投建也取得积极进展。

**表2 公司产能汇总（单位：万吨）**

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
韩国忠州	万吨	2	2	8	10	10
湖北鄂州	万吨	12	12	12	12	12
贵州遵义 一期	万吨	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
贵州遵义 二期	万吨	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
湖北仙桃 一期	万吨	--	3	8	10	10
湖北仙桃 二期	万吨	--	--	1	5	10
浙江余姚	万吨	1	1	1	1	1
合计	万吨	25	28	40	48	53

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司从高镍三元转为平台化、集团化的正极材料供应商，2022 年开始逐步新增材料包含磷酸锰铁锂正极材料和钠电正极材料。

1) **磷酸锰铁锂正极材料**。公司 2022 年通过收购斯科兰德及其旗下子公司，布局磷酸锰铁锂（LMFP）领域。2023 年公司磷酸锰铁锂产品全年出货同比增长 85%，2023 年 8 月韩国基地的年产 2 万吨也正式开工，巩固了市场领先地位，2024 年有望在车用市场实现突破。

2) **钠电正极材料**。公司全面布局了层状氧化物、普鲁士蓝/白以及聚阴离子三个技术方向，并已与多家下游客户完成送样验证，现有产能约 1.5 万吨/年，目前公司钠电正极材料累计出货几十吨级，进度处于行业领先水平。2023 年公司钠电正极保持层状材料稳定量产的同时，还开发出行业领先的聚阴离子产品，并已经获得不同细分市场核心客户订单。

### 1.4. 研发创新提升公司竞争力

公司注重研发产品研发能力，积极布局固态电池材料市场。2022 年 4 月，公司与卫蓝新能源签订战略合作协议，在半/全固态电池领域展开合作。目前，公司已成功开发多款用于半/全固态电池的三元正极材料，其中半固态电池正极材料配套的电池产品已应用于蔚来 ET7 的 1000 公里长续航车型。

此外，公司为巩固行业龙头地位，积极开展电池化学研究业务，在正极、前驱体等方面加大研究投入。2023 年公司新增申请专利 357 项，其中国内发明专利 231 项，国内实用新型专利 126 项；公司新增授权专利 110 项，其中国内发明专利 34 项，国内实用新型专利 76 项。

表3 公司 2023 年获得的专利数量

	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	231	34	492	104
实用新型专利	126	76	469	346
合计	357	110	961	450

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表4 2023 年公司新增申请专利列表

专利类型	专利名称	法律状态
发明	一种锂离子电池正极材料、其制备方法及应用	授权
发明	表面改性镍钴锰酸锂三元正极材料的预氧化制备工艺	授权
发明	一种管道内金属异物清理装置	授权
发明	石墨烯碳表面改性镍钴锰酸锂三元正极材料及其制备方法	授权
发明	一种粒度稳定的镍钴锰三元前驱体及其制备方法与制备装置	授权
发明	一种硼酸铁锂的制备方法	授权
发明	一种原位碳包覆的高倍率大尺寸普鲁士蓝类钠离子正极材料及其制备方法	授权
发明	一种钨掺杂高镍无钴前驱体及其制备方法	授权
发明	高镍三元前驱体材料、其制备方法与高镍三元正极材料	授权
发明	一种高球形三元前驱体及其制备方法	授权
发明	一种环状孔隙三元正极前驱体及其制备方法	授权
发明	一种高压实密度三元正极材料	授权

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 2.投资建议

考虑到公司三元行业龙头地位，积极布局海外市场，加速推进锰铁锂和钠电进程，从高镍转型平台化、集团化的正极材料供应商。我们预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 202.44/247.31/301.25 亿元，同比-10.7%/22.2%/21.8%，公司 2024/2025/2026 年实现归母净利润为 6.72/9.15/13.71 亿元，对应当前 P/E 为 22x/16x/11x，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 3.风险提示

**新能源汽车需求波动风险：**若未来下游电动车需求下滑，市场出现大规模的不景气及停产减产情况，公司将面临经营业绩下滑的风险。

**正极行业竞争加剧风险：**目前国内各正极厂商纷纷布局加码扩产，行业竞争加剧，若公司不能顺利拓展客户，公司将面临业绩下滑风险。

**原材料价格波动风险：**公司盈利能力与原材料成本紧密相关，当前碳酸锂价格急剧下滑，若公司未能在合适的价格采购碳酸锂等原材料，将对公司盈利能力造成负面影响。

## 附录：三大报表预测值

## 利润表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>22,657</b>	<b>20,244</b>	<b>24,731</b>	<b>30,125</b>
%同比增速	-25%	-11%	22%	22%
营业成本	20,713	18,522	22,532	27,224
毛利	1,944	1,722	2,200	2,900
%营业收入	9%	9%	9%	10%
税金及附加	64	48	61	75
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	41	40	43	45
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	421	375	445	482
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	354	314	377	452
%营业收入	2%	2%	2%	2%
财务费用	71	59	74	76
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-267	-112	-129	-149
信用减值损失	12	34	39	45
其他收益	152	97	126	159
投资收益	-137	-88	-117	-145
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-8	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	<b>744</b>	<b>816</b>	<b>1,118</b>	<b>1,679</b>
%营业收入	3%	4%	5%	6%
营业外收支	29	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>773</b>	<b>816</b>	<b>1,118</b>	<b>1,679</b>
%营业收入	3%	4%	5%	6%
所得税费用	146	114	157	235
净利润	628	702	962	1,444
%营业收入	3%	3%	4%	5%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>581</b>	<b>672</b>	<b>915</b>	<b>1,371</b>
%同比增速	-57%	16%	36%	50%
少数股东损益	47	29	46	73
EPS（元/股）	1.27	1.39	1.89	2.83

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.27	1.39	1.89	2.83
BVPS	17.96	19.05	20.94	23.77
PE	31.34	22.10	16.24	10.84
PEG	—	1.40	0.45	0.22
PB	2.22	1.61	1.47	1.29
EV/EBITDA	13.25	9.41	7.35	5.26
ROE	7%	7%	9%	12%
ROIC	5%	5%	6%	7%

## 资产负债表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,674	5,898	7,192	8,916
交易性金融资产	123	123	123	123
应收账款及应收票据	3,741	3,161	3,863	4,806
存货	1,533	1,546	1,659	1,953
预付账款	334	391	465	545
其他流动资产	3,633	3,076	3,767	4,495
流动资产合计	15,037	14,195	17,069	20,839
长期股权投资	79	79	79	79
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	6,201	6,510	6,740	6,890
无形资产	656	656	656	656
商誉	131	131	131	131
递延所得税资产	144	144	144	144
其他非流动资产	2,390	2,890	3,390	3,890
<b>资产总计</b>	<b>24,639</b>	<b>24,606</b>	<b>28,210</b>	<b>32,629</b>
短期借款	200	400	1,400	2,400
应付票据及应付账款	8,341	7,555	9,151	11,072
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	102	84	105	125
应交税费	54	53	63	77
其他流动负债	573	589	605	623
流动负债合计	9,269	8,681	11,323	14,299
长期借款	4,819	4,819	4,819	4,819
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	87	87	87	87
其他非流动负债	194	194	194	194
<b>负债合计</b>	<b>14,369</b>	<b>13,781</b>	<b>16,423</b>	<b>19,398</b>
归属于母公司的所有者权益	8,698	9,224	10,139	11,511
少数股东权益	1,572	1,601	1,647	1,720
<b>股东权益</b>	<b>10,270</b>	<b>10,825</b>	<b>11,787</b>	<b>13,231</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24,639</b>	<b>24,606</b>	<b>28,210</b>	<b>32,629</b>

## 现金流量表（百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,795</b>	<b>1,957</b>	<b>2,130</b>	<b>2,623</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-1,637	-1,498	-1,498	-1,498
其他	-55	-88	-117	-145
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,692</b>	<b>-1,586</b>	<b>-1,615</b>	<b>-1,643</b>
债权融资	479	200	1,000	1,000
股权融资	1,401	-140	0	0
支付股利及利息	-342	-201	-221	-256
其他	-148	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1,389</b>	<b>-140</b>	<b>779</b>	<b>744</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,487</b>	<b>224</b>	<b>1,294</b>	<b>1,724</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年4月16日

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在 -20%—20% 之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 -10%—10% 之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15% 之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在 -5%—5% 之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15% 之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089