贝特瑞（835185.BJ）

2022 年 01 月 12 日

业绩超预期，正负极齐发力成长空间广阔

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2022/1/11
当前股价(元)	143.50
一年最高最低(元)	198.08/29.95
总市值(亿元)	696.53
流通市值(亿元)	208.55
总股本(亿股)	4.85
流通股本(亿股)	1.45
近 3 个月换手率(%)	50.88

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

相关研究报告

● **产销两旺，贝特瑞 2021 年业绩预告亮眼**

公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年实现归母净利润 13.50-15.50 亿元，同比+173.00%-213.44%。受益下游锂电池市场持续景气，电池材料市场需求进一步提升，公司正负极材料产销两旺，业绩同比大增。基于业绩预告，我们大幅上调公司 2021-2023 年归母净利润预测分别为 14.91(+4.76)/19.90(+7.44)/26.84(+10.45)亿元，对应 EPS 分别为 3.07(+0.98)/4.10(+1.53)/5.53(+2.15)元/股，当前股价对应 PE 分别为 44.9/33.6/24.9 倍，维持“买入”评级。

● **汽车电动化浪潮下，锂电正负极材料需求强劲**

在政策和市场双轮驱动下，我国新能源汽车产业景气高企。根据中汽协数据，2021 年 1-11 月，我国新能源汽车产销分别完成 302.3 万辆和 299.0 万辆，同比均增长 1.7 倍，市场渗透率已由 2020 年的 5%提升至 13%。相应地，我国动力电池装机量 2021 年 1-11 月累计实现 128.3GWh，同比+153%，由此带来锂电正负极材料市场持续向上。负极材料方面，人造石墨循环性能优异，逐渐成为动力电池负极材料首选。正极材料方面，目前以磷酸铁锂正极和三元正极为主，随着高镍三元正极材料等高能量密度产品的量产，未来高镍三元市场占比将逐步提升。

● **负极业务龙头地位稳固，正极业务高成长可期**

负极业务，公司是全球锂电负极龙头，多年出货量全球第一。下一步，负极业务将围绕降本提量持续快速增长：（1）提量：公司现有负极产能 15.3 万吨，规划产能 49 万吨，在下游高景气和优异的客户结构基础上，未来收入体量将持续攀升；（2）降本：石墨负极主要成本来自原材料和制造成本，公司通过一体化和连续石墨化布局有望继续提升盈利能力。**正极业务，**公司聚焦于高镍三元正极材料，主要产品包括 NCA 和 NCM811。2021 年 5 月公司发布公告拟与 SKI、亿纬锂能共同投资建设“年产 5 万吨锂电池高镍三元正极材料项目”，同时积极拓展海外客户，目前产品已批量出货 SKI、松下等。未来随着市场需求增加、优质客户逐步导入和产能的持续释放，公司正极业务有望贡献可观增量业绩。

● **风险提示：**新能源汽车景气度不及预期风险、原材料价格上涨风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,390	4,452	9,794	13,320	17,582
YOY(%)	9.5	1.4	120.0	36.0	32.0
归母净利润(百万元)	666	495	1,491	1,990	2,684
YOY(%)	38.3	-25.7	201.5	33.4	34.9
毛利率(%)	30.1	28.5	29.0	30.0	31.0
净利率(%)	15.2	11.1	15.2	14.9	15.3
ROE(%)	15.9	7.8	19.5	20.7	22.0
EPS(摊薄/元)	1.37	1.02	3.07	4.10	5.53
P/E(倍)	100.5	135.3	44.9	33.6	24.9
P/B(倍)	16.2	10.8	8.9	7.1	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4025	5635	10036	11056	17094
现金	1202	2412	3435	4739	6790
应收票据及应收账款	1358	1467	2451	2877	4156
其他应收款	28	50	123	112	198
预付账款	35	28	112	79	173
存货	923	1186	3424	2758	5286
其他流动资产	477	491	491	491	491
非流动资产	4278	5021	5362	5460	5581
长期投资	403	415	426	435	442
固定资产	2428	2685	2864	2944	3033
无形资产	616	636	703	727	748
其他非流动资产	831	1285	1369	1355	1358
资产总计	8303	10656	15399	16517	22675
流动负债	2462	3021	6489	5793	9433
短期借款	628	277	277	277	277
应付票据及应付账款	1173	1863	4772	4124	7451
其他流动负债	661	881	1440	1391	1705
非流动负债	1532	1235	1138	989	842
长期借款	1080	758	661	512	365
其他非流动负债	452	477	477	477	477
负债合计	3994	4255	7627	6781	10275
少数股东权益	187	200	225	248	289
股本	440	485	485	485	485
资本公积	1508	3091	3091	3091	3091
留存收益	2170	2621	3864	5399	7594
归属母公司股东权益	4121	6201	7546	9487	12111
负债和股东权益	8303	10656	15399	16517	22675

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	625	677	1707	1873	2856
净利润	685	498	1516	2012	2726
折旧摊销	230	41	276	311	344
财务费用	80	109	158	113	210
投资损失	-219	-30	-80	-99	-107
营运资金变动	-321	-279	-163	-463	-316
其他经营现金流	170	339	-1	-1	-1
投资活动现金流	-291	-641	-537	-309	-356
资本支出	448	687	331	89	114
长期投资	68	64	-10	-5	-7
其他投资现金流	224	110	-216	-226	-250
筹资活动现金流	-454	1114	-147	-261	-448
短期借款	-451	-351	0	0	0
长期借款	8	-322	-97	-149	-147
普通股增加	9	46	0	0	0
资本公积增加	40	1583	0	0	0
其他筹资现金流	-60	159	-50	-112	-301
现金净增加额	-113	1119	1023	1303	2051

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4390	4452	9794	13320	17582
营业成本	3068	3182	6954	9324	12132
营业税金及附加	50	42	102	131	180
营业费用	114	123	264	363	484
管理费用	165	204	409	582	742
研发费用	239	250	541	742	973
财务费用	80	109	158	113	210
资产减值损失	-50	-62	0	0	0
其他收益	110	119	310	147	171
公允价值变动收益	-2	5	1	1	1
投资净收益	219	30	80	99	107
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	798	559	1758	2311	3141
营业外收入	13	8	8	8	9
营业外支出	4	4	15	18	10
利润总额	807	564	1751	2301	3140
所得税	122	66	235	289	415
净利润	685	498	1516	2012	2726
少数股东损益	18	3	25	23	41
归母净利润	666	495	1491	1990	2684
EBITDA	1110	599	1980	2526	3343
EPS(元)	1.37	1.02	3.07	4.10	5.53

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	1.4	120.0	36.0	32.0
营业利润(%)	18.2	-30.0	214.5	31.5	35.9
归属于母公司净利润(%)	38.3	-25.7	201.5	33.4	34.9
获利能力					
毛利率(%)	30.1	28.5	29.0	30.0	31.0
净利率(%)	15.2	11.1	15.2	14.9	15.3
ROE(%)	15.9	7.8	19.5	20.7	22.0
ROIC(%)	11.5	6.0	15.1	16.7	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	48.1	39.9	49.5	41.1	45.3
净负债比率(%)	27.7	-5.8	-15.9	-27.1	-39.3
流动比率	1.6	1.9	1.5	1.9	1.8
速动比率	1.1	1.3	0.9	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.9	3.2	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	2.9	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.02	3.07	4.10	5.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.39	3.52	3.86	5.88
每股净资产(最新摊薄)	8.49	12.77	15.55	19.55	24.95
估值比率					
P/E	100.5	135.3	44.9	33.6	24.9
P/B	16.2	10.8	8.9	7.1	5.5
EV/EBITDA	61.5	111.4	33.3	25.5	18.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn