

负极龙头业绩符合预期，硅基+高镍打造新成长极

2022 年 04 月 02 日

21 年业绩稳步增长，规模扩张。2022 年 3 月 30 日，公司发布 2021 年年报，全年实现营收 104.91 亿元，同比增长 135.7%，实现归母净利润 14.41 亿元，同比增长 191.4%，扣非后归母净利润 11.20 亿元，同比增长 238.2%，业绩位于此前业绩预告范围内。21 年公司毛利率为 25.0%，同降 3.5pct，净利率为 13.7%，同增 2.5pct。期末合同负债 61.2 亿元，同增 25.5 倍，存货 22.41 亿元，同增 89%，主要系大客户预定产能，预收部分货款，公司备货。

21Q4 表现优秀。营收和净利：公司 2021Q4 营收 36.40 亿元，同增 107.26%，环增 37.68%，归母净利润为 3.51 亿元，同增 149.76%，环减 2.53%，扣非后归母净利润为 2.93 亿元，同增 155.65%，环减 3.98%。**毛利率：**2021Q4 毛利率为 20.66%，同减 5.97pct，环减 5.36pct。**费用率：**公司 2021Q4 期间费用率为 11.18%，同比-2.88pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为-2.46%、6.25%、5.70%、1.69%，同比变动-5.41%、2.81%、0.55%和-0.83%，管理费用变动主要系股权激励摊销期间费用率为 11.8%，同比下降 3.6pct。**净利率：**2021Q4 净利率为 8.95%，同增 1.12pct，环减 4.69pct。

负极产能不断扩张，硅基负极带来新增量。公司负极业务由天然石墨、人造石墨、硅基三类组成，21 年公司负极材料销量 16.62 万吨，全球市占率达 19%，实现营收 64.59 亿元，同增 104.96%，毛利率 31.35%，同比降低 3.7pct，受产品均价下降影响。公司 21 年产能 14.47 万吨，年末在建产能 26 万吨，我们预计公司 22 年有效产能超 30 万吨。**天然石墨方面，**公司深耕天然石墨，拥有鸡西高品位鳞片石墨矿，出货量国内居首，受益于天然石墨掺杂的行业趋势；**人造石墨方面，**公司产能扩张，石墨化自供率上升；**硅基方面，**22 年 2 月，公司公告拟在深圳市建设年产 4 万吨硅基负极材料项目，预计 23 年底形成 1.5 万吨产能，28 年 4 万吨全面达产，公司目前拥有产能 3000 吨，产品通过松下供给特斯拉圆柱电池，将受益于 4680 中硅基负极添加比例的提升。

聚焦高镍，正极材料打造第二增长曲线。公司 21 年正极材料销量 3.16 万吨，实现营收 36.51 亿元，毛利率 19.98%，其中三元材料销量 1.83 万吨，营收 31.16 亿元，磷酸铁锂销量 1.32 万吨，营收 5.46 亿元。公司正极材料 21 年产能 3.38 万吨，年末在建产能 5 万吨，随公司将 LFP 业务剥离，22 年正极材料基本为高镍三元，盈利能力将进一步提升，我们预计 22 年高镍权益产能可达 4-5 万吨。

投资建议：我们预计公司 22-24 年实现归母净利润 24.12、34.34、46.62 亿元，同比增速为 67.4%、42.3%、35.8%，当前股价对应 PE 分别为 21、14、11 倍，考考虑公司产能快速扩张，硅基负极与高镍正极带来新增量，维持“推荐”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期；原材料价格波动超预期；产能扩张不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10491	23243	29481	36475
增长率 (%)	135.7	121.5	26.8	23.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1441	2412	3434	4662
增长率 (%)	191.4	67.4	42.3	35.8
每股收益 (元)	2.97	4.97	7.07	9.61
PE	35	21	14	11
PB	6.5	5.1	3.8	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 01 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

101.5 元

**分析师：邓永康**

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号：S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理：叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：021-60876734

邮箱：yetianlin@mszq.com

研究助理：王一如

执业证号：S0100121110008

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru@mszq.com

研究助理：李佳

执业证号：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

1.【民生电新】贝特瑞 (835185) 业绩预告点评：21 年业绩大增，负极+高镍不断扩产

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10491	23243	29481	36475
营业成本	7866	18648	23294	28427
营业税金及附加	53	117	149	184
销售费用	62	139	174	212
管理费用	481	1069	1356	1678
研发费用	591	1302	1651	2043
EBIT	1437	1968	2857	3932
财务费用	101	87	75	44
资产减值损失	-55	-50	-52	-54
投资收益	322	697	884	1094
营业利润	1682	2797	3978	5398
营业外收支	-11	-8	-8	-8
利润总额	1670	2789	3970	5390
所得税	230	376	536	728
净利润	1440	2412	3434	4662
归属于母公司净利润	1441	2412	3434	4662
EBITDA	1845	2269	3208	4329

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1873	2035	3530	6156
应收账款及票据	2812	5890	7471	9244
预付款项	472	932	1165	1421
存货	2241	5064	6335	7739
其他流动资产	1398	2014	2482	3004
流动资产合计	8796	15936	20983	27564
长期股权投资	545	545	545	545
固定资产	3026	3923	4793	5596
无形资产	706	731	756	781
非流动资产合计	7655	8278	8904	9486
资产合计	16452	24215	29888	37050
短期借款	1524	1524	1524	1524
应付账款及票据	3353	8685	10849	13240
其他流动负债	1679	1941	2259	2611
流动负债合计	6556	12150	14632	17375
长期借款	1154	1154	1154	1154
其他长期负债	822	822	822	822
非流动负债合计	1976	1976	1976	1976
负债合计	8532	14126	16608	19350
股本	485	485	485	485
少数股东权益	262	262	262	262
股东权益合计	7920	10089	13280	17700
负债和股东权益合计	16452	24215	29888	37050

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	135.67	121.54	26.84	23.72
EBIT 增长率	120.38	36.90	45.20	37.63
净利润增长率	191.39	67.40	42.34	35.78
盈利能力 (%)				
毛利率	25.02	19.77	20.98	22.06
净利率	13.73	10.38	11.65	12.78
总资产收益率 ROA	8.76	9.96	11.49	12.58
净资产收益率 ROE	18.82	24.55	26.38	26.74
偿债能力				
流动比率	1.34	1.31	1.43	1.59
速动比率	0.93	0.82	0.92	1.06
现金比率	0.29	0.17	0.24	0.35
资产负债率 (%)	51.86	58.33	55.57	52.23
经营效率				
应收账款周转天数	95.26	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	104.00	100.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.64	0.96	0.99	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	2.97	4.97	7.07	9.61
每股净资产	15.78	20.25	26.82	35.92
每股经营现金流	-1.82	1.59	4.06	5.95
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50
估值分析				
PE	35	21	14	11
PB	6.5	5.1	3.8	2.9
EV/EBITDA	27.91	22.63	15.54	10.91
股息收益率 (%)	0.49	0.49	0.49	0.49

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1440	2412	3434	4662
折旧和摊销	408	302	351	397
营运资金变动	-2711	-1500	-1187	-1331
经营活动现金流	-881	771	1969	2890
资本开支	-1777	-917	-967	-965
投资	692	0	0	0
投资活动现金流	-1114	-250	-114	95
股权募资	64	0	0	0
债务募资	1660	0	0	0
筹资活动现金流	1350	-359	-359	-359
现金净流量	-658	162	1495	2625

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001