

## 业绩符合预期，一体化布局助力降本增效

➤ **事件说明。**2022 年 10 月 26 日，公司发布三季报，22 年 Q1-Q3 公司实现营收 175.68 亿元，同比+156.43%；实现归母净利润 13.58 亿元，同比+24.52%；实现扣非归母净利润 12.60 亿元，同比+52.44%。

➤ **三季度公司营收高增。营收和净利：**公司 2022Q3 营收 73.67 亿元，同比+178.64%，环比+20.34%，归母净利润为 4.40 亿元，同比+22.18%，环比-5.78%，扣非后归母净利润为 3.83 亿元，同比+25.31%，环比-14.32%。**毛利率：**2022Q3 毛利率为 14.26%，同比-11.76pcts，环比-3.8pcts。**净利率：**2022Q3 净利率为 5.81%，同比-7.83pcts，环比-1.82pcts。**费用率：**公司 2022Q3 期间费用率为 8.21%，同比-3.40pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.27%、2.58%、5.07%、0.30%，同比变动-1.94pcts、-1.44pcts、-0.30pct 和 0.27pct。

➤ **负极一体化布局深入，助力公司降本增效。****石墨化方面**，石墨化委外加工成本上升导致公司盈利增速不及营收，公司积极建设石墨化自建产能，目前已有 4 个量产炉进入运行，未来规划建设云南大理一期 5 万吨和山西长治一期 4 万吨石墨化产能，目标达到 50%-60% 的石墨化自供率。**天然石墨方面**，公司拥有从江西高品位鳞片石墨矿山到高端石墨成品的全产业链布局，9 月 20 日，公司宣布与交投集团签署合作协议，计划分三期建设年产 40 万吨鳞片石墨及 20 万吨天然负极一体化项目。**人造石墨方面**，公司向人造石墨一体化方向发展，积极扩张产能，山东瑞阳 4 万吨与山西瑞君 7 万吨人造石墨负极材料一体化产能正在建设，9 月 27 日，公司宣布与亿纬锂能共同向四川贝特瑞增资，计划在四川建成年产 10 万吨负极材料一体化产能。

➤ **硅基负极+高镍正极+硬碳负极打开成长新空间。****硅基负极方面**，公司硅基材料第三代已逐步实现量产，第四代处于开发中，现有硅基负极产能达到 5000 吨/年，其中硅碳及硅氧产能各 2500 吨。另有深圳 4 万吨硅基负极产能正在建设，第一期 1.5 万吨预计 23 年底投产，未来有望受益于 4680 电池的量产。**高镍三元正极方面**，公司现有高镍正极材料产能 4.3 万吨，常州 5 万吨高镍正极项目已于 7 月建设完成。**钠电硬碳负极方面**，公司已具备硬碳负极产业化能力，正在建设量产线。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 232.43、294.81、364.75 亿元，同增 121.5%、26.8%、23.7%，归母净利润为 22.44、31.17、42.32 亿元，同增 55.7%、38.9%、35.8%，2022 年 10 月 27 日对应估值 14、10、7 倍 PE，考虑到公司产品力行业领先与一体化布局加速，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、新产能建设及投产进度不及预期、客户开拓不及预期。

### 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	2244	3117	4232
增长率 (%)	191.4	55.7	38.9	35.8
每股收益 (元)	1.98	3.08	4.28	5.81
PE	22	14	10	7
PB	4.1	3.2	2.5	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**42.83 元**

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**研究助理 李孝鹏**

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

**研究助理 席子屹**

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

### 相关研究

1. 贝特瑞 (835185.BJ) 2021 年年报点评：负极龙头业绩符合预期，硅基+高镍打造新成长极-2022/04/02

2. 【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-2022/01/11

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	<b>10491</b>	<b>23243</b>	<b>29481</b>	<b>36475</b>
营业成本	7866	18648	23294	28427
营业税金及附加	53	93	118	146
销售费用	62	116	147	182
管理费用	481	651	825	1021
研发费用	591	1162	1474	1824
EBIT	1497	2804	3906	5217
财务费用	101	186	262	261
资产减值损失	-55	-15	-19	-23
投资收益	322	209	236	255
<b>营业利润</b>	<b>1682</b>	<b>2583</b>	<b>3587</b>	<b>4868</b>
营业外收支	-11	-5	-6	-7
<b>利润总额</b>	<b>1670</b>	<b>2578</b>	<b>3581</b>	<b>4861</b>
所得税	230	356	494	671
净利润	1440	2222	3087	4190
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1441</b>	<b>2244</b>	<b>3117</b>	<b>4232</b>
EBITDA	1905	3363	4710	6205

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1873	2705	2790	4310
应收账款及票据	2812	5808	6970	8134
预付款项	472	280	466	711
存货	2241	3050	3810	4650
其他流动资产	1398	2678	2917	3262
<b>流动资产合计</b>	<b>8796</b>	<b>14520</b>	<b>16953</b>	<b>21066</b>
长期股权投资	545	545	545	545
固定资产	3026	5394	6666	7495
无形资产	706	902	996	1042
<b>非流动资产合计</b>	<b>7655</b>	<b>10885</b>	<b>12141</b>	<b>12806</b>
<b>资产合计</b>	<b>16452</b>	<b>25405</b>	<b>29094</b>	<b>33872</b>
短期借款	1524	1524	1524	1524
应付账款及票据	3353	5620	6382	7399
其他流动负债	1679	2262	2367	2305
<b>流动负债合计</b>	<b>6556</b>	<b>9406</b>	<b>10273</b>	<b>11228</b>
长期借款	1154	5154	5154	5154
其他长期负债	822	877	877	877
<b>非流动负债合计</b>	<b>1976</b>	<b>6030</b>	<b>6030</b>	<b>6030</b>
<b>负债合计</b>	<b>8532</b>	<b>15436</b>	<b>16303</b>	<b>17258</b>
股本	485	728	728	728
少数股东权益	262	240	209	167
<b>股东权益合计</b>	<b>7920</b>	<b>9969</b>	<b>12791</b>	<b>16614</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>16452</b>	<b>25405</b>	<b>29094</b>	<b>33872</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	135.67	121.54	26.84	23.72
EBIT 增长率	129.70	87.28	39.33	33.55
净利润增长率	191.39	55.73	38.92	35.76
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.02	19.77	20.98	22.06
净利润率	13.73	9.65	10.57	11.60
总资产收益率 ROA	8.76	8.83	10.71	12.50
净资产收益率 ROE	18.82	23.07	24.78	25.73
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.34	1.54	1.65	1.88
速动比率	0.88	1.12	1.17	1.34
现金比率	0.29	0.29	0.27	0.38
资产负债率 (%)	51.86	60.76	56.03	50.95
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	95.26	90.00	85.00	80.00
存货周转天数	104.00	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.77	1.11	1.08	1.16
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.98	3.08	4.28	5.81
每股净资产	10.52	13.36	17.28	22.59
每股经营现金流	-1.21	0.39	3.67	5.47
每股股利	0.35	0.36	0.50	0.69
<b>估值分析</b>				
PE	22	14	10	7
PB	4.1	3.2	2.5	1.9
EV/EBITDA	17.30	10.87	7.70	5.53
股息收益率 (%)	0.82	0.85	1.18	1.60
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	1440	2222	3087	4190
折旧和摊销	408	560	803	989
营运资金变动	-2711	-2598	-1437	-1422
<b>经营活动现金流</b>	<b>-881</b>	<b>283</b>	<b>2674</b>	<b>3986</b>
资本开支	-1777	-3418	-2066	-1660
投资	692	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1114</b>	<b>-3550</b>	<b>-1830</b>	<b>-1405</b>
股权募资	64	0	0	0
债务募资	1660	4424	-200	-400
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1350</b>	<b>4099</b>	<b>-759</b>	<b>-1062</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-658</b>	<b>831</b>	<b>86</b>	<b>1519</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026