

电力设备

2023年2月10日

贝特瑞 (835185)

——硅基负极加速建设，负极市占率提升

报告原因：有业绩公告需要点评
增持（下调）
市场数据： 2023年2月9日

转让方式	连续竞价
收盘价(元)	52.28
每股净资产(元)	13.52
市净率	4.04
总市值(百万元)	38064

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

相关研究

《贝特瑞(835185)——新材料冠军，稳居负极龙头，发力高镍正极》2021/10/14

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
刘建伟 A0230518010003
liujw2@swsresearch.com

联系人

刘建伟
A0230518010003
(8621) 23297818×7561
Liujw2@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

事件：2月7日，公司发布2022年业绩快报，2022年公司实现营收256.8亿元（YOY+144.8%），归母净利润23.2亿元（YOY+60.9%），扣非净利润16.7亿元（YOY+49.4%），ROE（扣非后）19.6%，较上年提升3.3pcts，扣非净利率6.5%，较上年下降4.2pcts。扣非净利润低于预期。

投资要点：

- **盈利能力下滑，营收持续高增。**单季度看，公司Q4实现营收81.1亿元，同比+122.8%，环比+10.1%；归母净利润9.6亿元，同比+173.8%，环比+118.4%；扣非后净利润4.1亿元，同比+40.7%，环比+7.8%；扣非净利率5.1%，较Q3继续小幅下降。营收高增主要是负极出货量大幅增长，盈利能力下降显著。全年非经常损益6.5亿，主要系出售芳源股份少数股权（2.1亿）、政府补贴等。
- **负极市占率持续提升，正极产量稳步提升。**1) 负极预计全年出货量近35万吨，较去年增加近19万吨，市占率预计提升至24%，Q4单季度负极出货量近11万吨，环比略增；预计22年底总产能45万吨/年，23年末总产能达50-55万吨/年。高镍正极预计全年出货量3.2万吨，Q4单季达到1.1万吨，环比略增；预计高镍正极22年末总产能达4.3万吨，2023年末总产能提升至8.3万吨/年；2) **Q4负极单吨盈利改善有限。**公司石墨化自供率较低，Q4石墨化加工价格快速下降，石墨化价格自2.5万元/吨降至年末1.8万元/吨，但由于电车整体产业链成本控制导向，下游客户议价能力强，公司单吨盈利改善有限。目前石墨化产能过剩，公司作为成品龙头，对上游有一定议价权，下游客户结构优异，未来单吨盈利有望维持。
- **加码新品类布局，抢占市场先机。硅基负极：**4680大圆柱电池是特斯拉等厂商进行电池迭代升级的主要方向，23年有望将实现量产，公司作为其核心原材料硅基负极的供应商将显著受益。公司目前实现硅基负极材料第三代量产、第四代研发，同时在23年1.5万吨产线建成后可形成2万吨产能；**连续石墨化：**已实现连续批量生产，23年有望持续上量；**钠电硬碳负极：**Q4已进入量产阶段，实现吨级以上订单。新品类产品的研发投产迭代加速将拓宽公司技术护城河，构筑核心竞争优势。
- **投资分析意见：下调为“增持”评级。**公司负极市占率第一，2022年市占率预计进一步提升至24%，今年下游动力及储能电池市场需求有望延续高景气，龙头企业将继续受益。下调22年，维持23和24年盈利预测，预计23、24年实现营收337/427亿元，归母净利润24/31亿元，对应PE15.8/12.3X。考虑到行业竞争加剧等因素，下调为“增持”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期；行业竞争格局恶化；应收账款过高；扩产不及预期等。

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10,491	17,568	25,678	33,733	42,726
同比增长率(%)	135.7	156.4	144.8	45.0	26.7
归母净利润(百万元)	1,441	1,358	2,318	2,414	3,146
同比增长率(%)	191.4	24.5	60.9	14.6	30.3
每股收益(元/股)	2.97	1.86	3.18	3.29	4.26
毛利率(%)	25.0	17.3	21.5	22.1	23.2
ROE(%)	18.8	15.2	21.6	19.6	20.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,452	10,491	25,678	33,733	42,726
营业收入	4,452	10,491	25,678	33,733	42,726
营业总成本	3,908	9,155	22,981	30,044	37,791
营业成本	3,254	7,866	20,157	26,264	32,814
税金及附加	42	53	129	170	215
销售费用	51	62	180	236	299
管理费用	204	481	811	1,058	1,659
研发费用	250	591	1,438	1,889	2,393
财务费用	109	101	265	426	412
其他收益	119	151	683	250	250
投资收益	30	322	29	51	67
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	-3	0	0	0
信用减值损失	-76	-63	-237	-128	-201
资产减值损失	-62	-55	-200	-50	0
资产处置收益	-1	-7	-7	-7	-7
营业利润	559	1,682	2,967	3,806	5,045
营业外收支	5	-11	0	0	0
利润总额	564	1,670	2,967	3,806	5,045
所得税	66	230	502	641	850
净利润	498	1,440	2,465	3,165	4,195
少数股东损益	3	-1	147	732	1,049
归属于母公司所有者的净利润	495	1,441	2,318	2,433	3,146

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。