

业绩符合预期，负极+三元稳步推进

2023 年 04 月 16 日

➤ **事件说明。**2023 年 4 月 14 日，公司发布 2022 年年报，全年实现营收 256.79 亿元，同比增长 144.76%，实现归母净利润 23.09 亿元，同比增长 60.27%，扣非后归母净利润 16.21 亿元，同比增长 44.71%。

➤ **Q4 业绩拆分。营收和净利：**公司 2022Q4 营收 81.11 亿元，同增 122.80%，环增 10.09%，归母净利润为 9.52 亿元，同增 171.40%，环增 116.51%，扣非后归母净利润为 3.61 亿元，同增 22.95%，环降 5.79%。**毛利率：**2022Q4 毛利率为 12.56%，同比-8.10pcts，环比-1.70pcts。**净利率：**2022Q4 净利率为 11.67%，同增 2.72pcts，环增 5.86pcts。

➤ **负极一体化率提升，稳居龙头地位。产能方面，**截至 2022 年，公司负极材料产能 42.5 万吨/年，同比增长 177.78%，截至 2022 年，云南年产 20 万吨一体化项目（一期）、山东瑞阳 4 万吨一体化项目、山西瑞君 10 万吨一体化项目已开工建设，公司加速海外布局，截至 2022 年已注册了德国子公司，并成立了日本办事处，此外还与 STELLAR 公司合资建设印尼基地。**销量方面，**2022 年公司实现负极材料销量超 33 万吨，同比增长 126.52%，市场份额达 26%，同比提升 5 个百分点，继续保持全球第一。

➤ **聚焦高镍三元，产能加速释放。**公司聚焦高镍三元正极材料，截至 2022 年，与 SK、亿纬锂能合资扩产 5 万吨新产能部分投产；与中伟股份签署了《战略合作框架协议》，将在前驱体产品开发、前驱体产品供应、海外矿产资源开发及材料产能布局等领域开展战略合作。截至 2022 年底，公司已投产正极材料产能 6.3 万吨/年，全年实现正极材料销量超过 3 万吨，同比增长 182.11%，我们预计 23 年出货 4-4.5 万吨。

➤ **技术持续迭代，新产品静待放量。**公司生产的硅基负极包括硅碳负极和硅氧负极两大类。**产能方面，**硅基负极产能达 5,000 吨/年，**参数方面，**公司的硅碳负极材料已经突破至第四代，比容量 1,800mAh/g；硅氧负极材料已完成多款氧化亚硅产品的技术开发和量产工作，比容量达到 1,400mAh/g。2022 年 3 月 24 日与深圳市光明区人民政府签署投资合作协议，投资建设年产 4 万吨硅基负极材料项目，该项目按计划逐步推进中。同时，公司已布局了钠电正负极材料，正极材料方面主要是层状氧化物，负极材料在硬碳、软碳均有技术储备，并已通过国内部分客户认证，具备产业化能力。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 256.01、293.25、332.15 亿元，同比增长-0.3%、14.5%、13.3%，归母净利润为 20.37、24.60、28.32 亿元，同比增长-11.8%、20.7%、15.1%，对应 4 月 14 日收盘价 PE 为 16、13、11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、原材料波动超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	25679	25601	29325	33215
增长率 (%)	144.8	-0.3	14.5	13.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2309	2037	2460	2832
增长率 (%)	60.3	-11.8	20.7	15.1
每股收益 (元)	3.14	2.77	3.34	3.84
PE	14	16	13	11
PB	3.2	2.7	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.08 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 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@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) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，一体化布局助力降本增效-2022/10/28

2.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

3.【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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	25679	25601	29325	33215
营业成本	21614	21674	24695	27981
营业税金及附加	91	102	117	133
销售费用	80	77	88	100
管理费用	721	666	733	830
研发费用	1263	1280	1466	1661
EBIT	2027	1875	2308	2604
财务费用	205	308	381	377
资产减值损失	-71	-62	-66	-69
投资收益	779	768	880	996
营业利润	2585	2272	2741	3154
营业外收支	-8	-6	-5	-4
利润总额	2577	2266	2736	3150
所得税	288	249	301	347
净利润	2290	2017	2435	2804
归属于母公司净利润	2309	2037	2460	2832
EBITDA	2586	2558	3208	3711

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6237	7348	7663	8653
应收账款及票据	5859	5766	6604	7480
预付款项	288	282	321	364
存货	4242	4094	4332	4531
其他流动资产	2411	2421	2609	2805
流动资产合计	19037	19911	21529	23833
长期股权投资	586	586	586	586
固定资产	6001	7539	8782	9734
无形资产	982	1179	1273	1319
非流动资产合计	11976	13857	14940	15583
资产合计	31013	33768	36469	39416
短期借款	3646	3646	3646	3646
应付账款及票据	9841	7719	8119	8433
其他流动负债	1441	570	676	796
流动负债合计	14928	11936	12442	12875
长期借款	3493	7493	7493	7493
其他长期负债	1330	1323	1323	1323
非流动负债合计	4823	8817	8817	8817
负债合计	19751	20752	21258	21692
股本	728	737	737	737
少数股东权益	1387	1367	1343	1315
股东权益合计	11262	13015	15211	17725
负债和股东权益合计	31013	33768	36469	39416

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	144.76	-0.30	14.55	13.26
EBIT 增长率	35.42	-7.52	23.12	12.80
净利润增长率	60.27	-11.79	20.74	15.13
盈利能力 (%)				
毛利率	15.83	15.34	15.79	15.76
净利率	8.99	7.96	8.39	8.53
总资产收益率 ROA	7.45	6.03	6.74	7.18
净资产收益率 ROE	23.39	17.49	17.74	17.26
偿债能力				
流动比率	1.28	1.67	1.73	1.85
速动比率	0.92	1.24	1.30	1.41
现金比率	0.42	0.62	0.62	0.67
资产负债率 (%)	63.69	61.46	58.29	55.03
经营效率				
应收账款周转天数	79.63	80.00	80.00	80.00
存货周转天数	71.63	70.00	65.00	60.00
总资产周转率	1.08	0.79	0.84	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	3.14	2.77	3.34	3.84
每股净资产	13.41	15.81	18.83	22.28
每股经营现金流	-0.39	0.62	2.89	3.40
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
估值分析				
PE	14	16	13	11
PB	3.2	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.09	14.01	11.07	9.31
股息收益率 (%)	0.81	0.81	0.81	0.81

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2290	2017	2435	2804
折旧和摊销	559	683	900	1107
营运资金变动	-2674	-1981	-928	-1022
经营活动现金流	-289	458	2132	2507
资本开支	-3458	-2570	-1988	-1754
投资	214	0	0	0
投资活动现金流	-3224	-1802	-1109	-758
股权募资	1150	8	0	0
债务募资	4512	3101	0	0
筹资活动现金流	5685	2454	-709	-759
现金净流量	2242	1111	315	991

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。	公司评级	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