

业绩符合预期，正负极产能持续释放

2023 年 09 月 03 日

➤ **事件说明。**2023 年 8 月 28 日，公司发布 2023 年半年报，23H1 实现营业收入 134.23 亿元，同比增长 31.59%；归母净利润 8.47 亿元，同比下降 7.69%；扣非归母净利润 7.10 亿元，同比下降 19.00%。

➤ **Q2 业绩拆分。**公司 2023Q2 营收 66.58 亿元，同增 8.75%，环减 1.59%，归母净利润为 5.54 亿元，同增 18.73%，环增 88.92%，扣非后归母净利润为 4.38 亿元，同减 1.86%，环增 61.17%。2023Q2 毛利率为 15.65%，同减 2.51pct，环增 1.33pct；净利率为 9.02%，同增 1.39pct，环增 4.12pct。

➤ **负极龙头地位稳固。**23 年 H1 公司负极材料营收 63.27 亿元，同减 0.5%，毛利率 21.18%，同减 2.36pcts，毛利率同比下降的主要原因系上半年下游需求疲软，行业整体处于去库存阶段，叠加产能结构性过剩，公司产品售价承压。销量方面，公司上半年出货量超 17 万吨，同增 21.43%，据鑫椤资讯统计，2023H1 出货量国内占比约 26%，全球占比约 25%，市场龙头地位稳固。

➤ **正极增速稳定。**2023 年 H1 公司正极材料营收 69.00 亿元，同增 95.30%，毛利率 8.54%，同减 2.33%，毛利率下滑的主要原因系原材料价格下跌及下游需求疲软。销量方面，公司上半年正极销量超 1.9 万吨，同增 58.33%，现已投产正极材料 6.3 万吨/年，产能释放有望带动业绩持续增长。

➤ **持续推进新品开发，加速海外基地布局。**公司持续推出新产品。钠离子电池方面，负极材料“探钠 350”比容量可达 350mAh/g，首次充放电效率达 90%；正极材料“贝钠-O3B”比容量可达 145mAh/g，压实密度大于 3.4g/cc。燃料电池方面，开发了催化层碳材料“探氢 BMC”和新型扩散层碳材料“探氢 BGD”。已与雅迪达成技术合作协议。同时逐步实施海外基地布局，印尼年产 8 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目顺利推进。远期看，公司新技术落地叠加产能全球布局，后续产品竞争力和出货规模有望持续提升。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 309.71、387.33 和 464.94 亿元，同比增速分别为 20.6%、25.1%和 20.0%；归母净利分别为 22.55、29.66 和 39.74 亿元，同比增速分别为-2.3%、31.5%和 34.0%。2023 年 9 月 1 日现价对应的 PE 分别为 12、9、7 倍。考虑到公司海内外产能规模扩张，未来业务多曲线成长明确，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；上游原材料涨幅超预期风险；新产能建设及投产进度不及预期风险；汇率变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	25,679	30,971	38,733	46,494
增长率 (%)	144.8	20.6	25.1	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,309	2,255	2,966	3,974
增长率 (%)	60.3	-2.3	31.5	34.0
每股收益 (元)	2.09	2.04	2.68	3.60
PE	11	12	9	7
PB	2.7	2.2	1.8	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 01 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

23.90 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

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.贝特瑞 (835185.BJ) 2022 年年报点评：业绩符合预期，负极+三元稳步推进-2023/04/16

2.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

3.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

4.【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	25,679	30,971	38,733	46,494
营业成本	21,614	25,803	32,085	38,124
营业税金及附加	91	124	155	186
销售费用	80	93	116	139
管理费用	721	805	968	1,162
研发费用	1,263	1,053	1,356	1,627
EBIT	1,990	3,313	4,285	5,483
财务费用	205	308	380	377
资产减值损失	-71	-64	-79	-94
投资收益	779	-31	-39	-46
营业利润	2,585	2,911	3,787	4,966
营业外收支	-8	5	6	7
利润总额	2,577	2,916	3,793	4,973
所得税	288	437	569	746
净利润	2,290	2,478	3,224	4,227
归属于母公司净利润	2,309	2,255	2,966	3,974
EBITDA	2,548	3,997	5,185	6,591

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,237	7,388	7,667	8,989
应收账款及票据	5,859	7,586	9,338	11,031
预付款项	288	310	385	457
存货	4,242	4,178	5,195	6,173
其他流动资产	2,411	2,496	2,849	3,202
流动资产合计	19,037	21,958	25,435	29,853
长期股权投资	586	586	586	586
固定资产	6,001	7,539	8,782	9,734
无形资产	982	1,179	1,273	1,319
非流动资产合计	11,976	14,256	15,339	15,982
资产合计	31,013	36,213	40,774	45,835
短期借款	3,646	3,646	3,646	3,646
应付账款及票据	9,841	9,190	10,549	11,489
其他流动负债	1,441	939	1,168	1,392
流动负债合计	14,928	13,775	15,363	16,528
长期借款	3,493	7,493	7,493	7,493
其他长期负债	1,330	1,452	1,452	1,452
非流动负债合计	4,823	8,945	8,945	8,945
负债合计	19,751	22,720	24,308	25,473
股本	728	1,105	1,105	1,105
少数股东权益	1,387	1,610	1,868	2,122
股东权益合计	11,262	13,494	16,466	20,362
负债和股东权益合计	31,013	36,213	40,774	45,835

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	20.61	25.06	20.04
EBIT 增长率	32.90	66.55	29.33	27.96
净利润增长率	60.27	-2.34	31.53	33.95
盈利能力 (%)				
毛利率	15.83	16.69	17.16	18.00
净利润率	8.99	7.28	7.66	8.55
总资产收益率 ROA	7.45	6.23	7.28	8.67
净资产收益率 ROE	23.39	18.98	20.32	21.78
偿债能力				
流动比率	1.28	1.59	1.66	1.81
速动比率	0.92	1.22	1.25	1.36
现金比率	0.42	0.54	0.50	0.54
资产负债率 (%)	63.69	62.74	59.62	55.57
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	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.08	0.92	1.01	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	2.09	2.04	2.68	3.60
每股净资产	8.94	10.76	13.21	16.51
每股经营现金流	-0.26	1.38	2.73	3.54
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
估值分析				
PE	11	12	9	7
PB	2.7	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	11.22	7.16	5.51	4.34
股息收益率 (%)	1.46	1.46	1.46	1.46

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,290	2,478	3,224	4,227
折旧和摊销	559	683	900	1,107
营运资金变动	-2,674	-2,061	-1,689	-2,076
经营活动现金流	-289	1,520	3,016	3,911
资本开支	-3,458	-2,559	-1,977	-1,743
投资	214	0	0	0
投资活动现金流	-3,224	-2,851	-2,016	-1,790
股权募资	1,150	8	0	0
债务募资	4,512	3,005	0	0
筹资活动现金流	5,685	2,482	-721	-800
现金净流量	2,242	1,151	279	1,322

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