

负极业务龙头地位稳固，新材料增量可期

2024 年 04 月 16 日

事件。2024 年 4 月 15 日，公司发布 2023 年年报，23 年公司全年实现营业收入 251.19 亿元，同比变动-2.18%，实现归母净利润 16.54 亿元，同比变动-28.42%，扣非后归母净利润 15.80 亿元，同比变动-2.59%。

23Q4 业绩拆分。营收和净利：公司 2023Q4 营收 48.09 亿元，同比-40.71%，环比-30.18%，归母净利润为 2.89 亿元，同比-69.62%，环比-44.10%，扣非后归母净利润为 2.83 亿元，同比-21.61%，环比-51.79%。**毛利率：**2023Q4 毛利率为 22.30%，同比+9.74pct，环比+2.64pct。**净利率：**2023Q4 净利率为 6.82%，同比-4.85pcts，环比-1.60pcts。**费用率：**公司 2023Q4 期间费用率为 11.58%，同比+2.78pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.29%、4.30%、6.05%、0.94%。

负极市场地位稳固，正极稳定增长。1) 负极：23 年公司负极材料出货超 36 万吨，对应营收 122.96 亿元，同比变动-15.96%。根据鑫椏资讯数据，23 年公司负极市场占有率达 22%，位列全球第一，龙头地位稳固。产能方面，公司子公司山东瑞阳年产 4 万吨新能源锂电池材料一体化项目于 23 年 6 月正式投产。随着公司石墨化自供率提升及负极产能有序释放，负极业务有望增长；**2) 正极：**2023 年公司正极材料出货量达 4 万吨，对应营收 123.12 亿元，同比增长 19.52%。产能方面，截止 23 年末，公司已投产正极材料年产能达 6.2 万吨，常州贝特瑞 2 万吨高镍正极项目预计于 24 年陆续建成投产。

前瞻性布局新型电池材料，增量可期。1) 硅碳负极：截止 23 年末，公司硅基负极年产能已达 5000 吨，出货领先行业。公司已开发第五代硅碳负极产品，比容量超 2000mAh/g，硅氧负极比容量达 1500mAh/g。**2) 钠电池正负极材料：**23 年 5 月，公司发布钠离子电池正负极材料--“探钠 350”硬碳负极和“贝钠-O3B”正极材料，其中“探钠 350”比容量可达 350mAh/g，首次充放电效率率达 90%，“贝钠-O3B”比容量可达 145mAh/g。

推进海外基地建设，供应链进一步完善。1) 正极材料：23 年 12 月，公司发布公告拟在摩洛哥投建年产 5 万吨锂电池正极材料项目。**2) 负极材料：**公司积极规划和建设印尼年产 16 万吨负极材料（一、二期）项目，其中一期已处于建设中。随着公司海外基地建设推进，全球市占率有望进一步提高。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年实现营收 307.82、378.00、443.58 亿元，同比增速分别为 22.5%、22.8%、17.3%，归母净利润 21.87、29.32、36.25 亿元，同比增速分别为 32.2%、34.1%、23.7%，对应 PE 为 10、7、6 倍，考虑到公司正负极产能持续释放，双轮驱动，维持“推荐”评级。

风险提示：产能建设进度不及预期、原材料价格波动超预期、新材料研发进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	25,119	30,782	37,800	44,358
增长率 (%)	-2.2	22.5	22.8	17.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,654	2,187	2,932	3,625
增长率 (%)	-28.4	32.2	34.1	23.7
每股收益 (元)	1.48	1.96	2.63	3.25
PE	13	10	7	6
PB	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.82 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.贝特瑞 (835185.BJ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，正负极产能持续释放-2023/09/03

2.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

3.贝特瑞 (835185.BJ) 2022 年三季度点评：业绩符合预期，一体化布局助力降本增效-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	25,119	30,782	37,800	44,358
营业成本	20,683	25,700	31,383	36,820
营业税金及附加	115	123	151	177
销售费用	80	92	113	133
管理费用	822	862	1,021	1,153
研发费用	958	1,139	1,361	1,553
EBIT	2,640	3,076	3,998	4,752
财务费用	162	130	143	113
资产减值损失	-229	-93	-74	-64
投资收益	-84	-31	-38	-44
营业利润	2,241	2,822	3,743	4,530
营业外收支	3	5	6	7
利润总额	2,244	2,827	3,749	4,537
所得税	404	424	562	681
净利润	1,840	2,403	3,187	3,857
归属于母公司净利润	1,654	2,187	2,932	3,625
EBITDA	3,470	4,011	5,158	6,122

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,753	3,666	6,174	9,693
应收账款及票据	4,359	5,338	6,524	7,620
预付款项	38	51	63	74
存货	2,581	3,005	3,623	4,173
其他流动资产	2,134	2,247	2,389	2,507
流动资产合计	13,866	14,307	18,774	24,067
长期股权投资	466	466	466	466
固定资产	9,088	10,491	11,383	12,091
无形资产	1,146	1,342	1,436	1,481
非流动资产合计	15,519	17,221	17,896	18,236
资产合计	29,385	31,528	36,670	42,302
短期借款	1,173	1,173	1,173	1,173
应付账款及票据	7,321	9,153	11,177	13,114
其他流动负债	2,705	790	965	1,130
流动负债合计	11,199	11,117	13,316	15,418
长期借款	3,000	3,000	3,000	3,000
其他长期负债	1,436	1,432	1,432	1,432
非流动负债合计	4,435	4,431	4,431	4,431
负债合计	15,634	15,548	17,747	19,849
股本	1,105	1,117	1,117	1,117
少数股东权益	2,179	2,395	2,650	2,882
股东权益合计	13,750	15,980	18,923	22,453
负债和股东权益合计	29,385	31,528	36,670	42,302

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.18	22.54	22.80	17.35
EBIT 增长率	32.72	16.49	29.99	18.84
净利润增长率	-28.42	32.21	34.09	23.65
盈利能力 (%)				
毛利率	17.66	16.51	16.98	16.99
净利润率	6.58	7.10	7.76	8.17
总资产收益率 ROA	5.63	6.94	8.00	8.57
净资产收益率 ROE	14.29	16.10	18.02	18.52
偿债能力				
流动比率	1.24	1.29	1.41	1.56
速动比率	0.89	0.90	1.04	1.20
现金比率	0.42	0.33	0.46	0.63
资产负债率 (%)	53.21	49.31	48.40	46.92
经营效率				
应收账款周转天数	60.21	60.00	60.00	60.00
存货周转天数	45.55	44.00	43.00	42.00
总资产周转率	0.83	1.01	1.11	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	1.96	2.63	3.25
每股净资产	10.36	12.17	14.57	17.53
每股经营现金流	4.71	3.58	4.30	5.18
每股股利	0.40	0.35	0.35	0.35
估值分析				
PE	13	10	7	6
PB	1.8	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.59	5.70	4.43	3.73
股息收益率 (%)	2.13	1.86	1.86	1.86

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,840	2,403	3,187	3,857
折旧和摊销	829	935	1,160	1,371
营运资金变动	1,988	375	167	228
经营活动现金流	5,260	3,994	4,806	5,780
资本开支	-2,444	-2,632	-1,829	-1,703
投资	-500	0	0	0
投资活动现金流	-2,944	-2,663	-1,867	-1,747
股权募资	842	12	0	0
债务募资	-1,809	-2,058	0	0
筹资活动现金流	-1,878	-2,418	-431	-514
现金净流量	412	-1,087	2,508	3,519

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