

贝特瑞 (835185)

2023 年报点评：投资损失影响 Q4 利润，经营性单位盈利基本维持

买入（维持）

2024 年 04 月 17 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	25,679	25,119	22,259	25,391	29,043
同比	144.76%	-2.18%	-11.39%	14.07%	14.38%
归母净利润（百万元）	2,311	1,654	1,502	2,021	2,454
同比	60.35%	-28.42%	-9.21%	34.61%	21.42%
EPS-最新摊薄（元/股）	2.07	1.48	1.34	1.81	2.20
P/E（现价&最新摊薄）	9.10	12.71	14.00	10.40	8.56

投资要点

■ **公司发布 2023 年报。**23 年营收 251 亿元，同降 2%，归母净利润 16.5 亿元，同降 28%，23 年毛利率 18%，同增 2pct；其中 23Q4 营收 48 亿元，同降 41%，归母净利润 2.9 亿元，同降 70%，环降 44%，主要系投资损失及计提减值合计影响 2-3 亿利润，业绩符合市场预期。

■ **负极 24Q1 盈利企稳，预计 24 年底部维持。**23 年负极出货 36 万吨+，同增约 10%，全球市占率 22%，同降 4pct，实现营收 123 亿元，同降 16%，对应均价约 3.4 万元/吨，同降约 23%，毛利率 24%，同增 4pct。我们预计 23Q4 负极出货 8 万吨+，环降约 25%。公司海外客户占比较高，印尼一期 8 万吨产能在建，另有二期 8 万吨规划中。我们预计公司 24 年出货有望达 44-45 万吨，同比 20%+ 增长。盈利方面，我们测算 23 全年单吨净利 0.3 万元，其中 23Q4 单吨经营性利润约 0.3 万元，我们预计 24Q1 产品降价下单吨利润 0.2 万元+企稳。24 年行业产能过剩格局不变，且石墨化价格底部下后续一体化提升对利润增厚有限，但公司海外客户盈利较好，我们预计 24 年负极单吨盈利 0.2-0.3 万元。

■ **正极聚焦高镍三元正极材料，合资扩产深度绑定 SKI、松下。**23 年正极营收 123 亿元，同增 20%，毛利率 10%，同增 2pct，出货 4 万吨+，对应均价约 30 万元/吨。我们预计公司 23Q4 正极出货约 1 万吨，环降约 15%。公司为 SKI 及松下提供配套服务，与 SKI、亿纬合资 5 万吨项目 2023 年已部分投产，摩洛哥 5 万吨正极材料项目推进中。盈利方面，我们预计 Q4 单吨经营性利润约 1.8 万元，环比基本持平，我们预计 23 年单吨净利 1.8 万元，24 年海外仍具有一定价格优势，我们预计公司单吨盈利维持 1 万元+。

■ **23 年资本开支放缓，存货显著下降，经营性现金流亮眼。**23 年公司费用 20 亿元，期间费用率 8%，同降 1pct，其中 Q4 期间费用 6 亿元，环增 4%，Q4 费用率 12%，环增 4pct。23 年底存货 26 亿元，较年初下降 39%，较三季度末下降 16%；23 年经营活动现金流净额 53 亿元，同比转正，其中 23Q4 经营活动现金流净额 13 亿元，环增 58%；23 年资本开支 24 亿元，同降 29%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司产品价格下降，我们下调公司 2024/2025 年，新增 2026 年归母净利润预测至 15.02/20.21/24.54 亿元（2024-2025 年原预期为 18.39/21.50 亿元），同比-9%/+35%/+21%，对应 PE 为 14/10/9 倍，考虑到公司为负极龙头，给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 27 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.82
一年最低/最高价	15.22/44.80
市净率(倍)	1.80
流通 A 股市值(百万元)	20,798.31
总市值(百万元)	21,015.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.47
资产负债率(% ,LF)	53.21
总股本(百万股)	1,116.68
流通 A 股(百万股)	1,105.12

相关研究

《贝特瑞(835185)：2023 年业绩快报点评：投资损失影响 Q4 利润，经营性单位盈利基本维持》

2024-02-27

《贝特瑞(835185)：负极龙头产品结构铸就盈利优势，正极专攻高镍三元打造第二曲线》

2024-01-29

贝特瑞三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,866	10,819	13,577	17,345	营业总收入	25,119	22,259	25,391	29,043
货币资金及交易性金融资产	4,953	2,330	4,177	6,781	营业成本(含金融类)	20,683	18,256	20,801	23,761
经营性应收款项	5,005	4,903	5,492	6,281	税金及附加	115	102	116	133
存货	2,581	2,251	2,565	2,929	销售费用	80	89	102	116
合同资产	0	0	0	0	管理费用	822	890	939	987
其他流动资产	1,327	1,336	1,344	1,354	研发费用	958	957	1,016	1,104
非流动资产	15,519	16,133	16,046	15,877	财务费用	162	122	117	101
长期股权投资	466	466	466	466	加:其他收益	270	227	259	261
固定资产及使用权资产	9,523	10,544	10,862	10,599	投资净收益	(84)	(45)	25	29
在建工程	2,752	2,252	1,752	1,752	公允价值变动	(77)	(40)	10	10
无形资产	1,146	1,240	1,334	1,428	减值损失	(164)	(141)	(87)	(94)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	177	177	177	177	营业利润	2,241	1,844	2,508	3,047
其他非流动资产	1,455	1,455	1,455	1,455	营业外净收支	3	5	7	7
资产总计	29,385	26,953	29,623	33,222	利润总额	2,244	1,849	2,515	3,054
流动负债	11,199	7,896	8,596	9,805	减:所得税	404	268	365	443
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,228	438	100	100	净利润	1,840	1,581	2,150	2,611
经营性应付款项	7,321	6,552	7,466	8,528	减:少数股东损益	186	79	129	157
合同负债	49	91	104	119	归属母公司净利润	1,654	1,502	2,021	2,454
其他流动负债	601	814	927	1,058	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.34	1.81	2.20
非流动负债	4,435	3,835	3,835	3,835	EBIT	2,640	1,964	2,417	2,941
长期借款	3,000	2,400	2,400	2,400	EBITDA	3,470	2,950	3,605	4,211
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.66	17.98	18.08	18.19
租赁负债	363	363	363	363	归母净利率(%)	6.58	6.75	7.96	8.45
其他非流动负债	1,072	1,072	1,072	1,072	收入增长率(%)	(2.18)	(11.39)	14.07	14.38
负债合计	15,634	11,731	12,432	13,640	归母净利润增长率(%)	(28.42)	(9.21)	34.61	21.42
归属母公司股东权益	11,571	12,963	14,804	17,038					
少数股东权益	2,179	2,258	2,387	2,544					
所有者权益合计	13,750	15,222	17,191	19,582					
负债和股东权益	29,385	26,953	29,623	33,222					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,260	2,749	3,575	4,023	每股净资产(元)	10.47	11.73	13.40	15.42
投资活动现金流	(2,944)	(1,539)	(1,067)	(1,064)	最新发行在外股份(百万股)	1,117	1,117	1,117	1,117
筹资活动现金流	(1,878)	(3,692)	(671)	(365)	ROIC(%)	10.83	8.66	10.74	11.84
现金净增加额	412	(2,483)	1,837	2,594	ROE-摊薄(%)	14.29	11.58	13.65	14.40
折旧和摊销	829	986	1,187	1,269	资产负债率(%)	53.21	43.52	41.97	41.06
资本开支	(2,444)	(1,595)	(1,093)	(1,093)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.71	14.00	10.40	8.56
营运资本变动	1,988	(230)	42	(49)	P/B (现价)	1.80	1.60	1.40	1.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>