



贝特瑞 835185.BJ

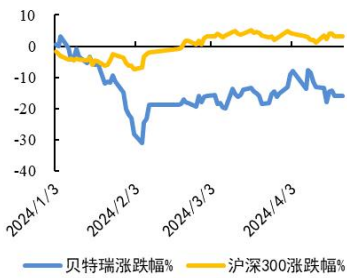
全球负极材料龙头地位稳固
正极材料业务规模持续提升

基础数据:

截至 2024 年 4 月 22 日

当前股价	19.34 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	11.17 亿股
流通股本	10.99 亿股
总市值	216 亿元
流动市值	213 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

联系电话: 010-68080680

研究助理 张烨童

zhangyeting@gwgsc.com

执业证书编号: S0200122050003

联系电话: 010-68099390

公司地址:

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

事件: 公司发布2023年年度报告, 2023年公司实现营收251.19亿元, 同比下降2.18%; 实现归母净利润16.54亿元, 同比下降28.42%; 实现扣非归母净利润15.80亿元, 同比下降2.59%; 实现整体毛利率17.66%, 较2022年上升了1.83Pct。

事件点评:

◆**公司降本增效成果显著, 现金流状况改善明显。**2023年, 公司实现综合毛利率17.66%, 较2022年提升了1.83Pct; 实现正极材料业务毛利率10.15%, 较2022年提升了2.46Pct; 实现负极材料业务毛利率24.36%, 较2022年提升了3.85Pct。此外, 公司通过不断升级精益管理体系, 强化存货管控, 加大应收账款回收力度, 提高资金周转效率和营运能力, 显著改善公司现金流状况, 实现经营现金流净额52.60亿元, 较2022年增加了55.49亿元, 公司资产负债率截至2023年末为53.21%, 较2022年下降了10.54Pct, 上述举措为公司在面对产业周期波动时提供了更强的抵御能力。

◆**正极材料营收大幅增加, 占比首超负极材料。**2023年, 公司销售正极材料4.10万吨, 实现营收123.12亿元, 同比增长19.52%, 占总营收49.01%, 截至2023年末, 公司已投产正极材料产能为6.3万吨/年, 常州贝特瑞2万吨高镍正极项目预计于2024年陆续建成投产。目前, 公司已形成了覆盖华南、华东、华北、中西部地区等境内主要新能源产业集群区域的产能布局, 同时积极推进印尼、摩洛哥等海外基地建设。2024年, 公司将打造多元化产品布局, 积极开拓新客户; 同时稳步推进摩洛哥项目建设, 构建海外供应链体系; 并积极捕捉布局锂资源、回收业务的投资机会, 优化资源布局。

◆**负极材料份额全球领先, 石墨化自供率持续提升。**2023年, 公司负极材料业务实现销量36.19万吨, 对应收入122.96亿元, 同比下降



相关报告:

公司研究: 贝特瑞 (835185.BJ) —
全球负极材料龙头一体化优势显著
硅基+高镍三元打造第二增长曲线
_黄文忠、张焯童_2024.01.04

15.96%，全球负极材料市场占有率约为 22%，实现连续 14 年出货量位列全球第一。截至 2023 年末，公司已投产负极材料产能为 49.5 万吨/年。此外，公司积极推进石墨化自供率的提升，保证公司供应链的稳定性和产品质量。2023 年，子公司四川瑞鞍、山东瑞阳负极项目相继投产，山西瑞君和云南贝特瑞石墨化产线预计于 2024 年陆续建成投产。未来，公司将持续进行产品迭代升级和降本，提升产品竞争力，积极推进海外布局建设，加大市场开拓力度。

◆**加快推进全球化战略，海外布局持续深入。** 负极材料领域，公司在印尼投资建设的年产 8 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（一期）正在积极建设中；同时，公司规划在印尼基地建设年产 8 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（二期），项目顺利建成后，公司在印尼负极材料产能将达到 16 万吨/年。正极材料领域，公司摩洛哥年产 5 万吨锂电池正极材料项目已于 2024 年 4 月开工。此外，在上游资源领域，公司与澳大利亚 Evolution 就其权益下的 Chilalo 石墨矿项目的采销及下游合作等方面开展合作，进一步完善海外供应链布局。

◆**前瞻性布局多项新型电池材料，引领产品技术创新，构筑公司长期竞争优势。** 硅基负极领域，公司硅碳负极材料已经开发第五代产品，比容量达到 2000mAh/g 以上，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 1500mAh/g 以上。截至 2023 年末，公司硅基负极材料产能 5000 吨/年，出货量行业领先。钠电池领域，公司发布了比容量可达 350mAh/g 和首次充放电效率达 90% 的钠离子电池负极材料“探钠 350”以及比容量可达 145mAh/g 和压实密度大于 3.4g/cc 的钠离子电池正极材料“贝钠-O3B”，目前公司钠电正负极材料已通过国内部分客户认证，实现吨级以上订单，具备了量产供货条件。未来，公司力求打开生物基硬碳负极材料和氧化物层状结构正极材料的广阔市场，加速钠离子电池的规模化应用，同时加快推进高容量产品量产进度，通过高附加值产品提高公司盈利能力。此外，公司在氢燃料电池以及固态电池领域均实现技术突破。



投资建议：

我们下调业绩预测，预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 18.83/22.73/26.49 亿元（2024-2025 前次预测值为 27.55/33.63 亿元），EPS 分别为 1.69/2.04/2.37 元，当前股价对应 PE 分别为 11.47/9.50/8.15 倍。考虑到公司作为全球负极龙头企业，高镍三元正极材料业务规模化效应逐步显现，因此维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格波动的风险；产品技术更新的风险；市场竞争加剧的风险。

主要财务数据及预测：

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	25,119.44	27,783.37	30,843.04	33,902.91
增长率(%)	-2.18	10.61	11.01	9.92
归母净利润（百万元）	1,653.91	1,882.77	2,272.84	2,649.04
增长率(%)	-28.39	13.84	20.72	16.55
EPS（元）	1.48	1.69	2.04	2.37
市盈率（P/E）	13.06	11.47	9.50	8.15
市净率(P/B)	1.87	1.64	1.44	1.26

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	利润表	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,752.99	5,257.05	5,835.99	7,362.72	营业收入	25,119.44	27,783.37	30,843.04	33,902.91
应收账款	4,143.34	6,635.80	5,330.40	7,822.93	营业成本	20,682.85	22,813.95	25,158.88	27,473.43
预付账款	38.05	321.85	75.04	358.36	营业税金及附加	115.04	127.24	141.26	155.27
存货	2,580.98	4,944.92	3,354.52	5,708.45	营业费用	79.85	83.35	92.53	101.71
其他	2,350.22	2,440.65	2,407.78	2,498.22	管理费用	822.36	972.42	1,079.51	1,186.60
流动资产合计	13,865.57	19,600.27	17,003.73	23,750.68	财务费用	958.37	1,111.33	1,233.72	1,356.12
长期股权投资	466.01	466.01	466.01	466.01	研发费用	161.69	138.92	154.22	169.51
固定资产	9,087.98	8,595.94	8,103.90	7,611.86	资产减值损失	-229.33	-150.00	-100.00	-50.00
在建工程	2,751.69	2,951.69	3,151.69	3,351.69	公允价值变动收益	-76.91	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,146.04	1,103.88	1,061.65	1,019.34	投资净收益	-83.98	-50.00	25.00	25.00
其他	2,067.26	2,002.12	1,936.99	1,890.34	其他	1,406.75	1,210.33	1,107.72	1,130.12
非流动资产合计	15,518.98	15,119.65	14,720.24	14,339.24	营业利润	2,241.12	2,637.15	3,183.93	3,711.26
资产总计	29,384.54	34,719.92	31,723.97	38,089.92	营业外收入	10.82	10.00	10.00	10.00
短期借款	1,173.45	1,632.38	471.36	0.00	营业外支出	7.82	8.00	8.00	8.00
应付账款	5,754.71	7,336.65	7,100.31	8,664.82	利润总额	2,244.12	2,639.15	3,185.93	3,713.26
其他	4,270.97	6,969.71	4,907.15	7,597.76	所得税	404.47	475.05	573.47	668.39
流动负债合计	11,199.12	15,938.75	12,478.82	16,262.58	净利润	1,839.65	2,164.11	2,612.46	3,044.87
长期借款	2,999.84	1,751.50	0.00	0.00	少数股东损益	185.75	281.33	339.62	395.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,653.91	1,882.77	2,272.84	2,649.04
其他	1,435.52	1,435.52	1,435.52	1,435.52	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	4,435.36	3,187.02	1,435.52	1,435.52	成长能力 (同比增速)				
负债合计	15,634.49	19,125.77	13,914.34	17,698.10	营业收入	-2.18%	10.61%	11.01%	9.92%
少数股东权益	2,179.21	2,457.53	2,797.15	3,192.98	营业利润	-13.31%	17.67%	20.73%	16.56%
股本	1,104.85	1,116.68	1,116.68	1,116.68	归属于母公司净利润	-28.39%	13.84%	20.72%	16.55%
资本公积	3,622.68	3,622.68	3,622.68	3,622.68	获利能力				
留存收益	10,466.01	12,019.94	13,895.80	16,082.15	毛利率	17.66%	17.89%	18.43%	18.96%
其他	-3,622.70	-3,622.68	-3,622.68	-3,622.68	净利率	6.58%	6.78%	7.37%	7.81%
股东权益合计	13,750.06	15,594.15	17,809.63	20,391.82	ROE	14.29%	14.33%	15.14%	15.40%
负债和股东权益总计	29,384.54	34,719.92	31,723.97	38,089.92	ROIC	18.15%	17.57%	20.17%	25.74%
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	5,259.77	2,004.40	4,219.65	2,807.29	资产负债率	53.21%	55.09%	43.86%	46.46%
资本支出	3,859.22	202.00	202.00	202.00	流动比率	1.24	1.23	1.36	1.46
长期投资	-119.68	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.01	0.92	1.09	1.11
其他	-6,683.33	-454.00	-379.00	-379.00	营运能力				
投资活动现金流	-2,943.79	-252.00	-177.00	-177.00	应收账款周转率	5.16	5.16	5.16	5.16
债权融资	6,227.80	5,438.39	2,525.87	2,054.51	存货周转率	7.36	7.38	7.43	7.48
股权融资	504.00	-127.07	-154.22	-169.51	总资产周转率	0.83	0.87	0.93	0.97
其他	-8,610.01	-6,559.66	-5,835.37	-2,988.56	每股指标 (元)	2023	2024E	2025E	2026E
筹资活动现金流	-1,878.21	-1,248.34	-3,463.71	-1,103.56	每股收益	1.48	1.69	2.04	2.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	4.71	1.79	3.78	2.51
现金净增加额	437.77	504.06	578.94	1,526.73	每股净资产	10.36	11.76	13.44	15.40

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所



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：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%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：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：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。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。