



贝特瑞 835185.BJ

产品价格下降盈利承压

全球化战略布局稳步推进

基础数据:

截至 2024 年 9 月 5 日

当前股价	15.00 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	168 亿元
流动市值	165 亿元

相对市场表现:



**事件:** 公司发布2024年半年度报告。2024H1, 公司实现营业收入70.38亿元, 同比下降47.57%; 归母净利润4.93亿元, 同比下降41.84%; 扣非归母净利润5.34亿元, 同比下降24.76%; 实现整体毛利率21.26%, 较2023年上升了0.27Pct, 较2023H1上升了3.60Pct。

事件点评:

◆**负极材料量增价减利升, 全球化战略布局稳步推进。**2024H1, 公司实现负极收入51.79亿元, 出货量超过20万吨, 同比增长18.96%, 产品均价在2.50万元/吨左右, 较2023年产品均价下降超20%; 负极材料毛利率为26.17%, 较2023H1增加了4.99Pct。负极材料毛利率改善主要系公司持续推动降本提效、精益管理; 公司云南贝特瑞石墨化产线、山西瑞君石墨化产线正式投产, 公司石墨化自有率提升至50%。截至6月底, 公司已投产负极材料产能49.5万吨/年, 8月初, 印尼年产8万吨新能源锂电池负极材料一体化项目已投产。对内, 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。对外, 公司将积极推进印尼二期、摩洛哥正负极材料项目等海外基地建设, 完善海外布局。

◆**海外客户需求不及预期, 正极材料业绩承压。**2024H1, 公司实现正极收入15.87亿元, 出货量超过9000吨, 同比下降50.30%, 毛利率为5.98%, 较2023H1下降了2.56Pct, 主要系海外客户需求放缓。目前, 公司已投产正极材料产能为6.3万吨/年, 公司在摩洛哥投资建设年产5万吨锂离子电池正极材料项目, 已于今年4月开工, 未来随着公司海外客户的持续开拓放量, 公司正极材料出货有望实现增长。

◆**持续推进产品研发和技术创新。**公司硅基负极材料早已实现大规模产业化, 也是业内为数不多具备产业化能力的负极厂家。2024年上半年, 公司硅基负极材料市占率在70%左右, 出货量持续行业领先。此

分析师:

分析师 张烨童

zhangyeting@gwgsc.com

执业证书编号: S0200524050001

联系电话: 010-68099390

研究助理 朱高天

zhugaotian@gwgsc.com

执业证书编号: S0200123030001

联系电话: 010-68099392

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



### 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  
年报点评: 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\_黄文忠、张焯童\_2024.04.22

外, 公司低成本快充石墨成功导入重要客户, 长循环硅碳材料实现批量发货, 已开发出多款新型固态电解质材料, 其中低成本、高离子电导率的 LATP (磷酸钛铝锂) 氧化物固态电解质已实现吨级出货。

### 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 11.36/13.33/16.83 亿元 (前次预测值为 18.83/22.73/26.49 亿元), EPS 分别为 1.02/1.19/1.51 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.74/12.56/9.96 倍。考虑到公司作为全球负极龙头企业, 全球化战略布局稳步推进, 有望受益于海外市场, 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	14,376.93	20,668.18	23,704.17
增长率(%)	-2.18	-42.77	43.76	14.69
归母净利润 (百万元)	1,653.91	1,136.11	1,333.28	1,682.51
增长率(%)	-28.39	-31.31	17.36	26.19
EPS (元)	1.48	1.02	1.19	1.51
市盈率 (P/E)	10.13	14.74	12.56	9.96
市净率 (P/B)	1.45	1.34	1.23	1.12

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	2,720.34	3,937.19	4,512.50	营业收入	25,119.44	14,376.93	20,668.18	23,704.17
应收账款	4,143.34	1,434.49	6,584.16	2,612.36	营业成本	20,682.85	11,247.74	16,717.95	19,061.88
预付账款	38.05	139.39	124.34	176.36	营业税金及附加	115.04	65.84	94.66	108.56
存货	2,580.98	1,129.44	4,385.50	1,902.66	营业费用	79.85	64.70	93.01	94.82
其他	2,350.22	2,188.43	2,468.58	2,245.55	管理费用	822.36	646.96	930.07	1,066.69
<b>流动资产合计</b>	<b>13,865.57</b>	<b>7,612.10</b>	<b>17,499.76</b>	<b>11,449.43</b>	财务费用	958.37	646.96	930.07	1,066.69
长期股权投资	466.01	466.01	466.01	466.01	研发费用	161.69	129.39	186.01	213.34
固定资产	9,087.98	8,595.94	8,103.90	7,611.86	资产减值损失	-229.33	-300.00	-250.00	-150.00
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	1,000.96	1,049.07	1,010.69
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,518.98</b>	<b>15,119.65</b>	<b>14,720.24</b>	<b>14,339.24</b>	<b>营业利润</b>	2,241.12	1,571.34	1,822.42	2,273.20
资产总计	29,384.54	22,731.74	32,220.01	25,788.68	营业外收入	10.82	10.00	10.00	10.00
短期借款	1,173.45	1,491.24	0.00	0.00	营业外支出	7.82	8.00	8.00	8.00
应付账款	5,754.71	699.59	8,893.69	2,044.61	<b>利润总额</b>	<b>2,244.12</b>	<b>1,573.34</b>	<b>1,824.42</b>	<b>2,275.20</b>
其他	4,270.97	3,865.49	5,723.64	4,501.34	所得税	404.47	267.47	291.91	341.28
<b>流动负债合计</b>	<b>11,199.12</b>	<b>6,056.33</b>	<b>14,617.33</b>	<b>6,545.95</b>	<b>净利润</b>	1,839.65	1,305.87	1,532.51	1,933.92
长期借款	2,999.84	372.37	0.00	0.00	少数股东损益	185.75	169.76	199.23	251.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	1,653.91	1,136.11	1,333.28	1,682.51
其他	1,435.52	1,435.52	1,435.52	1,435.52	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,435.36</b>	<b>1,807.89</b>	<b>1,435.52</b>	<b>1,435.52</b>	<b>成长能力 (同比增速)</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15,634.49</b>	<b>7,864.23</b>	<b>16,052.85</b>	<b>7,981.47</b>	营业收入	-2.18%	-42.77%	43.76%	14.69%
少数股东权益	2,179.21	2,347.15	2,546.38	2,797.79	营业利润	-13.31%	-29.89%	15.98%	24.74%
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%	-31.31%	17.36%	26.19%
资本公积	3,622.68	3,622.68	3,622.68	3,622.68	<b>获利能力</b>				
留存收益	10,466.01	11,403.68	12,504.09	13,892.73	毛利率	17.66%	21.77%	19.11%	19.58%
其他	-3,622.70	-3,622.68	-3,622.68	-3,622.68	净利率	6.58%	7.90%	6.45%	7.10%
<b>股东权益合计</b>	<b>13,750.06</b>	<b>14,867.52</b>	<b>16,167.15</b>	<b>17,807.20</b>	ROE	14.29%	9.07%	9.79%	11.21%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,384.54</b>	<b>22,731.74</b>	<b>32,220.01</b>	<b>25,788.68</b>	ROIC	18.15%	10.89%	12.17%	17.40%
<b>现金流量表</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,259.77</b>	<b>846.82</b>	<b>3,676.36</b>	<b>1,259.51</b>	资产负债率	53.21%	34.60%	49.82%	30.95%
资本支出	3,859.22	202.00	202.00	202.00	流动比率	1.24	1.26	1.20	1.75
长期投资	-119.68	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.01	1.07	0.90	1.46
其他	-6,683.33	-454.00	-379.00	-379.00	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,943.79</b>	<b>-252.00</b>	<b>-177.00</b>	<b>-177.00</b>	应收账款周转率	5.16	5.16	5.16	5.16
债权融资	6,227.80	3,918.13	2,054.51	2,054.51	存货周转率	7.36	7.75	7.50	7.54
股权融资	504.00	-117.55	-186.01	-213.34	总资产周转率	0.83	0.55	0.75	0.82
其他	-8,610.01	-6,428.05	-4,151.00	-2,348.38	<b>每股指标 (元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,878.21</b>	<b>-2,627.47</b>	<b>-2,282.50</b>	<b>-507.21</b>	每股收益	1.48	1.02	1.19	1.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	4.71	0.76	3.29	1.13
<b>现金净增加额</b>	<b>437.77</b>	<b>-2,032.65</b>	<b>1,216.85</b>	<b>575.30</b>	每股净资产	10.36	11.21	12.20	13.44

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。