

贝特瑞 (835185.BJ)

2024年11月15日

投资评级：增持（维持）

日期	2024/11/14
当前股价(元)	27.78
一年最高最低(元)	30.15/13.45
总市值(亿元)	310.21
流通市值(亿元)	305.40
总股本(亿股)	11.17
流通股本(亿股)	10.99
近3个月换手率(%)	39.71

北交所研究团队
相关研究报告

《2024H1 负极材料出货量+19%，海外生产基地布局逐步落地—北交所信息更新》-2024.9.12

《负极材料第一，硅碳负极产能 5000 吨/年，海外生产基地建设稳步推进—北交所公司深度报告》-2024.7.29

印尼基地投产、摩洛哥项目开工，Q1-3 实现归母净利润 6.71 亿元
——北交所信息更新
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 2024Q1-3 实现营收 102.69 亿元归母净利润 6.71 亿元，维持“增持”评级

贝特瑞发布三季报，2024Q1-3 实现营收 102.69 亿元同比-49.44%，归母净利润 67,134.97 万元同比-50.81%。考虑到负极材料年内价格走低，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年实现归母净利润 10.27/11.89/16.71 亿元(原值 12.10/15.59/17.37 亿元)，对应 EPS0.92/1.06/1.50 元(原值 1.08/1.40/1.56 元)，当前股价对应 PE 为 30.2/26.1/18.6X。鉴于贝特瑞保持国内锂电池负极材料龙头企业地位，海外基地建设持续推进，我们维持“增持”评级。

● 海外生产基地布局加速，印尼负极基地一期已投产、摩洛哥正极产能已开工

印尼年产 8 万吨负极材料一体化项目（一期）截至 2024 年 8 月已经建成投产；同时，规划建设年产 8 万吨负极材料一体化项目（二期），全部建设完成后，贝特瑞在印尼负极材料产能将达到 16 万吨/年。2023 年 12 月贝特瑞公告计划通过 BNUO 公司在摩洛哥设立项目公司投资建设年产 5 万吨锂电池正极材料项目，主要面对欧美市场销售，该项目截至 2024 年 4 月公告已经开工。

● 贝特瑞稳居国内负极材料第一，硅碳负极已建成 5000 吨/年产线

EVTank 数据显示，其中中国负极材料出货量达到 171.1 万吨，全球占比进一步提升至 94.1%。贝特瑞以 22.74% 的市场份额排名第一。贝特瑞是国内最早量产硅基负极材料的企业之一，出货量行业领先，其中硅碳负极材料已经开发至第五代产品，比容量 2,000mAh/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 1,500mAh/g 以上；截至 2023 年末，硅基负极材料产能 5,000 吨/年，出货量行业领先。

● **风险提示：**市场竞争加剧的风险、原材料价格波动风险、应收账款风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,679	25,119	13,873	16,174	23,867
YOY(%)	144.8	-2.2	-44.8	16.6	47.6
归母净利润(百万元)	2,311	1,654	1,027	1,189	1,671
YOY(%)	60.3	-28.4	-37.9	15.8	40.5
毛利率(%)	15.8	17.7	20.1	16.9	17.0
净利率(%)	9.0	6.6	7.4	7.4	7.0
ROE(%)	20.3	13.4	7.3	8.1	10.5
EPS(摊薄/元)	2.07	1.48	0.92	1.06	1.50
P/E(倍)	13.4	18.8	30.2	26.1	18.6
P/B(倍)	3.1	2.7	2.6	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19037	13866	14375	14494	18000
现金	6237	4753	5257	5722	7214
应收票据及应收账款	5859	4359	5108	3229	5122
其他应收款	124	73	36	91	96
预付账款	288	38	142	68	242
存货	4242	2581	1450	3032	3060
其他流动资产	2287	2062	2382	2352	2265
非流动资产	12038	15519	14344	14147	15337
长期投资	586	466	381	307	135
固定资产	6001	9088	7837	9074	11102
无形资产	982	1146	1205	1281	1373
其他非流动资产	4469	4819	4922	3485	2727
资产总计	31075	29385	28720	28641	33337
流动负债	14928	11199	10788	10501	14195
短期借款	3646	1173	1500	1250	1100
应付票据及应付账款	9841	7321	8163	7973	11828
其他流动负债	1441	2705	1126	1278	1267
非流动负债	4882	4435	3571	2942	2609
长期借款	3493	3000	2135	1506	1174
其他非流动负债	1388	1436	1436	1436	1436
负债合计	19810	15634	14359	13443	16805
少数股东权益	1388	2179	2205	2241	2304
股本	728	1105	1105	1105	1105
资本公积	3335	3623	3623	3623	3623
留存收益	5816	6843	7688	8701	10111
归属母公司股东权益	9877	11571	12156	12958	14228
负债和股东权益	31075	29385	28720	28641	33337

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-289	5260	2521	2332	4665
净利润	2291	1840	1052	1225	1735
折旧摊销	77	106	902	1008	1257
财务费用	205	162	113	102	128
投资损失	-779	84	-266	-323	-230
营运资金变动	-2817	1910	553	200	1652
其他经营现金流	734	1159	166	120	123
投资活动现金流	-3224	-2944	530	-499	-2228
资本支出	3460	2445	-187	885	2619
长期投资	214	-500	85	74	172
其他投资现金流	22	1	258	312	219
筹资活动现金流	5685	-1878	-2547	-1368	-944
短期借款	2122	-2473	327	-250	-150
长期借款	2340	-493	-865	-629	-333
普通股增加	243	377	0	0	0
资本公积增加	81	287	0	0	0
其他筹资现金流	899	424	-2009	-489	-461
现金净增加额	2242	412	504	466	1492

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25679	25119	13873	16174	23867
营业成本	21614	20683	11085	13447	19801
营业税金及附加	91	115	78	76	110
营业费用	80	80	55	57	81
管理费用	721	822	721	647	907
研发费用	1263	958	818	760	1074
财务费用	205	162	113	102	128
资产减值损失	-71	-229	-55	-49	-48
其他收益	164	270	176	191	200
公允价值变动收益	55	-77	-5	-8	-9
投资净收益	779	-84	266	323	230
资产处置收益	0	-3	-3	-3	-2
营业利润	2585	2241	1222	1431	2025
营业外收入	5	11	6	6	7
营业外支出	13	8	9	11	10
利润总额	2577	2244	1219	1426	2022
所得税	286	404	166	202	288
净利润	2291	1840	1052	1225	1735
少数股东损益	-19	186	26	36	63
归属母公司净利润	2311	1654	1027	1189	1671
EBITDA	2801	2422	2107	2391	3193
EPS(元)	2.07	1.48	0.92	1.06	1.50

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	144.8	-2.2	-44.8	16.6	47.6
营业利润(%)	53.7	-13.3	-45.5	17.1	41.5
归属于母公司净利润(%)	60.3	-28.4	-37.9	15.8	40.5
获利能力					
毛利率(%)	15.8	17.7	20.1	16.9	17.0
净利率(%)	9.0	6.6	7.4	7.4	7.0
ROE(%)	20.3	13.4	7.3	8.1	10.5
ROIC(%)	12.9	10.2	6.0	6.9	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	63.7	53.2	50.0	46.9	50.4
净负债比率(%)	23.9	16.8	-1.3	-10.0	-20.8
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.3
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.8	0.5	0.6	0.8
应收账款周转率	6.2	5.2	3.0	4.0	6.0
应付账款周转率	5.1	3.6	1.8	2.0	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.07	1.48	0.92	1.06	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	4.71	2.26	2.09	4.18
每股净资产(最新摊薄)	8.85	10.36	10.89	11.60	12.74
估值比率					
P/E	13.4	18.8	30.2	26.1	18.6
P/B	3.1	2.7	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	12.3	14.4	15.4	13.1	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn