

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

基础数据:

截至 2024 年 1 月 3 日

当前股价	23.04 元
投资评级	买入
评级变动	首次
总股本	11.05 亿股
流通股本	10.88 亿股
总市值	255 亿
流动市值	251 亿

相对市场表现:



主要观点:

◆**贝特瑞以负极材料为核心，形成负极+高镍三元+先进新材料三大业务板块。**贝特瑞成立于 2000 年，是一家新能源材料研发与制造商，目前公司主要产品包括天然石墨负极材料、人造石墨负极材料、硅基负极材料及高镍三元正极材料等锂离子电池正负极材料，是新能源汽车动力电池、消费电子电池以及储能电池的核心材料。2022 年，公司负极材料市场份额达 26%，同比提升 5Pct，继续保持全球第一。

◆**公司积极进行全产业链布局。**在天然石墨负极材料方面，公司已经形成了集矿山开采、天然鳞片石墨加工与球形化、纯化及成品生产于一体的全产业链布局；在人造石墨负极材料、三元正极材料方面，公司注重绿色生产、循环经济，通过参股或控股方式对人造负极材料的石墨化、三元正极材料前驱体生产等关键生产工序或原材料环节进行了布局；此外，公司已经在储能应用、锂离子电池回收等新能源发展前沿领域进行了相应布局。

◆**公司业务稳健增长，2023 年业绩增速承压。**2018-2022 年，公司营业收入从 40.09 亿元增长至 256.79 亿元，年复合增长率高达 59.09%；实现扣非归母净利润从 4.14 亿元增长至 16.21 亿元，年复合增长率为 40.67%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 203.1 亿元，同比增长 15.61%；扣非归母净利润为 12.97 亿元，同比增长 2.94%。2023 年，受行业去库存的影响，材料企业增长速度明显放缓，行业竞争激烈。公司因上半年高价库存出清以及材料价格下调的影响，影响了其盈利水平，2023 年全年公司业绩增速处于承压状态，有望随着 2024 年下游需求提振以及行业竞争放缓而迎来新一轮的增长。

◆**公司盈利能力连续下降后 2023 年有望提升，负极材料业务利润贡献较多。**2019-2022 年，公司销售毛利率从 30.12% 连续下降至 15.83%，



下降了 14.29Pct；公司销售净利率也较 2019 年下降了 6.68Pct。2023 年，随着公司高价原料库存的出清以及石墨化价格的大幅下跌，公司盈利能力环比持续向好，前三季度的销售毛利率分别为 14.32%、15.65%、19.66%，前三季度平均销售毛利率较 2022 年增加了 0.73Pct，预计公司全年盈利能力有望向上小幅修复。

◆**负极材料为公司第一大业务，正极材料业务持续增长。**2022 年，公司实现负极材料销量超过 33 万吨，对应收入 146.31 亿元，同比增长 126.52%，占全年总营收 56.98%；实现正极材料销量超过 3 万吨，对应收入 103.01 亿元，同比增长 182.11%，占全年总营收 40.11%。2023 年上半年，公司负极材料业务略微下降，正极材料业务继续保持高增速。公司实现负极材料销量超过 17 万吨，对应收入 63.27 亿元，同比下降 0.50%，占总营收 47.14%；实现正极材料销量超过 1.9 万吨，对应收入 69.00 亿元，同比增长 95.30%，占总营收 51.40%。2023 年第三季度，公司正负极材料出货量均有一定幅度增长，正负极材料营收贡献基本均衡。

◆**作为天然石墨行业龙头，公司市占率超 50%。**天然石墨市场呈现一超多强局面，2021 年，贝特瑞作为天然石墨行业龙头占据 63% 市场份额，翔丰华以 17% 的市场份额位居行业第二，二者合计占据天然石墨市场 80% 的市场份额。

◆**人造石墨领域，公司后来者居上成为行业第一梯队。**公司作为以天然石墨起步的龙头企业，在人造石墨领域作为后进入者积极扩产布局，于 2021 年跻身行业第三，市场份额为 14%，与璞泰来及上海杉杉传统人造石墨领域龙头企业成为行业第一梯队，三者市场份额合计 51%。

◆**现有+在建产能超 70 万吨，产能利用率 70% 以上。**截至 2023 年第三季度，公司负极已投产产能为 49.5 万吨/年，正极投产产能为 6.3 万吨/年。前三季度公司正负极产能利用率基本在 70% 以上，预计 2024 年会有所提升。

◆**聚焦高镍三元正极材料，提前布局硅基负极。**公司生产的三元正极



材料主要是以 NCA、NCM811 为代表的高镍三元正极材料，在国内率先实现 NCA 正极材料的技术突破，并向海外的动力电池客户实现批量销售。公司目前已形成了覆盖华南、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，同时积极推进海外基地建设。贝特瑞硅基负极材料以硅碳负极材料和硅氧负极材料为主，产品技术行业领先。目前，公司硅基负极产能 5000 吨/年，公司的硅碳负极材料已经突破至第四代产品，比容量达到 1800mAh/g 以上；公司所生产的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 1,400mAh/g 以上。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 21.54/27.55/33.63 亿元，EPS 分别为 1.95/2.49/3.04 元，当前股价对应 PE 分别为 11.82/9.24/7.57 倍。考虑到公司作为全球负极龙头企业，全产业链一体化布局优势突出，客户结构稳定，具备优秀的技术迭代能力以及成本优势，在行业竞争激烈的背景下，公司有望在行业中充分发挥竞争优势，稳固市场地位，因此首次覆盖给予其“买入”评级。

风险提示：

市场竞争加剧的风险；原材料价格波动风险；汇率变动风险。

主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	25,678.68	28,606.82	31,009.75	34,416.49
增长率(%)	144.76	11.40	8.40	10.99
归母净利润（百万元）	2,309.47	2,153.91	2,755.18	3,362.87
增长率(%)	60.27	-6.74	27.91	22.06
EPS（元）	2.09	1.95	2.49	3.04
市盈率（P/E）	11.02	11.82	9.24	7.57
市净率（P/B）	2.58	1.93	1.64	1.39

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目 录

一、全球负极龙头企业，专注研发与全产业链布局	7
1. 以负极材料为核心，形成负极+高镍三元+先进新材料三大业务板块	7
2. 2018-2022 年公司业绩稳健增长，2023 年业绩增速或将承压	8
二、负极材料行业：原材料价格波动幅度大，市场竞争激烈	10
1. 锂离子电池重要材料，多种负极材料共存	10
2. 下游为锂电池厂商，应用于消费电子、新能源汽车以及储能市场	11
3. 新能源汽车终端需求带动负极材料需求持续上升	12
4. 负极材料市场竞争激烈，产品价格下半年有望止跌企稳	14
5. 市场需求测算	15
三、公司产品矩阵丰富，成本优势突出	16
1. 天然石墨行业龙头，积极布局人造石墨跻身行业第一梯队	16
2. 公司全产业链布局及技术创新来降本增效，为负极材料提供成本优势	16
3. 公司采取大客户战略，客户结构稳定	19
4. 现有+在建产能超 70 万吨，产能利用率 70% 以上	20
5. 聚焦高镍三元正极材料，产能持续释放	20
6. 提前布局硅基负极，形成产品、性能的差异化优势	20
四、风险提示	22
五、盈利预测	23



图目录

图 1 : 公司股权结构图.....	8
图 2 : 2018-2023Q3 公司营收规模 (亿元)	9
图 3 : 2018-2023Q3 公司扣非归母净利润 (亿元)	9
图 4 : 2018-2023Q3 公司盈利能力	10
图 5 : 2018-2023H1 公司营收结构	10
图 6 : 锂电负极材料分类.....	11
图 7 : 锂电池负极材料产业结构示意图.....	12
图 8 : 2016-2022 年锂电池负极材料出货量 (万吨)	12
图 9 : 2014-2023Q3 中国人造石墨负极材料出货量 (单位: 万吨)	13
图 10 : 2017-2023Q3 中国负极材料出货结构	13
图 11 : 2020-2022 年负极材料行业 CR3、CR6.....	14
图 12 : 2021 年全球负极材料市场竞争情况.....	14
图 13 : 近一年负极材料价格行情.....	15
图 14 : 2021 年天然石墨市场竞争格局.....	16
图 15 : 2021 年人造石墨市场竞争格局.....	16
图 16 : 人造石墨负极材料生产流程.....	17
图 17 : 2017-2022 年行业内主要公司负极材料单吨售价比较 (万元/吨)	18
图 18 : 2017-2022 年行业内主要公司负极材料单吨毛利比较 (万元/吨)	18
图 19 : 天然石墨负极材料生产流程.....	19



表目录

表 1 : 贝特瑞发展历程.....	7
表 2 : 三类负极材料主要性能及优缺点.....	11
表 3 : 负极材料市场需求测算.....	15
表 4 : 公司石墨化产能统计 (含已投产+在建)	17
表 5 : 2019 年公司前五大客户统计.....	19
表 6 : 2022 年公司前五大客户统计.....	19
表 7 : 公司负极材料产能不完全统计.....	20
表 8 : 硅基负极种类及优缺点比较.....	21
表 9 : 各类硅基负极企业布局对比.....	21
表 10 : 盈利预测 (单位: 百万元)	23

一、全球负极龙头企业，专注研发与全产业链布局

1. 以负极材料为核心，形成负极+高镍三元+先进新材料三大业务板块

贝特瑞成立于2000年，是一家新能源材料研发与制造商，目前主要从事锂离子电池正负极材料和先进新材料的研发、生产和销售，是集基础研究、产品开发、生产销售于一体的国家级高新技术企业。公司以天然石墨为起点，于2006年实现中国市场市占率第一；随后在人造石墨以及磷酸铁锂正极材料领域不断批量出货，于2010年负极材料出货量达到世界第一；与此同时硅基负极研发工作也实现突破，于2013年实现批量出货；随后三年开始布局高镍三元并实现批量出货。2019年，公司负极材料出货量全球领先，硅基负极材料出货量国内领先，磷酸铁锂正极材料出货量国内前三，高镍三元正极材料出货量国内前三。2021年，公司成功在北交所上市。同年，公司为集中资源聚焦核心业务，增强公司核心竞争力，出售旗下磷酸铁锂相关业务。目前公司主要产品包括天然石墨负极材料、人造石墨负极材料、硅基负极材料及高镍三元正极材料等锂离子电池正负极材料，是新能源汽车动力电池、消费电子电池以及储能电池的核心材料。2022年，公司负极材料市场份额达26%，同比提升5Pct，继续保持全球第一。

表1：贝特瑞发展历程

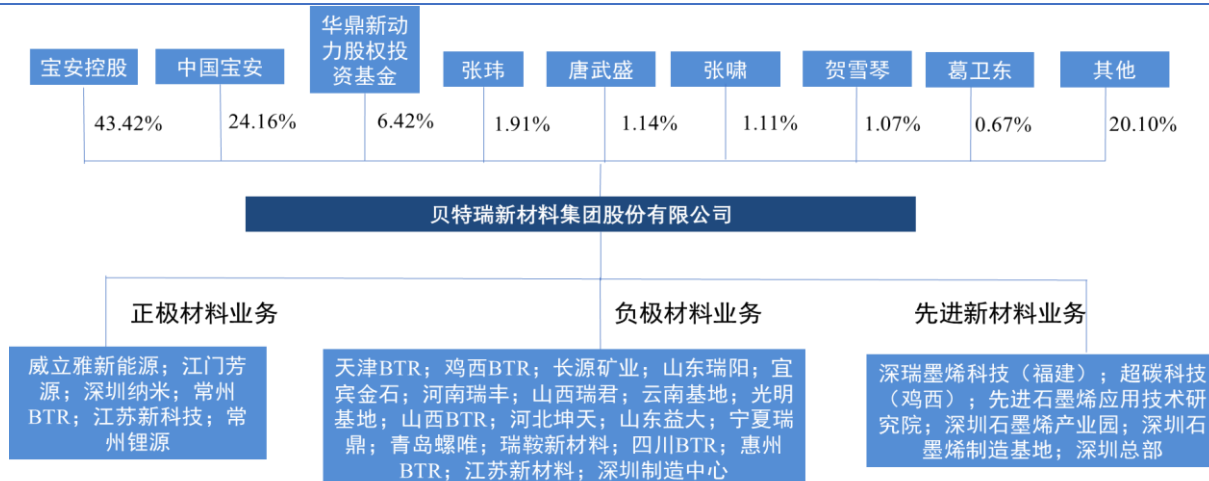
时间	重要事件
2000年	深圳贝特瑞电池材料有限公司注册成立
2002年	天然石墨负极研发突破
2004年	中国宝安集团控股贝特瑞；天然石墨负极批量出货
2006年	负极材料市占率中国第一
2007年	人造石墨负极以及磷酸铁锂正极研发突破
2009年	人造石墨负极以及磷酸铁锂正极批量出货
2010年	负极材料出货量成为世界第一；硅基负极研发突破
2012年	918高容量石墨负极材料被评为“国家重点新产品”
2013年	公司硅基负极材料批量出货
2014年	公司营业收入突破10亿元；三元正极研发突破；天然鳞片石墨正式开采
2016年	公司营业收入突破20亿元；三元正极批量出货
2018年	公司营业收入突破40亿元
2019年	“中国企业专利500强”第三；硅基负极材料出货量国内领先；磷酸铁锂正极材料出货量国内前三；高镍三元正极材料出货量国内前三
2021年	北交所上市；百亿征程，全新出发
2022年	成为负极首家出海企业；品牌焕新升级

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

公司控股股东为中国宝安，无实际控制人。截至2023年三季度，中国宝安共计约持股公司67.58%股权，其中直接持股24.16%，间接持股43.42%。



图 1：公司股权结构图



资料来源：Wind，公司官网，长城国瑞证券研究所

公司积极进行全产业链布局。在天然石墨负极材料方面，公司已经形成了集矿山开采、天然鳞片石墨加工与球形化、纯化及成品生产于一体的全产业链布局；在人造石墨负极材料、三元正极材料方面，公司注重绿色生产、循环经济，通过参股或控股方式对人造负极材料的石墨化、三元正极材料前驱体生产等关键生产工序或原材料环节进行了布局；此外，公司已经在储能应用、锂离子电池回收等新能源发展前沿领域进行了相应布局。

公司专注研发，不断进行产品迭代和新产品开发。2022年，公司的研发投入12.63亿元，同比增长113.46%，研发投入总额占营业收入4.92%。公司主要从现有产品技术迭代以及先进新材料开发两大板块进行研发投入。现有产品领域，公司不断对人造石墨、天然石墨、硅基负极、高镍三元等材料进行产品迭代，不断提升产品性能；先进新材料领域，公司在钙钛矿太阳能电池、钠离子电池用硬碳负极材料、无机固态电解质产品以及高性能氧化石墨烯等方面均设有研发项目。

2. 2018-2022年公司业绩稳健增长，2023年业绩增速或将承压

公司业务稳健增长，2023年业绩增速承压。2018-2022年，公司营业收入从40.09亿元增长至256.79亿元，年复合增长率高达59.09%；实现扣非归母净利润从4.14亿元增长至16.21亿元，年复合增长率为40.67%。2023年前三季度，公司实现营业收入203.1亿元，同比增长15.61%；扣非归母净利润为12.97亿元，同比增长2.94%。2022年，受益于全球动力及储能电池市场保持快速增长，公司产品销售量增长，进而带动公司营收以及扣非归母净利润实现大幅增长，同比增速分别为144.76%、44.71%；2023年，受行业去库存的影响，材料企业增长速度明显放缓，行业竞争激烈。公司因上半年高价库存出清以及材料价格下调的影响，影响了其盈



利水平，2023 年全年公司业绩增速处于承压状态，有望随着 2024 年下游需求提振以及行业竞争放缓而迎来新一轮的增长。

图 2：2018-2023Q3 公司营收规模（亿元）

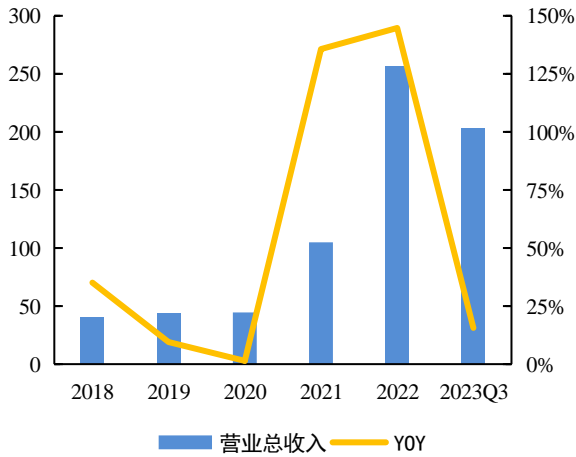
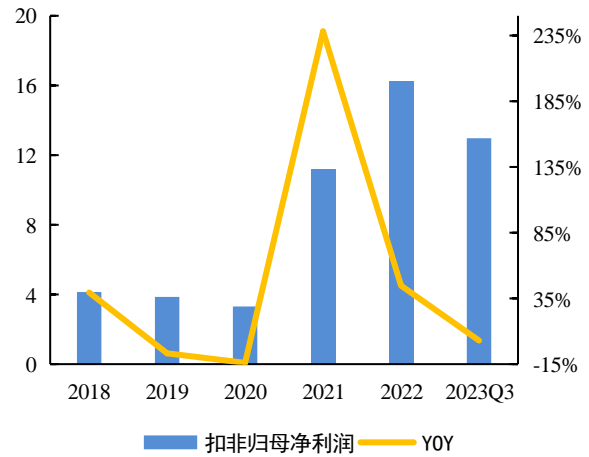


图 3：2018-2023Q3 公司扣非归母净利润（亿元）



资料：Wind，长城国瑞证券研究所

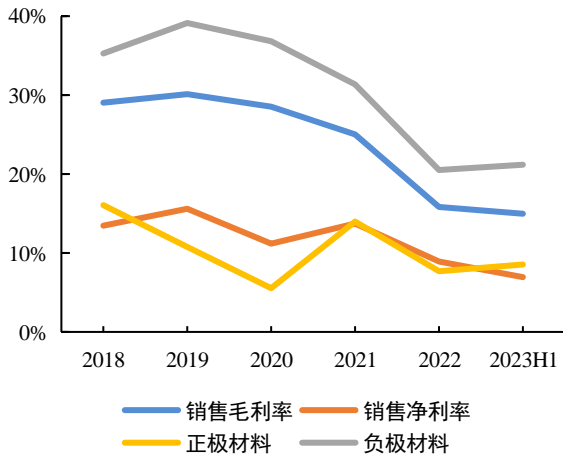
资料：Wind，长城国瑞证券研究所

公司盈利能力连续下降后 2023 年有望提升，负极材料业务利润贡献较多。2019-2022 年，公司销售毛利率从 30.12% 连续下降至 15.83%，下降了 14.29Pct；公司销售净利率也较 2019 年下降了 6.68Pct，主要系石墨化加工、焦类原料、锂盐等正负极材料的原材料价格大幅上涨，导致公司成本上升幅度高于售价上升幅度，进而导致公司盈利能力受到影响。2023 年，随着公司高价原料库存的出清以及石墨化价格的大幅下跌，公司盈利能力环比持续向好，前三季度的销售毛利率分别为 14.32%、15.65%、19.66%，前三季度平均销售毛利率较 2022 年增加了 0.73Pct，预计公司全年盈利能力有望向上小幅修复。

负极材料为公司第一大业务，正极材料业务持续增长。2022 年，公司正负极材料业务规模实现大幅增长。公司实现负极材料销量超过 33 万吨，对应收入 146.31 亿元，同比增长 126.52%，占全年总营收 56.98%；实现正极材料销量超过 3 万吨，对应收入 103.01 亿元，同比增长 182.11%，占全年总营收 40.11%。2023 年上半年，公司负极材料业务收入略微下降，正极材料业务继续保持高增速。公司实现负极材料销量超过 17 万吨，对应收入 63.27 亿元，同比下降 0.50%，占总营收 47.14%；实现正极材料销量超过 1.9 万吨，对应收入 69.00 亿元，同比增长 95.30%，占总营收 51.40%。2023 年第三季度，公司正负极材料出货量均有一定幅度增长，正负极材料营收贡献基本均衡。

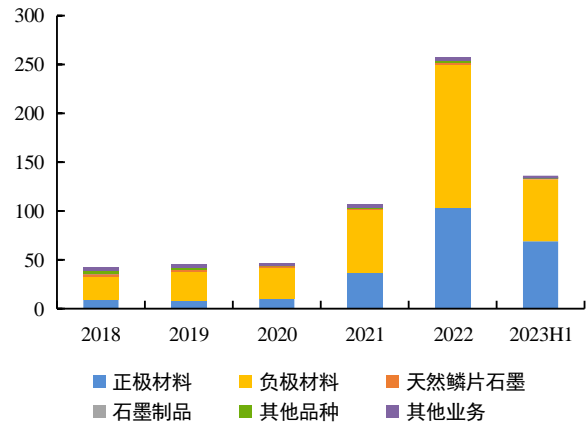


图 4：2018-2023H1 公司盈利能力



资料：Wind，长城国瑞证券研究所

图 5：2018-2023H1 公司营收结构 (单位：亿元)



资料：Wind，长城国瑞证券研究所

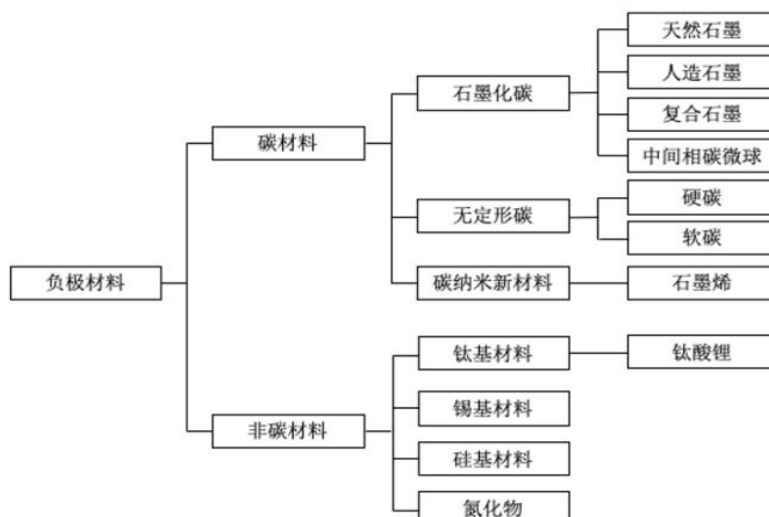
二、负极材料行业：原材料价格波动幅度大，市场竞争激烈

1. 锂离子电池重要材料，多种负极材料共存

锂离子电池的负极是由负极活性物质碳材料或非碳材料、粘合剂和添加剂混合制成糊状胶合剂均匀涂抹在铜箔两侧，经干燥、滚压而成。锂离子电池能否成功地制成，关键在于能否制备出可逆地脱/嵌锂离子的负极材料。负极材料作为锂电池不可或缺的重要组成部分，直接影响锂电池的容量、首次效率、循环等主要性能，在动力电池成本中占比不超过 15%。

随着技术的进步，负极材料已从单一的人造石墨逐步发展为以天然石墨、人造石墨为主，中间相碳微球、石墨烯、钛酸锂等多种负极材料共存的局面。其中，人造石墨因循环性能好、安全性能相对占优，在动力电池市场得到广泛应用；天然石墨性价比较高，容量、低温等性能较好，适用于消费电子、动力电池等诸多领域。无定形碳、钛酸锂、硅基材料等新型负极材料目前处于试用阶段，在未来几年里预计会逐步进行产业化进程。

图 6：锂电负极材料分类



资料：翔丰华募集说明书，中国产业信息网，长城国瑞证券研究所

表 2：三类负极材料主要性能及优缺点

类型	天然石墨负极材料	人造石墨负极材料	硅基负极材料
原材料	鳞片石墨	石油焦、沥青焦、针状焦等	/
实际容量	340-370mAh/g	310-360mAh/g	400-4,000mAh/g
首次效率	>93%	>93%	>77%
循环寿命	一般	较好	较差
安全性	较好	较好	一般
倍率性	一般	一般	较好
成本	较低	较低	较高
优点	能量密度高、加工性能好	膨胀低，循环性能好	能量密度高
缺点	电解液相容性较差，膨胀较大	能量密度低，加工性能差	膨胀大、首次效率低、循环性能差

资料：公司公告，长城国瑞证券研究所

2. 下游为锂电池厂商，应用于消费电子、新能源汽车以及储能市场

锂电池负极材料上游主要为石油焦、针状焦、沥青等化工产品以及初级石墨等，中游为负极材料制造，下游为动力电池、消费电池及工业储能电池的应用。公司生产的负极材料包括天然石墨负极材料、人造石墨负极材料以及硅基负极材料，主要供应给电池厂商，并最终应用于动力电池市场、消费电池市场和储能电池市场。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/027053010140006025>