

2025年09月03日

贝特瑞(835185.BJ)

投资评级：增持（首次）

——电池材料解决方案领导者，海外基地建设及与固态电池赛道布局扩容产业生态

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

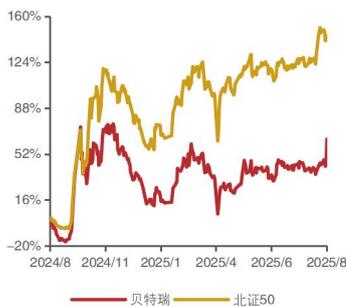
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月29日

收盘价(元)	26.09
一年内最高/最低(元)	32.00/13.45
总市值(百万元)	29,412.27
流通市值(百万元)	28,938.32
总股本(百万股)	1,127.34
资产负债率(%)	57.75
每股净资产(元/股)	10.80

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **锂离子电池正负极材料行业产业链如何？市场规模有多大？** 锂离子电池正负极材料行业下游为锂离子电池制造业，按用途分，主要分为**动力电池、消费电子电池和储能电池**。2020-2024年，全球负极材料产能由81.1万吨/年增长至354.6万吨/年，产能总量增长337%，主要产区集中在中国，其次是日本、韩国，2024年三个地区的产能分别占全球产能的96%、2.8%和1.2%。2024年，中国负极材料生产工艺主要是人造石墨，其产品占比87%，天然石墨占比12%，其他类占比1%，其他主要是中间相炭微球、硅基负极和硬碳负极等。2024年中国正极材料出货量335万吨，同比增长35%，预计2025年中国正极材料出货量超过400万吨。其中，2024年磷酸铁锂材料出货246万吨，同比增长49%，占正极材料总出货量比例近74%，领跑整个正极材料行业增长；三元材料出货65万吨，同比微增。
- **贝特瑞专注哪些业务？客户群及财务如何？** 公司深耕于锂离子电池负极材料、正极材料及先进新材料的研发创新与产业化应用，构建天然石墨负极、人造石墨负极、硅基负极（硅碳、硅氧和新型气相硅）、三元正极等产品矩阵，覆盖动力电池、储能电池、消费类电池三大核心领域，主要客户包括松下、三星SDI、LG化学、SKI、村田、宁德时代、比亚迪、国轩高科、力神、亿纬锂能以及鹏辉能源等，客户遍布国内外。2024年公司实现营收142.37亿元、归母净利润93022.44万元。业务拆分来看，2024年负极材料、正极材料营收分别为1069240万元和307947万元，毛利率分别为27.76%和7.88%。
- **公司市场竞争格局如何？未来存在哪些看点？** 截至2024年底，公司累计获得授权的国内、国际专利692项，其中发明专利442项。2024年公司负极材料、正极材料的产能利用率分别达90.41%、31.00%，截至2024年年末，负极材料、正极材料在建产能分别为18.5万吨、2万吨。公司**新型材料重点突破固态电池、钠离子电池及干电极技术**。固态电池层面，公司发布了贝安FLEX半固态及GUARD全固态系列高镍正极、硅基负极、固态电解质、锂碳复合负极等材料，为下一代电池技术提供“高能量+高安全”材料解决方案。2024年全球固态电池渗透率约为0.2%，预测到2030年渗透率或将达10%，市场具备较好前景。贝特瑞是锂离子电池正负极材料领军企业，2024年负极材料市场贝特瑞以超过20%的市场份额排名第一；正极业务主要同业公司包括杉杉能源、当升科技、德方纳米、容百科技等。
- **盈利预测与评级：** 我们预计公司2025-2027年归母净利润为11.67、14.53和17.96亿元，对应PE为25.2、20.2、16.4倍。我们选取璞泰来、尚太科技、容百科技作为可比公司。公司聚焦锂电负极、正极及新型材料研发生产，通过产业链并购整合、海外基地建设及全球化布局构建产业生态。公司围绕固态电池领域发布了贝安FLEX半固态及GUARD全固态系列高镍正极、硅基负极、固态电解质、锂碳复合负极等材料，全力布局固态电池解决方案业务。首次覆盖给予“增持”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。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,119	14,237	16,061	19,098	22,357
同比增长率(%)	-2.18%	-43.32%	12.81%	18.91%	17.06%
归母净利润(百万元)	1,654	930	1,167	1,453	1,796
同比增长率(%)	-28.39%	-43.76%	25.42%	24.52%	23.63%
每股收益(元/股)	1.47	0.83	1.03	1.29	1.59
ROE(%)	14.29%	7.61%	8.93%	10.31%	11.68%
市盈率(P/E)	17.78	31.62	25.21	20.25	16.38

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 11.67、14.53 和 17.96 亿元,对应 PE 为 25.2、20.2、16.4 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

关键假设

(1) **负极材料**: 预计收入稳定增长,假设 2025–2027 年营业收入同比+13%/+18%/+16%,测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 120.82/142.57/165.38 亿元;

(2) **正极材料**: 预计收入稳定增长,假设 2025–2027 年营业收入同比+10%/+21%/+20%,测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 33.87/40.99/49.19 亿元;

(3) **天然鳞片石墨**: 预计收入稳定增长,假设 2025–2027 年营业收入同比+5%/+5%/+5%,测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.41/0.43/0.45 亿元;

(4) **其他品种**: 预计收入快速增长,假设 2025–2027 年营业收入同比+50%/+40%/+30%,测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 3.62/5.06/6.58 亿元。

投资逻辑要点

市场地位: 公司以“成为新能源材料领域全球领先企业”为目标,聚焦锂电负极、正极及新型材料研发生产,通过产业链并购整合、海外基地建设及全球化布局构建产业生态。

2018–2024 年公司负极材料中国市场份额持续第一。

根基业务: 公司负极领域实施垂直整合与海外供应链搭建,强化人造/天然石墨技术革新及新型材料突破,巩固成本与性能优势;正极业务以质量技术为核心,深化与电池企业合作,布局锂镍资源回收体系,定制化开发高性价比产品。海外产能布局方面,公司以印尼、摩洛哥为战略支点,印尼负极材料一期投产、二期启动;摩洛哥启动正负极材料项目;后续预期继续规划其他海外产能。

未来看点: 公司新型材料重点突破固态电池、钠离子电池及干电极技术,推动多路径创新。固态电池层面,公司发布了贝安 FLEX 半固态及 GUARD 全固态系列高镍正极、硅基负极、固态电解质、锂碳复合负极等材料,为下一代电池技术提供“高能量+高安全”材料解决方案,全力推动固态电池产业化进程。

核心风险提示

市场竞争加剧的风险、原材料价格波动风险、汇率变动风险

内容目录

1. 锂离子电池正负极材料行业产业链如何？市场规模有多大？	6
1.1. 产业：2024 年中国锂电池出货量 yoy+33%，新能源汽车、储能等市场快速发展 ...	6
1.2. 负极：人造石墨为主，预计 2025 年负极材料消费总量同比增加 25%	7
1.3. 正极：2024 年中国正极材料出货量同比增长 35%，磷酸铁锂材料领跑行业增长 ...	9
2. 贝特瑞专注哪些业务？客户群及财务如何？	11
2.1. 发展：电池材料解决方案领导者，启动印尼二期年产 8 万吨负极材料产能建设	11
2.2. 产品：业务覆盖锂离子电池负极和正极材料，2024 年负极材料毛利率达 27.76%	13
2.3. 模式：客户包括松下、三星 SDI、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等	16
2.4. 财务：2024 年营收 142.37 亿元、归母净利润 93022 万元	16
3. 公司市场竞争格局如何？未来存在哪些看点？	18
3.1. 资产：累计获得授权发明专利 442 项，2024 年负极材料产能利用率达 90%	18
3.2. 新品：发布了贝安 FLEX 半固态及 GUARD 全固态系列解决方案	18
3.3. 可比公司：包括璞泰来、杉杉股份、德方纳米、容百科技等	22
3.3.1. 负极：2018-2024 年贝特瑞负极材料中国市场份额持续第一	22
3.3.2. 正极：2024 年我国磷酸铁锂、三元正极出货第一分别为湖南裕能、容百科技 ..	23
4. 盈利预测与评级	25
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 锂离子电池正负极材料行业下游对应消费电子、新能源汽车、储能行业	6
图表 2: 2024 年中国数码电池出货量为 55GWh (yoy+14%)	6
图表 3: 2025 年中国动力锂电池销量预计达 935.2GWh	7
图表 4: 预计 2025 年中国储能电池出货量达 310GWh	7
图表 5: 负极材料产业链下游包括动力电池、储能电池和消费类电池	8
图表 6: 2024 年全球负极材料产能达 354.6 万吨/年	8
图表 7: 2024 年中国负极材料中人造石墨产品占比 87%	8
图表 8: 预计 2029 年人造石墨负极市场价格 30500 元/吨	9
图表 9: 预计 2025 年负极材料消费总量增加 25% (万吨)	9
图表 10: 锂电池正极材料主要包括钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料	9
图表 11: 锂电池正极材料产业链上游涉及锂矿、镍矿、钴矿、锰矿、碳酸锂等原材料	10
图表 12: 2025 年中国正极材料出货量或将超过 400 万吨	10
图表 13: 2024 年磷酸铁锂材料出货 246 万吨 (yoy+49%)	10
图表 14: 2024 年公司印尼负极基地一期投产	11
图表 15: 中国宝安直接和间接持有 66.22% 的公司股份 (截至 2025 年一季度)	12
图表 16: 印尼贝特瑞投产仪式现场	12
图表 17: 贝特瑞与中国路桥携手开启战略合作新篇章	13
图表 18: 天然石墨负极材料、人造石墨负极材料和硅基负极材料对比情况	13
图表 19: 公司石墨矿石原石开采量及相关指标情况	14
图表 20: 公司硅基负极覆盖硅碳、硅氧和新型气相硅三条路线	15
图表 21: 公司早期形成了高镍三元正极材料和磷酸铁锂正极材料两大正极产品体系 ...	15
图表 22: 2024 年负极材料营收达 107 亿元 (单位: 万元)	15
图表 23: 2024 年负极材料毛利率达 27.76%	15
图表 24: 2022-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比维持 70%-80% 区间内 ...	16
图表 25: 2024 年公司营收 142.37 亿元、归母净利润 93022 万元	17
图表 26: 2024 年公司负极材料产能利用率达 90.41%	18
图表 27: 新型大容量硅基负极材料图例	19
图表 28: 贝特瑞贝安 FLEX 半固态解决方案示意图	19
图表 29: 贝特瑞贝安 FLEX 正极、负极和电解质情况	19

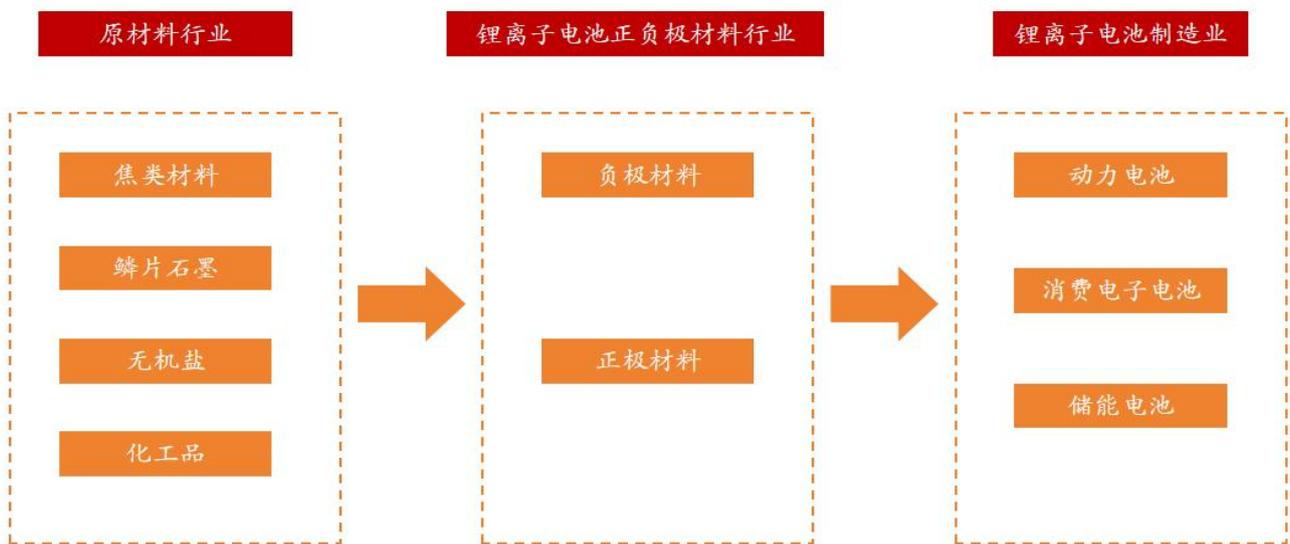
图表 30: 贝特瑞贝安 GUARD 正极、负极和电解质情况	20
图表 31: 固态电池有望成为锂离子电池升级的方向	20
图表 32: 硫化物基全固态电池的产业化进程	21
图表 33: 中商产业研究院预测全球固态电池渗透率到 2030 年或将达 10%.....	21
图表 34: 预计 2027 年中国固态电池出货量将达到 18GWh	22
图表 35: 2023 年中国固态电池的市场空间达到约 10 亿元	22
图表 36: 负极业务主要同行业公司包括璞泰来、杉杉股份等	22
图表 37: 2018-2024 年贝特瑞负极材料中国市场份额持续第一	22
图表 38: 2024 年杉杉股份负极材料营收达 819645 万元	23
图表 39: 2024 年杉杉股份负极材料毛利率 18.45%	23
图表 40: 正极业务主要同行业公司包括杉杉能源、当升科技等	23
图表 41: 2024 年湖南裕能为我国磷酸铁锂正极出货第一	24
图表 42: 2024 年容百科技为我国三元正极材料出货第一	24
图表 43: 2024 年容百科技三元正极营收 1435670 万元	24
图表 44: 2024 年容百科技三元正极毛利率为 9.34%	24
图表 45: 贝特瑞主要业务营收预测	25
图表 46: 贝特瑞可比公司估值表 (截至 20250829)	25

1. 锂离子电池正负极材料行业产业链如何？市场规模有多大？

1.1. 产业：2024 年中国锂电池出货量 yoy+33%，新能源汽车、储能等市场快速发展

参考贝特瑞招股说明书信息，锂离子电池正负极材料行业上游为焦类材料、鳞片石墨、无机盐、化工品等原材料行业，下游为锂离子电池制造业。按用途分，锂离子电池主要分为动力电池、消费电子电池和储能电池。

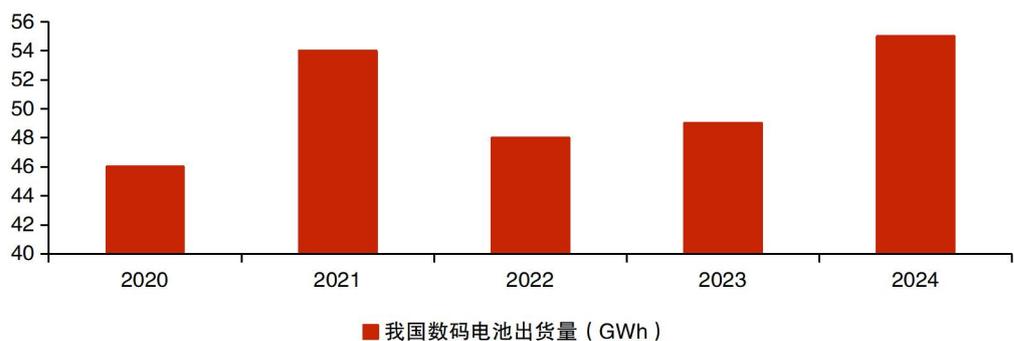
图表 1：锂离子电池正负极材料行业下游对应消费电子、新能源汽车、储能行业



资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

参考中商产业研究院、GGII 信息，2021 年受国际公共卫生安全事件影响，我国 3C 数码产品消费需求激增，带动消费锂电池需求增长，2022 年后消费锂电池出货量恢复稳定增长的趋势，2023 年中国消费锂电池出货量为 49GWh，同比增长 2.08%。2024 年中国锂电池总出货量 1175GWh，同比增长 32.6%，其中数码电池出货量为 55GWh，同比增长 14%。

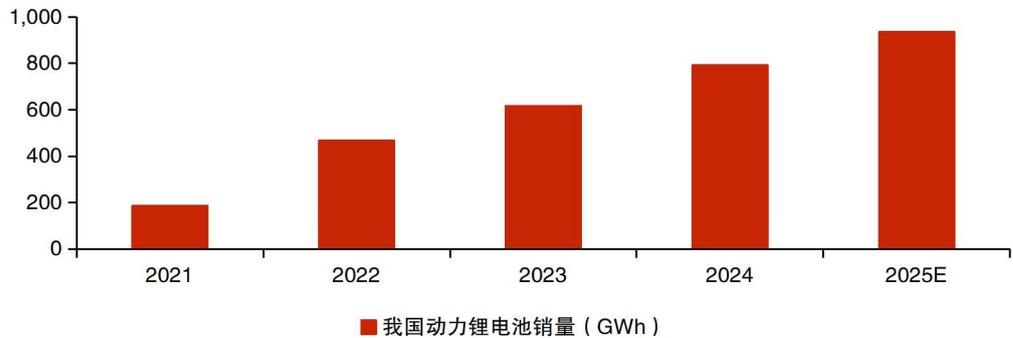
图表 2：2024 年中国数码电池出货量为 55GWh (yoy+14%)



资料来源：GGII、中商产业研究院、华源证券研究所

参考中商产业研究院信息，2021-2024 年我国动力锂电池销量持续攀升，2024 年中国动力锂电池销量为 791.3GWh，同比增长 28.4%，预计 2025 年中国动力锂电池销量达 935.2GWh。

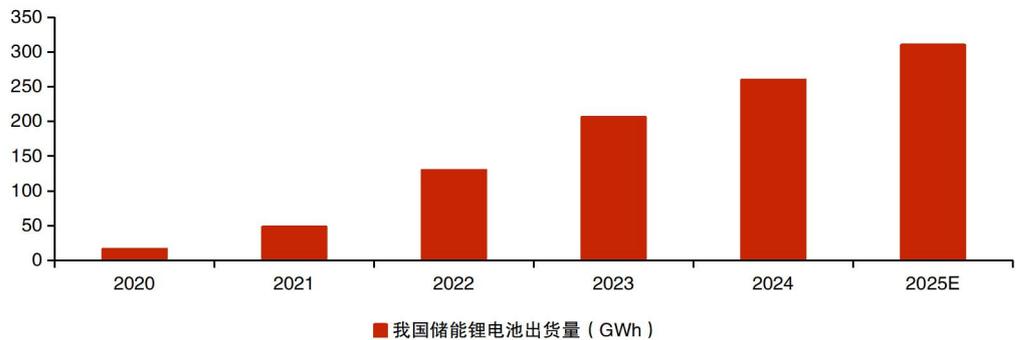
图表 3：2025 年中国动力锂电池销量预计达 935.2GWh



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

参考中商产业研究院、工信部信息，近年来，在风电、光伏装机量持续增长与 5G 基站建设加快的背景下，储能锂电池需求快速增长。2024 年，中国储能电池出货量达到 260GWh，同比增长 26.2%，预计 2025 年中国储能电池出货量达 310GWh。

图表 4：预计 2025 年中国储能电池出货量达 310GWh



资料来源：工信部、中商产业研究院、华源证券研究所

1.2. 负极：人造石墨为主，预计 2025 年负极材料消费总量同比增加 25%

参考隆众咨询信息，负极材料产业链上游涵盖多类原料来源；中游基于上游原料，生产多种负极产品，包括天然石墨负极、人造石墨负极、中间相碳微球负极、硅基负极、锂金属负极，通过不同工艺将上游原料转化，以适配下游需求；下游将负极材料用于三类电池，动力电池支撑电动汽车、电动工具终端，储能电池服务发电、电网、用户侧及基站终端，消费类电池应用于 3C 产品、无人机终端，构建起负极材料到终端应用的产业链路线。

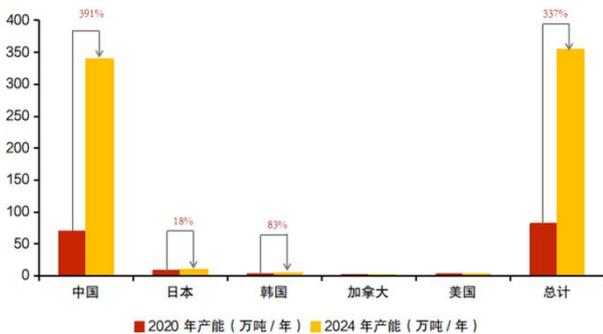
图表 5：负极材料产业链下游包括动力电池、储能电池和消费类电池



资料来源：隆众咨询、华源证券研究所

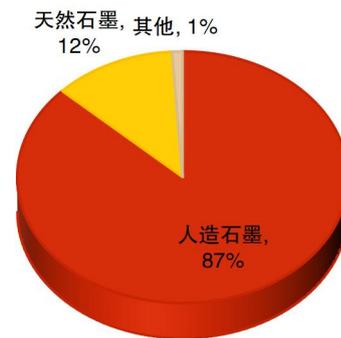
根据隆众咨询数据，2020–2024 年，全球负极材料产能由 81.1 万吨/年增长至 354.6 万吨/年，产能总量增长 337%，主要产区集中在中国，其次是日本、韩国，2024 年三个地区的产能分别占全球产能的 96%、2.8%和 1.2%；负极产能的增长主要来自亚洲；北美地区产能主要集中于美国和加拿大。2024 年，中国负极材料生产工艺主要是人造石墨，其产品占比 87%，天然石墨占比 12%，其他类占比 1%，其他主要是中间相炭微球、硅基负极和硬炭负极等。

图表 6：2024 年全球负极材料产能达 354.6 万吨/年



资料来源：隆众咨询、华源证券研究所

图表 7：2024 年中国负极材料中人造石墨产品占比 87%

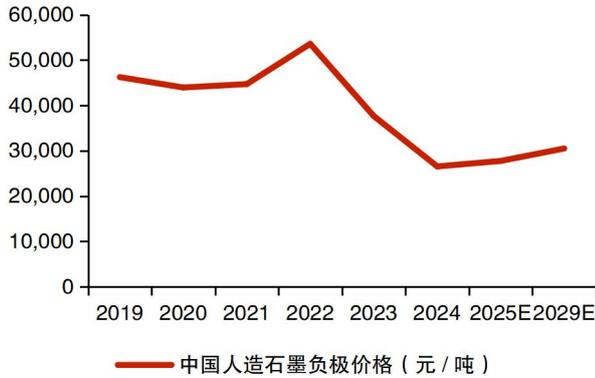


资料来源：隆众咨询、华源证券研究所

参考隆众咨询信息，2025–2027 年，下游电池厂或将面临竞争压力，负极价格的回升预计受到多方因素牵制，负极材料价格回升幅度可能较小；2028–2029 年，度过调整期之后，负极材料供需关系有望改善，市场关注点或将向高品质产品发展，市场价格上升幅度预计会

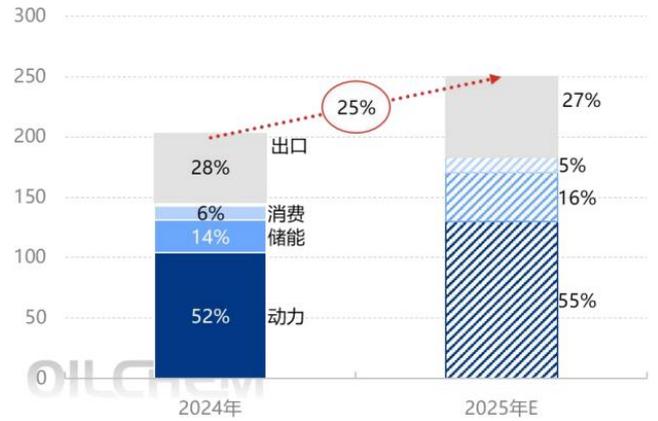
有扩大。根据隆众咨询数据，预计 2025 年负极材料消费总量同比增加 25%，至 250 多万吨，动力电池或将提供较大消费增量，其次是储能电池对负极材料消费的拉动。

图表 8：预计 2029 年人造石墨负极市场价格 30500 元/吨



资料来源：隆众咨询、华源证券研究所

图表 9：预计 2025 年负极材料消费总量增加 25% (万吨)

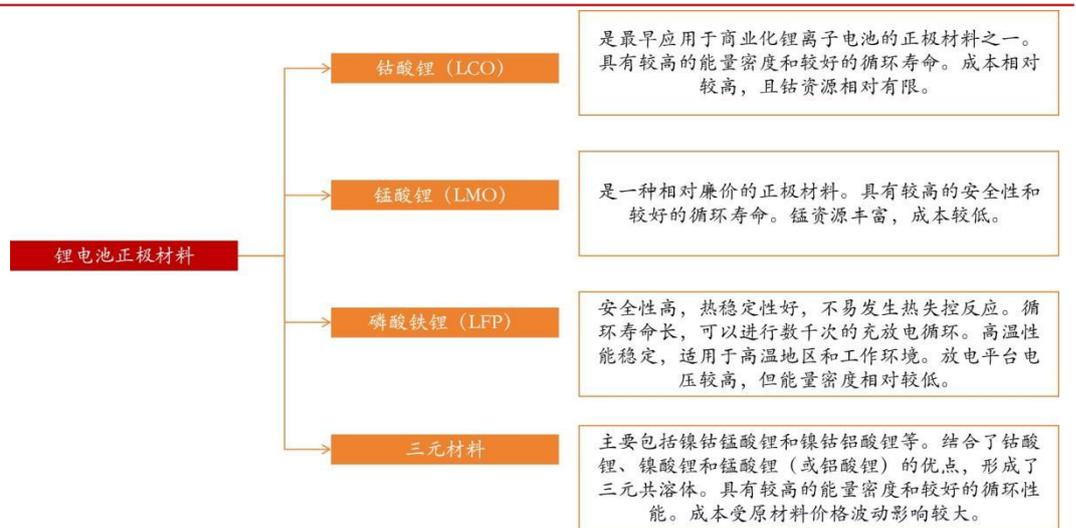


资料来源：隆众咨询、华源证券研究所

1.3. 正极：2024 年中国正极材料出货量同比增长 35%，磷酸铁锂材料领跑行业增长

参考智研咨询信息，锂电池正极材料主要包括钴酸锂 (LCO)、锰酸锂 (LMO)、磷酸铁锂 (LFP) 和三元材料。钴酸锂 (LCO) 作为最早商用化的正极材料，优势是能量密度高、循环寿命好，不过成本高，且钴资源稀缺，限制大规模应用；锰酸锂 (LMO) 的突出特点是成本低，因锰资源丰富，同时安全性不错、循环寿命较好，在对成本敏感场景有应用；磷酸铁锂 (LFP) 的安全性、热稳定性出色，不易热失控，循环寿命长，能多次充放电，高温性能稳定，适合高温环境，缺点是能量密度相对低，放电平台电压高。三元材料融合钴酸锂、镍酸锂、锰酸锂的优点，能量密度高、循环性能好，但受原材料价格波动影响大，成本稳定性差。

图表 10：锂电池正极材料主要包括钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

参考智研咨询信息，锂电池正极材料行业产业链上游涉及锂矿、镍矿、钴矿、锰矿、碳酸锂、导电剂等原材料，中游为锂电池正极材料生产环节，有当升科技、宁德时代、容百科技、中伟股份、格林美、杉杉股份等企业参与，下游包括动力锂电池、消费锂电池、储能锂电池及其他应用领域。

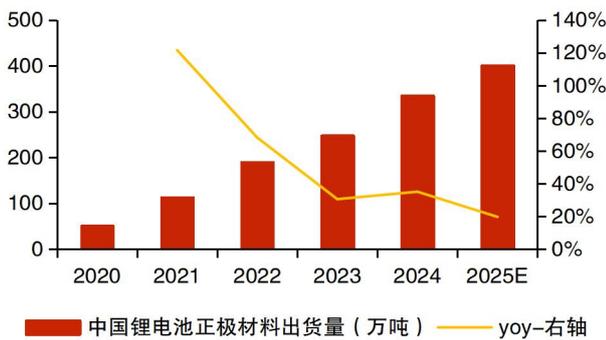
图表 11：锂电池正极材料产业链上游涉及锂矿、镍矿、钴矿、锰矿、碳酸锂等原材料



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

根据中研普华产业研究院、GGII 数据，2024 年中国正极材料出货量 335 万吨，同比增长 35%，预计 2025 年中国正极材料出货量超过 400 万吨。其中，2024 年磷酸铁锂材料出货 246 万吨，同比增长 49%，占正极材料总出货量比例近 74%，领跑整个正极材料行业增长。三元材料出货 65 万吨，同比微增。

图表 12：2025 年中国正极材料出货量或将超过 400 万吨



资料来源：中研普华产业研究院、GGII、华源证券研究所

图表 13：2024 年磷酸铁锂材料出货 246 万吨 (yoy+49%)



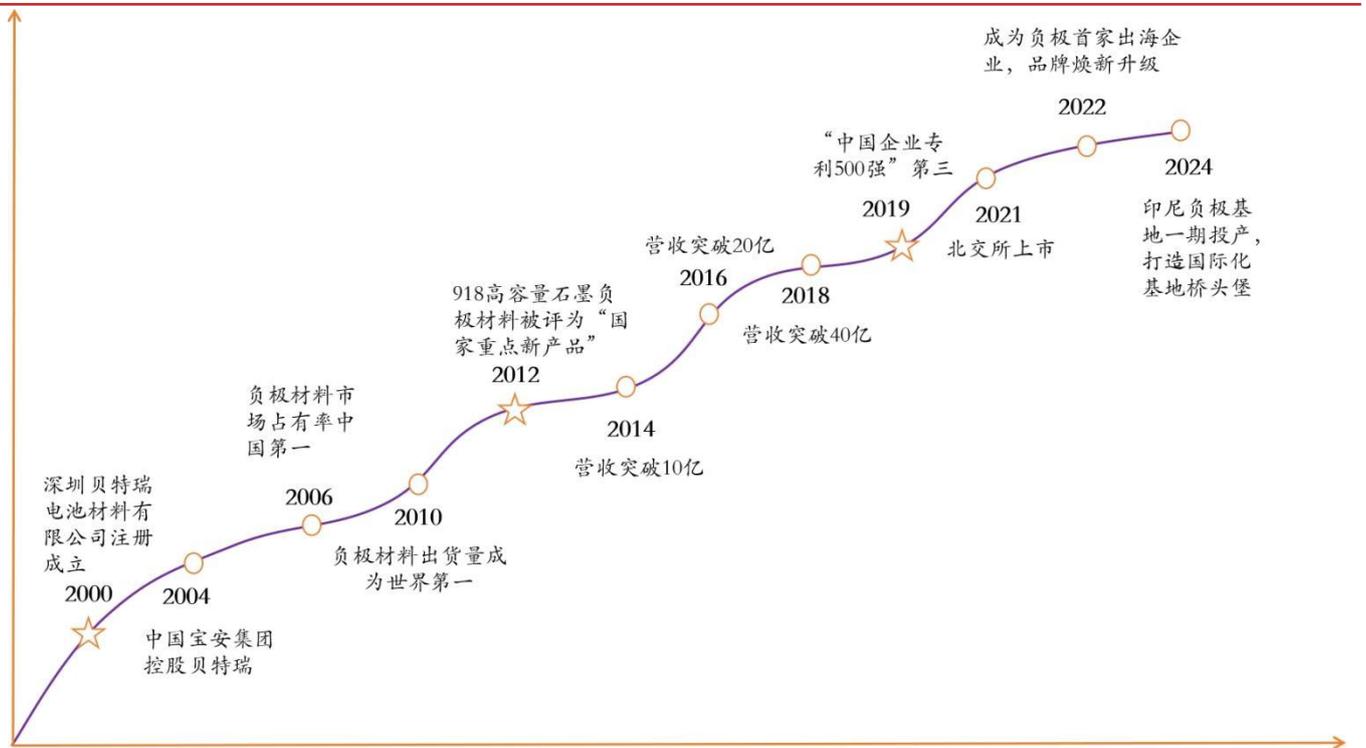
资料来源：GGII、华源证券研究所

2. 贝特瑞专注哪些业务？客户群及财务如何？

2.1. 发展：电池材料解决方案领导者，启动印尼二期年产 8 万吨负极材料产能建设

贝特瑞新材料集团股份有限公司是一家以技术创新为引领，以技术领先、产品及产业链布局完善、国际与国内主流客户并重为特色，以锂离子电池负极材料、正极材料及新型材料为核心产品，行业地位突出的全球电池材料整体解决方案领导者。公司深耕于锂离子电池负极材料、正极材料及先进新材料的研发创新与产业化应用，凭借深厚的技术沉淀与前瞻布局，构建天然石墨负极、人造石墨负极、硅基负极、三元正极等产品矩阵，覆盖动力电池、储能电池、消费类电池三大核心领域，凭借优质的客户服务及产品定制化能力，为全球头部电池厂商提供专业化和高性能材料解决方案。

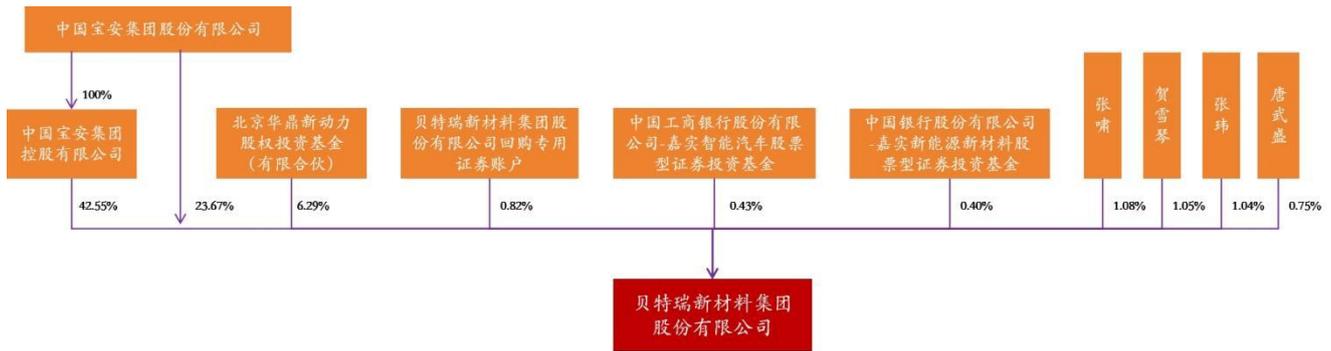
图表 14：2024 年公司印尼负极基地一期投产



资料来源：贝特瑞官网、华源证券研究所

公司无实际控制人。截至 2025 年第一季度，中国宝安直接持有公司 266,889,511 股，占公司总股本的比例为 23.67%；中国宝安拥有宝安控股 100% 权益，中国宝安直接和间接持有公司股份 746,591,901 股，占公司总股本的比例为 66.22%。中国宝安作为上市公司，股权结构较为分散，其认定为不存在控股股东，也不存在实际控制人。因此，公司无实际控制人。

图表 15：中国宝安直接和间接持有 66.22% 的公司股份（截至 2025 年一季度）



资料来源：贝特瑞公告、华源证券研究所

➤ 海外项目（2024 年）

公司以印尼、摩洛哥项目为战略支点，强化新能源材料全球供应链韧性，构建国际市场竞争优势。2024 年，公司成功推进印尼年产 8 万吨新能源锂电池负极材料一体化项目（一期）投产，并启动印尼二期年产 8 万吨负极材料产能建设，同时，公司也在摩洛哥启动了年产 5 万吨锂离子电池正极材料项目、年产 6 万吨锂离子电池负极材料项目，后续将根据行业发展、海外客户需求，规划其他海外市场产能布局。

图表 16：印尼贝特瑞投产仪式现场



资料来源：贝特瑞官网、华源证券研究所

➤ 业务合作（2024 年）

2024 年 6 月 27 日，全球电池材料领军企业贝特瑞新材料集团股份有限公司与中国路桥工程有限责任公司在中国路桥总部签署了战略合作框架协议。此次合作标志着双方在海外锂电材料产能建设及行业发展上的共同承诺与决心。通过此次合作，双方将整合贝特瑞集团的技术与产品优势，以及中国路桥在海外基础设施投资建设和项目管理方面的专业经验，共同

推进海外锂电材料生产基地的建设，以满足全球新能源市场日益增长的需求。这一战略合作不仅将加强双方在全球新能源领域的竞争力，也有望为推动全球锂电材料产业的可持续发展做出重要贡献。

图表 17：贝特瑞与中国路桥携手开启战略合作新篇章



资料来源：贝特瑞官网、华源证券研究所

2.2. 产品：业务覆盖锂离子电池负极和正极材料，2024 年负极材料毛利率达 27.76%

公司是一家以技术创新为引领，以技术领先、产品及产业链布局完善、国际与国内主流客户并重为特色，以锂离子电池负极材料和正极材料为核心产品，行业地位突出的新能源材料研发与制造商。公司主要产品包括天然石墨负极材料、人造石墨负极材料、硅基等新型负极材料、高镍三元正极材料（NCA、NCM811 等）等锂离子电池正负极材料。该等材料是制造新能源汽车动力电池、消费电子电池、储能电池的核心材料。

➤ 负极材料业务

公司负极材料业务形成了由天然石墨负极材料、人造石墨负极材料和新型负极材料为主体的负极材料产品体系。公司生产的天然石墨负极材料和人造石墨负极材料属于石墨类负极材料；公司生产的新型负极材料主要是以硅氧负极材料、硅碳负极材料为代表的硅基负极材料，此外还包括少量软碳、硬碳等新型负极材料。

图表 18：天然石墨负极材料、人造石墨负极材料和硅基负极材料对比情况

类型	天然石墨负极材料	人造石墨负极材料	硅基负极材料
理论容量	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

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

（1）天然石墨：

建立了完整产业链，于黑龙江鸡西储备了丰富资源。公司生产的天然石墨负极材料主要应用于数码电池、动力电池和储能电池。经过多年布局，建立了从石墨矿开采到天然石墨负极材料产成品的完整产业链，技术处于国际领先地位。公司生产的部分天然石墨负极材料产品特征为了支持和保障公司天然石墨负极材料业务发展，公司在黑龙江省鸡西市储备了天然石墨矿产资源，开展石墨矿采选业务及天然鳞片石墨加工业务。

图表 19：公司石墨矿原石开采量及相关指标情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
矿石原石开采量 (万吨)	80.75	71.81	87.06
开采成本金额(万元)	2,349.83	2,106.20	2,474.67
石墨矿业务成本 (万元)	10,152.56	13,180.40	11,089.57
开采成本占石墨 矿业务成本的比例	23.15%	15.98%	22.32%
开采成本占公司 毛利总额的比例	2.76%	1.81%	1.87%
开采成本占公司 利润总额的比例	5.74%	3.34%	3.07%

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

（2）人造石墨

人造石墨供应链垂直整合，技术+成本+客户奠定公司核心竞争力。提高人造石墨负极材料产品性能、降低生产成本是人造石墨负极材料厂商竞争力的重要体现。公司通过自建石墨化加工基地、投资石墨化专业企业、与石墨化专业企业合作三种模式，形成了集原材料加工、石墨化加工、碳化加工、成品加工于一体的产业链布局，降低了人造石墨负极材料的生产成本。公司的人造石墨负极材料拥有高端、中端、高性价比等多系列产品，得到中国、日本、韩国、欧美等国家或地区客户的认可，在不同体系的客户群体中占有重要市场地位。

（3）新型硅基

公司硅基负极覆盖硅碳、硅氧和新型气相硅三条路线。在硅基负极材料领域，公司硅碳负极材料已开发第六代产品，比容量达到 2,000mAh/g 以上，硅氧负极已完成多款氧化亚硅产品技术开发和量产工作，比容量达 1,500mAh/g 以上。公司积极布局气相沉积法硅基负极材料，已获多家主流客户认可，第三代硅基材料沉积硅碳已处于量产阶段。公司的新一代硅基负极产品已于 2024 年成功导入国际头部客户供应链，实现了在国内外“46”系列大圆柱项目中的全面突破。

图表 20：公司硅基负极覆盖硅碳、硅氧和新型气相硅三条路线

硅基材料分类	工艺
硅碳负极材料	将纳米硅与基体材料通过造粒工艺形成前驱体，然后经表面处理、烧结、粉碎、筛分、除磁等工序制备而成
硅氧负极材料	将纯硅和二氧化硅合成一氧化硅，形成硅氧负极材料前驱体，然后经粉碎、分级、表面处理、烧结、筛分、除磁等工序制备而成

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

➤ 正极材料业务

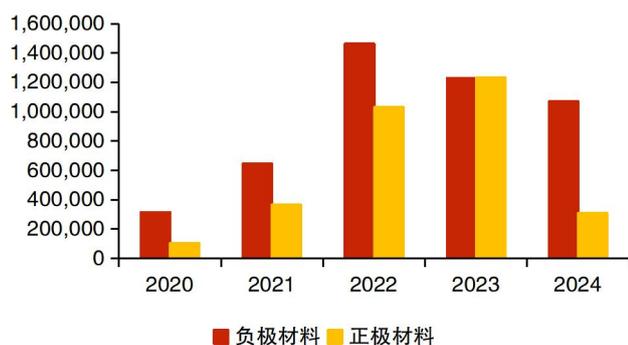
在正极材料领域，公司早期通过持续研发，形成了以 NCA 和 NCM811 为代表的高镍三元正极材料和磷酸铁锂正极材料两大类产品构成的正极材料产品体系。公司聚焦于研发生产具备低钴、高能量密度、高性价比、高安全性能的三元材料，打造了资源、回收、前驱体、三元材料的资源循环产业链生态。公司率先在国内实现 NCA 正极材料技术突破，并向海外动力电池客户批量供货。近年来，公司顺应行业发展，积极创新开发出了用于固态电池的正极材料，如超高镍三元正极材料、富锂锰基材料、固态电池高镍三元正极材料等。

图表 21：公司早期形成了高镍三元正极材料和磷酸铁锂正极材料两大正极产品体系

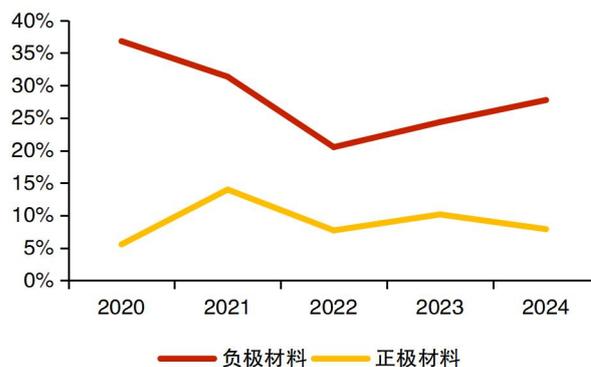
属性	磷酸铁锂	三元材料	
		镍钴锰 (NCM811)	镍钴铝 (NCA)
材料结构	正交晶系，橄榄石型结构	六方晶系，层状结构	
能量密度	低	高	
压实密度 (g/cm ³)	2.1-2.6	3.5-3.9	
比表面积 (m ² /g)	8.0-15.0	0.2-0.6	0.2-0.8
循环寿命	高	低	低
热稳定性	优	较差	较差
成本	低	高	较高
优点	循环性好	能量密度高、成本相对较低	
缺点	比能量低	高温易胀气、安全性较差、原材料钴贫乏	
适用领域	动力/储能	动力/储能	

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所 注：公司已出售磷酸铁锂资产和业务

收入情况：2024 年负极材料、正极材料营收分别为 1069240 万元和 307947 万元。
毛利率情况：2024 年负极材料、正极材料毛利率分别为 27.76%和 7.88%。2024 年，公司负极材料业务毛利率较 2023 年有所上升，主要原因是公司通过加大降本力度，强化存货管控，大力开展精益管理，提升了营运效率。

图表 22：2024 年负极材料营收达 107 亿元（单位：万元）


资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 23：2024 年负极材料毛利率达 27.76%


资料来源：iFind、华源证券研究所

2.3. 模式：客户包括松下、三星 SDI、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等

公司的主要客户包括松下、三星 SDI、LG 化学、SKI、村田、宁德时代、比亚迪、国轩高科、力神、亿纬锂能以及鹏辉能源等，客户遍布国内外。公司产品定价政策主要是根据客户或双方确定的产品具体规格及要求，进行成本核算，再结合产品成本基价、产品利润、产品市场需求、市场价格等条件设定产品价格。2022 年度、2023 年度和 2024 年度，公司前五大客户销售收入占销售收入的比例分别为 71.83%、77.41%和 71.12%，客户集中度适中。

图表 24：2022-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比维持 70%-80%区间内

年份	客户	销售金额 (万元)	占营业收入比
2022	第一名	755041.938	29.40%
	第二名	340527.0875	13.26%
	第三名	289727.852	11.28%
	第四名	256191.6117	9.98%
	第五名	202935.8057	7.90%
	合计	1844424.295	71.83%
2023	第一名	1106973.02	44.07%
	第二名	226151.5357	9.00%
	第三名	212923.1796	8.48%
	第四名	209693.4876	8.35%
	第五名	188687.0694	7.51%
	合计	1944428.292	77.41%
2024	第一名	303786.3126	21.34%
	第二名	200210.4429	14.06%
	第三名	186925.1328	13.13%
	第四名	173999.6661	12.22%
	第五名	147646.0817	10.37%
	合计	1012567.636	71.12%

资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.4. 财务：2024 年营收 142.37 亿元、归母净利润 93022 万元

营收方面：2020-2024 年公司营收波动较大，2023 年营收达 251.19 亿元，2024 年营收 142.37 亿元，出现一定幅度下滑，主要系 2024 年锂电行业处于调整期，面临竞争加剧挑战，但公司仍守住核心业务基本盘，彰显出较强的经营韧性。尽管短期内国内市场竞争仍激烈，但全球化布局和技术储备为公司长期盈利修复提供了支撑。

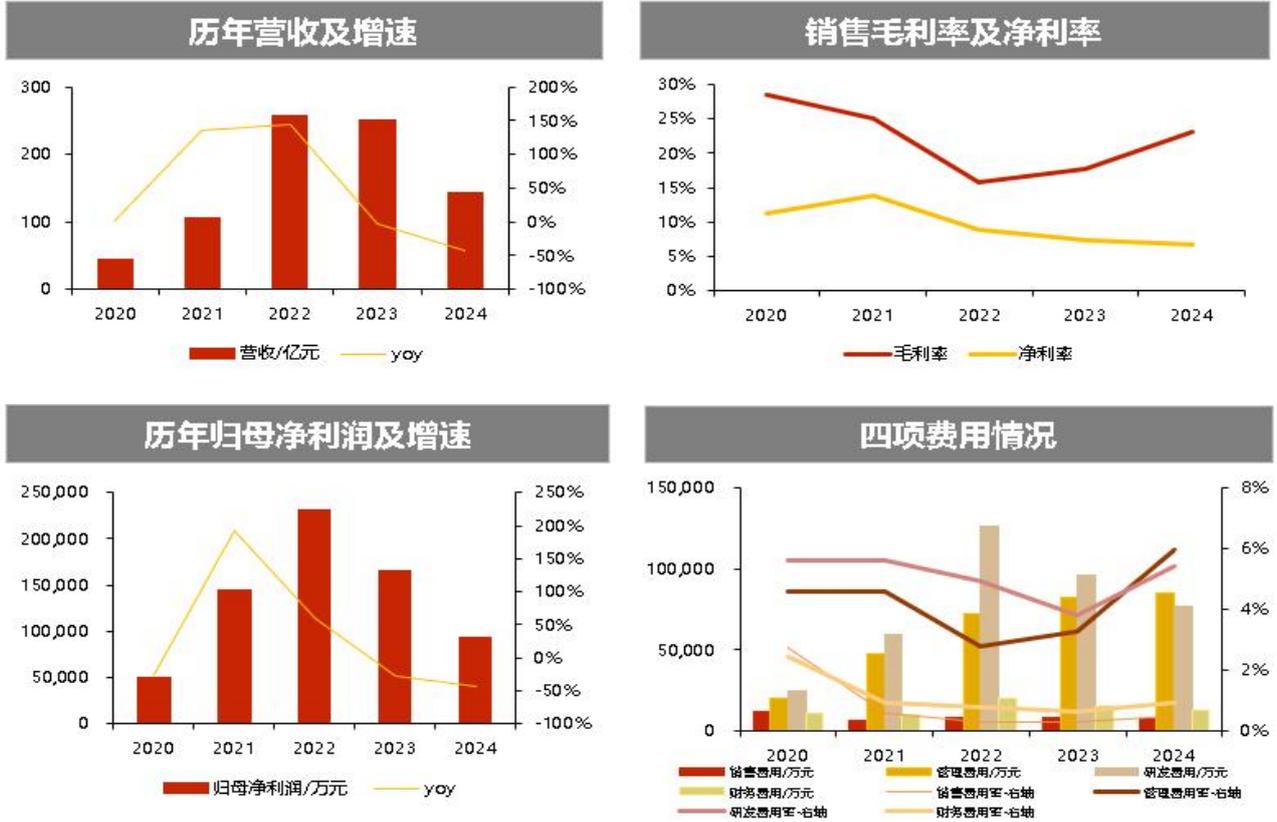
利润方面：公司归母净利润从 2020 年的 49451.38 万元增长至 2024 年的 93022.44 万元，2020-2024 年年均复合增长率为 17.11%。

盈利能力方面：2020-2024 年，公司毛利率和净利率波动较大，2022-2024 年毛利率逐年增长。

成本管控方面：2020–2024 年公司期间费用率分别为 15.38%、11.78%、8.84%、8.05%、12.81%，2020–2023 年期间费用占营业收入的比重逐年下降。

2025Q1 公司实现营收 33.92 亿元、归母净利润 17,647.78 万元。

图表 25：2024 年公司营收 142.37 亿元、归母净利润 93022 万元



资料来源：iFind、华源证券研究所

3. 公司市场竞争格局如何？未来存在哪些看点？

3.1. 资产：累计获得授权发明专利 442 项，2024 年负极材料产能利用率达 90%

坚持创新突破，持续推动电池材料创新升级。电池材料是新能源产业迭代的核心驱动力。贝特瑞依托二十余年技术积淀，聚焦新能源领域关键材料和前沿技术的开发，构建了覆盖材料设计、制备工艺、应用优化的全链条研发体系。公司打造了材料合成和工程化平台、计算模拟与仿真平台、应用开发平台、分析测试平台等一流研发平台，在锂离子电池、钠离子电池、固态电池、燃料电池、太阳能电池等主流及前沿电池技术路线进行材料解决方案的卡位布局和创新突破。公司同时与全球主流锂离子电池厂商建立密切的共同开发机制，实时触达前瞻性、多样化的电池客户需求，针对性地升级材料性能，以创新突破优化电池材料整体解决方案，确保公司保持领先的市场地位。**截至 2024 年底，公司累计获得授权的国内、国际专利 692 项，其中发明专利 442 项，主导及参与制定了包括 5 项国际标准、17 项国家标准及 4 项行业标准在内的多项标准。**研发成果获中国有色金属工业科学技术一等奖、北京市科学技术进步奖一等奖、深圳市科学技术进步奖一等奖等，同时公司挂牌了院士工作站、博士后工作站，并获得国家企业技术中心，获得多项 CNAS 实验室认证，还挂牌了其他多项省级或市级工程技术中心或实验室，并承担相关科研任务。

2022-2024 年，公司负极材料、正极材料的产能、产量整体均呈上升趋势，产能利用率较为波动。2023 年和 2024 年公司负极材料的产能利用率分别达 78.93%、90.41%，产能利用率同比上升。2023 年和 2024 年公司正极材料产能利用率分别达 64.83%、31.00%，产能利用率同比下滑。**截至 2024 年年末，公司负极材料、正极材料在建产能分别为 18.5 万吨、2 万吨。**

图表 26：2024 年公司负极材料产能利用率达 90.41%

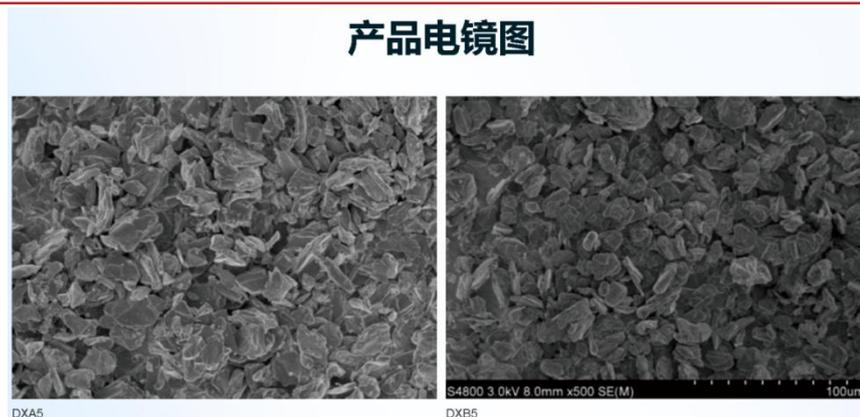
产品	项目	2022	2023	2024
负极材料	产能（吨）	328000	477500	501666.67
	产量（吨）	340480.16	376899.45	453535.39
	产能利用率	103.80%	78.93%	90.41%
	年末在建产能（吨）	145000	185000.00	185000.00
正极材料	产能（吨）	41333.33	63000	63000
	产量（吨）	33150.48	40841.60	19529.21
	产能利用率	80.20%	64.83%	31.00%
	年末在建产能（吨）	20000	20000	20000

资料来源：贝特瑞公告、华源证券研究所

3.2. 新品：发布了贝安 FLEX 半固态及 GUARD 全固态系列解决方案

（1）2024 年，公司成功开发**高压实、低膨胀快充型新硅碳负极**，并顺利通过头部电池厂商测试；CVD 硅碳产品获全球多家主流动力客户认可。当前固态电池主流搭配硅碳负极材料以提高电池的能量密度。

图表 27: 新型高容量硅基负极材料图例



资料来源: 贝特瑞官网、华源证券研究所

(2) 在快充负极材料领域, 公司创新推出 T 石墨负极产品, 兼具 6C 快充能力、超长循环寿命及高低温性能优势, 已向客户送样并获得客户高度认可。

(3) 在氢能与钠离子电池材料领域, 公司凭借自主研发能力, 推出了燃料电池扩散层、催化层等多款关键材料, 并已成功实现在氢燃料电池膜电极上的商业化应用; 公司在钠离子电池正负极领域均有布局, 具备了量产供货条件, 目前新推出的 BNS-O3B 钠离子电池正极材料, 比容量可达 150mAh/g, 压实密度大于 3.4g/cc, 材料性能与稳定性显著提升。

值得重点关注的是, 公司发布了贝安 FLEX 半固态及 GUARD 全固态系列高镍正极、硅基负极、固态电解质、锂碳复合负极等材料, 为下一代电池技术提供“高能量+高安全”材料解决方案。

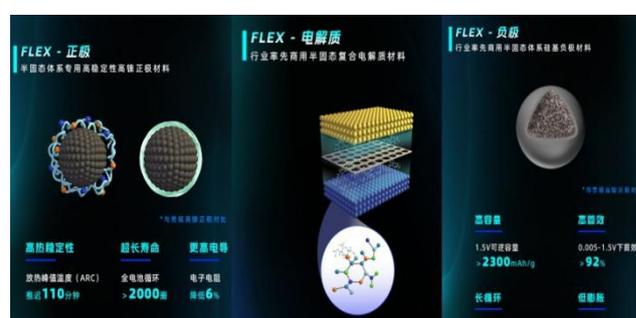
在贝安 FLEX 系列半固态电池体系中, 高镍正极材料相比同等镍含量三元材料电阻可降低 6%; 硅基负极材料克容量可到 2,300mAh/g, 两者搭配实现更高容量、更安全可靠的解决方案。电解质方面采用聚合物电解质与氧化物电解质的复合方案, 将聚合物的韧性与氧化物的热安全性结合。在零下 10°C 条件下, 相比液态电池, 电芯内阻降低 10%, 同时针刺安全性可提升 80%。

图表 28: 贝特瑞贝安 FLEX 半固态解决方案示意图



资料来源: 贝特瑞官网、华源证券研究所

图表 29: 贝特瑞贝安 FLEX 正极、负极和电解质情况



资料来源: 贝特瑞官网、华源证券研究所

在贝安 GUARD 系列全固态电池体系中, 推出超高镍型正极和富锂锰型正极材料, 匹配高能量密度的需求; 对固态电解质层, 开发的硫化物电解质材料离子电导率超过

10mS/cm，而应用于极片层的硫化物材料，颗粒度可控制在 500nm 以下；同时，开发行业内首款匹配全固态电池**锂碳复合负极**使用的高性能三维骨架结构材料，具备低体积膨胀、长循环寿命、高输出功率密度。

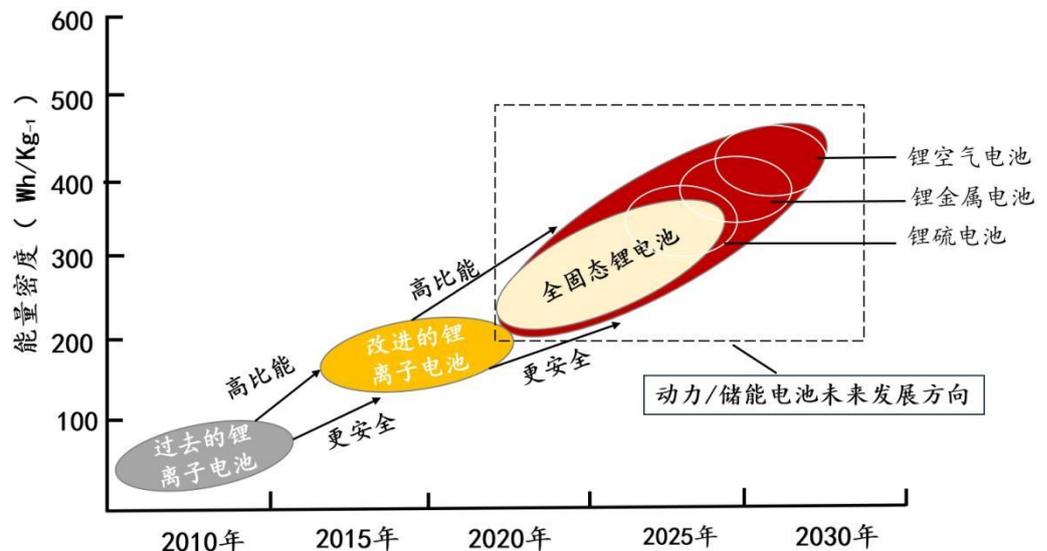
图表 30：贝特瑞贝安 GUARD 正极、负极和电解质情况



资料来源：贝特瑞官网、华源证券研究所

参考新能网（观研天下）信息，锂离子电池问世以来，推进了可移动电子设备的规模化应用，推动社会朝着智能化和清洁化方向发展。当前的液态锂离子电池体系，逐步发展到了本身材料体系所能达到的瓶颈：1）能量密度难以突破 350Wh/kg 的极限；2）有机物液态电解质带来的安全性问题；3）电池服役过程中电解液的挥发、干涸、泄露等现象，影响电池寿命。液体电解质成为锂离子电池进一步发展的一大制约因素。采用固态电解质代替液体电解质，有望使用更高比容量的正、负极材料，同时可较好解决电池的安全性问题，是获得高能量密度、安全性和长循环寿命的全固态锂电池的根本途径。因此固态电池有望成为锂离子电池升级的方向。

图表 31：固态电池有望成为锂离子电池升级的方向



资料来源：新能网（观研天下）、华源证券研究所

参考《2024 固态锂电池技术发展白皮书》太蓝新能源等信息，**丰田汽车公司已明确将硫化物技术路线作为其核心战略**，并在此领域积累了超过 1000 项全固态电池技术的专利，稳居全球领先地位。丰田规划在 2027 年或 2028 年实现这一前沿技术的商业化应用。**三星 SDI**

正致力于研发一款融合了 NCA 高镍技术与高效硫化物固态电解质的全固态电池，设定了 2027 年为该款的量产起点，预计其能量密度为 900Wh/L。Solid Power 公司成功研制出能量密度为 320Wh/kg 的硫化物基固态电池技术产品，2022 年实现了 20Ah 固态电池的量产，并已成功向宝马汽车公司交付了固态电池样品。Factorial Energy 公司推出基于硫化物的全固态电池，其 EUCAR 安全等级为 2 级，并能在超过 90° C 工作温度下保持稳定。

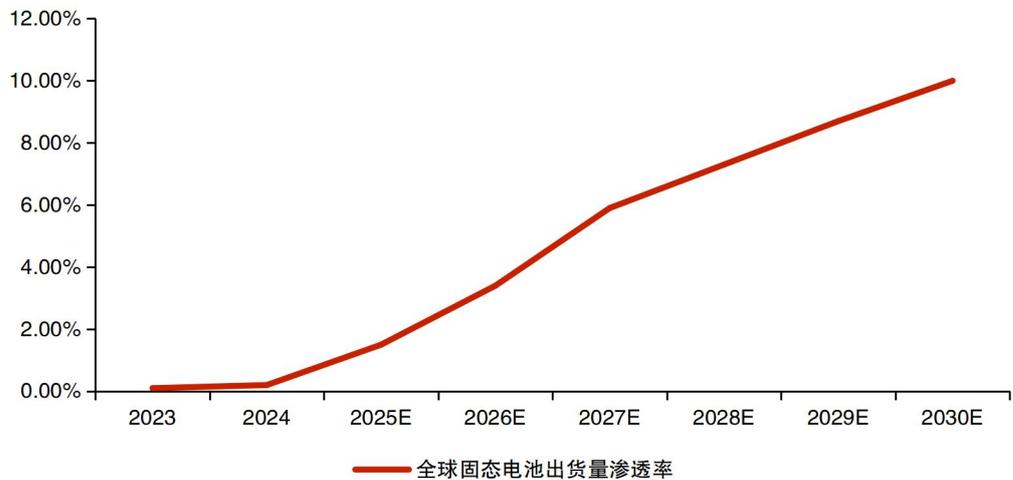
图表 32：硫化物基全固态电池的产业化进程

企业	能量密度	技术路线	固态电池布局及产业化进程
宁德时代		硫化物	有望在 2027 年实现固态电池的小批量生产
比亚迪	350-400 Wh/kg	硫化物	预计 2027 年将小批量生产固态电池
丰田		硫化物	预计 2027 年或 2028 年大规模量产固态电池
三星		聚合物/硫化物	计划在 2027 年量产全固态电池
SK On	380-500 Wh/kg	硫化物	计划 2026 年生产试验原型，2029 年实现商业化
Solid Power	320 Wh/kg	硫化物	预计 2026 年开始量产

资料来源：《2024 固态锂电池技术发展白皮书》太蓝新能源等、华源证券研究所

固态电池仍处于初期，市场渗透率低。根据中商产业研究院数据，2023 年全球固态电池渗透率约为 0.1%，2024 年渗透率约为 0.2%，预测到 2030 年固态电池技术或将进入商业化阶段，渗透率或将达 10%。

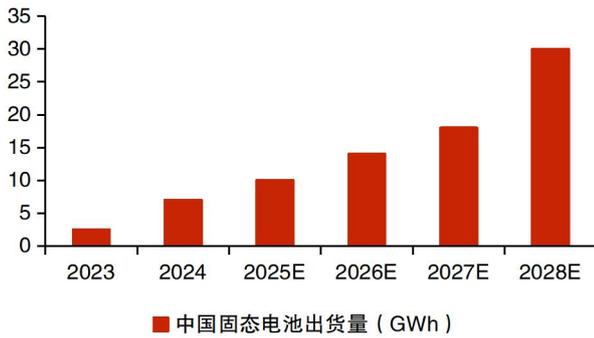
图表 33：中商产业研究院预测全球固态电池渗透率到 2030 年或将达 10%



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

根据 GGII、中商产业研究院数据，出货量方面，2024 年中国固态电池出货量约 7GWh，预计 2027 年或将达到 18GWh，2028 年或将达到 30GWh；规模方面，2023 年中国固态电池的市场空间达到约 10 亿元，预计 2025 年中国固态电池市场空间或将达到 29 亿元。

图表 34：预计 2027 年中国固态电池出货量将达到 18GWh



图表 35：2023 年中国固态电池的市场空间达到约 10 亿元



资料来源：GGII、中商产业研究院、华源证券研究所

资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

3.3. 可比公司：包括璞泰来、杉杉股份、德方纳米、容百科技等

3.3.1. 负极：2018-2024 年贝特瑞负极材料中国市场份额持续第一

贝特瑞是锂离子电池正负极材料领军企业，综合公司的经营情况、市场地位、技术实力、衡量核心竞争力等指标，**负极业务主要同行业公司包括璞泰来、杉杉股份、翔丰华、凯金能源、中科电气**。根据 EVTank 数据，2024 年贝特瑞以超过 20% 的市场份额排名第一，上海杉杉排名第二。出货量前十企业的门槛上升至 6.0 万吨。中晟新材取代金汇能进入前十，翔丰华由 2023 年的第七名下滑至第十名。

图表 36：负极业务主要同行业公司包括璞泰来、杉杉股份等

简称	主要负极材料产品
璞泰来	人造石墨负极材料
杉杉股份	人造石墨负极材料、硅基负极材料
翔丰华	天然石墨负极材料、人造石墨负极材料
凯金能源	人造石墨和复合石墨等锂离子电池负极材料
中科电气	人造石墨负极材料
贝特瑞	人造石墨负极材料、天然石墨负极材料、硅基负极材料

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

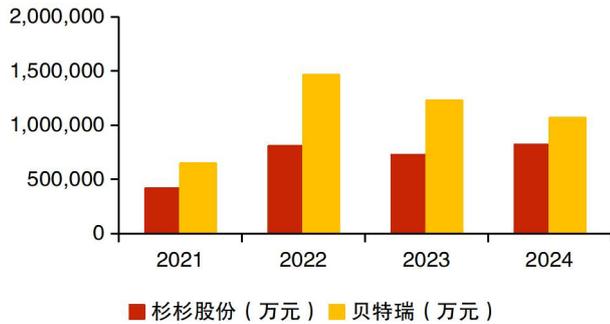
图表 37：2018-2024 年贝特瑞负极材料中国市场份额持续第一

2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024	
排序	企业名称												
1	贝特瑞												
2	上海杉杉	2	上海杉杉	2	江西紫宸	2	上海杉杉	2	上海杉杉	2	上海杉杉	2	上海杉杉
3	江西紫宸	3	江西紫宸	3	上海杉杉	3	江西紫宸	3	江西紫宸	3	江西紫宸	3	中科星城
4	东莞凯金	4	东莞凯金	4	东莞凯金	4	东莞凯金	4	中科星城	4	中科星城	4	尚太科技
5	翔丰华	5	中科星城	5	中科星城	5	尚太科技	5	东莞凯金	5	尚太科技	5	凯金新能源
6	中科星城	6	翔丰华	6	尚太科技	6	中科星城	6	尚太科技	6	东莞凯金	6	江西紫宸
7	江西正拓	7	尚太科技	7	翔丰华	7	翔丰华	7	翔丰华	7	翔丰华	7	广东东岛
8	深圳斯诺	8	江西正拓	8	深圳鑫茂	8	广东东岛	8	广东东岛	8	广东东岛	8	河北坤天
9	瑞富特	9	荣炭电子	9	江西正拓	9	深圳鑫茂	9	河北坤天	9	河北坤天	9	中晟新材
10	洛阳月星	10	洛阳月星	10	瑞富特	10	洛阳月星	10	金汇能	10	金汇能	10	翔丰华

资料来源：EVTank、华源证券研究所

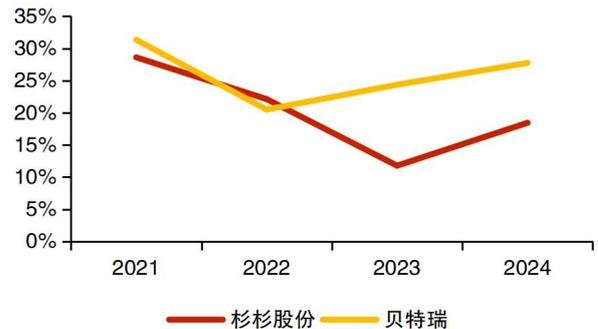
营收对比：2021-2024 年贝特瑞负极材料营业收入持续高于杉杉股份，2024 年贝特瑞负极材料营收以 1069240 万元领先于杉杉股份的 819645 万元，规模优势明显。**盈利能力对比：**2024 年贝特瑞负极材料毛利率为 27.76%，杉杉股份负极材料毛利率为 18.45%。

图表 38：2024 年杉杉股份负极材料营收达 819645 万元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 39：2024 年杉杉股份负极材料毛利率 18.45%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3.3.2. 正极：2024 年我国磷酸铁锂、三元正极出货第一分别为湖南裕能、容百科技

贝特瑞正极业务主要同行业公司包括杉杉能源、当升科技、德方纳米、容百科技等。贝特瑞主要正极材料产品包括三元正极材料；杉杉能源主要正极材料产品包括钴酸锂正极材料、三元正极材料、锰酸锂正极材料；当升科技主要正极材料产品包括多元正极材料、钴酸锂正极材料、锰酸锂正极材料、多元材料前驱体；德方纳米主要正极材料产品为磷酸铁锂正极材料；容百科技主要正极材料产品为三元正极材料。

图表 40：正极业务主要同行业公司包括杉杉能源、当升科技等

简称	主要正极材料产品
杉杉能源	钴酸锂正极材料、三元正极材料、锰酸锂正极材料
当升科技	多元正极材料、钴酸锂正极材料、锰酸锂正极材料、多元材料前驱体
德方纳米	磷酸铁锂正极材料
容百科技	三元正极材料
贝特瑞	三元正极材料

资料来源：贝特瑞招股书、华源证券研究所

根据 EVTank 数据，2024 年磷酸铁锂正极材料企业湖南裕能以接近 30% 的市场份额排名我国磷酸铁锂正极材料出货量第一，三元正极材料企业容百科技以接近 20% 的市场份额排名中国三元材料出货量第一。2024 年磷酸铁锂材料企业出货量前十的企业包括湖南裕能、德方纳米、万润能源、龙蟠科技、友山科技、江西升华、国轩高科、金堂时代、北大先行和融通高科。2024 年三元材料企业出货量前十的企业包括容百科技、南通瑞翔、广东邦普、厦钨新能、天津巴莫、五矿新能、当升科技、宜宾锂宝、贵州振华和贝特瑞。

图表 41：2024 年湖南裕能为我国磷酸铁锂正极出货第一



资料来源：EVTank、华源证券研究所

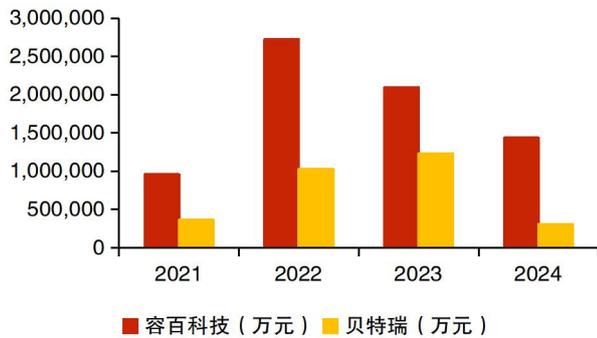
图表 42：2024 年容百科技为我国三元正极材料出货第一



资料来源：EVTank、华源证券研究所

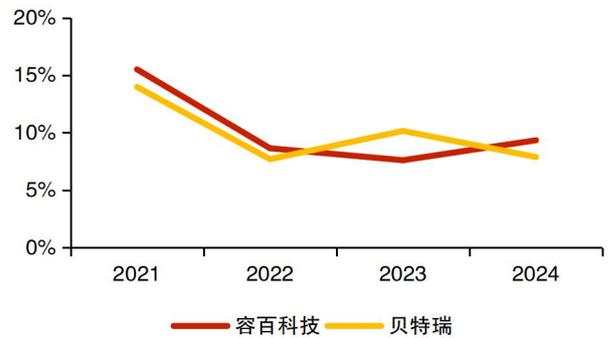
营收对比：2021-2024 年贝特瑞正极材料营业收入持续低于容百科技，2024 年贝特瑞正极材料业务营收 307947 万元，容百科技的三元正极材料业务营收 1435670 万元。**盈利能力对比：**2024 年贝特瑞正极材料毛利率为 7.88%，容百科技三元正极材料业务毛利率为 9.34%。

图表 43：2024 年容百科技三元正极营收 1435670 万元



资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 44：2024 年容百科技三元正极毛利率为 9.34%



资料来源：iFind、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司产业链并购整合、海外基地建设及全球化布局带来的积极预期，我们假设如下：

(1) 负极材料：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+13%/+18%/+16%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 120.82/142.57/165.38 亿元；

(2) 正极材料：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+10%/+21%/+20%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 33.87/40.99/49.19 亿元；

(3) 天然鳞片石墨：预计收入稳定增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+5%/+5%/+5%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 0.41/0.43/0.45 亿元；

(4) 其他品种：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+50%/+40%/+30%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 3.62/5.06/6.58 亿元。

图表 45：贝特瑞主要业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
负极材料（百万元）	12082.42	14257.25	16538.41
同比	13.00%	18.00%	16.00%
正极材料（百万元）	3387.42	4098.77	4918.53
同比	10.00%	21.00%	20.00%
天然鳞片石墨（百万元）	40.85	42.89	45.04
同比	5.00%	5.00%	5.00%
其他品种（百万元）	361.76	506.47	658.41
同比	50.00%	40.00%	30.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 11.67、14.53 和 17.96 亿元，对应 PE 为 25.2、20.2、16.4 倍。公司以“成为新能源材料领域全球领先企业”为目标，聚焦锂电负极、正极及新型材料研发生产，通过产业链并购整合、海外基地建设及全球化布局构建产业生态。此外，公司围绕固态电池领域发布了贝安 FLEX 半固态及 GUARD 全固态系列高镍正极、硅基负极、固态电解质、锂碳复合负极等材料，全力布局固态电池解决方案业务。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 46：贝特瑞可比公司估值表（截至 20250829）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
璞泰来	603659.SH	22.42	478.98	1.14	1.40	1.71	19.7	16.0	13.1
尚太科技	001301.SZ	60.31	157.31	3.96	5.15	6.37	15.2	11.7	9.5
容百科技	688005.SH	24.73	176.75	0.99	1.39	1.77	25.0	17.8	14.0
均值				2.03	2.65	3.28	20.0	15.2	12.2
贝特瑞	835185.BJ	26.09	294.12	1.03	1.29	1.59	25.2	20.2	16.4

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；贝特瑞盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧的风险：近年来，由于锂电池行业的发展前景较好，产业资本加大对该领域的投入。随着市场新增产能的陆续释放、产品价格的下降及下游需求增速放缓，市场竞争日趋加剧可能会影响公司的盈利水平。

原材料价格波动风险：公司营业收入主要来自锂离子电池负极材料和正极材料产品的销售。公司主要原材料包括鳞片石墨、焦类原材料、锂盐类原材料、正极材料前驱体等价格波动对公司营业成本影响较大。如果原材料价格持续上涨，并且成本上涨压力不能全部转移到下游，将影响公司盈利水平。

汇率变动风险：在国际业务方面，公司主要采用美元计价结算，加上国际客户的回款需要一定的期限，从而形成外币类应收账款，因此人民币汇率波动会对公司的外币资产产生汇兑损益，进而影响公司经营业绩。由于公司目前国外销售收入仍保持较高比例，如果人民币汇率波动幅度增大，将会对公司的经营业务产生一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,116	2,877	3,984	5,526
应收票据及账款	5,179	5,822	6,399	6,572
预付账款	192	207	235	263
其他应收款	84	88	99	110
存货	3,344	3,575	4,040	4,255
其他流动资产	1,984	2,033	2,201	2,329
流动资产总计	13,899	14,602	16,959	19,056
长期股权投资	303	342	356	384
固定资产	12,214	13,075	14,189	15,716
在建工程	3,409	3,872	2,736	1,600
无形资产	1,123	1,145	1,169	1,193
长期待摊费用	167	179	187	187
其他非流动资产	2,232	2,431	2,370	2,306
非流动资产合计	19,448	21,044	21,006	21,387
资产总计	33,347	35,646	37,965	40,443
短期借款	1,556	1,676	1,737	1,757
应付票据及账款	6,836	7,135	7,657	8,252
其他流动负债	2,632	2,832	3,074	3,205
流动负债合计	11,023	11,642	12,468	13,214
长期借款	6,112	6,915	7,318	7,702
其他非流动负债	1,817	1,817	1,817	1,817
非流动负债合计	7,928	8,732	9,135	9,519
负债合计	18,952	20,374	21,603	22,733
股本	1,127	1,127	1,127	1,127
资本公积	3,938	3,938	3,938	3,938
留存收益	7,162	7,993	9,029	10,310
归属母公司权益	12,227	13,059	14,095	15,375
少数股东权益	2,168	2,212	2,267	2,335
股东权益合计	14,395	15,271	16,362	17,711
负债和股东权益合计	33,347	35,646	37,965	40,443

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	946	1,098	1,338	1,679
折旧与摊销	1,019	1,184	1,357	1,573
财务费用	130	190	205	210
投资损失	-108	-110	-76	-122
营运资金变动	-1,211	-464	-490	163
其他经营现金流	477	306	294	321
经营性现金净流量	1,253	2,204	2,626	3,823
投资性现金净流量	-4,658	-2,842	-1,361	-1,961
筹资性现金净流量	1,748	399	-158	-321
现金流量净额	-1,650	-239	1,107	1,542

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,237	16,061	19,098	22,357
营业成本	10,960	12,428	14,746	17,257
税金及附加	110	124	147	172
销售费用	72	100	115	125
管理费用	849	851	1,012	1,163
研发费用	772	851	1,050	1,207
财务费用	130	190	205	210
资产减值损失	-266	-225	-248	-246
信用减值损失	7	7	8	10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	108	110	76	122
公允价值变动损益	-230	-171	-91	-100
资产处置收益	-2	-2	-2	-2
其他收益	188	200	219	202
营业利润	1,149	1,436	1,786	2,209
营业外收入	3	6	7	5
营业外支出	8	10	8	9
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,144	1,433	1,784	2,205
所得税	197	222	276	341
净利润	946	1,211	1,508	1,864
少数股东损益	16	44	55	68
归属母公司股东净利润	930	1,167	1,453	1,796
EPS(元)	0.83	1.03	1.29	1.59

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-43.32%	12.81%	18.91%	17.06%
营业利润增长率	-48.75%	25.01%	24.35%	23.70%
归母净利润增长率	-43.76%	25.42%	24.52%	23.63%
经营现金流增长率	-76.17%	75.91%	19.14%	45.58%
盈利能力				
毛利率	23.02%	22.62%	22.79%	22.81%
净利率	6.65%	7.54%	7.89%	8.34%
ROE	7.61%	8.93%	10.31%	11.68%
ROA	2.79%	3.27%	3.83%	4.44%
估值倍数				
P/E	31.62	25.21	20.25	16.38
P/S	2.07	1.83	1.54	1.32
P/B	2.41	2.25	2.09	1.91
股息率	1.52%	1.14%	1.42%	1.75%
EV/EBITDA	12	13	11	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。