

负极业绩高速增长，电池新材料持续推进

2025 年 08 月 30 日

➤ **事件。**公司发布 2025 年半年报，25 年 H1 实现营收 78.38 亿元，同比+11.36%，实现归母净利润 4.79 亿元，同比-2.88%，扣非后归母净利润 4.30 亿元，同比-19.53%。

➤ **Q2 业绩拆分。营收和净利：**公司 2025Q2 营收 44.46 亿元，同比+26.69%，环比+31.09%，归母净利润为 3.02 亿元，同比+10.11%，环比+71.19%，扣非后归母净利润为 2.67 亿元，同比-4.84%，环比+63.90%。**毛利率：**2025Q2 毛利率为 22.46%，同比+0.93pcts，环比-0.32pct。**净利率：**2025Q2 净利率为 8.47%，同比+0.55pct，环比+2.24pct。**费用率：**公司 2025Q2 期间费用率为 12.59%，同比-2.16pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.40%、4.63%、4.66%、2.90%，同比变动-0.04pct、-1.16pct、-1.05pcts 和+0.09pcts。

➤ **负极销量持续高增，人造石墨销量创新高。**截至 25 年 6 月 30 日，公司已投产负极材料和正极材料产能分别为 57.5 万吨/年、7.3 万吨/年。2025 年 H1，公司**负极材料**销量超过 26 万吨，同比增长 32.83%，负极实现营业收入 62.79 亿元，同比上升 21.23%，主要系公司成本管控成效显著的影响；其中**人造石墨**销量超过 22 万吨，同比增长 46.23%，创历史新高。**正极材料**销量超过 1 万吨，同比增长 4.30%，正极营业收入 14.18 亿元，同比下降 10.68%，主要系受到市场竞争激烈、产品销售价格下行的影响。

➤ **积极布局新技术，提升产品竞争力。**固态电池材料方面，公司已开发行业内首款匹配全固态电池的**锂碳复合负极材料**，具备低体积膨胀、长循环寿命等优势；公司**硫化物固态电解质产品**粒度已达 500nm 以下，能满足客户应用需求。**半固态电池材料领域**，公司**氧化物电解质产品**获得百吨级订单，匹配**电芯装机量超过 1GWh**，实现固态电池产业化又一里程碑。此外，公司新开发的**CVD 硅碳用多孔碳**也正式进入中试阶段。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现营收 165.53、220.13 和 288.79 亿元，同比增速分别为 16.3%、33.0%和 31.2%；归母净利润分别为 11.02、16.78 和 22.00 亿元，同比增速分别为 18.5%、52.2%和 31.1%。2025 年 8 月 29 日现价对应的 PE 分别为 27、18、13 倍。考虑到公司业绩走势向好，技术创新能力突出，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**美国政策提高贸易壁垒风险；行业竞争加剧风险；上游原材料涨幅超预期风险；应收账款回款风险；汇率变动风险

推荐

维持评级

当前价格：

26.09 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 席子屹

执业证书：S0100524070007

邮箱：xiziyi@glms.com.cn

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@glms.com.cn

相关研究

1.贝特瑞 (835185.BJ) 2024 年年报点评：全球化布局持续深化，新技术多点开花-2025/04/16

2.贝特瑞 (835185.BJ) 2024 年半年报点评：海外项目积极推进，股份回购彰显信心-2024/08/31

3.贝特瑞 (835185.BJ) 2023 年年报点评：负极业务龙头地位稳固，新材料增量可期-2024/04/16

4.贝特瑞 (835185.BJ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，正负极产能持续释放-2023/09/03

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,237	16,553	22,013	28,879
增长率 (%)	-43.3	16.3	33.0	31.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	930	1,102	1,678	2,200
增长率 (%)	-43.8	18.5	52.2	31.1
每股收益 (元)	0.83	0.98	1.49	1.95
PE	32	27	18	13
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,237	16,553	22,013	28,879
营业成本	10,960	12,993	17,193	22,818
营业税金及附加	110	99	132	173
销售费用	72	66	88	116
管理费用	849	795	1,057	1,386
研发费用	772	811	1,101	1,415
EBIT	1,471	2,036	2,745	3,363
财务费用	130	336	396	383
资产减值损失	-266	-128	-141	-150
投资收益	108	33	44	58
营业利润	1,149	1,605	2,252	2,888
营业外收支	-5	-5	-6	-7
利润总额	1,144	1,600	2,246	2,881
所得税	197	272	382	490
净利润	946	1,328	1,864	2,391
归属于母公司净利润	930	1,102	1,678	2,200
EBITDA	2,489	3,182	4,091	4,911

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,116	2,578	3,642	5,763
应收账款及票据	4,175	5,049	5,483	6,001
预付款项	192	260	344	456
存货	3,344	4,143	4,569	4,851
其他流动资产	3,073	2,966	3,269	3,650
流动资产合计	13,899	14,996	17,307	20,722
长期股权投资	303	303	303	303
固定资产	11,882	12,853	13,548	14,143
无形资产	1,123	1,123	1,122	1,120
非流动资产合计	19,448	20,233	20,633	20,831
资产合计	33,347	35,229	37,940	41,553
短期借款	1,556	1,556	1,556	1,556
应付账款及票据	6,836	6,763	7,772	9,065
其他流动负债	2,632	890	1,179	1,559
流动负债合计	11,023	9,209	10,507	12,179
长期借款	5,840	8,340	8,340	8,340
其他长期负债	2,089	2,407	2,407	2,407
非流动负债合计	7,928	10,746	10,746	10,746
负债合计	18,952	19,955	21,253	22,926
股本	1,127	1,127	1,127	1,127
少数股东权益	2,168	2,394	2,580	2,772
股东权益合计	14,395	15,273	16,687	18,627
负债和股东权益合计	33,347	35,229	37,940	41,553

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-43.32	16.27	32.98	31.19
EBIT 增长率	-44.29	38.42	34.84	22.50
净利润增长率	-43.76	18.51	52.21	31.10
盈利能力 (%)				
毛利率	23.02	21.51	21.90	20.99
净利润率	6.53	6.66	7.62	7.62
总资产收益率 ROA	2.79	3.13	4.42	5.29
净资产收益率 ROE	7.61	8.56	11.90	13.87
偿债能力				
流动比率	1.26	1.63	1.65	1.70
速动比率	0.77	0.94	1.00	1.11
现金比率	0.28	0.28	0.35	0.47
资产负债率 (%)	56.83	56.65	56.02	55.17
经营效率				
应收账款周转天数	106.90	110.00	90.00	75.00
存货周转天数	111.37	120.00	100.00	80.00
总资产周转率	0.45	0.48	0.60	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.83	0.98	1.49	1.95
每股净资产	10.85	11.42	12.51	14.06
每股经营现金流	1.11	0.85	3.24	4.16
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
估值分析				
PE	32	27	18	13
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.90	11.66	9.07	7.55
股息收益率 (%)	1.53	1.53	1.53	1.53

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	946	1,328	1,864	2,391
折旧和摊销	1,019	1,146	1,346	1,548
营运资金变动	-1,183	-1,910	-96	217
经营活动现金流	1,253	955	3,650	4,694
资本开支	-3,438	-2,230	-1,752	-1,753
投资	-1,222	0	0	0
投资活动现金流	-4,658	-1,840	-1,708	-1,695
股权募资	432	0	0	0
债务募资	2,994	841	0	0
筹资活动现金流	1,748	347	-878	-878
现金净流量	-1,650	-538	1,064	2,121

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048