

公司研究

负极产销两旺，固态电池材料布局全面

——贝特瑞（835185.BJ）2025 年半年报点评

要点

事件：公司25H1营业收入为78.38亿元，同比增长11%；实现归母净利润4.79亿元，同比下降3%；实现扣非归母净利润4.30亿元，同比下降20%。

25Q2业绩稳健：公司25Q2营业收入44.46亿元，同比增长27%，环比增长31%；归母净利润3.02亿元，同比增长10%，环比增长71%；扣非归母净利润2.67亿元，同比下降5%，环比增长64%。

负极需求增长，价格企稳：公司25H1负极材料收入为62.79亿元，同比增长 21%，受益于下游动力储能锂电需求增长，毛利率为25.59%，同比下降0.58pcts。截至25年中，公司已投产负极材料产能为57.5万吨/年，25H1销量超过26万吨,同比增长32.83%。25H1负极价格2.4万元/吨，环比24H2增长2%，价格低位企稳。

正极材料毛利率提升：公司25H1正极材料收入为14.18亿元，同比下降11%，主要由于海外动力客户需求低迷，毛利率为11.70%，同比增长5.72pcts，主要由于公司降本增效。截至25年中公司已投产正极材料产能为7.3万吨/年，25H1销量超过1万吨，同比增长4.30%。25H1正极价格14.2万元/吨，环比24H2增长2%。

印尼负极产能辐射欧美：海外印尼基地年产8万吨负极材料项目（一期）已建成，印尼基地年产8万吨负极材料项目（二期）正在建设中。公司在摩洛哥也布局了正极材料5万吨/年和负极材料6万吨/年的产能，正在稳步推进中。

全固态/半固态电池材料布局全面：公司开发了匹配全固态电池的锂碳复合负极材料，具有多孔复合骨架结构，具备低体积膨胀、长循环寿命等优势，已获客户技术认可；硫化物固态电解质产品粒度达到500nm以下，其离子导率及所制备电芯的循环性能达到客户应用需求。公司氧化物电解质产品应用于隔膜涂覆、集流体涂覆，获得动力、3C等领域新客户技术认可和批量供应，获得百吨级订单，匹配电芯装机量超过1GWh；聚合物电解质与两家客户达成战略合作，获得吨级订单。此外，公司新开发的CVD硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。

盈利预测、估值与评级：维持 25-27 年归母净利润预测 12.74/16.28/18.60 亿元，当前股价对应 PE 23/18/16X。公司负极产能规模领先，海外产能布局具有优势，龙头地位稳固，硅基负极等新技术领先，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期、原材料价格波动、产能消化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	25,119	14,237	16,687	18,827	21,053
营业收入增长率	-2.18%	-43.32%	17.21%	12.82%	11.82%
归母净利润（百万元）	1,654	930	1,274	1,628	1,860
归母净利润增长率	-28.39%	-43.76%	36.98%	27.76%	14.24%
EPS（元）	1.50	0.83	1.13	1.44	1.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.29%	7.61%	9.76%	11.52%	12.10%
P/E	17	32	23	18	16
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29；23 年股本 11.05 亿股，24 年及以后股本 11.27 亿股

增持（维持）

当前价：26.09 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebscn.com

分析师：陈无忌

执业证书编号：S0930522070001

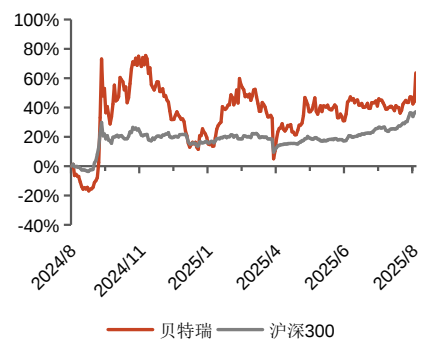
021-52523693

chenwuji@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.27
总市值(亿元):	294
一年最低/最高(元):	13.45/32.00
近 3 月换手率:	43.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.52	-9.40	26.43
绝对	17.84	15.96	63.62

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,119	14,237	16,687	18,827	21,053
营业成本	20,683	10,960	12,839	14,312	16,047
折旧和摊销	660	871	1,160	1,337	1,479
税金及附加	115	110	128	145	162
销售费用	80	72	76	76	75
管理费用	822	849	979	1,095	1,203
财务费用	162	130	286	369	409
研发费用	958	772	888	993	1,089
投资收益	-84	108	-30	0	30
营业利润	2,241	1,149	1,565	1,993	2,273
利润总额	2,244	1,144	1,559	1,987	2,267
所得税	404	197	269	343	391
净利润	1,840	946	1,290	1,644	1,876
少数股东损益	186	16	16	16	16
归属母公司净利润	1,654	930	1,274	1,628	1,860
EPS(元)	1.50	0.83	1.13	1.44	1.65

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5260	1253	2385	3269	3737
净利润	1654	930	1274	1628	1860
折旧摊销	660	871	1160	1337	1479
净营运资金增加	-1198	-167	831	1048	1108
其他	4145	-381	-880	-744	-709
投资活动产生现金流	-2944	-4658	-2838	-2551	-2536
净资本支出	-2444	-3438	-2550	-2550	-2550
长期投资变化	466	303	14	-1	-16
其他资产变化	-966	-1522	-302	0	30
融资活动现金流	-1878	1748	508	254	-80
股本变化	377	22	0	0	0
债务净变化	-1804	2820	1245	1173	948
无息负债变化	-2312	497	1181	665	756
净现金流	412	-1650	55	971	1121

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	17.7%	23.0%	23.1%	24.0%	23.8%
EBITDA 率	15.1%	20.0%	19.2%	20.3%	20.2%
EBIT 率	12.2%	13.5%	12.2%	13.2%	13.1%
税前净利润率	8.9%	8.0%	9.3%	10.6%	10.8%
归母净利润率	6.6%	6.5%	7.6%	8.6%	8.8%
ROA	6.3%	2.8%	3.5%	4.2%	4.4%
ROE (摊薄)	14.3%	7.6%	9.8%	11.5%	12.1%
经营性 ROIC	12.9%	7.6%	6.9%	7.7%	7.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	57%	58%	59%	59%
流动比率	1.24	1.26	1.27	1.34	1.43
速动比率	1.01	0.96	0.94	1.01	1.09
归母权益/有息债务	1.86	1.35	1.27	1.23	1.24
有形资产/有息债务	4.45	3.49	3.38	3.29	3.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	29,385	33,347	36,613	39,544	42,505
货币资金	4,753	3,116	3,170	4,142	5,263
交易性金融资产	200	126	136	147	159
应收账款	4,143	4,170	5,206	5,514	5,764
应收票据	216	5	6	6	7
其他应收款 (合计)	73	84	99	112	125
存货	2,581	3,344	4,026	4,320	4,667
其他流动资产	1,862	2,862	2,985	3,092	3,203
流动资产合计	13,866	13,899	15,788	17,512	19,388
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	466	303	287	286	300
固定资产	9,088	11,882	13,957	14,717	15,426
在建工程	2,752	3,409	2,727	3,181	3,545
无形资产	1,146	1,123	1,135	1,146	1,157
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	584	1,220	1,220	1,220	1,220
非流动资产合计	15,519	19,448	20,825	22,032	23,116
总负债	15,634	18,952	21,378	23,215	24,919
短期借款	1,173	1,556	1,550	1,473	1,170
应付账款	5,627	5,671	6,771	7,405	8,142
应付票据	1,694	1,165	1,493	1,522	1,546
预收账款	0	1	2	2	2
其他流动负债	2	5	0	0	0
流动负债合计	11,199	11,023	12,477	13,065	13,518
长期借款	3,000	5,840	7,090	8,340	9,590
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	693	1,621	1,621	1,621	1,621
非流动负债合计	4,435	7,928	8,901	10,151	11,401
股东权益	13,750	14,395	15,235	16,329	17,586
股本	1,105	1,127	1,127	1,127	1,127
公积金	4,018	4,351	4,478	4,502	4,502
未分配利润	6,448	6,917	7,613	8,667	9,907
归属母公司权益	11,571	12,227	13,051	14,128	15,369
少数股东权益	2,179	2,168	2,184	2,200	2,217

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.32%	0.51%	0.46%	0.41%	0.36%
管理费用率	3.27%	5.97%	5.87%	5.82%	5.72%
财务费用率	0.64%	0.91%	1.71%	1.96%	1.94%
研发费用率	3.82%	5.42%	5.32%	5.27%	5.17%
所得税率	18%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.40	0.40	0.49	0.55	0.54
每股经营现金流	4.76	1.11	2.12	2.90	3.32
每股净资产	10.47	10.85	11.58	12.53	13.63
每股销售收入	22.74	12.63	14.80	16.70	18.67

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	32	23	18	16
PB	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.4	14.9	13.6	11.7	10.8
股息率	1.5%	1.5%	1.9%	2.1%	2.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP