

贝特瑞 (835185.BJ)

2025 年 09 月 02 日

投资评级：增持（维持）

固态电池材料突破引领新增长，2025H1 负极销量高增 33% 盈利企稳
——北交所信息更新

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/9/1
当前股价(元)	26.96
一年最高最低(元)	32.00/13.45
总市值(亿元)	303.93
流通市值(亿元)	299.03
总股本(亿股)	11.27
流通股本(亿股)	11.09
近 3 个月换手率(%)	45.89

北交所研究团队

● 2025H1 实现营收 78.38 亿元+11.36%，维持“增持”评级

贝特瑞公布半年报，2025H1 实现营收 78.38 亿元，同比增长 11.36%；实现归母净利润 4.79 亿元，同比减少 2.88%。考虑到贝特瑞整体实现营收增长，正极材料毛利率提升，且新产能建设持续推进海外布局落地，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年贝特瑞实现归母净利润 11.89/16.71/20.02 亿元，对应 EPS 为 1.05/1.48/1.78 元，当前股价对应 PE 为 25.6/18.2/15.2X，维持“增持”评级。

● 负极材料销售超 26 万吨同比增长 32.83%，正极材料毛利率同比+5.72pct

2025H1 贝特瑞在负极材料实现营业收入 62.79 亿元，销量超过 26 万吨同比增长 32.83%，对应的毛利率为 25.59%；正极材料实现收入 14.18 亿元，销量超过 1 万吨同比增长 4.30%，对应毛利率为 11.70%同比+5.72pct。截至 2025H1，贝特瑞已投产负极材料产能为 57.5 万吨/年，已投产正极材料产能为 7.3 万吨/年。海外基地方面，印尼基地年产 8 万吨负极材料项目（一期）已建成，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、半固态电池材料持续突破，硅碳产品预计 2025 年量产出货

2025 年上半年，在全固态电池材料领域，贝特瑞开发了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，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。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；聚合物电解质获得吨级订单。此外，新开发的 CVD 硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。CVD 硅碳产品获全球多家主流动力客户认可，预计 2025 年量产出货。2025 年上半年正式发布固态电池材料整体解决方案，推出“贝安 FLEX 系列”半固态电池核心材料及“贝安 GUARD 系列”全固态电池核心材料，包含高镍三元正极、硅基负极、固态电解质，以及锂碳复合负极。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,119	14,237	15,802	17,407	18,736
YOY(%)	-2.2	-43.3	11.0	10.2	7.6
归母净利润(百万元)	1,654	930	1,189	1,671	2,002
YOY(%)	-28.4	-43.8	27.8	40.5	19.8
毛利率(%)	17.7	23.0	21.6	22.0	22.3
净利率(%)	6.6	6.5	7.5	9.6	10.7
ROE(%)	13.4	6.6	8.1	10.5	11.6
EPS(摊薄/元)	1.47	0.83	1.05	1.48	1.78
P/E(倍)	18.4	32.7	25.6	18.2	15.2
P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《2024 全年负极材料销量突破 43 万吨，全球化战略稳步推进——北交所信息更新》-2025.4.18

《硅碳负极进入头部客户、亿纬锂能增资子公司，预计 2024 归母净利润 9.06 亿元——北交所信息更新》-2025.3.16

《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》-2024.11.15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13866	13899	13460	14743	16602	营业收入	25119	14237	15802	17407	18736
现金	4753	3116	3251	4684	6800	营业成本	20683	10960	12395	13583	14564
应收票据及应收账款	4359	4175	3969	4053	3736	营业税金及附加	115	110	82	92	107
其他应收款	73	84	90	102	104	营业费用	80	72	55	59	62
预付账款	38	192	63	218	85	管理费用	822	849	869	870	881
存货	2581	3344	3179	2858	2968	研发费用	958	772	743	783	787
其他流动资产	2062	2988	2907	2829	2908	财务费用	162	130	250	238	221
非流动资产	15519	19448	20265	20152	19648	资产减值损失	-229	-266	-136	-38	-22
长期投资	466	303	357	315	375	其他收益	270	188	190	223	208
固定资产	9088	11882	14292	15044	14873	公允价值变动收益	-77	-230	-60	-44	-15
无形资产	1146	1123	1179	1246	1318	投资净收益	-84	108	114	159	246
其他非流动资产	4819	6139	4437	3547	3083	资产处置收益	-3	-2	-3	-2	-3
资产总计	29385	33347	33725	34896	36250	营业利润	2241	1149	1444	2047	2511
流动负债	11199	11023	10198	10189	10525	营业外收入	11	3	5	6	6
短期借款	1173	1556	1250	1100	1000	营业外支出	8	8	10	10	9
应付票据及应付账款	7321	6836	6660	6118	6504	利润总额	2244	1144	1439	2044	2508
其他流动负债	2705	2632	2288	2971	3021	所得税	404	197	216	314	412
非流动负债	4435	7928	8361	8233	7585	净利润	1840	946	1222	1730	2096
长期借款	3000	5840	6272	6144	5496	少数股东损益	186	16	33	59	94
其他非流动负债	1436	2089	2089	2089	2089	归属母公司净利润	1654	930	1189	1671	2002
负债合计	15634	18952	18558	18422	18110	EBITDA	2425	1443	2953	3843	4470
少数股东权益	2179	2168	2201	2261	2355	EPS(元)	1.47	0.83	1.05	1.48	1.78
股本	1105	1127	1127	1127	1127	主要财务比率					
资本公积	3623	3938	3938	3938	3938	成长能力					
留存收益	6843	7329	8252	9503	10932	营业收入(%)	-2.2	-43.3	11.0	10.2	7.6
归属母公司股东权益	11571	12227	12965	14213	15786	营业利润(%)	-13.3	-48.8	25.7	41.8	22.6
负债和股东权益	29385	33347	33725	34896	36250	归属于母公司净利润(%)	-28.4	-43.8	27.8	40.5	19.8
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	5260	1253	2968	3494	4372	毛利率(%)	17.7	23.0	21.6	22.0	22.3
净利润	1840	946	1222	1730	2096	净利率(%)	6.6	6.5	7.5	9.6	10.7
折旧摊销	106	87	1407	1709	1909	ROE(%)	13.4	6.6	8.1	10.5	11.6
财务费用	162	130	250	238	221	ROIC(%)	10.2	4.9	5.5	7.2	8.2
投资损失	84	-108	-114	-159	-246	偿债能力					
营运资金变动	1910	-1211	71	-101	356	资产负债率(%)	53.2	56.8	55.0	52.8	50.0
其他经营现金流	1159	1408	132	77	36	净负债比率(%)	16.8	52.5	49.2	37.1	19.7
投资活动现金流	-2944	-4658	-2173	-1482	-1177	流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.6
资本支出	2445	3486	2170	1637	1345	速动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.1
长期投资	-500	-1222	-54	42	-60	营运能力					
其他投资现金流	1	50	51	113	228	总资产周转率	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-1878	1748	-659	-579	-1079	应收账款周转率	5.2	3.4	4.0	4.5	5.0
短期借款	-2473	382	-306	-150	-100	应付账款周转率	3.6	1.9	2.3	2.7	3.0
长期借款	-493	2840	432	-128	-648	每股指标(元)					
普通股增加	377	22	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.47	0.83	1.05	1.48	1.78
资本公积增加	287	316	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	4.67	1.11	2.63	3.10	3.88
其他筹资现金流	424	-1812	-786	-301	-331	每股净资产(最新摊薄)	10.26	10.85	11.50	12.61	14.00
现金净增加额	412	-1650	136	1432	2116	估值比率					
						P/E	18.4	32.7	25.6	18.2	15.2
						P/B	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
						EV/EBITDA	14.3	27.7	13.5	10.1	8.1

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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