



海外负极将放量，全面布局固态电池材料

——贝特瑞（835185.BJ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌、范想想

海外负极将放量，全面布局固态电池材料

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 30 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 78.4 亿元，同比+11.4%，归母净利 4.8 亿元，同比-2.9%，扣非净利 4.3 亿元，同比-19.5%；毛利率 22.6%，同比+1.3pcts，净利率 6.1%，同比-0.9pcts。25Q2 公司实现营收 44.5 亿元，同/环比+26.7%/+31.1%；归母净利 3 亿元，同/环比+10.1%/+71.2%；毛利率 22.5%，同/环比+0.9/-0.3pcts；净利率 6.8%，同/环比-1.0/+1.6pcts，符合预期。
- **负极毛利承压，海外放量有望改善盈利。**25H1 公司负极材料出货 26 万吨同比+33%略低于行业，营收 63 亿同比+21%，均价 2.4 万元/吨同比-9%主要系市场激烈持续竞争。叠加原材料阶段性涨价，毛利率承压 Q2 环比下滑。印尼一期工厂持续爬坡，后续放量供应海外下游将改善整体盈利。正极方面公司出货超 1 万吨，受海外大客户影响产能利用率维持低位，预计微利。
- **财务费率同比提升，战略伙伴增资影响少数股东权益。**25Q2 公司期间费率 12.6%同环比+2.6/-2.2pcts，主要系财务费用同比增长。此外，期内亿纬锂能对四川贝特瑞增资，子公司股权占比下滑至 83%影响归母净利率。
- **锂碳负极/固态电解质等产品获进展。**1) 公司开发锂碳复合负极材料已获客户技术认可。2) 硫化物固态电解质性能达到客户应用需求。3) 氧化物电解质产品实现批量供应，获得百吨级订单，匹配电芯装机量超过 1GWh，聚合物电解质获得吨级订单。4) 新开发 CVD 硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。
- **战略定位电池材料未来整体解决方案。**期内公司推出“贝安 FLEX”半固态电池核心材料及“贝安 GUARD”全固态电池核心材料，硅基负极、锂碳复合负极等产品构建一站式固态电池材料解决方案。此外公司发布“全链新生”正负极材料闭环回收解决方案以及的首创 S+i 石墨长续航负极材料解决方案。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 172/199/228 亿元；归母净利分别为 13/16/20 亿元，EPS 1.1、1.4、1.7 元/股，对应 PE 23x/18x/15x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	14236.82	17233.12	19907.67	22835.93
同比/%	-43.32	21.05	15.52	14.71
归母净利润/百万元	930.22	1283.88	1608.93	1960.67
同比/%	-43.76	38.02	25.32	21.86
EPS/元	0.83	1.14	1.43	1.74
PE	31.62	22.91	18.28	15.00

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

贝特瑞 (835185.SH)

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

范想想

☎：010-8092-7663

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

市场数据

2025-08-29

A 股收盘价/元	26.09
上证指数	3,857.93
总股本（亿股）	11.27
实际流通 A 股（亿股）	11.09
流通 A 股市值（亿元）	289.4

市场表现

2025-08-29



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	9
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 全球锂电负极材料龙头，布局新兴应用领域	12
三、 投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	15
(三) 投资建议	15
四、 风险提示	16

一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

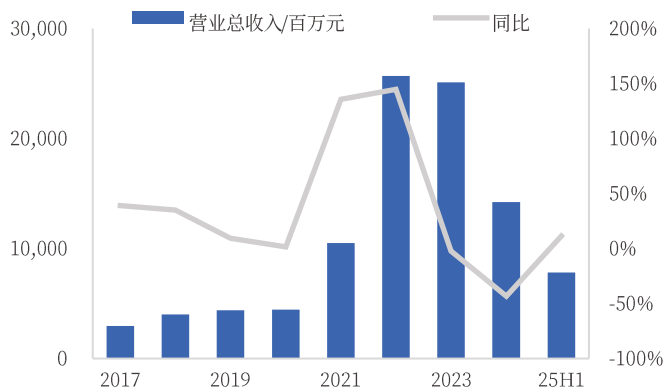
公司营收高速增长。2025 年上半年，公司营业收入实现 78.4 亿元，同比增长 11.4%，其中负极材料业务占比 80.1%，同比增长 21%，正极材料业务占比 18.1%，同比-11%。25Q2 公司营收 44.5 亿元，同比+26.7%，环比+31.1%。

毛利率，海外放量有望改善盈利。25H1 公司负极材料出货 26 万吨同比+33%略低于行业，营收 63 亿同比+21%，均价 2.4 万元/吨同比-9%主要系市场激烈持续竞争。叠加原材料阶段性涨价，毛利率承压 Q2 环比下滑。印尼一期工厂持续爬坡，后续放量供应海外下游将改善整体盈利。正极方面公司出货超 1 万吨，受海外大客户影响产能利用率维持低位，预计微利。

锂碳负极/固态电解质等产品获进展。1) 公司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。2) 硫化物固态电解质性能达到客户应用需求。3) 氧化物电解质产品实现批量供应，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。4) 公司新开发的 CVD 硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。

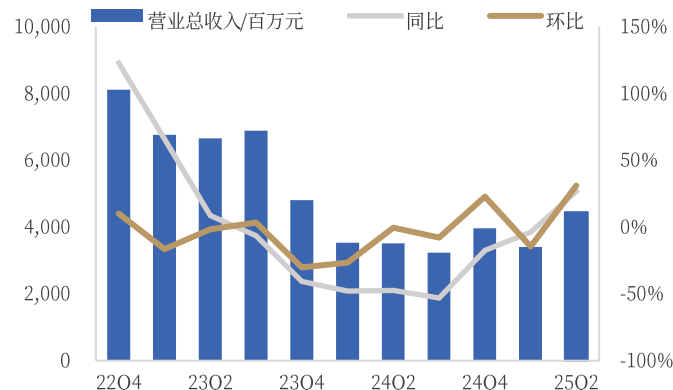
战略定位电池材料未来整体解决方案。期内公司推出“贝安 FLEX 系列”半固态电池核心材料及“贝安 GUARD 系列”全固态电池核心材料，包含高镍三元正极、硅基负极、锂碳复合负极等核心产品，为客户提供一站式固态电池材料解决方案。此外公司发布“全链新生”正负极材料闭环回收解决方案以及的首创 S+i 石墨长续航负极材料解决方案。

图1：25H1 公司营业总收入



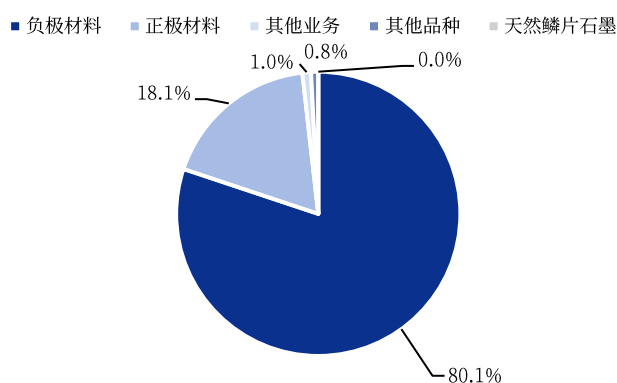
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：2024 年公司营业总收入



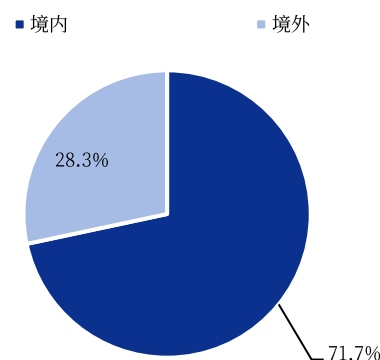
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

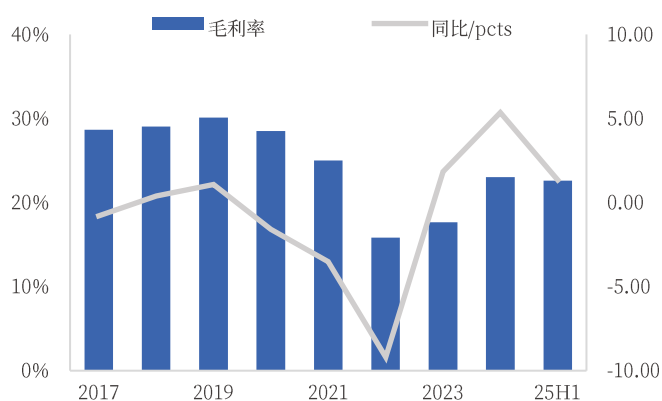
图4：2024 年公司营收按地区分类拆分



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

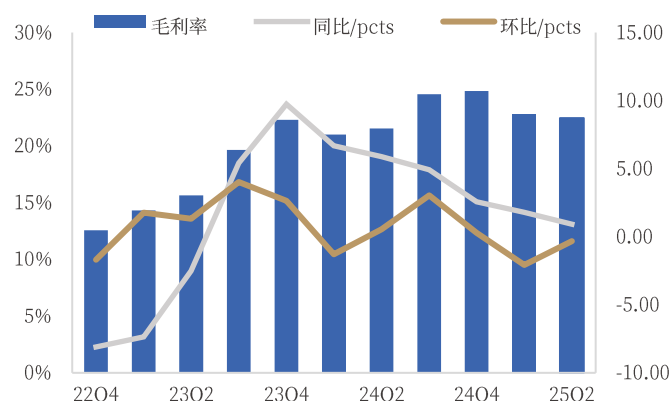
25Q2 公司毛利率下滑。25H1 公司销售毛利率 22.6%，同比+1.33pcts，正极材料/负极材料分别为 11.7%/25.6%，同比+5.7%/-0.6pcts。25Q2 公司销售毛利率 22.5%，同/环比+0.92/-0.33pcts。公司毛利率下滑主要系负极材料出货量增长更快但同时市场价格承压。

图5：25H1 公司毛利率



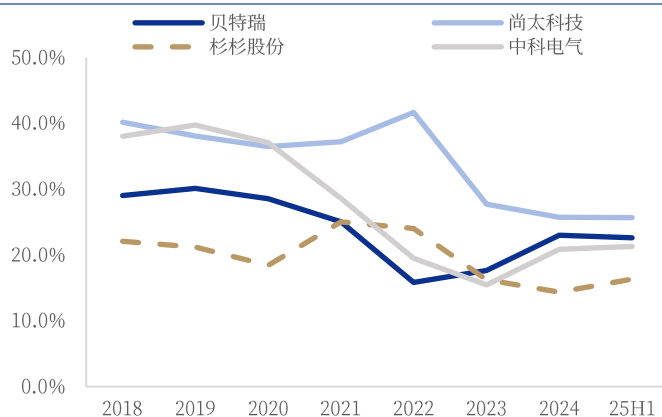
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图6：25Q2 公司毛利率



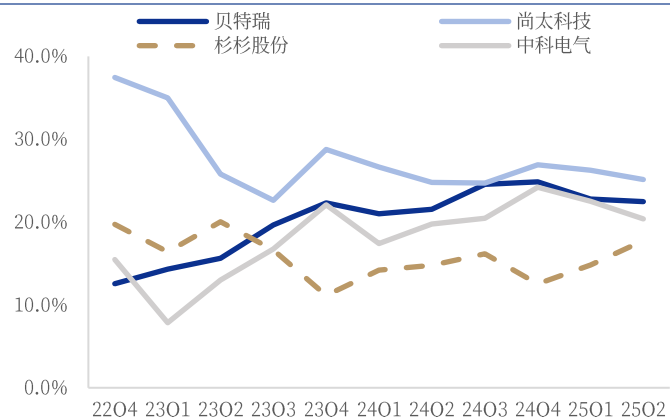
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图7：可比公司毛利率对比



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图8：季度间可比公司毛利率对比

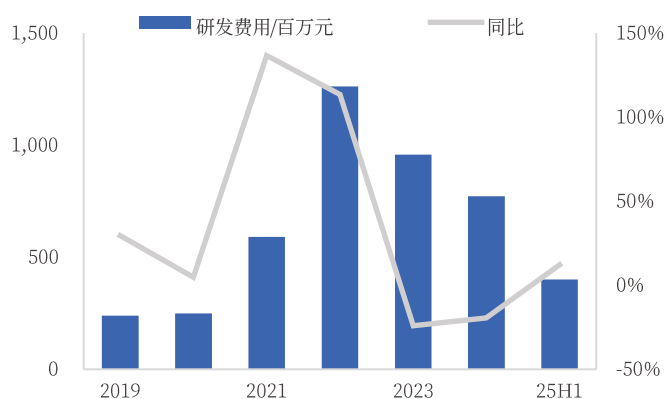


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

期间费率环比改善，财务费率同比增长。25H1 公司期间费用率为 13.5%，同比+2.7pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、5.1%、5.1%、2.9%。25Q2 公司期间费用率为 12.6%，环比-2.2pcts。财务费用提升主要系主要是本期受外币汇率波动确认汇兑损失以及借款较

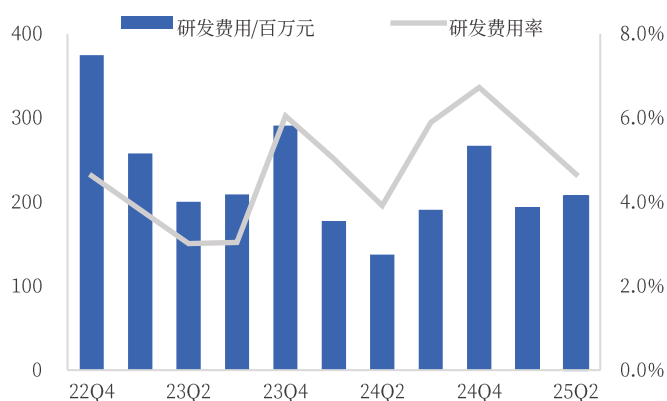
上年同期增长引起利息费用增加。

图9：25H1 公司研发费用情况



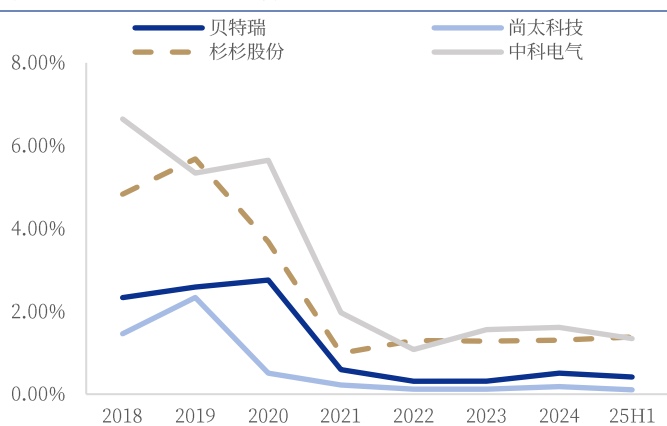
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图11：25Q2 公司研发费用情况



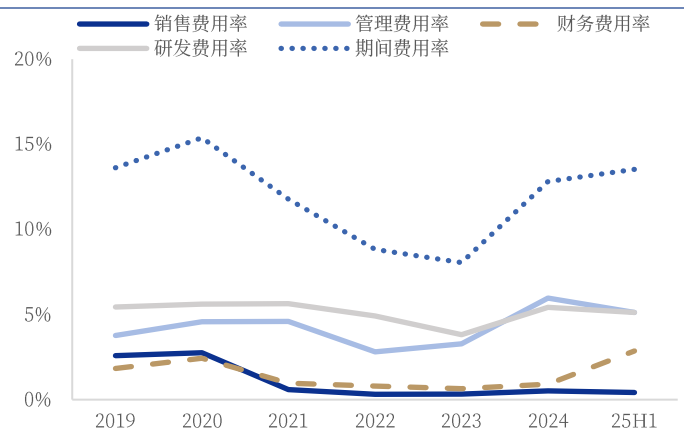
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13：25H1 可比公司销售费用率对比



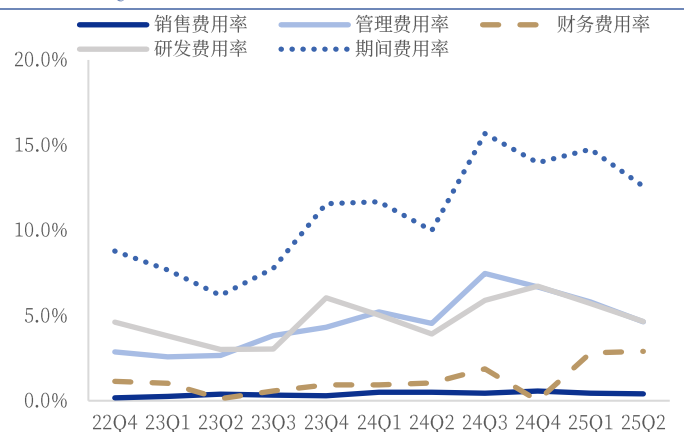
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用率情况



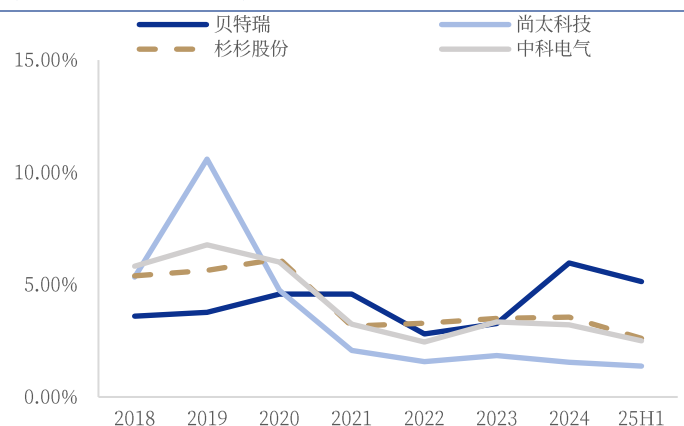
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：25Q2 公司期间费用率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

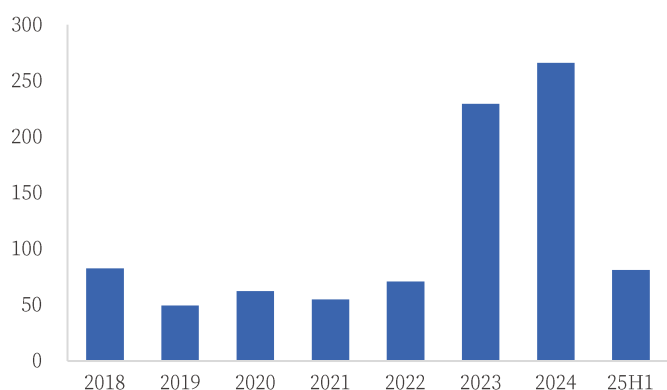
图14：25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

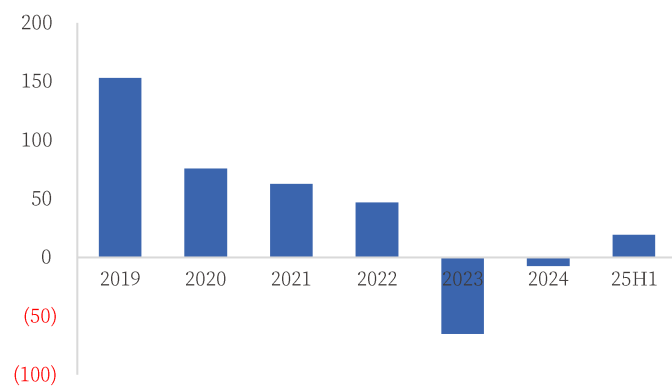
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0.8 亿元、0.2 亿元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图15: 25H1 公司资产减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

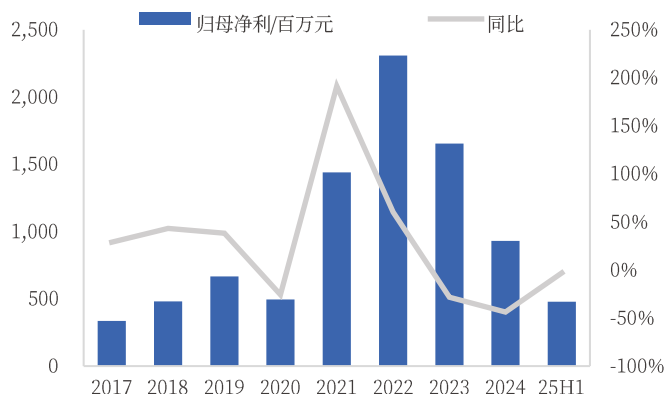
图16: 25H1 公司信用减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

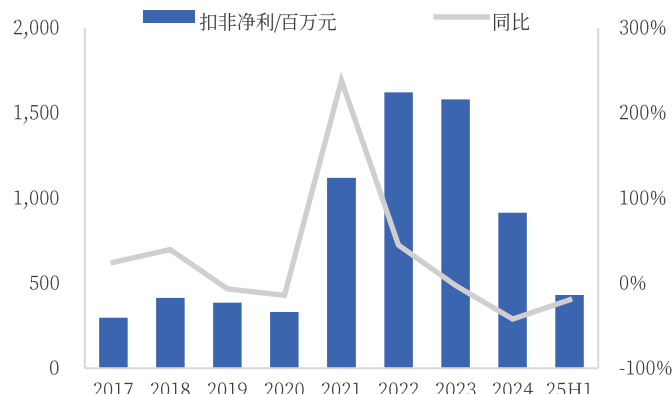
公司归母净利率环比改善。2025年上半年公司实现归母净利润 4.8 亿元, 同比-2.9%, 归母净利率 6.1%, 同比-0.9pcts。扣非净利 4.3 亿元, 同比-19.5%。25Q2 公司归母净利润 3.0 亿元, 同/环比+10%/+71%, 归母净利率 6.8%, 同/环比-1.0pcts/+1.6pcts; 扣非净利 2.7 亿元, 同/环比-4.8pcts/+63.9pcts, 扣非归母净利率 6.0%, 同/环比-2.0/+1.2pcts。

图17: 25H1 公司归母净利润



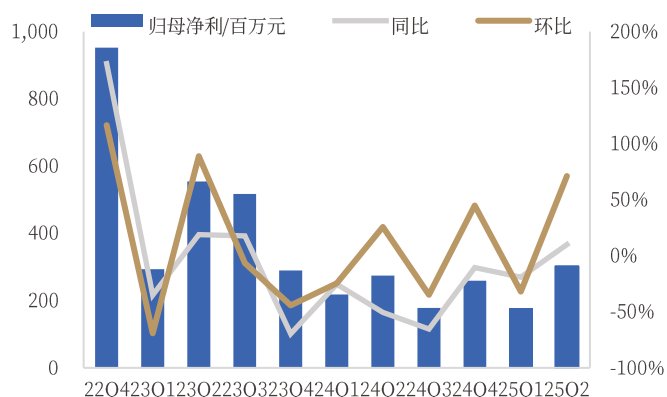
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润



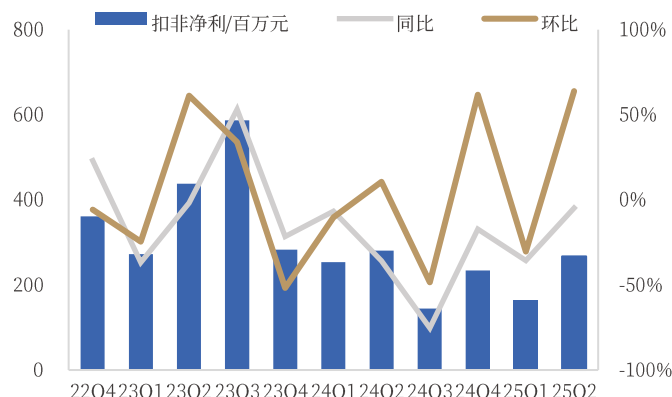
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润



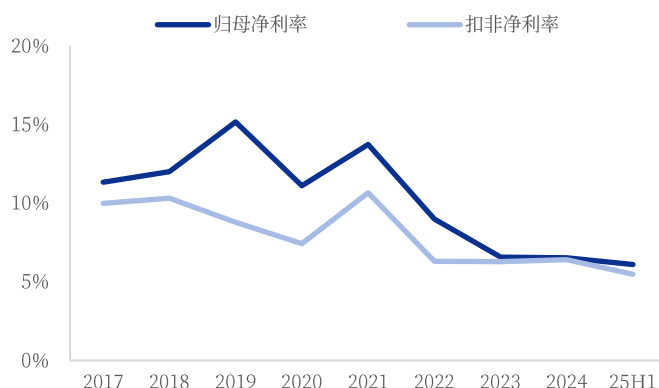
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润



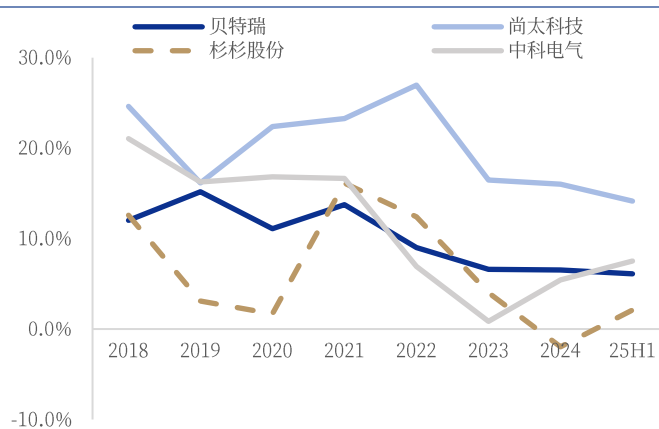
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率



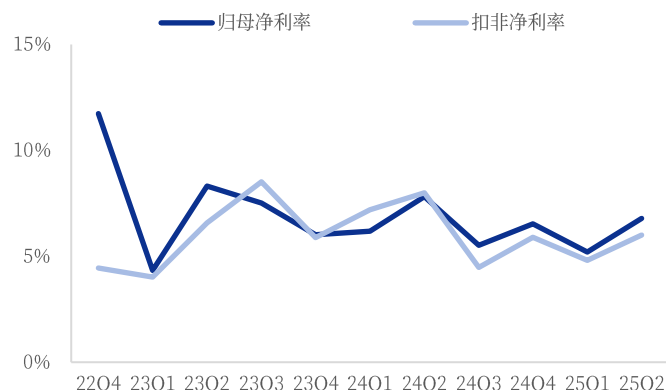
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司归母净利率对比



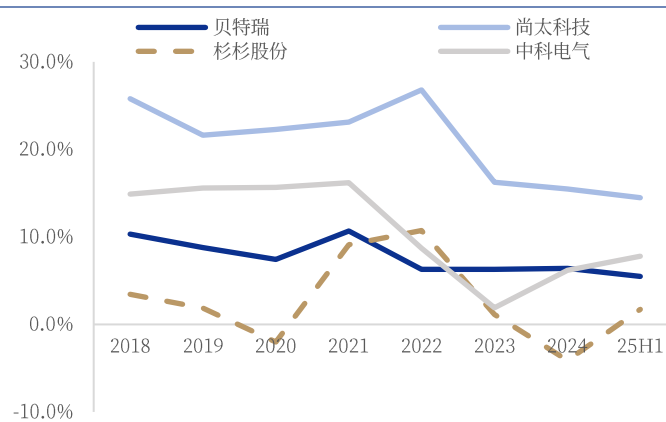
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比

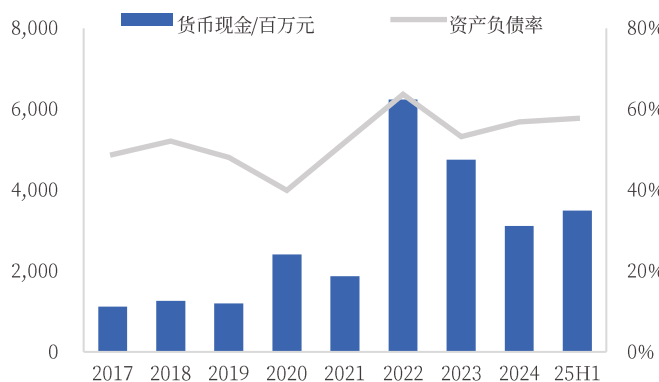


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

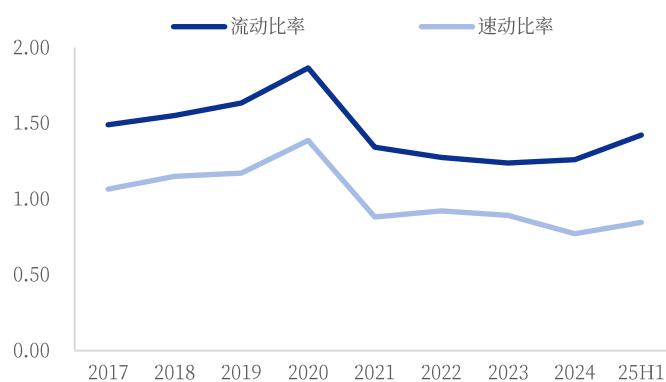
2025 年上半年公司资产负债率 57.7%，资产结构健康。期末货币现金 34.9 亿元，同比-16%，主要系 24 年为提升资金使用效率购买长期定期存款及封闭式结构性存款。公司流动比率/速动比率分别为 1.42/0.85，偿债能力强。

图25: 25H1 公司货币现金



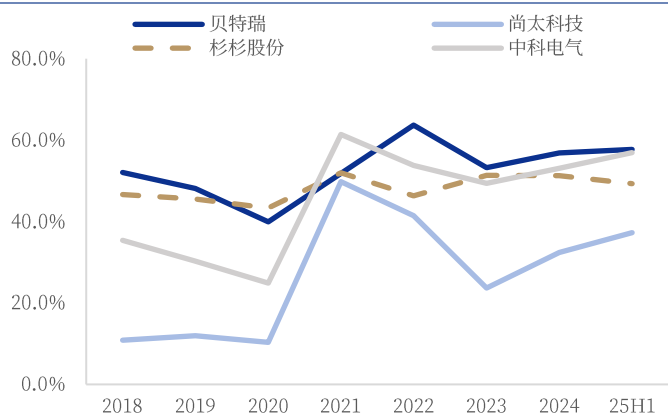
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 公司流动/速动比率稳定



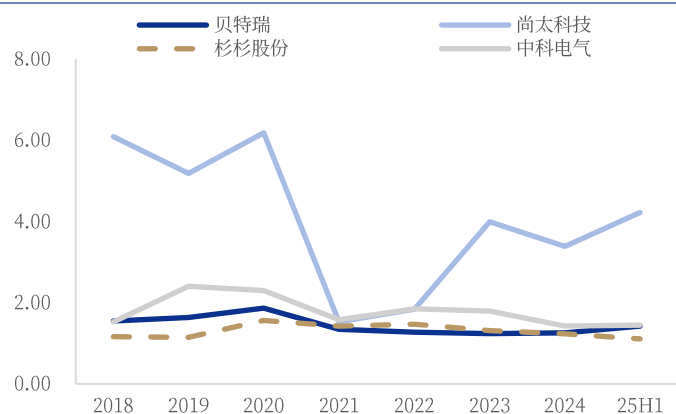
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 25H1 可比公司流动比率对比

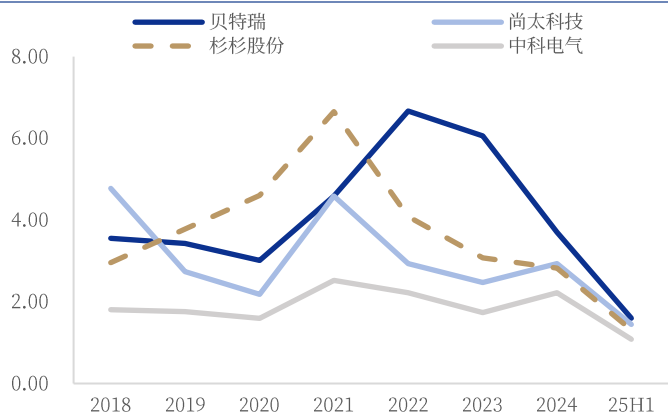


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

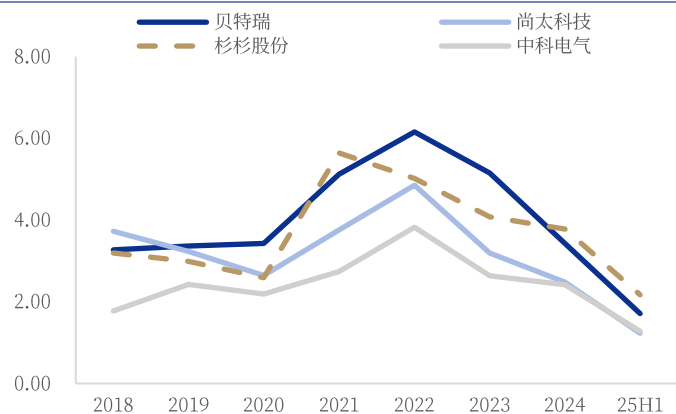
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 1.6 次、1.7 次、0.5 次、0.2 次，营运效率放缓。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



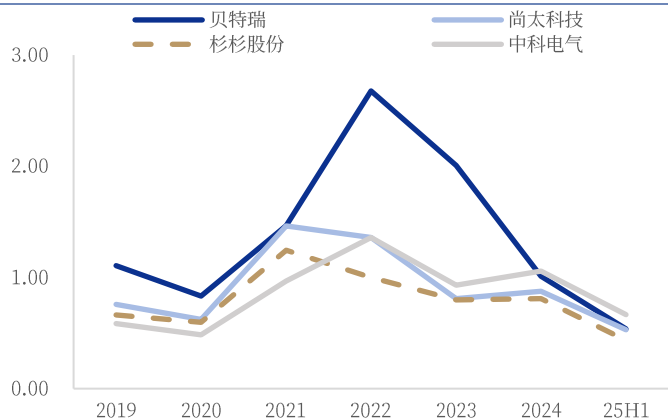
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



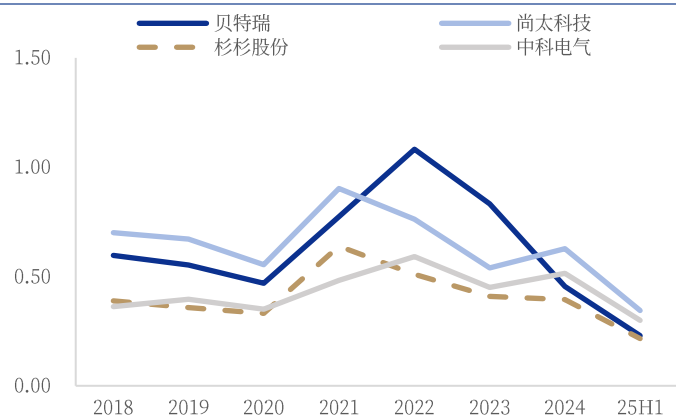
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比

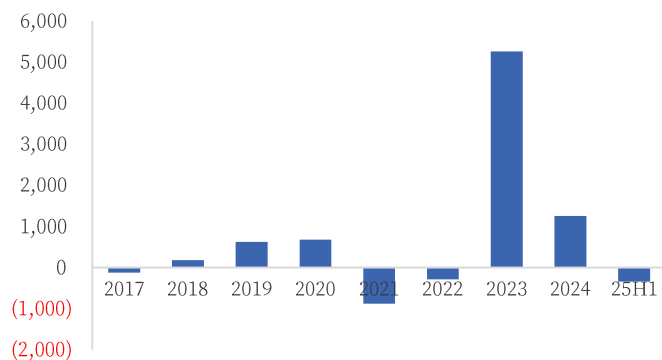


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

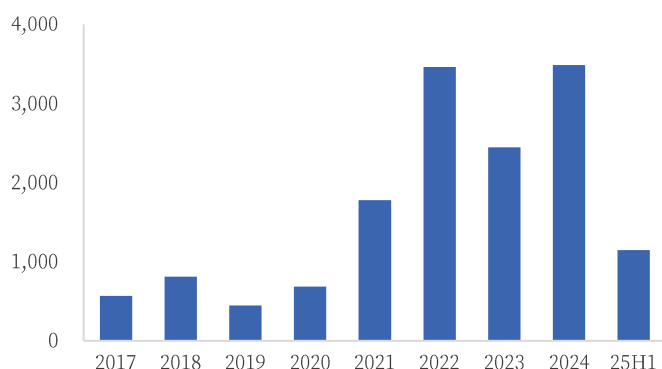
25Q2 公司经营性现金流净额再创新高。2025H1 公司经营性现金流净额为-3.4 亿元，同比由正转负,其中 Q2 为 2.9 亿元,波动变化原因主要是本期正极按账期回款金额较上年同期有所减少。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支为 11.5 亿元，扩张态势放缓。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



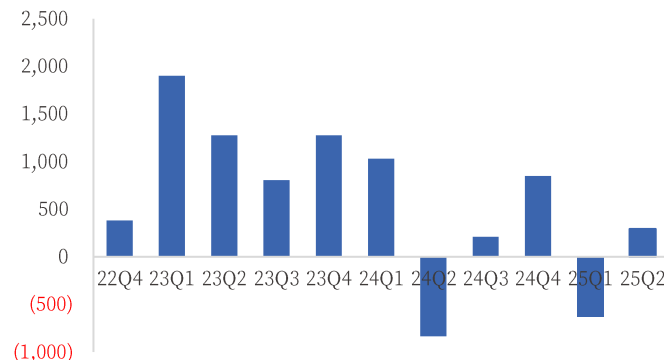
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



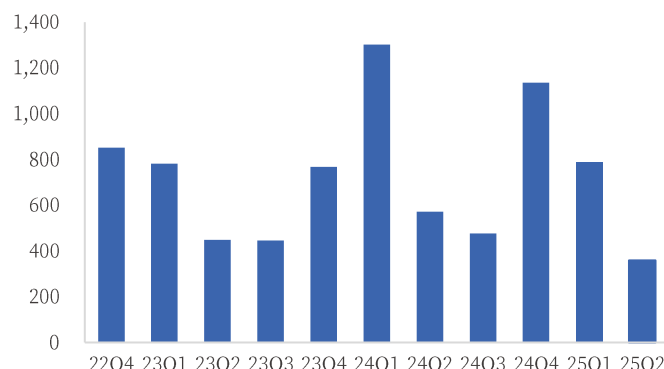
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

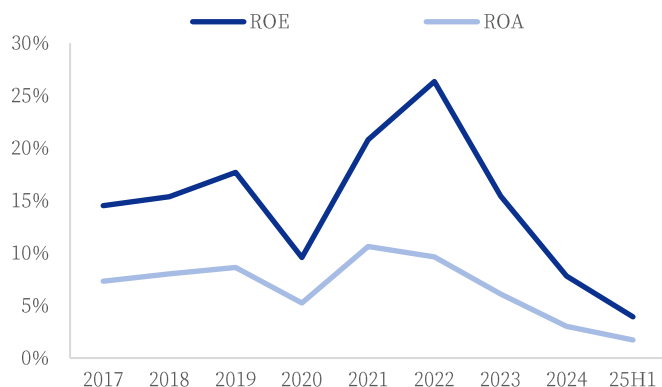
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

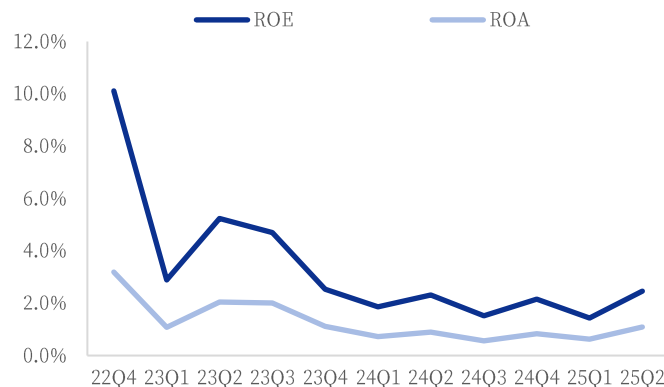
(五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



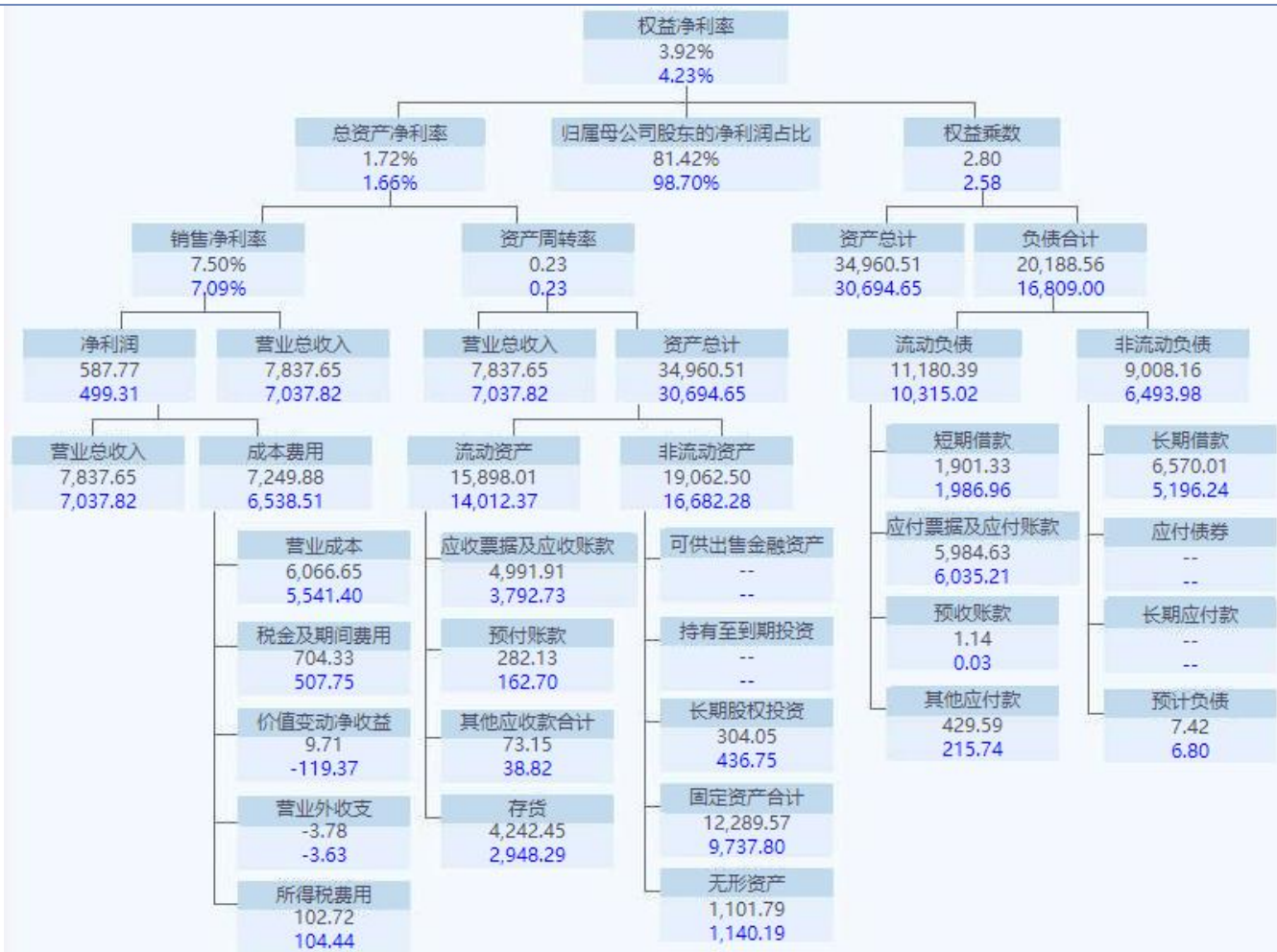
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比

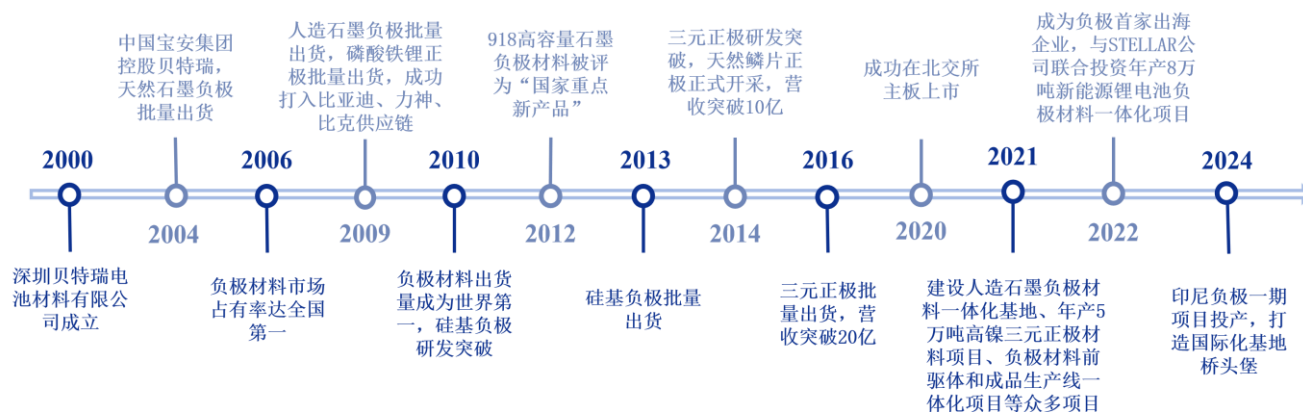


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、全球锂电负极材料龙头，布局新兴应用领域

深耕锂电池关键材料二十余年，全球锂电负极材料龙头。公司创立于 2000 年，创立之初便聚焦锂电池关键材料。2002 年，公司天然石墨负极研发取得突破；2004 年天然石墨负极批量出货，同年被中国宝安集团控股；2006 年，公司负极材料市占率达全国第一。2007 年，公司磷酸铁锂正极材料和人造石墨负极材料实现技术突破，并于 2009 年实现批量出货，公司成功打入比亚迪、力神、比克等公司供应链；2010 年，公司负极材料出货成为世界第一，用十年时间用创造了新能源材料领域的中国奇迹。2010 至 2016 年，公司先后突破并批量出货硅基负极和三元正极，将产品矩阵进一步拓展，并于 2020 年成功在北交所主板上市。上市以来，公司不断拓展产品矩阵、提升产品性能，同时不断扩大产能，独立、合资建设了众多锂电池材料基地，并于印尼、摩洛哥建立锂电池负极材料一体化项目，扩展海外产能。公司从 2010 年起，连续 14 年稳居锂电池负极材料全球出货量第一，市场份额超过 20%，是全球锂电负极材料绝对龙头。

图40：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

负极、正极、新材料三线并行，积极布局新兴应用领域。公司深耕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，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。负极材料方面，公司是全球负极材料龙头，天然石墨负极材料方面构建了从鳞片石墨矿开采、浮选到材料合成、后处理及成品的完整产业链，人造石墨负极材料方面，通过自建与合作模式，形成了聚焦原材料、石墨化、包覆碳化、成品加工于一体的产业链布局；正极材料方面，公司近年来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；在先进新材料领域，公司是国内最早量产硅基负极材料的企业之一，同时积极布局气相沉积法硅基负极材料，公司钠电负极材料、燃料电池、固态电池材料等领域均有了前瞻性布局。

表1：公司产品矩阵表

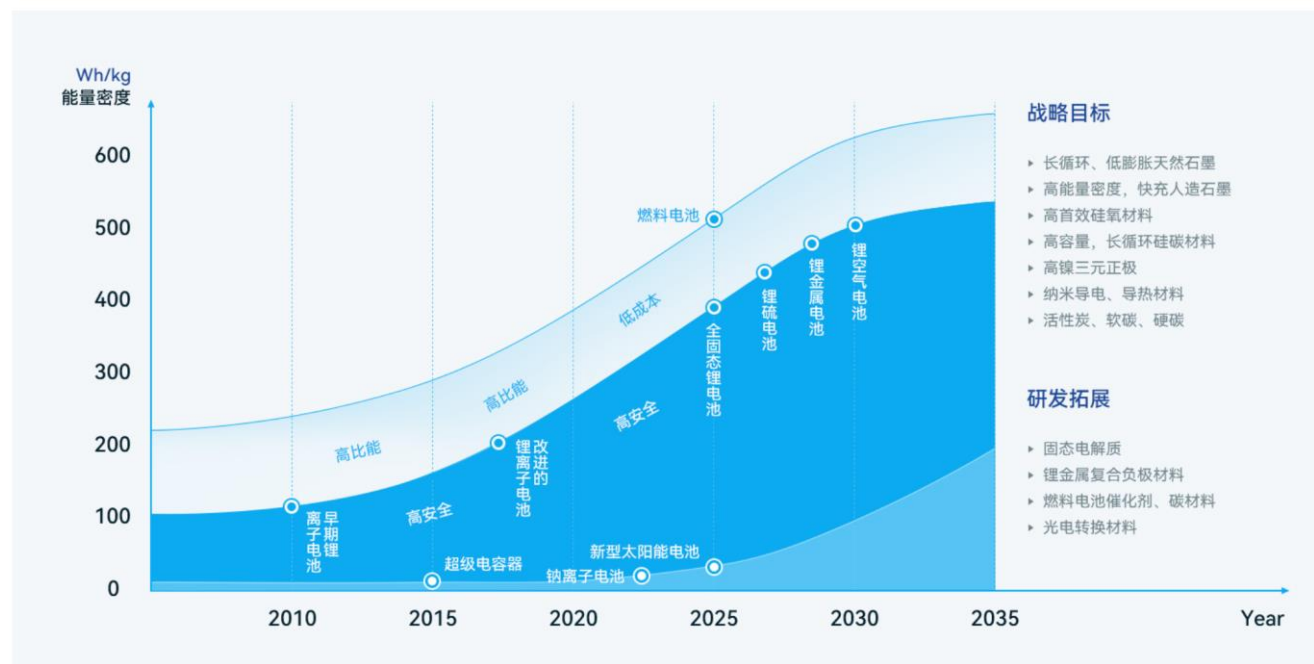
产品类型	产品型号	性能	适用范围
负极材料	4C 快充	快充、耐低温	电动汽车电芯
	6C 快充-T 石墨系列	高、低温性能优异，快充，长循环	电动汽车电芯
	8C 高功率	高倍率快充	电动汽车、无人机及无人机器人等高功率电芯
	高能量密度	低膨胀，高能量密度	消费电池、电动汽车电芯
	长循环	低成本、高温性能好、长循环	储能电芯

		高热安全-BEA 系列	固态电池体系、高温性能好、循环性能优异	高热环境下电动汽车电芯
	天然石墨	高能量密度快充-HRG 系列	快充、高能量密度	电动工具电芯
		高功率-AGP 系列	低温性能优异、高功率	插电式混合动力汽车、电动工具电芯
		低膨胀、长循环-GSN/LSG 系列	低膨胀、快充、长寿命	电动汽车、储能、电动工具电芯
		高性价比-OSG 与 MSG 系列	高能量密度、高性价比	电动汽车、消费电池电芯
		高容量-HCG 系列	高容量、高温性能优异	电动汽车电芯
	硅碳负极	新型高容量硅碳负极材料	低膨胀、高容量、应用面广	长续航电动汽车、高端消费电池、高功率型无绳电动工具、低空飞行器等应用场景的高能量密度电池
	新型负极	钠电硬炭-BSHC 系列	低温性能优异、快充	储能、两/三轮车、低速动力、启停电源等钠离子电池
		活性炭材料-BAC 系列	高功率、高温性能优异	双电层电容器、锂离子电容器、混合型电容器
		锂电软炭材料-BSC 系列	快充、耐低温、长寿命	48V 启停、低温通讯设备、电动汽车
		锂电硬炭产品-BHC 系列	低温性能优异、快充	48V 启停、低温通讯设备、电动汽车
正极产品		高镍-NCA 系列	低电阻、高安全、高容量	电动工具、消费电池电芯
		三元-NCM 多晶系列	长寿命、存储性能优良，长循环，高容量	消费电池、电动工具、电动汽车电芯
		三元-中镍&高镍 NCM 单晶系列	高安全，高性价比，长寿命、存储性能优良	消费电池、储能、电动汽车电池
		钠电层状氧化物-BN 系列	高性价比、长循环、高容量	储能、低速电动车、两轮车、启停电源等钠离子电池
先进新材料		磷酸钛铝锂无机固态电解质	高纯度、低水分、低成本、高导电性	正极包覆、隔膜涂覆、极片涂覆
		聚合物有机固态电解质	低粘度、耐高压、低成本、高导电性	消费电子、无人机、电动车、储能电站等半固态电池
		硫化物固态电解质	电导率高、纳米粒径、低成本	动力、消费电池、特种应用的全固态电池
		低铂膜电极的介孔碳载体-BMC 系列	高结晶度、适宜介孔结构、纳米粒径、高导电性	质子交换膜燃料电池/电解槽阴极催化剂
		耐久型碳载体-BGE 系列	高分散性、高耐久性、适宜介孔结构	质子交换膜燃料电池阳极、阴极催化剂
		气体扩散电极材料-BGD/BQD 系列	自由基淬灭、高石墨化度、高导电性	质子交换膜燃料电池气体扩散层/气体扩散电极

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司积极投入研发，坚持客户为先。公司目前研发团队 960 余人，已获授权专利权 723 余项。贝特瑞集团升级打造“中央研究院”，聚焦新能源领域关键材料和前沿技术开发，引进高学历人才，目前研发人员 800 余人，其中硕士 300 余人，博士 80 余人；目前持有专利 540 余项、国家科研项目 50 项。公司技术支持中心设有材料理化性能检测平台、材料电化学性能测试和失效分析平台，电池设计、制作和测试平台，测试项目完备。公司目前广泛布局前沿领域，研究方向包括微晶石墨负极材料、燃料电池用碳基材料、介孔碳载体、锂碳复合材料、钙钛矿太阳能电池材料、干电极技术、钠离子电池电极材料、固态电解质材料等方向。

图41：公司前沿布局领域



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表2：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
正极材料	营业收入	3,079.47	3,018.74	3,310.05	3,713.88
	YOY	-74.99%	-1.97%	9.65%	12.20%
负极材料	营业收入	10,692.40	13,918.67	16,326.60	18,857.22
	YOY	-13.04%	30.17%	17.30%	15.50%
营业收入合计		14,236.82	17,233.12	19,907.67	22,835.93
YOY		-43.32%	21.05%	15.52%	14.71%
归母净利润合计		930.22	1283.88	1608.93	1960.67
YOY		-43.76%	38.02%	25.32%	21.86%
EPS（元）		0.83	1.14	1.43	1.74

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取尚太科技、翔丰华、中科电气作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 31x/23x/20x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 25 年 30~40xPE，首次覆盖给予推荐评级。

表3：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
001301.SZ	尚太科技	3.21	3.98	5.15	6.33	18.79	15.15	11.71	9.53
300890.SZ	翔丰华	0.42	0.49	0.64	0.75	73.69	63.16	48.36	41.27
300035.SZ	中科电气	0.95	1.55	2.05	2.54	22.32	13.68	10.34	8.35
	平均值					38.26	30.66	23.47	19.71
835185.BJ	贝特瑞	0.83	1.14	1.43	1.74	31.62	22.91	18.28	15.00

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 172/199/228 亿元；归母净利分别为 13/16/20 亿元，EPS 1.1、1.4、1.7 元/股，对应 PE 23x/18x/15x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13898.88	17092.22	18463.64	20666.77
现金	3115.63	4626.38	4645.38	5365.44
应收账款	4169.72	5024.24	5780.37	6606.71
其它应收款	84.47	102.25	118.12	135.50
预付账款	191.86	230.17	263.04	299.78
存货	3344.07	3827.87	4185.83	4580.88
其他	2993.13	3281.31	3470.89	3678.46
非流动资产	19448.38	21145.66	22547.85	23588.08
长期投资	303.11	303.11	303.11	303.11
固定资产	11882.46	14304.03	16170.72	17587.44
无形资产	1123.32	1079.00	1034.67	990.34
其他	6139.49	5459.53	5039.36	4707.19
资产总计	33347.26	38237.88	41011.49	44254.85
流动负债	11023.49	13680.35	15022.87	16522.27
短期借款	1555.51	1901.33	1901.33	1901.33
应付账款	5670.85	6803.12	7774.58	8860.39
其他	3797.13	4975.90	5346.95	5760.55
非流动负债	7928.49	9008.16	9008.16	9008.16
长期借款	5839.50	6570.01	6570.01	6570.01
其他	2088.99	2438.15	2438.15	2438.15
负债合计	18951.98	22688.52	24031.04	25530.44
少数股东权益	2168.02	2394.59	2678.51	3024.51
归属母公司股东权益	12227.26	13154.78	14301.94	15699.90
负债和股东权益	33347.26	38237.88	41011.49	44254.85

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1253.17	3093.59	3871.37	4505.79
净利润	946.44	1510.45	1892.85	2306.67
折旧摊销	1018.51	1545.81	1773.38	1988.07
财务费用	247.90	339.45	362.09	362.09
投资损失	-108.18	-130.97	-151.30	-173.55
营运资金变动	-1183.44	-315.89	-252.00	-260.21
其它	331.95	144.75	246.35	282.73
投资活动现金流	-4657.73	-3067.46	-3028.52	-2860.93
资本支出	-3438.47	-3508.30	-3179.81	-3034.48
长期投资	-1221.96	-2.25	0.00	0.00
其他	2.70	443.09	151.30	173.55
筹资活动现金流	1747.85	1473.20	-823.85	-924.80
短期借款	382.07	345.82	0.00	0.00
长期借款	2839.66	730.51	0.00	0.00
其他	-1473.88	396.87	-823.85	-924.80
现金净增加额	-1649.72	1510.75	19.00	720.06

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14236.82	17233.12	19907.67	22835.93
营业成本	10960.20	13148.58	15026.16	17124.71
营业税金及附加	109.63	132.71	153.30	175.85
营业费用	72.05	75.83	87.59	100.48
管理费用	849.40	1028.17	1187.74	1362.44
财务费用	130.21	272.46	262.62	262.21
资产减值损失	-265.87	-183.90	-214.91	-245.24
公允价值变动收益	-230.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.13	130.97	151.30	173.55
营业利润	1148.54	1789.82	2279.73	2766.95
营业外收入	3.29	6.25	6.79	5.44
营业外支出	8.17	9.51	8.50	8.73
利润总额	1143.66	1786.57	2278.02	2763.66
所得税	197.22	276.12	385.16	457.00
净利润	946.44	1510.45	1892.85	2306.67
少数股东损益	16.21	226.57	283.93	346.00
归属母公司净利润	930.22	1283.88	1608.93	1960.67
EBITDA	2489.48	3604.84	4314.01	5013.94
EPS (元)	0.83	1.14	1.43	1.74

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-43.32%	21.05%	15.52%	14.71%
营业利润增速	-48.75%	55.83%	27.37%	21.37%
归属母公司净利润增	-43.76%	38.02%	25.32%	21.86%
毛利率	23.02%	23.70%	24.52%	25.01%
净利率	6.53%	7.45%	8.08%	8.59%
ROE	7.61%	9.76%	11.25%	12.49%
ROIC	5.13%	6.51%	7.50%	8.45%
资产负债率	56.83%	59.34%	58.60%	57.69%
净负债比率	43.10%	42.09%	38.43%	31.00%
流动比率	1.26	1.25	1.23	1.25
速动比率	0.77	0.81	0.80	0.84
总资产周转率	0.45	0.48	0.50	0.54
应收账款周转率	3.43	3.75	3.69	3.69
应付账款周转率	1.94	2.11	2.06	2.06
每股收益	0.83	1.14	1.43	1.74
每股经营现金	1.11	2.74	3.43	4.00
每股净资产	10.85	11.67	12.69	13.93
P/E	31.62	22.91	18.28	15.00
P/B	2.41	2.24	2.06	1.87
EV/EBITDA	11.37	9.97	8.33	7.02
P/S	2.07	1.71	1.48	1.29

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 2024 年公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	5
图 4: 2024 年公司营收按地区分类拆分	5
图 5: 25H1 公司毛利率	5
图 6: 25Q2 公司毛利率	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费用情况	6
图 10: 25H1 公司期间费用率情况	6
图 11: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	7
图 16: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	7
图 17: 25H1 公司归母净利润	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	9
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	9
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元 10

图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 40: 公司发展历程 12

图 41: 公司前沿布局领域..... 14

表 1: 公司产品矩阵表..... 12

表 2: 分业务预测（单位：百万元） 15

表 3: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025 年 3 月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业 2018-2023 年连续第一名，《机构投资者》2020 年全球最受欢迎十位分析师，锂电池 2020 年第一名，新能源 2018 年第一名，2019-2020 年第二名，2021-2024 年第一名。2017 年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC 保险最受欢迎分析师第一名。2016 年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022 年 8 月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

范想想，北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn