

2025 年 11 月 16 日

投资评级：增持（维持）

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 11 月 13 日

收盘价（元）	37.12
一年内最高/最低（元）	39.88/16.39
总市值（百万元）	41,846.81
流通市值（百万元）	41,172.50
总股本（百万股）	1,127.34
资产负债率（%）	57.58
每股净资产（元/股）	11.05

资料来源：聚源数据

贝特瑞 (920185.BJ)

——2025Q3 业绩 yoy+62%，短期聚焦 CVD 硅碳负极量产节奏及印尼、摩洛哥产能建设

投资要点：

- **事件：**2025Q1–Q3 公司实现营收 123.84 亿元（yoy+21%）、归母净利润 76781 万元（yoy+14%）、扣非归母净利润 64449 万元；2025Q3 公司实现营收 45.47 亿元（yoy+41%/qoq+2%）、归母净利润 28922 万元（yoy+62%）、扣非归母净利润 21445 万元（yoy+48%）。公司三季度整体业绩同比增速较快。
- **在固态电池材料领域展现技术先发优势，CVD 硅碳负极预计 2025 年量产。**公司在固态电池材料领域展现出显著技术先发优势，已形成全固态与半固态产品矩阵。全固态方面，开发的锂碳复合负极材料具备多孔复合骨架结构，实现低体积膨胀与长循环寿命，获客户技术认可；硫化物固态电解质粒度达 500nm 以下，离子导率及循环性能满足应用需求。半固态领域，氧化物电解质已批量供应动力与 3C 客户，获百吨级订单并匹配超 1GWh 电芯装机量，聚合物电解质与客户达成战略合作并获吨级订单，同时发布“贝安 FLEX 系列半固态及 GUARD 系列全固态电池材料”整体解决方案，覆盖正负极与电解质，提供一站式服务。此外，CVD 硅碳负极获主流动力客户认可并预计 2025 年量产，配套多孔碳进入中试阶段；钠电材料实现批量出货，产能达 3000 吨/年。随着低空经济、无人机等新场景兴起，高能量密度需求将加速固态电池产业化，公司技术储备与客户资源有望抢占先机。我们认为，公司凭借固态电池材料技术突破与多场景布局，有望在下一代电池材料竞争中确立领先地位，打开第二增长曲线。
- **已投产负极产能 57.5 万吨/年、正极 7.3 万吨/年，印尼二期进入试生产+摩洛哥产能建设稳步推进。**公司构建覆盖国内外的产能矩阵，截至 2025 年上半年末已投产负极产能 57.5 万吨/年、正极 7.3 万吨/年，2025H1 负极销量同比增长 32.83%至 26 万吨，显示强劲需求。海外布局成效显著：印尼 8 万吨负极一期满产满销，二期完成建设并进入试生产，预计年内逐步释放产能，2025 年印尼总产能将达 16 万吨，依托当地原材料、成本及税收优势巩固负极竞争力；摩洛哥正极 5 万吨/年、负极 6 万吨/年产能稳步推进，借助地缘优势贴近欧美市场，应对贸易壁垒并服务海外客户。国内产能覆盖华南、华东等主要产业集群，形成“国内+海外”双循环格局。公司通过全球化产能韧性，既能保障原材料供应稳定，又能贴近客户降低物流成本，同时分散地缘政治风险。我们认为，随着海外产能逐步释放与国内产能高效利用，公司有望进一步夯实全球锂电材料龙头地位，规模效应与成本优势有望持续强化。
- **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 35.9、28.8、23.3 倍。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。我们看好公司未来发展潜力，维持“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）	25.30	44.99	35.87	28.81	23.30

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	44.99	35.87	28.81	23.30
P/S	2.94	2.61	2.19	1.87
P/B	3.42	3.20	2.97	2.72
股息率	1.07%	0.80%	1.00%	1.23%
EV/EBITDA	12	18	15	12

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）。