

# 贝特瑞 (920185)

## 2025 年报点评: 海外负极产能起量, 业绩符合市场预期

买入 (维持)

2026 年 04 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004  
zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	14,237	16,983	24,062	27,273	30,470
同比 (%)	(43.32)	19.29	41.68	13.35	11.72
归母净利润 (百万元)	930.22	875.08	1,198.63	1,516.64	1,852.81
同比 (%)	(43.76)	(5.93)	36.97	26.53	22.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.82	0.77	1.05	1.33	1.63
P/E (现价&最新摊薄)	39.37	41.86	30.56	24.15	19.77

### 投资要点

- **业绩符合市场预期。**公司 25 年实现营收 169.8 亿元, 同比+19.3%, 归母净利 8.8 亿元, 同比-5.9%, 扣非净利 6.9 亿元, 同比-24.9%, 毛利率为 20.7%, 同比-2.3pct; 其中 25Q4 营收为 46 亿元, 同环比+15.9%/+1.1%, 归母净利 1.1 亿元, 同环比-58.6%/-62.9%, 扣非净利 0.4 亿元, 同环比-82.5%/-80.9%, 毛利率为 18.1%, 同环比-6.8/-2.1pct, 业绩与此前快报基本一致, 符合市场预期。
- **负极单位盈利承压、海外产能投产贡献盈利弹性。**25 年公司负极收入 135.2 亿元, 毛利率 23%, 出货 60 万吨, 同比+40%, 均价 2.5 万元/吨, 同降 9%, 毛利 0.52 万元/吨, 同降 25%, 其中我们预计 25Q4 出货 17 万吨, 环比微增; 公司现有产能 78.25 万吨, 其中海外产能达 16 万吨, 后续摩洛哥 6 万吨规划中, 我们预计 26 年出货有望达 80 万吨, 同增 30%+。盈利方面, 我们测算 25 年单吨净利 0.1 万元/吨+, 印尼贝特瑞利润 3.1 亿元, 我们预计单吨净利超 0.3 万元, 当前负极价格见底, 有望迎来价格拐点, 叠加印尼工厂投产贡献盈利弹性, 我们预计 26 年负极单位盈利稳中有升。
- **正极受限海外大客户需求、整体盈亏平衡。**25 年公司正极收入 30.3 亿元, 出货我们预计 2 万吨+, 同比+11%, 均价 15.2 万元/吨, 同比-8%, 毛利 1.6 万元/吨, 同比提升。公司现有 7.3 万吨产能, 摩洛哥 5 万吨正极项目规划中。盈利方面, 公司正极产能利用率较低, 常州贝特瑞 25 年净利润 2.1 亿元, 考虑股权比例及其他正极子公司后, 我们测算 25 年正极业务微利。
- **布局固态电解质及 CVD 硅碳等新产品、打造第二成长曲线。**固态方面, 公司开发锂碳复合负极材料, 具备低体积膨胀、长循环寿命等优势, 已获客户技术认可, 并布局硫化物固态电解质, 此外氧化物电解质获百吨级订单、聚合物电解质获吨级订单; 硅碳方面, 公司硅碳负极材料已开发第六代产品, 新开发的 CVD 硅碳用多孔碳正式进入中试阶段。
- **存货较年初提升、资本开支明显下降。**公司 25 年期间费用 22.4 亿元, 同 22.6%, 费用率 13.2%, 同 0.4pct, 其中 Q4 期间费用 6.3 亿元, 同环比 13%/13.9%, 费用率 13.6%, 同环比-0.4/1.5pct; 25 年经营性净现金流 4.5 亿元, 同比-63.8%, 其中 Q4 经营性现金流 7.3 亿元, 环比改善明显; 25 年资本开支 22.4 亿元, 同-35%, 其中 Q4 资本开支 8 亿元, 同环比-26.7%/1.5%; 25 年末存货 49.4 亿元, 较年初 47.6%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到负极原材料价格上涨, 我们预计公司 26-27 年归母净利 12/15 亿元 (原预期 15/18 亿元), 新增 28 年归母净利预测 18.5 亿元, 同比+37%/+26.5%/+22%, 对应 PE 为 31/24/20 倍。考虑到公司海外负极产能投产有望贡献弹性、新产品布局, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.03
一年最低/最高价	19.47/39.88
市净率(倍)	2.87
流通 A 股市值(百万元)	35,798.21
总市值(百万元)	36,456.24

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.16
资产负债率(% LF)	57.26
总股本(百万股)	1,138.19
流通 A 股(百万股)	1,117.65

### 相关研究

《贝特瑞(920185): 2025 半年报点评: 海外负极产能起量, 负极盈利稳中有升》

2025-08-29

《贝特瑞(920185): 2024 年年报点评: 负极盈利稳健, 业绩符合预期》

2025-04-18

## 贝特瑞三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>15,830</b>	<b>16,028</b>	<b>19,527</b>	<b>23,476</b>	<b>营业总收入</b>	<b>16,983</b>	<b>24,062</b>	<b>27,273</b>	<b>30,470</b>
货币资金及交易性金融资产	3,148	5,885	8,692	11,640	营业成本(含金融类)	13,465	19,499	22,006	24,457
经营性应收款项	5,504	5,521	5,895	6,585	税金及附加	102	140	158	177
存货	4,936	2,404	2,713	3,015	销售费用	82	108	117	131
合同资产	0	0	0	0	管理费用	854	1,179	1,282	1,371
其他流动资产	2,243	2,218	2,227	2,235	研发费用	840	1,155	1,282	1,402
<b>非流动资产</b>	<b>19,999</b>	<b>19,983</b>	<b>19,265</b>	<b>18,465</b>	财务费用	460	446	473	445
长期股权投资	437	437	437	437	加:其他收益	229	313	355	305
固定资产及使用权资产	15,380	15,770	15,458	14,564	投资净收益	31	43	0	0
在建工程	1,048	548	48	48	公允价值变动	150	0	0	20
无形资产	1,196	1,290	1,384	1,478	减值损失	(244)	(141)	(87)	(94)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(6)	0	0	0
长期待摊费用	139	139	139	139	<b>营业利润</b>	<b>1,340</b>	<b>1,750</b>	<b>2,223</b>	<b>2,718</b>
其他非流动资产	1,798	1,798	1,798	1,798	营业外净收支	10	(8)	7	7
<b>资产总计</b>	<b>35,829</b>	<b>36,010</b>	<b>38,791</b>	<b>41,941</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,351</b>	<b>1,742</b>	<b>2,230</b>	<b>2,725</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,301</b>	<b>8,053</b>	<b>9,075</b>	<b>10,073</b>	减:所得税	202	244	335	409
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,277	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>1,149</b>	<b>1,498</b>	<b>1,896</b>	<b>2,316</b>
经营性应付款项	6,165	6,999	7,899	8,779	减:少数股东损益	274	300	379	463
合同负债	283	97	110	122	<b>归属母公司净利润</b>	<b>875</b>	<b>1,199</b>	<b>1,517</b>	<b>1,853</b>
其他流动负债	576	857	966	1,072	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	1.05	1.33	1.63
<b>非流动负债</b>	<b>10,216</b>	<b>11,216</b>	<b>11,216</b>	<b>11,216</b>	EBIT	1,688	1,981	2,428	2,932
长期借款	7,839	8,839	8,839	8,839	EBITDA	3,002	3,597	4,246	4,832
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.72	18.96	19.31	19.73
租赁负债	282	282	282	282	归母净利率(%)	5.15	4.98	5.56	6.08
其他非流动负债	2,095	2,095	2,095	2,095	收入增长率(%)	19.29	41.68	13.35	11.72
<b>负债合计</b>	<b>20,517</b>	<b>19,270</b>	<b>20,291</b>	<b>21,290</b>	归母净利润增长率(%)	(5.93)	36.97	26.53	22.17
归属母公司股东权益	12,578	13,707	15,088	16,775					
少数股东权益	2,734	3,034	3,413	3,876					
<b>所有者权益合计</b>	<b>15,313</b>	<b>16,740</b>	<b>18,501</b>	<b>20,651</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,829</b>	<b>36,010</b>	<b>38,791</b>	<b>41,941</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	454	7,068	4,567	4,718	每股净资产(元)	11.16	12.16	13.38	14.88
投资活动现金流	(2,325)	(1,614)	(1,093)	(1,093)	最新发行在外股份(百万股)	1,138	1,138	1,138	1,138
筹资活动现金流	1,872	(2,767)	(667)	(697)	ROIC(%)	5.69	6.47	7.69	8.66
现金净增加额	(65)	2,687	2,807	2,928	ROE-摊薄(%)	6.96	8.74	10.05	11.05
折旧和摊销	1,314	1,616	1,818	1,900	资产负债率(%)	57.26	53.51	52.31	50.76
资本开支	(2,237)	(1,608)	(1,093)	(1,093)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.86	30.56	24.15	19.77
营运资本变动	(2,515)	3,330	243	(95)	P/B(现价)	2.88	2.65	2.40	2.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>