

新产品进展顺利，股权激励彰显发展信心

2025 年 04 月 27 日

► **事件。**2025 年 4 月 25 日公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报告，2024 年公司实现营业收入 134.48 亿元，同比-12.33%；实现归母净利润 11.91 亿元，同比-37.72%；实现扣非后净利润 10.63 亿元，同比-40.30%。2025Q1 公司实现营业收入 32.15 亿元，同比+5.96%；实现归母净利润 4.88 亿元，同比+9.64%；实现扣非后净利润 4.74 亿元，同比+13.20%。

► **负极业务短期承压，但有望向好。**量的方面，截至 2024 年末，公司已经形成年产 20 万吨的负极材料产能，其中包括 15 万吨石墨化加工及 15 万吨碳化加工配套产能，全年负极材料出货量为 13.2 万吨。**在新产品开发方面**，公司大容量、长循环等创新系列产品获得下游大客户的高度认可，并逐步量产导入；CVD 沉积硅碳负极已取得小规模量产订单，安徽紫宸计划于 2025 年二季度投产，有望在消费电子、无人机领域逐步放量应用。**展望未来**，随着工艺降本措施的逐步实施，高成本库存的消纳压力减少，新品逐步上量，公司负极材料盈利能力有望得到改善。

► **隔膜涂覆领域成长加速。**量的方面，截至 2024 年末，公司已形成 100 亿平涂覆隔膜加工的有效产能，全年加工量达到 70.03 亿平，占同期国内湿法隔膜出货量的比例高达 40.02%，处于绝对领先地位。**在新工艺研发方面**，公司无氟水性等产品进展顺利，后续有望逐步放量。**在海外客户拓展方面**，公司与海外客户间的互信进一步增强，为海外业务的突破奠定坚实的基础。2024 年公司勃姆石和氧化铝等涂覆材料成功导入数十家外部客户，获得了高度评价，内外部客户持续放量，全年出货量实现大幅增长。

► **复合铜箔进展顺利。**公司产品目前在消费及动力电池认证上均进展顺利，2025 年有望实现规模化量产。公司第二代产品具有更好的一致性，定位于高能量密度和高安全性动力电池，正积极推进客户验证。

► **发布股权激励彰显信心。**公司发布 2025 年股权激励计划，拟授予股票期权数量 3200 万份，占公司当前总股本 1.5%，行权价格 15.43 元/股。本激励计划首次授予部分股票期权考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，设定的业绩考核目标分别为 2025-2027 年公司归母净利润分别不低于 23、30、39 亿元。此次股权激励方案有助于凝聚人心，也彰显公司发展信心。

► **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年实现营收 167.5、200.2 和 234.1 亿元，同比变化+24.5%、+19.6%和+16.9%；实现归母净利润 24.1、29.0、33.7 亿元，同比变化+102.5%、+20.4%和+16.2%。当前股价对应 2025-2027 年市盈率分别为 15、13、11 倍，考虑公司持续强化产品迭代增强竞争力，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**新能源车销量不及预期，行业竞争加剧，资产减值等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,448	16,748	20,023	23,411
增长率 (%)	-12.3	24.5	19.6	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,191	2,411	2,903	3,372
增长率 (%)	-37.7	102.5	20.4	16.2
每股收益 (元)	0.56	1.13	1.36	1.58
PE	31	15	13	11
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.47 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 赵丹

执业证书：S0100524050002

邮箱：zhaodan@mszq.com

分析师 席子屹

执业证书：S0100524070007

邮箱：xiziyi@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

相关研究

- 璞泰来 (603659.SH) 2024 年半年报点评：业绩短期承压，涂覆膜出货稳健增长-2024/08/21
- 璞泰来 (603659.SH) 2023 年年报及 2024 年一季度点评：负极盈利承压，新品研发引领新增长-2024/04/14
- 璞泰来 (603659.SH) 2023 年三季度点评：Q3 计提减值影响影响业绩，平台布局优势显现-2023/10/30
- 璞泰来 (603659.SH) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，复合集流体打造新成长曲线-2023/09/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,448	16,748	20,023	23,411
营业成本	9,751	11,229	13,540	15,926
营业税金及附加	123	167	220	281
销售费用	162	201	240	281
管理费用	608	703	801	890
研发费用	743	888	1,021	1,171
EBIT	2,324	3,905	4,580	5,307
财务费用	63	201	121	114
资产减值损失	-792	-738	-890	-1,047
投资收益	50	50	60	70
营业利润	1,522	3,015	3,629	4,216
营业外收支	-5	-4	-4	-5
利润总额	1,517	3,011	3,625	4,211
所得税	132	271	326	379
净利润	1,384	2,740	3,299	3,832
归属于母公司净利润	1,191	2,411	2,903	3,372
EBITDA	3,270	5,003	5,924	6,798

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,586	8,958	9,377	10,000
应收账款及票据	4,493	4,094	4,862	5,684
预付款项	263	393	474	557
存货	8,364	8,491	10,238	12,043
其他流动资产	3,707	3,862	4,109	4,365
流动资产合计	23,415	25,798	29,060	32,650
长期股权投资	451	451	451	451
固定资产	8,934	10,016	10,898	11,581
无形资产	956	955	953	951
非流动资产合计	18,689	20,709	21,552	22,294
资产合计	42,104	46,508	50,612	54,944
短期借款	3,632	3,632	3,632	3,632
应付账款及票据	4,621	5,845	6,306	6,545
其他流动负债	8,605	9,084	9,784	10,486
流动负债合计	16,858	18,562	19,722	20,664
长期借款	4,787	4,860	4,860	4,860
其他长期负债	918	985	998	998
非流动负债合计	5,705	5,844	5,857	5,857
负债合计	22,563	24,406	25,580	26,521
股本	2,137	2,137	2,137	2,137
少数股东权益	1,153	1,482	1,878	2,338
股东权益合计	19,540	22,101	25,033	28,423
负债和股东权益合计	42,104	46,508	50,612	54,944

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-12.33	24.54	19.55	16.92
EBIT 增长率	-3.63	68.00	17.30	15.87
净利润增长率	-37.72	102.52	20.38	16.18
盈利能力 (%)				
毛利率	27.49	32.95	32.38	31.97
净利润率	8.85	14.40	14.50	14.40
总资产收益率 ROA	2.83	5.18	5.74	6.14
净资产收益率 ROE	6.48	11.69	12.54	12.93
偿债能力				
流动比率	1.39	1.39	1.47	1.58
速动比率	0.81	0.85	0.87	0.91
现金比率	0.39	0.48	0.48	0.48
资产负债率 (%)	53.59	52.48	50.54	48.27
经营效率				
应收账款周转天数	106.85	75.00	75.00	75.00
存货周转天数	313.11	300.00	300.00	300.00
总资产周转率	0.31	0.38	0.41	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	1.13	1.36	1.58
每股净资产	8.60	9.65	10.83	12.21
每股经营现金流	1.11	2.68	1.49	1.64
每股股利	0.14	0.17	0.21	0.24
估值分析				
PE	31	15	13	11
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.55	8.20	6.93	6.04
股息收益率 (%)	0.80	0.98	1.18	1.38

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,384	2,740	3,299	3,832
折旧和摊销	945	1,098	1,344	1,491
营运资金变动	-772	964	-2,593	-3,096
经营活动现金流	2,372	5,726	3,186	3,515
资本开支	-3,241	-3,146	-2,191	-2,238
投资	-490	0	0	0
投资活动现金流	-3,709	-3,035	-2,131	-2,167
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-271	75	13	0
筹资活动现金流	-881	-320	-637	-725
现金净流量	-2,216	2,371	419	623

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048