

分析师：牟国洪
登记编码：S0730513030002
mough@ccnew.com 021-50586980

一季度业绩增长，持续推进海外布局

——璞泰来(603659)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

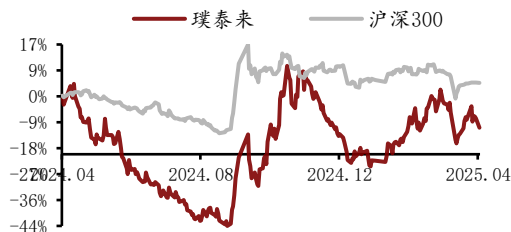
市场数据(2025-04-28)

收盘价(元)	16.87
一年内最高/最低(元)	20.86/10.52
沪深 300 指数	3,781.62
市净率(倍)	1.91
流通市值(亿元)	360.41

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	8.83
每股经营现金流(元)	0.25
毛利率(%)	32.16
净资产收益率_摊薄(%)	2.58
资产负债率(%)	53.60
总股本/流通股(万股)	213,716.54/213,639.9
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 04 月 29 日

事件：4 月 26 日，公司公布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。

投资要点：

- **公司业绩短期承压。**2024 年，公司实现营收 134.48 亿元，同比下降 12.33%；营业利润 15.22 亿元，同比下降 35.63%；净利润 11.91 亿元，同比下降 37.72%；扣非后净利润 10.63 亿元，同比下降 40.30%；经营活动产生的现金流净额 23.72 亿元，同比增长 112.17%；基本每股收益 0.56 元，加权平均净资产收益率 6.57%，利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.70 元(含税)，公司业绩短期承压。其中，公司第四季度实现营收 36.08 亿元，同比下降 1.21%，环比增长 2.85%；净利润-0.48 亿元，主要计提资产减值损失所致。2024 年，公司非经常性损益合计 1.27 亿元，其中政府补助 1.48 亿元；全年各项资产减值准备合计 8.26 亿元，其中计提存货跌价损失和其他各项资产减值损失 7.92 亿元，而第四季度计提资产减值损失 5.09 亿元。
- **公司致力于新能源材料与装备平台。**公司是新能源电池关键材料及自动化装备与服务的综合解决方案商和平台型企业，主营业务涵盖负极材料、涂覆隔膜、PVDF 及粘结剂、复合集流体、纳米氧化铝及勃姆石、铝塑包装膜等新能源电池材料，同时为新能源电池及电池材料产业提供自动化工艺装备及智能制造体系的装备服务。
- **我国动力和储能锂电池需求持续高增长。**中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示：2024 年我国新能源汽车合计销售 1285.90 万辆，同比增长 36.10%，合计占比 40.92%。2025 年 1-3 月，我国新能源汽车销售 307.30 万辆，同比增长 47.10%，合计占比 41.15%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加，我国动力电池和其他电池产量持续增长。2024 年我国动力电池和其他电池合计产量 1096.80GWh，同比增长 40.96%；其中出口 197.1GW。2025 年 1-3 月，我国动力和其他电池合计产量 326.30GWh，同比增长 74.90%；其中出口 61.50GWh。2024 年 12 月中央经济工作会议明确要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；实施提振消费专项行动，加力扩围实施“两新”政策。2025 年 1 月，商务部等印发《关于组好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》，进一步明确 2025 汽车以旧换新补贴政策。叠加动力电池上游材料价格回落至相对合理区间，我国新能源汽车竞争力和性价比提升，总 2025 年我国新能源汽车仍将保持两位数增长，对应动力电池需求将持续增长。高工锂电统计显示：2024 年，我国储能锂电池出货 335GWh，同比增长 62.62%。伴随锂电池价格下

降，预计 2025 年全球储能锂电池出货量超 500GWh，到 2030 年储能电池出货量 2300GWh，其中电力储能将成为 2025 年增长最主要驱动力。

- **锂电池关键材料需求增长，但行业竞争加剧。**伴随动力电池和储能锂电池需求增长，正负极材料、隔膜等锂电池关键材料需求将受益。根据 GGII 数据显示：2024 年我国锂电池隔膜出货 223 亿 m^2 ，同比增长 30.41%，其中湿法隔膜出货占比 77.58%，占比较 2023 年提升 5.07 个百分点；我国负极材料出货 208 万吨，同比增长 26.06%，其中：人造石墨出货 181 万吨，出货占比 87.02%。总体预计锂电关键材料需求将持续增长，但行业竞争显著加剧，主要系锂电关键材料新增产能速度显著高于下游需求增速，如百川盈孚统计显示：截止 2025 年 3 月，我国负极材料有效产能 480.5 万吨，较 2024 年底的 331.69 万吨增长 44.86%，2025 年 3 月行业开工率约 50.3%。
- **公司新能源电池材料与服务业绩承压，2025 年将恢复增长。**公司新能源电池材料业务主要包括负极材料、隔膜涂覆加工和膜材料，其中膜材料包括隔膜基膜、陶瓷涂覆材料和 PVDF 及其衍生品。2024 年，公司负极材料销售 13.23 万吨，同比下降 14.81%，对应市占率有所下降，主要是负极材料行业产能短期供求错配影响，行业价格继续下行，叠加欧洲市场需求不及预期，公司适当减少和控制部分低价产品出货，从而确保健康的现金流水平，并对中高端客户定制化负极材料产品进行了存货跌价准备的计提；涂覆隔膜销售 70.03 亿 m^2 ，同比增长 32.85%；PVDF 及其衍生品销售 20747 吨，同比增长 95.23%。全年新能源电池材料与服务业合计营收 97.71 亿元，同比下降 19.74%。

展望 2025 年，预计公司新能源电池材料及服务业营收将恢复增长，主要基于行业需求仍持续增加，且产品价格跌幅较 2024 年将趋缓，且公司在细分领域具备一定行业地位。第一，负极材料方面盈利将改善。截止 2024 年末：公司已形成年产 20 万吨负极材料产能，其中包括 15 万吨石墨化加工及 15 万吨碳化加工配套产能。伴随石墨化环节技改，单吨电耗和单吨成本有望大幅下降，同时高成本库存消纳压力减少，2025 年公司负极材料盈利能力预计将改善。新产品方面，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。其次涂覆隔膜方面市场领先，2024 年公司涂覆加工出货占同期国内湿法隔膜出货量的 40.02%，截止 2024 年底已形成 100 亿 m^2 涂覆隔膜加工的有效产能；新一代高速隔膜涂布设备批量应用进一步巩固公司的竞争优势，新工艺方面无氟水性等产品进展顺利。第三，膜材料方面包括隔膜基膜、陶瓷涂覆材料等。其中，隔膜基膜已形成 7 亿 m^2 基膜产能，2024 年销量 5.7 亿 m^2 ，同比大幅增长；随着四川卓勤二期逐步投产，将进一步提升公司基膜自供率和竞争力，2024 年加快了第二代超薄高强度 3.5 μm /5 μm 基膜的研发进程。陶瓷涂覆材料主接地在氧化铝，其有效产能已达 3 万吨，全年出货大幅增长，超细氧化铝、勃姆石产品成功应用于 1 μm 隔膜涂层。PVDF 有效产能达到 2.5 万吨，2024 年出货在锂电级 PVDF 市场

份额超过 30%。在复合铜箔方面，公司积极配合下游客户进行产品改善，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。结合行业需求、公司新能源材料产品布局及行业地位，预计 2025 年公司新能源电池材料与服务营收将恢复增长。

- **公司新能源自动化装备与服务总体稳定。**公司新能源自动化装备产品线已覆盖锂电池生产前中后段关键工序，形成包括涂布、分切、卷绕、叠片、注液、化成分容、氮检等关键电芯工艺的综合产品服务能力。2024 年，自动化装备与服务业务实现营收收入(含内部销售)37.69 亿元，同比增长 4.92%。公司以高速宽幅双面涂布机为代表的锂电前段涂布设备竞争优势显著，极片涂布机国内市场份额行业领先，市场渗透率进一步提高；中后段工序方面，注液、氮检设备市场占有率增加明显；新接订单受客户阶段性缩减资本性开支影响有所减少，未来随着下游客户恢复扩产以及海外业务提升，订单情况有望恢复增长。考虑行业电池产能情况及公司锂电设备业务布局，预计 2025 年业绩总体稳定。
- **公司盈利能力回落，预计 2025 年将改善。**2024 年，公司销售毛利率 27.49%，同比回落 5.44 个百分点，主要系行业竞争加剧；2025 年一季度销售毛利率为 32.16%，同比提升 0.80 个百分点。2024 年分产品毛利率显示：新能源电池材料与服务 27.20%，同比回落 1.72 个百分点；新能源自动化装备与服务为 24.66%，同比提升 0.31 个百分点。伴随公司负极材料高库存消纳压力减少及技改完成，其单吨盈利将改善；涂覆隔膜产业链一体化优势显著，总体预计 2025 年公司盈利能力将改善。
- **公司上限完成回购。**2024 年 6 月，公司公布回购议案：以自有资金回购公司股份，回购资金总额不低于 1.5 亿元且不超过 3 亿元。截止 2024 年 8 月 28 日，公司完成回购，已实际回购公司股份 22,881,000 股，占公司总股本的 1.07%，回购最高价格 14.23 元/股，回购最低价格 10.73 元/股，回购均价 13.11 元/股，使用资金总额 29,997.72 万元（不含交易费用）。
- **公司积极推进海外战略。**近期，美国宣布“对等关税”政策引发广泛关注，经统计：公司 2023-2024 年度对美出口收入约 58 万元和 87 万元，占公司收入比重较低。2025 年 4 月，公司控股子公司欧洲嘉拓与德国 MOLL 签署了《合作备忘录》，合作范围包括 OEM 服务、设备供应与服务，以及材料供应，如欧洲嘉拓为 MOLL 提供全面的服务，包括样品设备研发、生产设备研发与供应、设备技术人员培训；为 MOLL 提供生产钠离子电池所需的各类材料；合作有效期为 24 个月。本次合作系公司海外战略的重要进展，为公司逐步探索以“材料+设备”新型商务模式积累经验，有助于提升公司在全球化布局中的抗风险能力。
- **公司股权激励计划彰显发展信心。**2025 年 3 月 26 日，公司公布 2025 年股票期权激励计划股票来源为公司向激励对象定向发行股票；拟授予股票期权数量为 3200 万份，占公司总股本的 1.50%，其中首次授予 2848.09 万份；首次授予激励对象为 262 人，

行权价格为 15.43 元/股；激励计划首次授予部分股票期权考核年度为 2025-2027 年，其中 2025-2027 年归母净利润考核目标位分别不低于 23 亿元、30 亿元和 39 亿元。

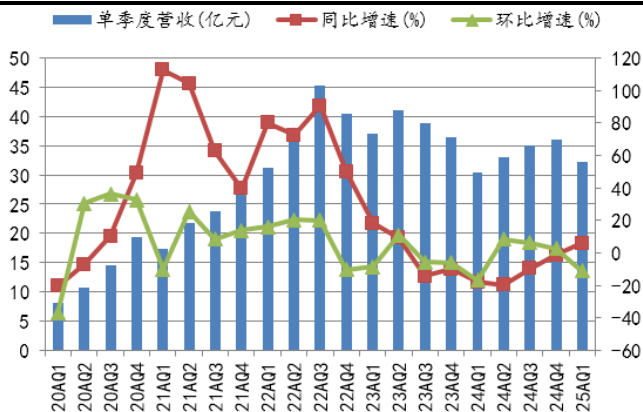
- **公司 2025 年一季度业绩恢复增长。**2025 年一季度，公司实现营业收入 32.15 亿元，同比增长 5.96%；净利润 4.88 亿元，同比增长 9.64%；扣非后净利润 4.74 亿元，同比增长 13.20%；基本每股收益 0.23 元/股。公司业绩恢复增长，一方面高成本库存消耗压力减小，同时产品出货量增长。
- **首次给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2025-2026 年摊薄后的每股收益分别为 1.15 元与 1.38 元，按 4 月 28 日 16.87 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 14.71 倍与 12.19 倍。目前估值相对行业水平偏低，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；产业链价格大幅波动；汇率大幅波动。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万 元）	15,340	13,448	15,720	17,828	20,090
增长比率（%）	-0.80	-12.33	16.89	13.41	12.69
净利润（百万元）	1,912	1,191	2,452	2,957	3,448
增长比率（%）	-38.42	-37.72	105.90	20.63	16.60
每股收益(元)	0.89	0.56	1.15	1.38	1.61
市盈率(倍)	18.86	30.28	14.71	12.19	10.46

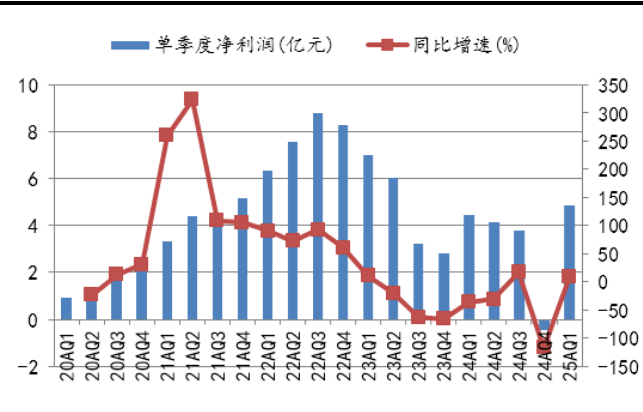
资料来源：中原证券研究所，携宁

图 1：公司单季度营收及增速



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



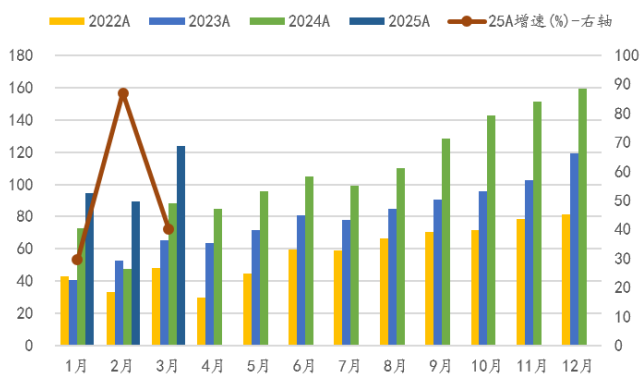
资料来源：中原证券研究所，Wind

图 3：公司三大事业部概况

新能源电池材料与服务			新能源自动化装备与服务	产业投资贸易管理及其他
负极材料 江西紫宸 溧阳紫宸 四川紫宸 内蒙紫宸兴丰 山东兴丰 安徽紫宸 吉林紫宸*	隔膜涂覆加工 宁德卓高 江苏卓高 东莞卓高 广东卓高	膜材料及粘结剂 四川卓勤 溧阳月泉 溧阳卓越 浙江极盾 溧阳极盾 江苏卓立 江苏高远* 东阳光氟树脂* 四川茵地乐* 海南璞晶* 浙江利科*	电池制造设备 嘉拓智能* 深圳新嘉拓 江西嘉拓 广东嘉拓 宁德嘉拓 东莞嘉拓 东莞超鸿 香港嘉拓 欧洲嘉拓 电池材料设备 四川嘉拓 创新工艺设备 松山湖嘉拓 嘉拓日晟* 无锡嘉拓*	研发管理 璞泰来技术 投资贸易 香港璞泰来 海南璞泰来 璞泰来（新加坡） 璞泰来北美 璞泰来美国 股权投资 庐峰投资

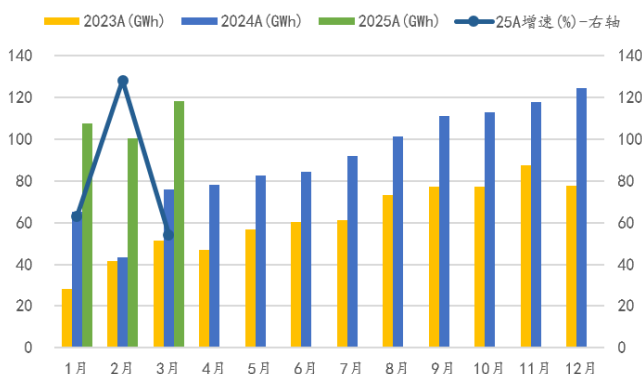
资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 4：我国新能源汽车销售及增速



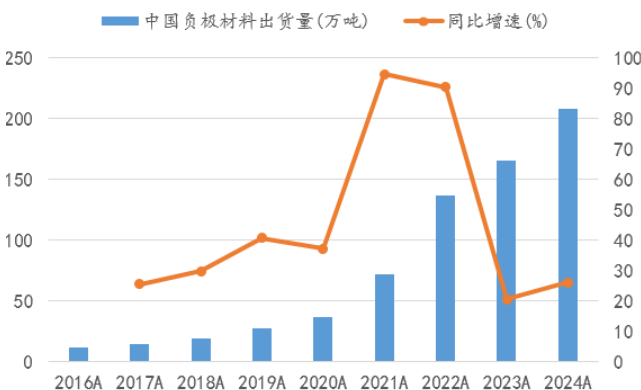
资料来源：中原证券研究所，中汽协

图 5：我国动力和其他电池产量及增速



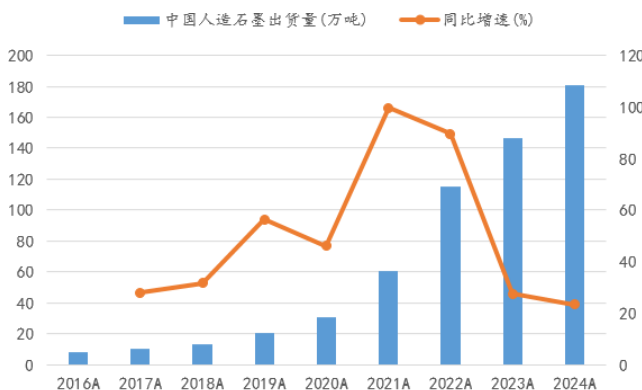
资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，中原证券研究所

图 6：我国负极材料销量及增速



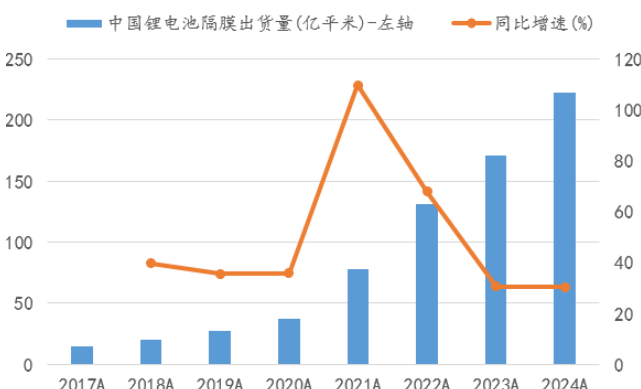
资料来源：中原证券研究所，GGII

图 7：我国人造石墨负极材料销量及增速



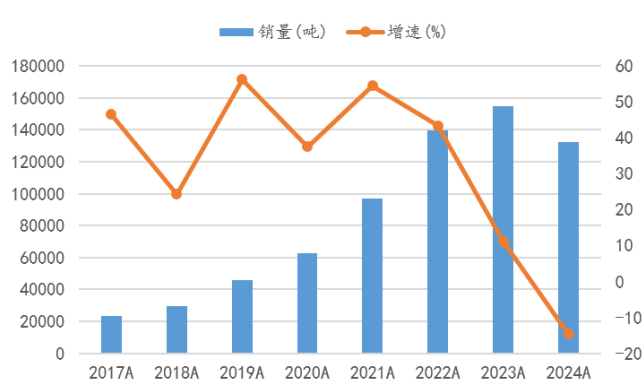
资料来源：中原证券研究所，GGII

图 8：我国锂电池隔膜出货量及增速



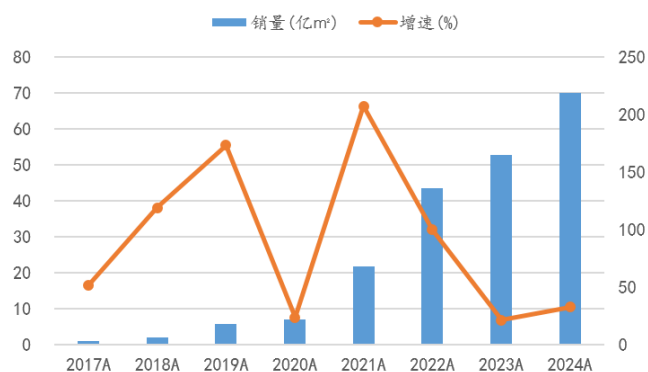
资料来源：中原证券研究所，GGII

图 9：公司负极材料出货及增速



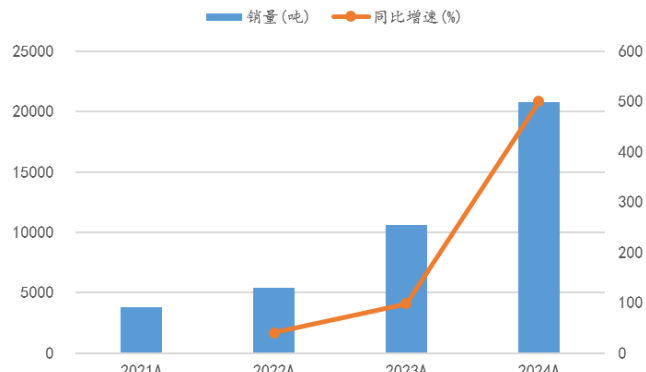
资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 10: 公司涂覆隔膜销量及增速



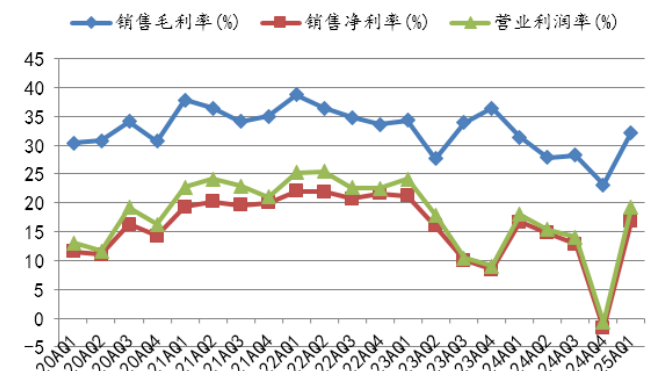
资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 11: 公司 PVDF 销量及增速



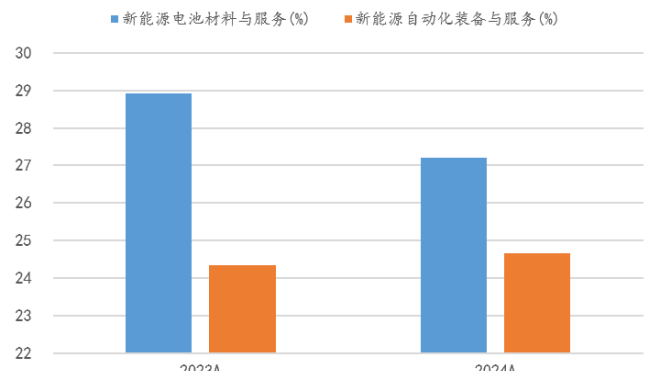
资料来源：中原证券研究所，公司公告

图 12: 公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券研究所，Wind

图 13: 公司主营产品盈利能力



资料来源：中原证券研究所，Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,669	23,415	26,051	30,607	35,733
现金	9,102	6,586	8,662	11,187	14,558
应收票据及应收账款	3,828	4,493	4,557	5,121	5,761
其他应收款	109	73	99	104	122
预付账款	370	263	346	359	417
存货	11,478	8,364	8,406	9,761	10,541
其他流动资产	3,782	3,634	3,981	4,074	4,335
非流动资产	15,006	18,689	18,877	18,312	17,140
长期投资	420	451	476	501	526
固定资产	6,809	8,934	9,886	10,086	9,681
无形资产	913	956	988	997	1,003
其他非流动资产	6,864	8,348	7,528	6,729	5,930
资产总计	43,675	42,104	44,928	48,920	52,873
流动负债	20,391	16,858	17,420	19,010	20,365
短期借款	3,670	3,632	3,612	3,592	3,572
应付票据及应付账款	7,311	4,621	5,066	5,740	6,379
其他流动负债	9,410	8,605	8,742	9,678	10,413
非流动负债	4,554	5,705	6,271	6,572	6,773
长期借款	3,955	4,787	5,287	5,587	5,787
其他非流动负债	599	918	983	984	985
负债合计	24,945	22,563	23,691	25,582	27,137
少数股东权益	956	1,153	1,426	1,754	2,137
股本	2,138	2,137	2,137	2,137	2,137
资本公积	7,889	7,871	7,871	7,871	7,871
留存收益	8,095	8,988	10,706	12,775	15,187
归属母公司股东权益	17,774	18,387	20,107	22,176	24,588
负债和股东权益	43,675	42,104	45,224	49,512	53,863

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,118	2,372	4,692	4,650	5,349
净利润	2,137	1,384	2,724	3,286	3,832
折旧摊销	765	945	1,364	1,520	1,627
财务费用	268	254	246	257	264
投资损失	-24	-50	-41	-56	-58
营运资金变动	-2,868	-772	254	-541	-500
其他经营现金流	840	610	145	185	184
投资活动现金流	-4,984	-3,709	-1,833	-1,260	-858
资本支出	-3,955	-3,241	-1,791	-1,172	-771
长期投资	-1,049	-490	-95	-95	-95
其他投资现金流	20	23	52	6	8
筹资活动现金流	6,592	-881	-786	-865	-1,119
短期借款	396	-37	-20	-20	-20
长期借款	1,026	832	500	300	200
普通股增加	747	-1	0	0	0
资本公积增加	2,386	-17	0	0	0
其他筹资现金流	2,037	-1,657	-1,266	-1,145	-1,299
现金净增加额	2,731	-2,216	2,076	2,525	3,371

资料来源：中原证券研究所，携宁

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,340	13,448	15,720	17,828	20,090
营业成本	10,305	9,751	10,988	12,278	13,739
营业税金及附加	113	123	129	155	170
营业费用	197	162	195	218	248
管理费用	648	608	687	792	886
研发费用	961	743	865	983	1,106
财务费用	76	63	64	59	48
资产减值损失	-1,075	-792	-148	-148	-148
其他收益	328	296	341	390	438
公允价值变动收益	29	4	0	0	0
投资净收益	24	50	41	56	58
资产处置收益	-1	-2	-2	-3	-2
营业利润	2,364	1,522	2,995	3,608	4,209
营业外收入	6	5	6	6	6
营业外支出	19	10	10	10	10
利润总额	2,351	1,517	2,991	3,604	4,205
所得税	214	132	267	318	373
净利润	2,137	1,384	2,724	3,286	3,832
少数股东损益	225	194	272	329	383
归属母公司净利润	1,912	1,191	2,452	2,957	3,448
EBITDA	3,177	2,581	4,419	5,183	5,880
EPS (元)	0.89	0.56	1.15	1.38	1.61

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.80	-12.33	16.89	13.41	12.69
营业利润 (%)	-35.83	-35.63	96.84	20.48	16.65
归属母公司净利润 (%)	-38.42	-37.72	105.90	20.63	16.60
获利能力					
毛利率 (%)	32.82	27.49	30.10	31.13	31.61
净利率 (%)	12.46	8.85	15.60	16.59	17.16
ROE (%)	10.75	6.48	12.19	13.34	14.02
ROIC (%)	7.73	4.96	8.63	9.56	10.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.11	53.59	52.73	52.29	51.33
净负债比率 (%)	133.18	115.47	110.02	106.90	101.54
流动比率	1.41	1.39	1.50	1.61	1.75
速动比率	0.76	0.81	0.92	1.01	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.31	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	4.24	3.75	4.00	4.28	4.30
应付账款周转率	2.38	2.79	3.41	3.41	3.40
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.56	1.15	1.38	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.52	1.11	2.20	2.18	2.50
每股净资产 (最新摊薄)	8.32	8.60	9.41	10.38	11.51
估值比率					
P/E	18.86	30.28	14.71	12.19	10.46
P/B	2.03	1.96	1.79	1.63	1.47
EV/EBITDA	14.25	14.72	8.62	6.92	5.56

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。