

璞泰来 (603659)

2025 年半年报点评：负极盈利拐点已现，多业务板块持续向好

买入 (维持)

2025 年 08 月 28 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 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,340	13,448	15,160	17,524	20,560
同比 (%)	(0.80)	(12.33)	12.73	15.60	17.33
归母净利润 (百万元)	1,912	1,191	2,523	3,089	4,001
同比 (%)	(38.42)	(37.72)	111.95	22.40	29.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.89	0.56	1.18	1.45	1.87
P/E (现价&最新摊薄)	21.12	33.91	16.00	13.07	10.09

投资要点

■ **业绩符合市场预期：公司 25H1 收入 70.9 亿元，同比+12%，归母净利润 10.6 亿元，同比+23%，扣非净利润 9.9 亿元，同比+29.1%，毛利率 32.1%，同比+2.6pct。其中 25Q2 收入 38.7 亿元，同环比+17%/+20%，归母净利润 5.7 亿元，同环比+37%/+16%，扣非净利润 5.2 亿元，同环比+48%/+9%，毛利率 32.1%，同环比+4.2/-0.1pct。**

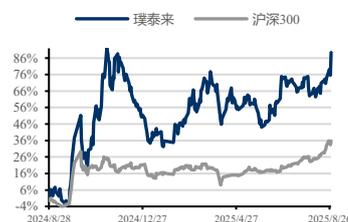
■ **负极 Q2 逐步改善，25-26 年出货维持高增长：负极端，公司 25H1 出货 7 万吨，同增 5%左右，其中我们预计 25Q2 出货近 4 万吨，环增显著，公司四川一期 10 万吨已逐步投产，加快客户审厂进度，我们预计二期 10 万吨 26 年择机投产，随着产能爬坡+新产品导入，我们预计 25 年出货 17-18 万吨，同增 30%+，26 年出货 30 万吨，同增 70%+；盈利端，25Q2 负极盈利改善，随着低成本产能投产，我们预计下半年盈利进一步修复。此外公司布局 CVD 硅碳，安徽紫宸一期调试完成，我们预计 25 年有效产能预计 500 吨，全年出货百吨级。**

■ **隔膜及 PVDF 稳定贡献利润增量：涂覆膜 25H1 出货 47.7 亿平，同增 64%，我们预计 25Q2 出货 24 亿平+，同增 50%，我们预计 25 年出货 95-100 亿平，同增 30%+，26 年维持 30%+增长；盈利端，公司单平净利稳定，我们预计 25 年可维持；基膜端，公司 25H1 出货 5 亿平，翻倍以上增长，25Q2 出货 3 亿平，我们预计全年出货 12 亿平，连续翻倍增长，预计年底公司产能达 20 亿平，后续新增产线成本进一步降低，优势显著；盈利端，我们预计公司基膜单平 0.1 元/平+，25 年可维持。PVDF 及衍生品 25H1 销售 1.46 万吨，同增 68%，我们预计 25 年出货提升至 3 万吨，PAA 上半年销售 3.8 万吨，同增 153%，合计全年贡献 3 亿左右净利。**

■ **设备稳定增长：设备业务 25H1 收入 18.4 亿元，同比微增，贡献预计 0.5 亿左右利润，公司新接订单 24 亿，同比大幅回升，我们预计 25 年贡献 1.5 亿左右利润。**

■ **具备固态整线解决方案能力，综合布局多种材料：公司在多辊转移、分段辊压、双钢带辊压三大干法成膜工艺路线取得了阶段性的成果，并已实现干法设备出货验收，其中搅拌机、干法成膜设备、干法复合设备、锂负极成型设备、叠片机、辊压设备、流化床等重点突破或可交付，等静压设备等也在积极布局，固态设备订单累计超过 2 亿元。此外，公司**

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.38
一年最低/最高价	10.40/21.85
市净率(倍)	2.28
流通 A 股市值(百万元)	43,539.81
总市值(百万元)	43,539.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.93
资产负债率(% ,LF)	54.30
总股本(百万股)	2,136.40
流通 A 股(百万股)	2,136.40

相关研究

《璞泰来(603659)：2025 年一季报点评：Q1 业绩拐点已现，多业务板块持续向好》

2025-04-27

《璞泰来(603659)：发布 25 年股权激励草案，业绩考核目标超预期彰显管理层信心》

2025-03-26

适用固态硫化物体系的高强、高延伸合金箔，超强箔、网状打孔铜箔等创新产品开发完成，进入客户评估中；氧化物固态电解质 LATP, LLZO 已实现量产，已在四川基地建成年产 200 吨固态电解质中试产线。公司对锂金属负极材料持续研发，成型设备采用压延复合工艺，已完成设备样机开发并交付使用。

- **减值计提审慎、经营性现金流改善：**25Q2 期间费用率 12%，同环比 +0.61/+0.63pct；Q2 资产减值 0.94 亿元，主要系计提存货减值。Q2 经营性净现金流 6.9 亿元，环比增加流入 1.6 亿元；Q2 资本开支 2.3 亿元，同环比 -65%/-14%。Q2 末存货 82.3 亿元，较 Q1 末 -0.2%。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 25-27 年归母净利 25.2/30.9/40 亿，同比 +112%/+22%/+30%（维持此前预测），对应 PE 为 16x/13x/10x，给予 26 年 18x PE，目标价 26.1 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量不及预期，行业竞争加剧。

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23,415	21,897	23,084	28,478	营业总收入	13,448	15,160	17,524	20,560
货币资金及交易性金融资产	8,569	7,234	6,450	9,276	营业成本(含金融类)	9,751	10,294	11,739	13,534
经营性应收款项	5,199	5,504	6,282	7,365	税金及附加	123	136	158	185
存货	8,364	7,897	9,005	10,382	销售费用	162	182	193	206
合同资产	485	455	526	617	管理费用	608	637	701	781
其他流动资产	798	808	821	838	研发费用	743	803	894	1,007
非流动资产	18,689	20,302	21,341	21,920	财务费用	63	130	187	178
长期股权投资	451	461	471	481	加:其他收益	296	303	315	329
固定资产及使用权资产	8,947	10,088	10,854	11,162	投资净收益	50	30	35	41
在建工程	5,980	6,380	6,580	6,780	公允价值变动	4	0	10	10
无形资产	956	1,019	1,082	1,145	减值损失	(826)	(230)	(200)	(120)
商誉	104	104	104	104	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	229	229	228	227	营业利润	1,522	3,080	3,813	4,929
其他非流动资产	2,022	2,022	2,022	2,022	营业外净收支	(5)	1	0	10
资产总计	42,104	42,199	44,425	50,398	利润总额	1,517	3,081	3,813	4,939
流动负债	16,858	14,124	13,196	15,084	减:所得税	132	277	381	494
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,794	2,546	100	100	净利润	1,384	2,804	3,432	4,445
经营性应付款项	4,621	4,878	5,563	6,413	减:少数股东损益	194	280	343	445
合同负债	3,470	3,603	4,109	4,737	归属母公司净利润	1,191	2,523	3,089	4,001
其他流动负债	2,974	3,097	3,424	3,834	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.18	1.45	1.87
非流动负债	5,705	5,705	5,705	5,705	EBIT	1,636	3,107	3,840	4,847
长期借款	4,787	4,787	4,787	4,787	EBITDA	2,581	4,486	5,591	6,858
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.49	32.10	33.01	34.18
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	8.85	16.65	17.63	19.46
其他非流动负债	908	908	908	908	收入增长率(%)	(12.33)	12.73	15.60	17.33
负债合计	22,563	19,829	18,901	20,789	归母净利润增长率(%)	(37.72)	111.95	22.40	29.54
归属母公司股东权益	18,387	20,937	23,747	27,388					
少数股东权益	1,153	1,434	1,777	2,221					
所有者权益合计	19,540	22,370	25,524	29,609					
负债和股东权益	42,104	42,199	44,425	50,398					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,372	5,316	5,047	6,002	每股净资产(元)	8.60	9.80	11.11	12.82
投资活动现金流	(3,709)	(2,961)	(2,755)	(2,539)	最新发行在外股份(百万股)	2,137	2,137	2,137	2,137
筹资活动现金流	(881)	(3,691)	(3,085)	(647)	ROIC(%)	5.10	9.45	11.49	13.44
现金净增加额	(2,216)	(1,335)	(793)	2,816	ROE-摊薄(%)	6.48	12.05	13.01	14.61
折旧和摊销	945	1,379	1,752	2,011	资产负债率(%)	53.59	46.99	42.55	41.25
资本开支	(3,241)	(2,979)	(2,780)	(2,570)	P/E (现价&最新股本摊薄)	33.91	16.00	13.07	10.09
营运资本变动	(772)	466	(652)	(800)	P/B (现价)	2.20	1.93	1.70	1.47

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>