

璞泰来 (603659.SH)

业绩符合预期，负极新品有望放量

公司公告：2025 年 H1 公司实现营收、归母、扣非净利润分别 70.8 亿元、10.55 亿元、9.9 亿元，分别同比增长 11.95%、23%、29%。2025Q2 实现营收、归母、扣非净利润分别 38.7 亿元、5.68 亿元、5.18 亿元，分别同比增长 17%、增长 37%、增长 48%。

- **Q2 业绩符合预期。**2025 年 Q2 公司业绩继续稳健增长。Q2 仍有约 1.3 亿资产、信用减值，主要来自设备业务及应收账款计提，后续业绩有望环比持续向上。同时 Q2 负极业务已实现重新盈利，后续有望继续修复。
- **负极业务分析。**公司 2025 年上半年负极出货 7 万吨，同比微增，其中 25Q2 出货约 4 万吨，环比增长明显。目前公司四川工厂产能已投产，客户审厂也已通过，我们预计今年年底将会逐步放量。随着新产品的放量，明年公司负极业务单位盈利有望显著修复。
- **隔膜业务继续实现快速增长。**2025 年 H1 公司涂覆出货约 48 亿平，同比增长约 64%，25q2 出货约 25 亿平，同比增长 60%。公司涂覆隔膜业务为公司主要盈利盘，25 年仍实现较快增长，同时单位盈利较为稳定。从 H1 增速看，预计全年有望突破 100 亿平销量。同时公司基膜 25Q2 出货约 3.3 亿平，环比增长超 60%，实现放量。此外，公司 pvdf、设备业务根据当前订单水平都比较稳健，估算公司 2025 年 H1 PVDF 出货约 1.5 万吨，贡献归母净利润约 1 亿元，Q2 约 0.6 亿元，依旧维持较好的单位盈利。另外，公司加大极片业务开拓，从供应粉体到供应半成品极片产品，提高公司综合附加值，未来放量值得期待。
- **投资评价。**公司涂覆等基础业务有望保持稳健增长，伴随低成本产业基地投放与新产品起量，有望促使负极板块反转，此外，延伸的极片业务有望带来新增长点。预计 2025 年公司有望实现归母净利润 24.7 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期；竞争加剧可能导致的产品价格与盈利下降。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15340	13448	15654	19499	23688
同比增长	-1%	-12%	16%	25%	21%
营业利润(百万元)	2364	1522	3153	4069	5261
同比增长	-36%	-36%	107%	29%	29%
归母净利润(百万元)	1912	1191	2469	3185	4119
同比增长	-38%	-38%	107%	29%	29%
每股收益(元)	0.89	0.56	1.16	1.49	1.93
PE	25.1	40.2	19.4	15.0	11.6
PB	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：

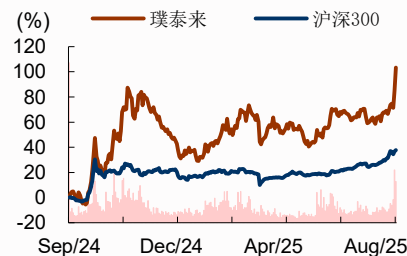
当前股价：22.42 元

基础数据

总股本（百万股）	2136
已上市流通股（百万股）	2136
总市值（十亿元）	47.9
流通市值（十亿元）	47.9
每股净资产（MRQ）	8.9
ROE（TTM）	7.3
资产负债率	54.3%
主要股东	梁丰
主要股东持股比例	24.87%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	29	109
相对表现	11	14	71



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《璞泰来 (603659) —发布股票期权激励方案，公司负极盈利有望迎来反转》2025-03-31
- 2、《璞泰来 (603659) —涂覆隔膜业务量利齐升，负极业务有望改善》2024-05-21
- 3、《璞泰来 (603659) —库存减值影响 Q3 业绩，新业务快速发展》2023-11-06

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

陈宇超 S1090524010002

chenyuchao@cmschina.com.cn

表 1: 盈利预测

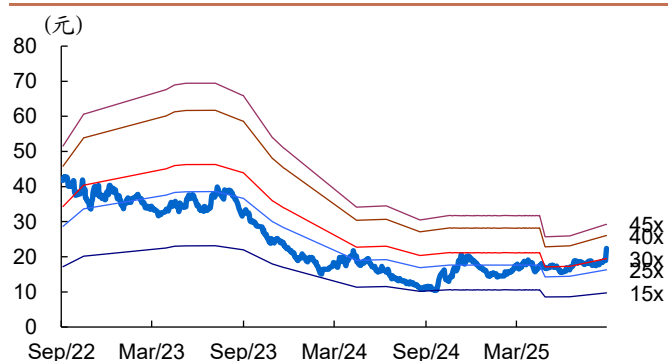
		2024A	2025F	2026F	2027F
新能源电池材料与服务	营业收入（百万元）	9,873.7	11,848.5	15,403.0	19,253.8
	YoY		20.0%	30.0%	25.0%
	营业成本（百万元）	7,169.6	7,938.5	10,089.0	12,707.5
	毛利率	27.4%	33.0%	34.5%	34.0%
新能源自动化装备与服务	营业收入（百万元）	3,776.6	3,965.4	4,163.7	4,580.0
	YoY		5.0%	5.0%	10.0%
	营业成本（百万元）	2,845.5	2,974.0	3,081.1	3,389.2
	毛利率	23.9%	25.0%	26.0%	26.0%
产业投资	营业收入（百万元）	827.1	1,075.2	1,290.2	1,483.7
	YoY		30.0%	20.0%	15.0%
	营业成本（百万元）	789.78	1,021.4	1,225.7	1,409.6
	毛利率	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	营业收入（百万元）	-1,028.9	-1,234.7	-1,358.2	-1,629.8
	YoY	-10.0%	20.0%	10.0%	20.0%
	营业成本（百万元）	-1,054.1	-1,222.4	-1,371.8	-1,646.1
	毛利率	-2.4%	1.0%	-1.0%	-1.0%
合计	营业收入（百万元）	13,448.4	15,654.3	19,498.7	23,687.7
	YoY	-11.6%	16.4%	24.6%	21.5%
	营业成本（百万元）	9,750.8	10,711.6	13,024.0	15,860.1
	毛利率	27.5%	31.6%	33.2%	33.0%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

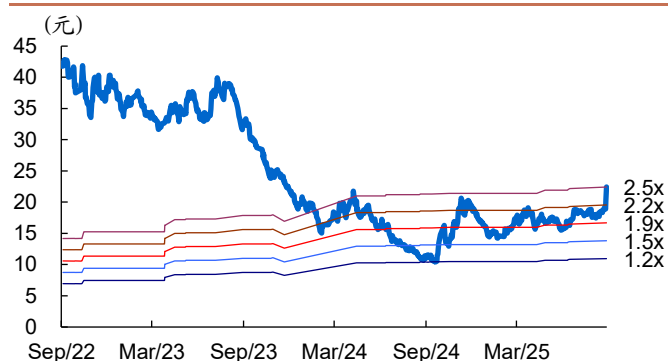
- 1) 新能源汽车政策低于预期：**如果相关产业政策发生重大不利变化，将会对公司的销售规模和盈利能力产生重大不利影响，因此存在一定的政策风险。
- 2) 新能源汽车销量低于预期：**如果受到产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素影响，可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。
- 3) 产品价格持续下降：**动力电池作为新能源汽车核心部件之一，也不断吸引新进入者通过直接投资、产业转型或收购兼并等方式参与竞争，同时现有动力电池及其材料企业亦纷纷扩充产能，市场竞争日益激烈，市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩，将面临一定的市场竞争加剧的风险。

图 1: 璞泰来历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 璞泰来历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

点评报告：发布股票期权激励方案，公司负极盈利有望迎来反转，20250331

点评报告：涂覆隔膜业务量利齐升，负极业务有望改善，20240521

点评报告：库存减值影响 Q3 业绩，新业务快速发展，20231106

点评报告：业绩符合预期，新业务蓄势待发，20230511

点评报告：Q2 业绩符合预期，三大业务板块多点开花，20220906

点评报告：一季报业绩超预期，负极涨价效果开始体现，20220412

点评报告：年报业绩符合预期，负极和隔膜业务一体化加速，20220330

点评报告：业绩符合预期，负极和隔膜业务驱动增长，20220126

点评报告：业绩符合预期，负极业务经营稳定，隔膜业务高增长，20211029

点评报告：报表质量持续优化，负极、隔膜业务高增长，20210806

深度报告：璞泰来投资价值分析，20210521

点评报告：业绩超预期，盈利能力持续改善，20210413

点评报告：年报业绩符合预期，持续扩产保持竞争力，20210320

点评报告：涂覆膜贡献主要利润增量，下半年负极业务有望好转，20190830

点评报告：负极和涂覆膜销量高增长，毛利率下滑影响利润增速，20190428

点评报告：年报业绩符合预期，持续扩产保持竞争力，20190311

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28669	23415	19950	24073	28830
现金	9102	6586	1252	1551	1862
交易性投资	1525	1982	1982	1982	1982
应收票据	589	556	648	807	980
应收款项	3238	3937	4583	5708	6934
其它应收款	109	73	85	106	128
存货	11478	8364	9189	11172	13605
其他	2627	1915	2212	2747	3338
非流动资产	15006	18689	20412	21933	23276
长期股权投资	420	451	451	451	451
固定资产	6809	8934	10809	12462	13921
无形资产商誉	991	1059	954	858	772
其他	6785	8244	8198	8162	8133
资产总计	43675	42104	40362	46006	52106
流动负债	20391	16858	12610	15292	17558
短期借款	3670	3632	669	1242	922
应付账款	7311	4621	5076	6172	7516
预收账款	4326	3470	3812	4635	5645
其他	5083	5135	3053	3243	3476
长期负债	4554	5705	5705	5705	5705
长期借款	3955	4787	4787	4787	4787
其他	599	918	918	918	918
负债合计	24945	22563	18315	20997	23263
股本	2138	2137	2137	2137	2137
资本公积金	7540	7253	7253	7253	7253
留存收益	8096	8997	11102	13547	16710
少数股东权益	956	1153	1555	2073	2743
归属于母公司所有者权益	17774	18387	20492	22937	26101
负债及权益合计	43675	42104	40362	46006	52106

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1118	2372	2863	3120	4224
净利润	2137	1384	2870	3703	4789
折旧摊销	746	930	1205	1407	1585
财务费用	268	254	100	80	100
投资收益	(24)	(50)	(319)	(355)	(389)
营运资金变动	(1808)	70	(994)	(1715)	(1860)
其它	(201)	(217)	0	0	0
投资活动现金流	(4984)	(3709)	(2609)	(2573)	(2539)
资本支出	(3971)	(3263)	(2928)	(2928)	(2928)
其他投资	(1013)	(445)	319	355	389
筹资活动现金流	6592	(881)	(5588)	(248)	(1376)
借款变动	4095	(549)	(5124)	573	(320)
普通股增加	747	(1)	0	0	0
资本公积增加	2132	(287)	0	0	0
股利分配	(473)	(299)	(363)	(741)	(956)
其他	90	255	(100)	(80)	(100)
现金净增加额	2726	(2218)	(5334)	299	310

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15340	13448	15654	19499	23688
营业成本	10287	9751	10712	13024	15860
营业税金及附加	113	123	143	178	216
营业费用	214	162	157	253	308
管理费用	648	608	626	877	948
研发费用	961	743	783	1072	1184
财务费用	76	63	100	80	100
资产减值损失	(1058)	(828)	(300)	(300)	(200)
公允价值变动收益	29	4	4	4	4
其他收益	328	296	250	280	300
投资收益	24	50	64	71	85
营业利润	2364	1522	3153	4069	5261
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	19	10	10	10	10
利润总额	2351	1517	3148	4064	5256
所得税	214	132	279	361	467
少数股东损益	225	194	401	518	670
归属于母公司净利润	1912	1191	2469	3185	4119

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	-12%	16%	25%	21%
营业利润	-36%	-36%	107%	29%	29%
归母净利润	-38%	-38%	107%	29%	29%
获利能力					
毛利率	32.9%	27.5%	31.6%	33.2%	33.0%
净利率	12.5%	8.9%	15.8%	16.3%	17.4%
ROE	12.2%	6.6%	12.7%	14.7%	16.8%
ROIC	9.0%	4.9%	10.3%	12.9%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	57.1%	53.6%	45.4%	45.6%	44.6%
净负债比率	22.0%	25.1%	13.5%	13.1%	11.0%
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.9	1.0	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	3.8	3.2	3.2	3.3	3.3
应付账款周转率	1.4	1.6	2.2	2.3	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.89	0.56	1.16	1.49	1.93
每股经营净现金	0.52	1.11	1.34	1.46	1.98
每股净资产	8.32	8.61	9.59	10.74	12.22
每股股利	0.14	0.17	0.35	0.45	0.58
估值比率					
PE	25.1	40.2	19.4	15.0	11.6
PB	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	21.7	27.9	14.9	12.0	9.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。