



主业稳健恢复，新布局未来可期

——璞泰来（603659.SH）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

主业稳健恢复，新布局未来可期

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 30 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 70.9 亿元，同比+12%，归母净利 10.6 亿元，同比+23%，扣非净利 9.9 亿元，同比+29%；毛利率 32.1%，同比+2.6pcts，净利率 14.9%，同比+1.4pcts。25Q2 公司实现营收 38.7 亿元，同/环比+17%/+20%；归母净利 5.7 亿元，同/环比+37%/+16%；毛利率 32.1%，同/环比+4.2/-0.1pcts；净利率 14.7%，同/环比+2.1/-0.5pcts，符合预期。
- **涂覆业务稳健，基膜放量。**25H1 公司涂覆膜/基膜出货约 48 亿平/5 亿平，同比+64%/翻倍增长，其中 Q2 出货约 26 亿平/3 亿，涂覆业务市场占有率持续提升至 43%，龙头地位稳固，盈利基本稳定。基膜方面四川产能释放贡献增量，预计单吨盈利约 0.1 元，后续研发致力推动单线产能提升 50%至 3 亿平，降本空间可观。PVDF/PAA/铝塑膜同比+68%/+153%/+29%增长态势良好。
- **负极材料报价供应，新品将贡献弹性。**25H1 公司负极材料出货量约 7 万吨，其中 Q2 约 4 万吨，同比略有增长，主要系公司严控低价产品出货量以保障盈利和现金流。四川基地正式投产爬坡，盈利持续修复，预计 Q2 微利。后续高价值量新品进入客户导入/批量试生产阶段，全年有望实现盈亏平衡。
- **行业回暖，设备量利齐升。**行业重回扩张，25H1 锂电设备营收同比+7%，新接订单超 24 亿同比大幅提升。
- **多概念加持，价值重估。**1) 固态电池叠片、辊压等设备实现突破或可达可交付状态，成功推出干法电极整线解决方案并实现出货验收，过去三年固态电池相关工艺设备订单已超 2 亿元。2) 400 吨硅碳负极在建并拥有 200 吨多孔碳中试线，计划年底形成千吨级产能，核心设备自研；锂金属负极成型设备已完成样机开发并交付使用。3) 200 吨氧化物固态电解质中试线建成，产品性能领先。4) 积极探索极片“整卷”交付模式，海外客户有望逐步起量。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 165/196/233 亿元；归母净利分别为 24/31/39 亿元，EPS 1.1、1.5、1.8 元/股，对应 PE 20x/15x/12x。首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	13448.43	16469.59	19624.66	23321.01
同比/%	-12.33	22.46	19.16	18.84
归母净利润/百万元	1190.62	2410.28	3131.11	3930.52
同比/%	-37.72	102.44	29.91	25.53
EPS/元	0.56	1.13	1.47	1.84
PE	40.23	19.87	15.30	12.19

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

璞泰来 (603659.SH)

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

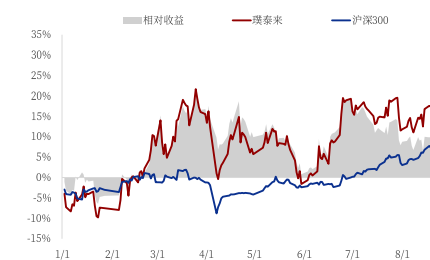
市场数据

2025-08-29

A 股收盘价/元	22.42
上证指数	3,857.93
总股本（亿股）	21.36
实际流通 A 股（亿股）	21.36
流通 A 股市值（亿元）	479.0

市场表现

2025-08-29



资料来源：iFind、中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	9
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 领先电池负极材料行业，多线创新引领未来	12
三、 投资建议	14
(一) 盈利预测	14
(二) 相对估值	14
(三) 投资建议	14
四、 风险提示	15

一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

公司营收重回增长区间。2025 年上半年，公司营业收入实现 70.9 亿元，同比增长 11.9%，其中新能源电池材料与服务占比 69.5%，同比增长 17%，锂电设备业务占比 23.5%，同比+7%。25Q2 公司营收 38.7 亿元，同比+17.5%，环比+20.5%。

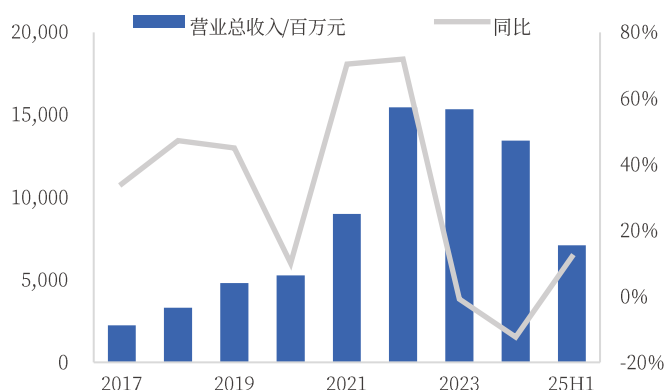
涂覆业务稳健，基膜放量。25H1 公司涂覆膜/基膜出货约 48 亿平/5 亿平，同比+64%/翻倍增长，其中 Q2 出货约 26 亿平/3 亿，涂覆业务市场占有率持续提升至 43%，龙头地位稳固，盈利基本稳定。基膜方面四川产能释放贡献增量，预计单吨盈利约 0.1 元，后续研发致力推动单线产能提升 50%至 3 亿平，降本空间可观。而 PVDF/PAA/铝塑膜出货同比+68%/+153%/+29%增长态势良好。

负极材料报价供应，新品将贡献弹性。25H1 公司负极材料出货量约 7 万吨，其中 Q2 约 4 万吨，同比略有增长，主要系公司严控低价产品出货量以保障盈利和现金流。四川基地正式投产爬坡，通过石墨化技改等措施降本增效，季度间盈利持续修复，预计 Q2 微利。后续长循环、超快充等高价值量新品进入客户导入/批量试生产阶段，全年有望实现盈亏平衡。

行业回暖，设备量利齐升。经历 24 年低谷后行业重回扩张区间，2025 年以来，全球动力及储能电池市场需求旺盛，国内消费补贴政策推动消费电子产品需求增长，叠加海外新玩家积极布局本土产能，拉动新一轮锂电设备需求。25H1 锂电设备业务同比+7.3%，新接订单超 24 亿同比大幅提升。公司极片涂布机国内市场份额继续保持行业领先，通过优化设计、技术改进、物料集采、信息化建设和精细化管理等多种方式推进了降本增效工作，盈利能力保持相对稳定，中后段设备如叠片机、氮检机、注液机、化成分容设备、包膜机等产品已形成批量出货并验收。

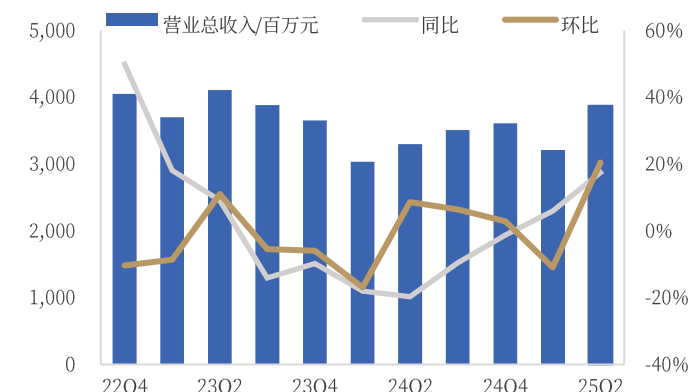
多概念加持，价值重估。1) 固态电池干法成膜、湿法涂布、叠片、辊压等设备实现突破或可达交付状态，成功推出干法电极整线解决方案并实现干法设备出货验收，过去三年固态电池相关工艺设备订单已超 2 亿元。2) 400 吨硅碳负极基地在建并拥有 200 吨多孔碳中试线，计划年底形成千吨级产能，核心设备自研；同时积极开展锂金属负极研发，锂金属负极成型设备采用压延复合工艺，已完成设备样机开发并交付使用。3) 200 吨氧化物固态电解质中试线建成，产品性能领先。4) 期内公司成立极片事业部，依托“材料+设备”平台型布局，为海内外电池厂商、车企及储能客户提供极片来料加工服务，并积极探索“整卷”交付模式，与海外客户展开了初步的研发合作，下半年有望逐步起量。

图1：25H1 公司营业总收入



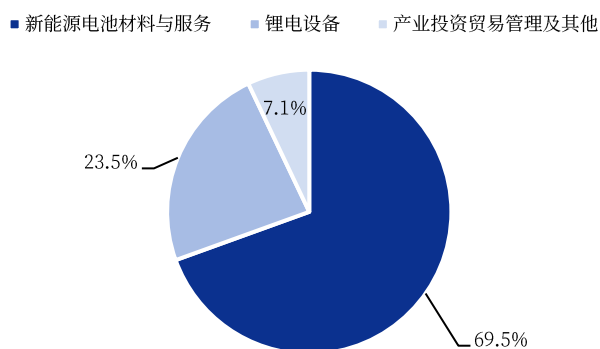
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入



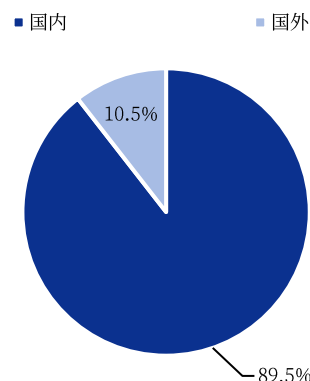
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3: 25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

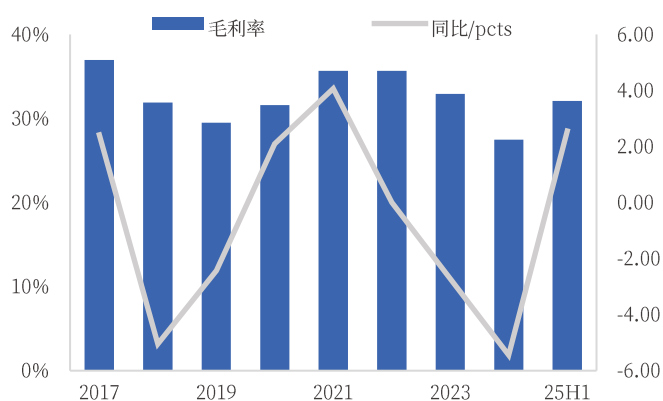
图4: 2024 年公司营收按地区分类拆分



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

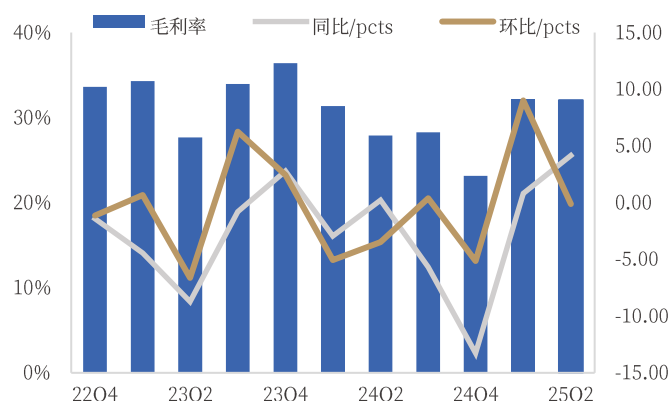
25Q2 公司毛利率同比大幅提升。25H1 公司销售毛利率 32.1%，同比+2.6pcts，新能源电池材料与服务、锂电设备毛利率分别为 32.5%/25.4%，同比+3.6%/-2.4%。25Q2 公司销售毛利率 32.0%，同/环比+4.2/-0.1pcts。

图5: 25H1 公司毛利率



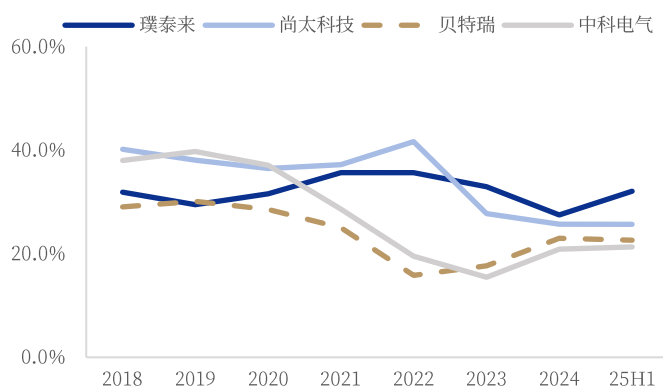
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 25Q2 公司毛利率



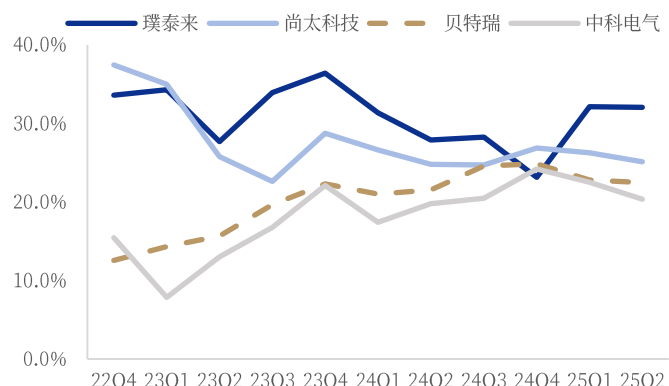
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图7: 可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

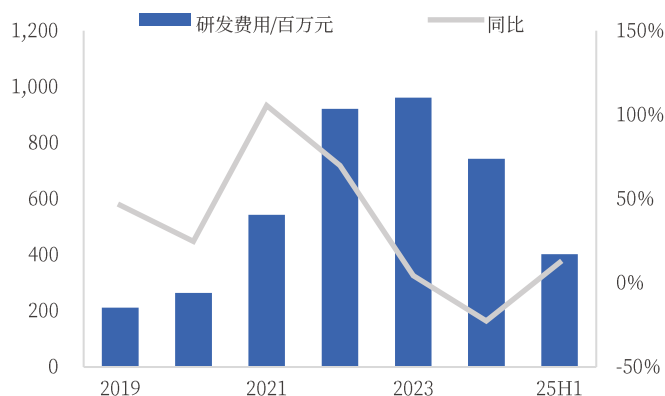
图8: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

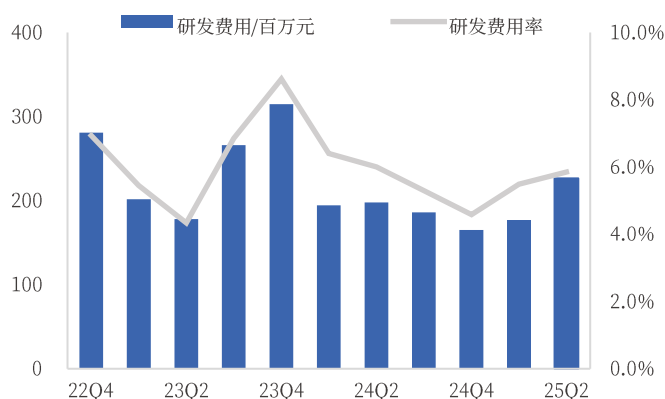
期间费用率基本稳定。25H1 公司期间费用率为 12.0%，同比-0.1pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.0%、4.5%、5.7%、0.8%。25Q2 公司期间费用率为 12.3%，同/环比+0.5/+0.5pcts。

图9：25H1 公司研发费用情况



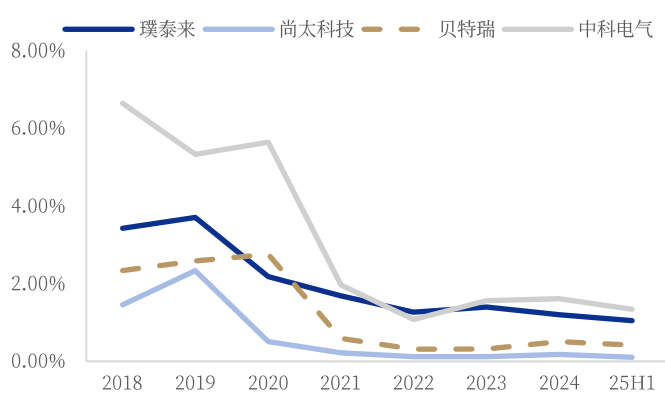
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图11：25Q2 公司研发费用情况



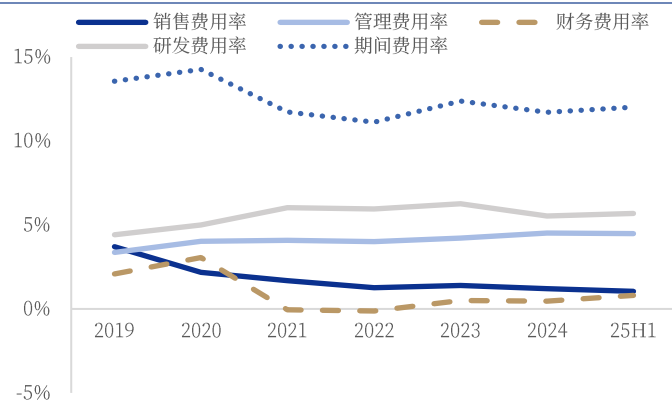
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13：25H1 可比公司销售费用率对比



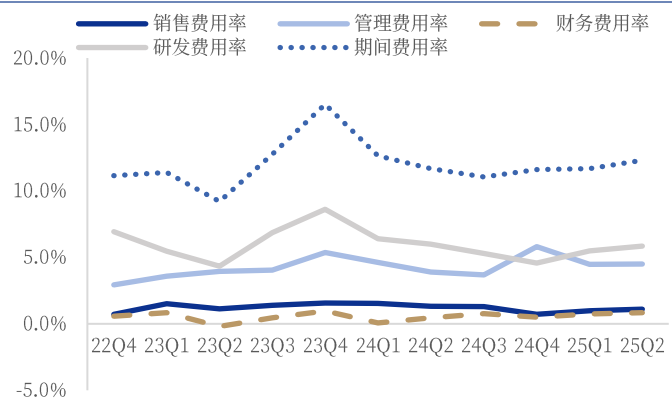
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用率情况



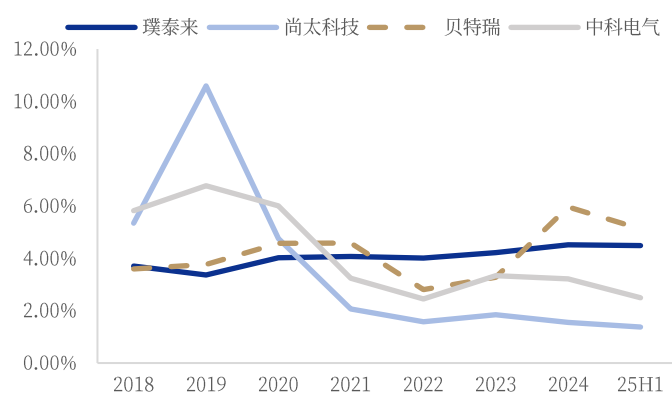
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：25Q2 公司期间费用率情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

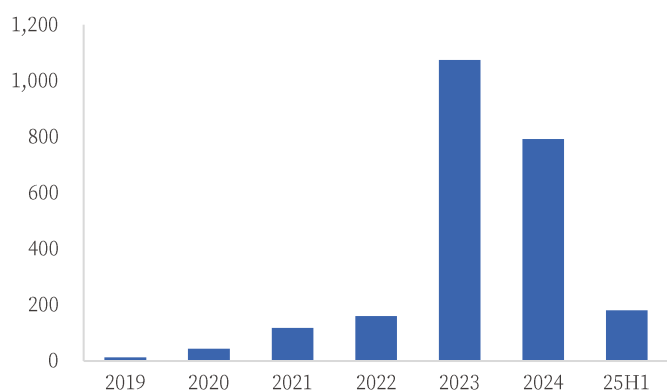
图14：25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

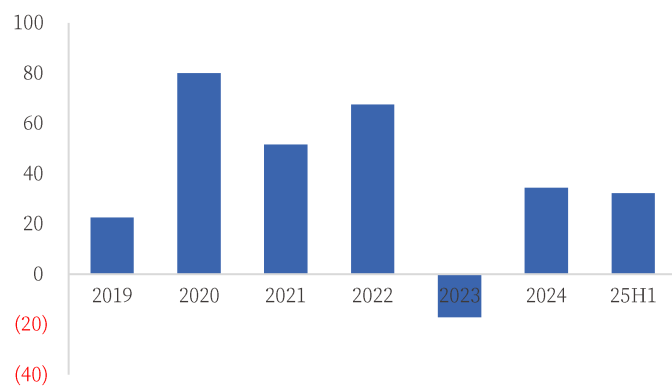
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 1.8 亿元、3222 万元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图15: 25H1 公司资产减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

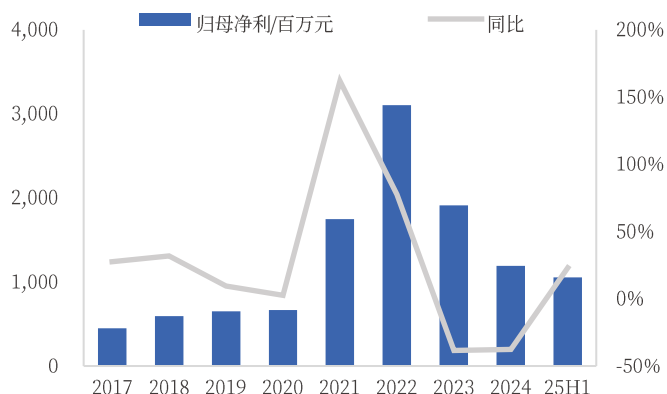
图16: 25H1 公司信用减值损失 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

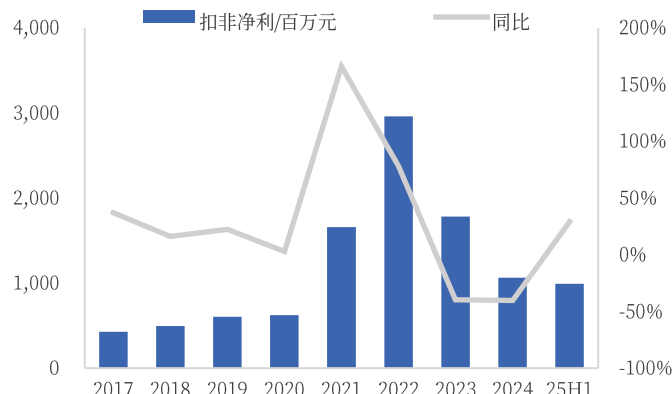
公司归母净利润增速大于营收增速，盈利触底回升。2025 年上半年公司实现归母净利润 10.6 亿元，同比+23.0%，归母净利率 14.9%，同比+1.4pcts。扣非净利 9.9 亿元，同比+29.2%。25Q2 公司归母净利润 5.7 亿元，同/环比+37%/+16%，归母净利率 14.7%，同/环比+2.1pcts/-0.5pcts；扣非净利 5.2 亿元，同/环比+48.3pcts/+9.3pcts，扣非归母净利率 13.4%，同/环比+2.8/-1.4pcts。

图17: 25H1 公司归母净利润



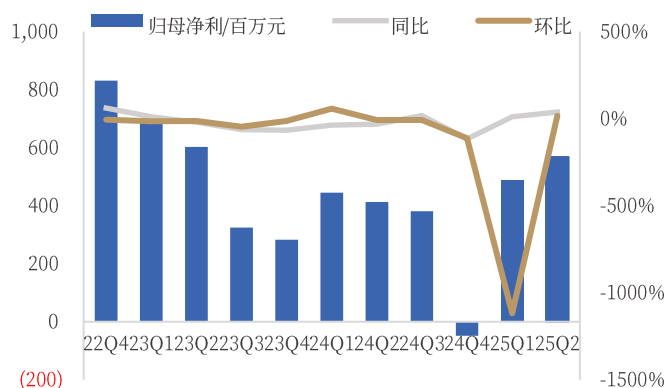
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润



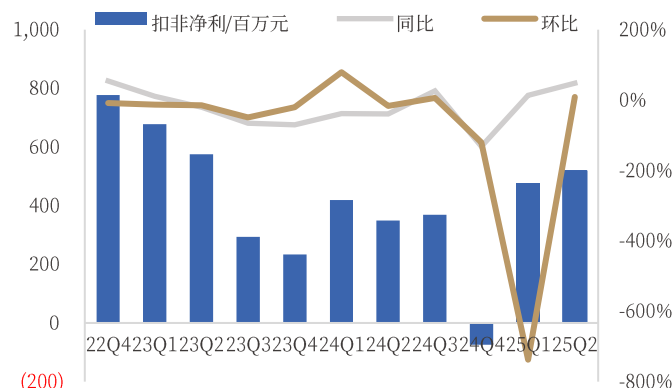
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润



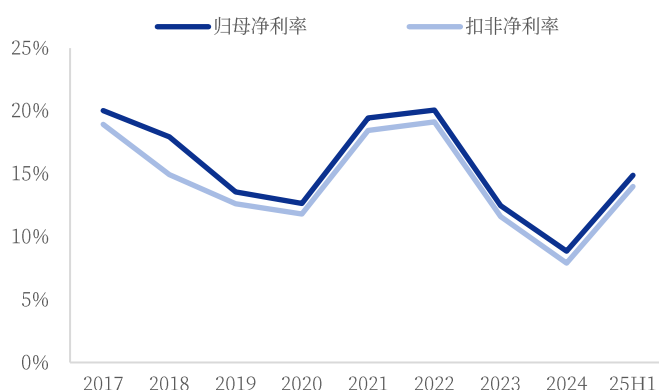
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润



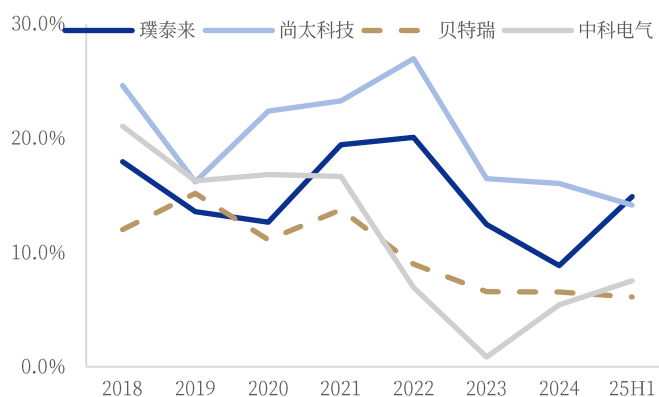
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司归母净利润率与扣非归母净利润率



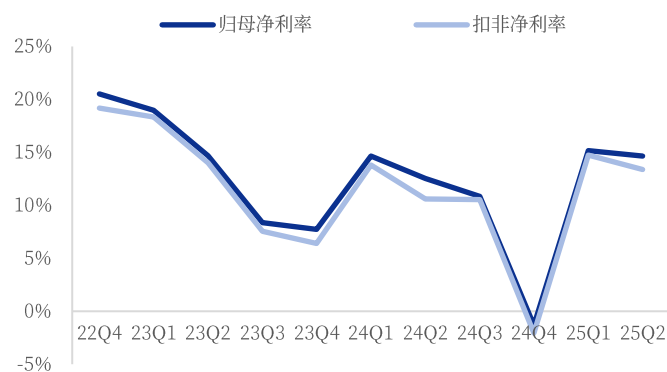
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司归母净利润率对比



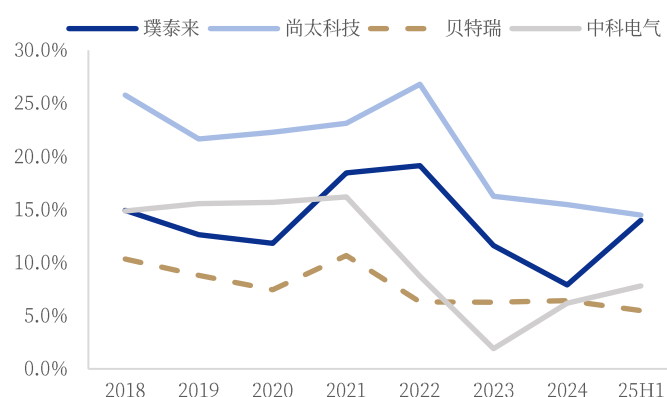
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司归母净利润率与扣非归母净利润率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图24: 25H1 可比公司扣非归母净利润率对比

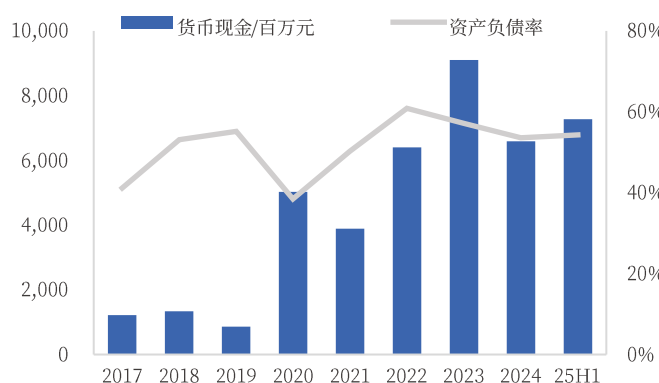


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

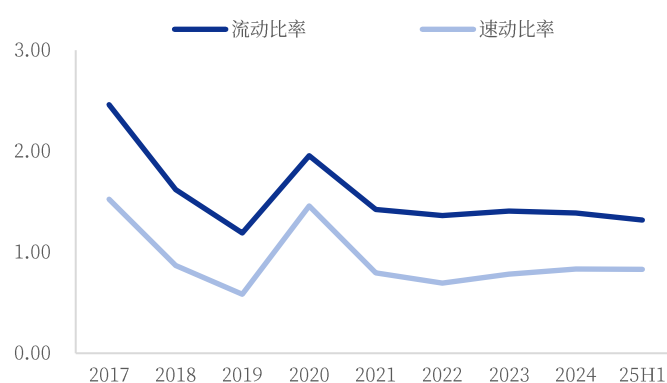
2025 年上半年公司资产负债率 54.3%, 资产结构健康。期末货币现金 72.7 亿元, 同比-5.3%。公司流动比率/速动比率分别为 1.32/0.83, 近两年维持稳定, 偿债能力强。

图25: 25H1 公司货币现金



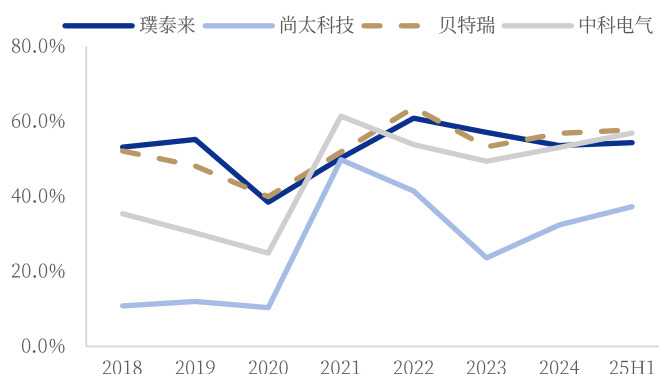
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 公司流动/速动比率稳定



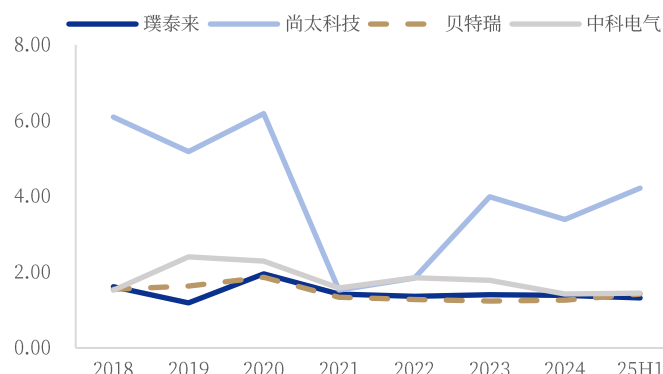
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图28: 25H1 可比公司流动比率对比

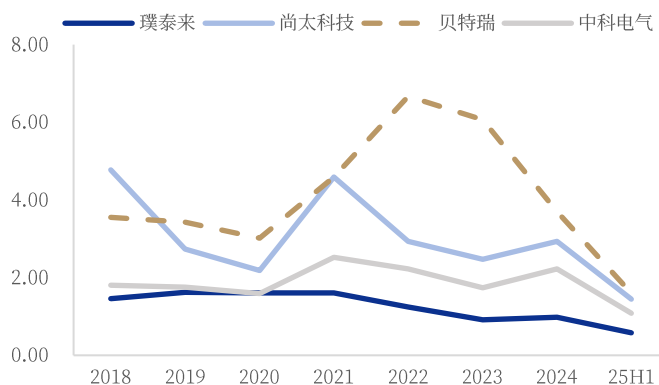


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

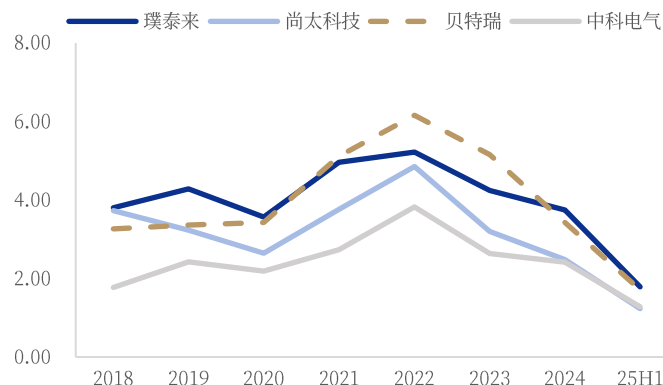
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 0.6 次、1.8 次、0.4 次、0.2 次。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



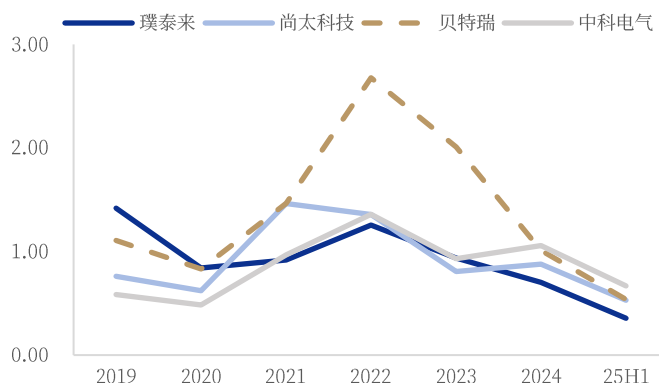
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



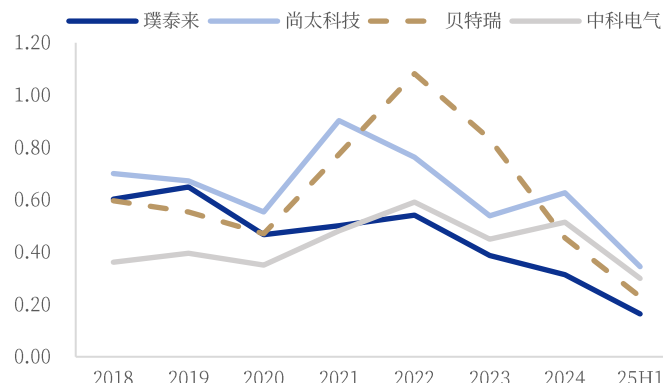
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比

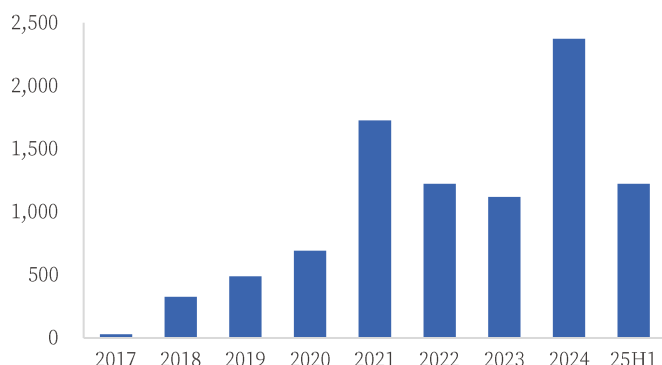


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

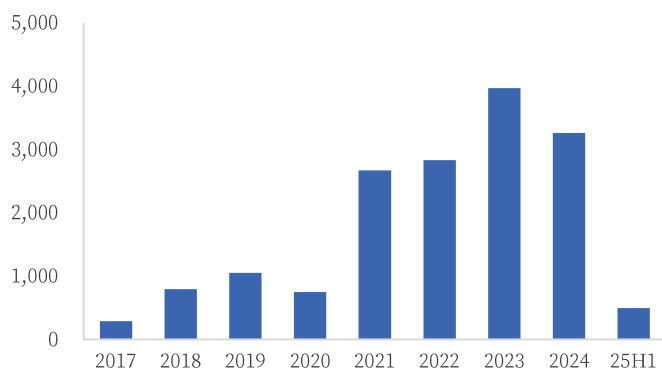
25H1 经营性现金流净额同比由负转正。2025H1 公司经营性现金流净额为 12.2 亿元，同比大幅转正，其中 Q2 为 6.9 亿元，同比略有下滑。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支为 5.0 亿元，扩产表现更为谨慎。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



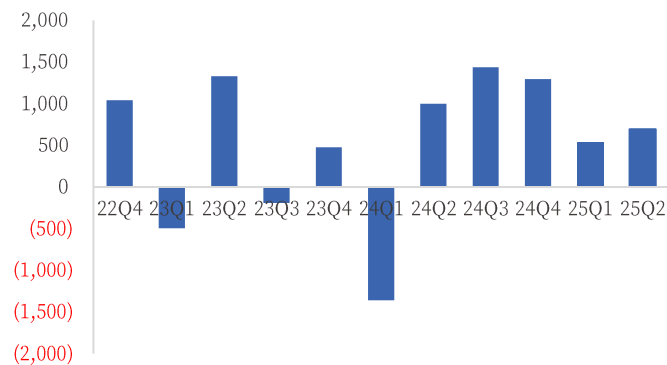
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图35: 25H1 公司资本开支/百万元



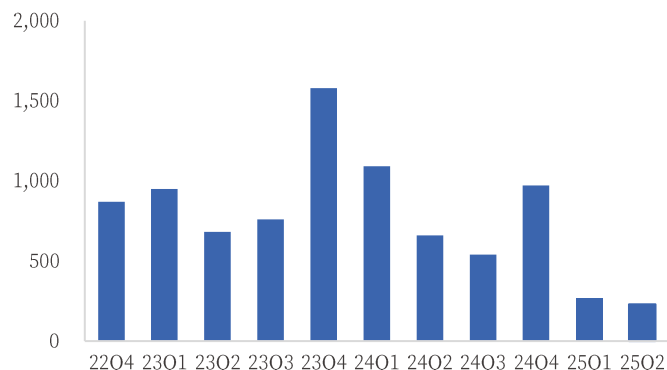
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

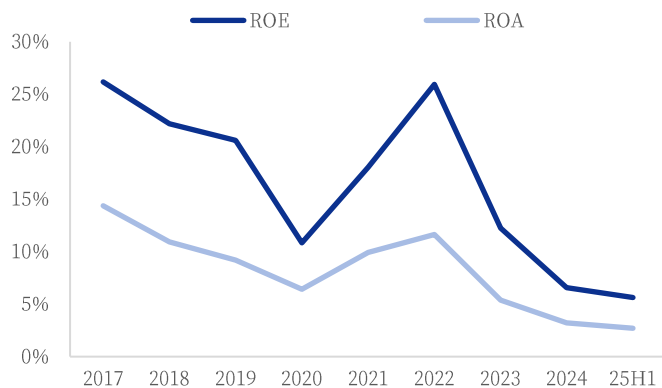
图36: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

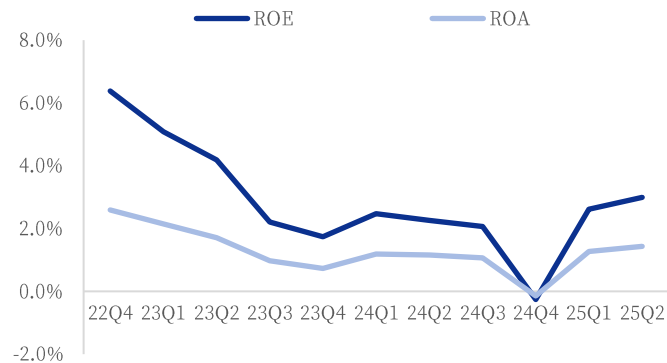
(五) 杜邦分析

图37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



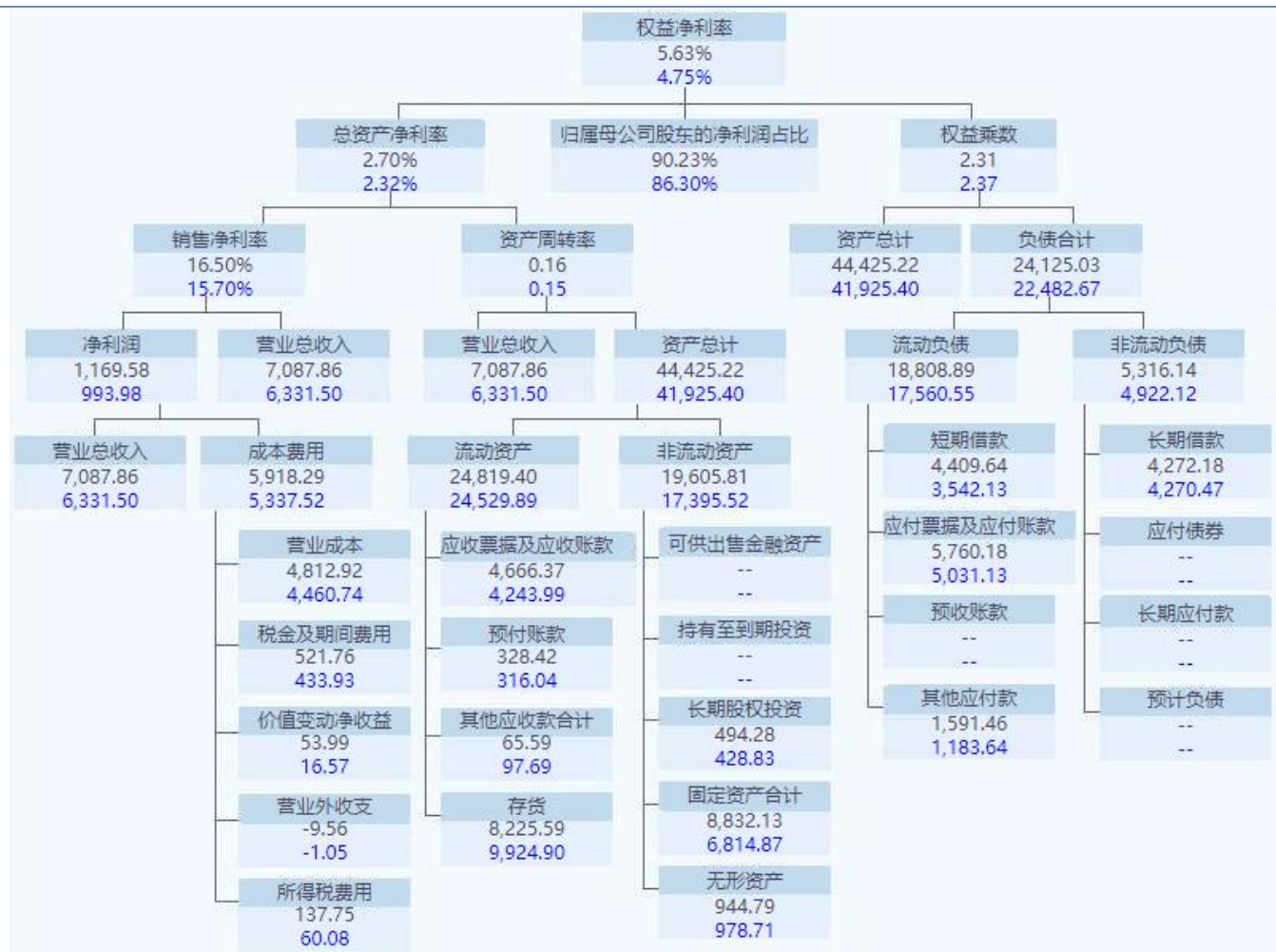
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、领先电池负极材料行业，多线创新引领未来

深度布局电池负极、设备、涂覆隔膜业务。公司成立于2012年，成立之初便确立布局锂电池关键材料及自动化专用设备的发展战略；同年12月进入锂电负极材料市场，2013年发展锂电涂布设备业务，2014年布局锂电涂覆隔膜和微纳粉体涂覆材料领域，自此负极材料、膜材料及涂覆、自动化设备三条主要业务线清晰，2017年公司上交所主板上市。2018年，负极材料落地内蒙，初步实现负极材料全工序产业布局；2020年初步借助东欧班列辐射海外市场；2021年拓展PVDF及黏黏剂业务；2022年，新一代基膜产线安装调试并顺利试产；2023年，计划投资20亿建设年产量1.6万吨的复合集流体研发生产基地；2024年，3月隔膜涂覆自动化水平大幅提高，“黑灯工厂”投产；5月设立美国子公司拓展海外业务；6月安徽紫宸1.2万吨硅碳负极项目推进，负极材料产品布局完善；2025年进一步与Blue Solutions合作，探索探索固态电池材料与装备最佳解决方案。除了石墨负极、涂覆、设备，目前公司业务还包括硅碳&锂电负极、基膜、极品加工、固态电解质、复合集流体等，在新能源电池领域全面布局。

图40：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

公司产能布局广泛并持续扩张。截至2024年末，负极材料方面，公司已经形成年产20万吨产能，其中包括15万吨石墨加工及15万吨碳化加工配套产能；涂覆隔膜加工方面，公司已形成100亿m²涂覆隔膜加工的有效产能；膜材料方面，公司已形成年产7亿m²基膜的产能。目前。在四川紫宸先进产能建设方面，一期10万吨产能在2024年已完成工艺与设备的验证工作，已部分建成投产，二期10万吨产能目前已基本完成厂房建设，将于2025-2026年根据市场需求情况择机投产；硅碳负极产能方面，2025年上半年安徽芜湖首批1.2万吨硅碳负极产能有望建成投产；固态电池方面，四川生产基地完成年产200吨固态电解质中试产线建设，半固态电池复合膜性能可满足eVTOL等场景应用条件。

积极开发固态电池，加强战略合作。公司积极推动锂电池产业变革，在固态电池领域达成众多战略合作。2024年，公司与恩力动力、中科固能签署战略合作协议，实现资源共享、优势互补，共同推进固态电池技术的开发；2025年上半年，公司与Blue Solutions合作，将为Blue Solutions提供包含粘结剂、活性材料、集流体等关键部件，也将根据Blue Solutions的技术需求开发定制材料和固态电池制造设备。二者将结合璞泰来原材料供应和生产设备方面的优势与Blue Solutions固态电池深厚积累，推动探索固态电池最佳解决方案。

图41：公司与中科固能签署战略合作协议



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图42：公司与 Blue Solutions 签订《联合开发协议》



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司管理层战略能力强，持续技术革新。公司高管在新能源电子领域具备丰厚经验，董事长梁丰拥有工程经理、基金投资管理经历，2012 年看好新能源汽车市场，与技术出身的前同事陈卫共同创立上海璞泰来，眼光长远。公司拥有强大的电池材料和自动化装备研发团队及电池领域专家，基于对新能源电池电化学体系的深刻理解，在固态电池、复合集流体、极片加工等领域持续创新，加强公司技术竞争力。

表1：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
梁丰	董事长	硕士研究生学历。先后就职于东莞新科磁电制品有限公司、中信集团深圳中大投资管理有限公司、中信基金管理有限公司、友邦华泰基金管理有限公司、上海毅扬投资管理有限公司；现任上海璞泰来新能源科技股份有限公司董事长及上海锦源晟新能源材料集团有限公司执行董事、董事长、总裁，2023 年 9 月至今任日播时尚集团股份有限公司董事长。
陈卫	总经理 董事	本科学历。先后就职于东莞新科磁电制品有限公司、东莞新能源科技有限公司。2012 年 11 月至 2015 年 11 月，担任璞泰来有限公司总经理；2015 年 11 月至今，担任璞泰来董事、总经理。
韩钟伟	常务副总经理 董事	博士研究生学历。先后就职于招商银行杭州分行、英国米德赛克斯大学、上海美特斯邦威服饰股份有限公司、汉能薄膜发电集团有限公司。2015 年 11 月至 2024 年 5 月，任璞泰来董事、副总经理、董事会秘书、财务总监；2024 年 5 月至今担任璞泰来董事、常务副总经理。
刘勇标	副总经理	本科学历。2011 年 3 月至 2022 年 11 月，就职于东莞市卓高电子科技有限公司，历任总监、副总经理；2021 年 7 月至今，任乳源东阳光氟树脂有限公司董事长；2021 年 12 月至今，任四川茵地乐材料科技集团有限公司董事长；2021 年 5 月至 2024 年 1 月，任璞泰来市场总监、总经理助理；2024 年 1 月至今任璞泰来副总经理。
刘芳	副总经理	本科学历。先后就职于中石化齐鲁分公司、上海杉杉科技有限公司、上海杉杉硕能复合材料有限公司。2012 年 12 月至 2021 年 5 月，任江西紫宸科技有限公司常务副总经理；2021 年 5 月至今，任上海璞泰来新能源科技股份有限公司负极材料业务总经理；2021 年 7 月至今，任璞泰来副总经理。
王晓明	副总经理	本科学历。2013 年 1 月至 2015 年 4 月，任东莞市卓高电子科技有限公司总经理；2015 年 5 月至 2021 年 5 月，任东莞市卓越新材料科技有限公司总经理；2021 年 5 月至今，任上海璞泰来新能源科技股份有限公司膜材料及涂覆事业部总经理；2021 年 7 月至今，任璞泰来副总经理。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表2：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
新能源电池材料与 服务	营业收入	9,771.36	11,944.11	14,301.38	16,909.37
	YOY	-19.74%	22.24%	19.74%	18.24%
锂电设备	营业收入	3,768.59	4,145.45	4,767.27	5,720.72
	YOY	4.92%	10.00%	15.00%	20.00%
营业收入合计		13448.43	16,469.59	19,624.66	23,321.01
YOY		-12.33%	21.67%	19.16%	18.84%
归母净利润合计		1190.62	2410.28	3131.11	3930.52
YOY		-37.72%	102.44%	29.91%	25.53%
EPS（元）		0.56	1.13	1.47	1.84

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取尚太科技、贝特瑞、中科电气作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 21x/17x/14x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 25 年 20~30xPE，首次覆盖给予推荐评级。

表3：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
001301.SZ	尚太科技	3.21	3.98	5.15	6.33	18.79	15.15	11.71	9.53
835185.BJ	贝特瑞	0.83	1.03	1.31	1.56	31.43	25.33	19.92	16.72
300035.SZ	中科电气	0.44	0.91	1.17	1.43	48.18	23.30	18.12	14.83
	平均值					32.80	21.26	16.58	13.69
603659.SH	璞泰来	0.56	1.13	1.47	1.84	40.23	19.87	15.30	12.19

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 165/196/233 亿元；归母净利分别为 24/31/39 亿元，EPS 1.1、1.5、1.8 元/股，对应 PE 20x/15x/12x。首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23414.77	28562.96	34304.91	41216.61
现金	6586.42	8497.72	11438.78	14997.39
应收账款	3936.84	4798.72	5695.15	6744.87
其它应收款	72.83	83.23	93.13	104.60
预付账款	263.46	308.63	364.37	429.83
存货	8364.47	9436.27	10927.04	12745.73
其他	4190.75	5438.39	5786.44	6194.19
非流动资产	18688.78	18239.53	17664.60	17072.39
长期投资	450.74	470.19	470.19	470.19
固定资产	8934.38	11758.25	12531.94	12486.92
无形资产	955.95	917.68	879.41	841.15
其他	8347.71	5093.41	3783.06	3274.13
资产总计	42103.56	46802.49	51969.51	58289.00
流动负债	16858.31	19736.18	21995.00	24645.37
短期借款	3632.50	4409.64	4409.64	4409.64
应付账款	3064.55	3589.99	4238.34	4999.82
其他	10161.26	11736.55	13347.03	15235.91
非流动负债	5704.86	5316.14	5316.14	5316.14
长期借款	4787.23	4272.18	4272.18	4272.18
其他	917.63	1043.96	1043.96	1043.96
负债合计	22563.17	25052.32	27311.15	29961.51
少数股东权益	1153.28	1432.51	1844.90	2381.01
归属母公司股东权益	18387.10	20317.65	22813.46	25946.48
负债和股东权益	42103.56	46802.49	51969.51	58289.00

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2371.68	4355.10	4984.49	5844.89
净利润	1384.24	2689.51	3543.50	4466.62
折旧摊销	945.45	1570.08	1744.46	1868.38
财务费用	254.01	302.12	303.34	303.34
投资损失	-49.58	-22.92	-66.42	-93.06
营运资金变动	-771.98	-510.41	-855.26	-1003.33
其它	609.55	326.72	314.87	302.94
投资活动现金流	-3708.75	-2010.56	-1104.79	-1185.45
资本支出	-3241.38	-1067.14	-1171.21	-1278.51
长期投资	-490.44	-994.82	0.00	0.00
其他	23.06	51.40	66.42	93.06
筹资活动现金流	-880.79	-437.17	-938.64	-1100.84
短期借款	-37.42	777.14	0.00	0.00
长期借款	831.84	-515.06	0.00	0.00
其他	-1675.20	-699.26	-938.64	-1100.84
现金净增加额	-2215.99	1911.30	2941.06	3558.61

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13448.43	16469.59	19624.66	23321.01
营业成本	9750.79	11422.63	13485.53	15908.40
营业税金及附加	122.69	150.26	179.04	212.77
营业费用	161.74	172.93	206.06	244.87
管理费用	607.61	700.40	850.11	1018.55
财务费用	62.59	160.51	120.63	57.40
资产减值损失	-791.64	-362.35	-278.84	-259.71
公允价值变动收益	4.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.58	22.92	66.42	93.06
营业利润	1521.50	2946.95	3882.69	4894.17
营业外收入	5.05	0.00	0.00	0.00
营业外支出	9.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	1516.74	2946.95	3882.69	4894.17
所得税	132.50	257.44	339.18	427.55
净利润	1384.24	2689.51	3543.50	4466.62
少数股东损益	193.62	279.23	412.39	536.11
归属母公司净利润	1190.62	2410.28	3131.11	3930.52
EBITDA	2581.45	4677.54	5747.78	6819.95
EPS (元)	0.56	1.13	1.47	1.84

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-12.33%	22.46%	19.16%	18.84%
营业利润增速	-35.63%	93.69%	31.75%	26.05%
归属母公司净利润增	-37.72%	102.44%	29.91%	25.53%
毛利率	27.49%	30.64%	31.28%	31.79%
净利率	8.85%	14.63%	15.95%	16.85%
ROE	6.48%	11.86%	13.72%	15.15%
ROIC	4.96%	8.71%	10.30%	11.55%
资产负债率	53.59%	53.53%	52.55%	51.40%
净负债比率	20.49%	10.62%	-2.56%	-14.79%
流动比率	1.39	1.45	1.56	1.67
速动比率	0.81	0.89	0.98	1.08
总资产周转率	0.31	0.37	0.40	0.42
应收账款周转率	3.75	3.77	3.74	3.75
应付账款周转率	2.79	3.43	3.45	3.44
每股收益	0.56	1.13	1.47	1.84
每股经营现金	1.11	2.04	2.33	2.74
每股净资产	8.61	9.51	10.68	12.14
P/E	40.23	19.87	15.30	12.19
P/B	2.60	2.36	2.10	1.85
EV/EBITDA	14.72	10.73	8.22	6.41
P/S	3.56	2.91	2.44	2.05

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	5
图 4: 2024 年公司营收按地区分类拆分	5
图 5: 25H1 公司毛利率	5
图 6: 25Q2 公司毛利率	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费用情况	6
图 10: 25H1 公司期间费用率情况	6
图 11: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	7
图 16: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	7
图 17: 25H1 公司归母净利润	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 21: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 22: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	8
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	9
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	9
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元 10

图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 40: 公司发展历程 12

图 41: 公司与中科固能签署战略合作协议 13

图 42: 公司与 Blue Solutions 签订《联合开发协议》 13

表 1: 公司管理层情况..... 13

表 2: 分业务预测（单位：百万元） 14

表 3: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 29 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%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20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn