

璞泰来 (603659)

2025 年三季报点评：负极盈利拐点已现，多业务板块持续向好

买入（维持）

2025 年 10 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

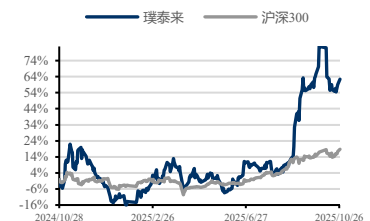
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	15,340	13,448	14,855	19,473	23,569
同比（%）	(0.80)	(12.33)	10.46	31.09	21.03
归母净利润（百万元）	1,912	1,191	2,389	3,098	4,023
同比（%）	(38.42)	(37.72)	100.65	29.67	29.88
EPS-最新摊薄（元/股）	0.89	0.56	1.12	1.45	1.88
P/E（现价&最新摊薄）	30.71	49.31	24.58	18.95	14.59

投资要点

- **Q3 业绩略超市场预期。**公司 25 年 Q1-3 营收 108.3 亿元，同+10.1%，归母净利 17 亿元，同+37.3%，扣非净利 15.9 亿元，同+39.8%，毛利率 32.4%，同+3.4pct；其中 25Q3 营收 37.4 亿元，同环比+6.7%/-3.4%，归母净利 6.4 亿元，同环比+69.3%/+13.5%，扣非净利 6 亿元，同环比+62%/+15.5%，毛利率 33.1%，同环比+4.8/+1.1pct。
- **负极 Q3 逐步起量、新产品 26 年贡献增量。**负极端，我们预计 25Q3 出货 3 万吨+，环比略降，主要系主动调整产品结构，Q1-3 累计出货 10 万吨+，公司四川一期 10 万吨已逐步投产，我们预计新产品 Q4 起量，预计 26Q1 大规模出货，随着产能爬坡+新产品导入，我们预计 25 年出货 14 万吨，同增 10%左右，26 年出货 25-30 万吨，翻倍增长；盈利端，25Q3 负极实现盈利，随着低成本产能投产，我们预计 26 年盈利恢复至 0.2 万/吨左右。此外公司布局 CVD 硅碳，我们预计 25 年有效产能 500 吨，预计全年出货百吨级。
- **隔膜及 PVDF 稳定贡献利润增量。**涂覆膜 25Q3 我们预计出货 26-27 亿平+，同增 45%，Q1-3 累计出货 74 亿平，预计 25 年出货 100 亿平+，同增 40%+，26 年我们预计出货 130 亿平，维持 30%增长；盈利端，公司单平净利稳定，25 年我们预计可维持；基膜端，公司 25Q3 出货预计 5 亿平+，环比大增 70%，25Q1-3 累计出货 10 亿平+，全年我们预计出货 15 亿平+，连续翻倍增长，我们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。我们预计 PVDF、衍生品及 PAA 合计 Q3 贡献 0.5-1 亿利润，合计全年贡献 3 亿左右净利。
- **设备稳定增长。**设备业务 Q3 预计贡献 0.3-0.4 亿利润，环比略降，截止 25 年上半年，公司新接订单 24 亿，我们预计 25 年贡献 1.5 亿元利润左右。
- **公司具备固态整线解决方案能力、且综合布局多种材料。**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。
- **费用控制良好、Q3 资本开支环比提升。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 13.2 亿元，同+14.4%，费用率 12.2%，同+0.5pct，其中 Q3 期间费用 4.7 亿

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.48
一年最低/最高价	14.30/31.58
市净率(倍)	2.97
流通 A 股市值(百万元)	58,708.25
总市值(百万元)	58,708.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.24
资产负债率(% ,LF)	54.36
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 年半年报点评：负极盈利拐点已现，多业务板块持续向好》

2025-08-29

《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

元，同环比+21.6%/-1%，费用率 12.6%，同环比+1.5/+0.3pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 16.7 亿元，同+55.1%，其中 Q3 经营性现金流 4.5 亿元，同环比-69%/-35.7%；25 年 Q1-3 资本开支 8.8 亿元，同-61.7%，其中 Q3 资本开支 3.8 亿元，同环比-29.4%/+42.9%；25 年 Q3 末存货 88.3 亿元，较年初+5.5%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑 25 年负极出货受限于新产品放量节奏，我们预计公司 25-27 年归母净利 23.9/31.0/40.2 亿（原预测值为 25.2/30.9/40.0 亿），同比+101%/+30%/+30%，对应 PE 为 25x/19x/15x，考虑公司固态领域布局，给予 26 年 28x PE，目标价 40.6 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	21,375	24,555	30,869	营业总收入	13,448	14,855	19,473	23,569
货币资金及交易性金融资产	8,569	7,111	5,962	8,627	营业成本(含金融类)	9,751	9,950	13,286	15,942
经营性应收款项	5,199	5,379	6,985	8,452	税金及附加	123	134	175	212
存货	8,364	7,633	10,192	12,229	销售费用	162	149	175	189
合同资产	485	446	584	707	管理费用	608	676	847	978
其他流动资产	798	806	832	854	研发费用	743	876	1,110	1,296
非流动资产	18,689	20,302	21,341	21,920	财务费用	63	131	190	184
长期股权投资	451	461	471	481	加:其他收益	296	282	331	401
固定资产及使用权资产	8,947	10,088	10,854	11,162	投资净收益	50	82	97	118
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)	(270)	(200)	(200)
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	3,033	3,928	5,097
其他非流动资产	2,022	2,022	2,022	2,022	营业外净收支	(5)	(17)	(17)	(17)
资产总计	42,104	41,677	45,896	52,789	利润总额	1,517	3,016	3,911	5,080
流动负债	16,858	13,752	14,807	17,592	减:所得税	132	362	469	610
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,794	2,529	100	100	净利润	1,384	2,654	3,442	4,470
经营性应付款项	4,621	4,715	6,296	7,555	减:少数股东损益	194	265	344	447
合同负债	3,470	3,483	4,650	5,580	归属母公司净利润	1,191	2,389	3,098	4,023
其他流动负债	2,974	3,025	3,761	4,358	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.12	1.45	1.88
非流动负债	5,705	5,705	5,705	5,705	EBIT	1,636	3,070	3,880	4,952
长期借款	4,787	4,787	4,787	4,787	EBITDA	2,581	4,449	5,631	6,963
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.49	33.02	31.77	32.36
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	8.85	16.08	15.91	17.07
其他非流动负债	908	908	908	908	收入增长率(%)	(12.33)	10.46	31.09	21.03
负债合计	22,563	19,456	20,512	23,297	归母净利润增长率(%)	(37.72)	100.65	29.67	29.88
归属母公司股东权益	18,387	20,802	23,621	27,282					
少数股东权益	1,153	1,419	1,763	2,210					
所有者权益合计	19,540	22,221	25,384	29,492					
负债和股东权益	42,104	41,677	45,896	52,789					

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	5,177	4,619	5,793	每股净资产(元)	8.60	9.73	11.05	12.77
投资活动现金流	(3,709)	(2,927)	(2,709)	(2,489)	最新发行在外股份 (百万股)	2,136	2,136	2,136	2,136
筹资活动现金流	(881)	(3,707)	(3,068)	(649)	ROIC(%)	5.10	9.05	11.41	13.48
现金净增加额	(2,216)	(1,458)	(1,159)	2,654	ROE-摊薄(%)	6.48	11.48	13.11	14.75
折旧和摊销	945	1,379	1,752	2,011	资产负债率(%)	53.59	46.68	44.69	44.13
资本开支	(3,241)	(2,997)	(2,797)	(2,597)	P/E (现价&最新股本摊薄)	49.31	24.58	18.95	14.59
营运资本变动	(772)	470	(1,044)	(1,064)	P/B (现价)	3.19	2.82	2.49	2.15

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>