

# 璞泰来 (603659)

## 2025 年报点评: 业绩符合市场预期, 多业务板块持续向好

2026 年 03 月 06 日

买入 (维持)

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

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	13,448	15,711	20,973	26,594	33,837
同比 (%)	(12.33)	16.83	33.49	26.81	27.24
归母净利润 (百万元)	1,191	2,359	3,331	4,382	5,348
同比 (%)	(37.72)	98.14	41.18	31.57	22.05
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	1.10	1.56	2.05	2.50
P/E (现价&最新摊薄)	49.45	24.96	17.68	13.44	11.01

### 投资要点

■ **公司公布 2025 年报。**公司 25 年实现营收 157.1 亿元, 同比+16.8%, 实现归母净利 23.6 亿元, 同比+98.1%, 实现扣非净利 22.2 亿元, 同比+108.8%, 毛利率为 31.7%, 同比+4.2pct, 归母净利率为 15%, 同比+6.2pct; 其中 25Q4 实现营收 48.8 亿元, 同环比+35.3%/+30.4%, 实现归母净利 6.6 亿元, 同环比+1476.4%/+2.3%, 业绩位于业绩预告中值, 符合市场预期。

■ **负极 Q4 稳中有升、新产品 26 年贡献增量。**负极端, 公司全年出货 14.3 万吨, 同增 8%, 其中我们预计 25Q4 出货 4 万吨, 需求环比恢复, 公司四川一期 10 万吨已逐步投产, 随着产能爬坡+新产品导入, 26Q1 我们预计出货 4-5 万吨, 环比明显提升, 我们预计 26 年出货 25 万吨, 同增 80%; 盈利端, 25Q4 负极盈利维持, 随着低成本产能投产, 我们预计 26 年盈利恢复至近 0.2 万/吨。公司积极推进超高容量负极、CVD 负极、以及单壁碳管的研发与量产。

■ **隔膜及 PVDF 产能释放、贡献后续增量。**涂覆膜 25 年公司出货 109.42 亿平, 同增 56%, 其中 25Q4 我们预计出货 30 亿平+, 环比提升 10%+, 26 年我们预计出货 150 亿平+, 同增 40%+; 盈利端, 公司单平净利稳定, 26 年我们预计可维持; 基膜端, 公司 25 年全年出货 14.95 亿平, 同增 160%, 年底四川产能达 21 亿平, 26 年出货我们预计 21 亿平+, 满产满销, 后续四川卓勤 20 亿平新增产能 26H2 投产, 27 年贡献增量。设备端, 公司 26 年完成单线 3 亿 m<sup>2</sup>基膜产线的交付, 并启动单线 4 亿 m<sup>2</sup>基膜产线的研发。公司 25 年 PVDF 及含氟聚合物出货 4 万吨, 26 年总产能公司预计达 5 万吨, 我们预计 26 年利润贡献进一步增长。

■ **费用控制良好、现金流环比恢复。**公司 25 年期间费用为 19 亿元, 同比+20.5%, 期间费用率为 12.1%, 同比+0.4pct, 其中 Q4 期间费用为 5.7 亿元, 同环比+37.3%/+21.9%, 期间费用率为 11.8%, 同环比+0.2/-0.8pct; 25 年经营性净现金流 27 亿元, 同比+13.7%, 其中 Q4 经营性现金流 10.3 亿元, 同环比-20.6%/+131.0%; 25 年资本开支 15.1 亿元, 同比-53.3%, 其中 Q4 资本开支 6.4 亿元, 同环比-34.0%/+68.3%; 25 年 Q4 末存货 89 亿元, 较年初+6.5%。

■ **盈利预测与投资评级:**考虑到负极新品有望贡献增量, 多业务板块持续向好, 我们上调公司 26-27 年归母净利预测至 33.3/43.8 亿元 (原预测为 31/40.2 亿元), 新增 28 年归母净利预测为 53.5 亿元, 同比+41%/+32%/+22%, 对应 PE 为 18x/13x/11x, 考虑公司负极、隔膜、功能性材料多点开花, 给予 26 年 25x PE, 目标价 39 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 销量不及预期, 行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.56
一年最低/最高价	15.00/32.15
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	58,879.16
总市值(百万元)	58,879.16

### 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 年业绩预告点评: 负极盈利拐点已现, 多业务板块持续向好》

2026-01-21

《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》

2025-10-28

## 璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>26,729</b>	<b>30,974</b>	<b>37,021</b>	<b>48,893</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,711</b>	<b>20,973</b>	<b>26,594</b>	<b>33,837</b>
货币资金及交易性金融资产	10,147	11,235	11,930	16,765	营业成本(含金融类)	10,727	14,159	18,121	23,559
经营性应收款项	6,424	7,427	9,539	12,147	税金及附加	146	189	239	305
存货	8,905	10,862	13,901	18,073	销售费用	155	210	266	338
合同资产	492	629	798	1,015	管理费用	742	986	1,197	1,455
其他流动资产	762	822	853	893	研发费用	888	1,174	1,436	1,760
<b>非流动资产</b>	<b>19,541</b>	<b>20,824</b>	<b>21,531</b>	<b>21,779</b>	财务费用	113	222	111	71
长期股权投资	517	527	537	547	加:其他收益	257	344	383	440
固定资产及使用权资产	11,023	11,832	12,268	12,244	投资净收益	72	115	133	169
在建工程	5,594	5,994	6,194	6,394	公允价值变动	62	0	10	10
无形资产	931	994	1,057	1,120	减值损失	(364)	(270)	(200)	(200)
商誉	104	104	104	104	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	245	245	244	243	<b>营业利润</b>	<b>2,967</b>	<b>4,222</b>	<b>5,550</b>	<b>6,770</b>
其他非流动资产	1,129	1,129	1,129	1,129	营业外净收支	(18)	(17)	(17)	(17)
<b>资产总计</b>	<b>46,271</b>	<b>51,798</b>	<b>58,552</b>	<b>70,672</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,949</b>	<b>4,205</b>	<b>5,533</b>	<b>6,753</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,911</b>	<b>21,715</b>	<b>23,994</b>	<b>30,654</b>	减:所得税	344	505	664	810
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,315	3,033	304	100	<b>净利润</b>	<b>2,605</b>	<b>3,701</b>	<b>4,869</b>	<b>5,942</b>
经营性应付款项	7,533	9,943	12,726	16,544	减:少数股东损益	246	370	487	594
合同负债	3,170	4,956	6,342	8,246	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,359</b>	<b>3,331</b>	<b>4,382</b>	<b>5,348</b>
其他流动负债	2,893	3,784	4,622	5,764	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.56	2.05	2.50
<b>非流动负债</b>	<b>4,578</b>	<b>4,578</b>	<b>4,578</b>	<b>4,578</b>	EBIT	3,538	4,255	5,335	6,421
长期借款	3,300	3,300	3,300	3,300	EBITDA	4,649	5,965	7,417	8,763
应付债券	199	199	199	199	毛利率(%)	31.72	32.49	31.86	30.38
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	15.02	15.88	16.48	15.81
其他非流动负债	1,072	1,072	1,072	1,072	收入增长率(%)	16.83	33.49	26.81	27.24
<b>负债合计</b>	<b>24,489</b>	<b>26,293</b>	<b>28,573</b>	<b>35,232</b>	归母净利润增长率(%)	98.14	41.18	31.57	22.05
归属母公司股东权益	20,434	23,787	27,774	32,641					
少数股东权益	1,348	1,718	2,205	2,799					
<b>所有者权益合计</b>	<b>21,782</b>	<b>25,505</b>	<b>29,979</b>	<b>35,440</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,271</b>	<b>51,798</b>	<b>58,552</b>	<b>70,672</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,697	7,663	6,786	8,165	每股净资产(元)	9.56	11.13	13.00	15.28
投资活动现金流	(2,974)	(2,894)	(2,674)	(2,437)	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	(670)	(3,682)	(3,427)	(902)	ROIC(%)	10.12	11.77	14.26	15.52
现金净增加额	(947)	1,087	685	4,826	ROE-摊薄(%)	11.54	14.00	15.78	16.38
折旧和摊销	1,111	1,710	2,083	2,342	资产负债率(%)	52.93	50.76	48.80	49.85
资本开支	(1,513)	(2,997)	(2,797)	(2,597)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.96	17.68	13.44	11.01
营运资本变动	(1,429)	1,659	(544)	(373)	P/B (现价)	2.88	2.48	2.12	1.80

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>