

璞泰来 (603659)

2022 年报点评: 受降价影响单位盈利下滑, 业绩符合市场预期 买入 (维持)

2023 年 03 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	15,464	22,519	28,734	36,848
同比	72%	46%	28%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	3,104	4,013	5,243	6,947
同比	78%	29%	31%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.23	2.89	3.77	4.99
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.79	16.85	12.90	9.74

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **2022 年归母净利润 31.04 亿元, 同比增长 77.53%, 处于业绩预告中值偏下, 基本符合市场预期。**2022 年公司营收 154.64 亿元, 同比增长 71.90%; 归母净利润 31.04 亿元, 同比增长 77.53%; 扣非净利润 29.59 亿元, 同比增长 78.25%; 22 年毛利率为 35.66%, 同比增加 0.01pct; 净利率为 21.5%, 同比增加 1.68pct。公司此前预告 2022 年全年归母净利润 30.5-32 亿元, 业绩处于预告中值偏下, 基本符合市场预期。
- **Q4 负极出货环增 10%, 盈利水平环比略降, 23Q1 低点将现, 整体盈利仍远超行业。**我们预计 22Q4 公司负极出货 4.5-4.6 万吨, 环增 20% 左右, 22 年全年出货 13.9 万吨, 同增 43%。公司积极扩产, 四川一期 10 万吨我们预计 23 年下半年投产, 我们预计公司 23 年负极出货 20 万吨+, 同增 50%。盈利方面, 公司负极均价 5.48 万元/吨 (不含税), 单位盈利 1.1 万元/吨+ (含石墨化), 其中 Q4 受石墨化降价影响, 公司均价下降 15% 左右, 负极单吨净利 0.9 万元/吨 (含石墨化), 环降约 20%。目前石墨化价格基本跌至近底部 1.2-1.5 万元/吨, 负极重新议价, 但公司主打高端产品, 享受技术溢价, 叠加 23 年石墨化自供比例有望提升至 80%+, 我们预计单吨净利可维持 0.9 万元/吨左右, 仍明显好于行业, 其中 23Q1 受高价石墨化库存影响, 我们预计盈利触底, 低点将现。
- **涂覆膜出货高增长, 23 年基膜预计开始贡献利润。**公司 22 年涂覆膜出货 43.4 亿平, 同比翻倍增长, 其中我们预计 22Q4 涂覆出货 14 亿平左右, 环增 20% 左右, 公司 22 年年底产能达 60 亿平, 且广东卓高我们预计 23 年年末逐步投产, 我们预计 23 年有望出货 60 亿平+, 同增 50%; 盈利方面, 公司 22 年涂覆膜售价 0.96 元/平左右 (含税), 单平净利我们预计 0.2-0.25 元/平, 我们测算 22Q4 隔膜单平净利 0.2 元/平, 基本维持稳定, 23 年单平净利预计可维持。此外公司四川卓勤 4 亿平基涂一体化投产, 正处于产品认证和逐步批量出货阶段, 二期 9.6 亿平我们预计 24 年建成投产, 23 年我们预计基膜出货 4-5 亿平, 开始贡献利润。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到负极行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利至 40.13/52.43/69.47 亿元 (原预期 23/24 年归母净利 42.26/57.14 亿元), 同增 29%/31%/32%, 对应 PE 为 17/13/10X, 考虑公司为负极行业龙头, 给予 23 年 25x, 目标价 72 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销量不及预期, 盈利水平不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.63
一年最低/最高价	46.74/146.49
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	67,471.25
总市值(百万元)	67,636.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.68
资产负债率(% ,LF)	60.87
总股本(百万股)	1,390.83
流通 A 股(百万股)	1,387.44

相关研究

《璞泰来(603659): 2022 年业绩预告点评: 负极单位盈利略降, 业绩基本符合市场预期》

2023-01-13

《璞泰来(603659): 2022 年三季报点评: 各项业务全面开花, 业绩略超市场预期》

2022-10-16

2022年归母净利润31.04亿元，同比增长77.53%，处于业绩预告中值偏下，基本符合市场预期。2022年公司营收154.64亿元，同比增长71.90%；归母净利润31.04亿元，同比增长77.53%；扣非净利润29.59亿元，同比增长78.25%；22年毛利率为35.66%，同比增加0.01pct；净利率为21.5%，同比增加1.68pct。公司此前预告2022年全年归母净利润30.5-32亿元，业绩处于预告中值偏下，基本符合市场预期。

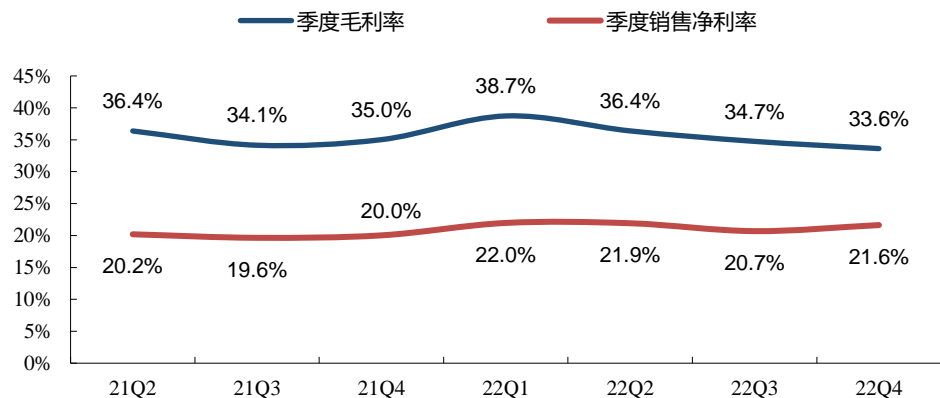
2022年Q4公司实现归母净利润8.31亿元，环比下降5.28%，毛利率同环比微降。2022年Q4公司实现营收40.5亿元，同比增加49.96%，环比下降10.37%；归母净利润8.31亿元，同比增长60.52%，环比下降5.28%，扣非归母净利润7.77亿元，同比增长54.3%，环比下降8.47%。盈利能力方面，Q4毛利率为33.62%，同比减少1.4pct，环比减少1.13pct；归母净利率20.52%，同比增长1.35pct，环比增长1.1pct；Q4扣非净利率19.18%，同比提升0.54pct，环比提升0.4pct。

图1: 璞泰来季度业绩情况

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	4,050.2	4,518.9	3,764.2	3,130.6
-同比	49.96%	90.50%	72.38%	80.00%
毛利率	33.62%	34.75%	36.39%	38.73%
归母净利润(百万)	831.1	877.5	759.2	636.6
-同比	60.52%	92.40%	72.42%	90.28%
归母净利率	20.52%	19.42%	20.17%	20.34%
扣非归母净利润(百万)	776.9	848.8	720.36	612.93
-同比	54.30%	92.75%	78.56%	96.00%
扣非归母净利率	19.18%	18.78%	19.14%	19.58%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 璞泰来分季度毛利率和销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

业务拆分看，三大主业全面开花，隔膜、负极、设备营收稳增，PVDF 营收高增长，铝塑膜开始起量。

1) 2022 年负极收入 76.5 亿元，同比+49%，负极出货 13.95 万吨，对应全年均价 5.48 万元/吨（含税），同比下滑 8.6%左右；其中子公司江西紫宸收入 83.1 亿元，同比+45%，净利润 10.1 亿元，净利率 12%，对应负极单吨净利预计 0.72 万元/吨左右（不含石墨化），石墨化收入 17.0 亿元，同比增长 68.21%；

2) 隔膜及涂覆 2022 年收入 36.86 亿元，同比增长 68%，涂覆膜出货 43.38 亿平米，对应全年均价 0.83 元/平米（含税），子公司宁德卓高净利润 4.29 亿元，对应净利率 14%；

3) 锂电设备收入 24.01 亿元，同比增长 76%。

图3：公司分业务经营情况（亿元）

	2022年				2022H2			2022H1
	营业收入	同比	毛利率	同比	营业收入	环比	同比	营业收入
负极材料	76.50	49.2%	25.9%	-3.6%	44.46	38.76%	66.20%	32.04
石墨化	16.98	68.2%	23.7%	-10.7%	10.47	60.84%		6.51
锂电设备（含内部销售）	24.01	75.6%	26.8%	0.3%	13.55	29.53%	35.49%	10.46
隔膜及涂覆加工	36.86	67.9%	45.7%	5.8%	21.07	33.45%	62.09%	15.79
PVDF	18.34	310.2%	35.7%	7.4%	7.30	-33.87%		11.04
铝塑膜	2.13	50.6%	19.3%	9.5%	1.22	33.68%	50.19%	0.91

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司分业务经营情况（负极-吨、万元/吨，隔膜-亿平米、元/平米，PVDF-吨、万元/吨）

主要产品	2022年			2022H2		2022H1	
	销售量	同比	单位售价	销量	单位售价	销量	单位售价
负极材料	139491	43.45%	5.48	84488	5.26	55003	5.83
涂覆隔膜	43	99.87%	0.85	26	0.81	17	0.91
PVDF	5372	40.30%	34.14				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：公司子公司经营情况（亿元）

公司名称	主营业务	2022年				2022H2		2022H1	
		营业收入	同比	净利润	同比	营业收入	净利润	营业收入	净利润
江西紫宸	负极材料	83.07	44.6%	10.12	15.4%	47.78	4.17	35.29	5.95
溧阳紫宸	负极材料	41.17	79.0%	2.45	194.7%	24.84	1.64	16.33	0.81
宁德卓高	涂覆隔膜	31.57	77.3%	4.29	66.2%	17.07	2.37	14.50	1.92

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q4 负极出货环增 10%，盈利水平环比略降，23Q1 低点将现，整体盈利仍远超行业。我们预计 22Q4 公司负极出货 4.5-4.6 万吨，环增 20%左右，22 年全年出货 13.9 万吨，同增 43%。公司积极扩产，四川一期 10 万吨我们预计 23 年下半年投产，我们预计公司 23 年负极出货 20 万吨+，同增 50%。盈利方面，公司负极均价 5.48 万元/吨（不含

税), 单位盈利 1.1 万元/吨+ (含石墨化), 其中 Q4 受石墨化降价影响, 公司均价下降 15%左右, 负极单吨净利 0.9 万元/吨 (含石墨化), 环降约 20%。目前石墨化价格基本跌至近底部 1.2-1.5 万元/吨, 负极重新议价, 但公司主打高端产品, 享受技术溢价, 叠加 23 年石墨化自供比例有望提升至 80%+, 我们预计单吨净利可维持 0.9 万元/吨左右, 仍明显好于行业, 其中 23Q1 受高价石墨化库存影响, 我们预计盈利触底, 低点将现。

涂覆膜出货高增长, 23 年基膜预计开始贡献利润。公司 22 年涂覆膜出货 43.4 亿平, 同比翻倍增长, 其中我们预计 22Q4 涂覆出货 14 亿平左右, 环增 20%左右, 公司 22 年年底产能达 60 亿平, 且广东卓高我们预计 23 年年末逐步投产, 我们预计 23 年有望出货 60 亿平+, 同增 50%; 盈利方面, 公司全年涂覆膜售价 0.96 元/平左右 (含税), 单平净利预计 0.2-0.25 元/平, 我们测算 22Q4 隔膜单平净利 0.2 元/平, 基本维持稳定, 23 年单平净利我们预计可维持。此外公司四川卓勤 4 亿平基涂一体化投产, 正处于产品认证和逐步批量出货阶段, 二期 9.6 亿平我们预计 24 年建成投产, 23 年我们预计基膜出货 4-5 亿平, 开始贡献利润。

嘉拓拟分拆上市影响小幅盈利, PVDF 等贡献稳定利润增量。我们预计设备业务全年贡献利润 3 亿元+, 此外公司子公司嘉拓智能因筹划分拆上市, 在 22 年年报中一并调整, 影响 Q4 部分利润。公司以 PVDF、PAA、勃姆石浆料为代表的各类涂覆材料、新型粘结剂等新产品快速放量, 公司 PVDF 业务 Q4 我们预计贡献归母净利 0.6-0.7 亿元, 我们预计 22 年全年贡献归母净利 2 亿元+。公司 22 年年底已形成 2 万吨纳米氧化铝及勃姆石产能、0.6 万吨 PVDF 产能, 我们预计 23 年 PVDF 和勃姆石业务将维持稳健增长。

公司布局新技术方向, 复合集流体预计 23 年实现量产。公司研制的复合集流体获得多项发明专利和实用新型专利, 中试产品获得客户的认可, 我们预计 2023 年底前实现一定规模的量产。公司广泛与科研单位合作, 期间合作的生物基芳纶涂层材料经批量验证可行, 正积极推动合作单位进行批量生产。

公司 2022 年费用率同比略微下降, Q4 费用率环比下降。2022 年公司期间费用合计 17.2 亿元, 同比增长 62.92%, 费用率为 11.12%, 同比-0.61pct。2022Q4 期间费用合计 4.52 亿元, 同比增长 37.48%, 环比减少 11.68%, 期间费用率为 11.16%, 同比减少 1.01pct, 环比减少 0.16pct; 销售费用 0.29 亿元, 销售费用率 0.71%; 管理费用 1.19 亿元, 管理费用率 2.93%; 财务费用 0.24 亿元, 财务费用率 0.58%; 研发费用 2.81 亿元, 研发费用率 6.93%。公司 2022Q4 计提资产减值损失 0.17 亿元, 计提信用减值损失 0.38 亿元。

图6: 璞泰来分季度费用情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
销售费用	58.56	35.88	72.95	28.94
-销售费用率	1.87%	0.95%	1.61%	0.71%
管理费用	136.83	171.76	193.61	118.72
-管理费用率	4.37%	4.56%	4.28%	2.93%
研发费用	173.14	197.52	270.03	280.75
-研发费用率	5.53%	5.25%	5.98%	6.93%
财务费用	-3.77	-13.94	-24.87	23.56
-财务费用率	-0.12%	-0.37%	-0.55%	0.58%
期间费用	364.77	391.23	511.71	451.97
-期间费用率	11.65%	10.39%	11.32%	11.16%
资产减值损失	-61.37	-29.80	-51.93	-16.74
信用减值损失	1.66	-22.69	-8.10	-38.41

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司存货大幅增长, 经营性现金流同比下降。2022 年公司存货为 110.35 亿元, 较年初增长 122.32%; 应收账款 39.96 亿元, 较年初增长 107.23%; 期末公司合同负债 47.92 亿元, 较年初增长 177.59%。2022 年公司经营活动净现金流净额为 12.23 亿元, 同比下降 29.09%; 投资活动净现金流净额为 30.43 亿元, 同比上升 6.72%; 资本开支为 28.31 亿元, 同比上升 5.97%; 账面现金为 64.05 亿元, 较年初增长 64.92%, 短期借款 32.73 亿元, 较年初增长 173.99%。

盈利预测和投资评级: 考虑到负极行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 40.13/52.43/69.47 亿元 (原预期 23/24 年归母净利润 42.26/57.14 亿元), 同增 29%/31%/32%, 对应 PE 为 17/13/10X, 考虑公司为负极行业龙头, 给予 23 年 25x, 目标价 72 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期

璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,980	27,784	36,534	48,637	营业总收入	15,464	22,519	28,734	36,848
货币资金及交易性金融资产	7,990	9,745	12,061	15,578	营业成本(含金融类)	9,950	15,281	19,627	25,246
经营性应收款项	4,952	6,856	10,262	14,933	税金及附加	96	140	178	229
存货	11,035	10,467	13,443	17,292	销售费用	196	270	316	368
合同资产	354	0	0	0	管理费用	621	856	1,034	1,253
其他流动资产	649	716	768	834	研发费用	921	1,239	1,494	1,842
非流动资产	10,718	12,574	14,106	15,386	财务费用	-19	47	63	44
长期股权投资	388	398	408	418	加:其他收益	177	225	201	258
固定资产及使用权资产	5,729	6,893	8,033	8,921	投资净收益	28	41	53	68
在建工程	2,556	2,956	3,156	3,356	公允价值变动	6	0	10	10
无形资产	634	917	1,100	1,283	减值损失	-227	-210	-160	-160
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	264	264	263	262	营业利润	3,684	4,744	6,125	8,042
其他非流动资产	1,068	1,068	1,068	1,068	营业外净收支	-12	0	7	-2
资产总计	35,697	40,358	50,641	64,023	利润总额	3,671	4,744	6,132	8,040
流动负债	18,338	18,690	23,926	30,696	减:所得税	347	474	613	804
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,067	100	100	100	净利润	3,324	4,269	5,519	7,236
经营性应付款项	7,760	11,918	15,307	19,689	减:少数股东损益	220	256	276	289
合同负债	4,792	3,056	3,925	5,049	归属母公司净利润	3,104	4,013	5,243	6,947
其他流动负债	1,720	3,617	4,594	5,859	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.23	2.89	3.77	4.99
非流动负债	3,390	3,390	3,390	3,390	EBIT	3,887	4,734	6,084	7,910
长期借款	2,930	2,930	2,930	2,930	EBITDA	4,477	5,589	7,262	9,340
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.66	32.14	31.69	31.49
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	20.08	17.82	18.25	18.85
其他非流动负债	446	446	446	446	收入增长率(%)	71.90	45.62	27.60	28.24
负债合计	21,728	22,080	27,315	34,086	归母净利润增长率(%)	77.53	29.27	30.65	32.49
归属母公司股东权益	13,457	17,510	22,281	28,603					
少数股东权益	512	768	1,044	1,334					
所有者权益合计	13,969	18,278	23,325	29,936					
负债和股东权益	35,697	40,358	50,641	64,023					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,223	8,647	5,604	6,951	每股净资产(元)	9.68	12.59	16.02	20.57
投资活动现金流	-3,043	-2,670	-2,650	-2,644	最新发行在外股份(百万股)	1,391	1,391	1,391	1,391
筹资活动现金流	3,925	-4,222	-648	-801	ROIC(%)	20.73	20.14	22.96	23.99
现金净增加额	2,130	1,755	2,306	3,506	ROE-摊薄(%)	23.07	22.92	23.53	24.29
折旧和摊销	590	856	1,177	1,430	资产负债率(%)	60.87	54.71	53.94	53.24
资本开支	-2,817	-2,700	-2,693	-2,702	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.79	16.85	12.90	9.74
营运资本变动	-3,121	1,250	-2,284	-3,173	P/B(现价)	5.03	3.86	3.04	2.36

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

