

# 璞泰来 (603659.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩符合预期，各业务稳健增长

### 业绩简评

2023年3月27日公司披露年报，2022年全年收入154.64亿元，同比+71.90%，实现归属于上市公司股东的净利润31.04亿元，同比+77.53%。其中，22Q4实现营收40.5亿元，同比增长50%；实现归母净利润8.31亿元，同比增长60.5%。

### 经营分析

**业绩符合预期，各条线稳健增长。**分业务看，负极全年出货13.9万吨，吨利润约为1.1万元，贡献业绩16亿元，预计22Q4出货4.7万吨，吨利润约为9000元。涂覆全年出货43亿平+，单平净利约为0.2元，22Q4出货预计14亿平，单平净利0.2元，基膜出货1.3亿平，全年贡献约9亿元。PVDF、设备等合计贡献约4.8亿元。

**负极成本竞争加剧，公司新投产产能成本进一步下降，强化竞争力。**随负极产能释放&一体化自供率提升，各家负极厂商均进入成本下降通道中，行业竞争加剧，目前石墨化价格已接近9000元/吨，部分代工工厂亏损。公司四川新投产项目在设备进一步迭代，成本有望显著下降，强化成本竞争力。

**基膜四川产能23年释放，基涂一体化体系渐成。**公司目前形成基膜+涂覆+涂覆材料+涂覆设备一体化布局，四川卓勤4条基膜新产线于2022年12月完成安装调试并有效推进客户验证，23H2有望在头部动力电池厂开始放量。

**持续投入前瞻研发，具备持续增长动能。**公司优质的管理与持续的研发投入是长期增长的核心来源。公司积极对硅碳、硬碳、复合集流体、固态电池、钙钛矿等新技术领域，其中复合集流体有望23年底开启量产。

### 盈利预测、估值与评级

22年公司各业务保持稳定的增长，业绩韧性十足。考虑到下游需求波动，我们小幅下调公司2023/2024 EPS预测至2.93/3.69元（原为3.34、4.23元），新增公司2025年EPS4.52元，股票现价对应PE估值为16.6/13.2/10.75倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游需求不及预期；竞争格局恶化等风险。

新能源汽车组

分析师：陈传红（执业S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

联系人：姚云峰

yaoyunfeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：48.63元

相关报告：

- 1.《--璞泰来：业绩超预期，各业务稳健发展》，2022.10.17
- 2.《璞泰来22H1中报点评-业绩符合预期，各业务稳健发展》，2022.7.28
- 3.《璞泰来H2业绩预告点评-业绩略超预期，各业务稳健发展》，2022.7.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,996	15,464	23,853	29,930	36,832
营业收入增长率	70.36%	71.90%	54.25%	25.48%	23.06%
归母净利润(百万元)	1,749	3,104	4,069	5,130	6,291
归母净利润增长率	161.93%	77.53%	31.09%	26.06%	22.62%
摊薄每股收益(元)	2.518	2.232	2.926	3.688	4.523
每股经营性现金流净额	2.48	0.88	3.66	3.78	5.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.68%	23.07%	25.44%	26.90%	27.54%
P/E	63.77	23.25	16.62	13.18	10.75
P/B	10.63	5.36	4.23	3.55	2.96

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,281</b>	<b>8,996</b>	<b>15,464</b>	<b>23,853</b>	<b>29,930</b>	<b>36,832</b>
增长率		70.4%	71.9%	54.2%	25.5%	23.1%
主营业务成本	-3,613	-5,789	-9,950	-15,671	-19,962	-24,757
%销售收入	68.4%	64.3%	64.3%	65.7%	66.7%	67.2%
毛利	1,668	3,207	5,514	8,182	9,968	12,075
%销售收入	31.6%	35.7%	35.7%	34.3%	33.3%	32.8%
营业税金及附加	-41	-63	-96	-148	-186	-229
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-115	-152	-196	-303	-320	-394
%销售收入	2.2%	1.7%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%
管理费用	-212	-367	-621	-954	-1,107	-1,252
%销售收入	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%	3.7%	3.4%
研发费用	-264	-543	-921	-1,421	-1,783	-2,195
%销售收入	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	1,036	2,083	3,679	5,356	6,572	8,005
%销售收入	19.6%	23.2%	23.8%	22.5%	22.0%	21.7%
财务费用	-162	5	19	-353	-477	-539
%销售收入	3.1%	-0.1%	-0.1%	1.5%	1.6%	1.5%
资产减值损失	-124	-170	-227	-215	-59	-66
公允价值变动收益	0	5	6	0	0	0
投资收益	8	8	28	0	0	0
%税前利润	0.9%	0.4%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	826	2,036	3,684	4,788	6,035	7,401
营业利润率	15.6%	22.6%	23.8%	20.1%	20.2%	20.1%
营业外收支	-10	-7	-12	0	0	0
税前利润	815	2,029	3,671	4,788	6,035	7,401
利润率	15.4%	22.6%	23.7%	20.1%	20.2%	20.1%
所得税	-89	-246	-347	-718	-905	-1,110
所得税率	10.9%	12.1%	9.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	727	1,783	3,324	4,069	5,130	6,291
少数股东损益	59	34	220	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>668</b>	<b>1,749</b>	<b>3,104</b>	<b>4,069</b>	<b>5,130</b>	<b>6,291</b>
净利率	12.6%	19.4%	20.1%	17.1%	17.1%	17.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	727	1,783	3,324	4,069	5,130	6,291
少数股东损益	59	34	220	0	0	0
非现金支出	327	539	817	999	941	1,074
非经营收益	97	66	-20	700	452	481
营运资金变动	-457	-662	-2,898	-679	-1,265	-354
<b>经营活动现金净流</b>	<b>694</b>	<b>1,725</b>	<b>1,223</b>	<b>5,089</b>	<b>5,258</b>	<b>7,492</b>
资本开支	-750	-2,661	-2,817	-535	-1,680	-1,680
投资	136	-126	-227	0	0	0
其他	6	-64	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-608</b>	<b>-2,852</b>	<b>-3,043</b>	<b>-535</b>	<b>-1,680</b>	<b>-1,680</b>
股权募资	4,597	0	347	95	0	0
债权募资	367	561	4,504	-693	-12	853
其他	-569	-840	-926	-2,063	-2,504	-2,998
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>4,396</b>	<b>-279</b>	<b>3,925</b>	<b>-2,661</b>	<b>-2,516</b>	<b>-2,145</b>
<b>现金净流量</b>	<b>4,460</b>	<b>-1,415</b>	<b>2,130</b>	<b>1,893</b>	<b>1,061</b>	<b>3,667</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,030	3,884	6,405	8,295	9,353	13,018
应收款项	1,732	2,020	4,389	4,848	6,084	7,486
存货	2,237	4,964	11,035	10,519	13,399	16,618
其他流动资产	1,375	2,629	3,150	3,107	3,382	3,691
流动资产	10,373	13,497	24,980	26,769	32,218	40,814
%总资产	71.6%	62.9%	70.0%	72.5%	74.6%	77.8%
长期投资	247	377	442	442	442	442
固定资产	3,268	5,864	8,254	8,540	9,236	9,813
%总资产	22.6%	27.3%	23.1%	23.1%	21.4%	18.7%
无形资产	329	634	976	1,137	1,241	1,338
非流动资产	4,113	7,953	10,718	10,149	10,948	11,619
%总资产	28.4%	37.1%	30.0%	27.5%	25.4%	22.2%
<b>资产总计</b>	<b>14,486</b>	<b>21,450</b>	<b>35,697</b>	<b>36,918</b>	<b>43,166</b>	<b>52,433</b>
短期借款	1,361	1,304	4,067	3,567	3,154	3,407
应付款项	2,836	5,759	8,553	10,702	13,116	16,888
其他流动负债	1,104	2,414	5,719	3,004	3,774	4,645
流动负债	5,302	9,477	18,338	17,273	20,045	24,940
长期贷款	0	987	2,930	3,130	3,530	4,130
其他长期负债	269	317	460	10	7	5
负债	5,571	10,781	21,728	20,413	23,582	29,075
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,914</b>	<b>10,487</b>	<b>13,457</b>	<b>15,993</b>	<b>19,071</b>	<b>22,846</b>
其中：股本	496	694	1,391	1,391	1,391	1,391
未分配利润	2,265	3,754	6,395	8,837	11,915	15,690
少数股东权益	1	183	512	512	512	512
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,486</b>	<b>21,450</b>	<b>35,697</b>	<b>36,918</b>	<b>43,166</b>	<b>52,433</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.346	2.518	2.232	2.926	3.688	4.523
每股净资产	17.971	15.102	9.675	11.499	13.712	16.426
每股经营现金净流	1.398	2.484	0.880	3.659	3.780	5.387
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.170	1.475	1.809
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.49%	16.68%	23.07%	25.44%	26.90%	27.54%
总资产收益率	4.61%	8.15%	8.70%	11.02%	11.88%	12.00%
投入资本收益率	8.96%	14.08%	15.85%	19.62%	21.26%	22.02%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	10.05%	70.36%	71.90%	54.25%	25.48%	23.06%
EBIT增长率	23.00%	101.10%	76.66%	45.56%	22.70%	21.82%
净利润增长率	2.54%	161.93%	77.53%	31.09%	26.06%	22.62%
总资产增长率	78.16%	48.07%	66.42%	3.42%	16.92%	21.47%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	102.3	73.6	69.9	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	227.4	227.0	293.4	250.0	250.0	250.0
应付账款周转天数	134.9	137.6	136.6	136.6	127.4	136.6
固定资产周转天数	169.8	188.8	134.5	83.9	69.3	57.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-52.06%	-30.35%	-7.11%	-19.29%	-21.72%	-30.25%
EBIT利息保障倍数	6.4	-379.7	-193.5	15.2	13.8	14.9
资产负债率	38.46%	50.26%	60.87%	55.29%	54.63%	55.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-09	买入	143.60	195.00~195.00
2	2022-04-12	买入	135.00	194.85~194.85
3	2022-07-13	买入	80.12	112.70~112.70
4	2022-07-28	买入	77.00	112.70~112.70
5	2022-10-17	买入	62.29	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402