

## 璞泰来 (603659.SH)

买入(维持评级)

负极放量盈利见底，隔膜涂覆稳中有升

当前价格: 32.72 元  
目标价格: 41.83 元

### 投资要点:

事件: 8月30日, 璞泰来发布2023年半年报: 2023年上半年营业收入78.06亿元, 同比+13%; 归母净利润13.04亿元, 同比-7%; 扣非后归母净利润12.54亿元, 同比-6%。其中二季度营业收入41.07亿元, 同比+9%, 环比+11%; 归母净利润6.02亿元, 同比-21%, 环比-14%; 扣非后归母净利润5.76亿元, 同比-20%, 环比-15%。

负极及石墨化: 上半年负极材料销量6.82万吨, 其中Q2预计负极材料销量3.82万吨, 同比+36%, 环比+27%, 主要受益新增大客户需求放量; 上半年平均单价约4.5万元/吨, 其中Q2预计约4.3万元/吨, 环比下降, 主要受负极阶段性产能过剩导致竞争加剧及中低端产品占比提升影响; 预计Q2负极合计贡献净利1.4-1.5亿元, 平均单吨净利接近4000元, 环比大幅下降, 主要受负极产品大幅降价影响。当前负极行业产能相对过剩, 负极企业进入以价换量阶段, 具有成本、资金、渠道优势龙头具有相对优势, 预计全年负极销量仍有望达19-20万吨, 随下半年四川一体化产能投产, 整体石墨化自供比例有望进一步提升, 产业链降价对单吨净利影响缓解, 预计Q4单吨利润实现回升。

隔膜涂覆: 上半年隔膜涂覆销量21.51亿平, 其中Q2预计涂覆11亿平, 同比提高约20%, 环比提高约10%; 单平净利约0.23元/平米, 环比Q1持平; Q2涂覆贡献净利约2.5亿元, 涂覆业务盈利能力稳定, 出货量保持相对高增长。邛崃基膜+涂覆一体化产线已逐步投产, 预计Q2基膜销量0.5亿平, 单平净利约0.4元/平米, 随产能爬坡, 逐步实现满产, 下半年预计有望实现2-3亿平基膜销售, 有望贡献业绩新增长点。

其他业务: Q2锂电设备预计贡献净利润近1亿元; 东阳光PVDF预计贡献归母净利润约0.5亿元; 铝塑膜、粘接剂等其他材料合计净利润约0.4亿元。

复合集流体业务推进顺利: 复合铜箔方面, 江苏卓立一期1.6万吨复合铜箔项目逐步启动, 产品获主流客户高度认可, 预计24年逐步建成投产。复合铝箔已完成消费电子客户产品导入并获得小批量订单, 动力电池客户加速认证中。

盈利预测及估值: 考虑到负极单吨盈利能力下降, 我们小幅下调公司业绩预期。预计公司 2023-2025 年归母净利润达 33.73/ 46.33/ 59.38 亿元(前值 42.79/ 52.70/ 62.29), CAGR 为 24%。当前股价对应市盈率 20/ 14/ 11 倍。给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 41.83 元/股, 给予“买入”评级。

风险提示: 新能源汽车销量不及预期, 上游原料价格波动。

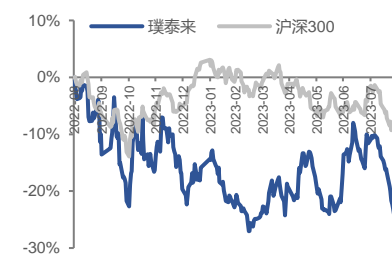
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,996	15,464	19,753	27,330	34,183
增长率	70%	72%	28%	38%	25%
净利润(百万元)	1,749	3,104	3,373	4,633	5,938
增长率	162%	78%	9%	37%	28%
EPS(元/股)	0.87	1.54	1.67	2.30	2.95
市盈率(P/E)	37.7	21.3	19.6	14.2	11.1
市净率(P/B)	6.3	4.9	3.7	2.9	2.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2016/2013
总市值/流通市值(百万元)	64922/64813
每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	60.65
一年内最高/最低(元)	43.64/32.2

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师 邓伟  
执业证书编号: S0210522050005  
邮箱: dw3787@hfzq.com.cn

研究助理 柴泽阳  
邮箱: czy3900@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 《璞泰来 2023 一季报点评: Q1 盈利略超预期, 龙头优势地位显著》-2023.04.16
- 《璞泰来 2022 业绩预告点评: 负极盈利承压下, 业绩符合预期, 出货量高增底部区间加码》-2023.01.13
- 《璞泰来深度: 石墨为璞, 隔膜登泰, 布局未来》-2022.11.15

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,405	4,548	5,888	9,188	营业收入	15,464	19,753	27,330	34,183
应收票据及账款	4,272	5,456	7,549	9,442	营业成本	9,950	13,668	19,025	23,740
预付账款	680	661	729	910	税金及附加	96	123	170	212
存货	11,035	14,903	20,366	24,942	销售费用	196	241	320	383
合同资产	354	452	625	782	管理费用	621	773	1,056	1,304
其他流动资产	2,588	2,916	3,482	4,027	研发费用	921	1,137	1,560	1,934
流动资产合计	24,980	28,484	38,015	48,509	财务费用	-19	11	-31	-111
长期股权投资	388	438	488	538	信用减值损失	-68	-60	-70	-80
固定资产	5,698	6,941	8,064	9,079	资产减值损失	-160	-40	-60	-80
在建工程	2,546	2,746	2,946	3,146	公允价值变动收益	6	7	8	9
无形资产	634	621	611	604	投资收益	28	29	30	31
商誉	79	79	79	79	其他收益	177	227	267	297
其他非流动资产	1,373	1,371	1,378	1,395	营业利润	3,684	3,964	5,407	6,899
非流动资产合计	10,718	12,194	13,565	14,840	营业外收入	7	8	9	11
资产合计	35,697	40,678	51,580	63,349	营业外支出	20	21	22	23
短期借款	3,273	0	0	0	利润总额	3,671	3,951	5,394	6,887
应付票据及账款	7,760	10,250	13,886	17,090	所得税	347	373	510	651
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,324	3,578	4,884	6,236
合同负债	4,792	5,726	7,649	9,567	少数股东损益	220	205	251	298
其他应付款	793	833	853	863	归属母公司净利润	3,104	3,373	4,633	5,938
其他流动负债	1,720	1,914	2,252	2,554	EPS (按最新股本摊薄)	1.54	1.67	2.30	2.95
流动负债合计	18,338	18,723	24,640	30,073					
长期借款	2,930	3,030	3,130	3,230	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	460	460	460	460	成长能力				
非流动负债合计	3,390	3,490	3,590	3,690	营业收入增长率	71.9%	27.7%	38.4%	25.1%
负债合计	21,728	22,212	28,230	33,763	EBIT 增长率	80.5%	8.5%	35.4%	26.3%
归属母公司所有者权益	13,457	17,749	22,382	28,320	归母公司净利润增长率	77.5%	8.7%	37.4%	28.2%
少数股东权益	512	717	968	1,267	获利能力				
所有者权益合计	13,969	18,466	23,350	29,586	毛利率	35.7%	30.8%	30.4%	30.6%
负债和股东权益	35,697	40,678	51,580	63,349	净利率	21.5%	18.1%	17.9%	18.2%
					ROE	22.2%	18.3%	19.8%	20.1%
					ROIC	20.1%	20.4%	22.1%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率	60.9%	54.6%	54.7%	53.3%
					流动比率	1.4	1.5	1.5	1.6
					速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	69	83	80	84
					存货周转天数	289	342	334	344
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.54	1.67	2.30	2.95
					每股经营现金流	0.61	1.28	1.69	2.64
					每股净资产	6.67	8.80	11.10	14.05
					估值比率				
					P/E	21	20	14	11
					P/B	5	4	3	2
					EV/EBITDA	119	108	82	65

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn