

2021 年中报点评：三大业务全面开花，一体化布局成效显著

买入（维持）

2021 年 08 月 06 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,281	8,522	12,200	16,343
同比（%）	10%	61%	43%	34%
归母净利润（百万元）	668	1,667	2,585	3,626
同比（%）	3%	150%	55%	40%
每股收益（元/股）	0.96	2.40	3.72	5.22
P/E（倍）	163.73	65.56	42.28	30.15

投资要点

- **2021H1 净利润 7.7 亿元，同比高增 294%，略好于市场预期。**2021 年上半年公司营收 39.22 亿元，同比增长 107.8%；归母净利润 7.74 亿元，同比增长 294%，略好于市场预期；扣非净利润 7.16 亿元，同比增长 308.4%。21H1 公司毛利率 36.99%，同比提升 6pct；净利率 19.8%，同比提升 8.5pct，盈利水平大幅提升。
- **2021Q2 业绩稳步提升，净利率维持高水平。**21Q2 公司实现营收 21.84 亿元，同比增加 104%，环比增长 25.6%；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 324%，环比增长 32%，扣非归母净利润 4.03 亿元，同比增长 336%，环比+29%。盈利能力方面，公司 Q2 毛利率 26.35%，环比-1.39pct；归母净利率 20.16%，环比+0.49pct。Q1 国内需求超市场预期，涂覆隔膜出货环比再提升。
- **业务拆分看，21H1 三大主业全面开花，隔膜、负极、设备营收大增，且盈利水平持续提升：**21H1 负极收入 24.54 亿元，同比+79.5%，环比+9%，其中子公司紫宸收入 28 亿元，同比+12%，净利润 3.9 亿元，净利率 14.2%，同环比+2.9/+0.2pct；隔膜及涂覆 21H1 收入 8.95 亿元，同比大增 217%，子公司卓高净利率 14%，同环比-1.8/+3.3pct，环比提升明显；锂电设备收入 3.68 亿元，同比+51%，子公司新嘉拓收入 4.1 亿元，同比+101%，净利润 0.35 亿元，净利率 8.5%，环比+9pct，扭亏为盈改善明显。
- **21Q2 费用控制良好，会计政策严谨，计提 0.34 亿元存货减值损失。**2021 年 H1 合计 4.88 亿元，费用率为 12.44%，同比-4.98pct。21 年 Q2 期间费用合计 2.6 亿元，同比增长 44.38%，环比增 12.92%，费用率为 11.85%，同比-4.92pct，环比-1.33pct；销售费用 0.6 亿元，销售费用率 2.5%，同比-2.4pct，环比增 0.5pct；管理费用 0.8 亿元，管理费用率 3.7%，同比-0.5pct，环比-1.1pct；财务费用 0 亿元，财务费用率 0.1%，同比-2.5pct，环比增 0pct；研发费用 1.2 亿元，研发费用率 5.5%，同比增 0.5pct，环比-0.8pct。公司 21Q2 计提资产减值损失 0.34 亿元，主要为存货减值损失，计提信用减值损失 0.08 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-2023 年业绩预测为 16.7/25.9/36.3 亿元，同比分别 150%/55%/40%；EPS 分别 2.4/3.7/5.2 元/股；对应现价 PE 分别 66/42/30 倍，给予 22 年 55x，对应目标价 204.6 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)	157.41
一年最低/最高价	57.65/175.18
市净率(倍)	11.50
流通 A 股市值(百万元)	108985

基础数据

每股净资产(元)	13.68
资产负债率(%)	44.97
总股本(百万股)	694.44
流通 A 股(百万股)	692.36

相关研究

- 1、《璞泰来 (603659)：隔膜和设备产能扩建，全面打造锂电材料和设备平台》2021-07-08
- 2、《璞泰来 (603659) 2021 年一季报点评：多点开花，各项业务均超市场预期》2021-04-13
- 3、《璞泰来 (603659) 2020 年年报点评：减值损失拖累业绩，未来扩产提速》2021-03-16

21H1 净利润 7.7 亿元，同比高增 294%，略好于市场预期。2021 年上半年公司营收 39.22 亿元，同比增长 107.8%；归母净利润 7.74 亿元，同比增长 294%，略好于市场预期；扣非净利润 7.16 亿元，同比增长 308.4%。21H1 公司毛利率 36.99%，同比提升 6pct；净利率 19.8%，同比提升 8.5pct，盈利水平大幅提升。

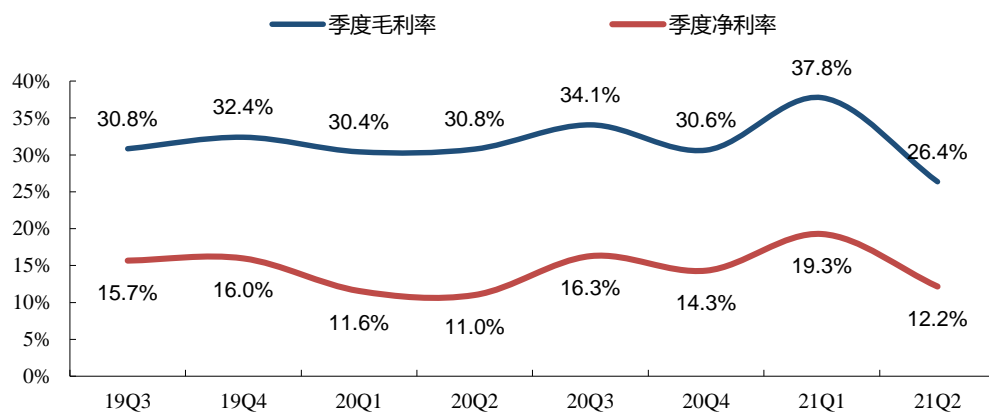
2021Q2 业绩稳步提升，净利率维持高水平。21Q2 公司实现营收 21.84 亿元，同比增加 104%，环比增长 25.6%；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 324%，环比增长 32%，扣非归母净利润 4.03 亿元，同比增长 336%，环比+29%。盈利能力方面，公司 Q2 毛利率 26.35%，环比-1.39pct；归母净利率 20.16%，环比+0.49pct。

图 1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	2,183.7	1,739.2	1,934.0	1,459.0	1,068.9	818.7	1,297.1	1,324.2	1,148.4	1,028.9
-同比	104.29%	112.43%	49.11%	10.19%	-6.92%	-20.43%	27.22%	44.91%	42.74%	79.52%
毛利率	26.35%	37.77%	30.64%	34.08%	30.78%	30.41%	32.39%	30.83%	27.32%	26.51%
归母净利润(百万)	440.3	334.6	252.3	218.6	103.8	92.9	192.6	194.6	134.8	129.0
-同比	324.11%	260.21%	30.97%	12.33%	-22.99%	-27.99%				
归母净利率	20.16%	19.24%	13.05%	14.98%	9.71%	11.35%	14.85%	14.70%	11.74%	12.54%
扣非归母净利润(百万)	128.6	312.7	243.71	204.63	92.55	82.81	184.91	181.05	125.89	113.78
-同比	38.96%	277.66%	31.80%	13.02%	-26.49%	-27.22%	15.95%	58.33%	7.42%	9.78%
扣非归母净利率	5.89%	17.98%	12.60%	14.02%	8.66%	10.11%	14.26%	13.67%	10.96%	11.06%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务拆分看，21H1 三大主业全面开花，隔膜、负极、设备营收大增，且盈利水平持续提升：21H1 负极收入 24.54 亿元，同比+79.5%，环比+9%，其中子公司紫宸收入 28 亿元，同比+102%，净利润 3.9 亿元，净利率 14.2%，同环比+2.9/+0.2pct；隔膜及涂覆 21H1 收入 8.95 亿元，同比大增 217%，子公司卓高净利率 14%，同环比-1.8/+3.3pct，环比提升明显；锂电设备收入 3.68 亿元，同比+51%，子公司新

嘉拓收入 4.1 亿元，同比+101%，净利润 0.35 亿元，净利率 8.5%，环比+9pct，扭亏为盈改善明显。

图 3: 公司分业务经营情况

	2021H1							2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿)	同比	销量	同比	单位售价 (含税价)	同比	环比	营业收入 (亿)	销量	单位售价 (不含税)	营业收入 (亿)	销量	单位售价 (不含税)
负极	24.54	79.5%	45,246	103.6%	6.10	-0.01	0.10	22.61	40,723	5.55	13.67	22,226	6.15
涂覆隔膜	8.95	217%	79,839	264.0%	1.30	0.01	0.20	5.28	48,782	1.08	2.82	21,931	1.29
锂电设备	3.68	51%						2.21			2.43		
铝塑膜	0.61	90.6%	487	92.5%	12.53	-0.01	0.02	0.62	505	12.28	0.32	253	12.65
石墨化材料								1.85			0.59		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 公司子公司经营情况

公司名称	主要业务	2021H1						2020H2		2020H1	
		营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利率	净利润-同比	净利率-环比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
江西紫宸	负极	27.68	102.2%	3.94	14.2%	2.9pct	0.2pct	24.72	3.46	13.69	1.55
深圳新嘉拓	锂电设备	4.13	101.5%	0.35	8.5%	-4.2pct	9pct	3.57	-0.02	2.05	0.26
宁德卓高	涂覆隔膜	6.66	209.8%	0.93	14.0%	-1.8pct	3.3pct	3.46	0.37	2.15	0.34

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

负极 21Q2 出货环比明显增加，石墨化紧缺下，一体化布局保障盈利能力。公司 21 年上半年负极收入 24.54 亿元，同比+79.5%，环比+9%；出货 4.5 万吨，同比+104%，对应单吨价格 6.1 万元/吨（含税价），环比持平微降。其中，我们预计公司 Q2 出货 2.5 万吨左右，环比提升 25%，产能满产满销；我们预计公司全年出货有望超 10 万吨，同比增长近 60%，增量主要来自 LG 动力及宁德时代。盈利能力层面，由于 21Q2 石墨化价格从 1.4 万元/吨涨至 1.8 万元/吨+，带动负极价格调涨 5%，而公司石墨化自供比例达到 70-80%，单吨石墨化利润可到 0.6-0.7 万元/吨，充分受益于一体化生产，我们预计负极（含石墨化）单吨利润提升至 1.2 万元/吨左右，环比持平微增，21 年上半年负极我们预计贡献 5.5 亿元净利润，同比超 2 倍增长。下半年行业石墨化产能依然紧缺，我们预计新增产能多于 22Q1 释放，考虑爬坡，石墨化紧缺将于 22 年中缓解，因此未来 4 个季度，公司盈利水平仍可维持高位，同时看长期，在碳中和背景下，低电价石墨化产能为稀缺资源，公司具备显著先发优势，成本优势长期存在

负极产能扩张提速，支撑持续高增，且积极布局一体化和前沿技术。截至 21H1 公司负极产能 9-10 万吨，年底江西 6 万吨前工序产能释放，负极产能将达到 15 万吨；公司在四川邛崃规划建设年产 20 万吨负极材料一体化项目，其中一期 10 万吨将于 22 年下半年投产，届时产能将达到 25 万吨。公司，公司加大石墨化产能建设，目前公司石墨化产能 7 万吨，2H21 内蒙二期 5 万吨石墨化建成投产，公

司石墨化产能将超 12 万吨，自供比例提升至 80%。因此，我们预计公司 22 年出货量有望达到 16-18 万吨，同比实现 60-80% 高增长。此外，伴随负极材料溧阳研究院的建成和投入使用，公司成功开发含有导电添加剂的新包覆剂，产品性能获得客户认可；同时全力推进硅氧、硅炭、多孔硅、硬炭等项目的研发和产业化进度。

隔膜出货大幅提升，下游需求旺盛。公司 21 年上半年隔膜及涂覆 21H1 收入 8.95 亿元，同比大增 217%；出货 7.9 亿平，同比增长 264%，对应单平价格 1.3 元/平（含税），单价环比微增；我们预计公司 Q2 出货接近 4.5-5 亿平，环比+30%以上，我们预计单平盈利维持 0.2-0.3 元/平左右，贡献利润 1 亿元+。一体化方面，公司基膜进展顺利，溧阳月泉基膜产线稳定运行，产品合格率及综合直通率持续提升，并已具备 5 μm 超薄膜生产能力，另一方面，公司自主研发的国产 PVDF 涂覆材料及 PAA 粘结剂实现突破，完成大客户产品导入，进一步降低客户成本。20 年年底涂覆膜产能 15 亿平+，基膜产能 0.9-1 亿平，随着宁德卓高、四川邛崃及广东肇庆产能落地，公司预计在 2022 年和 2025 年分别形成超过 40 亿平及 60 亿平的隔膜涂覆产能，产能扩张迅速。客户层面，公司涂覆隔膜业务的国际客户认证取得积极进展，未来市场进一步打开。我们预计 21 年出货量有望达到 15 亿平，22 年出货有望达 30 亿平，连续两年翻番增长。

公司加大涂覆隔膜上游材料布局，进一步降低成本。公司与东阳光合作开发 PVDF，与茵地乐联合研发水溶性粘结剂，实现重要涂覆材料及涂覆粘结剂的国产化替代，推动涂覆成本持续下行。涂覆材料方面，目前溧阳极盾涂覆材料纳米氧化铝及勃姆石二期产能建成投产，形成年产 5,500 吨纳米氧化铝及勃姆石产能，有效确保公司涂覆加工业务产品需求和海外客户的批量供应。此外公司子公司四川极盾启动 1000 吨的纳米氧化铝产能建设。公司形成涂覆材料 PVDF 及粘结剂改性 PAA 的稳定自给能力，继续推动 SBR 等其他粘结剂产品的布局，通过关键精细化工品的布局进一步保障锂离子电池客户在产品电化学性能及安全性的需求，进一步巩固提高公司涂覆隔膜加工业务的综合竞争力。

图 5: 公司新增隔膜、负极业务一体化布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

设备业务订单超市场预期，盈利明显向好，铝塑膜等业务均实现盈利。公司 21H1 锂电设备收入 3.68 亿元，同比+51%，我们预计公司 Q2 设备业务贡献营收 2 亿元左右，贡献预计 0.2-0.3 亿元利润，盈利情况明显向好。公司收购业内卷绕、化成优质团队，新产品如卷绕、叠片、注液、化成等设备快速完成产品认证并形成了订单供应，且进入宁德时代、ATL、比亚迪、LG 新能源、三星 SDI、中航锂电、珠海冠宇、亿纬锂能、欣旺达、特斯拉等供应体系。目前公司涂布机业务（不含内部订单）在手订单超过 30 亿元，新产品包括卷绕机、叠片机、注液机、氨检机、化成分容设备在内的在手订单超过 3 亿元，随着下半年公司在手订单的陆续交付，我们预计 21 年可恢复高增长。此外，公司拟投资 14 亿元在广东肇庆市建设设备基地。2021 年上半年公司铝塑包装膜产品出货量达到 487 万 m²，同比增长 92.49%，产品市场竞争力进一步增强，有望完成对动力电池客户的产品导入。目前铝塑膜、纳米氧化铝营收均开始起量，我们预计开始贡献盈利。

21Q2 费用控制良好，会计政策严谨，计提 0.34 亿元存货减值损失。2021 年 H1 合计 4.88 亿元，费用率为 12.44%，同比-4.98pct。21 年 Q2 期间费用合计 2.6 亿元，同比增长 44.38%，环比增 12.92%，费用率为 11.85%，同比-4.92pct，环比-1.33pct；销售费用 0.6 亿元，销售费用率 2.5%，同比-2.4pct，环比增 0.5pct；管理费用 0.8 亿元，管理费用率 3.7%，同比-0.5pct，环比-1.1pct；财务费用 0 亿元，财务费用率 0.1%，同比-2.5pct，环比增 0pct；研发费用 1.2 亿元，研发费用率 5.5%，同比增 0.5pct，环比-0.8pct。公司 21Q2 计提资产减值损失 0.34 亿元，主要为存货减值损失，计提信用减值损失 0.08 亿元。

图 6：璞泰来季度费用率

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	37.38	52.83	58.46	-33.46	34.52	55.24
-销售费用率	4.57%	4.94%	4.01%	-1.73%	1.98%	2.53%
管理费用	40.25	44.69	53.01	74.31	83.03	80.72
-管理费用率	4.92%	4.18%	3.63%	3.84%	4.77%	3.70%
研发费用	38.99	53.74	66.71	104.67	109.21	119.96
-研发费用率	4.76%	5.03%	4.57%	5.41%	6.28%	5.49%
财务费用	32.89	27.99	45.80	54.95	2.44	2.89
-财务费用率	4.02%	2.62%	3.14%	2.84%	0.14%	0.13%
期间费用	149.50	179.25	223.99	200.48	229.20	258.80
-期间费用率	18.26%	16.77%	15.35%	10.37%	13.18%	11.85%
资产减值损失	0.30	3.62	0.71	-48.33	-10.25	-33.84
信用减值损失	1.42	-38.05	-0.72	-42.74	-37.16	-8.02

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流明显改善，存货明显增加。截至 21H1，公司存货为 33.11 亿元，较 21 年年初增加 48.05%；应收账款 16.45 亿元，较年初-3.2%；期末公司预收账款 15.93 亿元。公司经营活动净现金流为 12.06 亿元，同比上升 437.72%，改善明显。投资活动净现金流出 13.98 亿元，资本开支为 10.19 亿元，同比上升 148.94%。账面现金为 46.73 亿元，较年初下降 7.09%，短期借款 9.15 亿元，较年初下降

25.49%。

投资建议：我们维持公司 2021-2023 年业绩预测为 16.7/25.9/36.3 亿元，150%/55%/40%；EPS 分别 2.4/3.7/5.2 元/股；对应现价 PE 分别 66/42/30 倍，给予 22 年 55x，对应目标价 204.6 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,373	10,418	14,571	19,053	营业收入	5,281	8,522	12,200	16,343
现金	5,030	2,847	3,660	4,903	减:营业成本	3,613	5,378	7,691	10,221
应收账款	1,700	2,768	3,963	5,309	营业税金及附加	41	65	94	125
存货	2,237	3,335	4,799	6,401	营业费用	115	213	293	376
其他流动资产	1,251	1,251	1,853	2,057	管理费用	212	482	623	813
非流动资产	4,113	4,472	4,861	5,132	研发费用	264	396	512	658
长期股权投资	247	247	247	247	财务费用	162	71	64	37
固定资产	2,457	2,578	2,631	2,717	资产减值损失	124	95	104	117
在建工程	811	1,061	1,311	1,511	加:投资净收益	8	10	15	15
无形资产	242	231	319	306	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,168	1,416	1,664	1,862	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	14,486	14,890	19,432	24,184	营业利润	826	1,985	3,000	4,205
流动负债	5,302	4,425	7,059	9,136	加:营业外净收支	-11	-4	-4	-4
短期借款	1,361	0	981	1,244	利润总额	815	1,691	2,266	2,978
应付账款	1,646	2,450	3,503	4,656	减:所得税费用	89	220	295	387
其他流动负债	2,295	1,975	2,575	3,236	少数股东损益	59	7	10	13
非流动负债	269	269	269	269	归属母公司净利润	668	1,667	2,585	3,626
长期借款	0	0	0	0	EBIT	988	2,056	3,064	4,242
其他非流动负债	269	269	269	269	EBITDA	1,191	2,247	3,274	4,472
负债合计	5,571	4,694	7,329	9,405	重要财务与估值指标				
少数股东权益	1	18	39	68	每股收益(元)	0.96	2.40	3.72	5.22
归属母公司股东权益	8,914	10,177	12,065	14,711	每股净资产(元)	17.97	14.66	17.37	21.18
负债和股东权益	14,486	14,890	19,432	24,184	发行在外股份(百万股)	496	694	694	694
					ROIC(%)	18.3%	19.6%	22.0%	24.5%
					ROE(%)	7.5%	16.4%	21.4%	24.6%
					毛利率(%)	31.6%	36.9%	37.0%	37.5%
					销售净利率(%)	13.8%	19.8%	21.4%	22.4%
					资产负债率(%)	38.5%	31.5%	37.7%	38.9%
					收入增长率(%)	10%	61%	43%	34%
					净利润增长率(%)	3%	150%	55%	40%
					P/E	163.73	65.56	42.28	30.15
					P/B	12.26	10.74	9.06	7.43
					EV/EBITDA	88	47	32	23

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>