

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 买入 (维持)

2022 年 10 月 16 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	8,996	15,729	22,126	29,604
同比	70%	75%	41%	34%
归属母公司净利润 (百万元)	1,749	3,107	4,510	6,355
同比	162%	78%	45%	41%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.26	2.23	3.24	4.57
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.54	27.89	19.21	13.63

#业绩符合预期

投资要点

- Q3 归母净利 8.77 亿元, 环增 16%, 略超市场预期。**2022 年前三季度公司营收 114.14 亿元, 同比增长 81.31%; 归母净利润 22.73 亿元, 同比增长 84.68%; 扣非净利润 21.82 亿元, 同比增长 88.68%; 22 年前三季度毛利率为 36.38%, 同比增加 0.46pct; 净利率为 21.45%, 同比增加 1.72pct。2022 年 Q3 公司实现营收 45.19 亿元, 同比增加 90.5%, 环比增长 20.05%; 归母净利润 8.77 亿元, 同比增长 92.4%, 环比增长 15.59%。Q3 毛利率为 34.75%, 同比+0.61pct, 环比-1.64pct; 归母净利率 19.42%, 同比+0.19pct, 环比-0.75pct; Q3 扣非净利率 18.78%, 同比+0.22pct, 环比-0.35pct。
- 负极出货环增 30%+, 盈利水平维持高位, 一体化比例持续提升。**我们预计公司 2022 年 Q3 负极出货 3.8 万吨左右, 环增 30%+, 符合市场预期, Q4 公司出货预计环比进一步增长 30%左右, 我们预计公司 2022 年全年出货有望达 14 万吨, 同比增长 40%+, 随着新增产能释放, 我们预计 2023 年公司出货 25 万吨, 同比增长 70%。我们测算公司 2022Q3 负极 (含石墨化) 单吨净利近 1.3 万元/吨, 环比略降, 主要系上游原材料价格上涨导致 Q3 成本提升, 我们预计 2022 年负极盈利能力有望维持, 明年随着新增产能释放, 负极供给紧张缓解, 产品价格预计重新议价, 但公司主打高端产品, 客户结构优秀, 预计享受技术溢价, 叠加公司 2023 年自供比例有望进一步提升至 80%+, 盈利抗压能力强。
- 隔膜绑定大客户出货高增长, 基涂一体化布局即将落地, 涂覆材料布局加速。**我们预计公司 2022Q3 出货 11 亿平+, 环增 15%左右, 符合市场预期, 我们预计公司 2022 年全年出货有望达 40 亿平+, 同比接近翻番增长, 23 年有望出货达 60 亿平以上, 同比增长 50%+; 盈利能力方面, 我们测算公司 2022Q3 隔膜单平净利 0.2 元/平+, 环比持平, 全年单平盈利有望维持; 公司加速基膜产能建设, 预计 2022 年底逐步进入设备调试与试产, 2023 年预计基膜产品开始贡献收入。此外, 公司 PVDF 业务控股股东阳光 Q3 贡献归母净利近 0.6 亿元, 勃姆石溧阳极盾二期已稳定运行, 溧阳勃姆石三期产线开始试运行, Q3 也贡献少量利润。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 22-24 年归母净利润 31.07/45.10/63.55 亿元的预期, 同比增长 78%/45%/41%, 对应 PE 为 28x/19x/14x, 给予 2023 年 35xPE, 对应目标价 113.4 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)	62.29
一年最低/最高价	55.00/200.37
市净率(倍)	6.88
流通 A 股市值(百万元)	86,348.56
总市值(百万元)	86,639.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.06
资产负债率(% ,LF)	59.09
总股本(百万股)	1,390.90
流通 A 股(百万股)	1,386.23

相关研究

《璞泰来(603659): 2022 年中报点评: 三大主业全面开花, 定增落地支撑后续产能扩张》

2022-07-28

《璞泰来(603659): 2022 年一季报点评: 多点开花, 业绩超市场预期》

2022-04-12

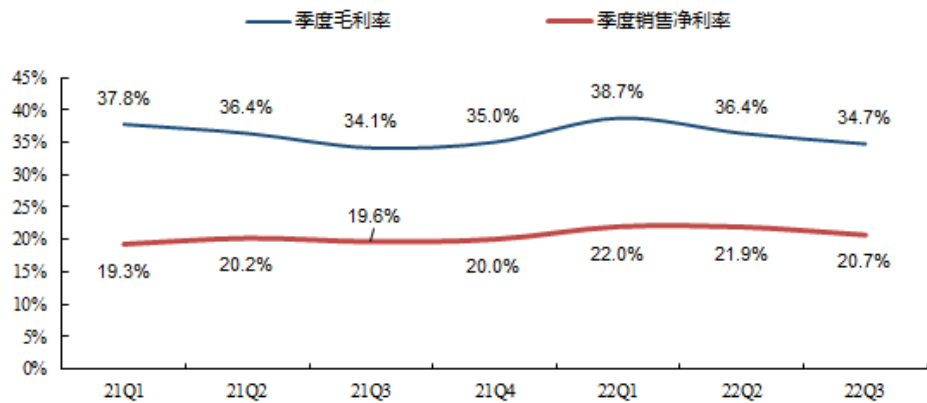
Q3 归母净利 8.77 亿元, 环增 16%, 略超市场预期。2022 年前三季度公司营收 114.14 亿元, 同比增长 81.31%; 归母净利润 22.73 亿元, 同比增长 84.68%; 扣非净利润 21.82 亿元, 同比增长 88.68%; 22 年前三季度毛利率为 36.38%, 同比增加 0.46pct; 净利率为 21.45%, 同比增加 1.72pct。2022 年 Q3 公司实现营收 45.19 亿元, 同比增加 90.5%, 环比增长 20.05%; 归母净利润 8.77 亿元, 同比增长 92.4%, 环比增长 15.59%, 扣非归母净利润 8.49 亿元, 同比增长 92.75%, 环比增长 17.83%。盈利能力方面, Q3 毛利率为 34.75%, 同比+0.61pct, 环比-1.64pct; 归母净利率 19.42%, 同比+0.19pct, 环比-0.75pct; Q3 扣非净利率 18.78%, 同比+0.22pct, 环比-0.35pct。

图1: 公司分季度业绩拆分情况

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	4,518.9	3,764.2	3,130.6	2,700.8	2,372.2	2,183.7	1,739.2
-同比	90.50%	72.38%	80.00%	39.65%	62.59%	104.29%	112.43%
毛利率	34.75%	36.39%	38.73%	35.02%	34.14%	36.38%	37.77%
归母净利润(百万)	877.5	759.2	636.6	517.8	456.1	440.3	334.6
-同比	92.40%	72.42%	90.28%	105.22%	108.61%	324.11%	260.21%
归母净利率	19.42%	20.17%	20.34%	19.17%	19.23%	20.16%	19.24%
扣非归母净利润(百万)	848.8	720.4	612.93	503.51	440.38	403.42	312.73
-同比	92.75%	78.56%	96.00%	106.60%	115.21%	335.91%	277.66%
扣非归母净利率	18.78%	19.14%	19.58%	18.64%	18.56%	18.47%	17.98%

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

负极出货环增 30%+, 盈利水平维持高位, 一体化比例持续提升。我们预计公司 2022 年 Q3 负极出货 3.8 万吨左右, 环增 30%+, 符合市场预期, Q4 公司出货预计环比进一步增长 30%左右, 我们预计公司 2022 年全年出货有望达 14 万吨, 同比增长 40%+, 公司四川一期 10 万吨产能预计 23 年上半年建成投产, 二期 10 万吨预计 23 年下半年建成, 随着新增产能释放, 我们预计 2023 年公司出货 25 万吨, 同比增长 70%。盈利能力

方面，我们测算公司 2022Q3 负极（含石墨化）单吨净利近 1.3 万元/吨，环比略降，主要系上游原材料价格上涨导致 Q3 成本提升，我们预计 2022 年负极盈利能力有望维持，同时看明年，随着新增产能释放，负极供给紧张缓解，产品价格预计重新议价，但公司主打高端产品，客户结构优秀，预计享受技术溢价，好于行业水平，叠加公司 2023 年自供比例有望进一步提升至 80%+，盈利抗压能力强。

隔膜绑定大客户出货高增长，基涂一体化布局即将落地，涂覆材料布局加速。我们预计公司 2022Q3 出货 11 亿平+，环增 15%左右，符合市场预期，我们预计公司 2022 年全年出货有望达 40 亿平+，同比接近翻番增长，23 年有望出货达 60 亿平以上，同比增长 50%+；盈利能力方面，我们测算公司 2022Q3 隔膜单平净利 0.2 元/平+，环比持平，全年单平盈利有望维持；看明年公司加速基膜产能建设，四川卓勤 4 亿平基膜与涂覆一体化项目处于设备安装阶段，预计 2022 年底逐步进入设备调试与试产，2023 年预计基膜产品开始贡献收入。此外，公司 PVDF 业务控股股东阳光 Q3 贡献归母净利润近 0.6 亿元，勃姆石溧阳极盾二期已稳定运行，溧阳勃姆石三期产线开始试运行，Q3 也贡献少量利润，公司在涂覆材料、涂覆工艺、PVDF、粘结剂等各个环节互联互通，实现了技术与产品的交互提升。

设备业务订单逐渐释放，铝塑膜也贡献利润增量。公司完成了在前中后段核心设备的领域的战略布局，我们预计 Q3 设备业务贡献约 0.5 亿元净利润，环比+25%，随着新产品订单的逐步批量交付，公司自动化装备业务的整体盈利能力将实现稳步提升，我们预计 2022 年公司锂电设备收入接近翻倍增长，贡献利润 1.5-2 亿元。此外，公司铝塑包装膜产品市场竞争力进一步增强，我们预计 Q3 贡献少量利润增量。

公司费用控制良好，Q3 期间费用率环比微增。2022 年前三季度公司期间费用合计 12.68 亿元，同比增长 74.43%，费用率为 11.11%，同比下降 0.44pct。2022Q3 期间费用合计 5.12 亿元，同比增长 114.32%，环比增 30.8%，期间费用率为 11.32%，同比增 1.26pct，环比增 0.93pct；其中销售费用率 1.61%，管理费用率 4.28%，财务费用率-0.55%，研发费用率 5.98%。公司 2022Q3 计提资产减值损失 0.52 亿元，计提信用减值损失 0.08 亿元。

图3: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	35.15	26.64	58.56	35.88	72.95
-销售费用率	1.48%	0.99%	1.87%	0.95%	1.61%
管理费用	86.27	116.72	136.83	171.76	193.61
-管理费用率	3.64%	4.32%	4.37%	4.56%	4.28%
研发费用	127.33	186.24	173.14	197.52	270.03
-研发费用率	5.37%	6.90%	5.53%	5.25%	5.98%
财务费用	-9.98	-0.83	-3.77	-13.94	-24.87
-财务费用率	-0.42%	-0.03%	-0.12%	-0.37%	-0.55%
期间费用	238.76	328.76	364.77	391.23	511.71
-期间费用率	10.06%	12.17%	11.65%	10.39%	11.32%
资产减值损失	-26.47	-47.92	-61.37	-29.80	-51.93
信用减值损失	-5.55	-0.92	1.66	-22.69	-8.10

数据来源：WIND，东吴证券研究所

在手现金充裕，经营性活动现金流净额同比下滑。2022年三季度末公司存货为 89.72 亿元，较年初增长 80.75%；应收账款 43.16 亿元，较年初增长 123.84%；期末公司合同负债 42.92 亿元，较年初增长 148.64%。2022 年前三季度公司经营活动净现金流净额为 1.81 亿元，同比下降 86.93%；投资活动净现金流出 21.73 亿元，同比上升 3.3%；资本开支为 19.62 亿元，同比上升 18.97%；账面现金为 49.03 亿元，较年初增长 26.24%，短期借款 20.61 亿元，较年初增长 72.48%。

盈利预测与投资建议：我们维持公司 22-24 年归母净利润 31.07/45.10/63.55 亿元的预期，同比增长 78%/45%/41%，对应 PE 为 28x/19x/14x，给予 2023 年 35xPE，对应目标价 113.4 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	13,497	19,387	25,340	35,651	营业总收入	8,996	15,729	22,126	29,604
货币资金及交易性金融资产	5,529	7,150	7,236	10,074	营业成本(含金融类)	5,789	10,062	14,294	19,155
经营性应收款项	2,618	4,920	7,837	11,918	税金及附加	63	111	156	208
存货	4,964	6,892	9,790	13,120	销售费用	152	252	332	414
合同资产	0	0	0	0	管理费用	367	598	774	1,036
其他流动资产	387	425	477	539	研发费用	543	865	1,173	1,480
非流动资产	7,953	10,173	12,039	13,630	财务费用	-5	138	70	12
长期股权投资	347	357	367	377	加:其他收益	105	126	155	207
固定资产及使用权资产	4,695	6,222	7,696	8,895	投资净收益	8	14	19	25
在建工程	1,211	1,611	1,811	2,011	公允价值变动	5	0	10	10
无形资产	480	763	946	1,129	减值损失	-170	-235	-160	-160
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	75	75	74	73	营业利润	2,036	3,607	5,352	7,381
其他非流动资产	1,067	1,067	1,067	1,067	营业外净收支	-7	0	7	-2
资产总计	21,450	29,560	37,379	49,282	利润总额	2,029	3,607	5,359	7,379
流动负债	9,477	14,407	18,077	24,132	减:所得税	246	469	804	959
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,304	1,697	100	100	净利润	1,783	3,138	4,555	6,420
经营性应付款项	4,658	8,097	11,502	15,414	减:少数股东损益	34	31	46	64
合同负债	1,726	2,012	2,859	3,831	归属母公司净利润	1,749	3,107	4,510	6,355
其他流动负债	1,788	2,600	3,616	4,787	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.26	2.23	3.24	4.57
非流动负债	1,304	1,304	1,304	1,304	EBIT	2,087	3,841	5,398	7,310
长期借款	987	987	987	987	EBITDA	2,455	4,533	6,442	8,629
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.65	36.02	35.40	35.30
租赁负债	25	25	25	25	归母净利率(%)	19.44	19.75	20.38	21.47
其他非流动负债	292	292	292	292	收入增长率(%)	70.36	74.84	40.68	33.80
负债合计	10,781	15,711	19,381	25,436	归母净利润增长率(%)	161.93	77.67	45.15	40.92
归属母公司股东权益	10,487	13,635	17,739	23,522					
少数股东权益	183	214	260	324					
所有者权益合计	10,669	13,849	17,998	23,846					
负债和股东权益	21,450	29,560	37,379	49,282					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,725	4,248	5,070	6,346	每股净资产(元)	15.10	19.64	25.55	33.87
投资活动现金流	-2,852	-2,898	-2,884	-2,886	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	-279	271	-2,110	-631	ROIC(%)	15.76	22.62	25.73	28.86
现金净增加额	-1,415	1,621	76	2,829	ROE-摊薄(%)	16.68	22.79	25.42	27.02
折旧和摊销	369	692	1,044	1,319	资产负债率(%)	50.26	53.15	51.85	51.61
资本开支	-2,661	-2,900	-2,893	-2,902	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.54	27.89	19.21	13.63
营运资本变动	-824	-721	-1,724	-2,687	P/B(现价)	4.12	3.17	2.44	1.84

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>

