



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	48.63
总股本/流通股本(亿股)	13.91 / 13.87
总市值/流通市值(亿元)	676 / 675
52周内最高/最低价	144.10 / 47.10
资产负债率(%)	50.3%
市盈率	19.22
第一大股东	梁丰
持股比例(%)	26.4%

研究所

分析师: 王磊
SAC 登记编号: S1340523010001
Email: wanglei03@cnpsec.com

璞泰来(603659)

业绩符合预期，平台型龙头前景广阔

● 投资要点

事件：璞泰来披露 2022 年年报。

业绩落于预告中值，符合预期。2022 年，公司实现营收 154.64 亿元，同比+72%；实现归母净利 31.04 亿元，同比+78%；实现扣非归母净利 29.59 亿元，同比+78%；非经常性损益主要包括政府补贴 1.67 亿元。业绩落于此前预告区间的中值，符合预期。

综合盈利表现优秀，毛利率持平，净利率连续三年正增长。2022 年，公司综合毛利率 35.66%，同比持平；净利率 21.50%，同比+1.68pcts。在原材料和加工费上行的情况下，公司毛利率保持稳定，成本控制能力优秀。净利率连续三年增长，其中规模效应带动期间费用率同比下降 0.6%，另外随着公司产业链布局的深入，业务多点开花，投资收益增量贡献明显（茵地乐 22 年投资收益约 4 千万）。

公司锂电一体化平台布局成效显著，分业务板块来看：

(1) 负极：2022 年营收 76 亿元（同比+49%），销量 14 万吨（同比+44%），单价 5.5 万元/吨（同比+0.2 万元/吨），毛利率 26%（同比-3pcts）。我们预计 22Q4 销量 4.5 万吨，环比+18%。公司现已形成超 15 万吨负极有效产能，包括 11 万吨石墨化产能。预计 23 年/25 年底分别有望达到 25 万吨/60 万吨负极产能。

(2) 膜类：2022 年涂覆膜营收 37 亿元（同比+68%），销量 43 亿平（同比+95%），单价 0.8 元/平（同比-0.2 元/平），毛利率 46%（同比+6pcts）。我们预计 22Q4 销量 15 亿平，环比+36%。基膜销量 1.29 亿平，实现批量供货。PVDF 收入 18 亿元，同比+310%，归母净利 2.5 亿元，同比+359%。公司现有 60 亿平涂覆膜、5 亿平基膜、0.6 万吨 PVDF 产能。预计 25 年底有望达到 140 亿平涂覆膜、25 亿平基膜、4 万吨 PVDF 产能。

(3) 设备：2022 年收入 24 亿元（同比+75%），毛利率 27%（同比持平），在手订单 41.8 亿元。设备业务主体嘉拓新能的分拆上市工作正有序推进。

硅基、硬碳、复合集流体新产品值得期待，公司有望推进出海走向国际化。硅碳负极研发获得客户认可并积极筹划生产基地，钠离子电池硬碳客户验证顺利和投入中试。在复合集流体方面，公司研发进展较好，中试产品获得客户的认可，正推进验证中，预计 23 年底前量产。此外公司正积极加快出海各项工作，已重点考察了欧洲、东南亚市场，未来将结合下游客户供应链配套需求，建立海外生产基地，全球化布局开启。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 207.48/270.50/328.30 亿元，同比增长 34.17%/30.38%/21.37%；预计归母净利润

41.27/58.04/67.31 亿元，同比增长 32.93%/40.64%/15.96%；对应 PE 分别为 16.39/11.65/10.05 倍，给予“买入”评级。

● **风险提示**

下游需求不及预期；市场竞争加剧风险；原材料价格波动影响；公司产能投放不及预期；国内外政策变化风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15464	20748	27050	32830
增长率 (%)	71.90	34.17	30.38	21.37
EBITDA (百万元)	4477.04	5854.27	7893.63	9066.59
归属母公司净利润 (百万元)	3104.43	4126.77	5804.03	6730.57
增长率 (%)	77.53	32.93	40.64	15.96
EPS (元/股)	2.23	2.97	4.17	4.84
市盈率 (P/E)	21.79	16.39	11.65	10.05
市净率 (P/B)	5.03	3.85	2.89	2.25
EV/EBITDA	16.26	10.85	7.52	5.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	15464	20748	27050	32830	营业收入	71.9%	34.2%	30.4%	21.4%
营业成本	9950	13502	17255	21403	营业利润	80.9%	32.3%	40.3%	16.1%
税金及附加	96	140	179	216	归属于母公司净利润	77.5%	32.9%	40.6%	16.0%
销售费用	196	324	401	484	获利能力				
管理费用	621	837	1092	1324	毛利率	35.7%	34.9%	36.2%	34.8%
研发费用	921	1208	1597	1932	净利率	20.1%	19.9%	21.5%	20.5%
财务费用	-19	121	26	-57	ROE	23.1%	23.5%	24.8%	22.3%
资产减值损失	-160	-17	-20	-21	ROIC	16.8%	17.6%	19.5%	18.3%
营业利润	3684	4874	6836	7940	偿债能力				
营业外收入	8	0	0	0	资产负债率	60.9%	29.4%	23.7%	19.4%
营业外支出	20	0	0	0	流动比率	1.36	3.13	4.11	5.38
利润总额	3671	4874	6836	7940	营运能力				
所得税	347	516	716	821	应收账款周转率	5.22	10.38	—	—
净利润	3324	4358	6121	7119	存货周转率	1.93	3.76	—	—
归母净利润	3104	4127	5804	6731	总资产周转率	0.54	0.67	0.93	0.92
每股收益(元)	2.23	2.97	4.17	4.84	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.23	2.97	4.17	4.84
货币资金	6405	11112	15264	20614	每股净资产	9.68	12.64	16.82	21.65
交易性金融资产	1585	1585	1585	1585	估值比率				
应收票据及应收账款	4272	0	0	0	PE	21.79	16.39	11.65	10.05
预付款项	680	0	0	0	PB	5.03	3.85	2.89	2.25
存货	11035	0	0	0	现金流量表				
流动资产合计	24980	13228	17380	22730	净利润	3324	4358	6121	7119
固定资产	5698	6644	7447	8028	折旧和摊销	590	874	1052	1214
在建工程	2556	3381	4308	5271	营运资本变动	-2898	2345	0	0
无形资产	634	794	965	1129	其他	208	235	227	218
非流动资产合计	10718	12714	14683	16452	经营活动现金流净额	1223	7811	7400	8551
资产总计	35697	25942	32063	39182	资本开支	-2817	-2830	-2981	-2948
短期借款	3273	3273	3273	3273	其他	-226	-26	-19	-5
应付票据及应付账款	7760	0	0	0	投资活动现金流净额	-3043	-2856	-3000	-2952
其他流动负债	7305	952	952	952	股权融资	347	0	0	0
流动负债合计	18338	4225	4225	4225	债务融资	4504	0	0	0
其他	3390	3390	3390	3390	其他	-926	-249	-249	-249
非流动负债合计	3390	3390	3390	3390	筹资活动现金流净额	3925	-249	-249	-249
负债合计	21728	7615	7615	7615	现金及现金等价物净增加额	2130	4706	4152	5350
股本	1391	1391	1391	1391					
资本公积金	5503	5503	5503	5503					
未分配利润	6395	9903	14837	20558					
少数股东权益	512	744	1060	1449					
其他	168	787	1657	2667					
所有者权益合计	13969	18327	24448	31567					
负债和所有者权益总计	35697	25942	32063	39182					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048