

璞泰来 (603659)

2023年一季报点评：受降价影响单位盈利下滑，业绩符合市场预期 买入（维持）

2023年04月15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 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 15,464 | 22,519 | 28,734 | 36,848 |
| 同比 | 72% | 46% | 28% | 28% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 3,104 | 4,013 | 5,243 | 6,947 |
| 同比 | 78% | 29% | 31% | 32% |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 2.23 | 2.89 | 3.77 | 4.99 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | 23.33 | 18.05 | 13.81 | 10.43 |

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **2023年Q1公司实现归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，符合市场预期。**2023年Q1公司实现营收36.99亿元，同比增加18.16%，环比下降8.67%；归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，环比下降15.54%，扣非归母净利润6.78亿元，同比增长10.64%，环比下降12.72%。盈利能力方面，Q1毛利率为34.3%，同比下降4.43pct，环比增长0.68pct；归母净利率18.98%，同比下降1.36pct，环比下降1.54pct；Q1扣非净利率18.33%，同比下降1.25pct，环比下降0.85pct。

■ **Q1负极出货环降约30%，整体盈利仍远超行业。**我们预计23Q1公司负极出货3万吨+，环降30%左右，我们预计公司23年负极出货20万吨+，同增50%。盈利方面，我们预计23Q1负极单吨净利近0.9万元/吨（含石墨化），环比22Q4微降，受降价及部分高价库存影响。目前石墨化价格基本跌至近底部1.2-1.5万元/吨，负极重新议价，但公司主打高端产品，享受技术溢价，叠加23年石墨化自供比例有望提升至80%+，我们预计单吨净利可维持0.8-0.9万元/吨左右，仍明显好于行业，其中23Q1受高价石墨化库存影响，我们预计盈利触底，低点将现。

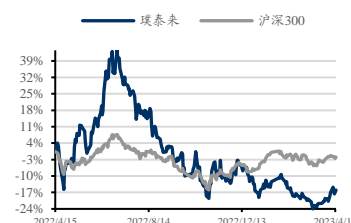
■ **涂覆膜出货高增长，23年基膜预计开始贡献利润。**我们预计23Q1涂覆出货10亿平左右，环降近30%，我们预计23年有望出货60亿平+，同增50%；盈利方面，我们测算23Q1隔膜涂覆单平净利0.2元/平+，环比微增，23年全年单平净利我们预计可维持。此外公司四川卓勤4亿平基涂一体化投产，23年我们预计基膜出货4-5亿平，开始贡献利润。

■ **其他业务多点开花，复合集流体预计23年实现量产。**公司PVDF业务23Q1我们预计贡献归母净利0.8-0.9亿元左右，我们预计23年PVDF和勃姆石业务将维持稳健增长。我们预计锂电设备业务23Q1贡献约0.8亿元利润，全年预计贡献4-5亿元左右利润，此外，公司铝塑膜、氧化铝等业务23Q1均贡献部分利润。公司研制的复合集流体获得多项发明专利和实用新型专利，中试产品获得客户的认可，我们预计2023年底前实现一定规模的量产。公司广泛与科研单位合作，期间合作的生物基芳纶涂层材料经批量验证可行，正积极推动合作单位进行批量生产。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到负极行业竞争加剧，我们维持公司23-25年归母净利预期为40.13/52.43/69.47亿元，同增29%/31%/32%，对应PE为18/14/10X，考虑公司为负极行业龙头，给予23年30x，目标价86.7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) | 52.07 |
| 一年最低/最高价 | 46.74/141.50 |
| 市净率(倍) | 5.11 |
| 流通A股市值(百万元) | 72,244.05 |
| 总市值(百万元) | 72,420.52 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 10.19 |
| 资产负债率(% ,LF) | 60.59 |
| 总股本(百万股) | 1,390.83 |
| 流通A股(百万股) | 1,387.44 |

相关研究

《璞泰来(603659): 2022年年报点评：受降价影响单位盈利下滑，业绩符合市场预期》

2023-03-28

《璞泰来(603659): 2022年业绩预告点评：负极单位盈利略降，业绩基本符合市场预期》

2023-01-13

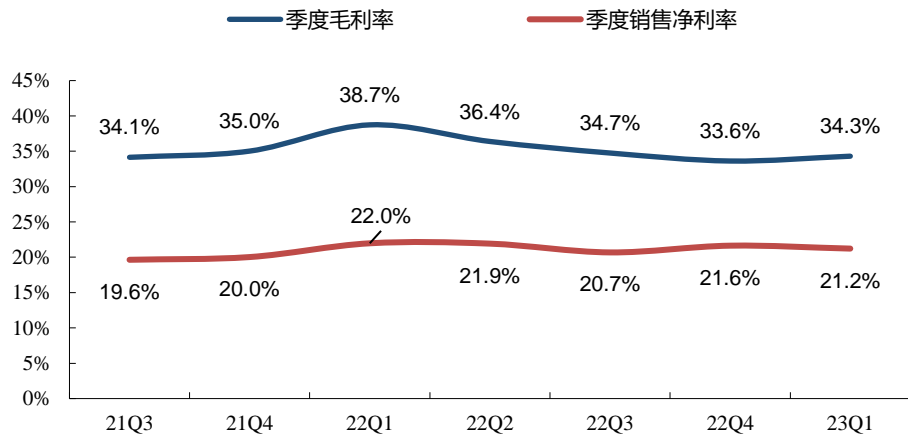
2023年Q1公司实现归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，符合市场预期。2023年Q1公司实现营收36.99亿元，同比增加18.16%，环比下降8.67%；归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，环比下降15.54%，扣非归母净利润6.78亿元，同比增长10.64%，环比下降12.72%。盈利能力方面，Q1毛利率为34.3%，同比下降4.43pct，环比增长0.68pct；归母净利率18.98%，同比下降1.36pct，环比下降1.54pct；Q1扣非净利率18.33%，同比下降1.25pct，环比下降0.85pct。

图1：璞泰来季度业绩情况

| | 2023Q1 | 2022Q4 | 2022Q3 | 2022Q2 | 2022Q1 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 3,699.0 | 4,050.2 | 4,518.9 | 3,764.2 | 3,130.6 |
| -同比 | 18.16% | 49.96% | 90.50% | 72.38% | 80.00% |
| 毛利率 | 34.30% | 33.62% | 34.75% | 36.39% | 38.73% |
| 归母净利润(百万) | 702.0 | 831.1 | 877.5 | 759.2 | 636.6 |
| -同比 | 10.26% | 60.52% | 92.40% | 72.42% | 90.28% |
| 归母净利率 | 18.98% | 20.52% | 19.42% | 20.17% | 20.34% |
| 扣非归母净利润(百万) | 678.1 | 776.9 | 848.82 | 720.36 | 612.93 |
| -同比 | 10.64% | 54.30% | 92.75% | 78.56% | 96.00% |
| 扣非归母净利率 | 18.33% | 19.18% | 18.78% | 19.14% | 19.58% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：璞泰来分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1 负极出货环降约 30%，整体盈利仍远超行业。我们预计 23Q1 公司负极出货 3 万吨+，环降 30%左右，我们预计公司 23 年负极出货 20 万吨+，同增 50%。盈利方面，我们预计 23Q1 负极单吨净利近 0.9 万元/吨（含石墨化），环比 22Q4 微降，受降价及部分高价库存影响。目前石墨化价格基本跌至近底部 1.2-1.5 万元/吨，负极重新议价，但公司主打高端产品，享受技术溢价，叠加 23 年石墨化自供比例有望提升至 80%+，我们预计单吨净利可维持 0.8-0.9 万元/吨左右，仍明显好于行业，其中 23Q1 受高价石墨化库存影响，我们预计盈利触底，低点将现。

涂覆膜出货高增长，23 年基膜预计开始贡献利润。我们预计 23Q1 涂覆出货 10 亿平左右，环降近 30%，我们预计 23 年有望出货 60 亿平+，同增 50%；盈利方面，我们测算 23Q1 隔膜涂覆单平净利 0.2 元/平+，环比微增，23 年全年单平净利我们预计可维持。此外公司四川卓勤 4 亿平基涂一体化投产，23 年我们预计基膜出货 4-5 亿平，开始贡献利润。

其他业务多点开花，复合集流体预计 23 年实现量产。公司 PVDF 业务 23Q1 我们预计贡献归母净利 0.8-0.9 亿元左右，我们预计 23 年 PVDF 和勃姆石业务将维持稳健增长。我们预计锂电设备业务 23Q1 贡献约 0.8 亿元利润，全年预计贡献 4-5 亿元左右利润，此外，公司铝塑膜、氧化铝等业务 23Q1 均贡献部分利润。公司研制的复合集流体获得多项发明专利和实用新型专利，中试产品获得客户的认可，我们预计 2023 年底前实现一定规模的量产。公司广泛与科研单位合作，期间合作的生物基芳纶涂层材料经批量验证可行，正积极推动合作单位进行批量生产。

公司 2023Q1 费用率同比略微下降，环比微增。2023Q1 期间费用合计 4.22 亿元，同比增长 15.55%，环比下降 6.74%，期间费用率为 11.4%，同比下降 0.26pct，环比增 0.24pct；销售费用 0.56 亿元，销售费用率 1.52%；管理费用 1.33 亿元，管理费用率 3.59%；财务费用 0.31 亿元，财务费用率 0.83%；研发费用 2.02 亿元，研发费用率 5.45%。公司 2023Q1 转回资产减值损失 0.01 亿元；转回信用减值损失 0.16 亿元。

图3：璞泰来分季度费用情况

| 单位：百万元 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用 | 58.56 | 35.88 | 72.95 | 28.94 | 56.39 |
| -销售费用率 | 1.87% | 0.95% | 1.61% | 0.71% | 1.52% |
| 管理费用 | 136.83 | 171.76 | 193.61 | 118.72 | 132.67 |
| -管理费用率 | 4.37% | 4.56% | 4.28% | 2.93% | 3.59% |
| 研发费用 | 173.14 | 197.52 | 270.03 | 280.75 | 201.73 |
| -研发费用率 | 5.53% | 5.25% | 5.98% | 6.93% | 5.45% |
| 财务费用 | -3.77 | -13.94 | -24.87 | 23.56 | 30.71 |
| -财务费用率 | -0.12% | -0.37% | -0.55% | 0.58% | 0.83% |
| 期间费用 | 364.77 | 391.23 | 511.71 | 451.97 | 421.50 |
| -期间费用率 | 11.65% | 10.39% | 11.32% | 11.16% | 11.40% |
| 资产减值损失 | -61.37 | -29.80 | -51.93 | -16.74 | 1.26 |
| 信用减值损失 | 1.66 | -22.69 | -8.10 | -38.41 | 16.34 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 Q1 存货微增，资本开支大幅上升。2023 年 Q1 公司存货为 118.94 亿元，较年初增长 7.78%；应收账款 29.35 亿元，较年初下降 26.56%；期末公司合同负债 54.7 亿元，较年初增长 14.14%。2023 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为-4.95 亿元，同比下降 258.26%；投资活动净现金流出 10.18 亿元，同比上升 43.1%；资本开支为 9.5 亿元，同比上升 80.47%；账面现金为 54.81 亿元，较年初下降 14.44%，短期借款 26.44 亿元，较年初下降 19.22%。

盈利预测和投资评级：考虑到负极行业竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利润预期为 40.13/52.43/69.47 亿元，同增 29%/31%/32%，对应 PE 为 18/14/10X，考虑公司为负极行业龙头，给予 23 年 30x，目标价 86.7 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) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 24,980 | 27,784 | 36,534 | 48,637 | 营业总收入 | 15,464 | 22,519 | 28,734 | 36,848 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 7,990 | 9,745 | 12,061 | 15,578 | 营业成本(含金融类) | 9,950 | 15,281 | 19,627 | 25,246 |
| 经营性应收款项 | 4,952 | 6,856 | 10,262 | 14,933 | 税金及附加 | 96 | 140 | 178 | 229 |
| 存货 | 11,035 | 10,467 | 13,443 | 17,292 | 销售费用 | 196 | 270 | 316 | 368 |
| 合同资产 | 354 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 621 | 856 | 1,034 | 1,253 |
| 其他流动资产 | 649 | 716 | 768 | 834 | 研发费用 | 921 | 1,239 | 1,494 | 1,842 |
| 非流动资产 | 10,718 | 12,574 | 14,106 | 15,386 | 财务费用 | -19 | 47 | 63 | 44 |
| 长期股权投资 | 388 | 398 | 408 | 418 | 加:其他收益 | 177 | 225 | 201 | 258 |
| 固定资产及使用权资产 | 5,729 | 6,893 | 8,033 | 8,921 | 投资净收益 | 28 | 41 | 53 | 68 |
| 在建工程 | 2,556 | 2,956 | 3,156 | 3,356 | 公允价值变动 | 6 | 0 | 10 | 10 |
| 无形资产 | 634 | 917 | 1,100 | 1,283 | 减值损失 | -227 | -210 | -160 | -160 |
| 商誉 | 79 | 79 | 79 | 79 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 264 | 264 | 263 | 262 | 营业利润 | 3,684 | 4,744 | 6,125 | 8,042 |
| 其他非流动资产 | 1,068 | 1,068 | 1,068 | 1,068 | 营业外净收支 | -12 | 0 | 7 | -2 |
| 资产总计 | 35,697 | 40,358 | 50,641 | 64,023 | 利润总额 | 3,671 | 4,744 | 6,132 | 8,040 |
| 流动负债 | 18,338 | 18,690 | 23,926 | 30,696 | 减:所得税 | 347 | 474 | 613 | 804 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 4,067 | 100 | 100 | 100 | 净利润 | 3,324 | 4,269 | 5,519 | 7,236 |
| 经营性应付款项 | 7,760 | 11,918 | 15,307 | 19,689 | 减:少数股东损益 | 220 | 256 | 276 | 289 |
| 合同负债 | 4,792 | 3,056 | 3,925 | 5,049 | 归属母公司净利润 | 3,104 | 4,013 | 5,243 | 6,947 |
| 其他流动负债 | 1,720 | 3,617 | 4,594 | 5,859 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.23 | 2.89 | 3.77 | 4.99 |
| 非流动负债 | 3,390 | 3,390 | 3,390 | 3,390 | EBIT | 3,887 | 4,734 | 6,084 | 7,910 |
| 长期借款 | 2,930 | 2,930 | 2,930 | 2,930 | EBITDA | 4,477 | 5,589 | 7,262 | 9,340 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 35.66 | 32.14 | 31.69 | 31.49 |
| 租赁负债 | 14 | 14 | 14 | 14 | 归母净利率(%) | 20.08 | 17.82 | 18.25 | 18.85 |
| 其他非流动负债 | 446 | 446 | 446 | 446 | 收入增长率(%) | 71.90 | 45.62 | 27.60 | 28.24 |
| 负债合计 | 21,728 | 22,080 | 27,315 | 34,086 | 归母净利润增长率(%) | 77.53 | 29.27 | 30.65 | 32.49 |
| 归属母公司股东权益 | 13,457 | 17,510 | 22,281 | 28,603 | | | | | |
| 少数股东权益 | 512 | 768 | 1,044 | 1,334 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 13,969 | 18,278 | 23,325 | 29,936 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 35,697 | 40,358 | 50,641 | 64,023 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,223 | 8,647 | 5,604 | 6,951 | 每股净资产(元) | 9.68 | 12.59 | 16.02 | 20.57 |
| 投资活动现金流 | -3,043 | -2,670 | -2,650 | -2,644 | 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 | 3,925 | -4,222 | -648 | -801 | ROIC(%) | 20.73 | 20.14 | 22.96 | 23.99 |
| 现金净增加额 | 2,130 | 1,755 | 2,306 | 3,506 | ROE-摊薄(%) | 23.07 | 22.92 | 23.53 | 24.29 |
| 折旧和摊销 | 590 | 856 | 1,177 | 1,430 | 资产负债率(%) | 60.87 | 54.71 | 53.94 | 53.24 |
| 资本开支 | -2,817 | -2,700 | -2,693 | -2,702 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 23.33 | 18.05 | 13.81 | 10.43 |
| 营运资本变动 | -3,121 | 1,250 | -2,284 | -3,173 | P/B(现价) | 5.38 | 4.14 | 3.25 | 2.53 |

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>

