



2023年08月31日

## 璞泰来 (603659.SH)

## 复合集流体研发顺利，产品研发多点开花

## 投资要点

- ◆ **事件：**璞泰来发布半年报，2023H1 实现营收 78.06 亿元、同比+13.21%，归母净利润 13.04 亿元、同比-6.55%，扣非归母净利润 12.54 亿元、同比-5.96%。2023Q2 营业收入 41.07 亿元、同比+9.10%、环比+11.02%，归母净利润 6.02 亿元、同比-20.65%、环比-14.18%，扣非归母净利润 5.76 亿元、同比-20.07%、环比-15.10%。
- ◆ 盈利能力略有下滑，期间费用率控制良好。2023H1 公司毛利率为 30.81%、同比-6.64pct；扣非归母净利率 16.06%、同比-3.27pct。公司销售费用率 1.31%、同比-0.06pct，管理费用率 3.77%、同比-0.70pct，主要系公司规模效益持续显现、费用支出控制良好所致，财务费用率 0.29%、同比+0.55pct，主要系公司为加快产能建设适当增加外部借款导致利息支出增加所致。2023H1 公司研发投入 3.80 亿元、同比+2.47%，研发费用率 4.87%、同比-0.51pct。此外，报告期内，公司经营活动现金流净额 8.83 亿元，同比+141.20%，主要系去年同期增加预付款项、报告期内客户销售回款持续向好所致；筹资活动现金流净额 21.22 亿元，同比 16.41%。23Q2 公司毛利率为 27.67%、同比-8.71pct、环比-6.62pct，扣非归母净利率 14.02%、同比-5.12pct、环比-4.31pct。
- ◆ 负极材料出货量增加，新产品顺利投产。公司 23H1 负极材料业务收入 30.94 亿元、同比-3.44%，石墨化加工收入 6.04 亿元、同比-7.22%。负极材料出货量 6.82 万吨、同比+23.99%，主要系较高海外客户比重弥补了部分国内需求的不足、国内动力及储能大客户扩展上取得突破所致。公司动力及储能产品放量增加，叠加人造石墨负极生产周期较长和高成本库存消纳需要较长时间影响，负极材料毛利率阶段性承压。产能建设和新产品开发方面，四川紫宸立足打造连续高效生产、节能环保的一体化负极绿色标杆工厂，年产 20 万吨一体化建设项目一期、二期目前已完成部分厂房建设，部分工序已分批次逐步进入设备安装和调试阶段，预计 23Q4 起逐步投产；瑞典紫宸年产 10 万吨锂离子负极材料一体化生产研发基地项目已开展前期规划工作；硅碳负极新品取得国内外重要客户的认证，积极布局产能；下一代高性价比快充和高容量石墨负极新产品进展顺利，进入量产导入阶段。
- ◆ 涂覆隔膜市占率持续领先，产能扩张、产品研发多点开花。公司 23H1 隔膜及涂覆加工业务收入 18.38 亿元、同比+16.41%；铝塑包装膜业务收入 0.83 亿元、同比-9.19%，出货量 673 万平米、同比-4.54%；PVDF 产品收入 5.48 亿元、同比-50.37%，出货量 0.40 万吨、同比+43.8%，主要得益于公司产品的高性能和高性价比、新建产能的逐步投产。涂覆隔膜及加工方面，23H1 实现出货量 21.51 亿平米，占同期国内湿法隔膜出货量的 41.36%，同比+24.41%，市占率持续领先；报告期内，公司完成高润湿低成本涂覆加工工艺和非氟粘结剂的开发，并实现量产导入。得益于新建产能投产、客户拓展工作取得积极突破，公司 23H1 基膜实现出货量 0.81 亿平米、同比+50.1%。产能方面，四川卓勤一期年产 4 亿平米基膜涂覆一体化项目已完成产能建设，隔膜产品处于产品认证和逐步批量出货阶段，二期 9.6 亿平米基

## 公司快报

电力设备及新能源 | 锂电池III

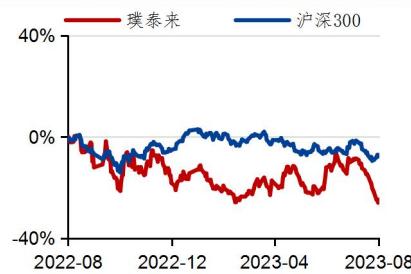
投资评级 买入-B(维持)

股价(2023-08-31) 32.72 元

## 交易数据

总市值（百万元）	65,970.33
流通市值（百万元）	65,859.40
总股本（百万股）	2,016.21
流通股本（百万股）	2,012.82
12 个月价格区间	62.90/32.78

## 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.64	-7.22	-18.4
绝对收益	-16.34	-9.11	-26.02

## 分析师

张文臣

SAC 执业证书编号: S0910523020004  
zhangwenchen@huajinsc.cn

## 分析师

周涛

SAC 执业证书编号: S0910523050001  
zhoutao@huajinsc.cn

## 报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsc.cn

## 相关报告

璞泰来：财务指标优秀，业绩持续增长-璞泰来一季报点评 2023.4.17



膜涂覆一体化建设项目已完成设备产线预定，基建工作已逐步展开，有望在 2024 年建成投产；广东卓高年产 40 亿平方米隔膜涂覆生产基地项目一期已完成基础建设工作。此外，在涂覆材料方面，公司自主开发的液态勃姆石合成效率及单线产能大幅提升并实现良好的成本控制，生物质芳纶材料研发顺利进行。

- ◆ **复合集流体研发顺利，预计 24 年投产。**报告期内，公司加速完成复合铜铝箔的产品开发、认证和市场推广。公司投资设立江苏卓立并启动复合集流体研发生产基地，一期建设年产 1.6 万吨复合铜箔产能，目前已完成前期规划工作，设备定制及项目建设工作已逐步启动，预计 24 年逐步投产；公司复合铝箔已完成产品导入并获得小批量订单，将逐步批量应用于高端消费电子领域。
- ◆ **锂电设备业务收入翻倍增长，嘉拓智能完成股份制改制。**公司锂电自动化装备业务实现收入逾 20 亿元，较同期实现翻倍增长，尚未履行的在手订单金额逾 40 亿元。公司前段设备订单承接金额稳步增长；中后段设备订单金额持续放量并实现批量交付，盈利能力稳步提升，基膜国产化设备逐步交付、正负极材料设备和光伏设备研发进入设计和验证阶段。报告期内，广东嘉拓锂电自动化设备项目一期已完成部分主题工厂建设，并逐步投入试生产；嘉拓智能完成股份制改制，相关分拆上市工作紧密推进。
- ◆ **投资建议：**公司业务涵盖负极、隔膜、铜箔和 PVDF 等业务，与头部企业保持非常好的合作关系，并加大对新型集流体的投入。考虑行业竞争加剧，我们下调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 31.29 亿元、42.97 亿元和 52.01 亿元，对应的 PE 分别是 21、15、13 倍，维持“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期；原材料价格大幅波动；公司新建产线投产不及预期等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,996	15,464	18,804	24,445	30,068
YoY(%)	70.4	71.9	21.6	30.0	23.0
净利润(百万元)	1,749	3,104	3,129	4,297	5,201
YoY(%)	161.9	77.5	0.8	37.3	21.0
毛利率(%)	35.7	35.7	33.6	34.8	34.1
EPS(摊薄/元)	0.87	1.54	1.55	2.13	2.58
ROE(%)	16.7	23.8	19.7	22.2	21.8
P/E(倍)	37.7	21.3	21.1	15.4	12.7
P/B(倍)	6.3	4.9	4.1	3.4	2.8
净利率(%)	19.4	20.1	16.6	17.6	17.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13497	24980	25897	35785	39209	营业收入	8996	15464	18804	24445	30068
现金	3884	6405	9009	8753	13624	营业成本	5789	9950	12486	15936	19822
应收票据及应收账款	1928	4272	4353	6587	6224	营业税金及附加	63	96	120	167	199
预付账款	689	680	985	1180	1483	营业费用	152	196	220	288	358
存货	4964	11035	9041	16582	15291	管理费用	367	621	942	1249	1579
其他流动资产	2032	2588	2509	2684	2588	研发费用	543	921	1226	1626	1987
非流动资产	7953	10718	11378	12482	13551	财务费用	-5	-19	-206	-297	-485
长期投资	347	388	437	489	543	资产减值损失	-170	-227	-316	-385	-490
固定资产	4653	5698	6257	7038	7774	公允价值变动收益	5	6	3	4	5
无形资产	480	634	723	799	891	投资净收益	8	28	13	14	16
其他非流动资产	2474	3997	3959	4156	4342	营业利润	2036	3684	3716	5110	6139
资产总计	21450	35697	37275	48267	52760	营业外收入	3	8	4	4	5
流动负债	9477	18338	17599	25399	25792	营业外支出	10	20	11	13	14
短期借款	1195	3273	3273	3273	3273	利润总额	2029	3671	3710	5101	6130
应付票据及应付账款	4658	7760	7823	12065	12674	所得税	246	347	409	554	667
其他流动负债	3624	7305	6502	10060	9844	税后利润	1783	3324	3301	4546	5464
非流动负债	1304	3390	2879	2384	1867	少数股东损益	34	220	172	249	262
长期借款	987	2930	2419	1924	1407	归属母公司净利润	1749	3104	3129	4297	5201
其他非流动负债	317	460	460	460	460	EBITDA	2419	4442	4337	5780	6745
负债合计	10781	21728	20478	27783	27659						
少数股东权益	183	512	684	933	1195						
股本	694	1391	2017	2017	2017						
资本公积	5924	5503	4877	4877	4877						
留存收益	3903	6657	9167	12694	17043						
归属母公司股东权益	10487	13457	16113	19551	23906						
负债和股东权益	21450	35697	37275	48267	52760						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	1725	1223	4785	2537	7466						
净利润	1783	3324	3301	4546	5464						
折旧摊销	369	571	572	676	697						
财务费用	-5	-19	-206	-297	-485						
投资损失	-8	-28	-13	-14	-16						
营运资金变动	-824	-3121	1135	-2371	1811						
其他经营现金流	411	496	-3	-4	-5						
投资活动现金流	-2852	-3043	-1215	-1763	-1745						
筹资活动现金流	-279	3925	-967	-1029	-850						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.54	1.55	2.13	2.58	P/E	37.7	21.3	21.1	15.4	12.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.61	2.37	1.26	3.70	P/B	6.3	4.9	4.1	3.4	2.8
每股净资产(最新摊薄)	5.20	6.67	7.99	9.70	11.86	EV/EBITDA	26.0	14.8	14.4	10.8	8.5
<b>主要财务比率</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>成长能力</b>											
营业收入(%)	70.4	71.9	21.6	30.0	23.0						
营业利润(%)	146.5	80.9	0.9	37.5	20.1						
归属于母公司净利润(%)	161.9	77.5	0.8	37.3	21.0						
<b>获利能力</b>											
毛利率(%)	35.7	35.7	33.6	34.8	34.1						
净利率(%)	19.4	20.1	16.6	17.6	17.3						
ROE(%)	16.7	23.8	19.7	22.2	21.8						
ROIC(%)	14.0	17.1	14.9	17.9	18.4						
<b>偿债能力</b>											
资产负债率(%)	50.3	60.9	54.9	57.6	52.4						
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5						
速动比率	0.8	0.7	0.9	0.7	0.8						
<b>营运能力</b>											
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6						
应收账款周转率	5.0	5.0	4.4	4.5	4.7						
应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6						
<b>估值比率</b>											
P/E	37.7	21.3	21.1	15.4	12.7						
P/B	6.3	4.9	4.1	3.4	2.8						
EV/EBITDA	26.0	14.8	14.4	10.8	8.5						

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张文臣、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)