

Q3 计提减值影响业绩，平台布局优势显现

2023 年 10 月 30 日

► **事件。**2023 年 10 月 27 日，公司发布 2023 年第三季度报告。2023 年前三季度，公司实现营收 116.88 亿元，同增 2.4%，实现归母净利 16.29 亿元，同减 28.35%，扣非后归母净利 15.47 亿元，同减 29.10%。**分季度来看**，公司 Q3 营收 38.82 亿元，同减 14.10%，环减 5.48%，归母净利为 3.25 亿元，同减 63.02%，环减 46.01%，扣非后归母净利为 2.93 亿元，同减 29.10%，环增 49.13%。毛利率：Q3 为 33.94%，同减 0.81 pcts，环减 6.27 pcts。净利率：Q3 为 8.36%，同减 11.06pcts，环减 7.62pcts。

► **项目建设稳步推进，海外工厂前奏绿色转型。**公司项目均按照规划进度分期稳步建设，四川紫宸一期 10 万吨负极项目预计于今年年底投产，二期 10 万吨负极项目预计于 2024 年一季度投产，8 万吨负极项目预计于 2024 年下半年建成投产。瑞典紫宸一期规划 10 万吨，如果当地电力基础设施建设顺利，将在两年内实现首批 5 万吨量产，目前瑞典紫宸项目正在国内发改委和商务委审批阶段。

► **公司一体化产能布局持续深化，助力业务规模增长。**公司已具备较为完善的负极材料全工序生产制造能力，石墨化、碳化自给率行业领先。截止到 2022 年末，公司已经形成年产 15 万吨以上的负极材料有效产能，年产 5 亿平方米基膜、2 万吨纳米氧化铝及勃姆石、0.6 万吨 PVDF 及 60 亿平方米涂覆隔膜加工的有效产能。力争 2025 年底实现 60 万吨的负极材料产能，25 亿平方米基膜产能，4 万吨 PVDF 产能，140 亿平方米的涂覆隔膜加工能力及 65 亿自动化装备产值。

► **牵手宁德时代布局复合集流体，复合箔材量产蓄势待发。**复合铜箔方面，公司复合铜箔产品目前正在中试阶段，预计 2023 年完成中试，2024 年进行客户认证并形成订单。产能方面，公司已在江苏溧阳设立全资子公司，规划年产 1.6 万吨复合铜箔，2024 年有望按需逐步实现产能投放。公司于 10 月 9 日与宁德时代签订《战略合作协议》，双方同意就复合铜箔集流体业务建立长期合作机制，共同开拓新能源海内外市场，24 年复合铜箔销量预期达到 1-2 亿平，25 年销量预期达到 10 亿平；**复合铝箔方面**，公司复合铝箔已现小批量生产，且已经面向消费类客户形成订单，如果在动力电池等方面实现突破，将走向量产。公司复合铝箔第二代产品目前处于客户送样阶段。

► **投资建议：**我们预计公司 23-25 年营收分别为 178.83，214.07，269.30 亿元，对应增速分别为 15.6%、19.7%、25.8%；归母净利分别为 21.36、30.41、38.48 亿元，对应增速分别为-31.2%、42.3%、26.5%，23-25 年 PE 为 24、17、13 倍，公司负极差异化明显，复合集流体以及隔膜涂覆业务发展态势良好，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧风险，新兴技术替代风险，下游需求不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,464	17,883	21,407	26,930
增长率 (%)	71.9	15.6	19.7	25.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,104	2,136	3,041	3,848
增长率 (%)	77.5	-31.2	42.3	26.5
每股收益 (元)	1.54	1.06	1.51	1.91
PE	17	24	17	13
PB	3.8	3.5	2.9	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.64 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.璞泰来 (603659.SH) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，复合集流体打造新成长曲线-2023/09/04

2.璞泰来 (603659.SH) 2023 年一季报点评：业绩符合预期，锂电平台化公司多曲线生长-2023/04/16

3.璞泰来 (603659.SH) 2022 年年报点评：业绩符合预期，负极龙头多业务扶摇直上云端-2023/03/28

4.璞泰来 (603659.SH) 2022 半年报点评：业绩符合预期，锂电平台型企业多线开花-2022/07/28

5.璞泰来 (603659.SH) 2021 年年报点评：打造锂电平台型企业，人造负极龙头稳步前行-2022/03/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,464	17,883	21,407	26,930
营业成本	9,950	12,861	15,214	19,170
营业税金及附加	96	125	150	189
销售费用	196	250	300	377
管理费用	621	662	813	1,023
研发费用	921	894	1,070	1,347
EBIT	3,690	3,277	4,047	5,060
财务费用	-19	133	172	163
资产减值损失	-160	-483	-117	-147
投资收益	28	2	2	3
营业利润	3,684	2,662	3,761	4,753
营业外收支	-12	-10	-6	-2
利润总额	3,671	2,652	3,755	4,751
所得税	347	292	413	523
净利润	3,324	2,360	3,342	4,229
归属于母公司净利润	3,104	2,136	3,041	3,848
EBITDA	4,279	3,962	4,884	6,047

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,405	4,758	5,533	6,890
应收账款及票据	4,272	4,760	5,662	7,124
预付款项	680	900	1,065	1,342
存货	11,035	10,087	11,554	14,559
其他流动资产	2,588	2,836	2,829	2,822
流动资产合计	24,980	23,341	26,644	32,737
长期股权投资	388	388	388	388
固定资产	5,698	6,495	7,206	7,907
无形资产	634	634	633	631
非流动资产合计	10,718	13,261	14,108	14,459
资产合计	35,697	36,602	40,752	47,196
短期借款	3,273	2,773	2,773	2,773
应付账款及票据	7,760	6,695	7,503	8,929
其他流动负债	7,305	7,076	7,401	8,638
流动负债合计	18,338	16,544	17,677	20,340
长期借款	2,930	4,010	4,010	4,010
其他长期负债	460	499	499	515
非流动负债合计	3,390	4,510	4,510	4,525
负债合计	21,728	21,054	22,187	24,865
股本	1,391	2,016	2,016	2,016
少数股东权益	512	737	1,037	1,418
股东权益合计	13,969	15,549	18,565	22,330
负债和股东权益合计	35,697	36,602	40,752	47,196

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	71.90	15.64	19.70	25.80
EBIT 增长率	76.81	-11.18	23.48	25.04
净利润增长率	77.53	-31.19	42.35	26.55
盈利能力 (%)				
毛利率	35.66	28.08	28.93	28.81
净利率	20.08	11.95	14.21	14.29
总资产收益率 ROA	8.70	5.84	7.46	8.15
净资产收益率 ROE	23.07	14.42	17.35	18.40
偿债能力				
流动比率	1.36	1.41	1.51	1.61
速动比率	0.68	0.68	0.73	0.78
现金比率	0.35	0.29	0.31	0.34
资产负债率 (%)	60.87	57.52	54.44	52.69
经营效率				
应收账款周转天数	94.32	90.00	90.00	90.00
存货周转天数	404.81	300.00	280.00	280.00
总资产周转率	0.54	0.49	0.55	0.61
每股指标 (元)				
每股收益	1.54	1.06	1.51	1.91
每股净资产	6.67	7.35	8.69	10.37
每股经营现金流	0.61	1.32	1.50	1.67
每股股利	0.34	0.16	0.23	0.29
估值分析				
PE	17	24	17	13
PB	3.8	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	12.42	13.42	10.88	8.79
股息收益率 (%)	1.33	0.63	0.90	1.13

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,324	2,360	3,342	4,229
折旧和摊销	590	684	837	987
营运资金变动	-2,898	-986	-1,537	-2,254
经营活动现金流	1,223	2,666	3,018	3,370
资本开支	-2,817	-3,134	-1,690	-1,339
投资	-227	0	0	0
投资活动现金流	-3,043	-3,165	-1,688	-1,337
股权募资	347	0	0	0
债务募资	4,504	-210	0	15
筹资活动现金流	3,925	-1,149	-554	-677
现金净流量	2,130	-1,648	776	1,357

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026