

璞泰来 (603659.SH) ——2023年三季报业绩点评

减值计提影响业绩，平台化布局多点开花

增持

核心观点

2023Q3公司盈利3.25亿元，同比-63%。璞泰来2023年前三季度实现营收116.9亿元，同比+2.4%，实现归母净利润16.3亿元，同比-28.4%，毛利率31.85%，同比-4.5pct，净利率15.66%，同比-5.8pct。公司Q3实现收入38.8亿元，同比-14.1%，环比-5.5%；归母净利润3.25亿元，同比-63%，环比-46.0%；Q3毛利率33.9%，同比-0.8pct，环比+6.3pct；Q3净利率10%，同比-10.7pct，环比-6pct；

存货减值计提影响负极盈利。我们估计公司Q3负极出货4.2万吨，环比增长17%。盈利方面，我们预计公司Q3负极单吨亏损0.5-0.6万元，主要系计提4.8亿元存货减值。展望Q4，我们预计公司负极出货4.2-4.6万吨，环比增长0%-10%，伴随Q4公司四川新基地投产，降本效果显现叠加减值影响减少，我们预计公司Q4负极单吨盈利恢复至0.3-0.4万元。

涂覆膜出货稳步增长。我们估计Q3公司涂覆膜出货15亿平，环比增长30%，单平净利超过0.2元。展望Q4，我们预计公司涂覆膜出货16-17亿平，环比增长7%-13%，单平净利继续保持在0.2元以上。基膜方面，公司Q3出货约0.7亿平，环比增长50%，单平净利约0.4元，伴随着后续公司基膜产能释放，有望进一步贡献利润。

多项业务全面开花。公司复合集流体业务进展顺利，公司已公告与宁德时代签订战略合作协议，我们预计将于2024年实现产品供应。锂电设备业务方面，我们预计Q3贡献0.7-0.8亿元利润，预计2023年全年锂电设备收入超过30亿元，贡献超过3亿元利润。另外，公司布局的PAA、铝塑膜、PVDF、光伏设备等业务也将为公司积极贡献盈利。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格下跌超预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。基于负极行业供需关系扭转，行业竞争加剧，我们下修原有盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润分别为23.02/28.12/30.12亿元（原预测2023/2024/2025年为33.01/37.13/41.10亿元，同比增速分别为-25.9%/22.2%/7.1%，摊薄EPS分别为1.14/1.39/1.49元，当前股价对应PE分别为21.7/17.8/16.6倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,996	15,464	15,941	17,814	19,844
(+/-%)	70.4%	71.9%	3.1%	11.8%	11.4%
归母净利润(百万元)	1749	3104	2302	2812	3012
(+/-%)	161.9%	77.5%	-25.9%	22.2%	7.1%
每股收益(元)	0.87	1.54	1.14	1.39	1.49
EBIT Margin	23.2%	23.8%	19.8%	19.4%	18.7%
净资产收益率(ROE)	16.7%	23.1%	15.3%	16.5%	15.7%
市盈率(PE)	28.6	16.1	21.7	17.8	16.6
EV/EBITDA	25.1	17.1	14.9	13.2	11.8
市净率(PB)	4.77	3.71	3.32	2.93	2.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

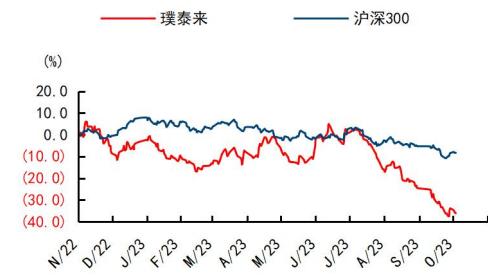
电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：徐文辉
010-88005313 021-60375426
wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	24.79元
总市值/流通市值	49982/49898百万元
52周最高价/最低价	61.99/23.70元
近3个月日均成交额	276.08百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《璞泰来(603659.SH)——2022年报及2023年一季报业绩点评-涂覆膜一体化布局持续推进，深入打造锂电平台型公司》——2023-04-17
- 《璞泰来(603659.SH)——2022年三季报业绩点评-各项业务稳步推进，盈利水平保持良好》——2022-10-16
- 《璞泰来(603659.SH)——2022年半年报业绩点评-业务多点开花，公司稳步成长》——2022-07-29
- 《璞泰来(603659.SH)——2021年报及2022一季报业绩点评-一体化布局彰显竞争优势，各项业务全面开花》——2022-05-08

璞泰来 2023 年前三季度实现营收 116.9 亿元，同比+2.4%，实现归母净利润 16.3 亿元，同比-28.4%。公司 Q3 实现收入 38.8 亿元，同比-14.1%，环比-5.5%；归母净利润 3.25 亿元，同比-63%，环比-46.0%；

存货减值计提影响负极盈利。我们估计公司 Q3 负极出货 4.2 万吨，环比增长 17%。盈利方面，我们预计公司 Q3 负极单吨亏损 0.5-0.6 万元，主要系计提 4.8 亿元存货减值。展望 Q4，我们预计公司负极出货 4.2-4.6 万吨，环比增长 0%-10%，伴随 Q4 公司四川新基地投产，降本效果显现叠加减值影响减少，我们预计公司 Q4 负极单吨盈利恢复至 0.3-0.4 万元。

涂覆膜出货稳步增长。我们估计 Q3 公司涂覆膜出货 15 亿平，环比增长 30%，单平净利超过 0.2 元。展望 Q4，我们预计公司涂覆膜出货 16-17 亿平，环比增长 7%-13%，单平净利继续保持在 0.2 元以上。基膜方面，公司 Q3 出货约 0.7 亿平，环比增长 50%，单平净利约 0.4 元，伴随着后续公司基膜产能释放，有望进一步贡献利润。

多项业务全面开花。公司复合集流体业务进展顺利，公司已公告与宁德时代签订战略合作协议，我们预计将于 2024 年实现产品供应。锂电设备业务方面，我们预计 Q3 贡献 0.7-0.8 亿元利润，预计 2023 年全年锂电设备收入超过 30 亿元，贡献超过 3 亿元利润。另外，公司布局的 PAA、铝塑膜、PVDF、光伏设备等业务也将为公司积极贡献盈利。

图1：璞泰来年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：璞泰来单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：璞泰来年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

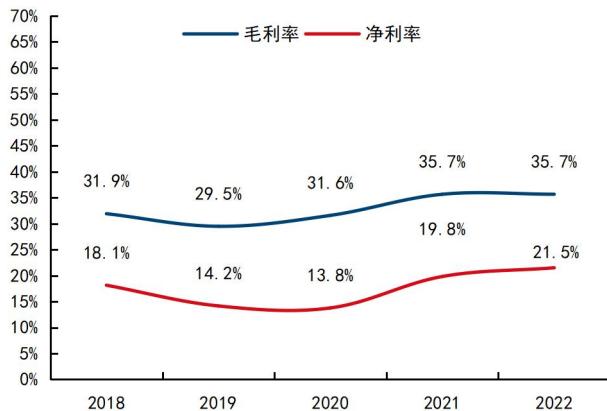
图4：璞泰来单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

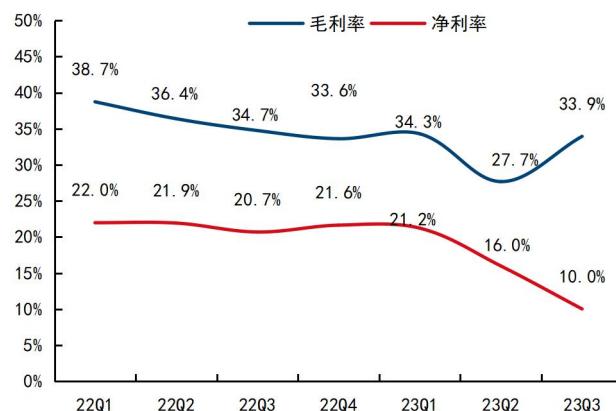
盈利能力来看，前三季度毛利率 31. 85%，同比-4. 5pct，净利率 15. 66%，同比-5. 8pct。Q3 毛利率 33. 9%，同比-0. 8pct，环比+6. 3pct；Q3 净利率 10%，同比-10. 7pct，环比-6pct。

图5：璞泰来年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

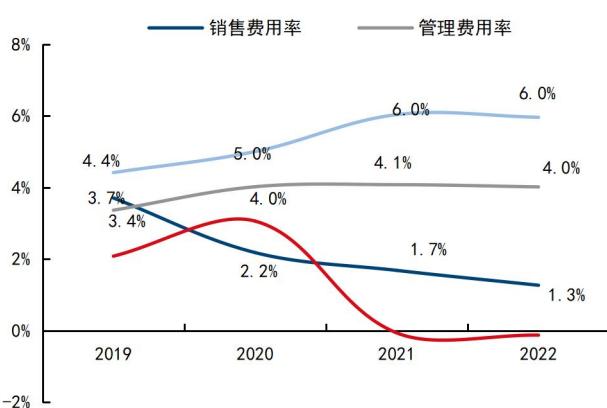
图6：璞泰来单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

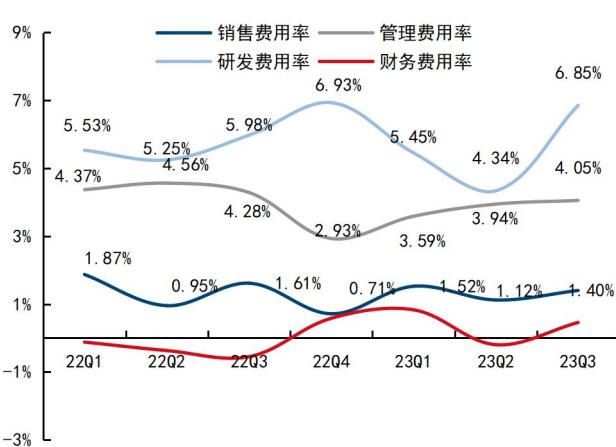
费用率来看，2023Q3 公司销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 1. 4%/4. 05%/6. 85%/0. 46%，合计期间费用率为 12. 8%，环比+3. 6pct。

图7：璞泰来年度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：璞泰来单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:下调盈利预测，维持“增持”评级。

基于负极行业供需关系扭转，行业竞争加剧，我们下修原有盈利预测，预计 2023–2025 年实现归母净利润分别为 23.02/28.12/30.12 亿元（原预测 2023/2024/2025 年为 33.01/37.13/41.10 亿元，同比增速分别为 -25.9%/22.2%/7.1%，摊薄 EPS 分别为 1.14/1.39/1.49 元，当前股价对应 PE 分别为 21.7/17.8/16.6 倍，维持“增持”评级。

表 3：可比公司估值表（2023 年 11 月 1 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS		PE		投资评级
			亿元		2023E	2024E	2025E	2023E	
002709	天赐材料	27.66	532.2	1.2	1.3	1.4	23.6	21.8	19.5
300073	当升科技	43.53	220.5	4.0	4.2	4.6	10.8	10.5	9.5
300037	新宙邦	43.77	328.1	1.5	2.0	2.7	28.4	21.5	16.3
603659	璞泰来	24.79	499.8	1.1	1.4	1.5	21.7	17.8	16.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3884	6405	7000	6000	5000	营业收入	8996	15464	15941	17814	19844
应收款项	2020	4389	3494	3904	4349	营业成本	5789	9950	11065	12583	14293
存货净额	4964	11035	6072	6809	7625	营业税金及附加	63	96	112	107	119
其他流动资产	2629	3150	1594	1425	1389	销售费用	152	196	207	196	198
流动资产合计	13497	24980	18160	18139	18363	管理费用	367	621	599	631	641
固定资产	5864	8254	8972	11439	14510	研发费用	543	921	797	837	873
无形资产及其他	480	634	609	583	558	财务费用	(5)	(19)	50	87	119
投资性房地产	1263	1442	1442	1442	1442	投资收益	8	28	10	10	10
长期股权投资	347	388	408	428	448	资产减值及公允价值变动	5	6	(500)	(50)	(50)
资产总计	21450	35697	29590	32030	35321	其他收入	(608)	(971)	(597)	(737)	(773)
短期借款及交易性金融负债	1304	4067	2178	2368	3329	营业利润	2036	3684	2821	3433	3660
应付款项	4658	7760	3588	4024	4505	营业外净收支	(7)	(12)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	3515	6512	2714	2420	2020	利润总额	2029	3671	2811	3423	3650
流动负债合计	9477	18338	8480	8812	9854	所得税费用	246	347	309	411	438
长期借款及应付债券	987	2930	4930	4930	4930	少数股东损益	34	220	200	200	200
其他长期负债	317	460	460	460	460	归属于母公司净利润	1749	3104	2302	2812	3012
长期负债合计	1304	3390	5390	5390	5390	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	10781	21728	13869	14202	15244	净利润	1749	3104	2302	2812	3012
少数股东权益	183	512	652	792	932	资产减值准备	75	41	179	91	116
股东权益	10487	13457	15068	17036	19145	折旧摊销	342	522	1128	1418	1787
负债和股东权益总计	21450	35697	29590	32030	35321	公允价值变动损失	(5)	(6)	500	50	50
						财务费用	(5)	(19)	50	87	119
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(820)	(2858)	(376)	(746)	(1027)
每股收益	0.87	1.54	1.14	1.39	1.49	其它	(47)	142	(39)	49	24
每股红利	0.15	0.25	0.34	0.42	0.45	经营活动现金流	1293	946	3694	3673	3963
每股净资产	5.20	6.67	7.47	8.45	9.50	资本开支	0	(2936)	(2500)	(4000)	(5000)
ROIC	16.32%	20.31%	13%	13%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.68%	23.07%	15%	17%	16%	投资活动现金流	(100)	(2977)	(2520)	(4020)	(5020)
毛利率	36%	36%	31%	29%	28%	权益性融资	(9)	347	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	20%	19%	19%	负债净变化	987	1943	2000	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	27%	27%	28%	支付股利、利息	(312)	(513)	(691)	(844)	(904)
收入增长	70%	72%	3%	12%	11%	其它融资现金流	(3678)	1346	(1889)	190	961
净利润增长率	162%	78%	-26%	22%	7%	融资活动现金流	(2339)	4553	(579)	(653)	57
资产负债率	51%	62%	49%	47%	46%	现金净变动	(1146)	2521	595	(1000)	(1000)
股息率	0.6%	1.0%	1.4%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	5030	3884	6405	7000	6000
P/E	28.6	16.1	21.7	17.8	16.6	货币资金的期末余额	3884	6405	7000	6000	5000
P/B	4.8	3.7	3.3	2.9	2.6	企业自由现金流	0	(1940)	1065	(284)	(966)
EV/EBITDA	25.1	17.1	14.9	13.2	11.8	权益自由现金流	0	1349	1008	(285)	(225)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032