

负极盈利承压，新品研发引领新增长

2024 年 04 月 14 日

➤ **事件。**2024 年 4 月 12 日，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年公司全年实现营收 153.40 亿元，同比变动-0.80%，实现归母净利润 19.12 亿元，同比变动-38.42%，扣非后归母净利润 17.81 亿元，同比变动-39.82%。

➤ **24Q1 业绩拆分。营收和净利：**公司 2024Q1 营收 30.34 亿元，同比-17.97%，环比-16.93%，归母净利润为 4.45 亿元，同比-36.64%，环比+57.35%，扣非后归母净利润为 4.19 亿元，同比-38.25%，环比+79.18%。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 31.35%，同比-2.95pct，环比-5.06pct。**净利率：**2024Q1 净利率为 16.72%，同比-4.50pcts，环比-8.32pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 12.62%，同比+1.22pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.55%、4.61%、6.39%、0.07%。

➤ **负极盈利承压，涂覆隔膜市占率领先。1) 负极及石墨化：**23 年公司负极材料及石墨化实现营收 66.11 亿元，同比减少 16.01%，其中负极材料出货 15.53 万吨，同比增长 11.35%，整体毛利率 14.99%，同比下降 14.49pcts，主要受到行业产能过剩及下游客户去库的影响。产能方面，四川年产 28 万吨负极材料一体化项目持续推进，其中一期 10 万吨预计于 24 年建成投产，二期 10 万吨计划于 24 H2 完成施工建设；**2) 膜材及涂覆：**2023 年，公司涂覆隔膜销量达到 52.71 亿 m²，同比增长 21.50%，占国内湿法隔膜出货量的 40.73%。公司持续推进基膜涂覆一体化，基膜设备目前已完成拉伸和萃取环节的自产样机开发，将应用于四川基地隔膜二期项目。

➤ **新品研发取得积极进展，未来增量可期。1) 复合集流体：**2023 年 10 月，公司与宁德时代就复合铜箔集流体业务建立战略合作关系。目前，公司复合铝箔已经实现消费领域的小批量出货。公司全资子公司江苏卓立一期年产 1.6 万吨复合铜箔生产基地已完成厂房建设，预计 2024 年建成投产；**2) 固态电池：**公司已完成固态电解质 LATP 和 LLZ 的中试，产品离子电导率达 10⁻³S/cm，并已在四川基地建成年产 200 吨固态电解质中试产线；**3) 硅碳负极：**新一代纳米硅碳产品技术已定型，CVD 沉积技术和硅碳复合技术处于行业领先地位。公司于 2023 年 7 月设立安徽紫宸，以其为主体的年产 1.2 万吨硅基负极材料项目计划于 2025 年开始逐步分期投产。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营收 164.43、215.71、263.00 亿元，同比增速分别为 7.2%、31.2%、21.9%，归母净利润 20.81、28.35、34.81 亿元，同比增速分别为 8.8%、36.2%、22.8%，对应 PE 为 21、15、12 倍，考虑到公司负极、膜材及自动化装备业务有望发挥协同效应，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新建产能释放不及预期、原材料价格波动剧烈、新品研发进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,340	16,443	21,571	26,300
增长率 (%)	-0.8	7.2	31.2	21.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,912	2,081	2,835	3,481
增长率 (%)	-38.4	8.8	36.2	22.8
每股收益 (元)	0.89	0.97	1.33	1.63
PE	22	21	15	12
PB	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.00 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.璞泰来 (603659.SH) 2023 年三季报点评：Q3 计提减值影响业绩，平台布局优势显现-2023/10/30

2.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

3.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

4.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,340	16,443	21,571	26,300
营业成本	10,287	11,913	15,561	19,145
营业税金及附加	113	99	108	105
销售费用	214	214	259	263
管理费用	648	658	841	999
研发费用	961	987	1,251	1,473
EBIT	3,462	2,758	3,745	4,551
财务费用	76	146	202	210
资产减值损失	-1,075	-131	-171	-210
投资收益	24	2	2	3
营业利润	2,364	2,483	3,374	4,134
营业外收支	-12	-10	-6	-2
利润总额	2,351	2,473	3,368	4,132
所得税	214	247	337	413
净利润	2,137	2,225	3,032	3,719
归属于母公司净利润	1,912	2,081	2,835	3,481
EBITDA	4,228	3,644	4,879	5,981

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,102	5,503	4,890	4,937
应收账款及票据	3,828	4,013	5,238	6,386
预付款项	370	417	545	670
存货	11,478	12,925	16,882	20,771
其他流动资产	3,891	3,754	4,207	4,624
流动资产合计	28,669	26,612	31,761	37,388
长期股权投资	420	420	420	420
固定资产	6,809	8,378	9,835	11,274
无形资产	913	912	911	909
非流动资产合计	15,006	18,125	18,876	19,081
资产合计	43,675	44,737	50,637	56,469
短期借款	3,670	3,670	3,670	3,670
应付账款及票据	7,311	7,507	8,953	9,966
其他流动负债	9,410	7,750	9,469	11,000
流动负债合计	20,391	18,926	22,091	24,636
长期借款	3,955	4,502	4,502	4,502
其他长期负债	599	635	655	655
非流动负债合计	4,554	5,137	5,158	5,158
负债合计	24,945	24,063	27,249	29,794
股本	2,138	2,138	2,138	2,138
少数股东权益	956	1,100	1,297	1,535
股东权益合计	18,730	20,674	23,388	26,675
负债和股东权益合计	43,675	44,737	50,637	56,469

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.80	7.19	31.18	21.93
EBIT 增长率	-6.17	-20.34	35.78	21.53
净利润增长率	-38.42	8.85	36.23	22.80
盈利能力 (%)				
毛利率	32.94	27.55	27.86	27.21
净利润率	12.46	12.65	13.14	13.23
总资产收益率 ROA	4.38	4.65	5.60	6.16
净资产收益率 ROE	10.75	10.63	12.83	13.85
偿债能力				
流动比率	1.41	1.41	1.44	1.52
速动比率	0.76	0.64	0.59	0.59
现金比率	0.45	0.29	0.22	0.20
资产负债率 (%)	57.11	53.79	53.81	52.76
经营效率				
应收账款周转天数	77.05	75.00	75.00	75.00
存货周转天数	407.24	400.00	400.00	400.00
总资产周转率	0.39	0.37	0.45	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.97	1.33	1.63
每股净资产	8.31	9.16	10.33	11.76
每股经营现金流	0.52	1.10	0.86	1.11
每股股利	0.34	0.15	0.20	0.25
估值分析				
PE	22	21	15	12
PB	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.67	12.38	9.25	7.54
股息收益率 (%)	1.70	0.74	1.01	1.24

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,137	2,225	3,032	3,719
折旧和摊销	765	886	1,135	1,430
营运资金变动	-2,868	-1,129	-2,790	-3,272
经营活动现金流	1,118	2,341	1,840	2,382
资本开支	-3,955	-3,789	-1,892	-1,637
投资	-1,049	0	0	0
投资活动现金流	-4,984	-3,979	-1,890	-1,634
股权募资	3,474	0	0	0
债务募资	4,382	-1,459	21	0
筹资活动现金流	6,592	-1,962	-564	-700
现金净流量	2,731	-3,599	-613	47

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。	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