

璞泰来 (603659)

2023 年报及 2024 年一季报点评：负极触底 Q2 有望好转，隔膜涂覆盈利稳定基膜放量买入（维持）

2024 年 04 月 14 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

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064  
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	15,464	15,340	17,564	21,017	25,263
同比	71.90%	-0.80%	14.50%	19.66%	20.20%
归母净利润（百万元）	3,104	1,912	2,505	3,419	4,302
同比	77.53%	-38.42%	31.02%	36.52%	25.83%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.45	0.89	1.17	1.60	2.01
P/E（现价&最新摊薄）	13.77	22.37	17.07	12.51	9.94

投资要点

- **23Q4 减值影响利润，24Q1 业绩略超预期。**公司 23 年营收 153 亿元，同降 1%；归母净利润 19 亿元，同降 38%，毛利率 33%，同减 3pct，符合预期；其中 23Q4 营收 37 亿元，同环比-10%/ -6%，归母净利润 2.8 亿元，同环比-66%/ -13%，毛利率 36%，同环比+3pct/+2pct。24Q1 营收 30 亿元，同环比-18%/ -17%，归母净利润 4.4 亿元，同环比-37%/+57%，毛利率 31%，同减 3pct，环减 5pct，略超预期。
- **负极高价库存减值计提完成，24Q1 盈亏平衡，预计 24Q2 盈利转正。**23 年负极营收 66 亿元，出货 15.5 万吨，同增 11%，对应均价 4.3 万元/吨，同降 22%，其中 23Q4 我们预计出货约 4.5 万吨，环增约 8%，我们预计 Q1 出货 3 万吨+，同比略增，环降约 30%，我们预计 24 年出货 20 万吨，同增约 30%。盈利方面，23 年我们预计单吨微亏，其中 Q4 我们预计单吨亏损 0.6-0.7 万，主要系计提近 6 亿元减值，Q1 计提 0.6 亿元减值，我们预计单吨盈亏平衡，环比改善。我们预计 24Q1 负极库存降至 35-40 亿元，较高点减少 10 亿元+，我们预计 24Q2 起单吨利润将恢复至 0.1-0.2 万元/吨，且随四川新基地陆续投产带动降本，我们预计 24 年单吨利润恢复至 0.2 万元，全年贡献约 4 亿元利润。
- **涂覆隔膜利稳量增，基膜贡献新增量。**23 年涂覆出货 53 亿平，同增 22%，我们预计 23Q4 出货约 16 亿平，环增 8%，我们预计 24Q1 涂覆出货约 13 亿平，环降 20%，24 年我们预计出货近 70 亿平，同增近 30%。盈利方面，我们预计 23 年单平净利 0.2 元+，其中 Q4 单平净利 0.2 元，我们预计 24Q1 及 24 全年可维持 0.2 元。基膜 23 年出货 2.5 亿平，我们预计 24 年出货近 6 亿平，维持翻倍增长；目前公司主要为消费类客户，我们预计 23 年基膜单平利润 0.3 元+，后续动力电池客户放量，我们预计 24 全年单平利润 0.1 元+，预计隔膜业务 24 年贡献约 15 亿元利润。
- **其他业务多点开花，稳定贡献盈利。**PVDF 23 年出货 1.1 万吨，同增 98%，我们预计贡献 2.2 亿权益利润，我们预计 24 全年出货 2 万吨，考虑降价，贡献约 2 亿利润。锂电设备 23 年我们预计贡献近 3 亿元利润，24 年预计贡献 3 亿元+利润，同增近 10%。此外，Paa、氧化铝、勃姆石等我们预计 24 年可贡献 1 亿左右利润。
- **24Q1 经营性现金流大幅下滑，存货持续改善，在建工程规模较大。**23 年期间费用 19 亿元，费用率 12%，同增 1pct；其中 23Q4 期间费用 6 亿元，费用率 17%，同环比+5/+4pct，24Q1 期间费用 4 亿元，同环比-9%/ -36%，费用率 13%，同环比+1/-4pct。23 年公司经营性净现金流 11 亿元，同减 9%，24Q1 经营性净现金流-14 亿元，主要由于应付票据大幅减少。24Q1 末存货 107 亿元，较 23 年底降 7%，持续下降。Q1 末公司在建工程 61 亿元，较年末增 21%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑负极竞争激烈，产品价格下降，我们下调公司 2024/2025 年，新增 2026 年归母净利润预测至 25.05/34.19/43.02 亿元（2024-2025 年原预期为 36.22/49.11 亿元），同比+31%/+37%/+26%，对应 PE 为 17x/13x/10x，考虑公司为负极龙头，隔膜盈利稳定，给予 24 年 25xPE，对应目标价 29 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，盈利水平不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.00
一年最低/最高价	14.66/54.56
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	40,292.23
总市值(百万元)	42,759.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.53
资产负债率(% ,LF)	54.01
总股本(百万股)	2,137.97
流通 A 股(百万股)	2,014.61

相关研究

《璞泰来(603659)：2023 年三季报点评：Q3 大幅计提减值影响业绩，实际经营利润平稳》

2023-10-29

《璞泰来(603659)：2023 年中报点评：Q2 负极盈利基本见底，平台化布局提高盈利韧性》

2023-08-31

## 璞泰来三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>28,669</b>	<b>24,693</b>	<b>29,282</b>	<b>35,813</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,340</b>	<b>17,564</b>	<b>21,017</b>	<b>25,263</b>
货币资金及交易性金融资产	10,627	10,262	10,789	12,505	营业成本(含金融类)	10,287	12,329	14,556	17,545
经营性应收款项	5,161	5,014	7,522	10,255	税金及附加	113	129	154	185
存货	11,478	8,444	9,970	12,017	销售费用	214	228	252	278
合同资产	465	0	0	0	管理费用	648	703	799	909
其他流动资产	937	972	1,001	1,035	研发费用	961	1,054	1,219	1,415
<b>非流动资产</b>	<b>15,006</b>	<b>16,679</b>	<b>18,029</b>	<b>19,125</b>	财务费用	76	119	127	119
长期股权投资	420	430	440	450	加:其他收益	328	334	357	379
固定资产及使用权资产	6,830	7,810	8,768	9,472	投资净收益	24	18	42	51
在建工程	5,081	5,481	5,681	5,881	公允价值变动	29	0	10	10
无形资产	913	1,196	1,379	1,562	减值损失	(1,058)	(290)	(200)	(120)
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	265	265	264	263	<b>营业利润</b>	<b>2,364</b>	<b>3,065</b>	<b>4,119</b>	<b>5,130</b>
其他非流动资产	1,419	1,419	1,419	1,419	营业外净收支	(12)	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>43,675</b>	<b>41,372</b>	<b>47,311</b>	<b>54,938</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,351</b>	<b>3,075</b>	<b>4,129</b>	<b>5,140</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,391</b>	<b>15,238</b>	<b>17,768</b>	<b>21,156</b>	减:所得税	214	277	413	514
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,675	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>2,137</b>	<b>2,798</b>	<b>3,717</b>	<b>4,626</b>
经营性应付款项	7,311	8,762	10,345	12,470	减:少数股东损益	225	294	297	324
合同负债	4,326	2,466	2,911	3,509	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,912</b>	<b>2,504</b>	<b>3,419</b>	<b>4,302</b>
其他流动负债	3,078	3,910	4,412	5,077	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.89	1.17	1.60	2.01
非流动负债	4,554	4,554	4,554	4,554	EBIT	2,412	3,122	4,037	4,930
长期借款	3,955	3,955	3,955	3,955	EBITDA	3,177	4,161	5,397	6,543
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.94	29.81	30.74	30.55
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	12.46	14.26	16.27	17.03
其他非流动负债	591	591	591	591	收入增长率(%)	(0.80)	14.50	19.66	20.20
<b>负债合计</b>	<b>24,945</b>	<b>19,792</b>	<b>22,322</b>	<b>25,710</b>	归母净利润增长率(%)	(38.42)	31.02	36.52	25.83
归属母公司股东权益	17,774	20,331	23,442	27,358					
少数股东权益	956	1,249	1,547	1,871					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,730</b>	<b>21,580</b>	<b>24,989</b>	<b>29,228</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>43,675</b>	<b>41,372</b>	<b>47,311</b>	<b>54,938</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,118	8,209	3,720	4,980	每股净资产(元)	8.31	9.51	10.96	12.80
投资活动现金流	(4,984)	(2,684)	(2,658)	(2,649)	最新发行在外股份(百万股)	2,138	2,138	2,138	2,138
筹资活动现金流	6,592	(5,891)	(545)	(625)	ROIC(%)	8.88	10.52	13.28	14.23
现金净增加额	2,731	(365)	517	1,706	ROE-摊薄(%)	10.75	12.32	14.59	15.73
折旧和摊销	765	1,039	1,361	1,614	资产负债率(%)	57.11	47.84	47.18	46.80
资本开支	(3,955)	(2,690)	(2,690)	(2,690)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.37	17.07	12.51	9.94
营运资本变动	(2,868)	3,763	(1,732)	(1,546)	P/B (现价)	2.41	2.10	1.82	1.56

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>