

股票投资评级

增持|下调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.55
总股本/流通股本(亿股)	21.38 / 20.15
总市值/流通市值(亿元)	439 / 414
52周内最高/最低价	53.23 / 15.35
资产负债率(%)	57.1%
市盈率	21.63
第一大股东	梁丰

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:虞洁攀
SAC 登记编号:S1340523050002
Email:yujiepan@cnpsec.com

璞泰来(603659)

负极业务有望否极泰来，膜业务板块逐步壮大

● 投资要点

事件：璞泰来披露 2023 年年报和 2024 年一季报。

过往业绩中负极业务承压，2024 年有望迎来边际改善。2023 年，公司实现营收 153.40 亿元，同比-0.8%；实现归母净利润 19.12 亿元，同比-38.42%；实现扣非归母净利润 17.81 亿元，同比-39.82%。2024 年一季度，公司实现营收 30.34 亿元，同比-17.97%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比-36.64%；实现扣非归母净利润 4.19 亿元，同比-38.25%。公司业绩同比下滑主要来自负极业务板块。受行业产能过剩的影响，负极产品单价和单位盈利下滑幅度较大，且 2023 年公司还有部分高价原料库存。截至一季报，公司存货 107 亿元，相比 2023 年一季度末和四季度末均有所小幅下降，公司负极高价库存整体消纳完毕，负极生产降本增效措施在 2024 年将逐步显现成效，预计 2024 年负极产品盈利有望迎来边际改善。

分几个主要业务板块来看：

(1) 负极：2023 年出货 15.53 万吨，同比增长 11%。现有产能 15 万吨，在建产能主要包括四川 10+10+8 万吨产能，分别有望在 24 年投产、24H2 完成施工、25 年投产。硅基负极的 1.2 万吨项目有望在 2025 年逐步投产。

(2) 涂覆膜：2023 年销量 52.71 亿平米，同比增长 22%。现有 60 亿平米的涂覆有效产能。

(3) PVDF：2023 年销量 10627 吨，同比增长 98%。现有 1.5 万吨 PVDF 产能。

(4) 复合集流体：复合铜箔的工艺已经获得国内头部客户认可，复合铝箔小批量生产向消费客户形成订单。预计 2024 年有望实现复合铜箔和复合铝箔的量产。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入 170.49/205.93/239.85 亿元，同比增长 11.14%/20.79%/16.47%；预计归母净利润 26.37/33.12/40.61 亿元，同比增长 37.93%/25.61%/22.63%；对应 PE 分别为 16.66/13.27/10.82 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；产能投放进度不及预期风险；新产品导入进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15340	17049	20593	23985
增长率(%)	-0.80	11.14	20.79	16.47
EBITDA(百万元)	3177.12	4646.15	5463.62	6748.89
归属母公司净利润(百万元)	1911.60	2636.76	3312.10	4061.47
增长率(%)	-38.42	37.93	25.61	22.63
EPS(元/股)	0.89	1.23	1.55	1.90
市盈率(P/E)	22.98	16.66	13.27	10.82
市净率(P/B)	2.47	2.15	1.85	1.58
EV/EBITDA	14.25	8.74	8.20	5.68

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	15340	17049	20593	23985	营业收入	-0.8%	11.1%	20.8%	16.5%
营业成本	10287	11405	13791	15713	营业利润	-35.8%	40.1%	23.6%	23.1%
税金及附加	113	123	148	173	归属于母公司净利润	-38.4%	37.9%	25.6%	22.6%
销售费用	214	247	309	365	获利能力				
管理费用	648	704	853	996	毛利率	32.9%	33.1%	33.0%	34.5%
研发费用	961	1074	1283	1501	净利率	12.5%	15.5%	16.1%	16.9%
财务费用	76	167	136	267	ROE	10.8%	12.9%	14.0%	14.6%
资产减值损失	-1075	-213	-156	-215	ROIC	7.7%	9.9%	10.0%	10.7%
营业利润	2364	3313	4095	5042	偿债能力				
营业外收入	6	7	8	9	资产负债率	57.1%	57.1%	58.5%	57.2%
营业外支出	19	18	19	20	流动比率	1.41	1.42	1.42	1.49
利润总额	2351	3302	4083	5031	营运能力				
所得税	214	321	387	478	应收账款周转率	4.24	4.64	4.58	4.54
净利润	2137	2981	3696	4553	存货周转率	1.36	1.64	1.58	1.60
归母净利润	1912	2637	3312	4061	总资产周转率	0.39	0.36	0.37	0.37
每股收益(元)	0.89	1.23	1.55	1.90	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.89	1.23	1.55	1.90
货币资金	9102	15137	13222	22084	每股净资产	8.31	9.55	11.10	13.00
交易性金融资产	1525	1525	1525	1525	估值比率				
应收票据及应收账款	3828	4098	5689	5837	PE	22.98	16.66	13.27	10.82
预付款项	370	691	741	834	PB	2.47	2.15	1.85	1.58
存货	11478	9265	16791	13241	现金流量表				
流动资产合计	28669	32775	40645	46703	净利润	2137	2981	3696	4553
固定资产	6809	7640	8272	8773	折旧和摊销	765	979	1111	1262
在建工程	5081	6761	8667	10600	营运资本变动	-2868	3443	-5241	4405
无形资产	913	1143	1377	1617	其他	1084	547	572	720
非流动资产合计	15006	17794	20601	23313	经营活动现金流净额	1118	7950	138	10940
资产总计	43675	50568	61246	70016	资本开支	-3955	-3731	-3887	-3940
短期借款	3670	4561	5485	6310	其他	-1029	-20	-8	-4
应付票据及应付账款	7311	8057	10838	10820	投资活动现金流净额	-4984	-3752	-3895	-3943
其他流动负债	9410	10391	12312	14150	股权融资	3474	0	0	0
流动负债合计	20391	23010	28636	31281	债务融资	4382	2185	2280	2397
其他	4554	5848	7204	8776	其他	-1263	-349	-438	-532
非流动负债合计	4554	5848	7204	8776	筹资活动现金流净额	6592	1836	1842	1865
负债合计	24945	28857	35840	40056	现金及现金等价物净增加额	2731	6035	-1915	8862
股本	2138	2138	2138	2138					
资本公积金	7889	7888	7888	7888					
未分配利润	7656	9897	12712	16165					
少数股东权益	956	1300	1683	2175					
其他	92	487	984	1594					
所有者权益合计	18730	21711	25407	29960					
负债和所有者权益总计	43675	50568	61246	70016					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048