

分析师：牟国洪
登记编码：S0730513030002
mough@ccnew.com 021-50586980

负极短期承压，膜材料持续增长

——璞泰来(603659)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2024-04-16)

发布日期：2024年04月17日

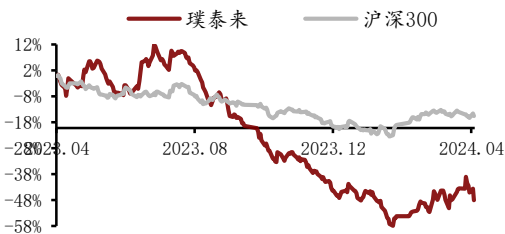
收盘价(元)	18.92
一年内最高/最低(元)	53.23/15.35
沪深300指数	3,511.11
市净率(倍)	2.22
流通市值(亿元)	381.16

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	8.53
每股经营现金流(元)	-0.64
毛利率(%)	31.35
净资产收益率_摊薄(%)	2.44
资产负债率(%)	54.01
总股本/流通股(万股)	213,797.34/201,461.15

B股/H股(万股) 0.00/0.00

个股相对沪深300指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《璞泰来(603659)中报点评：业绩符合预期，平台协同优势显现》 2023-09-06

《璞泰来(603659)公司点评报告：业绩符合预期，公司产业一体化优势显著》 2023-01-18

《璞泰来(603659)季报点评：业绩超预期，三大主营高增长》 2022-10-20

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

事件：公司公布2023年年度报告。

投资要点：

● **公司业绩符合预期。**2023年，公司实现营收153.40亿元，同比下降0.80%；营业利润23.64亿元，同比下降35.83%；归母净利润19.12亿元，同比下降38.42%；扣非后净利润17.81亿元，同比下降39.82%；经营活动产生的现金流净额11.18亿元，同比下降8.63%；基本每股收益0.95元，加权平均净资产收益率13.27%；利润分配预案为拟每10股派发现金红利1.40元(含税)，公司业绩符合预期。其中，公司第四季度实现营收25.84亿元，环比下降37.62%；净利润4.33亿元，环比下降23.56%。2023年，公司非经常性损益合计1.31亿元，其中政府补助1.52亿元、公允价值变动损益等2697万元。

● **公司致力于新能源材料与装备平台。**公司致力于成为新能源电池关键材料及自动化装备的综合解决方案商，主营业务包括负极材料、涂覆隔膜、PVDF及粘结剂、复合集流体、铝塑包装膜、纳米氧化铝及勃姆石等。公司构建了负极材料、膜材料及涂覆、自动化装备三大事业部，深化各事业部的资源共享和产业链协同优势。

● **动力和储能锂电池需求持续增长。**锂电池下游需求可分为消费类、储能类和动力类，其增长主要关注动力和储能类锂电池。中汽协和中国汽车动力电池产业创新联盟统计显示：2023年我国新能源汽车合计销售944.81万辆，同比增长37.48%，合计占31.45%；其中新能源汽车合计出口120.3万辆，同比增长77.6%。2024年1-3月，我国新能源汽车销售208.90万辆，同比增长31.76%，合计占比31.10%。伴随我国汽车销售增长及动力电池出口增加，我国动力电池和其他电池产量持续增长。2023年我国动力电池和其他电池合计产量778.10GWh，同比增长42.5%；其中出口152.6GW。2024年1-2月，我国动力和其他电池合计产量108.8GWh，同比增长29.5%；其中出口16.6GWh。2023年12月中央经济工作会议明确要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，2024年延续和优化了新能源汽车车辆购置税减免政策；动力电池上游原材料价格回落有助于动力电池降价及提升新能源汽车性价比，总体预计2024年我国新能源汽车仍将保持两位数增长。伴随锂电池成本下降及下游需求增长，储能电池需求持续增长。高工锂电(GGII)统计显示：2022年，我国储能锂电池出货130GWh，同比增长172.7%；2023年出货206GWh，同比增长58.5%。

● **锂电关键材料需求持续增长，行业竞争显著加剧。**伴随动力电池和

储能锂电池需求增长，锂电池正负极、隔膜等上游关键材料需求将受益。根据 GGII 数据显示：2022 年我国锂电池隔膜出货 131 亿 m^2 ，同比增长 67.95%；我国负极材料出货 137 万吨，同比增长 90.28%，其中：人造石墨出货 115.1 万吨，出货占比 84.01%。2023 年，我国锂电池隔膜出货 171 亿 m^2 ，同比增长 30.53%；负极材料出货 165 万吨，同比增长 20.44%，其中：人造石墨出货 146.85 万吨，出货占比提升至 89.0%，主要系人造石墨成本下降，其性价比提升。总体预计锂电关键材料需求将持续增长，但行业竞争显著加剧，主要系锂电关键材料新增产能速度显著高于下游需求增速，如百川盈孚统计显示：截止 2024 年 3 月，我国负极材料有效产能 331.69 万吨，较 2022 年底的 155.39 万吨显著增长 113.5%。为此，总体预计锂电关键材料去产能将维持一段时间，成本控制能力强和客户资源优势企业将在本轮竞争中胜出。行业发展趋势而言，负极材料主要包括石墨化一体化生产，高容量负极如合金类负极材料将是研发重点方向，且人造石墨负极材料占比仍将维持高位；隔膜发展重点包括轻薄化和涂覆。

- **公司负极材料量增价跌，预计 2024 年出货持续增长。**目前，负极材料是公司最主要收入来源，2015 年营收 5.24 亿元，2022 年大幅增至 76.49 亿元，2022 年在公司营收中占比 49.47%，业绩增长主要受益于产品销量增长。2023 年，公司负极材料出货 15.53 万吨，同比增长 11.35%；对应负极材料主营收入 66.11 亿元，同比下降 16.01%，在公司营收中占比 43.09%，营收下降主要系行业产能显著释放导致行业均价下降。截止 2023 年底：公司已形成年产 15 万吨负极材料有效产能，其中包括 11 万吨石墨化加工及 10 万吨碳化加工配套产能；四川年产 18 万吨高性能锂电池负极材料一体化项目持续推进，其中一期 10 万吨产能预计 2024 年逐步投产。新产品方面，负极新品已满足 6C 新能源要求，2024 年快充产品占比将进一步提升，其中通过粘结剂配合原料创新从而实现 8C/10C 快充性能，产品竞争优势显著；硅碳产品研发和推广较为顺利，新一代纳米硅碳产品已完成技术定性，CVD 沉淀技术和硅碳复合技术能有效满足未来负极材料长循环、低膨胀的性能需求，于 2023 年 7 月设立了安徽紫宸，启动年产 1.2 万吨硅基负极材料项目建设，计划 2025 年分期投产。结合公司一体化布局及新产品市场拓展预期，预计 2024 年公司负极材料出货将持续增长。
- **公司膜材料及涂覆事业部协同发展，预计 2024 年隔膜业绩持续增长。**公司率先实现了隔膜基膜、涂覆加工、涂覆材料、粘结剂和锂电设备一体化协同发展，具备显著的产业链协同优势。2015 年，公司涂覆隔膜营收 7656 万元，2022 年大幅增至 36.86 亿元，营收占比由 2015 年的 8.30% 提升至 2022 的 23.84%。2023 年，公司涂覆隔膜及加工量出货 52.71 亿 m^2 ，同比增长 21.50%，占同期国内湿法隔膜出货量的 40.73%；对应收入 48.16 亿元，同比增长 23.63%，在公司营收中占比 31.39%。PVDF 及粘结剂方面，伴随新建 PVDF 产能陆续投产，2023 年合计销量 10627 吨，同比增长 97.82%，对应收入 10.21 亿元(含内部销售)，同比下降 44.32%，主要系国内锂电级 PVDF 价格大幅调整。公司在隔膜基膜、涂覆材

料、涂覆设备、粘结剂和涂覆加工领域综合竞争优势显著，2023年在涂覆材料国产化替代、涂覆设备提速、粘结剂等领域成本改善以及基膜自给率提升方面完成了预定目标，实现了涂覆加工业务的良好协同和成本改善，如四川卓勤通过自主集成实现新一代基膜生产设备高效投运，突破了先进基膜产线依赖海外集成的行业瓶颈：成品有效幅宽超过6米，设计速度90m/min，相比上一代基膜生产效率显著提升。复合集流体方面，于2023年4月设立全资子公司江苏卓立，在江苏溧阳投资建设复合集流体研发生产基地，2023年11月收购并增资控股江苏高远，进一步加强复合集流体的产业协同；于2023年10月与宁德时代签订《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，共同开拓海内外新能源市场；公司预计2024年实现复合铜箔和复合铝箔的量产。截止2023年底，公司已形成年产7亿m²基膜、2万吨纳米氧化铝及勃姆石、1.5万吨PVDF及60亿m²涂覆隔膜加工的有效产能，业务协同效应加快了自产基膜产品的客户认证和进度。考虑公司基膜自给率提升、产业链协同优势及新产品逐步量产，预计该业务2024年业绩持续增长。

- **公司锂电设备业绩高增长，产品线进一步延伸。**2023年，公司锂电设备实现主营业务收入(含内部销售)35.92亿元，同比增长49.60%。公司在锂电前段涂布设备领域竞争优势显著，形成包括涂布、分切、卷绕、叠片、注液、化成分容等综合产品，2023年中后段设备交付规模显著增长，同时锂电基膜生产设备逐步交付、正负极粉体材料生产设备、光伏设备研发进入设计与验证阶段；以欧洲嘉拓为中心开拓欧洲市场，2023年海外订单取得良好成绩，预计2024年海外订单将进一步增长。
- **公司完成非公开发行股票。**2023年11月，公司公布2022年度非公开发行A股票发行情况：本次非公开发行股票数量为121787554股，发行价格为23.16元/股，募集资金总额为28.21亿元，扣除发行费用后募集资金净额为28.15亿元，拟全部用于年产10万吨高性能锂离子电池负极材料一体化建设项目、年产9.6亿平方米基膜涂覆一体化建设项目及补充流动资金。公司募投项目符合公司整体发展战略，补充流动资金有助于降低公司资产负债率。
- **公司盈利能力回落，预计2024年总体仍承压。**2023年，公司销售毛利率32.94%，同比回落2.72个百分点，主要系部分细分领域行业竞争显著加剧；2024年一季度销售毛利率为31.35%，环比2023年四季度回落5.06个百分点。2023年行业毛利率显示：负极材料及石墨化为14.99%，同比回落10.9个百分点；锂电设备为23.87%，同比回落2.9个百分点；膜产品及涂覆加工52.08%，同比提升6.4个百分点。考虑负极材料总体仍处于去产能阶段，膜产品及涂覆加工具备一定成本优势，总体预计2024年公司盈利能力总体承压。
- **公司上限完成回购方案。**2023年6月，公司公布回购公司股份方案：拟以自有资金或自筹资金回购公司股份，回购股份用于员工持股计划及/或股权激励，回购股份资金总额不低于2亿元(含)且不超过3亿元(含)。截止2023年10月18日，公司完成本次回购事项，

实际回购股份 975.14 万股，回购均价 30.76 元/股，使用资金总额 29999.89 万元。

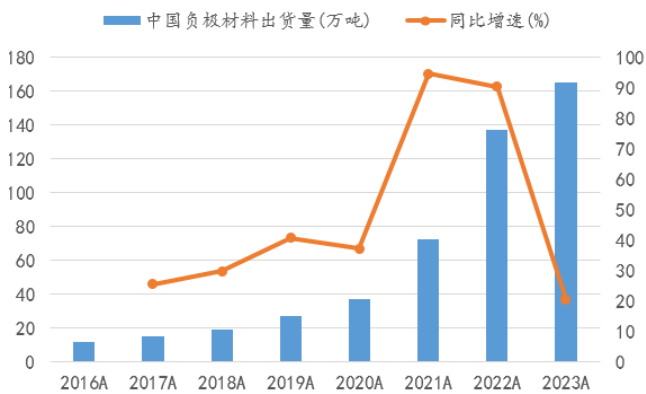
- **2024 年一季度业绩仍承压。**2024 年一季度，公司实现营业收入 30.34 亿元，同比下降 17.97%，环比下降 16.93%；净利润 4.45 亿元，同比下降 36.64%，但环比增长 57.35%；扣非后净利润 4.19 亿元，同比下降 38.25%；基本每股收益 0.21 元/股。公司业绩短期仍承压，主要系负极材料行业竞争加剧，2023 年末公司负极高价库存整体消纳完毕，负极生产降本增效措施在 2024 年将逐步显现，预计负极材料盈利有望不断修复。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2024-2025 年摊薄后的每股收益分别为 1.22 元与 1.52 元，按 4 月 16 日 18.92 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 15.45 倍与 12.44 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动；汇率大幅波动。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,464	15,340	17,026	20,216	23,850
增长比率（%）	71.90	-0.80	10.99	18.74	17.98
净利润（百万元）	3,104	1,912	2,618	3,252	3,825
增长比率（%）	77.53	-38.42	36.98	24.20	17.63
每股收益(元)	1.45	0.89	1.22	1.52	1.79
市盈率(倍)	13.03	21.16	15.45	12.44	10.57

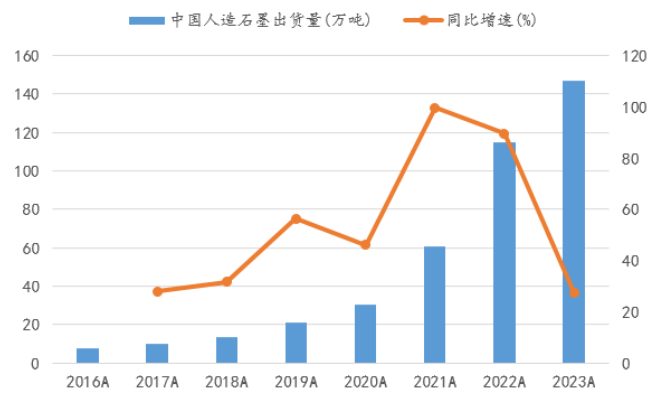
资料来源：中原证券，携宁

图 6：我国负极材料销量及增速



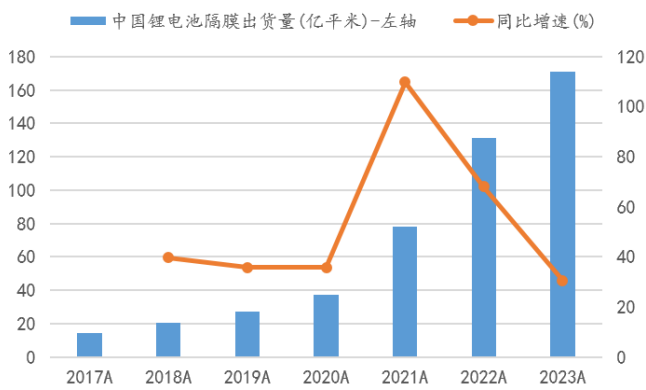
资料来源：中原证券，GGII

图 7：我国人造石墨负极材料销量及增速



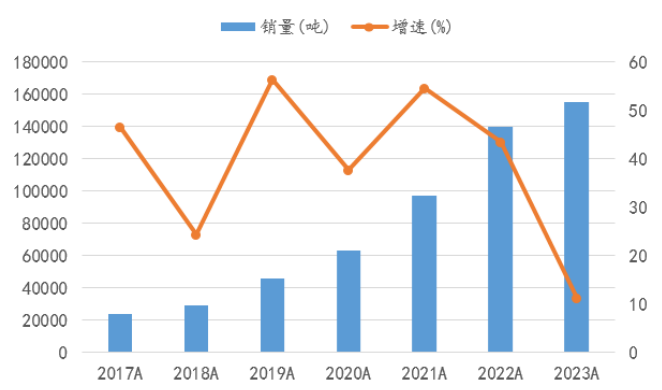
资料来源：中原证券，GGII

图 8：我国锂电池隔膜出货量及增速



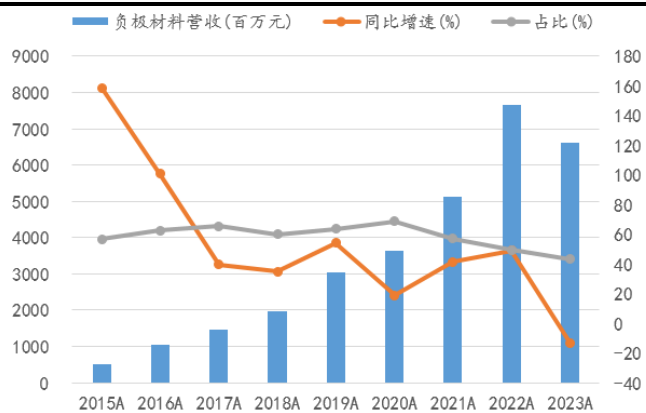
资料来源：中原证券，GGII

图 9：公司负极材料出货及增速



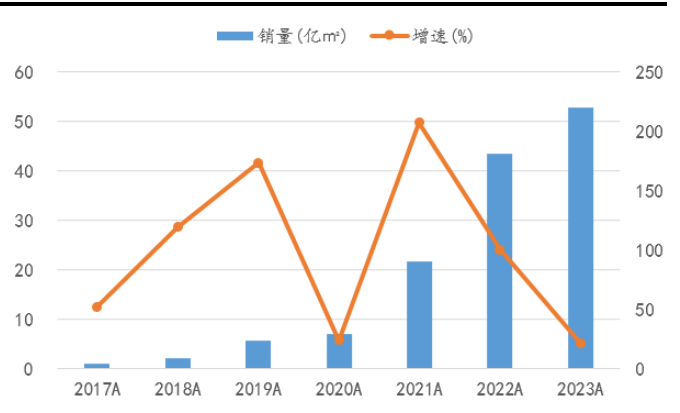
资料来源：中原证券，公司公告

图 10：公司负极材料营收、增速及占比



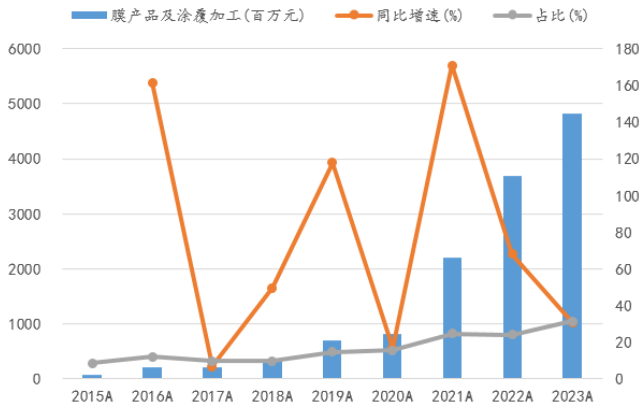
资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 11：公司涂覆隔膜及加工量销量及增速



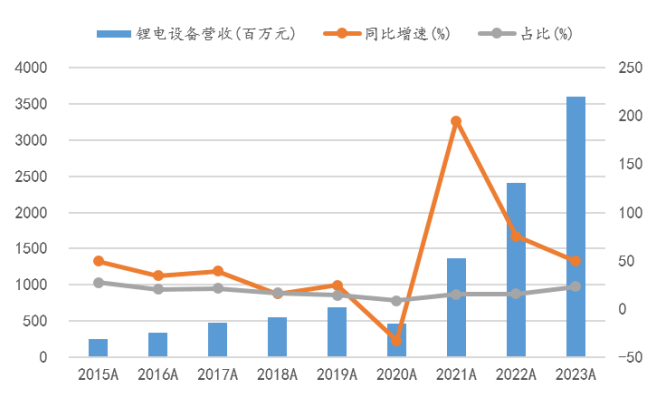
资料来源：中原证券，公司公告

图 12: 公司膜产品及涂覆加工营收、增速及占比



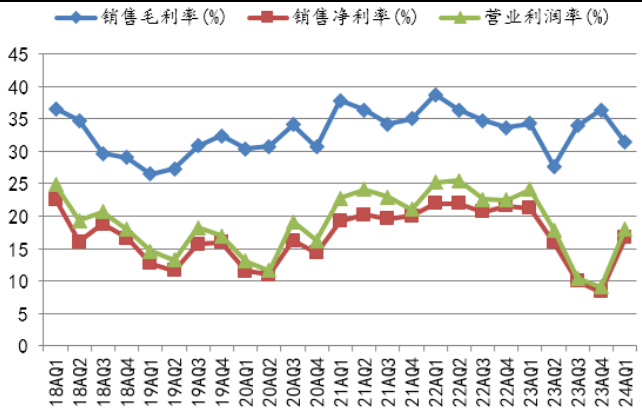
资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind

图 13: 公司锂电设备营收、增速及占比



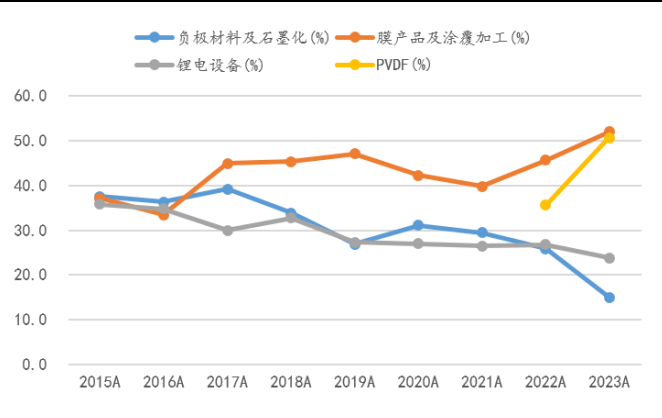
资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

图 14: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 15: 公司主营产品盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,980	28,669	32,114	30,482	38,661
现金	6,405	9,102	7,427	6,815	6,069
应收票据及应收账款	4,272	3,828	4,685	5,192	6,526
其他应收款	118	109	132	161	181
预付账款	680	370	349	411	809
存货	11,035	11,478	15,636	14,418	21,435
其他流动资产	2,470	3,782	3,885	3,485	3,641
非流动资产	10,718	15,006	17,727	20,526	22,827
长期投资	388	420	457	491	527
固定资产	5,698	6,809	9,107	11,277	13,164
无形资产	634	913	1,129	1,377	1,609
其他非流动资产	3,997	6,864	7,034	7,381	7,528
资产总计	35,697	43,675	49,842	51,008	61,489
流动负债	18,338	20,391	22,452	18,565	23,451
短期借款	3,273	3,670	4,010	4,334	4,666
应付票据及应付账款	7,760	7,311	8,452	5,320	9,507
其他流动负债	7,305	9,410	9,990	8,911	9,279
非流动负债	3,390	4,554	5,574	6,874	8,074
长期借款	2,930	3,955	4,975	6,275	7,475
其他非流动负债	460	599	599	599	599
负债合计	21,728	24,945	28,026	25,439	31,525
少数股东权益	512	956	1,263	1,644	2,093
股本	1,391	2,138	2,138	2,138	2,138
资本公积	5,503	7,889	7,888	7,888	7,888
留存收益	6,657	8,095	10,874	14,246	18,191
归属母公司股东权益	13,457	17,774	20,553	23,925	27,870
负债和股东权益	35,697	43,675	49,842	51,008	61,489

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,223	1,118	1,917	2,383	2,240
净利润	3,324	2,137	2,926	3,634	4,274
折旧摊销	590	765	1,104	1,392	1,707
财务费用	124	268	386	460	538
投资损失	-28	-24	-24	-33	-37
营运资金变动	-2,898	-2,868	-2,650	-3,191	-4,371
其他经营现金流	112	840	175	121	128
投资活动现金流	-3,043	-4,984	-3,816	-4,159	-3,980
资本支出	-2,817	-3,955	-3,803	-4,157	-3,980
长期投资	-227	-1,049	-37	-35	-36
其他投资现金流	0	20	24	33	37
筹资活动现金流	3,925	6,592	974	1,164	994
短期借款	2,079	396	340	324	332
长期借款	1,943	1,026	1,020	1,300	1,200
普通股增加	696	747	0	0	0
资本公积增加	-421	2,386	0	0	0
其他筹资现金流	-373	2,037	-386	-460	-538
现金净增加额	2,130	2,731	-925	-612	-746

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,464	15,340	17,026	20,216	23,850
营业成本	9,950	10,287	11,620	13,696	16,174
营业税金及附加	96	113	119	138	168
营业费用	196	214	235	275	322
管理费用	621	648	698	829	978
研发费用	921	961	1,056	1,253	1,464
财务费用	-19	76	109	124	168
资产减值损失	-160	-1,075	-166	-112	-119
其他收益	177	328	194	202	239
公允价值变动收益	6	29	0	0	0
投资净收益	28	24	24	33	37
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	3,684	2,364	3,242	4,024	4,732
营业外收入	8	6	6	6	6
营业外支出	20	19	15	15	15
利润总额	3,671	2,351	3,233	4,015	4,723
所得税	347	214	307	381	449
净利润	3,324	2,137	2,926	3,634	4,274
少数股东损益	220	225	307	382	449
归属母公司净利润	3,104	1,912	2,618	3,252	3,825
EBITDA	4,279	3,177	4,596	5,619	6,689
EPS (元)	1.54	0.95	1.22	1.52	1.79

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	71.90	-0.80	10.99	18.74	17.98
营业利润 (%)	80.91	-35.83	37.15	24.13	17.59
归属母公司净利润 (%)	77.53	-38.42	36.98	24.20	17.63
获利能力					
毛利率 (%)	35.66	32.94	31.75	32.25	32.18
净利率 (%)	20.08	12.46	15.38	16.09	16.04
ROE (%)	23.07	10.75	12.74	13.59	13.73
ROIC (%)	15.92	7.73	9.63	10.02	10.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.87	57.11	56.23	49.87	51.27
净负债比率 (%)	155.54	133.18	128.47	99.49	105.21
流动比率	1.36	1.41	1.43	1.64	1.65
速动比率	0.68	0.76	0.67	0.78	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.39	0.36	0.40	0.42
应收账款周转率	5.22	4.24	4.24	4.24	4.24
应付账款周转率	2.67	2.38	2.52	3.24	3.60
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.45	0.89	1.22	1.52	1.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.57	0.52	0.90	1.11	1.05
每股净资产 (最新摊薄)	6.29	8.31	9.61	11.19	13.04
估值比率					
P/E	13.03	21.16	15.45	12.44	10.57
P/B	3.01	2.28	1.97	1.69	1.45
EV/EBITDA	17.01	14.25	9.58	8.23	7.26

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。