

非金融公司|公司点评|璞泰来 (603659)

负极业务阶段性承压，膜材料表现亮眼



| 报告要点

受负极产品价格下滑影响，公司 2024H1 负极业务盈利阶段性承压，随着高成本库存被消纳和快充等高性价比产品出货占比提升，2024 年公司负极材料盈利能力有望逐步修复；2024H1 公司在涂覆隔膜、基膜、PVDF 等领域实现产品出货较快速增长，锂电设备、复合集流体等业务发展顺利，鉴于公司持续强化平台化布局，新业务有望放量，给予“买入”评级。

| 分析师及联系人



贺朝晖

SAC: S0590521100002

璞泰来(603659)

负极业务阶段性承压，膜材料表现亮眼

行业：电力设备/电池
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：11.22元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,138.0/2,136.4
 流通A股市值(百万元) 23,970.40
 每股净资产(元) 8.58
 资产负债率(%) 53.63
 一年内最高/最低(元) 36.09/11.19

股价相对走势



相关报告

- 《璞泰来(603659): 资产减值影响净利, 复合集流体产业化进程加快》2024.04.14
- 《璞泰来(603659): 资产减值影响净利, 复合集流体业务有望迎来放量》2023.10.29



扫码查看更多

事件:

公司发布2024年中报, 2024H1实现营收63.32亿元, 同比-18.89%; 实现归母净利润8.58亿元, 同比-34.24%。Q2单季度, 公司实现营收32.97亿元, 同比-19.71%, 环比+8.67%; 实现归母净利润4.13亿元, 同比-31.44%, 环比-7.14%。

受资产减值和产品降价影响, 负极业务阶段性承压

公司2024H1负极出货量为6.70万吨, 同比-1.77%。公司在战略上适当减少和控制部分低价产品的出货, 因而同比有所下降。负极价格继续下降导致存货减值, 盈利水平短期承压。随着高成本库存被消纳和快充等高性价比产品出货占比提升, 2024年公司负极材料盈利能力有望逐步修复。

基膜放量迅速, 膜材料和涂覆业务表现亮眼

2024年上半年公司在涂覆隔膜、基膜、PVDF等领域实现产品放量: 1) 公司实现涂覆隔膜销量29.13亿平, 同比+35.43%, 占当期湿法隔膜出货量的41.03%, 市占率保持领先。2) 公司基膜业务拓展顺利, 2024H1销量超2亿平, 同比增长超过145%, 下半年随着四川卓勤二期产线投产放量, 基膜自供率有望进一步提升, 一体化配套或将有利于涂覆加工业务并进一步突破海外重点客户。3) 公司2024年上半年PVDF出货8685吨, 同比+115.94%; 在价格下降情况下以量补价, 持续贡献利润。

公司积极推动平台化发展, 复合铜箔业务发展顺利

公司叠片机、卷绕机、注液机等自动化装备核心竞争优势已逐步形成; 公司通过嘉拓复合设备、卓立复合集流体、高远超薄铜箔的产业协同, 复合铜箔的工艺技术看方案已获得国内头部客户认可, 相关产品下半年有望在消费领域率先实现小批量出货, 贡献新的业绩增长点。

盈利预测、估值与评级

考虑到主营产品降价以及市场竞争激烈的情况, 我们预计公司2024-2026年营收分别为162.65/176.38/202.38亿元, 同比增速分别为6.03%/8.44%/14.47%, 归母净利润分别为19.85/22.22/25.08亿元, 同比增速分别为3.82%/11.94%/12.90%, EPS分别为0.93/1.04/1.17元/股, 3年CAGR为9.48%, 对应PE分别为12/11/10倍。鉴于公司持续强化平台化布局, 新业务有望放量, 给予“买入”评级。

风险提示: 新能源车需求不及预期; 产品价格大幅波动; 新技术发展不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15464	15340	16265	17638	20238
增长率(%)	71.90%	-0.80%	6.03%	8.44%	14.74%
EBITDA(百万元)	4223	3173	3091	3400	3827
归母净利润(百万元)	3104	1912	1985	2222	2508
增长率(%)	77.53%	-38.42%	3.82%	11.94%	12.90%
EPS(元/股)	1.45	0.89	0.93	1.04	1.17
市盈率(P/E)	7.7	12.5	12.1	10.8	9.6
市净率(P/B)	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.0	15.0	8.6	7.7	6.8

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年08月20日收盘价

1. 风险提示

- 1) **新能源车需求不及预期:** 负极材料为新能源车装载的动力电池的关键原材料, 如果下游需求不及预期, 可能对公司业绩造成影响。
- 2) **产品价格大幅波动:** 负极、涂覆隔膜等产品价格的下降可能对公司的短期业绩造成影响。
- 3) **新技术发展不及预期:** 复合集流体等产品属于技术密集型产品, 若产品研发或者客户导入不及预期, 可能对公司业绩会造成影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6405	9102	5634	5966	6678	营业收入	15464	15340	16265	17638	20238
应收账款+票据	4625	5256	4642	5033	5775	营业成本	9950	10287	11724	12737	14705
预付账款	680	370	785	851	976	营业税金及附加	96	113	112	121	139
存货	11035	11478	12045	13086	15108	营业费用	196	214	228	247	263
其他	2234	2462	2317	2384	2511	管理费用	1542	1609	1708	1852	2125
流动资产合计	24980	28669	25423	27320	31049	财务费用	-19	76	234	130	95
长期股权投资	388	420	439	459	478	资产减值损失	-160	-1075	-130	-141	-162
固定资产	5729	6830	9162	12113	14692	公允价值变动收益	6	29	0	0	0
在建工程	2556	5081	4387	2444	750	投资净收益	28	24	20	20	20
无形资产	634	913	867	821	776	其他	110	344	222	223	226
其他非流动资产	1411	1762	1674	1586	1497	营业利润	3684	2364	2372	2654	2995
非流动资产合计	10718	15006	16529	17422	18193	营业外净收益	-12	-12	-11	-11	-11
资产总计	35697	43675	41953	44742	49242	利润总额	3671	2351	2361	2643	2984
短期借款	3273	3670	0	0	128	所得税	347	214	242	271	305
应付账款+票据	7760	7311	8970	9745	11251	净利润	3324	2137	2119	2372	2678
其他	7305	9410	8431	9150	10527	少数股东损益	220	225	135	151	170
流动负债合计	18338	20391	17401	18895	21906	归属于母公司净利润	3104	1912	1985	2222	2508
长期带息负债	2943	3963	3449	2748	1984						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	446	591	591	591	591						
非流动负债合计	3390	4554	4039	3339	2575						
负债合计	21728	24945	21440	22233	24481						
少数股东权益	512	956	1090	1241	1411						
股本	1391	2138	2138	2138	2138						
资本公积	5503	7889	7889	7889	7889						
留存收益	6563	7748	9396	11241	13324						
股东权益合计	13969	18730	20513	22509	24762						
负债和股东权益总计	35697	43675	41953	44742	49242						

现金流量表					
单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3324	2137	2119	2372	2678
折旧摊销	571	746	496	627	748
财务费用	-19	76	234	130	95
存货减少(增加为“-”)	-6071	-443	-567	-1040	-2022
营运资金变动	-3121	-2303	458	-71	-134
其它	6520	886	569	1042	2024
经营活动现金流	1204	1098	3308	3059	3390
资本支出	-2677	-3827	-2000	-1500	-1500
长期投资	-227	-1049	0	0	0
其他	-139	-108	-21	-21	-21
投资活动现金流	-3043	-4984	-2021	-1521	-1521
债权融资	4010	1417	-4185	-701	-636
股权融资	696	747	0	0	0
其他	-781	4429	-570	-507	-521
筹资活动现金流	3925	6592	-4755	-1207	-1156
现金净增加额	2110	2711	-3468	331	713

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	71.90%	-0.80%	6.03%	8.44%	14.74%
EBIT	80.47%	-33.55%	6.91%	6.87%	11.05%
EBITDA	76.52%	-24.87%	-2.59%	10.00%	12.58%
归属于母公司净利润	77.53%	-38.42%	3.82%	11.94%	12.90%
获利能力					
毛利率	35.66%	32.94%	27.92%	27.79%	27.34%
净利率	21.50%	13.93%	13.03%	13.45%	13.23%
ROE	23.07%	10.75%	10.22%	10.45%	10.74%
ROIC	32.20%	12.71%	11.29%	11.31%	11.80%
偿债能力					
资产负债率	60.87%	57.11%	51.10%	49.69%	49.71%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
营运能力					
应收账款周转率	3.6	3.3	3.8	3.8	3.8
存货周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标(元)					
每股收益	1.5	0.9	0.9	1.0	1.2
每股经营现金流	0.6	0.5	1.5	1.4	1.6
每股净资产	6.3	8.3	9.1	9.9	10.9
估值比率					
市盈率	7.7	12.5	12.1	10.8	9.6
市净率	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.0	15.0	8.6	7.7	6.8
EV/EBIT	20.8	19.7	10.3	9.5	8.4

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 20 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼