

璞泰来 (603659.SH) —2022 年报及 2023 年一季报业绩点评

增持

涂覆膜一体化布局持续推进，深入打造锂电平台型公司

核心观点

2022 年公司盈利 31.04 亿元，同比增长 78%。公司 2022 年营收 154.64 亿，同比增长 71.9%，归母净利润 31.04 亿元，同比增长 77.5%；全年毛利率为 35.7%，同比持平，净利率 21.5%，同比增加 1.7pct；2022Q4/2023Q1 实现营收 40.50/36.99 亿元，同比+50%/+18.2%，环比-10.4%/-8.7%；2022Q4/2023Q1 实现归母净利润 8.31/7.02 亿元，同比+60.5%/+10.3%，环比-5.3%/-15.5%；2022Q4/2023Q1 分别实现毛利率 33.6%/34.3%，净利率 21.5%/21.2%。

负极出货量保持高增。公司 22 年负极产能达到 15 万吨以上，累计出货 13.95 万吨，同比增长 43%，我们估计 2022 年负极(含石墨化)单吨净利约 1.1 万元；2023Q1 负极出货量约 3.2 万吨，(含石墨化)单吨净利约 0.8 万元；展望 2023 全年，我们预计公司全年负极出货约 18 万吨，负极全年平均(含石墨化)单吨净利有望保持在 0.6 万元以上。

涂覆膜扩产加速，一体化布局持续推进。公司 2022 年涂覆膜出货 43.38 亿平，单平净利超过 0.2 元；2023Q1 估计出货约 10 亿平，单平净利约 0.22 元；展望 2023 全年，我们预计公司涂覆膜出货约 60 亿平。22 年底公司已形成 5 亿平基膜，2 万吨纳米氧化铝及勃姆石，0.6 万吨 PVDF(东阳光)及 61 亿平涂覆隔膜加工的有效产能，在一体化布局深入推进下，预计公司将持续保持涂覆膜盈利能力，我们预计 23 年涂覆膜单平净利保持在 0.2 元以上。

多项业务全面开花。锂电设备业务方面，公司截止 2022 年底尚未履约的在手订单约 41.8 亿元，2023 年全年预计锂电设备收入超过 30 亿元。同时，公司广泛布局多项业务，预计 PAA、铝塑膜、PVDF、光伏设备、复合集流体等将为公司积极贡献盈利。

风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格下跌超预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。基于负极行业供需关系扭转，行业竞争加剧，我们下修原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 33.01/37.13/41.10 亿元(原预测 2023/2024 年为 42.39/56.95 亿元)，同比增速分别为 6.3%/12.5%/10.7%，摊薄 EPS 分别为 2.38/2.67/2.96 元，当前股价对应 PE 分别为 22.3/19.8/17.9 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,996	15,464	19,023	22,920	26,570
(+/-%)	70.4%	71.9%	23.0%	20.5%	15.9%
归母净利润(百万元)	1749	3104	3301	3713	4110
(+/-%)	161.9%	77.5%	6.3%	12.5%	10.7%
每股收益(元)	1.26	2.24	2.38	2.67	2.96
EBIT Margin	23.2%	23.8%	21.4%	19.8%	18.9%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	23.1%	20.9%	20.2%	19.3%
市盈率 (PE)	42.1	23.7	22.3	19.8	17.9
EV/EBITDA	34.8	22.7	16.4	14.7	13.3
市净率 (PB)	7.02	5.47	4.67	4.01	3.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

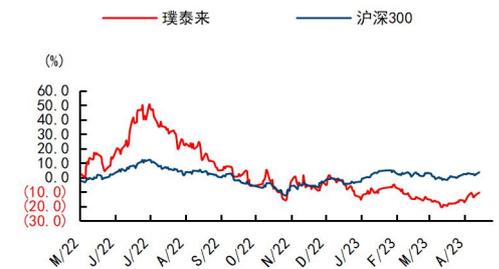
wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	52.98 元
总市值/流通市值	73686/73507 百万元
52 周最高价/最低价	141.50/46.74 元
近 3 个月日均成交额	446.07 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《璞泰来(603659.SH)——2022 年三季报业绩点评-各项业务稳步增长，盈利水平保持良好》——2022-10-16

《璞泰来(603659.SH)——2022 年半年报业绩点评-业务多点开花，公司稳步成长》——2022-07-29

《璞泰来(603659.SH)——2021 年报及 2022 一季报业绩点评-一体化布局彰显竞争优势，各项业务全面开花》——2022-05-08

《璞泰来-603659-2021 年三季报点评：业绩符合预期，一体化优势显著》——2021-10-31

《璞泰来-603659-2021 年中报点评：业绩超预期，一体化强化成本优势》——2021-08-06

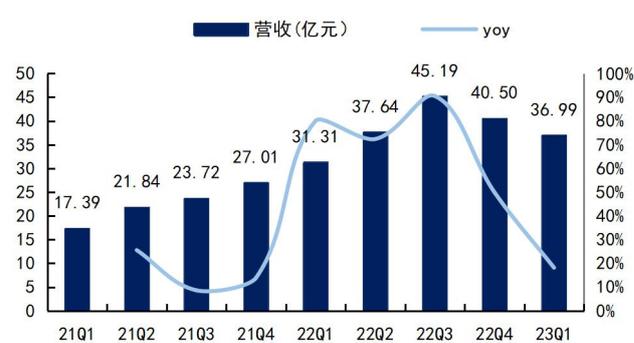
公司2022年营收154.64亿,同比增长71.9%,归母净利润31.04亿元,同比增长77.5%;全年毛利率为35.7%,同比持平,净利率21.5%,同比增加1.7pct;2022Q4/2023Q1实现营收40.50/36.99亿元,同比+50%/+18.2%,环比-10.4%/-8.7%;2022Q4/2023Q1实现归母净利润8.31/7.02亿元,同比+60.5%/+10.3%,环比-5.3%/-15.5%;2022Q4/2023Q1分别实现毛利率33.6%/34.3%,净利率21.5%/21.2%。

图1: 璞泰来营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 璞泰来单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 璞泰来归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 璞泰来单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

负极出货量保持高增。公司22年负极产能达到15万吨以上,累计出货13.95万吨,同比增长43%,我们估计2022年负极(含石墨化)单吨净利约1.1万元;2023Q1负极出货量约3.2万吨,(含石墨化)单吨净利约0.8万元;展望2023全年,我们预计公司全年负极出货约18万吨,负极全年平均(含石墨化)单吨净利有望保持在0.6万元以上。

涂覆膜扩产加速,一体化布局持续推进。公司2022年涂覆膜出货43.38亿平,单平净利超过0.2元;2023Q1估计出货约10亿平,单平净利约0.22元;展望2023全年,我们预计公司涂覆膜出货约60亿平。22年底公司已形成5亿平基膜,2万吨纳米氧化铝及勃姆石,0.6万吨PVDF(东阳光)及61亿平涂覆隔膜加工的有效产能,在一体化布局深入推进下,预计公司将持续保持涂覆膜盈利能力,我们预计23年涂覆膜单平净利保持在0.2元以上。

多项业务全面开花。锂电设备业务方面，公司截止 2022 年底尚未履约的在手订单约 41.8 亿元，2023 年全年预计锂电设备收入超过 30 亿元。同时，公司广泛布局多项业务，预计 PAA、铝塑膜、PVDF、光伏设备、复合集流体等将为公司积极贡献盈利。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

基于负极行业供需关系扭转，行业竞争加剧，我们下修原有盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 33.01/37.13/41.10 亿元（原预测 2023/2024 年为 42.39/56.95 亿元），同比增速分别为 6.3%/12.5%/10.7%，摊薄 EPS 分别为 2.38/2.67/2.96 元，当前股价对应 PE 分别为 22.3/19.8/17.9 倍，维持“增持”评级。

表 4：可比公司估值表（2023 年 4 月 17 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			PB	投资评级
			亿元	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	MRQ		
688005.SH	容百科技	71.57	384	3.0	3.8	4.8	23.9	19.0	14.8	19.0	买入	
002812.SH	恩捷股份	18.72	945	0.6	1.0	1.2	29.7	18.9	15.3	18.9	增持	
300073.SZ	当升科技	58.98	337	4.5	4.4	5.0	13.2	13.4	11.8	13.4	买入	
603659.SH	璞泰来	52.98	844	2.4	2.7	3.0	22.3	19.8	17.9	19.8	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3884	6405	3000	3000	3000	营业收入	8996	15464	19023	22920	26570
应收款项	2020	4389	4169	5024	5824	营业成本	5789	9950	12969	16319	19350
存货净额	4964	11035	7233	9080	10697	营业税金及附加	63	96	133	138	159
其他流动资产	2629	3150	1902	1834	1860	销售费用	152	196	209	206	213
流动资产合计	13497	24980	16304	18937	21380	管理费用	367	621	691	713	743
固定资产	5864	8254	9447	11961	15080	研发费用	543	921	951	1008	1089
无形资产及其他	480	634	609	583	558	财务费用	(5)	(19)	151	149	198
投资性房地产	1263	1442	1442	1442	1442	投资收益	8	28	30	30	30
长期股权投资	347	388	408	428	448	资产减值及公允价值变动	5	6	0	0	0
资产总计	21450	35697	28210	33351	38908	其他收入	(608)	(971)	(951)	(1008)	(1089)
短期借款及交易性金融负债	1304	4067	907	2245	4220	营业利润	2036	3684	3948	4417	4847
应付款项	4658	7760	4274	5365	6321	营业外净收支	(7)	(12)	30	30	50
其他流动负债	3515	6512	3219	3192	2802	利润总额	2029	3671	3978	4447	4897
流动负债合计	9477	18338	8400	10802	13343	所得税费用	246	347	477	534	588
长期借款及应付债券	987	2930	2930	2930	2930	少数股东损益	34	220	200	200	200
其他长期负债	317	460	460	460	460	归属于母公司净利润	1749	3104	3301	3713	4110
长期负债合计	1304	3390	3390	3390	3390	现金流量表（百万元）					
负债合计	10781	21728	11790	14192	16732	净利润	1749	3104	3301	3713	4110
少数股东权益	183	512	652	792	932	资产减值准备	75	41	204	94	118
股东权益	10487	13457	15768	18367	21244	折旧摊销	342	522	1128	1418	1787
负债和股东权益总计	21450	35697	28210	33351	38908	公允价值变动损失	(5)	(6)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(5)	(19)	151	149	198
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(820)	(2858)	(1305)	(1475)	(1759)
每股收益	1.26	2.24	2.38	2.67	2.96	其它	(47)	142	(64)	46	22
每股红利	0.22	0.37	0.71	0.80	0.89	经营活动现金流	1293	946	3265	3796	4278
每股净资产	7.55	9.69	11.35	13.22	15.29	资本开支	0	(2936)	(2500)	(4000)	(5000)
ROIC	16.32%	20.31%	17%	18%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	16.68%	23.07%	21%	20%	19%	投资活动现金流	(100)	(2977)	(2520)	(4020)	(5020)
毛利率	36%	36%	32%	29%	27%	权益性融资	(9)	347	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	21%	20%	19%	负债净变化	987	1943	0	0	0
EBITDA Margin	27%	27%	27%	26%	26%	支付股利、利息	(312)	(513)	(990)	(1114)	(1233)
收入增长	70%	72%	23%	20%	16%	其它融资现金流	(3678)	1346	(3160)	1338	1975
净利润增长率	162%	78%	6%	12%	11%	融资活动现金流	(2339)	4553	(4150)	224	742
资产负债率	51%	62%	44%	45%	45%	现金净变动	(1146)	2521	(3405)	0	0
股息率	0.4%	0.7%	1.3%	1.5%	1.7%	货币资金的期初余额	5030	3884	6405	3000	3000
P/E	42.1	23.7	22.3	19.8	17.9	货币资金的期末余额	3884	6405	3000	3000	3000
P/B	7.0	5.5	4.7	4.0	3.5	企业自由现金流	0	(1940)	904	(65)	(558)
EV/EBITDA	34.8	22.7	16.4	14.7	13.3	权益自由现金流	0	1349	(2388)	1141	1243

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032