

2023年04月25日

分析师  
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

## 2023年一季报点评：受降价影响单位盈利下滑，业绩符合市场预期

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	15,464	22,519	28,734	36,848
同比	72%	46%	28%	28%
归属母公司净利润（百万元）	3,104	4,013	5,243	6,947
同比	78%	29%	31%	32%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.23	2.89	3.77	4.99
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.33	18.05	13.81	10.43

### 投资要点

■ **2023年Q1公司实现归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，符合市场预期。**2023年Q1公司实现营收36.99亿元，同比增加18.16%，环比下降8.67%；归母净利润7.02亿元，同比增长10.26%，环比下降15.54%，扣非归母净利润6.78亿元，同比增长10.64%，环比下降12.72%。盈利能力方面，Q1毛利率为34.3%，同比下降4.43pct，环比增长0.68pct；归母净利率18.98%，同比下降1.36pct，环比下降1.54pct；Q1扣非净利率18.33%，同比下降1.25pct，环比下降0.85pct。

■ **Q1负极出货环降约30%，整体盈利仍远超行业。**我们预计23Q1公司负极出货3万吨+，环降30%左右，我们预计公司23年负极出货20万吨+，同增50%。盈利方面，我们预计23Q1负极单吨净利近0.9万元/吨（含石墨化），环比22Q4微降，受降价及部分高价库存影响。目前石墨化价格基本跌至近底部1.2-1.5万元/吨，负极重新议价，但公司主打高端产品，享受技术溢价，叠加23年石墨化自供比例有望提升至80%+，我们预计单吨净利可维持0.8-0.9万元/吨左右，仍明显好于行业，其中23Q1受高价石墨化库存影响，我们预计盈利触底，低点将现。

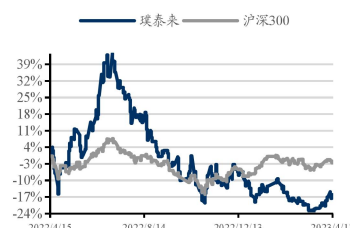
■ **涂覆膜出货高增长，23年基膜预计开始贡献利润。**我们预计23Q1涂覆出货10亿平左右，环降近30%，我们预计23年有望出货60亿平+，同增50%；盈利方面，我们测算23Q1隔膜涂覆单平净利0.2元/平+，环比微增，23年全年单平净利我们预计可维持。此外公司四川卓勤4亿平基涂一体化投产，23年我们预计基膜出货4-5亿平，开始贡献利润。

■ **其他业务多点开花，复合集流体预计23年实现量产。**公司PVDF业务23Q1我们预计贡献归母净利0.8-0.9亿元左右，我们预计23年PVDF和勃姆石业务将维持稳健增长。我们预计锂电设备业务23Q1贡献约0.8亿元利润，全年预计贡献4-5亿元左右利润，此外，公司铝塑膜、氧化铝等业务23Q1均贡献部分利润。公司研制的复合集流体获得多项发明专利和实用新型专利，中试产品获得客户的认可，我们预计2023年底前实现一定规模的量产。公司广泛与科研单位合作，期间合作的生物基芳纶涂层材料经批量验证可行，正积极推动合作单位进行批量生产。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到负极行业竞争加剧，我们维持公司23-25年归母净利预期为40.13/52.43/69.47亿元，同增29%/31%/32%，对应PE为18/14/10X，考虑公司为负极行业龙头，给予23年30x，目标价86.7元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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)	52.07
一年最低/最高价	46.74/141.50
市净率(倍)	5.11
流通A股市值(百万元)	72,244.05
总市值(百万元)	72,420.52

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.19
资产负债率(% ,LF)	60.59
总股本(百万股)	1,390.83
流通A股(百万股)	1,387.44

### 相关研究

《璞泰来(603659): 2022年报点评: 受降价影响单位盈利下滑, 业绩符合市场预期》

2023-03-28

《璞泰来(603659): 2022年业绩预告点评: 负极单位盈利略降, 业绩基本符合市场预期》

2023-01-13

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢曾朵红, 阮巧燕和岳斯瑶的指导。

2023年Q1公司实现归母净利润7.02亿元,同比增长10.26%,符合市场预期。2023年Q1公司实现营收36.99亿元,同比增加18.16%,环比下降8.67%;归母净利润7.02亿元,同比增长10.26%,环比下降15.54%,扣非归母净利润6.78亿元,同比增长10.64%,环比下降12.72%。盈利能力方面, Q1毛利率为34.3%,同比下降4.43pct,环比增长0.68pct;归母净利率18.98%,同比下降1.36pct,环比下降1.54pct; Q1扣非净利率18.33%,同比下降1.25pct,环比下降0.85pct。

图 1: 璞泰来季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	3,699.0	4,050.2	4,518.9	3,764.2	3,130.6
-同比	18.16%	49.96%	90.50%	72.38%	80.00%
毛利率	34.30%	33.62%	34.75%	36.39%	38.73%
归母净利润(百万)	702.0	831.1	877.5	759.2	636.6
-同比	10.26%	60.52%	92.40%	72.42%	90.28%
归母净利率	18.98%	20.52%	19.42%	20.17%	20.34%
扣非归母净利润(百万)	678.1	776.9	848.82	720.36	612.93
-同比	10.64%	54.30%	92.75%	78.56%	96.00%
扣非归母净利率	18.33%	19.18%	18.78%	19.14%	19.58%

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

**Q1 负极出货环降约 30%，整体盈利仍远超行业。**我们预计 23Q1 公司负极出货 3 万吨+, 环降 30%左右, 我们预计公司 23 年负极出货 20 万吨+, 同增 50%。盈利方面, 我们预计 23Q1 负极单吨净利近 0.9 万元/吨(含石墨化), 环比 22Q4 微降, 受降价及部分高价库存影响。目前石墨化价格基本跌至近底部 1.2-1.5 万元/吨, 负极重新议价, 但公司主打高端产品, 享受技术溢价, 叠加 23 年石墨化自供比例有望提升至 80%+, 我们预计单吨净利可维持 0.8-0.9 万元/吨左右, 仍明显好于行业, 其中 23Q1 受高价石墨化库存影响, 我们预计盈利触底, 低点将现。

**涂覆膜出货高增长, 23 年基膜预计开始贡献利润。**我们预计 23Q1 涂覆出货 10 亿平左右, 环降近 30%, 我们预计 23 年有望出货 60 亿平+, 同增 50%; 盈利方面, 我们测算 23Q1 隔膜涂覆单平净利 0.2 元/平+, 环比微增, 23 年全年单平净利我们预计可维持。此外公司四川卓勤 4 亿平基涂一体化投产, 23 年我们预计基膜出货 4-5 亿平, 开始贡献利润。

**其他业务多点开花, 复合集流体预计 23 年实现量产。**公司 PVDF 业务 23Q1 我们预计贡献归母净利 0.8-0.9 亿元左右, 我们预计 23 年 PVDF 和勃姆石业务将维持稳健增长。我们预计锂电设备业务 23Q1 贡献约 0.8 亿元利润, 全年预计贡献 4-5 亿元左右利润, 此外, 公司铝塑膜、氧化铝等业务 23Q1 均贡献部分利润。公司研制的复合集流体获得多项发明专利和实用新型专利, 中试产品获得客户的认可, 我们预计 2023 年底前实现一定规模的量产。公司广泛与科研单位合作, 期间合作的生物基芳纶涂层材料经批量验证可行, 正积极推动合作单位进行批量生产。

公司 2023Q1 费用率同比略微下降，环比微增。2023Q1 期间费用合计 4.22 亿元，同比增长 15.55%，环比下降 6.74%，期间费用率为 11.4%，同比下降 0.26pct，环比增 0.24pct；销售费用 0.56 亿元，销售费用率 1.52%；管理费用 1.33 亿元，管理费用率 3.59%；财务费用 0.31 亿元，财务费用率 0.83%；研发费用 2.02 亿元，研发费用率 5.45%。公司 2023Q1 转回资产减值损失 0.01 亿元；转回信用减值损失 0.16 亿元。

图 2：璞泰来分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	58.56	35.88	72.95	28.94	56.39
-销售费用率	1.87%	0.95%	1.61%	0.71%	1.52%
管理费用	136.83	171.76	193.61	118.72	132.67
-管理费用率	4.37%	4.56%	4.28%	2.93%	3.59%
研发费用	173.14	197.52	270.03	280.75	201.73
-研发费用率	5.53%	5.25%	5.98%	6.93%	5.45%
财务费用	-3.77	-13.94	-24.87	23.56	30.71
-财务费用率	-0.12%	-0.37%	-0.55%	0.58%	0.83%
期间费用	364.77	391.23	511.71	451.97	421.50
-期间费用率	11.65%	10.39%	11.32%	11.16%	11.40%
资产减值损失	-61.37	-29.80	-51.93	-16.74	1.26
信用减值损失	1.66	-22.69	-8.10	-38.41	16.34

数据来源：Wind，东吴证券（香港）

公司 Q1 存货微增，资本开支大幅上升。2023 年 Q1 公司存货为 118.94 亿元，较年初增长 7.78%；应收账款 29.35 亿元，较年初下降 26.56%；期末公司合同负债 54.7 亿元，较年初增长 14.14%。2023 年 Q1 公司经营活动净现金流净额为 -4.95 亿元，同比下降 258.26%；投资活动净现金流出 10.18 亿元，同比上升 43.1%；资本开支为 9.5 亿元，同比上升 80.47%；账面现金为 54.81 亿元，较年初下降 14.44%，短期借款 26.44 亿元，较年初下降 19.22%。

**盈利预测和投资评级：**考虑到负极行业竞争加剧，我们维持公司 23-25 年归母净利润预期为 40.13/52.43/69.47 亿元，同增 29%/31%/32%，对应 PE 为 18/14/10X，考虑公司为负极行业龙头，给予 23 年 30x，目标价 86.7 元，维持“买入”评级。

## 璞泰来三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>24,980</b>	<b>27,784</b>	<b>36,534</b>	<b>48,637</b>	<b>营业总收入</b>	<b>15,464</b>	<b>22,519</b>	<b>28,734</b>	<b>36,848</b>
货币资金及交易性金融资产	7,990	9,745	12,061	15,578	营业成本(含金融类)	9,950	15,281	19,627	25,246
经营性应收款项	4,952	6,856	10,262	14,933	税金及附加	96	140	178	229
存货	11,035	10,467	13,443	17,292	销售费用	196	270	316	368
合同资产	354	0	0	0	管理费用	621	856	1,034	1,253
其他流动资产	649	716	768	834	研发费用	921	1,239	1,494	1,842
<b>非流动资产</b>	<b>10,718</b>	<b>12,574</b>	<b>14,106</b>	<b>15,386</b>	财务费用	-19	47	63	44
长期股权投资	388	398	408	418	加:其他收益	177	225	201	258
固定资产及使用权资产	5,729	6,893	8,033	8,921	投资净收益	28	41	53	68
在建工程	2,556	2,956	3,156	3,356	公允价值变动	6	0	10	10
无形资产	634	917	1,100	1,283	减值损失	-227	-210	-160	-160
商誉	79	79	79	79	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	264	264	263	262	<b>营业利润</b>	<b>3,684</b>	<b>4,744</b>	<b>6,125</b>	<b>8,042</b>
其他非流动资产	1,068	1,068	1,068	1,068	营业外净收支	-12	0	7	-2
<b>资产总计</b>	<b>35,697</b>	<b>40,358</b>	<b>50,641</b>	<b>64,023</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,671</b>	<b>4,744</b>	<b>6,132</b>	<b>8,040</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,338</b>	<b>18,690</b>	<b>23,926</b>	<b>30,696</b>	减:所得税	347	474	613	804
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,067	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>3,324</b>	<b>4,269</b>	<b>5,519</b>	<b>7,236</b>
经营性应付款项	7,760	11,918	15,307	19,689	减:少数股东损益	220	256	276	289
合同负债	4,792	3,056	3,925	5,049	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,104</b>	<b>4,013</b>	<b>5,243</b>	<b>6,947</b>
其他流动负债	1,720	3,617	4,594	5,859	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.23	2.89	3.77	4.99
非流动负债	3,390	3,390	3,390	3,390	EBIT	3,887	4,734	6,084	7,910
长期借款	2,930	2,930	2,930	2,930	EBITDA	4,477	5,589	7,262	9,340
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.66	32.14	31.69	31.49
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	20.08	17.82	18.25	18.85
其他非流动负债	446	446	446	446	收入增长率(%)	71.90	45.62	27.60	28.24
<b>负债合计</b>	<b>21,728</b>	<b>22,080</b>	<b>27,315</b>	<b>34,086</b>	归母净利润增长率(%)	77.53	29.27	30.65	32.49
归属母公司股东权益	13,457	17,510	22,281	28,603					
少数股东权益	512	768	1,044	1,334					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,969</b>	<b>18,278</b>	<b>23,325</b>	<b>29,936</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,697</b>	<b>40,358</b>	<b>50,641</b>	<b>64,023</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,223	8,647	5,604	6,951	每股净资产(元)	9.68	12.59	16.02	20.57
投资活动现金流	-3,043	-2,670	-2,650	-2,644	最新发行在外股份(百万股)	1,391	1,391	1,391	1,391
筹资活动现金流	3,925	-4,222	-648	-801	ROIC(%)	20.73	20.14	22.96	23.99
现金净增加额	2,130	1,755	2,306	3,506	ROE-摊薄(%)	23.07	22.92	23.53	24.29
折旧和摊销	590	856	1,177	1,430	资产负债率(%)	60.87	54.71	53.94	53.24
资本开支	-2,817	-2,700	-2,693	-2,702	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.33	18.05	13.81	10.43
营运资本变动	-3,121	1,250	-2,284	-3,173	P/B(现价)	5.38	4.14	3.25	2.53

数据来源:Wind,东吴证券(香港),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(香港)预测。



分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

#### 特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

#### 评级标准:

##### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

##### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

