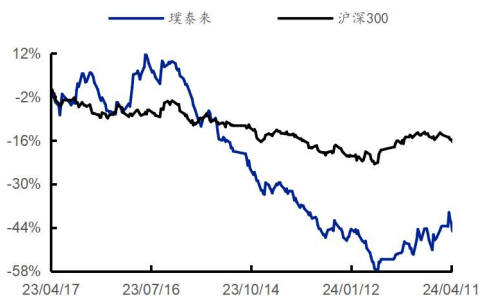


研究所：
 证券分析师：李航 S0350521120006
 lih11@ghzq.com.cn
 联系人：洪瑶 S0350122080085
 hongy03@ghzq.com.cn

负极业务盈利见底 2024Q2 有望修复；其他业务 稳步推进多点开花

——璞泰来（603659）2023 年报及 2024 年一季度 报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/12

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|--------|
| 璞泰来 | -1.0% | -1.1% | -42.9% |
| 沪深 300 | -3.4% | 5.8% | -15.2% |

市场数据

2024/04/12

| | |
|-------------|-------------|
| 当前价格（元） | 20.00 |
| 52 周价格区间（元） | 14.66-54.56 |
| 总市值（百万） | 42,759.47 |
| 流通市值（百万） | 40,292.23 |
| 总股本（万股） | 213,797.34 |
| 流通股本（万股） | 201,461.15 |
| 日均成交额（百万） | 385.66 |
| 近一月换手（%） | 1.25 |

事件：

2024 年 4 月 12 日，璞泰来发布 2023 年度报告：2023 年度，公司实现营业收入 153.40 亿元，同比下降 0.80%，实现归属于上市公司股东的净利润 19.12 亿元，同比下降 38.42%。

2024 年 4 月 12 日，璞泰来发布 2024 年一季度报告：2024 年度一季度，公司实现营业收入 30.34 亿元，同比下降 17.97%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.45 亿元，同比下降 36.64%。

投资要点：

■ **负极材料业务：2023 年销量稳定增长，但受整个行业激烈竞争和去库存的影响，盈利能力有所下滑；2024 年公司负极材料盈利能力有望得到明显的改善。** 2023 年公司负极材料及石墨化业务实现主营业务收入 66.11 亿元，同比下降 16.01%。具体来看：**1) 出货量：**2023 年公司实现锂离子电池负极材料销量 15.53 万吨，同比增长 11.35%。**2) 单价：**2023 年公司负极均价为 4.26 万元/吨，同比下降 25%，主要系受行业产能供过于求及下游电池客户去库存的双重影响导致负极产品售价持续下行。**3) 盈利：**负极材料毛利率 14.99%，同比下降 14.49pct，主要系客户产品结构及原料属性的变化影响了公司原有生产工艺的成本及收率；前期高价存货消纳较慢，导致公司持续计提存货跌价准备。截至 2023 年末，公司负极材料库存规模和成本已较年初显著改善。**4) 2024 年展望：**为应对当前市场需求的变化趋势，公司加快了非石化类原材料和高压快充产品研发进度，根据客户产品需求调整生产工艺，2023 年内公司已实现部分高性价比新产品的导入。随着历史高成本库存的消纳、非石化类原料的创新和高压快充产品的持续放量，2024 年公司负极材料盈利能力有望得到明显的改善。

■ **膜材料及涂覆业务：涂覆隔膜和 PVDF 业务 2023 年实现量利双增。** 2023 年，公司涂覆隔膜及加工量（销量）达到 52.71 亿 m²，同比增长 21.50%，基膜产品产销两端同时放量，膜产品及涂覆加工业务实

现主营业务收入 481,580.50 万元，同比增长 23.63%；PVDF 产品实现主营业务收入 102,127.62 万元（含内部销售）。1) **出货量**：2023 年度，公司涂覆隔膜及加工量（销量）达到 52.71 亿 m^2 ，占同期国内湿法隔膜出货量（129.4 亿 m^2 ）的 40.73%。PVDF 及粘结剂：2023 年公司新建 PVDF 产能陆续投产，销量逐季提升，全年累计销量达到 10,627 吨，同比大幅增长 97.82%。2) **盈利**：2023 年度公司膜产品及涂覆加工实现毛利率 52.08%，同比增长 7.85pct，PVDF 毛利率 50.69%，同比增长 15.03pct。

- **膜材料及涂覆业务：新业务基膜和复合集流体 2024 年有望加速放量。**

1) 隔膜基膜：四川卓勤的基膜产线的车速、幅宽、生产效率在行业内处于领先水平，并实现批量化供应，基膜销量逐季提升。凭借生产设备强劲的后发优势，公司基膜产品具有较强的成本竞争力，2024 年基膜销量有望快速增长。公司基膜产品的批量化供应具有突出的战略意义，有利于协同公司涂覆加工业务实现涂覆隔膜整体交付，进一步突破海内外重点客户。2) 复合集流体：2023 年内，公司复合铝箔、复合铜箔集流体的开发取得突破，2023 年 10 月，公司与宁德时代签订《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。目前，公司复合铝箔产品已经实现消费领域的小批量出货，复合铜箔产品正稳步对接客户需求，持续推进产业化相关工作。为积极抢占复合集流体产业化浪潮的先机，江苏卓立一期年产 1.6 万吨复合铜箔生产基地已基本完成厂房建设，厂房装修、设备定制与安装工作已同步启动，预计 2024 年将逐步建成投产并根据客户需求分阶段形成相应产能。
- **锂电自动化装备业务：2023 年交付规模实现显著增长。**2023 年内，公司自动化装备业务履约交付规模显著增长，2023 年全年实现主营业务收入（含内部销售）35.92 亿元，同比增长 49.60%。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 27、34、42 亿元，对应当前股价对应 PE 16、13、10 倍，基于公司负极业务有望触底反弹，其他业务多点开花，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车需求不及预期；储能需求不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；海外市场拓展不及预期等。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 15340 | 17048 | 20608 | 24927 |
| 增长率(%) | -1 | 11 | 21 | 21 |
| 归母净利润 (百万元) | 1912 | 2697 | 3378 | 4184 |
| 增长率(%) | -38 | 41 | 25 | 24 |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.89 | 1.26 | 1.58 | 1.96 |
| ROE(%) | 11 | 14 | 15 | 16 |
| P/E | 22.03 | 15.86 | 12.66 | 10.22 |
| P/B | 2.52 | 2.16 | 1.91 | 1.68 |
| P/S | 2.92 | 2.51 | 2.07 | 1.72 |
| EV/EBITDA | 14.25 | 10.04 | 7.94 | 6.22 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 1：公司核心业务拆分及预测

| 收入(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 负极材料及石墨化 | 6,706.52 | 6,035.87 | 7,243.04 | 8,691.65 |
| PVDF（东阳光） | 1,023.41 | 1,125.75 | 1,463.47 | 1,902.52 |
| 涂覆隔膜 | 4,851.57 | 6,549.62 | 7,859.55 | 9,431.46 |
| 锂电设备 | 3,601.04 | 4,321.25 | 5,185.50 | 6,222.60 |
| 产业投资 | 1,152.01 | 1,209.61 | 1,270.09 | 1,333.60 |
| 其他及合并抵销 | (1,994.52) | (2,193.97) | (2,413.37) | (2,654.70) |
| 合计 | 15340.04 | 17048.14 | 20608.30 | 24927.12 |
| 毛利率 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 负极材料及石墨化 | 14.79% | 14.00% | 14.50% | 15.00% |
| PVDF（东阳光） | 50.57% | 40.00% | 38.00% | 37.00% |
| 涂覆隔膜 | 52.11% | 50.00% | 50.00% | 50.00% |
| 锂电设备 | 23.85% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 产业投资 | 20.71% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 其他及合并抵销 | 4.12% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 合计 | 32.94% | 33.41% | 33.30% | 33.25% |

资料来源：wind、国海证券研究所

附表：璞泰来盈利预测表

| 证券代码: | 603659 | | | | 股价: | 20.00 | | | | 投资评级: | 买入 | | | | 日期: | 2024/04/12 | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|--|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 盈利能力 | | | | | | 每股指标 | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | 11% | 14% | 15% | 16% | | EPS | 0.95 | 1.26 | 1.58 | 1.96 | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 33% | 33% | 33% | 33% | | BVPS | 8.31 | 9.27 | 10.47 | 11.93 | | | | | | | | | | | |
| 期间费率 | 6% | 6% | 6% | 6% | | 估值 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 12% | 16% | 16% | 17% | | P/E | 22.03 | 15.86 | 12.66 | 10.22 | | | | | | | | | | | |
| 成长能力 | | | | | | P/B | 2.52 | 2.16 | 1.91 | 1.68 | | | | | | | | | | | |
| 收入增长率 | -1% | 11% | 21% | 21% | | P/S | 2.92 | 2.51 | 2.07 | 1.72 | | | | | | | | | | | |
| 利润增长率 | -38% | 41% | 25% | 24% | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.37 | 0.39 | 0.41 | | 营业收入 | 15340 | 17048 | 20608 | 24927 | | | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.24 | 5.21 | 5.71 | 5.81 | | 营业成本 | 10287 | 11352 | 13746 | 16639 | | | | | | | | | | | |
| 存货周转率 | 0.91 | 0.95 | 1.02 | 1.05 | | 营业税金及附加 | 113 | 119 | 144 | 174 | | | | | | | | | | | |
| 偿债能力 | | | | | | 销售费用 | 214 | 239 | 289 | 349 | | | | | | | | | | | |
| 资产负债率 | 57% | 57% | 57% | 57% | | 管理费用 | 648 | 767 | 866 | 997 | | | | | | | | | | | |
| 流动比 | 1.41 | 1.46 | 1.53 | 1.59 | | 财务费用 | 76 | 88 | 110 | 100 | | | | | | | | | | | |
| 速动比 | 0.76 | 0.81 | 0.88 | 0.94 | | 其他费用/(-收入) | 961 | 1091 | 1236 | 1446 | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | 营业利润 | 2364 | 3363 | 4211 | 5213 | | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 营业外净收支 | -12 | -15 | -17 | -19 | | | | | | | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 10627 | 12702 | 16432 | 21168 | | 利润总额 | 2351 | 3348 | 4194 | 5194 | | | | | | | | | | | |
| 应收款项 | 3828 | 3916 | 4662 | 5558 | | 所得税费用 | 214 | 318 | 398 | 493 | | | | | | | | | | | |
| 存货净额 | 11478 | 12351 | 14586 | 17002 | | 净利润 | 2137 | 3030 | 3796 | 4701 | | | | | | | | | | | |
| 其他流动资产 | 2736 | 2973 | 3461 | 4039 | | 少数股东损益 | 225 | 333 | 418 | 517 | | | | | | | | | | | |
| 流动资产合计 | 28669 | 31941 | 39141 | 47766 | | 归属于母公司净利润 | 1912 | 2697 | 3378 | 4184 | | | | | | | | | | | |
| 固定资产 | 6809 | 7355 | 7710 | 7509 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 5081 | 5777 | 5678 | 6154 | | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | | | | | | | | |
| 无形资产及其他 | 2696 | 3092 | 3179 | 3260 | | 经营活动现金流 | 1118 | 4556 | 4871 | 6114 | | | | | | | | | | | |
| 长期股权投资 | 420 | 450 | 480 | 510 | | 净利润 | 1912 | 2697 | 3378 | 4184 | | | | | | | | | | | |
| 资产总计 | 43675 | 48615 | 56187 | 65199 | | 少数股东损益 | 225 | 333 | 418 | 517 | | | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 3670 | 4126 | 4579 | 5122 | | 折旧摊销 | 765 | 860 | 955 | 1013 | | | | | | | | | | | |
| 应付款项 | 7311 | 8199 | 9928 | 12017 | | 公允价值变动 | -29 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 营运资金变动 | -2868 | 299 | -423 | -234 | | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 | 9410 | 9616 | 11152 | 12992 | | 投资活动现金流 | -4984 | -3507 | -2349 | -2191 | | | | | | | | | | | |
| 流动负债合计 | 20391 | 21940 | 25658 | 30130 | | 资本支出 | -3955 | -2288 | -1318 | -1390 | | | | | | | | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 3955 | 4931 | 5810 | 6699 | | 长期投资 | -1049 | -1035 | -1040 | -819 | | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 | 599 | 636 | 636 | 636 | | 其他 | 20 | -184 | 9 | 18 | | | | | | | | | | | |
| 长期负债合计 | 4554 | 5567 | 6446 | 7335 | | 筹资活动现金流 | 6592 | 16 | 198 | 24 | | | | | | | | | | | |
| 负债合计 | 24945 | 27507 | 32104 | 37465 | | 债务融资 | 4382 | 909 | 1332 | 1432 | | | | | | | | | | | |
| 股本 | 2138 | 2138 | 2138 | 2138 | | 权益融资 | 3474 | 1 | 0 | 0 | | | | | | | | | | | |
| 股东权益 | 18730 | 21107 | 24083 | 27734 | | 其它 | -1263 | -894 | -1134 | -1408 | | | | | | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 43675 | 48615 | 56187 | 65199 | | 现金净增加额 | 2731 | 1069 | 2720 | 3947 | | | | | | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电新小组介绍】

李航，分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向
洪瑶，研究助理，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

【分析师承诺】

李航，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。