

## 恩捷股份 (002812)

### 2023年一季报点评：一季度成本费用增加影响盈利，业绩略好于市场预期 买入（维持）

2023年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	12,591	16,740	21,581	27,157
同比	58%	33%	29%	26%
归属母公司净利润（百万元）	4,000	5,229	7,041	9,143
同比	47%	31%	35%	30%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.48	5.86	7.89	10.25
P/E（现价&最新股本摊薄）	23.76	18.18	13.50	10.40

关键词：#业绩超预期

#### 投资要点

- **2023年Q1公司实现归母净利润6.49亿元，环比减少16%，毛利率环比提升。**2023年Q1公司实现营收25.68亿元，同比下降0.92%，环比下降22.43%；归母净利润6.49亿元，同比下降29.1%，环比下降16.17%，扣非归母净利润6.28亿元，同比下降28.52%，环比下降13.74%。盈利能力方面，23Q1毛利率为46.03%，同比下降2.51pct，环比增长3.3pct；归母净利率25.28%，同比下降10.05pct，环比增长1.89pct；23Q1扣非净利率24.44%，同比下降9.44pct，环比提升2.46pct，业绩略好于市场预期。
- **隔膜23Q1出货环降10%+，我们预计23年出货65亿平，同增40%。**我们预计23Q1公司隔膜出货10亿平，同比下降10%，环比下降20%左右，主要受到电池去库影响，Q2起随着电池排产改善及需求逐步复苏，我们预计23Q2出货有望环增30%，23年全年我们预计出货65亿平，同增40%，且23年干法及亿纬合资产能将贡献部分增量。
- **Q1单平净利受计提奖金影响，若加回则对应单平净利0.8元/平，我们预计23年全年可维持。**我们测算23Q1隔膜单平扣非净利0.6元，较22年下降25%，主要系Q1奖金计提及股权激励费用影响利润约2亿元，若加回，则对应单平净利约0.8元。23Q1起公司产品降价10%左右，毛利率达46%，环增3pct，环比改善明显，天然气涨价等影响已逐步减弱，我们预计降价将在Q2充分体现，但公司Q1涂覆比例提升至40%，Q2起涂覆比例有望进一步提升，将有效对冲产品降价影响，我们预计23年全年单平盈利仍可维持0.8元/平。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到隔膜行业竞争加剧，我们下调公司23-25年归母净利预期至52.29/70.41/91.43亿元（原预期55.15/72.14/93.78亿元），同增31%/35%/30%，对应PE为18/13/10X，考虑公司为隔膜行业龙头，给予23年30x，目标价175.8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)	106.51
一年最低/最高价	97.60/266.42
市净率(倍)	5.18
流通A股市值(百万元)	79,282.51
总市值(百万元)	95,050.83

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	20.58
资产负债率(% ,LF)	48.54
总股本(百万股)	892.41
流通A股(百万股)	744.37

#### 相关研究

《恩捷股份(002812)：2022年年报点评：四季度成本费用增加影响盈利，业绩基本符合市场预期》

2023-03-03

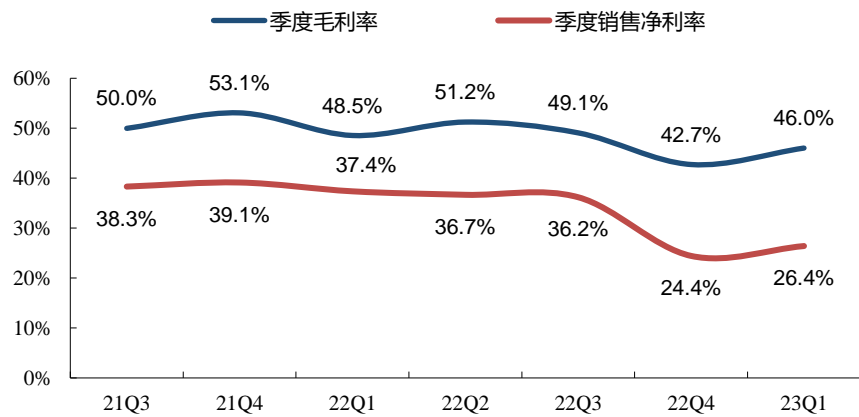
2023年Q1公司实现归母净利润6.49亿元，环比减少16%，毛利率环比提升。2023年Q1公司实现营收25.68亿元，同比下降0.92%，环比下降22.43%；归母净利润6.49亿元，同比下降29.1%，环比下降16.17%，扣非归母净利润6.28亿元，同比下降28.52%，环比下降13.74%。盈利能力方面，23Q1毛利率为46.03%，同比下降2.51pct，环比增长3.3pct；归母净利率25.28%，同比下降10.05pct，环比增长1.89pct；23Q1扣非净利率24.44%，同比下降9.44pct，环比提升2.46pct，业绩略好于市场预期。

图1：恩捷股份季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	2,568.5	3,311.3	3,523.2	3,164.1	2,592.3
-同比	-0.92%	25.27%	81.12%	62.21%	79.62%
毛利率	46.03%	42.73%	49.06%	51.23%	48.54%
归母净利润(百万)	649.2	774.5	1206.3	1104.0	915.7
-同比	-29.10%	-19.51%	71.05%	78.61%	111.92%
归母净利率	25.28%	23.39%	34.24%	34.89%	35.32%
扣非归母净利润(百万)	627.9	727.9	1,171.01	1,062.55	878.37
-同比	-28.52%	-22.46%	81.66%	83.58%	116.91%
扣非归母净利率	24.44%	21.98%	33.24%	33.58%	33.88%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：恩捷股份分季度毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

隔膜 23Q1 出货环降 10%+，我们预计 23 年出货 65 亿平，同增 40%。我们预计 23Q1 公司隔膜出货 10 亿平，同比下降 10%，环比下降 20%左右，主要受到电池去库影响，Q2 起随着电池排产改善及需求逐步复苏，我们预计 23Q2 出货有望环增 30%，23 年全年我们预计出货 65 亿平，同增 40%，且 23 年干法及亿纬合资产能贡献部分增量。

Q1 单平净利受计提奖金影响、若加回则对应单平净利 0.8 元/平，我们预计 23 年全年可维持。我们测算 23Q1 隔膜单平扣非净利 0.6 元，较 22 年下降 25%，主要系 Q1 奖金计提及股权激励费用影响利润约 2 亿元，若加回，则对应单平净利约 0.8 元。23Q1 起公司产品降价 10%左右，毛利率达 46%，环增 3pct，环比改善明显，天然气涨价等影响已逐步减弱，我们预计降价将在 Q2 充分体现，但公司 Q1 涂覆比例提升至 40%，Q2 起

涂覆比例有望进一步提升，将有效对冲产品降价影响，我们预计 23 年全年单平盈利仍可维持 0.8 元/平。

**23Q1 费用同比高增，费用率环比微增。**2023Q1 期间费用合计 4.23 亿元，同比增长 123.86%，环比下降 20.83%，期间费用率为 16.49%，同比增 9.19pct，环比增 0.33pct；销售费用 0.21 亿元，销售费用率 0.8%；管理费用 0.97 亿元，管理费用率 3.78%；财务费用 1.02 亿元，财务费用率 3.99%；研发费用 2.03 亿元，研发费用率 7.92%。公司 2023Q1 计提资产减值损失 0.01 亿元；转回信用减值损失 0.02 亿元。

图3：恩捷股份分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	26.12	10.82	19.07	18.45	20.55
-销售费用率	1.01%	0.34%	0.54%	0.56%	0.80%
管理费用	61.39	103.88	102.66	55.36	97.09
-管理费用率	2.37%	3.28%	2.91%	1.67%	3.78%
研发费用	107.42	154.48	167.17	295.23	203.33
-研发费用率	4.14%	4.88%	4.74%	8.92%	7.92%
财务费用	-5.78	17.02	34.50	165.79	102.44
-财务费用率	-0.22%	0.54%	0.98%	5.01%	3.99%
期间费用	189.15	286.21	323.39	534.83	423.42
-期间费用率	7.30%	9.05%	9.18%	16.15%	16.49%
资产减值损失	0.00	-2.86	0.00	-40.06	-0.55
信用减值损失	0.75	-6.52	3.96	-6.52	1.92

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司存货较年初仍小幅增长，经营性现金流同环比大幅增长。**2023 年 Q1 公司存货为 27.75 亿元，较年初增长 12.63%；应收账款 57.36 亿元，较年初下降 12.56%；期末公司合同负债 0.36 亿元，较年初增长 45.16%。23Q1 公司经营活动净现金流净额为 7.26 亿元，同比上升 303.22%；投资活动净现金流出 20.4 亿元，同比上升 27.04%；资本开支为 21.33 亿元，同比上升 50.79%；账面现金为 21.97 亿元，较年初下降 44.43%，短期借款 87.75 亿元，较年初下降 7.9%。

**盈利预测和投资评级：**考虑到隔膜行业竞争加剧，我们下调公司 23-25 年归母净利润预期至 52.29/70.41/91.43 亿元（原预期 55.15/72.14/93.78 亿元），同增 31%/35%/30%，对应 PE 为 18/13/10X，考虑公司为隔膜行业龙头，给予 23 年 30x，目标价 175.8 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

## 恩捷股份三大财务预测表

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>14,967</b>	<b>15,852</b>	<b>19,560</b>	<b>24,045</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,591</b>	<b>16,740</b>	<b>21,581</b>	<b>27,157</b>
货币资金及交易性金融资产	3,964	847	1,099	1,682	营业成本(含金融类)	6,568	8,682	11,084	13,909
经营性应收款项	8,110	10,982	13,438	16,164	税金及附加	58	77	99	124
存货	2,463	3,568	4,555	5,716	销售费用	74	100	129	163
合同资产	0	0	0	0	管理费用	323	469	561	625
其他流动资产	430	455	468	483	研发费用	724	887	1,036	1,249
<b>非流动资产</b>	<b>23,655</b>	<b>26,151</b>	<b>27,688</b>	<b>29,586</b>	财务费用	212	434	397	333
长期股权投资	5	5	15	25	加:其他收益	156	218	216	272
固定资产及使用权资产	14,311	15,673	17,598	19,202	投资净收益	23	17	22	27
在建工程	3,585	4,585	4,085	4,285	公允价值变动	10	0	10	10
无形资产	1,054	1,177	1,280	1,363	减值损失	-51	-42	-59	-70
商誉	520	520	520	520	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>4,769</b>	<b>6,283</b>	<b>8,463</b>	<b>10,993</b>
其他非流动资产	4,179	4,189	4,189	4,189	营业外净收支	-4	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>38,623</b>	<b>42,003</b>	<b>47,248</b>	<b>53,631</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,765</b>	<b>6,290</b>	<b>8,470</b>	<b>11,000</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,559</b>	<b>11,882</b>	<b>10,339</b>	<b>7,905</b>	减:所得税	553	786	1,059	1,375
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,386	6,545	3,832	100	<b>净利润</b>	<b>4,212</b>	<b>5,504</b>	<b>7,411</b>	<b>9,625</b>
经营性应付款项	2,330	3,080	3,932	4,934	减:少数股东损益	212	275	371	481
合同负债	25	1,476	1,663	1,808	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,000</b>	<b>5,229</b>	<b>7,041</b>	<b>9,143</b>
其他流动负债	819	781	912	1,064	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.48	5.86	7.89	10.25
非流动负债	6,209	6,209	6,209	6,209	EBIT	4,948	6,525	8,672	11,087
长期借款	4,179	4,179	4,179	4,179	EBITDA	6,017	8,179	10,762	13,498
应付债券	426	426	426	426	毛利率(%)	47.83	48.13	48.64	48.78
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	31.77	31.24	32.62	33.67
其他非流动负债	1,602	1,602	1,602	1,602	收入增长率(%)	57.73	32.95	28.92	25.84
<b>负债合计</b>	<b>19,768</b>	<b>18,091</b>	<b>16,547</b>	<b>14,114</b>	归母净利润增长率(%)	47.20	30.71	34.65	29.87
归属母公司股东权益	17,726	22,508	28,927	37,262					
少数股东权益	1,128	1,403	1,774	2,255					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,854</b>	<b>23,911</b>	<b>30,701</b>	<b>39,517</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,623</b>	<b>42,003</b>	<b>47,248</b>	<b>53,631</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	504	5,745	7,568	9,717	每股净资产(元)	19.81	25.17	32.36	41.70
投资活动现金流	-5,686	-4,128	-3,601	-4,276	最新发行在外股份(百万股)	892	892	892	892
筹资活动现金流	6,779	-4,734	-3,725	-4,869	ROIC(%)	15.59	16.57	20.45	23.28
现金净增加额	1,603	-3,117	242	573	ROE-摊薄(%)	22.57	23.23	24.34	24.54
折旧和摊销	1,069	1,655	2,090	2,410	资产负债率(%)	51.18	43.07	35.02	26.32
资本开支	-5,253	-4,133	-3,613	-4,293	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.76	18.18	13.50	10.40
营运资本变动	-5,202	-1,805	-2,449	-2,794	P/B (现价)	5.38	4.23	3.29	2.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

