

恩捷股份 (002812.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

现金流大幅改善，看好 Q2 业绩反转

业绩简评

2023年4月26日，公司发布23年一季度报。1Q23，公司实现营业收入25.7亿元，同比-1%，环比-22%，归母净利6.5亿元，同比-29%，环比-16%，扣非净利6.3亿元，同比-29%，环比-14%，毛利率46.0%，同比-2.5pct，环比+3.3pct。Q1经营活动现金流7.3亿元，同比+303%。业绩超预期！

经营分析

1、淡季影响 Q1 业绩，Q2 景气度预计反转。1) 量：1Q23 由于春节假期、行业淡季等影响，公司出货 10 亿平，环比下滑 16.7%。市场反馈产业链去库存已步入尾声，电池厂隔膜库存已低于安全库存水平，5 月起公司排产预计恢复至 5 亿平，Q2 整体排产预计 15 亿平，环比+50%。2) 利：考虑到 Q1 计提奖金 2 亿元、股权激励费用 3000 万元、新投产线继续爬坡等，成本&费用仍需恢复至正常水平；公司 Q1 单平净利预计在 0.8-0.9 元/平（加回奖金&股权激励费用等），环比+35%，超预期。Q2 起盈利预计逐季度提升，恢复至 0.9 元/平以上。

2、现金流大幅提升，隔膜库存改善。1Q23 公司实现经营活动现金流 7.3 亿元，环比大幅改善（4Q22 为-3.64 亿元），同比+303%；财务费用 1.02 亿元，环比-38%，主要系银行贷款等下降。公司隔膜库存水平改善，1-2 月公司库存周转约 1 个月，当前下降至半个月，反映终端景气度好转。

3、盈利&成本护城河持续加强，无虞价格战。公司成本端通过提升良品率、设备效率、国产化率等保持领先下降，保持超越行业利润率（21/22 年 36.3/33.4%，行业平均 19.8/20.3%）。23 年，在线涂覆产品已批量导入 C、LG&T（23 年）等，为公司独有专利；设备端公司已与日本制钢所等达成书面协议，计划在国内合资建厂生产隔膜设备，进一步强化公司成本护城河。

盈利预测、估值与评级

公司维持 23 年 65-70 亿平出货目标不变，我们预计 23/24 年，公司单平净利保持在 0.9-1 元以上，预计 23/24/25 年公司归母净利润分别为 65/85/105 亿元，对应 EPS 分别为 6.7/8.8/10.8 元，对应 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新能源汽车销量不及预期。

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

suchen@gjzq.com.cn

联系人：胡媛媛

huyuan yuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：106.51 元

相关报告：

1. 《3Q22 业绩符合预期，量利环比持续改善-恩捷股份 3Q22 业绩...》，2022.10.25

2. 《3Q22 业绩预告符合预期，实现量利齐升-3Q22 恩捷股份业绩...》，2022.10.11

3. 《业绩保持高增，下半年涂覆+出口比例提升-1H22 恩捷股份业绩...》，2022.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,982	12,591	19,494	25,729	30,322
营业收入增长率	86.37%	57.73%	54.83%	31.98%	17.85%
归母净利润(百万元)	2,718	4,000	6,502	8,499	10,502
归母净利润增长率	143.60%	47.20%	62.54%	30.71%	23.56%
%					
摊薄每股收益(元)	3.05	4.48	6.70	8.76	10.83
每股经营性现金流净额	1.59	0.56	5.89	7.93	11.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.65%	22.57%	17.99%	19.41%	19.73%
P/E	82.23	29.29	15.89	12.16	9.84
P/B	16.16	6.61	2.86	2.36	1.94

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,283	7,982	12,591	19,494	25,729	30,322
增长率	86.4%	57.7%	54.8%	32.0%	17.9%	
主营业务成本	-2,457	-4,002	-6,568	-9,931	-12,864	-15,756
%销售收入	57.4%	50.1%	52.2%	50.9%	50.0%	52.0%
毛利	1,826	3,980	6,023	9,563	12,865	14,566
%销售收入	42.6%	49.9%	47.8%	49.1%	50.0%	48.0%
营业税金及附加	-32	-37	-58	-89	-118	-139
%销售收入	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-56	-74	-74	-107	-136	-155
%销售收入	1.3%	0.9%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
管理费用	-156	-216	-323	-487	-592	-576
%销售收入	3.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	1.9%
研发费用	-178	-409	-724	-1,111	-1,467	-1,728
%销售收入	4.2%	5.1%	5.8%	5.7%	5.7%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	1,403	3,244	4,843	7,769	10,552	11,967
%销售收入	32.8%	40.6%	38.5%	39.9%	41.0%	39.5%
财务费用	-189	-153	-212	-300	-682	281
%销售收入	4.4%	1.9%	1.7%	1.5%	2.6%	-0.9%
资产减值损失	-32	-57	-36	-40	-40	-40
公允价值变动收益	11	0	10	0	0	0
投资收益	9	17	4	20	20	20
%税前利润	0.7%	0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	1,317	3,217	4,769	7,637	10,075	12,499
%营业收入	30.7%	40.3%	37.9%	39.2%	39.2%	41.2%
营业外收支	-4	3	-4	2	2	2
税前利润	1,313	3,220	4,765	7,638	10,077	12,500
利润率	30.7%	40.3%	37.8%	39.2%	39.2%	41.2%
所得税	-138	-333	-553	-840	-1,108	-1,375
所得税率	10.5%	10.3%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,176	2,887	4,212	6,798	8,968	11,125
少数股东损益	60	169	212	295	469	624
归属于母公司的净利润	1,116	2,718	4,000	6,502	8,499	10,502
净利率	26.0%	34.0%	31.8%	33.4%	33.0%	34.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,176	2,887	4,212	6,798	8,968	11,125
少数股东损益	60	169	212	295	469	624
非现金支出	619	837	1,120	1,405	1,698	2,011
非经营收益	146	186	281	496	397	332
营运资金变动	-885	-2,491	-5,110	-2,986	-3,376	-2,515
经营活动现金净流	1,055	1,419	504	5,714	7,688	10,953
资本开支	-2,666	-3,991	-5,253	-6,811	-6,173	-6,945
投资	-2,099	711	-295	0	0	0
其他	-511	-435	-138	-30	-30	-30
投资活动现金净流	-5,276	-3,715	-5,686	-6,841	-6,203	-6,975
股权募资	5,183	41	372	12,559	0	0
债权募资	1,211	2,315	7,259	-6,393	-673	-925
其他	-834	-744	-852	-1,152	-1,339	-1,487
筹资活动现金净流	5,560	1,613	6,779	5,014	-2,012	-2,412
现金净流量	1,339	-686	1,603	3,886	-526	1,566

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,375	1,833	3,954	7,840	7,314	8,879
应收款项	3,118	5,309	7,910	10,697	14,117	16,638
存货	1,157	1,681	2,463	3,809	4,934	6,043
其他流动资产	2,058	639	639	702	801	900
流动资产	8,708	9,463	14,967	23,048	27,167	32,460
%总资产	42.3%	36.2%	38.8%	44.1%	44.5%	45.5%
长期投资	13	122	124	174	224	274
固定资产	10,061	12,631	17,891	21,820	24,659	27,487
%总资产	48.9%	48.4%	46.3%	41.7%	40.4%	38.5%
无形资产	989	1,085	1,576	1,644	1,709	1,772
非流动资产	11,864	16,660	23,655	29,231	33,827	38,896
%总资产	57.7%	63.8%	61.2%	55.9%	55.5%	54.5%
资产总计	20,572	26,122	38,623	52,279	60,994	71,356
短期借款	2,322	4,500	10,386	3,963	3,230	2,239
应付款项	1,752	1,208	2,540	3,204	4,150	5,091
其他流动负债	216	1,226	634	1,265	1,589	1,860
流动负债	4,290	6,934	13,559	8,432	8,969	9,190
长期贷款	2,667	2,803	4,179	4,179	4,179	4,179
其他长期负债	2,020	1,848	2,030	2,107	2,167	2,232
负债	8,976	11,585	19,768	14,718	15,315	15,602
普通股股东权益	11,103	13,832	17,726	36,137	43,787	53,238
其中：股本	887	892	892	970	970	970
未分配利润	2,747	5,288	9,000	14,853	22,502	31,954
少数股东权益	493	705	1,128	1,424	1,893	2,516
负债股东权益合计	20,572	26,122	38,623	52,279	60,994	71,356

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.258	3.045	4.483	6.703	8.762	10.826
每股净资产	12.523	15.500	19.863	37.254	45.140	54.884
每股经营现金净流	1.190	1.590	0.564	5.891	7.926	11.291
每股股利	0.125	0.170	0.303	0.670	0.876	1.083
回报率						
净资产收益率	10.05%	19.65%	22.57%	17.99%	19.41%	19.73%
总资产收益率	5.42%	10.40%	10.36%	12.44%	13.93%	14.72%
投入资本收益率	7.20%	12.99%	12.56%	14.90%	17.46%	16.94%
增长率						
主营业务收入增长率	35.56%	86.37%	57.73%	54.83%	31.98%	17.85%
EBIT增长率	31.22%	131.18%	49.31%	60.41%	35.82%	13.42%
净利润增长率	31.27%	143.60%	47.20%	62.54%	30.71%	23.56%
总资产增长率	68.72%	26.98%	47.85%	35.36%	16.67%	16.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	159.9	153.9	158.9	165.0	165.0	165.0
存货周转天数	142.3	129.4	115.2	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	63.4	51.1	65.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	717.6	497.4	414.7	308.5	260.4	245.8
偿债能力						
净负债/股东权益	17.50%	40.43%	58.49%	1.91%	1.12%	-3.67%
EBIT利息保障倍数	7.4	21.2	22.9	25.9	15.5	-42.6
资产负债率	43.63%	44.35%	51.18%	28.15%	25.11%	21.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-17	买入	190.50	150.00~258.00
2	2022-04-21	买入	188.00	258.00
3	2022-07-13	买入	230.00	258.00
4	2022-08-31	买入	193.80	258.00
5	2022-10-11	买入	167.44	258.00
6	2022-10-25	买入	156.00	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402