

锂电化学品

恩捷股份（002812.SZ）

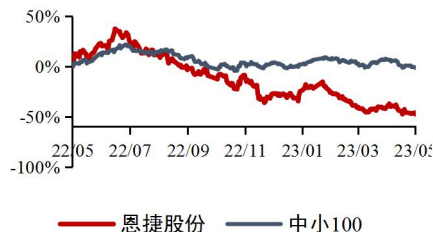
买入-A(维持)

业绩符合预期，涂覆膜占比提升

2023年5月9日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ **事件：**4月27日，恩捷股份发布2023年一季报，公司2022年实现营业收入125.9亿元，同比增长57.7%，实现归母净利润40.0亿元，同比增长47.2%，毛利率为47.8%；2023年Q1实现营业收入25.7亿元，同比减少-0.92%，实现归母净利润6.5亿元，同比减少-29.1%，扣非归母净利润6.3亿元，同比减少-28.5%，公司业绩符合预期。

事件点评

➢ **2022年底产能规模约70亿平米，预计下半年公司锂电池隔膜业务盈利能力有望提升。**2022年上海恩捷营业收入为110.0亿元，同比增长70.9%，归母净利润为38.7亿元，同比增长58.0%，膜类产品毛利率为50.4%，单平净利为0.83元/平；公司Q1隔膜出货量约10-11亿平，预计单平净利为0.65-0.71元/平，随着市场回暖、碳酸锂价格企稳、产业需求释放，预计公司5月实现满产，盈利能力有望提升；2022年底公司产能规模达70亿平方米，位于全球首位，正在推进的产线建设项目有：重庆恩捷(二期)、江苏恩捷、匈牙利项目、玉溪恩捷，预计2023年年底产能超100亿平，实现出货65-70亿平；公司积极推进其他项目建设，预计25年实现湿法产能160亿平，巩固公司龙头地位。

➢ **涂覆膜占比提升，在线涂覆产能加速释放，预计公司盈利能力提升。**涂覆膜由于能有效提升锂电池隔膜性能，在锂电池隔膜中占比不断提升，预计今年涂覆膜占比超50%，高毛利的涂覆膜产品占比越来越高，将提升公司盈利能力。截至3月份，公司已有在线涂覆产能20亿平以上，随着核心零部件厂商产能恢复，预计今年在线涂覆产能将加速释放，我们预计在线涂覆将占涂覆膜占比一半以上，在线涂覆降本空间有望达15%以上。公司积极推进铝塑膜业务产能建设，公司将继续积极推进江苏睿捷和江西睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目，深化与下游客户的合作关系，提升公司盈利能力，进一步提升铝塑膜产销量。

➢ **公司重视研发，实施股票期权与限制性股票激励计划调动员工积极性。**2022年公司实施2022年股票期权与限制性股票激励计划，覆盖公司中高层管理人员及核心骨干人员等800余名激励对象。公司重视研发，公司拥有研发团队500人，硕博人数约100人，研发费用7.2亿元，研发费用率为5.8%；公司自研设备进展顺利，对生产设备和工艺的不断改进使得隔膜设备单线产

市场数据：2023年5月9日

收盘价(元)：	100.30
年内最高/最低(元)：	266.42/97.60
流通A股/总股本(亿)：	7.44/8.92
流通A股市值(亿)：	746.60
总市值(亿)：	895.09

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益：	0.73
摊薄每股收益：	0.73
每股净资产(元)：	22.07
净资产收益率：	3.44

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明 1



出处于行业领先水平，具备成本优势。

### 投资建议

➤ 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 6.40\8.64\10.91 元，对应公司 5 月 9 日收盘价 100.3 元，2023-2025 年 PE 分别为 15.7\11.6\9.2 倍，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ 下游需求不及预期，产能释放不及预期，原材料价格上涨或波动超预期，盈利水平不及预期。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,982	12,591	18,262	23,656	29,291
YoY(%)	86.4	57.7	45.0	29.5	23.8
净利润(百万元)	2,718	4,000	5,712	7,714	9,735
YoY(%)	143.6	47.2	42.8	35.0	26.2
毛利率(%)	49.9	47.8	49.6	49.8	49.8
EPS(摊薄/元)	3.05	4.48	6.40	8.64	10.91
ROE(%)	19.9	22.3	24.3	24.7	23.9
P/E(倍)	32.9	22.4	15.7	11.6	9.2
P/B(倍)	6.5	5.1	3.8	2.9	2.2
净利率(%)	34.0	31.8	31.3	32.6	33.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9463	14967	16901	21176	29654
现金	1833	3954	1826	3150	7231
应收票据及应收账款	4774	7197	10166	12326	15524
预付账款	226	220	428	412	628
存货	1681	2463	3349	4144	5126
其他流动资产	947	1132	1132	1144	1145
<b>非流动资产</b>	16660	23655	26609	29156	31521
长期投资	4	5	6	8	9
固定资产	10878	14307	16371	18334	20170
无形资产	561	1054	1225	1393	1588
其他非流动资产	5217	8290	9007	9421	9753
<b>资产总计</b>	26122	38623	43510	50332	61175
<b>流动负债</b>	6934	13559	12794	12179	13616
短期借款	4116	9528	7345	6000	6000
应付票据及应付账款	1138	2330	2533	3736	4020
其他流动负债	1680	1702	2916	2443	3595
<b>非流动负债</b>	4651	6209	5820	5251	4511
长期借款	3216	4605	4216	3647	2907
其他非流动负债	1435	1604	1604	1604	1604
<b>负债合计</b>	11585	19768	18614	17430	18127
少数股东权益	705	1128	1457	1883	2432
股本	892	892	892	892	892
资本公积	7636	7685	7685	7685	7685
留存收益	5462	9192	14701	22184	31778
归属母公司股东权益	13832	17726	23439	31019	40616
<b>负债和股东权益</b>	26122	38623	43510	50332	61175

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1419	504	4551	7216	8655
净利润	2887	4212	6041	8140	10284
折旧摊销	801	1068	1044	1251	1466
财务费用	153	212	310	174	-22
投资损失	-27	-23	0	0	0
营运资金变动	-2510	-5202	-2840	-2343	-3069
其他经营现金流	114	236	-5	-7	-5
<b>投资活动现金流</b>	-3715	-5686	-3993	-3792	-3826
<b>筹资活动现金流</b>	1613	6779	-3031	-1755	-749
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.05	4.48	6.40	8.64	10.91
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	0.56	5.10	8.09	9.70
每股净资产(最新摊薄)	15.44	19.81	26.21	34.70	45.46

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7982	12591	18262	23656	29291
营业成本	4002	6568	9210	11873	14690
营业税金及附加	37	58	84	108	134
营业费用	74	74	227	241	277
管理费用	216	323	585	717	843
研发费用	409	724	910	1184	1528
财务费用	153	212	310	174	-22
资产减值损失	-36	-51	-44	-47	-44
公允价值变动收益	0	10	5	7	5
投资净收益	27	23	0	0	0
<b>营业利润</b>	3217	4769	6986	9412	11891
营业外收入	5	2	2	3	3
营业外支出	3	6	4	4	4
<b>利润总额</b>	3220	4765	6984	9410	11890
所得税	333	553	943	1270	1605
<b>税后利润</b>	2887	4212	6041	8140	10284
少数股东损益	169	212	329	426	549
<b>归属母公司净利润</b>	2718	4000	5712	7714	9735
EBITDA	4428	6596	8599	11121	13671

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	86.4	57.7	45.0	29.5	23.8
营业利润(%)	144.3	48.3	46.5	34.7	26.3
归属于母公司净利润(%)	143.6	47.2	42.8	35.0	26.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.9	47.8	49.6	49.8	49.8
净利率(%)	34.0	31.8	31.3	32.6	33.2
ROE(%)	19.9	22.3	24.3	24.7	23.9
ROIC(%)	14.2	14.3	17.5	19.8	20.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.3	51.2	42.8	34.6	29.6
流动比率	1.4	1.1	1.3	1.7	2.2
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.3	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	3.5	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>估值比率</b>					
P/E	32.9	22.4	15.7	11.6	9.2
P/B	6.5	5.1	3.8	2.9	2.2
EV/EBITDA	22.0	15.6	12.0	9.0	7.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336

