

# 恩捷股份 (002812)

## 2023 年中报点评: 1H 份额受侵蚀业绩低于预期, 海外高增具备先发优势 买入 (维持)

2023 年 08 月 25 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

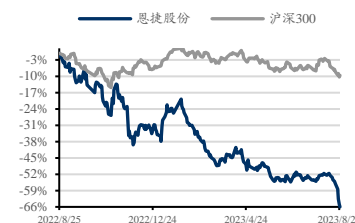
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,591	14,411	18,468	23,921
同比	58%	14%	28%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	4,000	3,692	4,863	6,583
同比	47%	-8%	32%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.09	3.78	4.97	6.73
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.79	18.19	13.81	10.20

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **Q2 毛利率下降明显、业绩低于预期。** 23 年 H1 公司营收 56 亿元, 同减 3%, 归母净利 14 亿元, 同减 30%; 其中 23Q2 营收 30 亿元, 同环比-5%/+17%, 归母净利 7.6 亿元, 同环比-32%/+16%, 扣非净利 7.2 亿元, 同环比-33%/+14%, 毛利率 41.4%, 同环比-10/-5pct, 归母净利率 25.2%, 同环比-10/-0.1pct, 扣非净利率 23.9%, 同环比-10/-1pct, 低于市场预期。
- **23H1 份额受侵蚀, 出货量低于预期, 全年下修至 55 亿平+。** 1H 公司隔膜收入 48 亿元, 同比下降 4%, 出货量我们预计为 21-22 亿平, 同比下滑 5-10%。其中 23Q2 出货量我们预计为 11-12 亿平, 环比增 20%左右, 同比微降。1H 公司出货增速低于行业, 主要由于干法国内份额提升 6pct 至 28%, 而公司干法产能尚未投产, 其次湿法二三线厂商放量侵蚀公司份额, 1H 公司湿法份额下降 4pct 至 47%, 因此公司整体份额下降 6pct 至 34%。23Q3 起公司接近满产, 全年出货量我们预计为 55-60 亿平, 同比增 15%-20%。随着年底公司干法产能逐步释放, 24 年我们预计出货 80 亿平+, 25 年我们预计出货 100 亿平+, 可保持年均 35%增速。
- **Q2 降价影响单平净利低于预期, 但海外高增且维持高盈利水平。** 我们测算 1H 公司隔膜均价 2.4-2.5 元/平, 较 22 年下降 5-10%, 其中 Q2 降价体现更为明显。1H 公司隔膜利润 13.5 亿元, 同比下滑 29%, 单平利润 0.6 元/平, 同比下滑 23%, 我们预计 Q2 单平利润 0.6 元/平, 环比持平。隔膜二三线厂商扩产提速, 产能过剩, 价格仍逐季小幅下调, 对公司盈利有所影响, 但公司产能利用率提升及海外客户占比提升有所对冲。1H 公司境外收入 10 亿元, 同增 74%, 占隔膜收入比重 21%, 毛利率 49%, 同降 5pct, 远好于国内水平, 我们预计海外占比仍呈逐步提升趋势, 且 Q2 涂覆占比提升至 50%, 其中一体化涂覆占 30%, 增厚盈利。
- **1H 其他业务利润下滑, Q2 财务费用大幅下降, 存货维持合理水平。** 其他业务 1H 收入 7.7 亿元, 同比增 6%, 我们预计贡献 0.6 亿元扣非净利, 同比-49%。23H1 费用率 13.6%, 同增 5.3pct; 其中 23Q2 费用率 11.1%, 同环比+2.1/-5.4pct, 其中财务费用率环比-4pct, 贡献明显。Q2 末存货 27.33 亿元, 较年初+11%, 其中库存商品 13 亿元, 较年初-11%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到行业竞争加剧, 我们下修公司 23-25 年归母净利预期至 36.92/48.63/65.83 亿元 (原预期 52.29/70.41/91.43 亿元), 同比-9%/+32%/+36%, 对应 PE 为 18x/14x/10x, 考虑公司为隔膜行业龙头, 给予 23 年 30xPE, 对应目标价 113.4 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)	68.69
一年最低/最高价	68.33/203.85
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	51,059.60
总市值(百万元)	67,161.82

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	27.14
资产负债率(% ,LF)	38.15
总股本(百万股)	977.75
流通 A 股(百万股)	743.33

### 相关研究

《恩捷股份(002812): 2023 年一季度报点评: 一季度费用增加影响盈利, 业绩略好于市场预期》

2023-04-27

《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

## 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>15,393</b>	<b>19,691</b>	<b>25,561</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,591</b>	<b>14,411</b>	<b>18,468</b>	<b>23,921</b>
货币资金及交易性金融资产	3,964	1,935	3,091	4,932	营业成本(含金融类)	6,568	8,715	11,097	14,165
经营性应收款项	8,110	9,428	11,580	14,334	税金及附加	58	66	85	110
存货	2,463	3,581	4,560	5,821	销售费用	74	86	111	144
合同资产	0	0	0	0	管理费用	323	404	462	526
其他流动资产	430	449	460	475	研发费用	724	793	923	1,124
<b>非流动资产</b>	<b>23,655</b>	<b>26,151</b>	<b>27,687</b>	<b>29,585</b>	财务费用	212	73	139	190
长期股权投资	5	5	15	25	加:其他收益	156	187	222	287
固定资产及使用权资产	14,311	15,673	17,598	19,202	投资净收益	23	14	18	24
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	0	0	<b>营业利润</b>	<b>4,769</b>	<b>4,435</b>	<b>5,843</b>	<b>7,912</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>41,544</b>	<b>47,378</b>	<b>55,146</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,765</b>	<b>4,442</b>	<b>5,850</b>	<b>7,919</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,559</b>	<b>5,403</b>	<b>6,544</b>	<b>7,960</b>	减:所得税	553	555	731	990
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,386	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>4,212</b>	<b>3,887</b>	<b>5,119</b>	<b>6,930</b>
经营性应付款项	2,330	3,091	3,936	5,025	减:少数股东损益	212	194	256	346
合同负债	25	1,481	1,664	1,842	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,000</b>	<b>3,692</b>	<b>4,863</b>	<b>6,583</b>
其他流动负债	819	730	843	994	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.09	3.78	4.97	6.73
非流动负债	6,209	6,209	6,209	6,209	EBIT	4,948	4,348	5,791	7,852
长期借款	4,179	4,179	4,179	4,179	EBITDA	6,017	6,003	7,883	10,263
应付债券	426	426	426	426	毛利率(%)	47.83	39.53	39.92	40.78
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	31.77	25.62	26.33	27.52
其他非流动负债	1,602	1,602	1,602	1,602	收入增长率(%)	57.73	14.46	28.15	29.52
<b>负债合计</b>	<b>19,768</b>	<b>11,611</b>	<b>12,753</b>	<b>14,169</b>	归母净利润增长率(%)	47.20	(7.70)	31.71	35.37
归属母公司股东权益	17,726	28,610	33,047	39,052					
少数股东权益	1,128	1,323	1,579	1,925					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,854</b>	<b>29,932</b>	<b>34,626</b>	<b>40,977</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>38,623</b>	<b>41,544</b>	<b>47,378</b>	<b>55,146</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	5,439	5,372	6,933	每股净资产(元)	19.81	29.21	33.74	39.89
投资活动现金流	(5,686)	(4,130)	(3,604)	(4,279)	最新发行在外股份(百万股)	978	978	978	978
筹资活动现金流	6,779	(3,337)	(622)	(823)	ROIC(%)	15.59	11.11	13.70	16.16
现金净增加额	1,603	(2,029)	1,146	1,831	ROE-摊薄(%)	22.57	12.91	14.72	16.86
折旧和摊销	1,069	1,655	2,091	2,410	资产负债率(%)	51.18	27.95	26.92	25.69
资本开支	(5,253)	(4,133)	(3,613)	(4,293)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.79	18.19	13.81	10.20
营运资本变动	(5,202)	(247)	(2,148)	(2,803)	P/B (现价)	3.47	2.35	2.04	1.72

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>