

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 成本优势明显，龙头地位显著

2023年8月25日

**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 上半年公司实现营业收入 55.68 亿元, 同比-3.27%; 实现归母净利润 14.05 亿元, 同比-30.45%; 扣非后归母净利润 13.44 亿元, 同比-30.76%。

### 点评:

- **2023Q2 公司盈利能力环比下滑。** 2023Q2 公司实现营收 30 亿元, 同比-5.19%; 归母净利润 7.55 亿元, 同比-31.57%, 扣非净利润 7.16 亿元, 同比-32.61%。2023Q2 公司毛利率 41.35%, 同/环比-9.9/-4.7pct, 净利率 26.78%, 同/环比-9.9/+0.4pct。销售、研发、管理、财务费用分别为 0.46%、4.72%、5.92%、0.01%, 同比+0.12pct、+1.44pct、+1.04pct、-0.53pct, 研发、管理费用率提升主要原因分别为新品研发投入增加、股权激励带来的股份支付费用增加。
- **成本、产品优势明显。** 成本方面, 公司通过提升单线产出, 提升良率、收率、辅料回收效率, 实现持续降本。产品方面, 公司湿法制膜产品质量稳定, 在中高端隔膜市场树立良好形象。
- **海外基地建设持续推进。** 公司已在上海、无锡、江西、珠海、苏州、重庆、常州、荆门、厦门等布局锂离子电池湿法隔膜生产基地, 上半年公司实现江苏恩捷锂电隔膜全线贯通、玉溪恩捷 16 亿平项目开工, 在匈牙利投建首个海外锂电池隔离膜生产基地, 2023 年 7 月 3 日, 匈牙利恩捷首条涂布生产线开机试生产。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营收 148/182/202 亿元, 归母净利润分别为 42/52/60 亿元, 同比增长 4%、24%、17%。截至 2023 年 8 月 24 日市值对应 23、24 年 PE 估值分别是 16/13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源车需求不及预期风险; 锂电池技术迭代变化风险; 原材料价格波动超预期风险; 环保及安全生产风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,982	12,591	14,750	18,165	20,230
增长率 YoY %	86.4%	57.7%	17.1%	23.2%	11.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,718	4,000	4,164	5,153	6,031
增长率 YoY%	143.6%	47.2%	4.1%	23.7%	17.0%
毛利率%	49.9%	47.8%	48.5%	46.1%	46.0%
净资产收益率ROE%	19.6%	22.6%	14.2%	14.9%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	3.06	4.48	4.26	5.27	6.17
市盈率 P/E(倍)	81.83	29.31	16.13	13.03	11.14
市净率 P/B(倍)	16.16	6.61	2.29	1.94	1.66

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 24 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>9,463</b>	<b>14,967</b>	<b>26,274</b>	<b>30,314</b>	<b>33,816</b>
货币资金	1,833	3,954	13,452	14,445	16,178
应收票据	369	638	727	896	998
应收账款	4,405	6,560	7,663	9,436	10,506
预付账款	226	220	266	342	383
存货	1,681	2,463	2,911	3,748	4,187
其他	947	1,132	1,254	1,448	1,565
<b>非流动资产</b>	<b>16,660</b>	<b>23,655</b>	<b>26,387</b>	<b>27,389</b>	<b>27,424</b>
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产(合计)	10,878	14,307	16,593	17,153	16,908
无形资产	561	1,054	1,099	1,141	1,181
其他	5,217	8,290	8,690	9,090	9,330
<b>资产总计</b>	<b>26,122</b>	<b>38,623</b>	<b>52,661</b>	<b>57,704</b>	<b>61,240</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,934</b>	<b>13,559</b>	<b>15,523</b>	<b>14,942</b>	<b>11,930</b>
短期借款	4,116	9,528	11,128	9,628	6,128
应付票据	487	609	833	1,072	1,198
应付账款	651	1,721	1,875	2,412	2,695
其他	1,680	1,702	1,687	1,830	1,910
<b>非流动负债</b>	<b>4,651</b>	<b>6,209</b>	<b>6,409</b>	<b>6,609</b>	<b>6,809</b>
长期借款	2,803	4,179	4,379	4,579	4,779
其他	1,848	2,030	2,030	2,030	2,030
<b>负债合计</b>	<b>11,585</b>	<b>19,768</b>	<b>21,932</b>	<b>21,551</b>	<b>18,739</b>
少数股东权益	705	1,128	1,347	1,619	1,936
归属母公司股东权益	13,832	17,726	29,381	34,534	40,565
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,122</b>	<b>38,623</b>	<b>52,661</b>	<b>57,704</b>	<b>61,240</b>

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,982	12,591	14,750	18,165	20,230
同比(%)	86.4%	57.7%	17.1%	23.2%	11.4%
归属母公司净利润	2,718	4,000	4,164	5,153	6,031
同比(%)	143.6%	47.2%	4.1%	23.7%	17.0%
毛利率(%)	49.9%	47.8%	48.5%	46.1%	46.0%
ROE%	19.6%	22.6%	14.2%	14.9%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	3.06	4.48	4.26	5.27	6.17
P/E	81.83	29.31	16.13	13.03	11.14
P/B	16.16	6.61	2.29	1.94	1.66
EV/EBITDA	55.35	21.31	10.04	8.25	6.80

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>7,982</b>	<b>12,591</b>	<b>14,750</b>	<b>18,165</b>	<b>20,230</b>
营业成本	4,002	6,568	7,604	9,784	10,929
营业税金及附加	37	58	89	109	121
销售费用	74	74	148	182	202
管理费用	216	323	664	727	809
研发费用	409	724	1,003	1,090	1,012
财务费用	153	212	425	379	285
减值损失合计	-11	-43	-15	-15	-15
投资净收益	27	23	15	18	20
其他	110	158	162	196	216
<b>营业利润</b>	<b>3,217</b>	<b>4,769</b>	<b>4,981</b>	<b>6,094</b>	<b>7,093</b>
营业外收支	3	-4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3,220</b>	<b>4,765</b>	<b>4,981</b>	<b>6,094</b>	<b>7,093</b>
所得税	333	553	598	670	745
<b>净利润</b>	<b>2,887</b>	<b>4,212</b>	<b>4,383</b>	<b>5,424</b>	<b>6,348</b>
少数股东损益	169	212	219	271	317
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,718</b>	<b>4,000</b>	<b>4,164</b>	<b>5,153</b>	<b>6,031</b>
EBITDA	4,144	6,017	7,025	8,270	9,295
EPS(当年)(元)	3.06	4.48	4.26	5.27	6.17

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,419</b>	<b>504</b>	<b>5,223</b>	<b>5,816</b>	<b>7,684</b>
净利润	2,887	4,212	4,383	5,424	6,348
折旧摊销	801	1,069	1,839	2,068	2,235
财务费用	221	276	451	458	389
投资损失	0	-27	-23	-15	-18
营运资金变动	-2,491	-5,110	-1,466	-2,153	-1,310
其它	27	79	30	37	42
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,715</b>	<b>-5,686</b>	<b>-4,565</b>	<b>-3,064</b>	<b>-2,262</b>
资本支出	-3,991	-5,253	-4,580	-3,082	-2,282
长期投资	711	-295	0	0	0
其他	-435	-138	15	18	20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,613</b>	<b>6,779</b>	<b>8,840</b>	<b>-1,758</b>	<b>-3,689</b>
吸收投资	41	372	7,491	0	0
借款	6,075	14,007	1,800	-1,300	-3,300
支付利息或股息	-388	-596	-451	-458	-389
<b>现金流净增加额</b>	<b>-686</b>	<b>1,603</b>	<b>9,497</b>	<b>993</b>	<b>1,733</b>

## 研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。