

恩捷股份(002812)

报告日期: 2023年08月28日

## 二季度盈利能力承压，海外市场有望提供增量

### ——恩捷股份 2023 年半年度业绩点评

#### 投资事件

2023 年半年度，公司营业收入 55.68 亿元，同比下降 3.27%；归母净利润 14.05 亿元，同比下降 30.45%。

#### 投资要点

##### □ 产品价格有所下调，第二季度盈利能力承压

2023 年第二季度，公司营业收入 30.0 亿元，同比下降 5.19%，环比增长 16.82%；归母净利润 7.55 亿元，同比下降 31.57%，环比增长 16.33%；毛利率 41.35%，同比下降 9.88 个百分点，环比下降 4.68 个百分点；净利率 26.78%，同比下降 9.88 个百分点，环比增长 0.37 个百分点。第二季度公司的业绩增速和毛利率有所承压，我们认为主要系隔膜价格有一定下调。

##### □ 在线涂布产线数量继续提升，降本措施持续推进

公司持续推进产线降本，2023 年公司锂电隔膜在线涂布产线数量持续提升，生产设备的单线产出处于行业领先水平，进一步降低了单位折旧、能耗和人工成本；同时，公司锂电隔膜产品的收率和良品率处于行业领先水平。此外，公司持续改进辅料回收效率，使得辅料消耗量也远低于同行业其他企业。

##### □ 全球产能基地建设加速，与海外客户签订保供协议

2022 年底公司隔膜产能规模达 70 亿平方米，未来几年我们预计每年新增约 30 条线，到 2025 年湿法隔膜产能将达到 160 亿平、干法隔膜将达到 30 亿平。其中在海外市场，公司的匈牙利基地计划投资 3.4 亿欧元，一期规划 4 亿多平，4 条基膜产线加在线涂覆，此外还有多条离线涂覆产线，有望快速放量。此外，公司和海外电池企业和车企签订了保供协议，通过开拓海外市场公司会巩固自身竞争优势。除自有专利以外，公司还拥有海外授权，形成了完备的专利保护池。

##### □ 盈利预测与估值

**下调盈利预测，维持“增持”评级。**公司是锂电池隔膜头部供应商，优秀的产线和技术实力有望保障公司全球份额稳中有升。考虑到行业竞争加剧，产品价格下降，我们下调 2023-2025 年公司归母净利润分别至 36.56、50.61 和 63.52 亿元（下调前分别为 49.97、65.27 和 79.26 亿元），对应 EPS 分别为 3.74、5.18 和 6.50 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 18、13 和 10 倍。维持“增持”评级。

##### □ 风险提示

市场竞争加剧、原材料价格波动、产能投放不及预期、产品价格大幅下降。

#### 投资评级：增持(维持)

分析师：张雷  
 执业证书号：S1230521120004  
 zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：赵千里  
 执业证书号：S1230522050003  
 zhaoqianli@stocke.com.cn

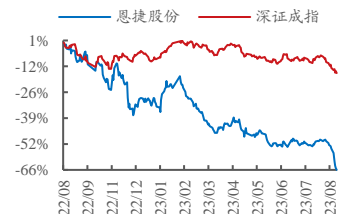
分析师：黄华栋  
 执业证书号：S1230522100003  
 huanghuadong@stocke.com.cn

研究助理：虞方林  
 yufanglin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 66.90
总市值(百万元)	65,411.61
总股本(百万股)	977.75

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《锂电隔膜龙头布局全球，产线优势推动降本》 2023.05.11

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12591	14499	18170	22101
(+/-) (%)	57.73%	15.16%	25.32%	21.64%
归母净利润	4000	3656	5061	6352
(+/-) (%)	47.20%	-8.60%	38.40%	25.52%
每股收益(元)	4.09	3.74	5.18	6.50
P/E	16.35	17.89	12.93	10.30
ROE	23.96%	15.06%	15.64%	16.55%

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14967	19531	22218	24123
现金	3954	10222	9816	12877
交易性金融资产	10	10	10	10
应收账款	7197	5087	7397	5403
其它应收款	21	21	21	21
预付账款	220	254	318	387
存货	2463	2837	3555	4324
其他	1101	1101	1101	1101
<b>非流动资产</b>	23655	29235	34146	38164
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	14307	20117	25055	29142
无形资产	1054	1334	1712	2039
在建工程	3561	3041	2627	2218
其他	4729	4738	4747	4760
<b>资产总计</b>	38623	48766	56364	62287
<b>流动负债</b>	13559	12926	15166	14370
短期借款	9528	9528	9528	9528
应付款项	2330	1688	3912	3099
预收账款	0	0	0	0
其他	1702	1710	1726	1743
<b>非流动负债</b>	6209	6148	6166	6174
长期借款	4179	4179	4179	4179
其他	2030	1968	1986	1995
<b>负债合计</b>	19768	19073	21331	20544
少数股东权益	1128	1339	1618	1977
归属母公司股东权益	17726	28354	33414	39767
<b>负债和股东权益</b>	38623	48766	56364	62287

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	12591	14499	18170	22101
营业成本	6568	7906	9845	11843
营业税金及附加	58	67	84	102
营业费用	74	87	91	111
管理费用	323	623	545	663
研发费用	724	986	1181	1437
财务费用	212	434	375	357
资产减值损失	51	58	36	44
公允价值变动损益	10	5	7	5
投资净收益	23	0	0	0
其他经营收益	157	0	0	0
<b>营业利润</b>	4769	4343	6020	7551
营业外收支	(4)	0	0	0
<b>利润总额</b>	4765	4343	6020	7551
所得税	553	476	679	840
<b>净利润</b>	4212	3867	5340	6711
少数股东损益	212	211	280	358
<b>归属母公司净利润</b>	4000	3656	5061	6352
<b>EBITDA</b>	6283	6133	8433	10591
<b>EPS (最新摊薄)</b>	4.09	3.74	5.18	6.50

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.73%	15.16%	25.32%	21.64%
营业利润	48.26%	-8.93%	38.59%	25.44%
归属母公司净利润	47.20%	-8.60%	38.40%	25.52%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.83%	45.47%	45.82%	46.42%
净利率	33.45%	26.67%	29.39%	30.36%
ROE	23.96%	15.06%	15.64%	16.55%
ROIC	14.04%	9.84%	11.77%	12.87%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.18%	39.11%	37.85%	32.98%
净负债比率	73.68%	76.37%	68.28%	70.90%
流动比率	1.10	1.51	1.47	1.68
速动比率	0.92	1.29	1.23	1.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.33	0.35	0.37
应收账款周转率	2.30	2.64	3.31	4.03
应付账款周转率	5.54	6.34	5.94	6.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.09	3.74	5.18	6.50
每股经营现金	0.52	6.79	7.04	10.31
每股净资产	19.86	29.00	34.17	40.67
<b>估值比率</b>				
P/E	16.35	17.89	12.93	10.30
P/B	3.37	2.31	1.96	1.64
EV/EBITDA	20.60	11.68	8.58	6.57

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	504	6642	6880	10083
净利润	4212	3867	5340	6711
折旧摊销	1068	1330	1997	2644
财务费用	212	434	375	357
投资损失	(23)	0	0	0
营运资金变动	(1703)	1329	(147)	1099
其它	(3263)	(318)	(686)	(728)
<b>投资活动现金流</b>	(5686)	(6912)	(6910)	(6665)
资本支出	(5261)	(6612)	(6512)	(6316)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(424)	(300)	(399)	(349)
<b>筹资活动现金流</b>	6779	6537	(375)	(357)
短期借款	5412	0	0	0
长期借款	1376	0	0	0
其他	(9)	6537	(375)	(357)
<b>现金净增加额</b>	1597	6267	(406)	3061

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>