

锂电化学品

恩捷股份 (002812.SZ)

买入-A(维持)

隔膜降价影响公司盈利，海外市场有望高增

2023年8月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月29日

收盘价(元):	68.14
年内最高/最低(元):	199.49/66.15
流通A股/总股本(亿):	7.43/9.78
流通A股市值(亿):	506.51
总市值(亿):	666.24

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	1.55
摊薄每股收益:	1.55
每股净资产(元):	28.84
净资产收益率:	5.25

资料来源：最闻

分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

事件描述

➤ **事件:** 8月24日, 恩捷股份发布2023年半年报, 公司2023年上半年实现营业收入55.7亿元, 同比2022年上半年下降-3.3%, 实现归母净利润14.0亿元, 同比2022年上半年下降-30.5%, 公司今年上半年实现毛利率43.5%, 净利率26.6%, 公司上半年业绩同比去年下滑, 总体业绩承压。

事件点评

➤ **2023年H1公司业绩整体承压, 盈利能力下滑。**公司盈利能力下滑, Q1毛利率为46.0%, H1将为43.5%。根据我们测算, 和2022年相比, 2023年H1隔膜均价由2.25元/平米降至2.09元/平米, 单平毛利由1.19元/平米降至1.0元/平米, 单平净利由0.83元/平米降至0.61元/平米。公司实施股权激励, 管理费用同增44.5%; 利息支出增加导致财务费用同增813.8%; 存货跌价准备增加, 公司资产减值损失同增600.4%; 公司处置固定资产, 资产处置收益同比减少-862.1%; 公司重视研发, 研发费用同增45.5%, 保障高附加价值膜类产品研发。上半年公司盈利能力下滑, 业绩整体承压, 我们认为原因在于隔膜行业竞争加剧, 带来隔膜价格和毛利率的下降, 另计提资产减值损失2005.9万元, 影响公司业绩。

➤ **预计2023年隔膜出货量65亿平米, 未来公司在全球份额有望达50%。**据GGII统计, 2023年上半年隔膜出货量达72亿平, 同比增长24.0%。产能方面, 2022年底公司产能规模达70亿平米, 在建产能60亿平米, 预计2023年年底产能超100亿平, 2024年产能130亿平; 出货量方面, 我们估计Q1出货约10亿平, Q2出货约12亿平, 预计2023年实现出货约65亿平, 2024年出货约80亿平。展望未来, 公司有望2025年达到50%的全球份额, 巩固龙头地位。

➤ **涂覆膜占比提升修复盈利能力, 看好明年公司隔膜出口海外高增。**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, 预计今年涂覆膜占整体出货量可达50%, 高毛利的涂覆膜产品占比提高将提升公司盈利能力。出口方面, 欧美新能源车发展比中国较晚, 预计明年海外开始产能释放, 海外市场将迎来高增, 公司在海外布局充分, 2023年H1公司海外出货占比约20%, 看好明年公司海外出货实现高增。

➤ 预计公司2023-2025年EPS分别为3.74\5.06\6.52元, 对应公司8月



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明 1





29 日收盘价 68.14 元，2023-2025 年 PE 分别为 18.2\13.5\10.5 倍，下调公司 2023-2025 年归母净利润分别为 36.5/49.4/63.7 亿元，公司当前估值到达较低位置，我们看好公司后续产品结构变化带来的盈利能力修复和明年海外出货高增，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	15,433	19,084	23,970
YoY(%)	86.4	57.7	22.6	23.7	25.6
净利润(百万元)	2,718	4,000	3,652	4,944	6,371
YoY(%)	143.6	47.2	-8.7	35.4	28.9
毛利率(%)	49.9	47.8	42.2	42.4	42.5
EPS(摊薄/元)	2.78	4.09	3.74	5.06	6.52
ROE(%)	19.9	22.3	12.9	14.9	16.2
P/E(倍)	24.5	16.7	18.2	13.5	10.5
P/B(倍)	4.8	3.8	2.3	2.0	1.7
净利率(%)	34.0	31.8	23.7	25.9	26.6

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
流动资产	9463	14967	21518	22960	27993
现金	1833	3954	9424	7025	9311
应收票据及应收账款	4774	7197	7477	10668	12122
预付账款	226	220	327	350	501
存货	1681	2463	3165	3777	4922
其他流动资产	947	1132	1126	1140	1137
非流动资产	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
资产总计	26122	38623	48127	52116	59513
流动负债	6934	13559	12249	11779	13393
短期借款	4116	9528	7000	6000	6000
应付票据及应付账款	1138	2330	2379	3429	3849
其他流动负债	1680	1702	2870	2350	3544
非流动负债	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
负债合计	11585	19768	18069	17030	17904
少数股东权益	705	1128	1338	1612	1971
股本	892	892	978	978	978
资本公积	7636	7685	15100	15100	15100
留存收益	5462	9192	12676	17408	23582
归属母公司股东权益	13832	17726	28720	33474	39639
负债和股东权益	26122	38623	48127	52116	59513

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1419	504	4815	2636	6300
净利润	2887	4212	3863	5217	6730
折旧摊销	801	1068	1044	1251	1466
财务费用	153	212	-33	-401	-654
投资损失	-27	-23	0	0	0
营运资金变动	-2510	-5202	-60	-3432	-1242
其他经营现金流	114	236	0	0	0
投资活动现金流	-3715	-5686	-3998	-3798	-3831
筹资活动现金流	1613	6779	4652	-1236	-183
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.78	4.09	3.74	5.06	6.52
每股经营现金流(最新摊薄)	1.45	0.52	4.92	2.70	6.44
每股净资产(最新摊薄)	14.10	18.08	29.32	34.18	40.49

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7982	12591	15433	19084	23970
营业成本	4002	6568	8919	11001	13785
营业税金及附加	37	58	83	106	121
营业费用	74	74	192	194	226
管理费用	216	323	772	859	1079
研发费用	409	724	1080	1336	1678
财务费用	153	212	-33	-401	-654
资产减值损失	-36	-51	-48	-45	-48
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	27	23	0	0	0
营业利润	3217	4769	4468	6034	7783
营业外收入	5	2	2	2	3
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	3220	4765	4466	6032	7781
所得税	333	553	603	814	1050
税后利润	2887	4212	3863	5217	6730
少数股东损益	169	212	210	273	359
归属母公司净利润	2718	4000	3652	4944	6371
EBITDA	4428	6596	5956	7560	9473

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	86.4	57.7	22.6	23.7	25.6
营业利润(%)	144.3	48.3	-6.3	35.0	29.0
归属于母公司净利润(%)	143.6	47.2	-8.7	35.4	28.9
获利能力					
毛利率(%)	49.9	47.8	42.2	42.4	42.5
净利率(%)	34.0	31.8	23.7	25.9	26.6
ROE(%)	19.9	22.3	12.9	14.9	16.2
ROIC(%)	14.2	14.3	10.0	12.0	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3	51.2	37.5	32.7	30.1
流动比率	1.4	1.1	1.8	1.9	2.1
速动比率	1.0	0.8	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
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
估值比率					
P/E	24.5	16.7	18.2	13.5	10.5
P/B	4.8	3.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.8	12.2	12.1	9.7	7.5

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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

