

## 2020 年报及 2021 年一季度业绩预告点评： 销量持续高增，结构优化将增强盈利水平 买入

2021 年 03 月 18 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,283	7,364	10,264	13,233
同比 (%)	35.6	71.9	39.4	28.9
归母净利润 (百万元)	1,116	2,202	3,132	4,148
同比 (%)	31.3	97.4	42.3	32.4
每股收益 (元/股)	1.26	2.48	3.53	4.68
P/E (倍)	97.67	49.45	34.76	26.25

### 投资要点

■ **2020 年归母净利润 11.16 亿元，同比增长 31.3%，符合市场预期。**2020 年公司营收 42.83 亿元，同比增长 35.6%；归母净利润 11.16 亿元，同比增长 31.3%，毛利率 42.63%，同比下滑 2.6pct；净利率 27.45%，同比下滑 2.16pct。20Q4 公司实现归母净利 4.72 亿元，同比增长 116.51%，环比增长 46.57%，净利率 29.36%，同增 6.57pct，环增 0.75pct。公司计提 0.71 亿元资产减值损失（主要为捷力和纽米并表后转入的存货跌价准备）和 0.34 亿元的信用减值损失，加回后公司净利率将达 34%。

■ **Q1 预告 3.9-4.5 亿元，同比增 182%-226%，并发布回购计划。**公司预告 21Q1 归母净利润为 3.9 亿-4.5 亿元，同增 182%-225.54%，环降 17%-5%，扣非归母净利润 3.7 亿-4.3 亿元，同增 251.25%-308.22%，我们预计其中管理及研发费用的确认影响部分归母净利，且 Q1 由于国内市场需求旺盛，单平净利有所回落。同时公司计划使用 2-4 亿元，以不超过 180 元/股的价格回购公司股票，用于实施股权激励或员工持股计划。

■ **隔膜业务大幅增长，上海恩捷业绩对赌完成，捷力并表开始贡献增量。**2020 年锂电隔膜收入 28.91 亿元，同比大幅增长 49%。上海恩捷 2020 年营业收入为 26.48 亿元，同比增长 35.7%，净利润 9.62 亿元，对应净利率 36%，扣除非经常损益且剔除因上海恩捷 2017 年度实施股权激励计提的管理费用及配套募集资金项目对净利润的影响后归属于母公司的净利润 8.60 亿元，超过 20 年度承诺的净利润 8.52 亿元，完成业绩对赌。苏州捷力自 20 年 3 月并表后扭亏为盈，全年营业收入 8.89 亿元，净利润 1.76 亿元，对应净利率 20%，并表后为贡献 2.22 亿净利润。

■ **下游需求旺盛+扩产提速，21 年公司隔膜业务量利齐升。**20 年年底产能达到 33 亿平方米，规模全球第一，21 年公司将在无锡、通瑞、重庆、匈牙利、名扬 5 大基地进一步扩大产能。我们预计 Q1 出货 5-5.5 亿平，同比增长 250%+，环比提升 10%，单平净利预计在 0.8-0.9 元/平，相比 Q4 基本持平。我们预计公司 21 年出货 23-25 亿平，同比翻番，其中海外客户有望达到 5 亿平，消费类产品 5 亿平，其余为国内动力类产品。涂覆膜方面，在线涂覆工艺目前下游大客户认证顺利，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单平盈利水平。

■ **盈利预测与投资评级：**由于下游景气度持续超预期，我们将 21-22 年归母净利由 20/28 亿元上修至 22/31.3 亿元，预计 23 年归母净利 41.5 亿，同比增长 97%/42%/32%，对应 PE 为 49x/35x/26x，考虑到公司为全球隔膜龙头，国内市场率 50%，且未来 2 年持续高增长，给与 21 年 65xPE，对应目标价 161 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)	122.80
一年最低/最高价	41.46/168.50
市净率(倍)	9.81
流通 A 股市值(百万元)	74849.66

### 基础数据

每股净资产(元)	12.51
资产负债率(%)	43.63
总股本(百万股)	887.27
流通 A 股(百万股)	609.52

### 相关研究

- 1、《恩捷股份 (002812)：全球隔膜龙头份额持续扩大，业绩略好于预期》2021-03-01
- 2、《恩捷股份 (002812)：盈利回升，业绩恢复较高增长》2020-10-28
- 3、《恩捷股份 (002812) 中报点评：捷力并表贡献增量，协同效应显著》2020-08-25

**2020年归母净利润11.16亿元，同比增长31.3%，符合市场预期。**2020年公司营收42.83亿元，同比增长35.6%；归母净利润11.16亿元，同比增长31.3%，与此前业绩快报11.1亿基本一致，符合市场预期；扣非净利润9.91亿元，同比增长31.57%。盈利能力方面，毛利率42.63%，同比下滑2.6pct；净利率27.45%，同比下滑2.16pct。

**大额减值计提下，Q4营收、利润仍同环比高增。**20Q4公司实现营收17.02亿元，同比增加61.58%，环比增长49.18%；归母净利润4.72亿元，同比增长116.51%，环比增长46.57%。盈利能力方面，Q4毛利率45.64%，同比下降0.33pct，环比增长4.06pct，新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本对毛利率略有影响；净利率29.36%，同比增长6.57pct，环比增长0.75。公司计提0.71亿元资产减值损失（主要为捷力和纽米并表后转入的存货跌价准备）和0.34亿元的信用减值损失（主要为0.29亿元的坏账损失），加回后公司净利率将达34%，同环比大幅提升。

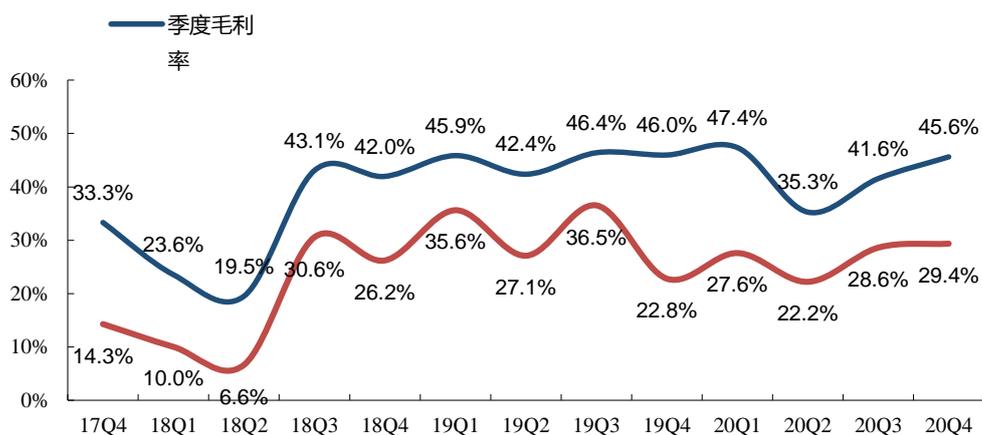
**Q1预告3.9-4.5亿元，同比增182%-226%，并发布回购计划。**公司预告21Q1归母净利润为3.9亿-4.5亿元，同增182.13%-225.54%，环降17%-5%，扣非归母净利润3.7亿-4.3亿元，同增251.25%-308.22%，环降14%-0%，我们预计其中管理及研发费用的确认将影响部分归母净利，且Q1由于国内市场需求旺盛，单平净利有所回落。同时公司计划使用2-4亿元，以不超过180元/股的价格回购公司股票，用于实施股权激励或员工持股计划。回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起12个月内。

图1：公司分季度业绩情况（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,701.7	1,140.7	887.8	552.9
-同比		61.58%	56.63%	22.99%	-15.76%
毛利率		45.64%	41.57%	35.28%	47.38%
归母净利润(百万)	390-450	472.1	322.1	183.2	138.2
-同比	182.13%-225.54%	116.51%	32.63%	3.70%	-34.89%
净利率		29.36%	28.61%	22.21%	27.60%
扣非归母净利润(百)	370-430	430.95	292.07	162.15	105.34
-同比	251.25%-308.22%	116.10%	26.66%	13.17%	-41.32%
扣非归母净利率		25.32%	25.60%	18.26%	19.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 公司分季度盈利能力



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

隔膜业务大幅增长, 上海恩捷业绩对赌完成, 捷力并表开始贡献增量。2020 年膜类产品收入 34.64 亿元, 同比增长 36%, 毛利率 45.39%, 同比下降 4pct, 其中锂电隔膜收入 28.91 亿元, 同比大幅增长 49%。子公司来看, 上海恩捷 2020 年营业收入为 26.48 亿元, 同比增长 35.7%, 净利润 9.62 亿元, 对应净利率 36.3%, 扣除非经常损益且剔除因上海恩捷 2017 年度实施股权激励计提的管理费用及配套募集资金项目对净利润的影响后归属于母公司的净利润 8.60 亿元, 超过 20 年度承诺的净利润 8.52 亿元, 完成业绩对赌。苏州捷力自 20 年 3 月并表后扭亏为盈, 全年营业收入 8.89 亿元, 净利润 1.76 亿元, 对应净利率 19.8%, 并表后为贡献 2.22 亿净利润。同时 20 年东航光电、纽米科技也实现并表, 预计将从 21 年开始贡献业绩。

图 3: 子公司经营情况

公司名称	2020年					2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	净利润-同比	净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
上海恩捷	26.48	35.7%	9.62	11.3%	36.3%	20.71	7.18	5.77	2.44
苏州捷力	8.89		1.76		19.8%	6.37	1.05	2.52	0.71

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 公司分业务经营情况

	2020年				2020H2	2020H1
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	营业收入 (亿)
膜类产品	34.64	35.90%	45.39%	-4.10%	24.36	10.28
锂电隔膜	28.91	48.79%			21.09	7.82
BOPP平膜	3.01	-15.69%			1.75	1.26
BOPP烟膜	2.72	9.24%			1.52	1.20
包装印刷产品	5.33	31.28%	29.46%	-1.09%	2.81	2.52
无菌包装	4.04	39.79%	23.02%	-1.18%	2.3	1.74
烟标	1.29	10.26%	49.61%	3.56%	0.51	0.78
特种纸	1.75	35.66%	20.00%	-0.59%	0.99	0.76
其他	1.11	46.05%	55.86%	32.17%	0.26	0.85
合计	42.83	35.54%	42.63%	-2.61%	28.42	14.41

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**隔膜产品结构优化, 海外客户大规模放量。**公司 20 年隔膜出货近 13 亿平, 同比增加 55%+, 公司在国内湿法市占率进一步提升至 50%, 龙头地位稳固, 全年均价 2.5 元/平(含税), 同比持平微降, 主要由于基膜单平价格下滑所致, 单平利润预计 0.8 元左右, 同比下滑 15-20%左右, 主要系上半年产能利用率不足。其中 Q4 我们预计公司出货 5-5.5 亿平左右, 环比提升 70%左右, 同比接近翻番, 贡献利润 4.2-4.5 亿元左右, 单平盈利近 0.9 元/平。全年看, 公司产品及客户结构进一步优化, 我们预计 20 年公司海外出货 2.5-3 亿平, 同比翻番, 其中 LG 占 2 亿平左右, 三星及松下 0.5-1 亿平。20 年公司境外收入 7 亿, 同比增长 105%, 毛利率 55.7%, 同比下降 13.7pct, 主要由于 20 年 Q2 海外电池企业减产所致。

图 5: 国内隔膜行业规模及竞争格局

图 20 年国内隔膜行业产量情况 (万平)

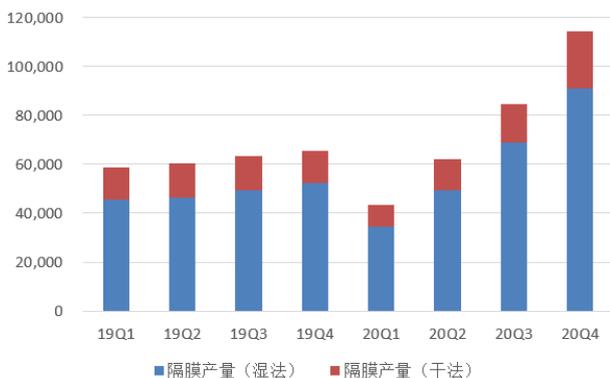
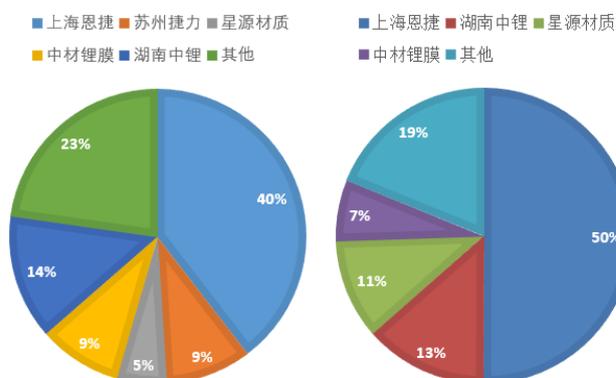


图 2019 (左) 及 2020 (右) 湿法隔膜格局

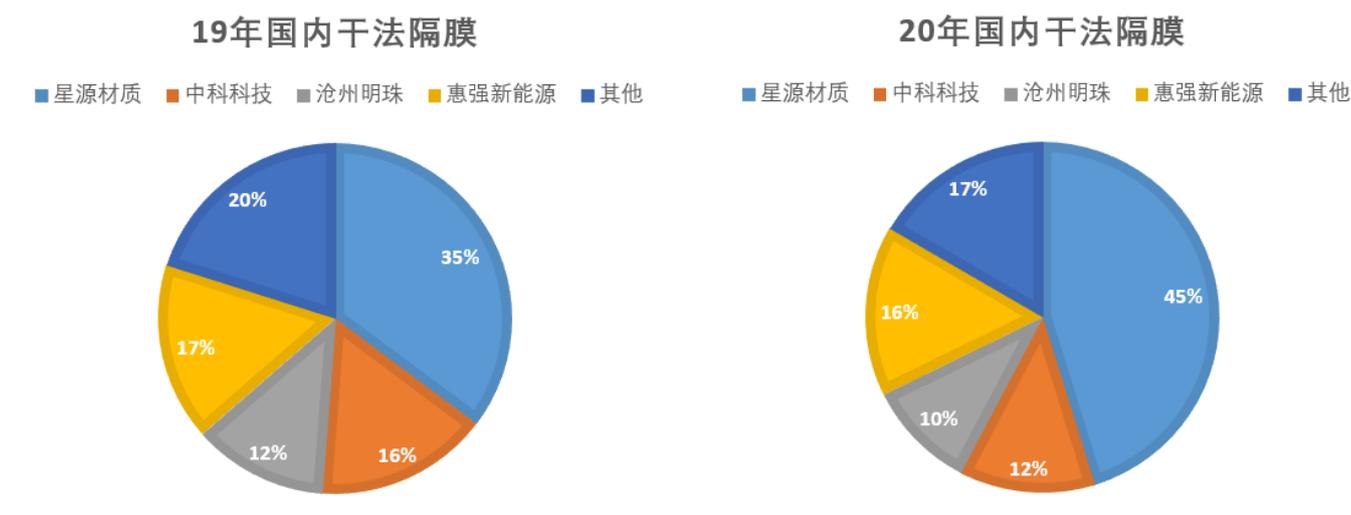


数据来源: 物理化学协会, 东吴证券研究所

**下游需求旺盛+扩产提速，21年公司隔膜业务量利齐升。**20年珠海二期4条线+江西通瑞8条线+无锡8条线投产，20年底公司在上海、珠海、江西、无锡、苏州五大基地共有46条湿法隔膜生产线，产能达到33亿平方米，规模全球第一，21年公司将在无锡、江西通瑞、重庆、匈牙利、江西名扬5大基地进一步扩大产能，预计到21年底产能达到50亿平母卷产能。销量方面，公司自20年10月以来持续满产满销，我们预计目前单月有望生产1.8亿平，Q1我们预计出货5-5.5亿平，同比增长250%+，环比提升10%，单平净利预计在0.8-0.9元/平，相比Q4基本持平。年中公司新产能释放后，排产将进一步提升，我们预计公司21年出货23-25亿平，同比翻番，其中海外客户出货量有望达到5亿平，消费类产品出货量5亿平，其余为国内动力类产品。涂覆膜方面，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降15%，进一步强化公司成本优势。该工艺目前下游大客户认证顺利，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单平盈利水平。

**深度布局干法+和帝人强强联合，市场规模有望加速提升。**恩捷收购东航光电70%股权，干法隔膜年产能8000万平，开始进军储能干法市场。21年2月公告与Celgard合资，规划生产10亿平产能，加速布局干法市场。目前干法隔膜主要应用领域在于储能、商用车、二轮车、少部分乘用车，均以铁锂电池为主，随着二轮车和储能市场的放量，干法需求有望加速提升。此外，公司此前宣布与日本帝人合作，进一步签署了由专利统括授权协议、合作开发协议、技术支援协议组成的全方位战略合作协议，帝人将进一步授权涂覆专利数百件，两者强强联合，公司涂覆隔膜领域实力进一步增强。

图 6: 国内干法隔膜竞争格局



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

**公司传统业务平稳增长。**公司传统业务收入 13.92 亿元，同比增长 14.4%；其中烟膜收入 2.72 亿元，同比增长约 9%；平膜收入 3.01 亿元，同比下降约 16%，平膜下滑主要系烟膜和平膜共用 BOPP 薄膜产线，烟膜销量增加致使平膜产销量下降，同时平膜价格受到原油价格下跌的影响。包装印刷业务中，烟标收入 1.29 亿元，同比增长约 10%；无菌包装收入 4.04 亿元，同比增长约 40%。特种纸收入 1.75 亿元，同比增长约 36%。

图 7: 公司分业务拆分

	2020年		2020H2		2020H1	
	营业收入 (亿)	单位售价 (不含税) (元/平)	营业收入 (亿)	销量 (亿平)	营业收入 (亿)	销量 (亿平)
膜类产品	34.64		24.36		10.28	
锂电隔膜	28.91	2.22	21.09	9	7.82	4
BOPP平膜	3.01		1.75		1.26	
BOPP烟膜	2.72		1.52		1.2	
包装印刷产品	5.33		2.81		2.52	
无菌包装	4.04		2.30		1.74	
烟标	1.29		0.51		0.78	
特种纸	1.75		0.99		0.76	
其他	1.11		0.26		0.85	
合计	42.83		28.42		14.41	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**费用整体控制良好，Q4 费用大幅下降。**2020 年公司期间费用合计 5.79 亿元，同比增长 30.47%，费用率为 13.53%，同比下降 0.53pct。2020 年销售费用 0.6 亿元，销售费用率 1.3%，同比下降 0.8pct；管理费用 1.6 亿元，管理费用率 3.6%，同比下降 5.2pct。20Q4 期间费用合计 1.7 亿元，同比下滑 11.95%，环比增 22.67%，费用率为 10.23%，同比-8.55pct，环比-2.2pct；销售费用-0.2 亿元，销售费用率-0.9%，同比增-3.2pct，环比增-3.5pct，主要系新会计准则下产品销售产生的运输费用调整至营业成本所致；此外管理费用 0.2 亿元，管理费用率 1.3%，同比-2.6pct，环比-4.1pct，下降明显。

图 8: 公司分季度费用情况 (百万元)

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	11.61	17.68	14.26	23.70	18.02	25.00	29.05	-15.70
-销售费用率	1.77%	2.43%	1.96%	2.25%	3.26%	2.82%	2.55%	-0.92%
管理费用	30.41	36.10	15.14	41.22	36.49	34.07	62.46	22.78
-管理费用率	4.63%	4.96%	2.08%	3.91%	6.60%	3.84%	5.48%	1.34%
研发费用	22.49	25.39	25.04	82.00	30.08	34.99	17.15	96.02
-研发费用率	3.43%	3.49%	3.44%	7.79%	5.44%	3.94%	1.50%	5.64%
财务费用	9.40	30.26	8.44	50.87	40.35	44.17	33.32	71.05
-财务费用率	1.43%	4.15%	1.16%	4.83%	7.30%	4.97%	2.92%	4.18%
期间费用	73.91	109.42	62.87	197.79	124.93	138.22	141.97	174.15
-期间费用率	11.26%	15.02%	8.63%	18.78%	22.60%	15.57%	12.45%	10.23%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-5.19	0.00	15.48	37.88	-71.17
信用减值损失	1.89	-3.43	0.38	-21.40	0.04	-1.64	-3.09	-34.05

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**经营性现金流大幅增长，在手现金支撑未来产能扩张。**2020年公司存货为11.57亿，较年初增加52.4%，主要系报告期内苏州捷力及纽米并入公司合并报表范围所致；应收账款23.28亿，较年初增长63.46%。2020年公司经营活动净现金流为10.55亿，同比上升38.24%。账面现金为23.75亿，较年初增长134.76%，短期借款17.96亿元，较年初下滑32.76%。2020年资本开支为26.68亿元，同比上升25.91%。在建工程16.4亿，同比增长5.53%，期末固定资产84.21亿，较年初增加70.57%。

**盈利预测：**由于下游景气度持续超预期，我们将21-22年归母净利由20/28亿元上修至22/31.3亿元，预计23年归母净利41.5亿，同比增长97%/42%/32%，对应PE为49x/35x/26x，考虑到公司为全球隔膜龙头，国内市场率50%，且未来2年持续高增长，给与21年65xPE，对应目标价161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。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8,708	9,408	11,883	14,709	<b>营业收入</b>	4,283	7,364	10,264	13,233
现金	2,375	368	513	662	减:营业成本	2,457	4,055	5,590	7,158
应收账款	2,328	3,680	5,156	6,682	营业税金及附加	32	37	51	66
其他应收款	11	11	11	11	营业费用	56	96	133	172
预付账款	181	298	411	526	管理费用	334	574	760	860
存货	1,157	1,848	2,605	3,378	财务费用	189	132	197	199
其他流动资产	2,657	3,203	3,187	3,450	资产减值损失	57	41	34	20
<b>非流动资产</b>	11,864	13,419	14,686	15,848	加:投资净收益	9	2	2	2
长期投资	3	3	3	3	公允价值变动收益	11	0	0	0
固定资产	8,421	9,293	9,580	9,361	其他收益	0	0	0	0
无形资产	462	649	632	616	<b>营业利润</b>	1,317	2,577	3,647	4,885
其他非流动资产	2,978	3,474	4,471	5,868	加:营业外净收支	-3	0	0	0
<b>资产总计</b>	20,572	22,827	26,569	30,557	<b>利润总额</b>	1,313	2,577	3,647	4,885
<b>流动负债</b>	4,290	4,938	7,035	7,845	减:所得税费用	138	283	401	586
短期借款	2,322	2,081	3,311	3,234	少数股东损益	60	92	114	150
应付账款	471	777	1,072	1,372	<b>归属母公司净利润</b>	1,116	2,202	3,132	4,148
其他流动负债	1,497	2,079	2,653	3,239	EBIT	1,506	2,709	3,844	5,084
<b>非流动负债</b>	4,687	4,687	3,931	3,931	EBITDA	2,068	3,454	4,677	5,972
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667					
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	8,976	9,625	10,967	11,776	每股收益(元)	1.26	2.48	3.53	4.68
少数股东权益	493	585	698	849	每股净资产(元)	12.52	14.23	16.81	20.23
归属母公司股东权益	11,103	12,618	14,904	17,932	发行在外股份(百万股)	887	887	887	887
<b>负债和股东权益</b>	20,572	22,827	26,569	30,557	ROIC(%)	9.6	13.9	16.9	19.2
					ROE(%)	10.0	17.4	21.0	23.1
					毛利率(%)	42.6	44.9	45.5	45.9
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	27.4	31.1	31.6	32.5
经营活动现金流	1,055	1,351	2,811	3,593	资产负债率(%)	43.6	42.2	41.3	38.5
投资活动现金流	-5,276	-2,298	-2,098	-2,048	收入增长率(%)	35.6	71.9	39.4	28.9
筹资活动现金流	5,560	-1,059	-568	-1,397	净利润增长率(%)	31.3	97.4	42.3	32.4
现金净增加额	1,339	-2,007	145	148	P/E	97.67	49.45	34.76	26.25
折旧和摊销	562	745	833	888	P/B	9.81	8.64	7.31	6.08
资本支出	2,668	2,300	2,100	2,050	EV/EBITDA	56	33	25	19
营运资金变动	-884	-1,858	-1,496	-1,811					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

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

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>

