

## 新能源汽车组

## 恩捷股份 (002812.SZ) 买入 (维持评级)

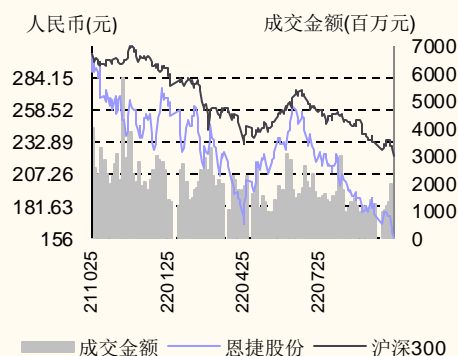
## 公司点评

市场价格 (人民币): 156.00 元

## 3Q22 业绩符合预期, 量利环比持续改善

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.92
已上市流通 A 股(亿股)	7.42
总市值(亿元)	1,392.16
年内股价最高最低(元)	303.07/156.00
沪深 300 指数	3633
深证成指	10695



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,283	7,982	15,598	24,722	33,489
营业收入增长率	35.56%	86.37%	95.40%	58.50%	35.47%
归母净利润(百万元)	1,116	2,718	5,187	8,413	11,696
归母净利润增长率	31.27%	143.60%	90.87%	62.19%	39.03%
摊薄每股收益(元)	1.26	3.05	5.81	8.67	12.06
每股经营性现金流净额	1.19	1.59	5.88	7.34	11.42
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.05%	19.65%	28.11%	21.78%	23.79%
P/E	112.67	82.23	26.84	17.99	12.94
P/B	11.32	16.16	7.55	3.92	3.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 10月25日, 公司公告 3Q22 业绩: 3Q22, 公司实现归母净利 12.1 亿元, YoY+71.1%, QoQ+9.2%; 实现扣非净利 11.7 亿元, YoY+81.7%, QoQ+10.1%, 符合市场预期。

## 经营分析

- 3Q22 业绩: 公司业绩高增主要系隔膜产品量利齐升。** 1) 量: 预计公司 Q3 出货 12.5 亿平, 环比+8.7%; 2) 利: 预计 Q3 单平净利在 0.96 元/平以上, 较 Q2 (0.92-0.93 元/平) 有所提升; 随着涂覆+出口比例提升, 预计 Q4 及 23 年单平净利持续提升, 有望保持在 1 元/平以上。
- 四季度排产&业绩:** 目前公司单月排产在 5 亿平左右, 11 月排产预计超 5.5 亿平, 四季度出货有望达 15 亿平以上, 环比提升 20%-25%以上; 下半年海外如松下项目持续放量, 北美大客户订单逐季度提升等, 海外占比预计提升, 22 年全年出货有望达 50 亿平以上。
- 涂覆&出口情况:** 公司目前在线涂覆产线 12 条, 22 年底预计达 34 条 (占比涂覆产能一半以上), 长期将以在线涂覆为主; 此外涂覆占比 22 年底预计达 40% (大客户涂覆比例提升至 25%-30%以上), 23/24 年目标在 50%/70% 以上。此外, 公司目前出口比例在 20%-30%, 22 年底预计在 30%以上, 23-24 年目标占比 40%以上。出口&涂覆比例提升将提升公司单平净利, 23-24 年预计保持在 1.1-1.2 元/平以上。
- 公司远期市占率明确:** 公司计划 24 年前在美国建厂, 25 年全球市占率目标为 50%, 出口比例保持提升, 在线涂覆产品已批量导入 C、LG、T 等。同时, 为保障设备供应安全, 公司已与日本制钢所等达成书面协议, 计划在国内合资建厂生产隔膜设备, 24 年实现 10 条以上生产线后批量生产, 自研设备全部自用, 将有效改善单平盈利。

## 盈利预测与投资建议

- 预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 52/84/117 亿元, 对应 EPS 分别为 5.8/8.7/12.1 元, 对应 PE 分别为 27/18/13 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 电动车销量不及预期、公司产能扩张不及预期、行业竞争加剧等。

## 相关报告

- 《3Q22 业绩预告符合预期, 实现量利齐升-3Q22 恩捷股份业绩...》, 2022.10.11
- 《业绩保持高增, 下半年涂覆+出口比例提升-1H22 恩捷股份业绩...》, 2022.8.31
- 《1H22 量利齐升业绩高增, 盈利能力保持提升-恩捷股份 1H22...》, 2022.7.13
- 《1Q22 业绩符合预期, 盈利能力保持提升-恩捷股份 1Q22 业绩...》, 2022.4.21
- 《行业特性决定竞争格局龙头优势保障超额收益-恩捷股份深度...》, 2022.4.17

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001  
suchen@gjzq.com.cn

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001  
chenchuanhong@gjzq.com.cn

胡媛媛 联系人  
huyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,160</b>	<b>4,283</b>	<b>7,982</b>	<b>15,598</b>	<b>24,722</b>	<b>33,489</b>	货币资金	1,012	2,375	1,833	1,699	9,208	13,953
增长率		35.6%	86.4%	95.4%	58.5%	35.5%	应收账款	2,624	3,118	5,309	7,747	12,052	16,024
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,730</b>	<b>-2,457</b>	<b>-4,002</b>	<b>-7,410</b>	<b>-11,950</b>	<b>-15,968</b>	存货	759	1,157	1,681	2,575	4,070	5,330
%销售收入	54.8%	57.4%	50.1%	47.5%	48.3%	47.7%	其他流动资产	628	2,058	639	2,854	3,093	3,310
<b>毛利</b>	<b>1,429</b>	<b>1,826</b>	<b>3,980</b>	<b>8,188</b>	<b>12,772</b>	<b>17,521</b>	流动资产	5,023	8,708	9,463	14,876	28,423	38,617
%销售收入	45.2%	42.6%	49.9%	52.5%	51.7%	52.3%	%总资产	41.2%	42.3%	36.2%	42.9%	55.3%	59.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-15</b>	<b>-32</b>	<b>-37</b>	<b>-73</b>	<b>-126</b>	<b>-188</b>	长期投资	13	13	122	122	122	122
%销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	固定资产	6,491	10,061	12,631	14,476	16,396	18,405
<b>销售费用</b>	<b>-67</b>	<b>-56</b>	<b>-74</b>	<b>-130</b>	<b>-200</b>	<b>-263</b>	%总资产	53.2%	48.9%	48.4%	41.8%	31.9%	28.2%
%销售收入	2.1%	1.3%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	346	989	1,085	1,289	1,430	1,558
<b>管理费用</b>	<b>-123</b>	<b>-156</b>	<b>-216</b>	<b>-380</b>	<b>-585</b>	<b>-769</b>	非流动资产	7,170	11,864	16,660	19,762	22,957	26,564
%销售收入	3.9%	3.6%	2.7%	2.4%	2.4%	2.3%	%总资产	58.8%	57.7%	63.8%	57.1%	44.7%	40.8%
<b>研发费用</b>	<b>-155</b>	<b>-178</b>	<b>-409</b>	<b>-552</b>	<b>-884</b>	<b>-1,547</b>	<b>资产总计</b>	<b>12,193</b>	<b>20,572</b>	<b>26,122</b>	<b>34,638</b>	<b>51,381</b>	<b>65,181</b>
%销售收入	4.9%	4.2%	5.1%	3.5%	3.6%	4.6%	短期借款	3,119	2,322	4,500	7,072	464	510
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,069</b>	<b>1,403</b>	<b>3,244</b>	<b>7,052</b>	<b>10,976</b>	<b>14,755</b>	应付款项	1,004	1,752	1,208	2,752	4,478	6,069
%销售收入	33.8%	32.8%	40.6%	45.2%	44.4%	44.1%	其他流动负债	107	216	1,226	1,357	2,193	3,031
<b>财务费用</b>	<b>-99</b>	<b>-189</b>	<b>-153</b>	<b>-600</b>	<b>-526</b>	<b>-262</b>	流动负债	4,229	4,290	6,934	11,181	7,136	9,610
%销售收入	3.1%	4.4%	1.9%	3.8%	2.1%	0.8%	长期贷款	1,968	2,667	2,803	2,803	2,803	2,803
<b>资产减值损失</b>	<b>-32</b>	<b>-57</b>	<b>-36</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	其他长期负债	1,115	2,020	1,848	1,203	1,341	1,517
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>7,312</b>	<b>8,976</b>	<b>11,585</b>	<b>15,187</b>	<b>11,280</b>	<b>13,931</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,551</b>	<b>11,103</b>	<b>13,832</b>	<b>18,450</b>	<b>38,631</b>	<b>49,157</b>
%税前利润	0.2%	0.7%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	805	887	892	892	970	970
<b>营业利润</b>	<b>1,063</b>	<b>1,317</b>	<b>3,217</b>	<b>6,448</b>	<b>10,448</b>	<b>14,492</b>	未分配利润	1,745	2,747	5,288	9,957	17,528	28,055
营业利润率	33.6%	30.7%	40.3%	41.3%	42.3%	43.3%	少数股东权益	330	493	705	1,001	1,470	2,093
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,193</b>	<b>20,572</b>	<b>26,122</b>	<b>34,638</b>	<b>51,381</b>	<b>65,181</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,062</b>	<b>1,313</b>	<b>3,220</b>	<b>6,450</b>	<b>10,449</b>	<b>14,494</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	33.6%	30.7%	40.3%	41.4%	42.3%	43.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>-126</b>	<b>-138</b>	<b>-333</b>	<b>-967</b>	<b>-1,567</b>	<b>-2,174</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.9%	10.5%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.055	1.258	3.045	5.812	8.673	12.058
<b>净利润</b>	<b>936</b>	<b>1,176</b>	<b>2,887</b>	<b>5,482</b>	<b>8,882</b>	<b>12,320</b>	每股净资产	5.651	12.523	15.500	20.674	39.825	50.677
少数股东损益	86	60	169	295	469	624	每股经营现金净流	0.948	1.190	1.590	5.878	7.342	11.422
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>850</b>	<b>1,116</b>	<b>2,718</b>	<b>5,187</b>	<b>8,413</b>	<b>11,696</b>	每股股利	0.125	0.170	0.303	0.581	0.867	1.206
净利率	26.9%	26.0%	34.0%	33.3%	34.0%	34.9%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.67%	10.05%	19.65%	28.11%	21.78%	23.79%
净利润	936	1,176	2,887	5,482	8,882	12,320	总资产收益率	6.97%	5.42%	10.40%	14.98%	16.37%	17.94%
少数股东损益	86	60	169	295	469	624	投入资本收益率	9.39%	7.20%	12.99%	20.02%	21.18%	22.65%
非现金支出	336	619	837	1,025	1,269	1,534	<b>增长率</b>						
非经营收益	77	146	186	591	447	246	主营业务收入增长率	28.57%	35.56%	86.37%	95.40%	58.50%	35.47%
营运资金变动	-585	-885	-2,491	-1,853	-3,476	-3,021	EBIT增长率	50.18%	31.22%	131.18%	117.40%	55.65%	34.42%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>763</b>	<b>1,055</b>	<b>1,419</b>	<b>5,246</b>	<b>7,122</b>	<b>11,079</b>	净利润增长率	63.92%	31.27%	143.60%	90.87%	62.19%	39.03%
资本开支	-2,118	-2,666	-3,991	-4,100	-4,407	-5,072	总资产增长率	58.30%	68.72%	26.98%	32.60%	48.34%	26.86%
投资	-957	-2,099	711	-2,020	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	2	-511	-435	5	7	8	应收账款周转天数	153.4	159.9	153.9	150.9	147.9	144.9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,074</b>	<b>-5,276</b>	<b>-3,715</b>	<b>-6,115</b>	<b>-4,401</b>	<b>-5,064</b>	存货周转天数	129.9	142.3	129.4	126.9	124.3	121.8
股权募资	0	5,183	41	-50	12,609	0	应付账款周转天数	79.8	63.4	51.1	51.7	52.2	52.7
债权募资	3,213	1,211	2,315	1,871	-6,549	112	固定资产周转天数	570.3	717.6	497.4	294.6	211.8	175.9
其他	-432	-834	-744	-1,085	-1,273	-1,382	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,781</b>	<b>5,560</b>	<b>1,613</b>	<b>736</b>	<b>4,788</b>	<b>-1,271</b>	净负债/股东权益	83.48%	17.50%	40.43%	44.13%	-13.80%	-19.96%
<b>现金净流量</b>	<b>470</b>	<b>1,339</b>	<b>-686</b>	<b>-134</b>	<b>7,509</b>	<b>4,745</b>	EBIT利息保障倍数	10.8	7.4	21.2	11.8	20.9	56.3
							资产负债率	59.97%	43.63%	44.35%	43.85%	21.95%	21.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	35	40	87
增持	1	5	16	19	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.36	1.31	1.32	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

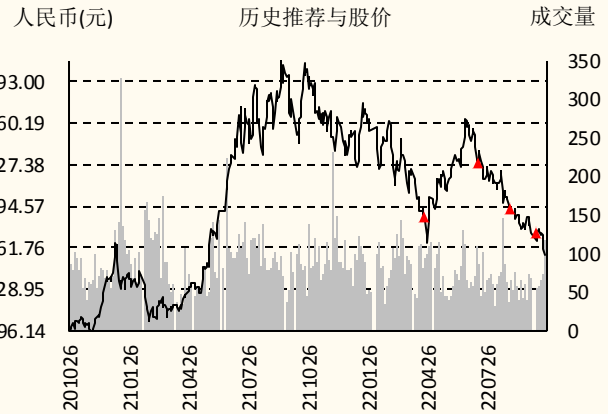
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-17	买入	190.50	150.00 ~ 258.00
2	2022-04-21	买入	188.00	258.00
3	2022-07-13	买入	230.00	258.00
4	2022-08-31	买入	193.80	258.00
5	2022-10-11	买入	167.44	258.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402