

分析师：牟国洪  
 登记编码：S0730513030002  
 mough@ccnew.com 021-50586980

## 业绩符合预期，关注锂电池隔膜龙头

——恩捷股份(002812)季报点评

### 证券研究报告-季报点评

增持(首次)

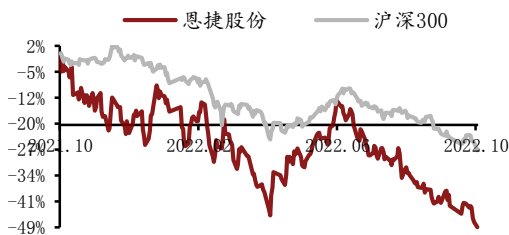
#### 市场数据(2022-10-24)

收盘价(元)	156.00
一年内最高/最低(元)	297.00/156.00
沪深 300 指数	3,633.37
市净率(倍)	8.27
流通市值(亿元)	1,157.59

#### 基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	18.86
每股经营现金流(元)	0.97
毛利率(%)	49.66
净资产收益率_摊薄(%)	19.11
资产负债率(%)	48.36
总股本/流通股(万股)	89,240.93/74,204.20
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

#### 相关报告

《恩捷股份(002812)年报点评：业绩符合预期，补齐消费短板》 2021-03-23

《恩捷股份(002812)中报点评：业绩基本符合预期，下半年恢复增长》 2020-08-28

《恩捷股份(002812)公司点评报告：定增扩产能，湿法隔膜龙头业绩高增长》 2020-03-24

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 10 月 26 日

事件：10 月 24 日，公司公布 2022 年第三季度报告。

#### 投资要点：

- **公司业绩符合预期。**2022 年前三季度，公司实现营收 92.80 亿元，同比增长 73.81%；净利润 32.26 亿元，同比增长 83.77%；扣非后净利润 31.12 亿元，同比增长 91.11%；经营活动产生的现金流净额 8.68 亿元，同比增长 83.26%；基本每股收益 3.61 元。其中，公司第三季度实现营收 35.23 亿元，同比增长 81.12%；净利润 12.06 亿元，同比增长 71.05%；扣非后净利润 11.71 亿元，同比增长 81.66%；基本每股收益 1.35 元。公司业绩符合预期，业绩增长主要是膜类产品中锂电池隔膜受益于下游高增长带动公司产品销量增长。目前，公司主要产品可分为三类：一是膜类产品，包括锂电池隔膜(基膜和涂布膜)、BOPP 膜(烟膜和平膜)；二是包装印刷产品，主要包括烟标和无菌包装；三是纸制品包装，包括特种纸等。
- **我国新能源汽车高增长带动动力电池需求高增长，预计增长延续。**汽车行业发展趋势为电动化和智能化，新能源汽车行业景气度将持续向上。具体至我国新能源汽车销量，2021 年合计 350.72 万辆，同比增长 165.17%，占比 13.36%；2022 年 1-9 月为 455.8 万辆，同比增长 112.69%，占比 23.42%，且月度销量和占比总体持续新高，结合中汽协预测屡创市场预期，保守预计全年将超 600 万辆。伴随新能源汽车销售增长，我国动力电池需求高增长，2021 年新能源汽车动力电池装机 155.02GWh，同比大幅增长 143.63%；2022 年 1-8 月装机 162.08GWh，同比增长 112.31%。结合政策导向、新能源汽车行业驱动力逐步转变至强产品驱动，以及消费者对新能源汽车认同度持续提升，总体预计我国新能源汽车和动力电池装机仍将增长，行业景气持续向上。
- **公司膜类产品关注锂电池隔膜，预计仍将高增长。**2018 年以来，公司膜类产品营收持续高增长，由 2018 年的 19.23 亿元大幅增至 2021 年的 69.13 亿元，占比则由 2018 年的 78.25%大幅提升至 2021 年的 86.61%；2022 年上半年膜类产品营收 52.34 亿元，同比增长 78.92%，占比则提升至 90.92%并创新高，近年高增长及占比提升主要源自锂电池隔膜销量增长带动收入增长，2022 年上半年上海恩捷收入 50.34 亿元，营收占比 87.45%；可比公司星源材质，2022 年上半年锂电池隔膜新能源材料营收 13.28 亿元，同比增长 61.74%。锂电池隔膜业绩增长主要逻辑包括：一是我国新能源汽车行业增长带动锂电池及上游材料如隔膜等需求增长。二是公司锂电池隔膜具备显著客户优势，目前已覆盖国内外一流电池企

业，其中湿法隔膜主要客户包括松下、LGES、宁德时代、中创新航、亿纬锂能、力神等。三是公司行业地位显著，已成为全球锂电池隔膜行业龙头，锂电池隔膜出货稳居全球第一，下游用于动力、储能及消费类锂电池，产品种类超过 100 余种，在产能规模(截止 2021 年底产能 50 亿 m<sup>2</sup>)、产品品质、成本效率及技术研发方面具备全球竞争优势。目前，公司已在上海、无锡、珠海、重庆、荆门等布局隔膜生产基地，海外方面已在匈牙利建设首个海外锂电隔膜生产基地，并于今年启动美国基地项目。预计公司湿法隔膜仍将受益于动力电池需求增长，而干法隔膜在低端动力及储能领域需求有望迅速扩大。

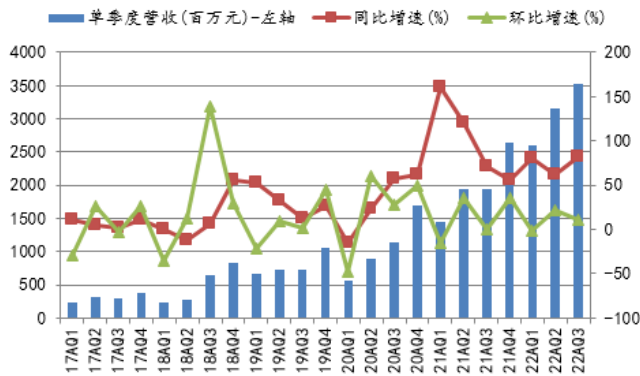
- **公司无菌包装营收占比持续回落。**近年来，公司无菌包装业绩持续保持两位数增长，其中 2021 年实现营收 5.78 亿元，同比大幅增长 43.25%，但在公司营收中占比持续回落，占比由 2018 年的 9.53% 回落至 2021 年的 7.24%；2022 年上半年营收 2.66 亿元，同比增长 2.93%，仅占比 4.62%，占比回落主要是膜类产品业绩持续高增长。公司是国内少数同时能生产辊式无菌包、预制型无菌包和屋顶包的企业之一，下游主要为国内知名大型乳企及饮料行业，比如伊利、蒙牛、光明、东鹏、完达山等，总体预计仍将稳步增长。
- **营收结构优化致公司盈利能力提升，预计全年提升。**2022 年前三季度，公司销售毛利率 49.66%，同比提升 1.38 个百分点，主要系产品营收结构优化，高附加值膜类产品占比提升；2022 年第三季度为 49.06%，环比第二季度回落 2.17 个百分点。分产品盈利显示：2022 年上半年，公司膜类销售毛利率为 52.03%，同比提升 1.65 个百分点。可比公司星源材质，2022 年上半年锂电池隔膜新能源材料毛利率为 47.01%。公司长期注重技术投入，近年占比维持在 5% 左右，2021 年投入 4.09 亿元，在公司营收中占比 5.13%。考虑膜类产品收入占比持续提升及行业竞争格局，预计 2022 年全年公司盈利能力仍将改善，且 2023 年仍将维持较高水平。
- **给予公司“增持”投资评级。**预测公司 2022-2023 年全面摊薄后的 EPS 分别为 5.59 元与 7.91 元，按 10 月 24 日 156 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 27.90 倍与 19.72 倍。目前估值相对行业水平合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；我国新能源汽车销售不及预期；项目建设及市场拓展不及预期；海外新能源汽车政策波动。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4283	7982	14144	20135	26943
增长比率(%)	35.56%	86.37%	77.19%	42.36%	33.81%
净利润(百万元)	1116	2718	4991	7060	9763
增长比率(%)	31.27%	143.60%	83.64%	41.47%	38.28%
每股收益(元)	1.25	3.05	5.59	7.91	10.94
市盈率(倍)	124.79	51.23	27.90	19.72	14.26

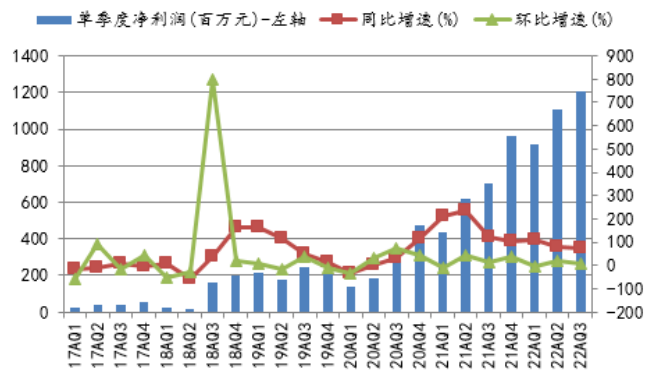
资料来源：中原证券

图 1：公司单季度营收及增速



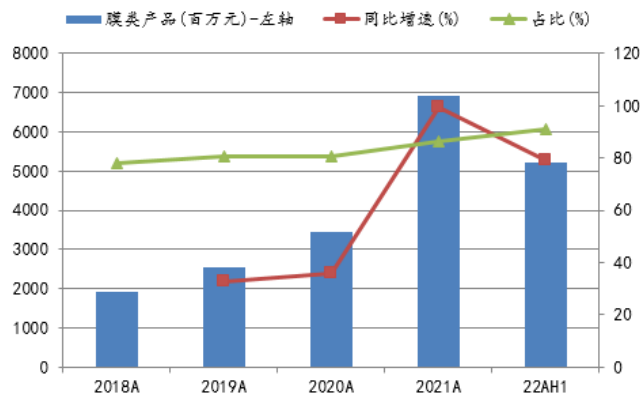
资料来源：中原证券，Wind

图 2：公司单季度净利润及增速



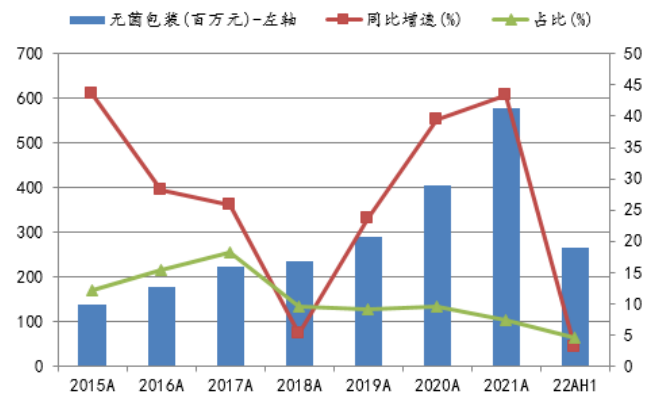
资料来源：中原证券，Wind

图 3：公司膜类产品营收、增速及占比



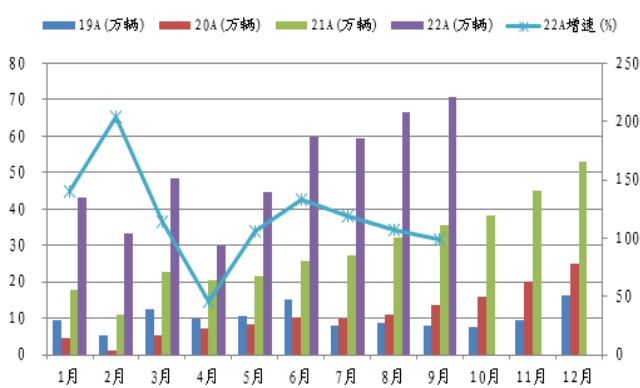
资料来源：中原证券，Wind

图 4：公司无菌包装业务营收、增速及占比



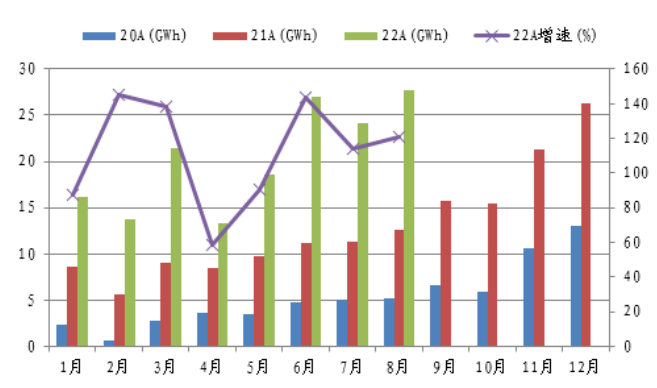
资料来源：中原证券，Wind

图 5：我国新能源汽车销售及增速



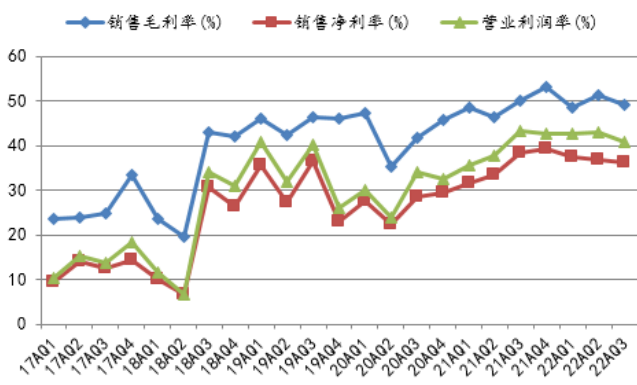
资料来源：中原证券，Wind

图 6：我国新能源汽车动力电池月度装机量及增速



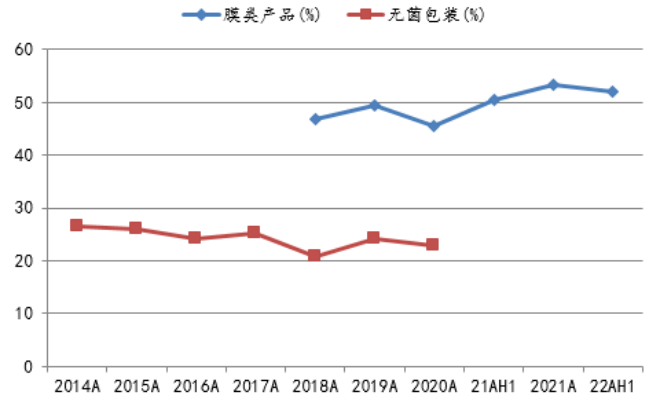
资料来源：中原证券，中汽协

图 7：公司单季度盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

图 8：公司主营业务盈利能力



资料来源：中原证券，Wind

## 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8708</b>	<b>9463</b>	<b>16987</b>	<b>23515</b>	<b>39233</b>
现金	2375	1833	971	7653	11591
应收票据及应收账款	2708	4774	8984	10245	15723
其他应收款	11	8	1400	-374	2401
预付账款	181	226	464	598	832
存货	1157	1681	3630	3514	6218
其他流动资产	2277	939	1539	1878	2466
<b>非流动资产</b>	<b>11864</b>	<b>16660</b>	<b>18612</b>	<b>20144</b>	<b>21040</b>
长期投资	3	4	4	4	4
固定资产	8421	10878	12826	14391	15189
无形资产	462	561	692	807	930
其他非流动资产	2978	5217	5091	4942	4917
<b>资产总计</b>	<b>20572</b>	<b>26122</b>	<b>35599</b>	<b>43659</b>	<b>60272</b>
<b>流动负债</b>	<b>4290</b>	<b>6934</b>	<b>11523</b>	<b>12162</b>	<b>18523</b>
短期借款	1796	4116	4839	6361	7483
应付票据及应付账款	1167	1138	3923	2392	6551
其他流动负债	1327	1680	2761	3409	4490
<b>非流动负债</b>	<b>4687</b>	<b>4651</b>	<b>4651</b>	<b>4651</b>	<b>4651</b>
长期借款	2667	2803	2803	2803	2803
其他非流动负债	2020	1848	1848	1848	1848
<b>负债合计</b>	<b>8976</b>	<b>11585</b>	<b>16174</b>	<b>16813</b>	<b>23174</b>
少数股东权益	493	705	1013	1439	2030
股本	887	892	892	892	892
资本公积	7229	7636	7636	7636	7636
留存收益	2895	5462	10042	17035	26698
归属母公司股东权益	11103	13832	18412	25406	35068
<b>负债和股东权益</b>	<b>20572</b>	<b>26122</b>	<b>35599</b>	<b>43659</b>	<b>60272</b>

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1055</b>	<b>1419</b>	<b>3551</b>	<b>9461</b>	<b>7473</b>
净利润	1176	2887	5298	7487	10353
折旧摊销	562	801	2588	2473	3377
财务费用	204	221	201	252	311
投资损失	-9	-27	-14	-20	-27
营运资金变动	-885	-2491	-4520	-728	-6541
其他经营现金流	8	27	-3	-3	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5276</b>	<b>-3715</b>	<b>-4664</b>	<b>-4048</b>	<b>-4346</b>
资本支出	-2666	-3991	-4676	-4066	-4371
长期投资	-2099	711	-2	-2	-2
其他投资现金流	-511	-435	14	20	27
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5560</b>	<b>1613</b>	<b>251</b>	<b>1270</b>	<b>811</b>
短期借款	-875	2320	723	1522	1122
长期借款	699	136	0	0	0
普通股增加	81	6	0	0	0
资本公积增加	5335	407	0	0	0
其他筹资现金流	319	-1256	-471	-252	-311
<b>现金净增加额</b>	<b>1339</b>	<b>-686</b>	<b>-862</b>	<b>6682</b>	<b>3938</b>

资料来源: 中原证券

## 利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>4283</b>	<b>7982</b>	<b>14144</b>	<b>20135</b>	<b>26943</b>
营业成本	2457	4002	7133	9827	13227
营业税金及附加	32	37	66	91	124
营业费用	56	74	141	183	242
管理费用	156	216	383	534	701
研发费用	178	409	724	1031	1380
财务费用	189	153	-24	328	-18
资产减值损失	-18	-11	-7	-6	-10
其他收益	140	134	170	181	229
公允价值变动收益	11	0	0	0	0
投资净收益	9	27	14	20	27
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1317</b>	<b>3217</b>	<b>5897</b>	<b>8338</b>	<b>11533</b>
营业外收入	2	5	10	10	10
营业外支出	5	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>1313</b>	<b>3220</b>	<b>5906</b>	<b>8347</b>	<b>11542</b>
所得税	138	333	608	860	1189
<b>净利润</b>	<b>1176</b>	<b>2887</b>	<b>5298</b>	<b>7487</b>	<b>10353</b>
少数股东损益	60	169	307	427	590
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1116</b>	<b>2718</b>	<b>4991</b>	<b>7060</b>	<b>9763</b>
EBITDA	2058	4144	8454	11124	14874
EPS (元)	1.34	3.06	5.59	7.91	10.94

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	35.56%	86.37%	77.19%	42.36%	33.81%
营业利润 (%)	23.91%	144.30%	83.32%	41.39%	38.32%
归属母公司净利润 (%)	31.27%	143.60%	83.64%	41.47%	38.28%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	42.63%	49.86%	49.57%	51.20%	50.91%
净利率 (%)	26.05%	34.05%	35.28%	35.06%	36.23%
ROE (%)	10.05%	19.65%	27.10%	27.79%	27.84%
ROIC	7.72%	13.47%	18.88%	21.08%	21.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.63%	44.35%	45.43%	38.51%	38.45%
净负债比率 (%)	77.41%	79.69%	83.26%	62.63%	62.47%
流动比率	2.03	1.36	1.47	1.93	2.12
速动比率	1.59	1.03	1.08	1.56	1.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.34	0.46	0.51	0.52
应收账款周转率	2.28	2.37	2.33	2.35	2.34
应付账款周转率	5.76	7.14	6.37	6.73	6.55
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.25	3.05	5.59	7.91	10.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.18	1.59	3.98	10.60	8.37
每股净资产 (最新摊薄)	12.44	15.50	20.63	28.47	39.30
<b>估值比率</b>					
P/E	124.79	51.23	27.90	19.72	14.26
P/B	12.54	10.06	7.56	5.48	3.97
EV/EBITDA	62.71	55.35	17.35	12.72	9.33

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。