

恩捷股份(002812)

新产品加速落地，海外业务迎高速增长

事件：

公司近期发布制定质量回报双提升行动方案及回购公司股份进展公告。为增强投资者信心，促进公司长远健康可持续发展，公司质量回报双提升行动方案聚集主业，以创新驱动高质量发展；同时实行全球化布局，进一步提升公司全球市场份额；重视投资者回报，截至24年2月26日，已累计派发现金红利13.25亿元，截至2月29日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份51.0万股，占公司总股本的0.05%。

➤ 降价保量提升市占率，龙头地位稳固

23年上半年公司隔膜出货量为25亿平方米，同比+11.1%，市占率34.7%，排名第一。23年公司为了提升市场份额主动采取降价策略，23年上半年膜类产品营收同比-5.28%。公司独创在线涂覆技术能够有效降低产品成本，24年更多的在线涂覆产线安装将给公司带来成本优势。公司干法产品已经开始批量供应，最主要优势为技术优势。公司的客户包括宁德时代、比亚迪、松下、三星、LGES等国内外主流锂电池企业，客户优质订单稳定。

➤ 积极布局海外市场，欧美需求持续释放

公司积极推进海外产线建设，23年7月，公司匈牙利首个海外锂电池隔膜生产基地投产，总产能超4亿平；23年8月，匈牙利工厂与全球大型锂电池生产商签订协议，约定2025-2033年向其供应不少于9.6亿平方米的锂电池隔膜；24年1月，公司调整美国锂电池隔膜项目投资额至2.76亿美元，规划总产能7亿平。随着海外交付能力不断提升，公司盈利能力有望进一步提升。

➤ 新型隔膜产品落地，助力公司迎来新机遇

24年1月，公司成功研发出一款新型隔膜产品——半固态电解质复合膜，该产品广泛适用于新能源汽车、3C、储能等领域电芯。相较于常规隔膜产品，在低温环境下，其放电性能表现突出，尤其是在-30℃的超低温环境下，能使成品电芯的放电容量保持率同比提升10%以上。这一突破为公司开拓新市场和新应用场景提供了机遇。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为132.76/152.55/179.07亿元，对应增速分别为5.44%/14.91%/17.38%；归母净利润分别为31.21/35.52/42.11亿元，对应增速分别为-21.99%/13.81%/18.57%，EPS分别为3.19/3.63/4.31元/股，PE分别为13/12/10倍。参照可比公司相对估值结果，我们给予公司24年18倍PE，目标价65.34元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车销量不及预期；行业竞争加剧

行业：电力设备/电池
投资评级：买入（维持）
当前价格：44.26元
目标价格：65.34元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	977.76/830.34
流通A股市值(百万元)	36,750.72
每股净资产(元)	27.49
资产负债率(%)	39.18
一年内最高/最低(元)	124.05/36.98

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
执业证书编号：S0590521100002
邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7982	12591	13276	15255	17907
增长率(%)	86.37%	57.73%	5.44%	14.91%	17.38%
EBITDA(百万元)	4174	6046	8277	9616	10465
归母净利润(百万元)	2718	4000	3121	3552	4211
增长率(%)	143.60%	47.20%	-21.99%	13.81%	18.57%
EPS(元/股)	2.78	4.09	3.19	3.63	4.31
市盈率(P/E)	15.2	10.4	13.3	11.7	9.8
市净率(P/B)	3.0	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	55.2	21.4	6.6	5.2	4.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月06日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1833	3954	1328	1526	1791	营业收入	7982	12591	13276	15255	17907
应收账款+票据	5300	7890	8922	10252	12035	营业成本	4002	6568	7860	9300	11148
预付账款	226	220	389	448	525	营业税金及附加	37	58	74	86	100
存货	1681	2463	3317	3925	4705	营业费用	74	74	53	61	72
其他	421	439	957	1098	1287	管理费用	626	1048	1069	1220	1442
流动资产合计	9463	14967	14914	17249	20343	财务费用	153	212	584	426	182
长期股权投资	4	5	7	8	10	资产减值损失	-11	-43	-45	-52	-61
固定资产	10878	14311	15803	17309	14210	公允价值变动收益	0	10	0	0	0
在建工程	1753	3585	5292	1000	1000	投资净收益	27	23	19	19	19
无形资产	561	1054	859	664	468	其他	110	148	87	78	67
其他非流动资产	3464	4701	4699	4697	4695	营业利润	3217	4769	3697	4208	4989
非流动资产合计	16660	23655	26659	23678	20383	营业外净收益	3	-4	-2	-2	-2
资产总计	26122	38623	41573	40927	40726	利润总额	3220	4765	3696	4206	4987
短期借款	4116	9528	7875	4460	479	所得税	333	553	399	454	539
应付账款+票据	1138	2330	2918	3453	4139	净利润	2887	4212	3296	3752	4448
其他	1680	1702	3086	3630	4335	少数股东损益	169	212	176	200	237
流动负债合计	6934	13559	13880	11543	8953	归属于母公司净利润	2718	4000	3121	3552	4211
长期带息负债	3216	4606	4229	2497	829	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	1435	1602	1602	1602	1602	成长能力					
非流动负债合计	4651	6209	5832	4099	2431	营业收入	86.37%	57.73%	5.44%	14.91%	17.38%
负债合计	11585	19768	19712	15642	11384	EBIT	124.52%	47.56%	-14.01%	8.25%	11.59%
少数股东权益	705	1128	1304	1504	1741	EBITDA	102.20%	44.85%	36.90%	16.18%	8.84%
股本	892	892	978	978	978	归属于母公司净利润	143.60%	47.20%	-21.99%	13.81%	18.57%
资本公积	7636	7685	7600	7600	7600	获利能力					
留存收益	5304	9148	11980	15203	19024	毛利率	49.86%	47.83%	40.80%	39.04%	37.75%
股东权益合计	14537	18854	21862	25284	29342	净利率	36.17%	33.45%	24.83%	24.59%	24.84%
负债和股东权益总计	26122	38623	41573	40927	40726	ROE	19.65%	22.57%	15.18%	14.93%	15.26%
						ROIC	21.36%	20.55%	12.66%	12.21%	14.36%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	44.35%	51.18%	47.41%	38.22%	27.95%
净利润	2887	4212	3296	3752	4448	流动比率	1.4	1.1	1.1	1.5	2.3
折旧摊销	801	1069	3998	4983	5296	速动比率	1.0	0.9	0.7	1.0	1.5
财务费用	153	212	584	426	182	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-524	-782	-854	-608	-780	应收账款周转率	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
营运资金变动	-2510	-5202	-600	-1059	-1438	存货周转率	2.4	2.7	2.4	2.4	2.4
其它	611	994	852	606	778	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
经营活动现金流	1419	504	7275	8100	8486	每股指标(元)					
资本支出	-3826	-5090	-7000	-2000	-2000	每股收益	2.8	4.1	3.2	3.6	4.3
长期投资	711	-295	0	0	0	每股经营现金流	1.5	0.5	7.4	8.3	8.7
其他	-601	-301	1	1	1	每股净资产	14.1	18.1	21.0	24.3	28.2
投资活动现金流	-3715	-5686	-6999	-1999	-1999	估值比率					
债权融资	2114	6802	-2030	-5147	-5649	市盈率	15.2	10.4	13.3	11.7	9.8
股权融资	6	0	85	0	0	市净率	3.0	2.3	2.0	1.7	1.5
其他	-507	-23	-958	-755	-572	EV/EBITDA	55.2	21.4	6.6	5.2	4.2
筹资活动现金流	1613	6779	-2902	-5903	-6222	EV/EBIT	68.3	26.0	12.8	10.7	8.6
现金净增加额	-686	1603	-2627	198	265						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 06 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼