



恩捷股份 002812.SZ

盈利能力短期承压 行业龙头地位稳固

基础数据:

截至 2024 年 4 月 25 日

当前股价	39.52 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	9.78 亿股
流通股本	8.30 亿股
总市值	386 亿元
流动市值	328 亿元

相对市场表现:



分析师:

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200514120002

联系电话: 010-68080680

研究助理 张烨童

zhangyetong@gwgsc.com

执业证书编号: S0200122050003

联系电话: 010-68099390

公司地址:

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

事件: 公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年公司实现营业收入120.42亿元,同比下降4.36%;实现归母净利润25.27亿元,同比下降36.84%;实现扣非归母净利润24.61亿元,同比下降35.90%;实现整体毛利率37.43%,较2022年下降10.40Pct。2024Q1公司实现营业收入23.28亿元,同比下降9.38%;实现归母净利润1.58亿元,同比下降75.64%;实现扣非归母净利润1.49亿元,同比下降76.25%;实现整体毛利率18.87%,较2023Q1下降了27.16Pct。

事件点评:

◆隔膜行业竞争加剧,公司锂电池隔膜盈利不及预期,涂布膜产品占比提升。2023年,公司锂电池隔膜出货62亿平方米,实现营业收入100.82亿元,较2022年同比微降5.22%,毛利率为39.83%,同比小幅下降。据测算,2023年,隔膜售价约为1.63元/平,单平净利约为0.43元/平,均较2022年有一定幅度的下降。我们认为,公司隔膜产品盈利能力下滑主要系行业内二三线产能释放,行业竞争加剧,公司为稳住市场份额主动调整经营策略,导致产品价格和盈利能力出现下滑,但其中产品附加值更高的涂布膜产品占比有所提升。2023年,公司仍保持行业龙头地位,隔膜产品的产能与出货量水平均居行业首位。展望未来,随着下半年行业低端产能逐步出清,行业供需结构逐步企稳,叠加公司多举措降本增效,其隔膜产品价格和盈利能力有望得到修复。

◆公司持续加强研发投入,巩固提升公司核心竞争力。2023年,公司经营业绩承压,但研发费用为7.27亿元,较2022年7.24亿元不减反增,研发费用率为6.04%;2024Q1,公司研发费用为1.53亿元,研发费用率为6.58%,充分体现公司对于新技术、新产品的研发强度和重视力度。2023年,由公司自主研发的新一代动力用超高强度高孔隙率基膜已进入了推广阶段;新一代低闭孔温度高安全性隔膜实现了量产;半固态电解质涂层隔膜及多种高端涂层隔膜项目中2条生产产线已进入试生产环节。公司通过持续迭代新产品,进行研发超前投入,有望给客户



相关报告：

公司研究：恩捷股份（002812）——湿法隔膜龙头积极扩产 多重优势巩固行业地位_2022.11.15

年报点评：恩捷股份（002812）——四季度业绩承压 全年业绩符合预期_黄文忠、张焯童_2023.03.07

中报点评：恩捷股份（002812）——2023H1 盈利能力下滑 研发投入持续提升_黄文忠、张焯童_2023.08.29

提供超额价值，加深与客户之间的合作，增强客户粘性，持续提升公司核心竞争力。

◆海外基地建设进展顺利，预计23年下半年至24年开始量产，全球市场份额有望进一步提升。2023年，公司看好海外市场增长空间，积极进行海外布局。境外销售收入实现20.17亿元，同比大幅增长51.45%，占总营收比重由2022年10.58%提升至16.75%。2023年，公司匈牙利锂电池隔膜生产基地已建设完成，首条涂布膜产线已开机，首条基膜产线已贯通，预计将自2024年起快速响应欧洲等地客户的需求。此外，为加快公司美国锂电池隔离膜项目的进程，以快速响应北美地区客户的需求，提升公司隔膜产品的全球市场份额，公司于2024年1月将投资额调整为约2.76亿美元，建设14条年产能共计7亿平方米锂电池涂布隔膜产线。

◆BOPP薄膜业务稳中有升，无菌包装业务增幅较大。2023年，公司BOPP薄膜业务稳定发展，实现营业收入同比增长11.28%；公司积极开拓无菌包装业务市场，无菌包装产品销量快速增长，实现营业收入7.78亿元，同比增长25.47%，实现销量超40亿个，同比增长超30%。公司无菌包装产品具有热封性能优异，上机适应性强，灌装损耗低等特点，产品质量、性能指标均已达到行业领先水平，未来公司将持续加强市场开拓，与大型乳品企业共同把握市场增长机会，实现无菌包装业务快速发展。

投资建议：

我们下调业绩预测，预计公司2024-2026年的归母净利润分别为34.35/56.13/76.12亿元（2024-2025前次预测值为59.60/71.89亿元），EPS分别为3.51/5.74/7.79元，当前股价对应PE分别为11.25/6.88/5.08倍。考虑到公司作为全球隔膜市场龙头企业，生产规模全球领先，短期视角行业因供求关系调整盈利能力承压，长期视角公司凭借有望凭借在线涂覆比例提高、海外市场拓展等优势提高盈利能力，因此维持“买入”评级。



风险提示：

下游需求不及预期风险；海外基地产能释放不及预期风险；市场竞争加剧风险；公司盈利能力不及预期风险。

主要财务数据及预测：

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,042.23	16,114.08	21,800.41	25,348.63
增长率(%)	-4.36	33.81	35.29	16.28
归母净利润（百万元）	2,526.69	3,434.68	5,613.35	7,612.40
增长率(%)	-36.84	35.94	63.43	35.61
EPS（元）	2.58	3.51	5.74	7.79
市盈率（P/E）	15.29	11.25	6.88	5.08
市净率(P/B)	1.44	1.24	1.06	0.89

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	利润表	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,835.53	5,132.44	6,943.58	8,073.71	营业收入	12,042.23	16,114.08	21,800.41	25,348.63
应收账款	6,719.70	11,049.90	12,990.23	14,962.65	营业成本	7,535.22	9,780.97	12,178.79	12,946.45
预付账款	175.61	338.21	301.57	378.54	营业税金及附加	74.77	100.05	135.35	157.38
存货	3,000.56	4,091.96	4,739.30	4,648.61	营业费用	89.34	120.86	163.50	190.11
其他	2,560.53	2,910.27	3,221.01	3,322.40	管理费用	383.42	725.13	872.02	887.20
流动资产合计	16,291.93	23,522.79	28,195.69	31,385.91	财务费用	727.48	1,047.42	1,417.03	1,647.66
长期股权投资	3.21	3.21	3.21	3.21	研发费用	238.64	306.17	414.21	481.62
固定资产	19,380.33	18,149.66	16,919.00	15,688.34	资产减值损失	-186.38	-100.00	-50.00	-50.00
在建工程	6,194.67	6,394.67	6,594.67	6,794.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,119.34	1,091.93	1,064.46	1,036.95	投资净收益	16.78	20.00	20.00	20.00
其他	4,211.44	4,210.98	4,210.91	4,210.91	其他	861.21	1,003.22	1,272.83	1,503.46
非流动资产合计	30,908.99	29,850.46	28,792.26	27,734.08	营业利润	3,029.23	4,157.70	6,793.72	9,212.40
资产总计	47,200.92	53,373.25	56,987.95	59,119.99	营业外收入	2.52	3.00	3.00	3.00
短期借款	7,290.69	7,447.90	8,382.07	4,648.58	营业外支出	5.40	5.00	5.00	5.00
应付账款	1,757.89	3,016.77	2,928.41	3,391.50	利润总额	3,026.34	4,155.70	6,791.72	9,210.40
其他	2,481.17	2,721.65	2,956.25	2,881.54	所得税	376.13	540.24	882.92	1,197.35
流动负债合计	11,529.76	13,186.31	14,266.73	10,921.63	净利润	2,650.21	3,615.46	5,908.79	8,013.05
长期借款	4,685.32	4,685.32	1,830.76	0.00	少数股东损益	123.53	180.77	295.44	400.65
应付债券	435.90	435.90	435.90	435.90	归属于母公司净利润	2,526.69	3,434.68	5,613.35	7,612.40
其他	1,867.71	1,867.71	1,867.71	1,867.71	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	6,988.92	6,988.92	4,134.37	2,303.61	成长能力 (同比增速)				
负债合计	18,518.68	20,175.24	18,401.11	13,225.23	营业收入	-4.36%	33.81%	35.29%	16.28%
少数股东权益	1,755.74	1,936.51	2,231.95	2,632.60	营业利润	-36.49%	37.25%	63.40%	35.60%
股本	977.75	977.76	977.76	977.76	归属于母公司净利润	-36.84%	35.94%	63.43%	35.61%
资本公积	15,070.95	15,822.31	15,822.31	15,822.31	获利能力				
留存收益	26,415.85	30,283.74	35,377.13	42,284.39	毛利率	37.43%	39.30%	44.14%	48.93%
其他	-15,538.06	-15,822.31	-15,822.31	-15,822.31	净利率	20.98%	21.31%	25.75%	30.03%
股东权益合计	28,682.24	33,198.01	38,586.84	45,894.76	ROE	9.38%	10.99%	15.44%	17.60%
负债和股东权益总计	47,200.92	53,373.25	56,987.95	59,119.99	ROIC	11.17%	11.40%	16.75%	21.57%
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	2,667.45	727.55	4,847.69	8,063.14	资产负债率	39.23%	37.80%	32.29%	22.37%
资本支出	8,973.24	202.00	202.00	202.00	流动比率	1.41	1.78	1.98	2.87
长期投资	-1.81	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.15	1.47	1.64	2.45
其他	-16,961.56	-384.00	-384.00	-384.00	营运能力				
投资活动现金流	-7,990.12	-182.00	-182.00	-182.00	应收账款周转率	1.81	1.81	1.81	1.81
债权融资	13,507.47	13,664.67	11,744.29	6,180.03	存货周转率	4.41	4.54	4.94	5.40
股权融资	6,904.00	1,007.43	-319.09	-386.51	总资产周转率	0.28	0.32	0.40	0.44
其他	-15,274.54	-13,920.74	-14,279.75	-12,544.54	每股指标 (元)	2023	2024E	2025E	2026E
筹资活动现金流	5,136.92	751.36	-2,854.55	-6,751.01	每股收益	2.58	3.51	5.74	7.79
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.73	0.74	4.96	8.25
现金净增加额	-185.75	1,296.91	1,811.13	1,130.13	每股净资产	27.54	31.97	37.18	44.25

资料来源: Wind, 长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。