

恩捷股份 (002812)

2023 年报及 2024 年一季报点评：隔膜盈利 24Q1 基本触底，持续优化产品结构

2024 年 04 月 26 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书：S0600123040064  
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12,591	12,042	14,271	18,562	23,622
同比 (%)	57.73	(4.36)	18.51	30.07	27.26
归母净利润 (百万元)	4,000	2,527	1,508	2,189	3,200
同比 (%)	47.20	(36.84)	(40.33)	45.21	46.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.09	2.58	1.54	2.24	3.27
P/E (现价&最新摊薄)	9.66	15.29	25.63	17.65	12.07

投资要点

■ 23Q4 业绩基本符合预期，24Q1 不及预期。公司 23 年营收 120 亿元，同减 4%；归母净利 25 亿元，同降 37%，毛利率 37%，同减 10pct；其中 23Q4 营收 29 亿元，同环比-11%/-16%，归母净利 4 亿元，同环比-52%/-50%，23Q4 毛利率 28%，同环比-14pct/-7pct，23Q4 业绩基本符合预期。24Q1 营收 23 亿元，同环比-9%/-21%，归母净利 2 亿元，同环比-76%/-63%，毛利率 19%，同减 27pct，环减 10pct，不及预期。

■ 23 年均价同降 14%，24 年出货预计可维持 35%-40% 增长。公司 23 年隔膜收入 101 亿元，同降 10%，毛利率 38%，同减 12pct，其中海外营收 20 亿元，占比 17%，同增 6pct，毛利率 41%，同降 12pct。23 年出货 49.5 亿平，同增 4%，对应均价 2.31 元/平 (含税)，同降 14%，其中 23Q4 我们预计出货约 12.5 亿平，环降约 17%，我们预计 24Q1 出货约 12.5 亿平，环比基本持平，24 年出货有望达 65-70 亿平，同比维持 35%-40% 增长。

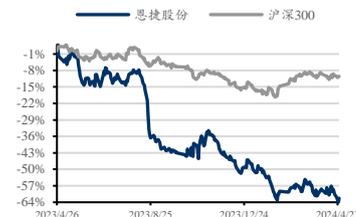
■ 24Q1 单平盈利大幅下滑、预计 24 全年单平盈利下降至 0.2 元+。我们测算 23 年隔膜单平扣非净利 0.5 元左右，同降 38%，其中 23Q4 单平扣非净利 0.3 元左右，环降 37%，主要系公司主动降价策略 Q4 充分体现，24Q1 单平扣非净利 0.12 元，环降 60%，其中奖金影响约 1 亿元利润，若加回，我们测算单平经营性利润为 0.2 元，环降 33%。目前湿法隔膜已处于价格底部，Q2 起伴随公司产能利用率恢复，海外出货占比逐步提升，且降价后公司向大客户出货中涂覆占比提升，进一步提升整体涂覆膜占比，一定程度对冲价格压力，我们预计 24 年隔膜单平盈利下降至 0.2 元+。

■ 23 年经营现金流亮眼，存货持续提升。23 年期间费用 14 亿元，同增 8%，费用率 12%，同增 1pct，其中 23Q4 期间费用 3 亿元，同环比-43%/-20%，费用率 10%，同环比-6/-0.4pct，24Q1 期间费用 3 亿元，同环比-17%/+15%，费用率 15%，同环比-2/+5pct。23 年公司经营性净现金流 27 亿元，同增 430%，24Q1 经营性净现金流 5 亿元，同减 37%。24Q1 末存货 34 亿元，较 23 年底增 13%，我们预计对应约 19 亿平存货 (含 B 品)。

■ 盈利预测与投资评级：考虑公司产品价格下降，我们下调公司 2024/2025 年，新增 2026 年归母净利润预测至 15.1/21.9/32.0 亿元 (2024-2025 年原预期为 39.40/50.22 亿元)，同比-40%/+45%/+46%，对应 PE 为 26/18/12 倍，考虑到公司为隔膜行业龙头，远期利润增速有望修复，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)	39.52
一年最低/最高价	36.00/112.27
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	32,808.63
总市值(百万元)	38,640.89

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.54
资产负债率(% ,LF)	38.61
总股本(百万股)	977.76
流通 A 股(百万股)	830.18

相关研究

《恩捷股份(002812)：2023 年三季报点评：以价换量推动份额提升，业绩符合市场预期》

2023-11-01

《恩捷股份(002812)：2023 年中报点评：1H 份额受侵蚀业绩低于预期，海外高增具备先发优势》

2023-08-25

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)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>16,292</b>	<b>17,665</b>	<b>20,965</b>	<b>25,526</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,042</b>	<b>14,271</b>	<b>18,562</b>	<b>23,622</b>
货币资金及交易性金融资产	3,836	3,459	2,945	3,084	营业成本(含金融类)	7,535	11,013	14,270	17,847
经营性应收款项	8,065	8,880	11,522	14,657	税金及附加	75	89	115	147
存货	3,001	3,922	5,082	6,356	销售费用	89	86	111	142
合同资产	0	0	0	0	管理费用	383	414	464	520
其他流动资产	1,391	1,404	1,415	1,429	研发费用	727	785	928	1,110
<b>非流动资产</b>	<b>30,909</b>	<b>31,124</b>	<b>31,119</b>	<b>30,949</b>	财务费用	239	154	162	199
长期股权投资	3	3	13	23	加:其他收益	209	214	223	283
固定资产及使用权资产	19,383	18,975	18,456	17,793	投资净收益	17	14	19	24
在建工程	6,207	6,707	7,107	7,507	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	1,119	1,242	1,345	1,428	减值损失	(190)	(142)	(136)	(132)
商誉	520	520	520	520	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>3,029</b>	<b>1,817</b>	<b>2,627</b>	<b>3,843</b>
其他非流动资产	3,676	3,676	3,676	3,676	营业外净收支	(3)	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>47,201</b>	<b>48,790</b>	<b>52,083</b>	<b>56,475</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,026</b>	<b>1,824</b>	<b>2,634</b>	<b>3,850</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,530</b>	<b>4,216</b>	<b>5,378</b>	<b>6,660</b>	减:所得税	376	237	329	481
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,386	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>2,650</b>	<b>1,587</b>	<b>2,305</b>	<b>3,369</b>
经营性应付款项	2,411	3,524	4,566	5,711	减:少数股东损益	124	79	115	168
合同负债	30	44	57	71	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,527</b>	<b>1,508</b>	<b>2,189</b>	<b>3,200</b>
其他流动负债	702	548	655	778	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.58	1.54	2.24	3.27
非流动负债	6,989	6,989	6,989	6,989	EBIT	3,251	1,885	2,673	3,857
长期借款	4,685	4,685	4,685	4,685	EBITDA	4,731	4,007	5,007	6,335
应付债券	436	436	436	436	毛利率(%)	37.43	22.83	23.12	24.45
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	20.98	10.56	11.79	13.55
其他非流动负债	1,868	1,868	1,868	1,868	收入增长率(%)	(4.36)	18.51	30.07	27.26
<b>负债合计</b>	<b>18,519</b>	<b>11,205</b>	<b>12,367</b>	<b>13,649</b>	归母净利润增长率(%)	(36.84)	(40.33)	45.21	46.19
归属母公司股东权益	26,926	35,750	37,766	40,707					
少数股东权益	1,756	1,835	1,950	2,119					
<b>所有者权益合计</b>	<b>28,682</b>	<b>37,585</b>	<b>39,716</b>	<b>42,826</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,201</b>	<b>48,790</b>	<b>52,083</b>	<b>56,475</b>					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,667	3,175	2,182	2,952	每股净资产(元)	27.49	33.58	35.47	38.24
投资活动现金流	(7,990)	(2,319)	(2,304)	(2,279)	最新发行在外股份(百万股)	978	978	978	978
筹资活动现金流	5,137	(1,232)	(402)	(544)	ROIC(%)	7.49	3.86	5.33	7.26
现金净增加额	(183)	(376)	(524)	128	ROE-摊薄(%)	9.38	4.22	5.80	7.86
折旧和摊销	1,480	2,123	2,334	2,478	资产负债率(%)	39.23	22.97	23.74	24.17
资本开支	(7,796)	(2,333)	(2,313)	(2,293)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.29	25.63	17.65	12.07
营运资本变动	(1,925)	(897)	(2,761)	(3,242)	P/B (现价)	1.44	1.18	1.11	1.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>