

单平净利承压，海外基地加速建设

2024 年 04 月 27 日

事件。2024 年 4 月 24 日，公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年公司全年实现营收 120.42 亿元，同比变动-4.36%，实现归母净利润 25.27 亿元，同比变动-36.84%，扣非后归母净利润 24.61 亿元，同比变动-35.90%。

24Q1 业绩拆分。营收和净利：公司 2024Q1 营收 23.28 亿元，同比-9.35%，环比-21.06%，归母净利润为 1.58 亿元，同比-75.65%，环比-57.64%，扣非后归母净利润为 1.49 亿元，同比-76.27%，环比-63.39%。**毛利率：**2024Q1 毛利率为 18.87%，同比-27.16pct，环比-9.56pct。**净利率：**2024Q1 净利率为 6.75%，同比-19.66pcts，环比-5.87pcts。**费用率：**公司 2024Q1 期间费用率为 14.99%，同比-1.48pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.77%、5.67%、6.57%、1.98%。

单平净利承压，核心产品研发提升竞争力。23 年公司隔膜出货 62 亿平，同比略有提升，对应营收 100.82 亿元，同比略有下滑。23 年全年单平净利约 0.37 元，24Q1 单平净利 0.1+元，一季度盈利承压明显，主要受到市场竞争加剧，产品价格下滑影响。产品方面，公司自主研发的动力用超高强度高孔隙率基膜已进入了推广阶段，第三代低闭孔温度高安全性基膜已完成客户审核，具备量产能力。半固体锂离子电导隔膜已实现小批量量产。此外，公司与卫蓝新能源、天目先导合作开发的半固态电解质涂层隔膜及多种高端涂层隔膜项目一期厂房已基本建设完成，2 条高性能涂布膜产线已开始试生产。

产能项目推进良好，海外占比持续上升。1) **国内：**重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目一期、苏州捷力年产锂电池涂覆隔膜 2 亿平方米项目已投产，重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目二期 7 条产线已投产。公司持续推进与 Celgard 合资建设干法锂电池隔膜项目，首条干法隔膜产线已于报告期内投产，其余产线陆续投放。2) **海外：**23 年公司国外地区实现营收 20.17 亿元，占比 16.75%，同比提升 6.17pcts。公司匈牙利基地完成建设，首条涂布膜产线已开机，预计于 2024 年起可快速响应欧洲客户需求。美国地区，公司于 2024 年 1 月将美国锂电池隔离膜项目投资额调整为约 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。随着公司产能陆续释放，全球市场份额有望进一步提升。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年实现营收 134.84、170.76、198.31 亿元，同比增速分别为 12.0%、26.6%、16.1%，归母净利润 18.24、25.74、34.22 亿元，同比增速分别为-27.8%、41.2%、32.9%，对应 PE 为 21、15、11 倍，考虑到公司积极打造一体化产业链，出海进程领先，维持“推荐”评级。

风险提示：隔膜行业竞争加剧，海外产能推进受阻，上游原材料价格波动超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,042	13,484	17,076	19,831
增长率 (%)	-4.4	12.0	26.6	16.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,527	1,824	2,574	3,422
增长率 (%)	-36.8	-27.8	41.2	32.9
每股收益 (元)	2.58	1.87	2.63	3.50
PE	15	21	15	11
PB	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

39.60 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

邮箱：zhaodan@mszq.com

研究助理 黎静

执业证书：S0100123030035

邮箱：lijing@mszq.com

相关研究

1.恩捷股份 (002812.SZ) 2023 年三季报点评：业绩符合预期，隔膜龙头地位稳固-2023/11/02

2.恩捷股份 (002812.SZ) 2023 年半年报点评：业绩不及预期，隔膜龙头海外布局领先-2023/08/27

3.恩捷股份 (002812.SZ) 2023 年一季报点评：业绩符合预期，隔膜龙头盈利能力强韧-2023/04/29

4.恩捷股份 (002812.SZ) 2022 年年报点评：业绩符合预期，隔膜龙头地位稳固-2023/03/04

5.恩捷股份 (002812.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 业绩符合预期，隔膜龙头单平净利再提升-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,042	13,484	17,076	19,831
营业成本	7,535	9,939	12,427	14,084
营业税金及附加	75	81	94	99
销售费用	89	94	111	119
管理费用	383	405	461	496
研发费用	727	809	973	1,091
EBIT	3,251	2,509	3,437	4,438
财务费用	239	339	391	391
资产减值损失	-186	-20	-10	-10
投资收益	17	7	9	10
营业利润	3,029	2,157	3,045	4,047
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	3,026	2,157	3,045	4,047
所得税	376	237	335	445
净利润	2,650	1,919	2,710	3,602
归属于母公司净利润	2,527	1,824	2,574	3,422
EBITDA	4,731	4,536	5,534	6,625

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,836	410	383	1,150
应收账款及票据	7,481	9,010	10,733	11,082
预付款项	176	398	497	563
存货	3,001	3,605	3,959	4,237
其他流动资产	1,800	1,958	2,113	2,247
流动资产合计	16,292	15,381	17,685	19,279
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	19,380	19,910	19,232	18,368
无形资产	1,119	1,219	1,319	1,419
非流动资产合计	30,909	32,983	32,985	32,398
资产合计	47,201	48,364	50,670	51,676
短期借款	7,291	7,291	7,291	7,291
应付账款及票据	2,411	2,834	4,069	3,755
其他流动负债	1,828	1,925	2,088	2,203
流动负债合计	11,530	12,050	13,448	13,248
长期借款	4,685	4,685	4,685	4,685
其他长期负债	2,304	2,303	2,303	2,303
非流动负债合计	6,989	6,988	6,988	6,988
负债合计	18,519	19,038	20,437	20,237
股本	978	978	978	978
少数股东权益	1,756	1,852	1,987	2,167
股东权益合计	28,682	29,325	30,233	31,440
负债和股东权益合计	47,201	48,364	50,670	51,676

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.36	11.97	26.64	16.13
EBIT 增长率	-34.30	-22.81	36.97	29.13
净利润增长率	-36.84	-27.83	41.17	32.91
盈利能力 (%)				
毛利率	37.43	26.29	27.23	28.98
净利润率	20.98	13.52	15.08	17.25
总资产收益率 ROA	5.35	3.77	5.08	6.62
净资产收益率 ROE	9.38	6.64	9.11	11.69
偿债能力				
流动比率	1.41	1.28	1.31	1.46
速动比率	1.02	0.83	0.88	0.99
现金比率	0.33	0.03	0.03	0.09
资产负债率 (%)	39.23	39.36	40.33	39.16
经营效率				
应收账款周转天数	198.49	200.00	190.00	180.00
存货周转天数	130.52	120.00	110.00	105.00
总资产周转率	0.28	0.28	0.34	0.39
每股指标 (元)				
每股收益	2.58	1.87	2.63	3.50
每股净资产	27.54	28.10	28.89	29.94
每股经营现金流	2.73	2.39	4.36	5.27
每股股利	1.76	1.31	1.84	2.45
估值分析				
PE	15	21	15	11
PB	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.20	10.64	8.72	7.28
股息收益率 (%)	4.43	3.30	4.65	6.19

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,650	1,919	2,710	3,602
折旧和摊销	1,480	2,026	2,097	2,188
营运资金变动	-1,925	-1,998	-942	-1,037
经营活动现金流	2,667	2,342	4,263	5,149
资本开支	-7,796	-4,100	-2,100	-1,600
投资	-167	0	0	0
投资活动现金流	-7,990	-4,093	-2,091	-1,590
股权募资	8,036	0	0	0
债务募资	-845	-1	0	0
筹资活动现金流	5,137	-1,674	-2,199	-2,792
现金净流量	-183	-3,425	-27	767

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026