

锂电化学品

恩捷股份 (002812.SZ)

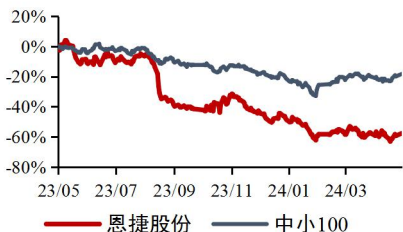
买入-A(维持)

隔膜盈利能力基本见底，海外布局进展顺利

2024年5月7日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年5月6日

收盘价(元):	43.24
年内最高/最低(元):	109.77/36.00
流通A股/总股本(亿):	8.30/9.78
流通A股市值(亿):	358.97
总市值(亿):	422.78

基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元):	0.16
摊薄每股收益(元):	0.16
每股净资产(元):	29.55
净资产收益率(%):	0.54

资料来源：最闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

杜羽枢

执业登记编码：S0760523110002

邮箱：duyushu@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**4月25日，恩捷股份发布2023年年报和2024年一季报，公司2023年实现营业收入120.4亿元，同比-4.4%，实现归母净利润25.3亿元，同比-36.8%；公司24年Q1实现营收23.3亿元，同比-9.4%，环比-21.1%，实现归母净利润1.6亿元，同比-75.6%，环比-57.6%。

事件点评

➢ **下半年净利润缩窄，现金流充沛。**2023年Q1-Q4公司实现季度归母净利润分别为6.5、7.6、7.5、3.7亿元，分别环比-26.2%、16.4%、-0.9%、-50.2%，受到下游去库和降本要求、行业产能集中释放、市场竞争加剧等因素影响，下半年净利润明显缩窄。公司持续投入研发，研发费用占比6.0%。2023年经营现金流量净额26.7亿元，同比+429.7%，系销售回款增加所致。固定资产由2023年期初143.1亿元增长至期末的193.8亿元，在建工程由2023年期初35.8亿元增长至期末的62.1亿元，系新建产线投入增加所致。公司实施分红回报投资者，2023年现金分红总额约20.5亿元，其中现金分红15亿元，回购股份金额约5.5亿元。

➢ **隔膜均价及盈利能力见底，公司市占率达历史新高。**公司2023年下半年和2024年Q1隔膜均价下滑，根据我们测算，2023年隔膜均价为2.04元/平米，Q4为1.95元/平米，2024年Q1为1.44元/平米；我们测算2023年隔膜单平净利为0.47元/平米，Q4为0.29元/平米，2024年Q1为0.12元/平米，公司在23年Q3开始降价扩大市场份额，23Q4市占率达约50%，24Q1达约60%，创历史新高。产能方面，2023年锂电池隔膜产能规模达约93.8亿平米，产量71.0亿平米，出货量62亿平米，其中，A品隔膜出货量49.5亿平米，估算2023年Q1-Q4出货量分别为10、12、15、12.5亿平米，24Q1为12.5亿平米。2023年期末库存为19.7亿平米，主要系公司大量备货所致，我们预计公司2024年实现出货量约60-70亿平。

➢ **涂覆膜占比持续提升，境外销售收入同比+51.5%，看好公司隔膜出口海外高增。**涂覆膜占比持续提升，2023年涂覆膜占整体出货量约达50%，我们预计2024年占比有望提升至60-70%，高毛利的涂覆膜产品占比提高将提升公司盈利能力。公司海外布局进展顺利，2023年实现境外收入20.2亿元，同比+51.5%。2023年公司海外客户占比达约20%，我们预计2024年海外客户占比有望提升至25%。海外产能建设方面，匈牙利基地一期规划4亿多平，有4条基膜产线和在线涂覆，此外有多条离线涂覆产线，目前已经量产供应，公司加速推进美国隔膜项目，投资额2.76亿美元，建设14条年产能供给7



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



亿平方米的锂电池涂布隔膜产线，预计明年开始量产供应，看好公司今年明年海外出货实现高增。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 13.1/23.3/34.9 亿元，对应公司 5 月 6 日收盘价 43.24 元，2024-2026 年 PE 分别为 32.3\18.1\12.1，公司业绩符合预期，我们认为，一方面，公司价格和盈利已见底，看好后续隔膜盈利修复，一方面，我们预计 24、25 年海外需求高增，随着公司海外出货放量，将带来公司业绩弹性，我们看好公司盈利修复和海外出货，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 下游需求不及预期，产能释放不及预期，原材料价格上涨或波动超预期，盈利水平不及预期。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,591	12,042	11,796	14,683	17,073
YoY(%)	57.7	-4.4	-2.0	24.5	16.3
净利润(百万元)	4,000	2,527	1,308	2,331	3,491
YoY(%)	47.2	-36.8	-48.2	78.2	49.8
毛利率(%)	47.8	37.4	24.4	30.5	36.1
EPS(摊薄/元)	4.09	2.58	1.34	2.38	3.57
ROE(%)	22.3	9.2	4.6	7.6	10.2
P/E(倍)	10.6	16.7	32.3	18.1	12.1
P/B(倍)	2.4	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	31.8	21.0	11.1	15.9	20.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14967	16292	19990	24395	29200
现金	3954	3836	7387	9517	10878
应收票据及应收账款	7197	7481	7265	9049	12291
预付账款	220	176	331	248	389
存货	2463	3001	3465	3933	3978
其他流动资产	1132	1800	1543	1648	1664
非流动资产	23655	30909	33455	35585	37475
长期投资	5	3	5	6	8
固定资产	14307	19380	21590	23558	25285
无形资产	1054	1119	1260	1423	1588
其他非流动资产	8290	10406	10601	10598	10595
资产总计	38623	47201	53445	59980	66675
流动负债	13559	11530	16962	21980	26094
短期借款	9528	7291	11773	16727	20253
应付票据及应付账款	2330	2411	3199	3221	3644
其他流动负债	1702	1828	1991	2033	2197
非流动负债	6209	6989	6426	5655	4727
长期借款	4605	5121	4559	3787	2859
其他非流动负债	1604	1868	1868	1868	1868
负债合计	19768	18519	23389	27635	30821
少数股东权益	1128	1756	1822	1939	2115
股本	892	978	978	978	978
资本公积	7685	15071	15071	15071	15071
留存收益	9192	11345	12625	14945	18465
归属母公司股东权益	17726	26926	28234	30406	33740
负债和股东权益	38623	47201	53445	59980	66675

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	504	2667	3703	2077	2959
净利润	4212	2650	1374	2447	3667
折旧摊销	1068	1478	1426	1670	1915
财务费用	212	239	145	265	310
投资损失	-23	-17	-2	-2	-1
营运资金变动	-5202	-1950	760	-2304	-2932
其他经营现金流	236	267	0	0	0
投资活动现金流	-5686	-7990	-3971	-3798	-3804
筹资活动现金流	6779	5137	-954	897	-3320
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.09	2.58	1.34	2.38	3.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	2.73	3.79	2.12	3.03
每股净资产(最新摊薄)	18.08	27.49	28.83	31.05	34.46

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12591	12042	11796	14683	17073
营业成本	6568	7535	8916	10202	10910
营业税金及附加	58	75	68	78	93
营业费用	74	89	105	116	129
管理费用	323	383	357	422	497
研发费用	724	727	708	881	1024
财务费用	212	239	145	265	310
资产减值损失	-51	-190	-92	-111	-131
公允价值变动收益	10	0	0	0	0
投资净收益	23	17	2	2	1
营业利润	4769	3029	1591	2832	4241
营业外收入	2	3	2	3	3
营业外支出	6	5	5	5	5
利润总额	4765	3026	1589	2829	4239
所得税	553	376	215	382	572
税后利润	4212	2650	1374	2447	3667
少数股东损益	212	124	67	116	176
归属母公司净利润	4000	2527	1308	2331	3491
EBITDA	6596	5169	3583	5247	7078

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	57.7	-4.4	-2.0	24.5	16.3
营业利润(%)	48.3	-36.5	-47.5	77.9	49.8
归属于母公司净利润(%)	47.2	-36.8	-48.2	78.2	49.8
获利能力					
毛利率(%)	47.8	37.4	24.4	30.5	36.1
净利率(%)	31.8	21.0	11.1	15.9	20.4
ROE(%)	22.3	9.2	4.6	7.6	10.2
ROIC(%)	14.3	7.7	3.9	5.8	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	51.2	39.2	43.8	46.1	46.2
流动比率	1.1	1.4	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	1.0	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	2.1	1.6	1.6	1.8	1.6
应付账款周转率	3.8	3.2	3.2	3.2	3.2
估值比率					
P/E	10.6	16.7	32.3	18.1	12.1
P/B	2.4	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	8.5	10.7	15.6	11.1	8.4

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

