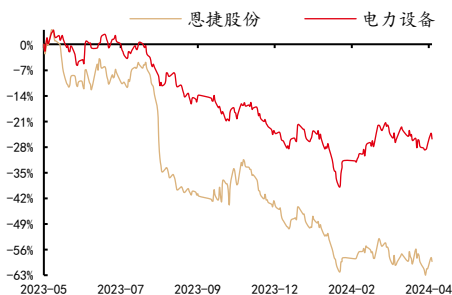


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	41.61
总股本/流通股本(亿股)	9.78 / 8.30
总市值/流通市值(亿元)	407 / 345
52周内最高/最低价	107.06 / 37.75
资产负债率(%)	39.2%
市盈率	15.53
第一大股东	Paul Xiaoming Lee

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:虞洁攀
SAC 登记编号:S1340523050002
Email:yujiepan@cnpsec.com

恩捷股份(002812)

行业竞争激烈，出清进行时盈利有所承压

● 投资要点

事件：恩捷股份披露 2023 年年报和 2024 年一季报。

公司经营业绩略有承压。2023 年，公司实现营收 120.42 亿元，同比-4.36%；实现归母净利 25.27 亿元，同比-36.84%；实现扣非归母净利 24.61 亿元，同比-35.90%。其中，2023Q4，公司营收 29.49 亿元，同比-10.95%，环比-16.34%；实现归母净利 3.73 亿元，同比-51.82%，环比-50.18%。2024Q1，公司营收 23.28 亿元，同比-9.38%，环比-21.07%；实现归母净利 1.58 亿元，同比-75.64%，环比-57.62%。

受行业供需等因素影响，隔膜产品售价有所下调导致公司毛利率走低。2023 年/23Q4/24Q1 公司毛利率分别为 37.43%/28.43%/18.87%。受到行业竞争加剧影响，公司隔膜产品售价有所调整，导致 2023 年起公司毛利率逐季度下滑，相比 2022 年超 40%的毛利率下滑程度较大。2023 年，公司隔膜产品产量 71 亿平，销量 62 亿平，库存量约 19 亿平。2023 年隔膜收入 100.8 亿元，同比降低 5.22%。

全球化布局继续推进，产品和客户结构有望优化。2023 年，公司境外销售收入 20 亿元，同比增长超 50%。公司匈牙利隔膜基地已完成建设，首条涂布膜产线已开机，首条基膜产线已贯通；美国市场初步规划建设 7 亿平涂布隔膜产线。随着公司海外布局的进一步落地，公司的产品和客户结构将继续优化。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入 136.70/180.43/225.23 亿元，同比增长 13.52%/31.99%/24.83%；预计归母净利润 17.24/26.17/33.45 亿元，同比增长-31.76%/51.79%/27.81%；对应 PE 分别为 23.60/15.55/12.16 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期；市场竞争加剧风险；国内外政策变化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12042	13670	18043	22523
增长率(%)	-4.36	13.52	31.99	24.83
EBITDA(百万元)	4730.58	5157.41	6778.44	8237.86
归属母公司净利润(百万元)	2526.69	1724.16	2617.02	3344.88
增长率(%)	-36.84	-31.76	51.79	27.81
EPS(元/股)	2.58	1.76	2.68	3.42
市盈率(P/E)	16.10	23.60	15.55	12.16
市净率(P/B)	1.51	1.13	1.05	0.97
EV/EBITDA	13.79	9.11	7.40	6.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	12042	13670	18043	22523	营业收入	-4.4%	13.5%	32.0%	24.8%
营业成本	7535	10034	12987	16154	营业利润	-36.5%	-32.1%	51.9%	27.8%
税金及附加	75	74	100	126	归属于母公司净利润	-36.8%	-31.8%	51.8%	27.8%
销售费用	89	99	128	162	获利能力				
管理费用	383	396	523	653	毛利率	37.4%	26.6%	28.0%	28.3%
研发费用	727	792	1059	1323	净利率	21.0%	12.6%	14.5%	14.9%
财务费用	239	423	408	472	ROE	9.4%	4.8%	6.8%	8.0%
资产减值损失	-186	0	0	0	ROIC	6.7%	4.2%	5.5%	6.5%
营业利润	3029	2057	3126	3996	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	39.2%	35.4%	36.1%	36.4%
营业外支出	5	0	0	0	流动比率	1.41	1.72	1.66	1.67
利润总额	3026	2057	3126	3996	营运能力				
所得税	376	243	374	479	应收账款周转率	1.81	1.93	2.09	2.03
净利润	2650	1815	2751	3516	存货周转率	4.41	3.93	3.99	3.93
归母净利润	2527	1724	2617	3345	总资产周转率	0.28	0.26	0.30	0.34
每股收益(元)	2.58	1.76	2.68	3.42	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.58	1.76	2.68	3.42
货币资金	3836	8281	6094	5012	每股净资产	27.54	36.83	39.51	42.93
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	7481	8213	10876	13631	PE	16.10	23.60	15.55	12.16
预付款项	176	324	383	475	PB	1.51	1.13	1.05	0.97
存货	3001	3955	5095	6363	现金流量表				
流动资产合计	16292	22907	24746	27967	净利润	2650	1815	2751	3516
固定资产	19380	24872	29248	32632	折旧和摊销	1480	2677	3245	3770
在建工程	6207	5296	3768	2774	营运资本变动	-1925	-844	-2881	-3022
无形资产	1119	1333	1544	1731	其他	463	344	488	520
非流动资产合计	30909	35739	38796	41373	经营活动现金流净额	2667	3992	3604	4786
资产总计	47201	58646	63542	69340	资本开支	-7796	-7471	-6302	-6347
短期借款	7291	7791	8291	8791	其他	-194	5	19	25
应付票据及应付账款	2411	3267	4268	5269	投资活动现金流净额	-7990	-7466	-6284	-6323
其他流动负债	1828	2240	2384	2664	股权融资	8036	7414	0	0
流动负债合计	11530	13298	14942	16724	债务融资	-845	1054	1000	1000
其他	6989	7489	7989	8489	其他	-2054	-549	-507	-545
非流动负债合计	6989	7489	7989	8489	筹资活动现金流净额	5137	7919	493	455
负债合计	18519	20787	22931	25212	现金及现金等价物净增加额	-183	4445	-2187	-1082
股本	978	1063	1063	1063					
资本公积金	15071	22450	22450	22450					
未分配利润	10946	12412	14636	17479					
少数股东权益	1756	1846	1980	2152					
其他	-68	89	482	983					
所有者权益合计	28682	37860	40611	44128					
负债和所有者权益总计	47201	58646	63542	69340					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048