

恩捷股份 (002812.SZ) / 电力设备

证券研究报告/公司点评

2024年9月4日

评级：增持（维持）

市场价格：27.51元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

Email: zhubr@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

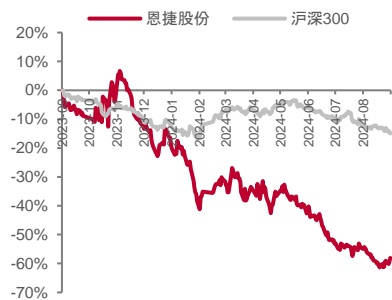
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,591	12,042	10,729	13,037	14,916
增长率 YoY%	58%	-4%	-11%	22%	14%
净利润（百万元）	4,000	2,527	656	1,054	1,319
增长率 YoY%	47%	-37%	-74%	61%	25%
每股收益（元）	4.09	2.58	0.67	1.08	1.35
每股现金流量	0.52	2.73	3.71	1.41	1.90
净资产收益率	21%	9%	2%	4%	4%
P/E	7	11	41	26	20
P/B	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9

备注：股价取自2024年9月4日收盘价

基本状况

总股本（百万股）	978
流通股本（百万股）	823
市价（元）	27.51
市值（百万元）	26,898
流通市值（百万元）	22,641

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件：**公司发布24年半年报，实现营收47.8亿元，同比下降14%；归母净利润2.9亿元，同比下降79%；扣非净利润2.6亿元，同比下降81%。24Q2公司营收24.6亿元，同比下降18%，环比增长6%；归母净利润1.3亿元，同比下降82%，环比下降16%；扣非净利润1.1亿元，同比下降85%，环比下降26%。
- **24H1 隔膜毛利率承压，产品价格较23年有较大幅度下降。**24H1公司锂电隔膜收入38.6亿元，同比下降17%；营业成本为31.1亿元，同比上升25%；毛利率19.5%，同比下降27.3个百分点。我们预计24H1公司隔膜出货同比维持较快增长，收入同比下滑主要由于产品价格较大幅度下降。根据起点研究数据，以9um湿法隔膜为例，24Q2均价为0.88元/平（含税），环比24Q1下降7%，同比23Q2下降27%。24H1公司有多项隔膜新项目投产，但是由于行业竞争加剧，未达到预期效益，导致营业成本增加较多。
- **公司隔膜的成本和研发处于行业领先水平。**公司隔膜单线产出、产品收率和良率处于行业领先水平，降低了单位折旧、能耗和人工成本。同时，公司持续改进辅料回收效率，使得辅料消耗量低于行业平均水平。公司研发布局覆盖了隔膜和涂布设备、隔膜制备工艺、原辅料改进、涂布工艺、浆料配方、回收及节能技术等。截止至24年6月30日，公司有效的专利授权447件，包含国际专利36件。
- **盈利预测：**考虑到隔膜价格大幅下降以及公司毛利率下滑，我们下调对公司的盈利预测。预计公司24-26年的归母净利润分别为6.6、10.5、13.2亿元（之前24-25年的预测值为48.3、58.9亿元），对应PE估值41、26、20倍。考虑到目前公司股价下跌已经反应盈利能力下滑的影响，24H1公司隔膜市占率维持行业第一，我们对公司维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期、市场竞争加剧、价格下降超预期等。

图表 1: 公司财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,836	3,219	3,911	4,475	营业收入	12,042	10,729	13,037	14,916
应收票据	761	678	824	943	营业成本	7,535	8,612	10,369	11,876
应收账款	6,720	5,903	7,071	8,046	税金及附加	75	43	52	60
预付账款	176	201	242	277	销售费用	89	86	91	82
存货	3,001	3,429	4,129	4,729	管理费用	383	408	456	462
合同资产	0	0	0	0	研发费用	727	644	756	835
其他流动资产	1,800	1,603	1,948	2,229	财务费用	239	380	335	357
流动资产合计	16,292	15,033	18,125	20,699	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
其他长期投资	8	8	8	8	资产减值损失	-186	-20	-20	-20
长期股权投资	3	3	3	3	公允价值变动收益	0	20	20	20
固定资产	19,380	18,146	17,074	16,153	投资收益	17	35	35	35
在建工程	6,195	6,295	6,295	6,195	其他收益	209	200	250	300
无形资产	1,119	1,101	1,085	1,070	营业利润	3,029	788	1,258	1,576
其他非流动资产	4,204	4,203	4,203	4,203	营业外收入	2	2	2	2
非流动资产合计	30,909	29,756	28,668	27,632	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	47,201	44,789	46,793	48,331	利润总额	3,026	785	1,255	1,573
短期借款	7,291	3,596	3,562	2,879	所得税	376	97	150	189
应付票据	803	918	1,105	1,265	净利润	2,650	688	1,105	1,384
应付账款	1,608	1,838	2,213	2,535	少数股东损益	124	32	51	65
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,526	656	1,054	1,319
合同负债	30	27	32	37	NOPLAT	2,859	1,021	1,400	1,698
其他应付款	150	150	150	150	EPS (按最新股本摊薄)	2.58	0.67	1.08	1.35
一年内到期的非流动负债	1,096	1,096	1,096	1,096					
其他流动负债	553	586	641	680	主要财务比率				
流动负债合计	11,530	8,209	8,798	8,641	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	4,685	5,191	5,697	6,203	成长能力				
应付债券	436	436	436	436	营业收入增长率	-4.4%	-10.9%	21.5%	14.4%
其他非流动负债	1,868	1,868	1,868	1,868	EBIT增长率	-34.4%	-64.3%	36.5%	21.3%
非流动负债合计	6,989	7,495	8,001	8,507	归母公司净利润增长率	-36.8%	-74.1%	60.7%	25.3%
负债合计	18,519	15,704	16,799	17,148	获利能力				
归属母公司所有者权益	26,926	27,297	28,154	29,278	毛利率	37.4%	19.7%	20.5%	20.4%
少数股东权益	1,756	1,788	1,839	1,904	净利率	22.0%	6.4%	8.5%	9.3%
所有者权益合计	28,682	29,084	29,994	31,182	ROE	8.8%	2.3%	3.5%	4.2%
负债和股东权益	47,201	44,789	46,793	48,331	ROIC	8.4%	3.2%	4.2%	5.0%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	39.2%	35.1%	35.9%	35.5%
					债务权益比	53.6%	41.9%	42.2%	40.0%
					流动比率	1.4	1.8	2.1	2.4
					速动比率	1.2	1.4	1.6	1.8
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
经营活动现金流	2,667	3,628	1,378	1,858	应收账款周转天数	198	212	179	182
现金收益	4,367	2,844	3,108	3,314	应付账款周转天数	80	72	70	72
存货影响	-537	-429	-700	-600	存货周转天数	131	134	131	134
经营性应收影响	-52	895	-1,335	-1,109	每股指标 (元)				
经营性应付影响	31	344	562	482	每股收益	2.58	0.67	1.08	1.35
其他影响	-1,142	-26	-258	-229	每股经营现金流	2.73	3.71	1.41	1.90
投资活动现金流	-7,990	-481	-627	-565	每股净资产	27.54	27.92	28.79	29.94
资本支出	-9,251	-622	-580	-538	估值比率				
股权投资	2	0	0	0	P/E	11	41	26	20
其他长期资产变化	1,259	141	-47	-27	P/B	1	1	1	1
融资活动现金流	5,137	-3,764	-59	-729	EV/EBITDA	51	82	74	69
借款增加	-1,484	-3,188	471	-177					
股利及利息支付	-719	-576	-564	-602					
股东融资	8,036	0	0	0					
其他影响	-696	0	34	50					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。