

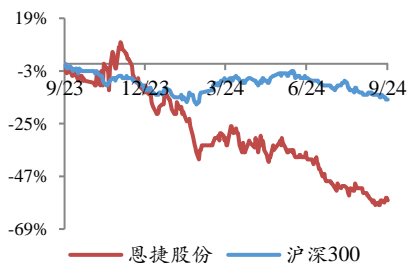
出货量稳步增加，隔膜降价拖累盈利

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2024-09-06

收盘价 (元)	26.65
近 12 个月最高/最低 (元)	72.03/25.13
总股本 (百万股)	978
流通股本 (百万股)	823
流通股比例 (%)	84.17
总市值 (亿元)	261
流通市值 (亿元)	219

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 张志邦

执业证书号: S0010523120004

邮箱: zhangzb@hazq.com

相关报告

1. 湿法隔膜站位稳固，海外布局持续推进 2024-06-20

主要观点:

● 事件: 公司发布 2024 年半年度报告

24 年 H1 实现营收 47.8 亿元, 同比-14.1%, 实现归母净利润 2.91 亿元, 同比-79.3%。其中, 锂电池隔离膜的营业收入 38.61 亿元, 同比-17.17%; 营业成本 31.09 亿元, 同比+25.36%; 毛利率为 19.48%, 同比-27.31%。

● 隔膜出货量稳步增加, 隔膜行业降价拖累盈利

24H1 公司膜类产品实现营收 41.31 亿元, 同比-16.67%, 毛利率为 19.10%, 同比下降 25.87pct, 系隔膜产品降价拖累膜类产品收入。其中, 锂电池隔膜实现营收 38.61 亿元, 同比-17.17%, 毛利率为 19.48%。出货量方面, 我们预计 24H1 出货 27-29 亿平, 单平价格约为 1.5 元/平, 较 23H1 约下降 0.5 元/平, 隔膜行业降价拖累公司盈利。

● 持续推进海外产能建设, 服务海外客户需求

24H1 实现海外营收 9.59 亿元, 占比 20%。匈牙利基地一期投建和客户验证导入为目前重点。24 年 6 月公告拟投建匈牙利二期项目, 规划建设 4 条全自动进口制膜及涂布产线, 总产能约 8 亿平/年。

● 研发高投入引领创新, 固态领域积极推进

公司 24 年 H1 研发投入 3.6 亿元, 占比 7.43%, 高投入推进研发。公司 2024 年 H1 成功研发出高孔隙率高强度基膜, 保证强度且显著提升离子电导率, 并推出多款功能性陶瓷涂布隔膜, 提升电池系统整体性能。目前, 江苏三合已投建 2 条产线, 具备半固态隔膜产品的量产能力。此外, 湖南恩捷的固态用高纯硫化锂产品已完成小试吨级年产能建设和运行, 并搭建完成百吨级硫化锂中试生产线。

● 投资建议

公司技术研发领先且规模效应显著, 我们预计公司 24/25/26 年公司归母净利润分别为 7/11/15 亿元, 对应 PE 为 36x/23x/17x, 维持买入评级。

● 风险提示: 市场竞争加剧风险, 产品价格下行风险, 投资项目风险等。

● 重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12042	10039	11212	14242
收入同比 (%)	-4.4%	-16.6%	11.7%	27.0%
归属母公司净利润	2527	728	1117	1503
净利润同比 (%)	-36.8%	-71.2%	53.4%	34.5%
毛利率 (%)	37.4%	22.9%	26.5%	27.6%
ROE (%)	9.4%	2.8%	4.2%	5.3%
每股收益 (元)	2.68	0.74	1.14	1.54
P/E	21.20	35.79	23.33	17.34
P/B	2.06	1.01	0.97	0.92
EV/EBITDA	13.79	15.00	12.70	11.27

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16292	16400	18203	20175	营业收入	12042	10039	11212	14242
现金	3836	5092	6060	5558	营业成本	7535	7743	8241	10308
应收账款	6720	5298	5762	7121	营业税金及附加	75	100	135	185
其他应收款	27	16	20	27	销售费用	89	80	78	142
预付账款	176	293	260	318	管理费用	383	602	673	854
存货	3001	3080	3217	3722	财务费用	239	107	123	129
其他流动资产	2534	2621	2884	3429	资产减值损失	-186	0	0	0
非流动资产	30909	33025	35056	36589	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	1	投资净收益	17	10	11	14
固定资产	19380	20126	20356	20092	营业利润	3029	880	1363	1854
无形资产	1119	1225	1317	1407	营业外收入	3	0	1	1
其他非流动资产	10406	11671	13381	15090	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	47201	49426	53259	56765	利润总额	3026	875	1359	1850
流动负债	11530	14175	15969	17205	所得税	376	109	183	268
短期借款	7291	9122	10791	11212	净利润	2650	766	1176	1582
应付账款	1608	1647	1890	2252	少数股东损益	124	38	59	79
其他流动负债	2631	3406	3288	3741	归属母公司净利润	2527	728	1117	1503
非流动负债	6989	7687	8551	9238	EBITDA	4731	2494	3067	3601
长期借款	4685	5358	6210	6887	EPS (元)	2.68	0.74	1.14	1.54
其他非流动负债	2304	2329	2341	2351					
负债合计	18519	21862	24520	26444					
少数股东权益	1756	1794	1853	1932					
股本	978	978	978	978					
资本公积	15071	14821	14821	14821					
留存收益	10878	9971	11088	12590					
归属母公司股东权益	26926	25770	26887	28389					
负债和股东权益	47201	49426	53259	56765					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2667	3846	2236	1749
净利润	2650	766	1176	1582
折旧摊销	1480	1512	1585	1622
财务费用	333	164	199	220
投资损失	-17	-10	-11	-14
营运资金变动	-1925	1588	-711	-1664
其他经营现金流	4723	-997	1886	3250
投资活动现金流	-7990	-3423	-3601	-3140
资本支出	-7796	-3659	-3613	-3159
长期投资	-167	-27	0	3
其他投资现金流	-27	263	13	16
筹资活动现金流	5137	833	2333	888
短期借款	-2237	1832	1669	421
长期借款	506	673	852	677
普通股增加	85	0	0	0
资本公积增加	7386	-250	0	0
其他筹资现金流	-603	-1421	-187	-209
现金净增加额	-183	1256	968	-502

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-4.4%	-16.6%	11.7%	27.0%
营业利润	-36.5%	-70.9%	54.9%	36.0%
归属于母公司净利	-36.8%	-71.2%	53.4%	34.5%
获利能力				
毛利率 (%)	37.4%	22.9%	26.5%	27.6%
净利率 (%)	21.0%	7.3%	10.0%	10.6%
ROE (%)	9.4%	2.8%	4.2%	5.3%
ROIC (%)	6.7%	2.0%	2.7%	3.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	39.2%	44.2%	46.0%	46.6%
净负债比率 (%)	64.6%	79.3%	85.3%	87.2%
流动比率	1.41	1.16	1.14	1.17
速动比率	1.02	0.81	0.81	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.21	0.22	0.26
应收账款周转率	1.81	1.67	2.03	2.21
应付账款周转率	4.53	4.76	4.66	4.98
每股指标 (元)				
每股收益	2.68	0.74	1.14	1.54
每股经营现金流(薄)	2.73	3.93	2.29	1.79
每股净资产	27.54	26.36	27.50	29.04
估值比率				
P/E	21.20	35.79	23.33	17.34
P/B	2.06	1.01	0.97	0.92
EV/EBITDA	13.79	15.00	12.70	11.27

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦 华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能 / 新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。