

恩捷股份 (002812.SZ)

增持（维持评级）

公司点评

证券研究报告

确收量超预期，盈利环比降低

业绩简评

10 月 29 日，公司公告 2024 年三季报。3Q24，公司实现收入 26.8 亿元，YoY/QoQ-24%/+9%；实现扣非净利 1.6 亿元，YoY/QoQ-78%/+43%。毛利率 21%，QoQ-2.2pct，扣非净利率 6%，QoQ+1.4pct。业绩符合预期。

经营分析

- 1、盈利随价格环降 14%，出货高增 33%。其他业务减亏。
 - 1) 量：Q3 公司出货 20 亿平，环增 33%。9 月已达 7 亿平+，10-11 略降至 6-7 亿平，预计 Q4 整体出货持平，目标 65 亿平 24 年确收，同增 33%。
 - 2) 价：测算公司 Q3 单平价格 1.1 元，环降 18%。主要降幅在今年 7 月前，8-10 月价格企稳；价格降幅集中在国内，海外较为稳定。
 - 3) 利：测算公司 Q3 单平利润 0.11 元，环降 14%，较价格幅度收窄。测算考虑加回干法&铝塑膜&咨询费用等，Q3 亏损预计有所收窄，以及扣除其他业务净利。
- 2、如何看隔膜赛道？竞争或为常态，利润还看海外。

虽面临行业竞争加剧，公司仍稳固龙头份额。此外，中长期利润空间在海外，25 年公司欧、美目标出货均大幅增长。公司美国项目进展顺利，预计 2024 年底完成送样认证。匈牙利一期已投产，H2 进入认证量产阶段。匈牙利工厂客户包括 ACC、T 等欧洲定点项目，美国工厂供应本土客户如松下等。

盈利预测、估值与评级

我们将“2024 年产能利用率触底”修正为“2024 年产能利用率逐季度提升”，按照电池投资时钟，对应板块是系统性行情。隔膜仍为锂电材料壁垒、格局较优环节之一。公司为全球隔膜龙头，预计 24、25 年归母净利润分别 6、10 亿元。维持“增持”评级。

风险提示

新能源汽车销量不及预期、行业竞争加剧等。

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：34.89 元

相关报告：

1. 《恩捷股份 1H24 业绩点评》，2024. 8. 28
2. 《恩捷股份 23A&1Q24 业绩点评》，2024. 4. 25



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,591	12,042	10,286	12,188	14,672
营业收入增长率	57.73%	-4.36%	-14.58%	18.49%	20.38%
归母净利润(百万元)	4,000	2,527	636	1,030	1,420
归母净利润增长率	47.20%	-36.84%	-74.82%	61.84%	37.91%
摊薄每股收益(元)	4.483	2.584	0.651	1.054	1.453
每股经营性现金流净额	0.56	2.73	5.42	2.64	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.57%	9.38%	2.29%	3.63%	4.86%
P/E	29.29	21.99	53.58	33.11	24.01
P/B	6.61	2.06	1.23	1.20	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	7,982	12,591	12,042	10,286	12,188	14,672
增长率		57.7%	-4.4%	-14.6%	18.5%	20.4%
主营业务成本	-4,002	-6,568	-7,535	-8,242	-9,685	-11,565
%销售收入	50.1%	52.2%	62.6%	80.1%	79.5%	78.8%
毛利	3,980	6,023	4,507	2,045	2,504	3,107
%销售收入	49.9%	47.8%	37.4%	19.9%	20.5%	21.2%
营业税金及附加	-37	-58	-75	-51	-59	-69
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-74	-74	-89	-72	-83	-97
%销售收入	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-216	-323	-383	-206	-236	-276
%销售收入	2.7%	2.6%	3.2%	2.0%	1.9%	1.9%
研发费用	-409	-724	-727	-463	-512	-558
%销售收入	5.1%	5.8%	6.0%	4.5%	4.2%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	3,244	4,843	3,232	1,253	1,613	2,108
%销售收入	40.6%	38.5%	26.8%	12.2%	13.2%	14.4%
财务费用	-153	-212	-239	-631	-529	-564
%销售收入	1.9%	1.7%	2.0%	6.1%	4.3%	3.8%
资产减值损失	-36	-51	-190	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	10	0	0	0	0
投资收益	17	4	-5	10	10	10
%税前利润	0.5%	0.1%	n.a	1.0%	0.7%	0.5%
营业利润	3,217	4,769	3,029	982	1,445	1,904
营业利润率	40.3%	37.9%	25.2%	9.5%	11.9%	13.0%
营业外收支	3	-4	-3	2	2	2
税前利润	3,220	4,765	3,026	984	1,447	1,906
利润率	40.3%	37.8%	25.1%	9.6%	11.9%	13.0%
所得税	-333	-553	-376	-148	-217	-286
所得税率	10.3%	11.6%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,887	4,212	2,650	836	1,230	1,620
少数股东损益	169	212	124	200	200	200
归属于母公司的净利润	2,718	4,000	2,527	636	1,030	1,420
净利率	34.0%	31.8%	21.0%	6.2%	8.4%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,887	4,212	2,650	836	1,230	1,620
少数股东损益	169	212	124	200	200	200
非现金支出	837	1,120	1,670	1,630	1,655	1,681
非经营收益	186	281	273	822	613	690
营运资金变动	-2,491	-5,110	-1,925	2,009	-922	-1,184
经营活动现金净流	1,419	504	2,667	5,298	2,576	2,807
资本开支	-3,991	-5,253	-7,796	-34	-698	-698
投资	711	-295	-167	-200	0	0
其他	-435	-138	-27	10	10	10
投资活动现金净流	-3,715	-5,686	-7,990	-224	-688	-688
股权募资	41	372	8,036	457	0	0
债权募资	2,315	7,259	-845	-4,601	860	1,493
其他	-744	-852	-2,054	-965	-1,037	-1,270
筹资活动现金净流	1,613	6,779	5,137	-5,109	-177	222
现金净流量	-686	1,603	-183	-35	1,712	2,342

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,833	3,954	3,836	3,801	5,512	7,854
应收款项	5,309	7,910	7,916	6,084	7,208	8,676
存货	1,681	2,463	3,001	2,839	3,336	3,983
其他流动资产	639	639	1,540	1,295	1,329	1,373
流动资产	9,463	14,967	16,292	14,018	17,385	21,886
%总资产	36.2%	38.8%	34.5%	32.1%	37.7%	44.1%
长期投资	122	124	100	100	100	100
固定资产	12,631	17,891	25,588	24,575	23,539	22,478
%总资产	48.4%	46.3%	54.2%	56.2%	51.0%	45.3%
无形资产	1,085	1,576	1,640	1,722	1,804	1,884
非流动资产	16,660	23,655	30,909	29,700	28,745	27,764
%总资产	63.8%	61.2%	65.5%	67.9%	62.3%	55.9%
资产总计	26,122	38,623	47,201	43,719	46,130	49,650
短期借款	4,500	10,386	8,386	4,844	5,704	7,197
应付款项	1,208	2,540	2,656	2,927	3,568	4,430
其他流动负债	1,226	634	488	305	397	512
流动负债	6,934	13,559	11,530	8,076	9,670	12,138
长期贷款	2,803	4,179	4,685	4,685	4,685	4,685
其他长期负债	1,848	2,030	2,304	1,236	1,236	1,236
负债	11,585	19,768	18,519	13,998	15,591	18,059
普通股股东权益	13,832	17,726	26,926	27,765	28,383	29,235
其中：股本	892	892	978	978	978	978
未分配利润	5,288	9,000	10,946	11,328	11,946	12,798
少数股东权益	705	1,128	1,756	1,956	2,156	2,356
负债股东权益合计	26,122	38,623	47,201	43,719	46,130	49,650

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	3.045	4.483	2.584	0.651	1.054	1.453
每股净资产	15.500	19.863	27.539	28.414	29.046	29.918
每股经营现金净流	1.590	0.564	2.728	5.418	2.635	2.871
每股股利	0.303	0.178	2.158	0.260	0.421	0.581
回报率						
净资产收益率	19.65%	22.57%	9.38%	2.29%	3.63%	4.86%
总资产收益率	10.40%	10.36%	5.35%	1.46%	2.23%	2.86%
投入资本收益率	12.99%	12.56%	6.66%	2.66%	3.29%	4.05%
增长率						
主营业务收入增长率	86.37%	57.73%	-4.36%	-14.58%	18.49%	20.38%
EBIT 增长率	131.18%	49.31%	-33.27%	-61.24%	28.78%	30.66%
净利润增长率	143.60%	47.20%	-36.84%	-74.82%	61.84%	37.91%
总资产增长率	26.98%	47.85%	22.21%	-7.38%	5.52%	7.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	153.9	158.9	201.2	181.1	181.1	181.1
存货周转天数	129.4	115.2	132.3	125.7	125.7	125.7
应付账款周转天数	51.1	65.9	80.6	80.6	80.6	80.6
固定资产周转天数	497.4	414.7	587.4	642.9	504.0	386.1
偿债能力						
净负债/股东权益	40.43%	58.49%	33.72%	20.74%	17.40%	14.13%
EBIT 利息保障倍数	21.2	22.9	13.5	2.0	3.1	3.7
资产负债率	44.35%	51.18%	39.23%	32.02%	33.80%	36.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	3	13	18	26
增持	0	1	7	11	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.35	1.38	1.11

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-04-27	买入	106.51	N/A
2	2024-04-25	增持	37.75	N/A
3	2024-08-28	增持	25.41	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806