

# 恩捷股份 (002812)

## 2024 年三季度报点评: Q3 出货增速亮眼, 业绩符合预期

2024 年 10 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 孙瀚博

执业证书: S0600123040064  
sunhb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	12591	12042	10919	13262	16286
同比 (%)	57.73	(4.36)	(9.33)	21.46	22.80
归母净利润 (百万元)	4,000.46	2,526.69	604.68	901.35	1,502.94
同比 (%)	47.20	(36.84)	(76.07)	49.06	66.74
EPS-最新摊薄 (元/股)	4.09	2.59	0.62	0.92	1.54
P/E (现价&最新摊薄)	8.52	13.49	56.38	37.83	22.68

### 投资要点

- **24Q3 业绩符合预期。**公司 24Q1-Q3 营收 74.6 亿元, 同-17.9%, 归母净利润 4.4 亿元, 同-79.4%, 毛利率 21%, 同-19.4pct, 归母净利率 5.9%, 同-17.7pct; 其中 24Q3 营收 26.8 亿元, 同环比-23.9%/+9.2%, 归母净利润 1.5 亿元, 同环比-79.6%/+14.7%, 毛利率 20.9%, 同环比-14.5/-2.2pct, 归母净利率 5.7%, 同环比-15.6/+0.3pct。
- **24Q3 出货环增 30%+, 25 年出货预计维持 20%-30% 增长。**我们测算公司 24Q1-Q3 出货 47-48 亿平, 其中 24Q3 我们预计出货 20 亿平, 环增 30%+, Q4 我们预计出货环比持平, 24 年出货有望达 67-68 亿平, 同比维持 30%+ 增长, 25-26 年可维持 20%-30% 增长。干法方面我们预计 Q3 出货 0.5 亿平+, 起量明显, 后续有望逐步减亏。海外方面, 匈牙利我们预计 25 年可贡献 3 亿平+ 出货, 后续将落地配套基膜产能, 美国涂覆产能我们预计 25 年释放, 25-26 年贡献海外客户增量。
- **24Q3 单平利润微降、预计 24 全年单平净利约 0.1 元。**我们测算 24Q3 年单平净利 0.08 元左右, 环比微降, 主要系干法隔膜、铝塑膜亏损影响约 1 亿元利润, 若加回, 我们测算单平经营性利润约 0.12 元+, 环降 30%-40%, 主要系产品降价影响, 且需求端国内客户占比提升, 盈利较海外差, 预计 24 全年单平净利约 0.1 元。湿法隔膜价格已处于底部, 后续我们预计有小幅降价压力, 行业缓慢出清, 我们预计公司通过涂覆占比提升、其他业务减亏、费用严控等措施, 一定程度对冲价格压力, 且海外产能释放后有望贡献盈利增量, 25-26 年盈利有望逐步修复。
- **费用环比改善、资本开支同环比大幅增长、存货微增。**公司 24Q1-Q3 期间费用 11.9 亿元, 同+5.1%, 费用率 16%, 同 3.5pct, 其中 Q3 期间费用 3.7 亿元, 同环比-3.1%/-23.3%, 费用率 13.7%, 同环比+2.9/-5.8pct; 24Q1-Q3 经营性净现金流 23 亿元, 同-24.8%, 其中 Q3 经营性现金流 7.4 亿元, 同环比-58.2%/-32.2%; 24Q1-Q3 资本开支 49.2 亿元, 同-4.6%, 其中 Q3 资本开支 27.2 亿元, 同环比+171.1/+80.2%; 24Q3 末存货 38.8 亿元, 较 Q2 末+8.7%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑产品降价, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预期至 6/9/15 亿元 (原预期 6.9/10.5/18.4 亿元), 同比-76%/+49%/+67%, 对应 PE 为 56/38/23 倍, 考虑到公司为隔膜行业龙头, 远期利润增速有望修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**销量不及预期, 盈利水平不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.89
一年最低/最高价	24.40/72.03
市净率(倍)	1.34
流通 A 股市值(百万元)	28,715.04
总市值(百万元)	34,093.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.02
资产负债率(% ,LF)	43.90
总股本(百万股)	977.18
流通 A 股(百万股)	823.02

### 相关研究

《恩捷股份(002812): 2024 年中报点评: Q2 新增费用影响利润, 业绩基本符合预期》

2024-08-28

《恩捷股份(002812): 2024H1 业绩预告点评: Q2 新增费用影响利润【勘误版】》

2024-07-08

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>16,292</b>	<b>15,927</b>	<b>17,508</b>	<b>19,895</b>	<b>营业总收入</b>	<b>12,042</b>	<b>10,919</b>	<b>13,262</b>	<b>16,286</b>
货币资金及交易性金融资产	3,836	4,835	4,072	3,790	营业成本(含金融类)	7,535	8,642	10,650	12,859
经营性应收款项	8,065	6,620	8,241	10,116	税金及附加	75	68	82	101
存货	3,001	3,078	3,793	4,580	销售费用	89	98	119	147
合同资产	0	0	0	0	管理费用	383	546	371	391
其他流动资产	1,391	1,395	1,401	1,409	研发费用	727	710	756	847
<b>非流动资产</b>	<b>30,909</b>	<b>31,124</b>	<b>31,119</b>	<b>30,949</b>	财务费用	239	217	263	268
长期股权投资	3	3	13	23	加:其他收益	209	251	199	228
固定资产及使用权资产	19,383	18,975	18,456	17,793	投资净收益	17	11	13	16
在建工程	6,207	6,707	7,107	7,507	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	1,119	1,242	1,345	1,428	减值损失	(190)	(222)	(216)	(212)
商誉	520	520	520	520	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>3,029</b>	<b>679</b>	<b>1,026</b>	<b>1,716</b>
其他非流动资产	3,676	3,676	3,676	3,676	营业外净收支	(3)	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>47,201</b>	<b>47,051</b>	<b>48,626</b>	<b>50,843</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,026</b>	<b>686</b>	<b>1,033</b>	<b>1,723</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,530</b>	<b>3,366</b>	<b>4,079</b>	<b>4,868</b>	减:所得税	376	69	114	190
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,386	100	100	100	<b>净利润</b>	<b>2,650</b>	<b>617</b>	<b>920</b>	<b>1,534</b>
经营性应付款项	2,411	2,765	3,408	4,115	减:少数股东损益	124	12	18	31
合同负债	30	35	43	51	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,527</b>	<b>605</b>	<b>901</b>	<b>1,503</b>
其他流动负债	702	467	528	603	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.59	0.62	0.92	1.54
非流动负债	6,989	6,989	6,989	6,989	EBIT	3,251	855	1,283	1,942
长期借款	4,685	4,685	4,685	4,685	EBITDA	4,731	2,978	3,617	4,419
应付债券	436	436	436	436	毛利率(%)	37.43	20.86	19.69	21.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	20.98	5.54	6.80	9.23
其他非流动负债	1,868	1,868	1,868	1,868	收入增长率(%)	(4.36)	(9.33)	21.46	22.80
<b>负债合计</b>	<b>18,519</b>	<b>10,355</b>	<b>11,068</b>	<b>11,857</b>	归母净利润增长率(%)	(36.84)	(76.07)	49.06	66.74
归属母公司股东权益	26,926	34,928	35,772	37,169					
少数股东权益	1,756	1,768	1,786	1,817					
<b>所有者权益合计</b>	<b>28,682</b>	<b>36,696</b>	<b>37,559</b>	<b>38,986</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,201</b>	<b>47,051</b>	<b>48,626</b>	<b>50,843</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,667	4,575	1,925	2,436	每股净资产(元)	27.49	32.81	33.60	34.91
投资活动现金流	(7,990)	(2,322)	(2,310)	(2,287)	最新发行在外股份(百万股)	977	977	977	977
筹资活动现金流	5,137	(1,253)	(388)	(443)	ROIC(%)	7.49	1.83	2.70	3.97
现金净增加额	(183)	999	(773)	(293)	ROE-摊薄(%)	9.38	1.73	2.52	4.04
折旧和摊销	1,480	2,123	2,334	2,478	资产负债率(%)	39.23	22.01	22.76	23.32
资本开支	(7,796)	(2,333)	(2,313)	(2,293)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.49	56.38	37.83	22.68
营运资本变动	(1,925)	1,287	(1,821)	(2,061)	P/B (现价)	1.27	1.06	1.04	1.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>