

# 恩捷股份（002812.SZ）—2023年一季报业绩点评

增持

一季度成本费用增加影响隔膜利润，静待二季度盈利回暖

## 核心观点

**2023年Q1 盈利6.49亿元，环比下降16%。**2023Q1 公司实现营收25.68亿元（同比-0.9%，环比-22.4%），实现归母净利润6.49亿元（同比-29.1%，环比-16.2%）；23Q1 毛利率为46.03%，同比-2.51pct，环比+3.3pct；净利率为26.41%，同比-11pct，环比+2pct。

**23Q1 成本、费用增加影响隔膜利润。**我们估算公司Q1 隔膜单平净利为0.6元，同比-25%，环比持平，主要受到成本费用增加影响，主要原因包括：1) Q1 下游电池行业去库存，对公司产能利用率可能存在一定负面影响；2) Q1 各生产地延续执行天然气、电费能源费用冬季价格，可能影响企业生产成本；3) 公司Q1 计提奖金，发生大额管理费用（0.97亿元，同比+68%，环比+77%）；4) 一季度公司发生大额财务费用（1.02亿元，同比+1700%，环比-38%），主要为公司长短期借款所产生的利息费用，截至2023年一季度末公司累计短期借款87.75亿元，长期借款49.4亿元；5) 一季度研发费用支出较大，为2.03亿元（同比+89%，环比-31%），研发费用率为7.9%（同比+3.8pct，环比-1pct）。

**23Q1 受下游需求影响，隔膜出货量环比下降约20%。**隔膜出货量方面，我们估计2023Q1 公司隔膜出货10亿平，同比下降约10%，环比下降约20%，主要受到下游电池去库存影响，我们预计Q2 起随着电池排产改善及需求逐步复苏，出货量有望环比提升。

**隔膜龙头地位长期稳固。**截至2022年底公司隔膜产能为70亿平。我们预计至2023年底公司产能超过100亿平，预计23年公司出货量为60亿平，同比增加26%。单位盈利方面，目前隔膜行业依然保持供需紧平衡状态，隔膜产品报价保持稳定，伴随2023Q2 成本及费用端的修复，隔膜盈利有望回升，全年隔膜平均单平盈利有望保持0.7元以上。

**风险提示：**下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“增持”评级。我们考虑公司已公布业绩情况，隔膜行业竞争变化及下游需求的不确定性，下调盈利预测，预计2023-2025年实现归母净利润分别为45.04/54.12/57.94亿元（原预测为51.43/60.65/66.74亿元），同比增速分别为12.6%/20.1%/7.1%，摊薄EPS分别为5.05/6.07/6.50元，当前股价对应PE分别为20.6/17.2/16.0倍，维持“增持”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,982	12,591	14,312	16,834	19,814
(+/-%)	86.4%	57.7%	13.7%	17.6%	17.7%
归母净利润(百万元)	2718	4000	4504	5412	5794
(+/-%)	143.6%	47.2%	12.6%	20.1%	7.1%
每股收益(元)	3.06	4.48	5.05	6.07	6.50
EBIT Margin	40.6%	38.5%	40.2%	40.2%	36.7%
净资产收益率 (ROE)	19.6%	22.6%	21.6%	21.9%	20.2%
市盈率 (PE)	34.0	23.2	20.6	17.2	16.0
EV/EBITDA	25.7	19.1	12.9	11.3	10.5
市净率 (PB)	6.68	5.24	4.45	3.76	3.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

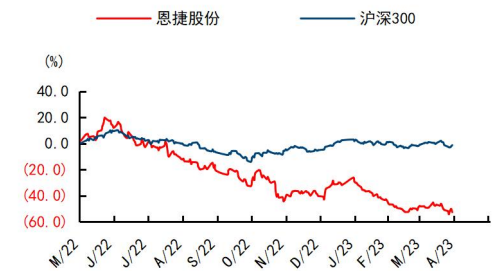
wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	104.10元
总市值/流通市值	92900/77489百万元
52周最高价/最低价	266.42/97.60元
近3个月日均成交额	1136.36百万元

### 市场走势



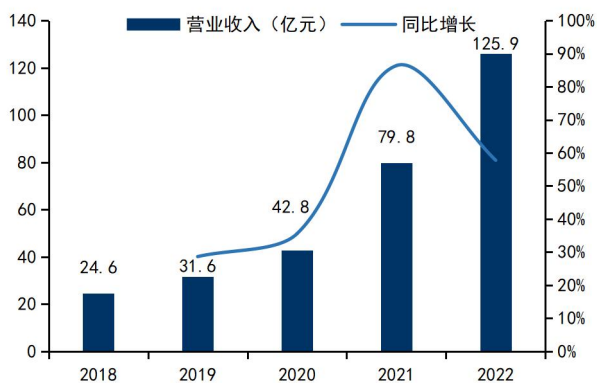
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《恩捷股份(002812.SZ)-Q4 成本、费用上升影响利润，隔膜龙头地位长期稳固》——2023-03-07
- 《恩捷股份(002812.SZ)-2022年三季报业绩点评-隔膜出货量稳步提升，客户结构优化带动盈利改善》——2022-10-26
- 《恩捷股份(002812.SZ)-2022半年报业绩点评-产能节奏稳步推进，产品、客户结构优化带动盈利提升》——2022-09-01
- 《恩捷股份(002812.SZ)-上游原料降价，关注隔膜盈利弹性》——2022-07-12
- 《恩捷股份-002812-2021年三季报点评：隔膜出货稳步增长，单平盈利维持高位》——2021-10-27

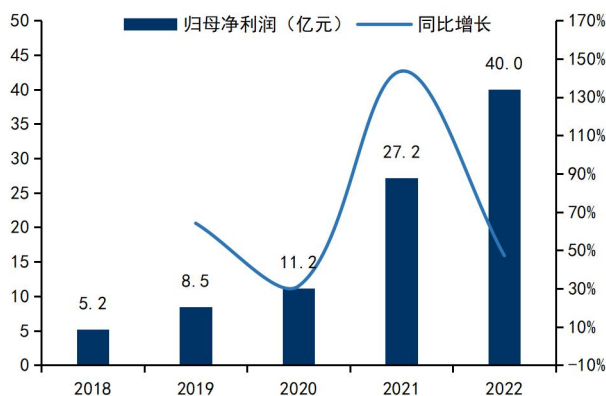
2023年Q1盈利6.49亿元,环比下降16%。2023Q1公司实现营收25.68亿元(同比-0.9%,环比-22.4%),实现归母净利润6.49亿元(同比-29.1%,环比-16.2%);23Q1毛利率为46.03%,同比-2.51pct,环比+3.3pct;净利率为26.41%,同比-11pct,环比+2pct。

图1: 公司年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



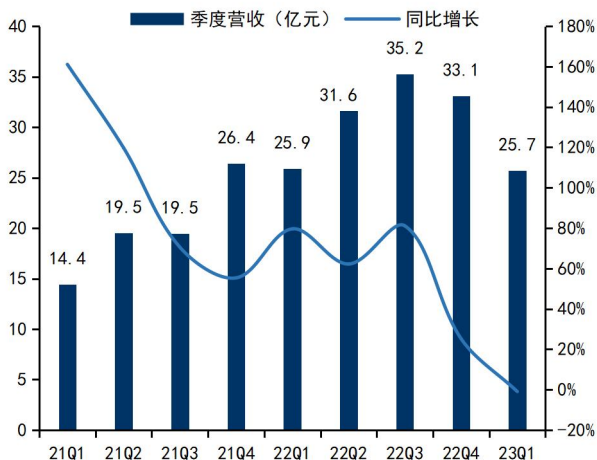
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



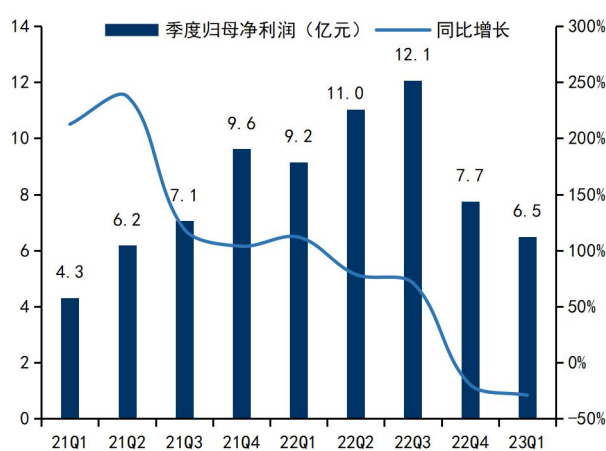
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



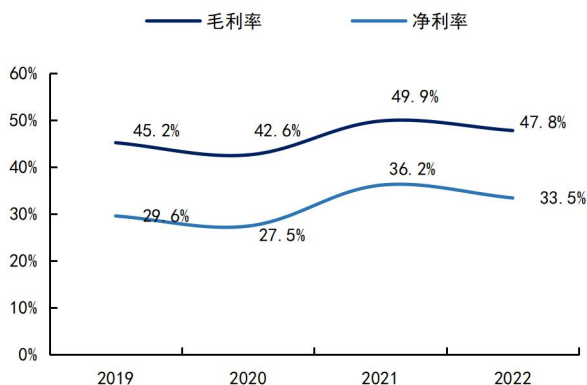
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



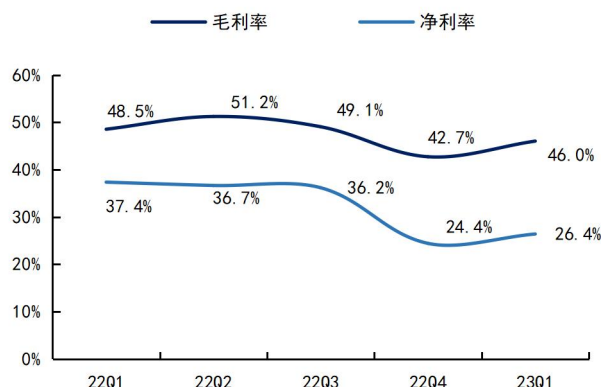
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

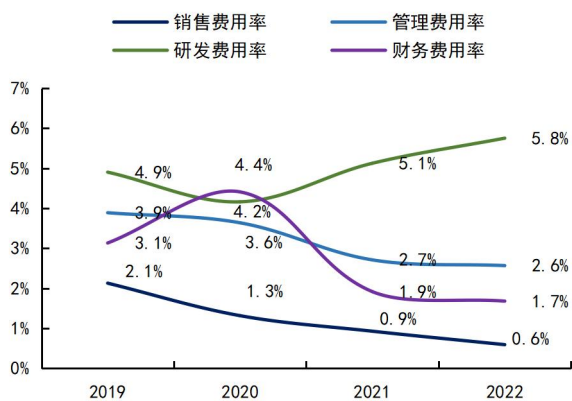
图6：公司单季度毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

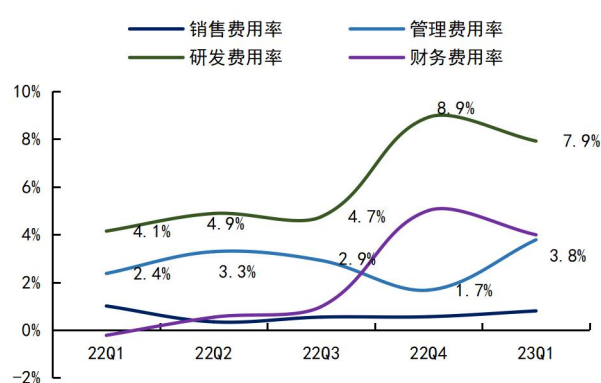
**23Q1 成本、费用增加影响隔膜利润。**我们估算公司 Q1 隔膜单平净利为 0.6 元，同比-25%，环比持平，主要受到成本费用增加影响，主要原因包括：1) Q1 下游电池行业去库存，对公司产能利用率可能存在一定负面影响；2) Q1 各生产地延续执行天然气、电费等能源费用冬季价格，可能影响企业生产成本；3) 公司 Q1 计提奖金，发生大额管理费用 (0.97 亿元，同比+68%，环比+77%)，23Q1 管理费用率为 3.8% (同比+1.4pct，环比+2.1pct)；4) 一季度发生大额财务费用 (1.02 亿元，同比+1700%，环比-38%)，23Q1 财务费用率为 4.0% (同比+4.2pct，环比-1pct)，主要为公司长短期借款所产生的利息费用，截至 2023 年一季度末公司累计短期借款 87.75 亿元，长期借款 49.4 亿元；5) 一季度研发费用支出 2.03 亿元 (同比+89%，环比-31%)，研发费用率为 7.9% (同比+3.8pct，环比-1pct)。

图7：公司年度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

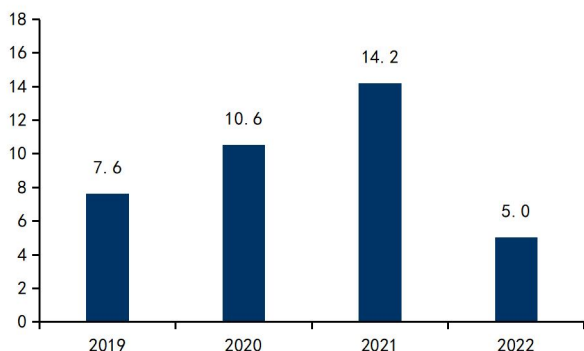
图8：公司单季度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

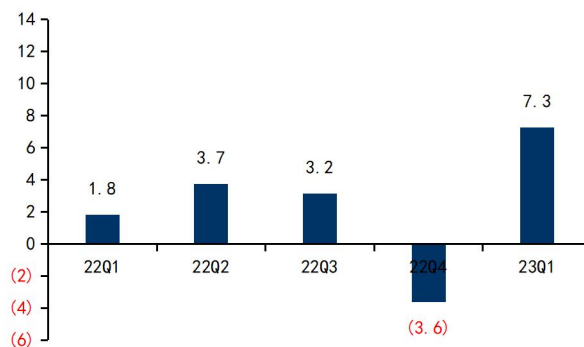
**公司经营活动现金流量较为健康。**2023 年 Q1 公司经营活动现金流量净额为 7.3 亿元，主要为公司收到前期销售应收款，截至 2023 年一季度末公司应收账款为 57.36 亿元，相比 2022 年末减少 8.24 亿元。

图9：公司年度经营活动现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度经营活动现金流量净额（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**23Q1 受下游需求影响，隔膜出货量环比下降约 20%。**隔膜出货量方面，我们估计 2023Q1 公司隔膜出货 10 亿平，同比下降约 10%，环比下降约 20%，主要受到下游电池去库存影响，我们预计 Q2 起随着电池排产改善及需求逐步复苏，出货量有望环比提升。

**隔膜龙头地位长期稳固。**截至 2022 年底公司隔膜产能为 70 亿平。展望 2023 全年，2023 年公司新增产能为重庆、江苏、湖北及匈牙利基地已布局产能，伴随公司新增产能逐渐落地，我们预计至 2023 年底公司产能超过 100 亿平，预计 23 年公司出货量为 60 亿平，同比增加 26%。单位盈利方面，目前隔膜行业依然保持供需紧平衡状态，隔膜产品报价保持稳定，伴随 2023Q2 成本及费用端的修复，隔膜盈利有望回升，全年隔膜平均单平盈利有望保持 0.7 元以上。

**投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。**我们考虑公司已公布业绩情况，隔膜行业竞争变化及下游需求的不确定性，下调盈利预测，预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 45.04/54.12/57.94 亿元(原预测为 51.43/60.65/66.74 亿元)，同比增速分别为 12.6%/20.1%/7.1%，摊薄 EPS 分别为 5.05/6.07/6.50 元，当前股价对应 PE 分别为 20.6/17.2/16.0 倍，维持“增持”评级。

表 4：可比公司估值表（2023 年 5 月 3 日）

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			PB(MRQ)	投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E				
603659.SH	璞泰来	52.22	726.3	2.4	2.7	3.0	21.9	19.6	17.6	4.9	增持		
300073.SZ	当升科技	53.51	266.4	4.4	5.0	5.7	12.2	10.7	9.4	2.4	买入		
002812.SZ	恩捷股份	104.10	929.0	5.05	6.07	6.5	20.6	17.2	16.0	5.5	增持		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1833	3954	2000	2500	3000	营业收入	7982	12591	14312	16834	19814
应收款项	4782	7218	5882	6918	8143	营业成本	4002	6568	7508	9027	11492
存货净额	1681	2463	1645	2014	2667	营业税金及附加	37	58	66	76	89
其他流动资产	1166	1244	859	673	793	销售费用	74	74	57	56	50
<b>流动资产合计</b>	<b>9463</b>	<b>14967</b>	<b>10386</b>	<b>12105</b>	<b>14603</b>	管理费用	216	323	357	345	359
固定资产	12631	17891	20871	25718	30062	研发费用	409	724	572	556	555
无形资产及其他	561	1054	1012	970	928	财务费用	153	212	436	429	487
投资性房地产	3464	4705	4705	4705	4705	投资收益	27	23	20	20	20
长期股权投资	4	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	0	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>26122</b>	<b>38623</b>	<b>36979</b>	<b>43503</b>	<b>50302</b>	其他收入	(310)	(619)	(572)	(556)	(555)
短期借款及交易性金融负债	4500	10386	6614	8693	11118	营业利润	3217	4769	5336	6367	6802
应付款项	1138	2330	1371	1678	1556	营业外净收支	3	(4)	10	10	10
其他流动负债	1296	843	538	648	848	<b>利润总额</b>	<b>3220</b>	<b>4765</b>	<b>5346</b>	<b>6377</b>	<b>6812</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6934</b>	<b>13559</b>	<b>8523</b>	<b>11019</b>	<b>13522</b>	所得税费用	333	553	641	765	817
长期借款及应付债券	3216	4605	4605	4605	4605	少数股东损益	169	212	200	200	200
其他长期负债	1435	1604	1704	1804	1904	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2718</b>	<b>4000</b>	<b>4504</b>	<b>5412</b>	<b>5794</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4651</b>	<b>6209</b>	<b>6309</b>	<b>6409</b>	<b>6509</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>11585</b>	<b>19768</b>	<b>14832</b>	<b>17428</b>	<b>20031</b>	净利润	2718	4000	4504	5412	5794
少数股东权益	705	1128	1268	1408	1548	资产减值准备	(7)	32	794	175	189
股东权益	13832	17726	20879	24667	28723	折旧摊销	797	1065	2611	3020	3510
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26122</b>	<b>38623</b>	<b>36979</b>	<b>43503</b>	<b>50302</b>	公允价值变动损失	(0)	(10)	0	0	0
						财务费用	153	212	436	429	487
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(2795)	(3597)	2170	(527)	(1631)
每股收益	3.06	4.48	5.05	6.07	6.50	其它	152	148	(654)	(35)	(49)
每股红利	0.44	0.67	1.51	1.82	1.95	<b>经营活动现金流</b>	<b>864</b>	<b>1638</b>	<b>9425</b>	<b>8045</b>	<b>7813</b>
每股净资产	15.59	19.87	23.41	27.65	32.20	资本开支	0	(6347)	(6343)	(8000)	(8000)
ROIC	14.07%	14.69%	14%	15%	14%	其它投资现金流	3	(87)	87	0	0
ROE	19.65%	22.57%	22%	22%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(6435)</b>	<b>(6256)</b>	<b>(8000)</b>	<b>(8000)</b>
毛利率	50%	48%	48%	46%	42%	权益性融资	(2)	372	0	0	0
EBIT Margin	41%	38%	40%	40%	37%	负债净变化	136	1376	0	0	0
EBITDA Margin	51%	47%	58%	58%	54%	支付股利、利息	(388)	(596)	(1351)	(1624)	(1738)
收入增长	86%	58%	14%	18%	18%	其它融资现金流	(903)	4985	(3772)	2079	2425
净利润增长率	144%	47%	13%	20%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1408)</b>	<b>6918</b>	<b>(5124)</b>	<b>455</b>	<b>687</b>
资产负债率	47%	54%	44%	43%	43%	<b>现金净变动</b>	<b>(541)</b>	<b>2121</b>	<b>(1954)</b>	<b>500</b>	<b>500</b>
股息率	0.4%	0.6%	1.5%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	2375	1833	3954	2000	2500
P/E	34.0	23.2	20.6	17.2	16.0	货币资金的期末余额	1833	3954	2000	2500	3000
P/B	6.7	5.2	4.4	3.8	3.2	企业自由现金流	0	(4598)	3500	456	276
EV/EBITDA	25.7	19.1	12.9	11.3	10.5	权益自由现金流	0	1763	(657)	2157	2272

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032