

## 恩捷股份 (002812.SZ)

强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

### 一季报业绩符合预期，短期费用扰动影响盈利

公司公告：2023年Q1公司实现营收、归母、扣非净利润约25.68、6.49、6.28亿元，分别同比减少0.9%、29%、28.5%。

- **Q1业绩符合预期。**公司Q1归母、扣非净利润分别同比下滑29%、28.5%，出现下滑主要系：1、财务、管理费用大幅增长，Q1合计约3亿元，同比增加约2亿元，主要来自22年奖金计提及长短债的增长。2、锂电行业去库，出货同比下滑。若加回奖金等费用整体上看，业绩符合预期。
- **下游需求扰动短期影响排产、盈利。**公司2023年Q1预计出货10亿平，同比下滑，主要系下游客户在去年底以及23Q1进行去库减产，部分产品的收入确认可能延迟，但整体上出货符合预期。预计23Q1公司单平净利润约0.63元，单平利润环比持平，同比出现下滑主要系，1、Q1隔膜价格有所下滑，估算环比下滑5%。2、Q1财务、管理费用由于银行贷款、奖金计提影响短期出现大幅上涨，影响利润，部分工人奖金可能计入生产成本。
- **无惧挑战，领先优势将维持。**公司在锂电隔膜领域仍将维持领先优势。公司隔膜产能规模仍领先行业，已在上海、珠海、无锡、江西、苏州、重庆等地布局隔膜生产基地，截止2022年底产能已达70亿平方米，预计2023年将达到100亿平，预计2023年将实现出货60-65亿平，同比增长30-40%。同时公司与Celgard的干法隔膜厂也将在2023年投产，在储能领域将实现较大突破。
- **盈利能力有望维持。**锂电中游材料价格在22-23年出现较大幅度下滑，而隔膜价格表现坚挺，预计在23年可能出现小幅下滑，但公司通过产能快速释放带来的成本摊销、在线涂覆产能释放带来的降本增效、以及涂覆比例的持续增长，预计公司2023年同类型产品单位盈利同比将保持相对稳定。
- **投资建议：**维持“强烈推荐”评级，预计2023年归母净利润51亿元。
- **风险提示：**产能扩张不达预期、海外客户开拓进展不及预期、竞争过于激烈导致盈利能力低于预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7982	12591	17778	23634	29332
同比增长	86%	58%	41%	33%	24%
营业利润(百万元)	3217	4769	6125	8136	10024
同比增长	144%	48%	28%	33%	23%
归母净利润(百万元)	2718	4000	5138	6825	8409
同比增长	144%	47%	28%	33%	23%
每股收益(元)	3.05	4.48	5.76	7.65	9.42
PE	32.9	22.4	17.4	13.1	10.6
PB	6.5	5.0	3.9	3.1	2.5

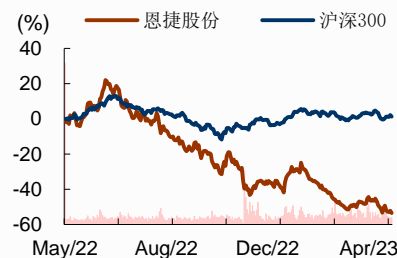
资料来源：公司数据、招商证券

#### 基础数据

总股本(万股)	89241
已上市流通股(万股)	74437
总市值(亿元)	895
流通市值(亿元)	747
每股净资产(MRQ)	20.6
ROE(TTM)	20.3
资产负债率	48.5%
主要股东	Paul Xiaoming Lee
主要股东持股比例	14.14%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-43	-49
相对表现	-8	-51	-53



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《恩捷股份(002812)一季报业绩符合预期，短期费用扰动影响盈利》2023-03-13
- 《恩捷股份(002812)一Q2业绩符合预期，海外布局加速推进》2022-09-05
- 《恩捷股份(002812)一业绩符合预期，出货量和盈利能力持续提升》2022-04-14

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

liuwei24@cmschina.com.cn

## 盈利预测

表 1: 收入结构预测

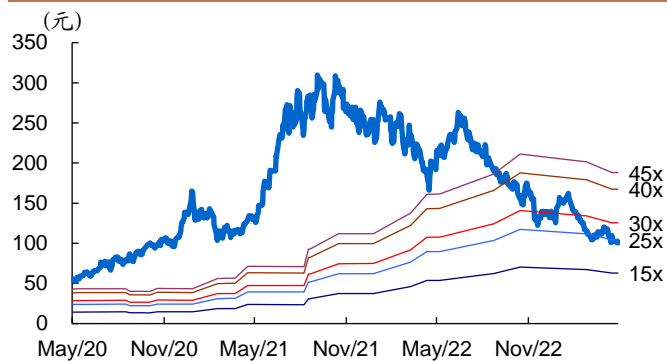
百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
上海恩捷营业收入	2891.4	6437.0	10996.0	15944.2	21524.7	26905.8
YoY	48%	123%	71%	45%	35%	25%
毛利率	52.4%	56.0%	50.0%	46.5%	46.0%	45.5%
原有业务营业收入	1,391.6	1,545.4	1,594.9	1,834.2	2,109.3	2,425.7
YoY	15%	11%	3%	15%	15%	15%
毛利率	22.4%	24.3%	32.9%	22.0%	22.0%	22.0%
营业总收入	4,283.0	7,982.4	12,590.9	17,778.4	23,634.0	29,331.5
YoY	36%	86%	58%	41%	33%	24%
毛利率	42.6%	49.9%	47.8%	44.0%	43.9%	43.6%

资料来源: 公司公告、招商证券

## 风险提示

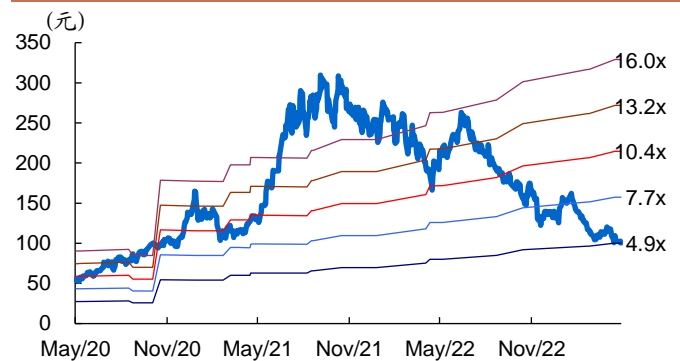
- 1、公司湿法新增产能还在建设中，同时海外设备供应商扩张不激进、国产设备量产推进也比较慢，可能有产能扩张进度不达预期的风险。
- 2、公司海外客户对品质等方面要求较高，可能存在开拓进展慢于预期的风险。
- 3、隔膜行业竞争对手的生产工艺 know-how 和量产效率也在快速提升，可能会因为竞争更加激烈导致价格存在下降的风险。

图 1: 恩捷股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 恩捷股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

**参考报告:**

- 点评报告: 年报业绩符合预期, 短期费用扰动影响盈利, 20230313
- 点评报告: Q2 业绩符合预期, 海外布局加速推进, 20220905
- 点评报告: 业绩符合预期, 出货量和盈利能力持续提升, 20220413
- 点评报告: 业绩略超预期, 出货量和盈利能力持续提升, 20220116
- 点评报告: 业绩基本符合预期, 盈利能力保持稳定, 20211026
- 点评报告: 业绩大幅增长, 继续扩张龙头地位稳固, 20210829
- 点评报告: 业绩符合预期, 出货量、盈利能力环比继续增长, 20210705
- 点评报告: 业绩符合预期, 继续保持积极扩张, 20210430
- 点评报告: 业绩符合预期, 动力消费齐增长, 20210322
- 点评报告: 三季度业绩符合预期, 动力、消费双轮驱动增长, 20201030
- 点评报告: 业绩符合预期, 下半年动力、消费领域双轮驱动增长, 20200829
- 点评报告: 业绩符合预期, 静待全球产业景气度修复, 20200428
- 点评报告: 业绩高增长, 海外销售有望持续放量, 20200317
- 点评报告: 业绩超预期, 海外占比提升、费用率下滑推动业绩增长, 20191023
- 点评报告: 业绩略超预期, 海外客户贡献正在增加, 20191009
- 深度报告: 业绩快速增长, 关注未来海外客户开拓进展, 20190825
- 点评报告: Q1 隔膜出货大增驱动业绩高增长, 20190506
- 深度报告: 业绩符合预期, 静待产能投放和海外客户继续突破, 20190501

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9463	14967	16966	22614	28033
现金	1833	3954	1179	1620	1945
交易性投资	5	10	10	10	10
应收票据	369	638	901	1197	1486
应收款项	4405	6560	9234	12276	15235
其它应收款	8	21	29	39	48
存货	1681	2463	3724	4960	6189
其他	1161	1322	1889	2512	3121
<b>非流动资产</b>	16660	23655	26780	29649	32282
长期股权投资	4	5	5	5	5
固定资产	10878	14307	17589	20600	23361
无形资产商誉	1081	1574	1417	1275	1148
其他	4697	7769	7769	7769	7769
<b>资产总计</b>	<b>26122</b>	<b>38623</b>	<b>43746</b>	<b>52263</b>	<b>60315</b>
<b>流动负债</b>	6934	13559	13273	15631	16194
短期借款	4116	9528	8679	9638	8794
应付账款	1138	2330	3533	4707	5873
预收账款	762	25	37	50	62
其他	918	1677	1023	1236	1465
<b>长期负债</b>	4651	6209	6209	6209	6209
长期借款	2803	4179	4179	4179	4179
其他	1848	2030	2030	2030	2030
<b>负债合计</b>	<b>11585</b>	<b>19768</b>	<b>19481</b>	<b>21840</b>	<b>22403</b>
股本	892	892	892	892	892
资本公积金	7482	7634	7634	7634	7634
留存收益	5458	9200	14338	20135	27180
少数股东权益	705	1128	1400	1761	2206
归属于母公司所有者权益	13832	17726	22864	28662	35706
<b>负债及权益合计</b>	<b>26122</b>	<b>38623</b>	<b>43746</b>	<b>52263</b>	<b>60315</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1419	504	3415	4993	7016
净利润	2887	4212	5410	7186	8854
折旧摊销	801	1068	1344	1600	1835
财务费用	221	276	200	200	200
投资收益	(27)	(23)	(189)	(189)	(189)
营运资金变动	(2455)	(5062)	(3366)	(3821)	(3700)
其它	(9)	33	16	17	16
<b>投资活动现金流</b>	(3715)	(5686)	(4283)	(4283)	(4283)
资本支出	(3996)	(5258)	(4472)	(4472)	(4472)
其他投资	280	(428)	189	189	189
<b>筹资活动现金流</b>	1613	6779	(1907)	(269)	(2409)
借款变动	1963	7023	(1707)	959	(844)
普通股增加	6	0	0	0	0
资本公积增加	160	152	0	0	0
股利分配	(150)	(270)	0	(1028)	(1365)
其他	(366)	(125)	(200)	(200)	(200)
<b>现金净增加额</b>	<b>(684)</b>	<b>1597</b>	<b>(2775)</b>	<b>441</b>	<b>324</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	7982	12591	17778	23634	29332
营业成本	4002	6568	9961	13269	16556
营业税金及附加	37	58	81	108	134
营业费用	74	74	105	140	173
管理费用	216	323	439	583	724
研发费用	409	724	1005	1336	1658
财务费用	153	212	200	200	200
资产减值损失	(35)	(51)	(51)	(51)	(51)
公允价值变动收益	0	10	10	10	10
其他收益	134	156	156	156	156
投资收益	27	23	23	23	23
<b>营业利润</b>	3217	4769	6125	8136	10024
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	3	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	3220	4765	6121	8132	10020
所得税	333	553	711	946	1166
少数股东损益	169	212	272	361	445
<b>归属于母公司净利润</b>	2718	4000	5138	6825	8409

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	86%	58%	41%	33%	24%
营业利润	144%	48%	28%	33%	23%
归母净利润	144%	47%	28%	33%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.9%	47.8%	44.0%	43.9%	43.6%
净利率	34.0%	31.8%	28.9%	28.9%	28.7%
ROE	21.8%	25.4%	25.3%	26.5%	26.1%
ROIC	15.7%	15.9%	15.8%	18.1%	19.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.3%	51.2%	44.5%	41.8%	37.1%
净负债比率	28.0%	37.7%	29.4%	26.4%	21.5%
流动比率	1.4	1.1	1.3	1.4	1.7
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	2.8	3.2	3.2	3.1	3.0
应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
应付账款周转率	3.5	3.8	3.4	3.2	3.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	3.05	4.48	5.76	7.65	9.42
每股经营净现金	1.59	0.56	3.83	5.59	7.86
每股净资产	15.50	19.86	25.62	32.12	40.01
每股股利	0.30	0.00	1.15	1.53	1.88
<b>估值比率</b>					
PE	32.9	22.4	17.4	13.1	10.6
PB	6.5	5.0	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	26.2	18.1	14.2	11.0	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**游家训：**浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

**赵旭：**中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

**张伟鑫：**天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。