

恩捷股份 (002812)

2023年三季报点评:以价换量推动份额提升,业绩符合市场预期

买入 (维持)

2023年11月01日

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

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@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	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,591	13,223	16,753	20,350
同比	58%	5%	27%	21%
归属母公司净利润 (百万元)	4,000	3,050	3,940	5,022
同比	47%	-24%	29%	27%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.09	3.12	4.03	5.14
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.83	20.77	16.08	12.61

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **Q3 业绩符合市场预期。**23 年 Q1-Q3 公司营收 90.93 亿元,同降 2.01%;归母净利 21.54 亿元,同降 33.24%;其中 Q3 营收 35.25 亿元,同比持平微增,环增 17.50%;归母净利 7.49 亿元,同环比-37.92%/-0.86%,扣非净利 7.10 亿元,同环比-39.36%/-0.84%。23Q3 毛利率为 35.35%,同环比-13.72/-6.00pct;归母净利率 21.25%,同环比-12.99/-3.93pct,业绩符合市场预期。

■ **Q3 出货环增 25%,全年出货预计同增近 20%。**我们预计公司 23 年 Q1-Q3 出货约 37 亿平,同增约 4%,其中 Q3 我们预计出货 15 亿平,同增约 20%,环增 25%。Q3 起公司接近满产,出货增速恢复,主要由于公司采取主动降价策略,大客户采购份额提升,Q4 新增产能释放,公司降价策略不变,出货我们预计超越行业增长,我们预计 23 年出货 55-57 亿平左右,同比增近 20%,我们预计 24 年出货近 75 亿平,同增 30%+。

■ **Q3 单平净利承压,后续海外市场支撑盈利水平。**我们测算 Q3 单平扣非净利近 0.5 元,环比 Q2 下降约 15%,由于隔膜二三线厂商扩产提速,产能过剩,我们预计 Q3 公司主动降价,Q4 降价充分体现,我们预计 Q4 盈利环比微降,23 年单平净利有望达 0.5 元+左右。23 年公司涂覆比例提升至 50%左右,海外客户占比进一步提升,看 24 年,虽然湿法隔膜仍有降价压力,但公司海外出货占比仍呈逐步提升趋势,且降价后向大客户出货中涂覆占比有望提升至 50%,进一步提升整体涂覆膜占比,支撑后续单位盈利,预计 24 年单平净利可维持 0.5 元左右。

■ **Q3 经营现金流亮眼,存货维持合理水平。**23Q3 费用率 10.73%,同环比+1.55pct/-0.38pct,其中管理费用率环比-2.90pct,贡献明显。Q3 末存货 27.96 亿元,较 Q2 末持平微增。23Q1-Q3 经营性净现金流 30.53 亿元,同增 252%,其中 Q3 经营性净现金流 17.82 亿元,同增 466%,环增 227%。Q3 资本开支 10.10 亿元,环比下滑 50%。

■ **盈利预测与投资评级:**考虑到行业竞争加剧,我们下修公司 23-25 年归母净利预期至 30.50/39.40/50.22 亿元 (原预期 36.92/48.63/65.83 亿元),同比-24%/+29%/+27%,对应 PE 为 21x/16x/13x,考虑到公司为湿法隔膜龙头,长期增长潜力高,给予 24 年 22xPE,目标价 89 元,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)	64.78
一年最低/最高价	55.63/182.80
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	48,261.16
总市值(百万元)	63,338.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.49
资产负债率(% LF)	39.18
总股本(百万股)	977.75
流通 A 股(百万股)	745.00

相关研究

《恩捷股份(002812): 2023 年中报点评: 1H 份额受侵蚀业绩低于预期, 海外高增具备先发优势》

2023-08-25

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,967	12,971	15,985	18,720	营业总收入	12,591	13,223	16,753	20,350
货币资金及交易性金融资产	3,964	671	858	1,047	营业成本(含金融类)	6,568	7,934	10,134	12,185
经营性应收款项	8,110	8,595	10,508	12,201	税金及附加	58	66	84	102
存货	2,463	3,260	4,164	5,007	销售费用	74	86	101	122
合同资产	0	0	0	0	管理费用	323	397	469	570
其他流动资产	430	445	455	465	研发费用	724	793	921	1,079
非流动资产	23,655	29,111	30,489	32,147	财务费用	212	460	473	456
长期股权投资	5	5	15	25	加:其他收益	156	132	168	204
固定资产及使用权资产	14,311	16,634	19,399	21,764	投资净收益	23	0	0	0
在建工程	3,585	6,585	5,085	4,285	公允价值变动	10	0	10	10
无形资产	1,054	1,177	1,280	1,363	减值损失	(51)	(12)	(37)	(44)
商誉	520	520	520	520	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	0	0	营业利润	4,769	3,607	4,713	6,007
其他非流动资产	4,179	4,189	4,189	4,189	营业外净收支	(4)	0	0	0
资产总计	38,623	42,083	46,474	50,867	利润总额	4,765	3,607	4,713	6,007
流动负债	13,559	14,070	14,669	14,228	减:所得税	553	397	566	721
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,386	9,211	8,758	7,426	净利润	4,212	3,211	4,147	5,286
经营性应付款项	2,330	2,814	3,595	4,322	减:少数股东损益	212	161	207	264
合同负债	25	1,349	1,520	1,584	归属母公司净利润	4,000	3,050	3,940	5,022
其他流动负债	819	696	796	896	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.09	3.12	4.03	5.14
非流动负债	6,209	6,209	6,209	6,209	EBIT	4,948	3,947	5,045	6,294
长期借款	4,179	4,179	4,179	4,179	EBITDA	6,017	5,641	7,296	8,943
应付债券	426	426	426	426	毛利率(%)	47.83	40.00	39.51	40.13
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	31.77	23.07	23.52	24.68
其他非流动负债	1,602	1,602	1,602	1,602	收入增长率(%)	57.73	5.02	26.70	21.47
负债合计	19,768	20,279	20,878	20,437	归母净利润增长率(%)	47.20	(23.76)	29.17	27.47
归属母公司股东权益	17,726	20,515	24,100	28,670					
少数股东权益	1,128	1,289	1,496	1,760					
所有者权益合计	18,854	21,804	25,596	30,431					
负债和股东权益	38,623	42,083	46,474	50,867					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	504	5,758	5,068	6,710	每股净资产(元)	19.81	22.93	26.95	32.07
投资活动现金流	(5,686)	(7,152)	(3,630)	(4,310)	最新发行在外股份 (百万股)	978	978	978	978
筹资活动现金流	6,779	(1,899)	(1,261)	(2,220)	ROIC(%)	15.59	10.11	11.91	13.60
现金净增加额	1,603	(3,293)	177	180	ROE-摊薄(%)	22.57	14.87	16.35	17.52
折旧和摊销	1,069	1,694	2,251	2,650	资产负债率(%)	51.18	48.19	44.92	40.18
资本开支	(5,253)	(7,140)	(3,620)	(4,300)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.83	20.77	16.08	12.61
营运资本变动	(5,202)	517	(1,901)	(1,786)	P/B (现价)	3.27	2.82	2.40	2.02

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)),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>