恩捷股份（002812）业绩预告点评

21 年业绩超预期，隔膜龙头地位稳固

2022 年 01 月 11 日

推荐 维持评级

当前价格： 231.0 元

➢ **事件概述。**2022 年 1 月 10 日，公司发布业绩预告，2021 年预计实现 26.6-27.6 亿元归母净利润，同比增长 138.44%-147.40%，超出我们此前预期。扣非后归母净利润 25.7-26.6 亿元，同比增长 158.15%-168.25%。

➢ **21Q4 表现优异。**按预测中值推算，21Q4 实现归母净利润 9.55 亿元，同增 102.3%，环增 35.4%，扣非后归母净利润 9.87 亿元，同增 128.9%，环增 53.1%。我们预计 21Q4 出货 10 亿平以上，对应单平净利达到 0.9 元左右，环比有 0.04 元左右的提升。

➢ **隔膜龙头快速扩产提升市占率，夯实龙头地位。**公司 2021 年出货 30 亿平左右，快速扩产叠加下游需求旺盛带来满产满销，预计 22 年出货达到 45-50 亿平，23 年有望达到 65-70 亿平交付能力。当前下游主要客户宁德时代、LG、松下等，电池龙头宁德时代通过预付款方式锁定供应，彰显公司龙头地位。同时公司锁定海外核心设备供应，未来两年产能超行业平均水平释放，有望进一步提升市占率。

➢ **盈利能力有望进一步提升。**成本上看，满产满销带来规模效应，新产线幅宽和车速不断向上，带来成本下降；价格上看，供需紧张下，公司通过对小客户涨价，优先出货高附加值品类实现均价向上；产品结构上看，公司在线涂布将快速建设，涂布占比有望快速提升。

➢ **投资建议：**考虑到公司盈利能力提升，龙头地位稳固，我们上调公司 21-23 年归母净利润至 27.37、43.89、59.82 亿元（此前为 24.84、37.26、50.93 亿元），同增 142%、60%、36%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 75、47、34 倍。参考当前 PE-TTM99 倍的 CS 新能车（Wind 一致盈利预期），考虑到公司是锂电池隔膜龙头，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**全球新能源车需求不及预期；产能扩张速度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,283	8,319	12,306	16,649
增长率（%）	35.6%	94.2%	47.9%	35.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,116	2,737	4,389	5,982
增长率（%）	31.3%	145.4%	60.3%	36.3%
每股收益（元）	1.34	3.07	4.92	6.71
PE（现价）	172	75	47	34
PB	18	15	11	9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 10 日收盘价）

分析师： 邓永康
执业证号： S0100521100006
电话： 021-60876734
邮箱： dengyongkang@mszq.com
研究助理：李京波
执业证号： S0100121020004
电话： 021-60876734
邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

1.恩捷股份(002812):龙头再扩产隔膜+铝塑膜，树立产能壁垒
2.恩捷股份(002812):Q3 量利齐升，隔膜龙头快速扩产
3.恩捷股份(002812):21Q2 业绩高增，龙头扩产提升市占率
4.恩捷股份(002812)公司深度研究:强者恒强，隔膜龙头高确定性快速增长
5.恩捷股份(002812):龙头持续扩产，铝塑膜业务带来新增量

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,283	8,319	12,306	16,649
营业成本	2,457	4,366	6,126	8,323
营业税金及附加	32	54	80	108
销售费用	56	83	123	166
管理费用	156	241	345	466
研发费用	178	416	615	832
EBIT	1,403	3,159	5,017	6,753
财务费用	189	128	113	68
资产减值损失	(18)	0	0	(0)
投资收益	9	10	10	10
营业利润	1,317	3,148	4,915	6,695
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	1,313	3,148	4,915	6,695
所得税	138	331	516	703
净利润	1,176	2,817	4,399	5,992
归属于母公司净利润	1,116	2,737	4,389	5,982
EBITDA	1,965	3,914	5,994	8,060

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2375	2545	3596	6094
应收账款及票据	2708	3993	3692	3663
预付款项	181	293	431	572
存货	1157	1511	1892	2732
其他流动资产	537	537	537	537
流动资产合计	8708	10655	11920	15397
长期股权投资	3	13	23	33
固定资产	8421	9721	13721	17721
无形资产	462	549	664	761
非流动资产合计	11864	13415	17480	21198
资产合计	20572	24070	29400	36595
短期借款	1796	1796	1796	1796
应付账款及票据	1167	1746	2022	2913
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	4290	5050	6062	7346
长期借款	2667	2667	2667	2667
其他长期负债	2020	1691	1691	1691
非流动负债合计	4687	4358	4358	4358
负债合计	8976	9408	10420	11703
股本	887	892	892	892
少数股东权益	493	573	583	593
股东权益合计	11596	14662	18980	24891
负债和股东权益合计	20572	24070	29400	36595

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	35.6%	94.2%	47.9%	35.3%
EBIT 增长率	31.2%	125.1%	58.9%	34.6%
净利润增长率	31.3%	145.4%	60.3%	36.3%
盈利能力				
毛利率	42.6%	47.5%	50.2%	50.0%
净利润率	26.0%	32.9%	35.7%	35.9%
总资产收益率 ROA	5.4%	11.4%	14.9%	16.3%
净资产收益率 ROE	10.0%	19.4%	23.9%	24.6%
偿债能力				
流动比率	2.0	2.1	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.8	1.7	1.7
现金比率	0.9	0.8	0.8	1.0
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	157.7	130.0	90.0	80.0
存货周转天数	140.4	110.0	100.0	100.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	1.3	3.1	4.9	6.7
每股净资产	12.5	15.8	20.6	27.3
每股经营现金流	1.1	3.1	7.1	8.7
每股股利	0.2	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	172.4	75.2	46.9	34.4
PB	18.4	14.6	11.2	8.5
EV/EBITDA	97.7	48.3	31.5	23.1
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,176	2,817	4,399	5,992
折旧和摊销	580	755	977	1,307
营运资金变动	(908)	(1,016)	797	306
经营活动现金流	994	2,736	6,352	7,784
资本开支	2,666	2,296	5,031	5,015
投资	(2,099)	0	0	0
投资活动现金流	(5,276)	(2,296)	(5,031)	(5,015)
股权募资	5,183	329	0	0
债务募资	1,211	(329)	0	0
筹资活动现金流	5,560	(270)	(270)	(270)
现金净流量	1,278	170	1,051	2,499

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001