

恩捷股份 | 中国市场

行业格局稳定向好，隔膜龙头引领风向

股票评级	目标价
买入	302 元

投资要点

行业需求扩张、新能源车趋势加速，储能方兴未艾；隔膜行业格局稳定、龙头地位稳固。

2021 年全球新能源车产销超预期。3C 端需求稳定，储能预计快速放量。2025 年全球锂电池需求预计 2493.6GWh，对应隔膜需求 374 亿平米，5 年 CAGR 51.7%。隔膜厂商充分受益于新能源行业的β行情。隔膜行业价格战结束，恩捷的龙头地位趋于稳定，先发优势明显。

短期国际局势利好隔膜产业。

俄乌局势紧张，油价上涨，新能源车更受消费者欢迎，因此其上游的隔膜产业短期发展态势乐观。

恩捷具有明显规模优势，在设备、产能、成本、客户方面领先于业内公司。

恩捷的市场份额远超同类企业。1. 设备方面，与日本制钢所深度绑定，同时合作布局自研设备，深化优势。2. 产能方面，多地布局产能、就近配套核心电池厂客户，匈牙利建厂开拓海外市场、本土化生产经营；与干法隔膜头部合作，开拓干法隔膜业务。3. 成本方面，高质量设备使产线生产效率高，全球主流电芯的充足订单使产线利用率高，单位产品折旧低；辅料回收效率高，直接材料成本占营收比业内最低；良品率行业领先。4. 客户方面，覆盖全球主流电池厂商。积极拓展海外客户、提高公司利润。考虑到公司在隔膜行业的突出优势与行业的利好格局，本报告预测，隔膜产品将拉动公司收益，在 22E-25E 带来营业收入 38% CAGR 的增长。

恩捷积极拓宽产品性能、引入海外先进技术、长期格局进入优化期。

恩捷掌握在线涂布技术，能生产价值量显著高于基膜的涂布膜。这使恩捷能通过让利拓展客源、并使其单平盈利能力有长期提升空间。另一方面，恩捷油性涂覆技术获日本帝人专利授权，打破海外公司技术壁垒。

2022-25年，恩捷营业收入预计将迅速拉升，市盈率逐步趋于稳定，综合预估潜在股价为每股 302 元，隐含报酬率 39.8%。

锂电池隔膜为恩捷的主要收入来源，2020 年占总收入比例过半。未来三年，受疫情及俄乌局势的影响，新能源车销售量预计将大幅上升。作为隔膜市场龙头，恩捷将会充分受益于市场需求的增长，实现营业收入的指数级增长。本报告预测 2025 年公司成熟市盈率为 20x，并以股本成本 (COE) 折现其 2025 年终值，得到目标估值每股 302 元人民币，潜在报酬率为 39.8%。

China Equity Team

Lily Zhan

lilyzhancuhkirs2022@gmail.com

Judy Anran Xie

judyxieguhkirs2022@gmail.com

恩捷股份 (002812.SZ)

股票评级	买入
目标价 (12 个月内)	¥ 302.00
股价 (07/04/22)	¥ 216.13
潜在报酬 (%)	39.8%
52 周价格区间	¥ 111.12-319.00
总股本 (mn)	892.41
总市值 (CNY mn)	¥ 192,893
企业价值 (CNY mn)	¥ 198,700
流通股比例 (%)	83.28%

财政年 (12/31)

(CNY in mn)	2021E	2022E	2023E
营业收入	8174	13807	20341
年增长 (%)	91%	69%	47%
毛利润	3817	7136	11318
毛利率	47%	51%	50%
息税前收入	3187	6072	9750
营业利率 (%)	39%	44%	48%
税前收入	3110	5407	9753
净收入	2644	4626	8731
净利率	32%	34%	43%
每股净收益	3.18	5.56	10.49

市场表现



恩捷股份 | 中国市场

风险提示

锂电池隔离膜业务受产业政策调控的风险。新能源汽车行业的发展使得国家逐步退出相关行业扶持，下游客户需求的减少将对锂电池隔离膜业务造成一定影响。

主要原材料价格波动的风险（聚乙烯、聚丙烯）。聚乙烯、聚丙烯等原材料价格可能因国际原油价格波动、宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素出现波动，可能在一定程度上影响公司毛利率水平。

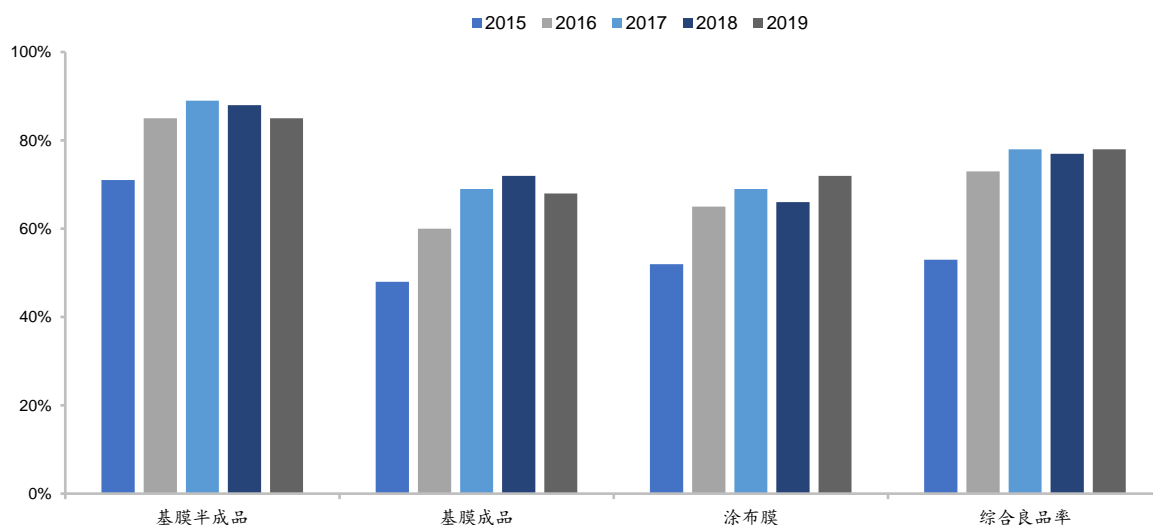
汇率波动风险。随着公司在国际市场的开拓力度与公司出口额的不断增大，未来人民币及海外销售国汇率的波动可能将对公司经营业绩造成影响。

中美贸易摩擦的风险。若中美贸易摩擦导致公司下游客户需求变动以及公司部分原材料及机器设备的正常进口，可能对公司业绩及供应链造成不利影响。

表1: 隔膜各类产品单位毛利

项目 (元/平方米)	2015	2016	2017
基膜半成品 单价	3.76	3.85	3.04
基膜半成品 单位成本	2.37	1.14	0.9
基膜半成品 单位毛利	0.37	0.70	0.70
基膜成品 单价	4.13	4.3	4.12
基膜成品 单位成本	2.65	1.98	1.91
基膜成品 单位毛利	0.36	0.54	0.54
涂布膜 单价	6.69	5.75	5.56
涂布膜 单位成本	3.26	2.41	2.16
涂布膜 单位毛利	0.51	0.58	0.61

图1: 公司各环节良品率



恩捷股份 | 中国市场

估值分析

相对估值

本报告采用市盈率贴现的方法对公司进行了相对估值分析。通过详尽的收益预测和基于同业的估值模型，最终得出了每股302元的目标价。

对营业收入的预测主要基于各类产品的未来增长。由于膜类产品占据了收入的绝大部分(86%)，其中锂电池隔膜收入又占75%，因此，未来5年的公司收益预计将主要由锂电池隔膜拉动。从行业角度分析，疫情以来，消费者对新能源车的需求上升，加之俄乌局势造成的油价上涨，锂电池隔膜行业的需求端预计将持续扩大，从而带动公司收入的迅速上升。本报告预测公司在2022-25年将达到38% CAGR的增长。另一方面，由于隔膜技术的不断优化，隔膜产品的毛利率有望提升至60%，进一步减少公司成本，改善利润。

市盈率预测方面，随着隔膜行业格局趋于稳定及工业技术逐步成熟，自2021年起，同业公司不再维持高增长，市盈率开始呈下滑趋势，预计将在未来几年持续小幅下降。因此，本报告预测2025年公司市盈率为20x，由此推出2022年隐含市盈率54.4x以及2023年隐含市盈率28.8x。我们用11.1%股本成本(COE)折现其2025年终值，得到目标估值每股302元人民币，并根据2022年4月7日收盘价得出潜在回报率39.8%。

表2: 市盈率贴现估值法 - 002812.SZ目标价 302元

Relative Valuation - 25E Based PE (x)									
(CNY in mns)	Historical					Future Projection			
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	
Revenue	2,457.5	3,159.6	4,283.0	8,174.8	13,806.6	20,340.9	28,122.7	36,295.0	
YoY Growth (%)	16%	29%	36%	91%	69%	47%	38%	29%	
Gross Profit	1,033.3	1,429.3	1,826.0	3,816.6	7,135.9	11,318.2	16,240.8	21,680.7	
Gross Margin (%)	22%	25%	29%	43%	42%	45%	43%	47%	
Operating Income (Loss)	793.5	1,160.0	1,495.9	3,186.6	6,071.8	9,750.4	14,073.2	18,883.2	
Operating Margin (%)	32%	37%	35%	39%	44%	48%	50%	52%	
Pretax Income (Loss), GAAP	778.1	1,061.9	1,313.2	3,109.8	5,407.2	9,752.5	14,216.6	19,249.8	
Net Income, GAAP	518.4	849.8	1,115.6	2,643.7	4,626.0	8,730.6	12,727.1	17,232.9	
Net Margin (%)	21%	27%	26%	32%	34%	43%	45%	47%	
Basic EPS, GAAP	0.7	1.1	1.3	3.2	5.6	10.5	15.3	20.7	
EPS Growth YoY (%)	n.a.	48.9%	26.4%	137.0%	75.0%	88.7%	45.8%	35.4%	
*25E Target PE (x)								20.0x	
*Endgame Valuation (Target PE x 25E EPS)								CNY 414	
Target Price Per Share (CNY, 22E Based)					CNY302				
Implied Upside (%) From Current Price					39.8%				
Implied 22E-25E P/E (x)					54.4x	28.8x	19.8x	14.6x	

Cost of Equity Assumptions - Discount From 25E-22E	
Beta	1.01
Risk-Free Rate	2.38%
Market Risk Premium	8.62%
Cost of Equity	11.1%

图2: 营业收入预测 (CNY mn)

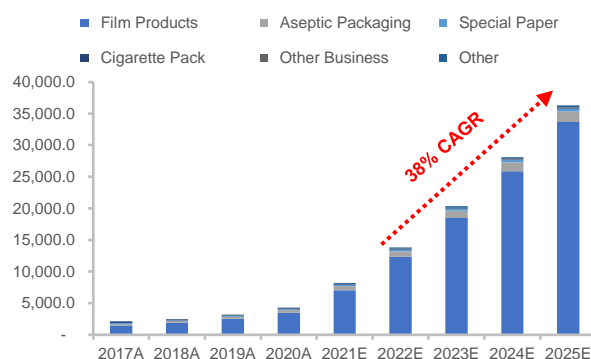
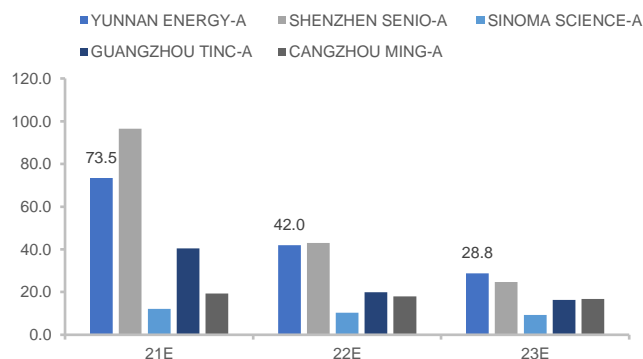


图3: 同业公司 21-23年市盈率预测市场共识



恩捷股份 | 中国市场

行业研判

行业介绍

锂电池主要由四大材料：正极材料、负极材料、电解液、隔膜和其他部件组成。隔膜的作用是将电池的正极、负极分开，避免正负极接触短路，提供微孔通道保证电解质离子自由通过。**隔膜是保证电池体系安全、影响电池性能的关键材料。**隔膜的生产工艺主要有干法和湿法两大类。与干法隔膜相比，**湿法隔膜更适合生产高性能、高能量密度的动力电池**，综合性能优于干法，也是宁德、国轩等主流厂家的选择。

为了提高隔膜的热稳定性，全面提升综合性能，**涂覆技术逐渐被应用于锂电池的生产**，可分为水性和油性两种。油性涂覆通常定位中高端，需要回收，对环境污染较大，成本较高，但均匀性和粘附性优于水性涂覆，在海外应用较多。

市场总量及未来增长

2020年中国锂电隔膜出货量37.2亿平方米，同比增长35.8%，干法隔膜和湿法隔膜出货量占比分别为30%和70%。而未来随着储能快速增长，将进一步带来湿法和干法隔膜的增量市场。预计2022年我国锂电池隔膜出货量可达49.6亿平方米。

从中国隔膜市场规模来看，2019年中国锂电隔膜市场规模(只统计基膜)35.6亿元，较2018年有所下滑。市场规模增速远小于出货量增速，主要原因为隔膜价格下降趋势远大于产品出货量增长趋势。但随着价格的逐步稳定和出货量的快速增长，预计2022年我国隔膜市场规模可达46亿元。

从全球隔膜市场来看，2020年，全球锂电池隔膜市场销售额达到了1819.25百万美元，预计2027年将达到6156.6百万美元，年复合增长率(CAGR)为16%(2021-2027)。中国市场在过去几年变化较快，2020年市场规模为851.52百万美元，约占全球的48.0%，预计2027年将达到3835.19百万美元，届时全球占比将达到60.1%。

从需求端市场来看，隔膜行业需求端主要包括新能源车、消费类电池及储能三方面。**1. 新能源车：**2021年，全球新能源车产销超预期，发展迅速。根据中汽协统计，2021年中国新能源汽车销量为352万辆，同比+158%。2021年欧洲八国(占欧洲新能源汽车份额八成以上)新能源汽车销量为187.6万辆，同比增加63.8%。美国市场2021年新能源汽车销量为65万辆，实现翻倍以上增长。**2. 消费类电池：**目前3C电池(手机电池、笔记本电池、移动电源等消费类电池)发展相对成熟，整个市场的需求也基本保持稳定。叠加5G带来的新应用，消费类电池预计每年增速将达10%。**3. 储能：**储能领域随商业模式成熟及成本下降而显著发展，2020年储能电池出货19GWh，同比增长52%。预计每年增速将达80%。**综合以上三点，2025年全球锂电池需求预计为2493.6GWh，对应隔膜需求374亿平米，5年CAGR 51.7%。**

图4: 隔膜工作原理

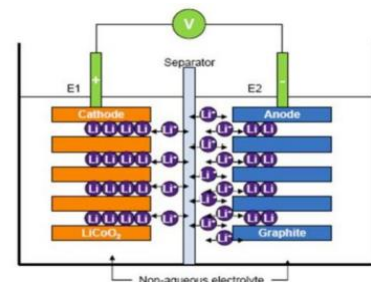


图5: 中国隔膜行业市场规模 (\$ mn)

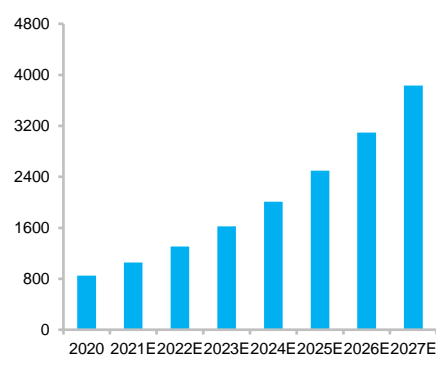


图6: 全球新能源车销量(万辆)

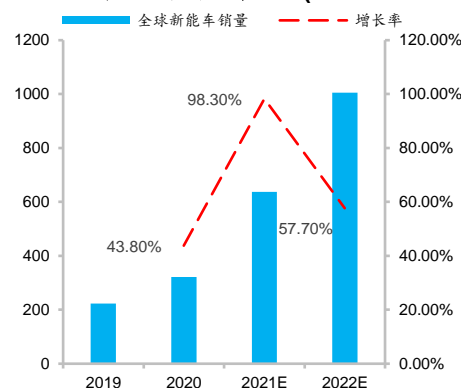


图7: 全球数码电池出货量 (GWH)

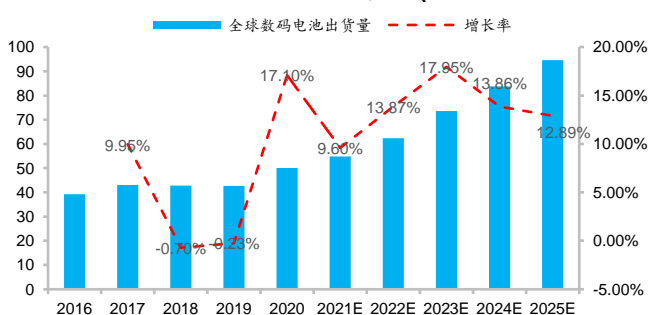
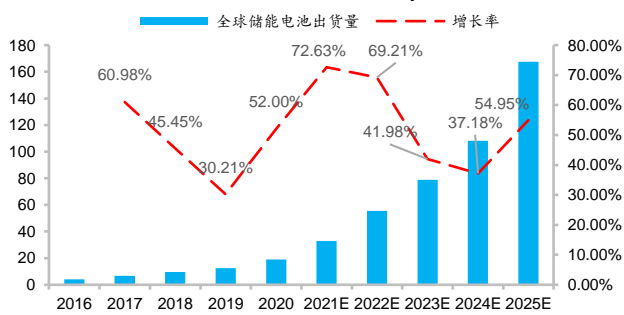


图8: 全球储能电池出货量 (GWH)



恩捷股份 | 中国市场

行业研判

行业增长要素

1. 技术工艺壁垒高。隔膜是四大材料中技术壁垒最高的环节。

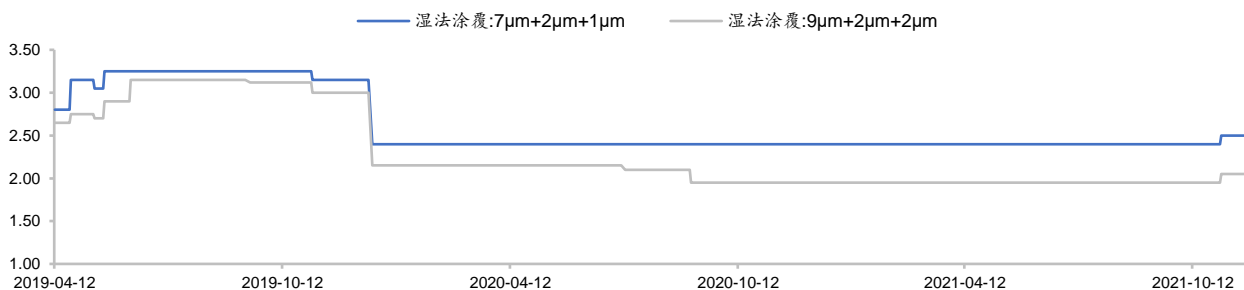
2. 重资产投入，ROE高。

3. 竞争格局集中，龙头盈利能力强。2020年恩捷股份（CR1）市占率占比高达45%，显著高于其他材料。从盈利能力的角度来看，恩捷股份销售毛利率远超其他环节龙头。

4. 2017-18年价格战后行业格局集中，由供给过剩进入供需紧平衡，价格有望平稳提升。2017-18年隔膜产品售价快速下降，行业盈利能力出现分化，出现了一系列并购整合及停产事件。经价格战仍能保持较高毛利率的企业存活下来，行业形成了高度集中的稳定格局。恩捷在收购捷力和纽米后，市占率提升至近45%，星源材质占比达20%，中材科技（含中锂）占比18%，行业CR3占比已将近85%。

2021年，随着行业格局的稳定，隔膜供给趋于平稳，而需求端新能源车在21年因疫情恢复及新车型的不断推出迎来爆发增长，隔膜行业将进入供需紧平衡，头部厂商已对部分小客户订单开始提价，市场规模有望提升。

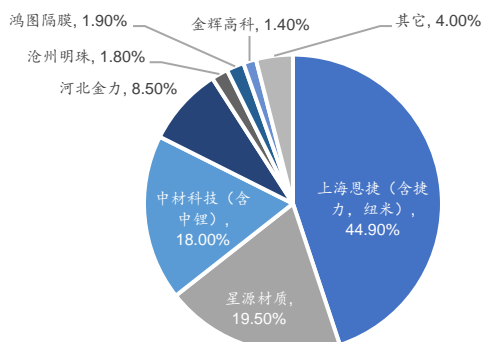
图9: 头部厂商已开始对部分订单提价（元/平方米）



竞争格局

恩捷股份是国内隔膜市场的绝对龙头，拥有着近半的市场份额。随着价格战的结束，隔膜市场格局趋于稳定，恩捷股份在设备、产能、客户等方面的突出优势为公司积累了先发优势，引领行业扎根国内市场，拓宽海外市场。

图10: 国内隔膜行业市场份额2020



恩捷股份 | 中国市场

公司介绍

营运模式及产品

公司主要从事包装装潢及其他印刷品印刷；商品商标印制(含烟草、药品商标)，商标设计；包装盒生产、加工、销售；彩色印刷；纸制品(不含造纸)、塑料制品及其他配套产品的生产、加工、销售；生产、加工、销售印刷用原料、辅料；生产、加工、销售塑料薄膜、改性塑料；生产、加工、销售镭射转移纸、金银卡纸、液体包装纸、电化铝、高档包装纸；生产、加工、销售防伪标识、防伪材料；包装机械、包装机械零配件的设计、制造、加工、销售；生产、加工、销售新能源材料以及相应新技术、新产品开发；货物进出口(国家限制和禁止的项目除外)。

自2018年收购上海恩捷股份后，公司正式进军湿法隔膜行业，当前已成为动力和消费电池全球最大的隔膜供应商。

公司主要生产膜类产品（锂电隔膜和BOPP膜）、包装和印刷产品（烟标和无菌包装）、纸制品包装（特种纸、全息防伪电化铝和转移膜）。

锂电池隔离膜：（2020年占比50.4%）

包括基膜和涂布膜，是锂电池的主要原材料之一。隔膜的作用是将电池的正极、负极分开，避免正负极接触短路，提供微孔通道保证电解质离子自由通过。公司主要生产性能优越的湿法隔膜，并掌握在线涂布技术以降低总体成本。主要客户包括松下、LG Chem. Ltd.、三星SDI、宁德时代、国轩、比亚迪、孚能、力神等国内主流锂电池企业。

BOPP薄膜：

包括烟膜和平膜。由红塔塑胶及其子公司成都红塑生产，是国内为数不多能够生产BOPP烟膜的企业之一，也是少数有能力生产防伪印刷烟膜的企业。烟膜应用于香烟包装，平膜则应用于其它包装。

主要客户包括云南中烟物资（集团）有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司、重庆中烟工业有限责任公司、湖南中烟工业有限责任公司、安徽中烟工业有限责任公司、湖北中烟工业有限责任公司、贵州中烟工业有限责任公司、黑龙江烟草工业有限责任公司、江西中烟工业有限责任公司、甘肃烟草工业有限责任公司等集团下属多家国内知名的卷烟厂。

烟标：

公司是国内重要的烟标供应商之一，云南省非专卖的卷烟材料A级供应商。主要客户均为国内大型知名卷烟生产企业。

无菌包装：

自主研发了辊式无菌砖包、预制型无菌砖包、A型屋顶包（主要应用于鲜奶）、B型屋顶包（主要应用于茶饮、果汁等非碳酸饮料），使公司成为国内少数同时能生产辊式无菌包、预制型无菌包和屋顶包的企业之一。主要客户包括伊利、蒙牛、光明乳业、达利、东鹏、北京三元食品、皇氏集团、贵州好一多乳业、完达山、欧亚乳业、皇氏来思尔乳业、南京卫岗乳业等国内知名大型乳企及饮料生产企业。

特种纸及其他产品：

子公司德新纸业主要生产特种纸产品、全息防伪电化铝产品和转移膜等，主要应用在“云烟”、“红塔山”、“玉溪”、“红双喜”、“娇子”、“黄鹤楼”、“红金龙”等国内知名的卷烟品牌烟标上。拥有镭射转移纸避让缝技术、预印光标定位转移技术、水性膜转移技术。

公司对不同产品采取不同的经营模式：湿法锂离子隔膜、烟标、无菌包装、特种纸制品和烟膜均按照客户要求进行定制化生产，平膜一般采取以销定产，并配备适当的库存量。采购方面，供应部建立并每年更新《合格供方名单》，只能在此名单内实施采购。生产方面，采取订单生产和集中排产相结合的方式生产，生产计划部根据订单和销售计划制定生产计划。销售方面，湿法锂电池隔膜产品采取直销的销售模式；烟标和烟膜产品主要实行全国性招标采购；平膜一般采取以销定产，并配备适当的库存量；无菌包装、特种纸制品均按照客户要求进行定制化生产。

图11: 近三年主营收入分解 (in CNY mn)

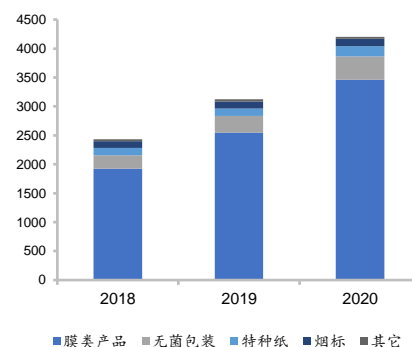


图12: 2018主营收入构成

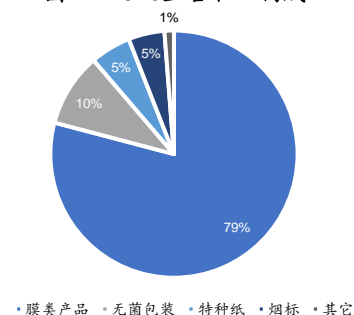


图13: 2019主营收入构成

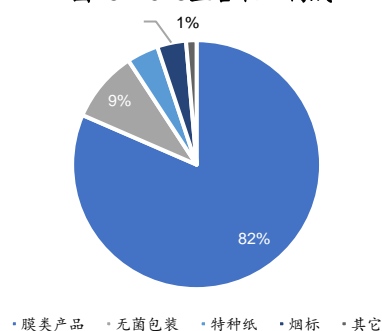
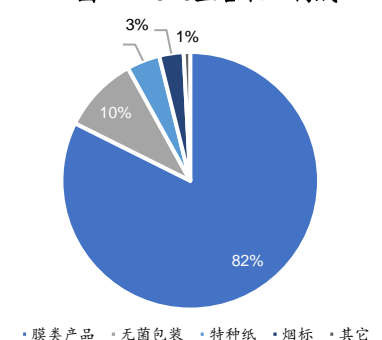


图14: 2020主营收入构成



恩捷股份 | 中国市场

公司介绍

供应链定位

与正极不同，隔膜成本大多集中在设备，原材料占比仅有35%。设备方面，公司与制钢所深度绑定，根据公开披露的调研信息，制钢所每年优先保证公司10-15条产线需求，并积极配合公司需求扩产，预计2022年将供应20-21条产线，2023年供应25条产线。在新建产能项目上选择优质进口设备，在幅宽和转速等有更好的性能，沉淀设备工艺上的优势。同时，公司与胜利精密合作，将于胜利精密成立合资公司，在锂电池隔膜生产设备制造及技术改造升级方面开展业务，布局自研设备，深化公司在隔膜设备端的优势。

主要客户

公司湿法锂离子隔膜产品的主要客户包括松下、LG Chem. Ltd.、三星SDI、宁德时代、国轩、比亚迪、孚能、力神等国内主流锂电池企业，需求端确定性高。

由于国外隔膜价格平均比国内高70-100%，公司正在积极拓展海外客户，进入海外市场可提高公司利润。

地理分布

公司在中国西南、华东、华北、中南、西北、东北等区域都有收入来源，地理分布范围广泛。同时，公司境外地区收入增长迅速，2020年末占总收入的16.45%，预计会为公司带来可观利润。

近期合作

近年来，公司先后与多家全球领先企业签订采购协议：

2022年1月先后与美国大型车企签订2022-2024年16.5亿平订单（2025年不超过9亿平/年）；与中航创新签订2022年25亿元保供协议（支付预付款1亿元）。

2021年12月与宁德时代签订2022年51.78亿元保供大单（支付预付款8.5亿元）。

2021年6月与LGC和通用合资公司Ultium Cells签订2021年6月至2024年向恩捷采购2.58亿美元以上隔膜。

2019年5月与LGC签订2019年5月至2024年4月向恩捷采购不超过6.17亿美元湿法隔膜。

图15: 隔膜原材料占比较低

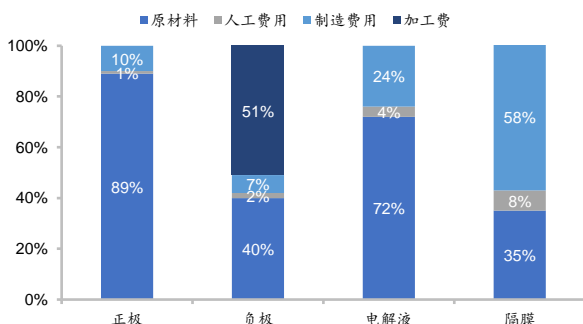


图16: 公司重点客户均为国际主流企业



恩捷股份 | 中国市场

公司介绍

公司管理团队

表3: 公司高层人员背景概览

姓名	学历与职称	职位	专业介绍
Paul Xiaoming Lee	University of Massachusetts 高分子化学硕士	董事长	高分子化学领域及膜行业多年从业经验
李晓华	University of Massachusetts 高分子化学硕士	副董事长	高分子化学领域及膜行业多年从业经验
Alex Cheng	University of Massachusetts 塑料工程博士	总经理	塑料工程学、高分子化学领域
邓洪贵	华东理工大学材料化学工程博士学位	总经理助理、无机涂布组组长	主要研究方向为新型隔膜的制备与应用、倍率型锂离子电池材料的开发与应用和锂离子电池隔膜功能型涂层开发及工艺研究，曾任职于通用电气（中国）研究开发有限公司和上海宝钢化工有限公司。
王伟强	兰州交通大学应用化学学士学位	技术中心副主任，应用小组组长	主要研究方向为锂离子电池，曾任深圳市比克电池有限公司研发中心材料认证主管和飞毛腿（福州）有限公司技术开发部经理。
陈永乐	国立华侨大学高分子化学与物理硕士学位；中级工程师职称	研发主管，有机涂布组组长	主要研究方向为锂离子电池正负极配方研究、锂离子电池隔离膜涂层开发、隔膜用浆料搅拌工艺研究、PVDF粉碎方法研究和锂离子电池用高粘性PVDF涂覆隔膜开发，曾任职宁德新能源科技有限公司研发工程师。
熊磊	南京理工大学材料科学与工程博士学位	研发副主任，基膜组组长	主要研究方向为功能高分子材料，曾任长园集团博士后项目经理和上海科特新材料股份有限公司重点项目部经理。
刘艳梅	南京工业大学化学工程博士学位；研发工程师职称	研发工程师，能源回收组组长	主要研究方向为白油及萃取剂回收处理。

恩捷股份 | 中国市场

附录

恩捷股份 2017A-2025E 财务总结

利润表 (CNY mn)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,114.4	2,457.5	3,159.6	4,283.0	8,174.8	13,806.6	20,340.9	28,122.7	36,295.0
营业成本	(1,205.0)	(1,424.2)	(1,730.3)	(2,457.0)	(4,358.1)	(6,670.7)	(9,022.7)	(11,881.9)	(14,614.3)
毛利	909.3	1,033.3	1,429.3	1,826.0	3,816.6	7,135.9	11,318.2	16,240.8	21,680.7
销售、管理、财务费用	(165.5)	(192.6)	(175.1)	(181.7)	(346.9)	(585.8)	(863.1)	(1,193.3)	(1,540.1)
研发费用	(85.4)	(96.6)	(154.9)	(178.2)	(340.2)	(574.6)	(846.5)	(1,170.4)	(1,510.5)
折旧和摊销费用	(13.1)	(11.7)	(15.0)	(30.4)	(58.1)	(98.1)	(144.5)	(199.8)	(257.9)
可疑资产准备金	(3.1)	(10.0)	(26.3)	(38.7)	(73.9)	(124.9)	(184.0)	(254.4)	(328.3)
其它营业费用	(16.5)	(20.4)	(20.1)	(40.6)	(77.5)	(130.8)	(192.8)	(266.5)	(343.9)
税前收入	639.2	793.5	1,160.0	1,495.9	3,186.6	6,071.8	9,750.4	14,073.2	18,883.2
营业外收入/支出	(5.6)	(15.5)	(97.9)	(183.3)	(286.1)	(138.1)	-	140.6	363.0
税前利润 (经调整)	633.6	778.0	1,062.1	1,312.5	3,109.8	5,407.2	9,750.4	14,213.8	19,246.2
异常收入/支出	0.3	0.2	(0.2)	0.7	0.8	1.4	2.0	2.8	3.6
税前利润 (GAAP)	633.9	778.1	1,061.9	1,313.2	3,109.8	5,407.2	9,752.5	14,216.6	19,249.8
所得税费用	(84.6)	(97.8)	(126.4)	(137.6)	(325.8)	(566.5)	(1,021.8)	(1,489.6)	(2,016.9)
少数股东损益	(181.1)	(161.9)	(85.7)	(60.0)	-	-	-	-	-
净利润 (GAAP)	368.2	518.4	849.8	1,115.6	2,643.7	4,626.0	8,730.6	12,727.1	17,232.9
除利息、税项、折旧及摊销前盈利	748.3	958.5	1462.6	2053.7	4173.0	6915.3	9894.9	14273.0	19141.1
每股收益 (基本, CNY)	0.6	0.7	1.1	1.3	3.2	5.6	10.5	15.3	20.7
每股收益 (稀释 CNY)	0.6	0.7	1.1	1.3	3.2	5.6	10.5	15.3	20.7
加权平均流通股本 (基本) (mn)	665.9	728.4	800.2	832.5	832.5	832.5	832.5	832.5	832.5
加权平均流通股本 (稀释) (mn)	665.9	728.4	800.2	832.5	832.5	832.5	832.5	832.5	832.5

增长及利润率 (%)

总收入增长率	N.A.	16.2%	28.6%	35.6%	90.9%	68.9%	47.3%	38.3%	29.1%
息税折旧摊销前利润增长率	N.A.	28.1%	52.6%	40.4%	103.2%	65.7%	43.1%	44.2%	34.1%
每股收益增长率	N.A.	28.7%	48.9%	26.4%	137.0%	75.0%	88.7%	45.8%	35.4%
毛利率	43.0%	42.0%	45.2%	42.6%	46.7%	51.7%	55.6%	57.7%	59.7%
税前收入利润率	30.2%	32.3%	36.7%	34.9%	39.0%	44.0%	47.9%	50.0%	52.0%
净利润率	17.4%	21.1%	26.9%	26.0%	32.3%	33.5%	42.9%	45.3%	47.5%

表：同行业公司对比 - 主要财务数据

Metrics	Forecast Year	Ticker	Sales YoY			Gross Margin			EBITDA Margin			Net Margin		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
YUNNAN ENERGY-A	002812	CH	91.0%	62.0%	42.0%	48.0%	48.0%	48.0%	51.0%	52.0%	53.0%	32.0%	35.0%	36.0%
SHENZHEN SENIO-A	300568	CH	92.0%	62.0%	59.0%	38.0%	38.0%	38.0%	39.0%	41.0%	41.0%	15.0%	21.0%	23.0%
SINOMA SCIENCE-A	002080	CH	8.0%	16.0%	15.0%	30.0%	30.0%	30.0%	24.0%	26.0%	26.0%	17.0%	17.0%	16.0%
GUANGZHOU TINC-A	002709	CH	169.0%	102.0%	28.0%	35.0%	35.0%	35.0%	31.0%	28.0%	26.0%	20.0%	20.0%	19.0%
CANGZHOU MING-A	002108	CH	9.0%	7.0%	6.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	21.0%	14.0%	14.0%	14.0%
AVG			74.0%	50.0%	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%	33.0%	34.0%	33.0%	20.0%	21.0%	22.0%

表：同行业公司对比 - 乘数

Metrics	Forecast Year	Ticker	EV/Sales			EV/GP			EV/EBITDA			P/E		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
YUNNAN ENERGY-A	002812	CH	24.5x	15.1x	10.7x	50.7x	31.2x	22.0x	48.1x	29.0x	20.1x	73.5x	42.0x	28.8x
SHENZHEN SENIO-A	300568	CH	15.5x	9.6x	6.0x	40.9x	25.3x	16.0x	39.9x	23.3x	14.8x	96.5x	43.0x	24.7x
SINOMA SCIENCE-A	002080	CH	2.6x	2.3x	2.0x	8.8x	7.6x	6.6x	10.8x	8.6x	7.6x	12.1x	10.3x	9.2x
GUANGZHOU TINC-A	002709	CH	8.0x	3.9x	3.1x	22.8x	11.3x	8.8x	25.9x	14.3x	11.8x	40.5x	19.9x	16.3x
CANGZHOU MING-A	002108	CH	2.9x	2.7x	2.5x	13.1x	12.2x	11.5x	13.1x	12.3x	12.3x	19.3x	18.0x	16.7x
AVG			10.7x	6.7x	4.9x	27.3x	17.5x	13.0x	27.6x	17.5x	13.3x	48.4x	26.6x	19.1x

Disclaimer

This report is generated by the analyst at The Chinese University of Hong Kong Investment Research Society (hereby "CUIRS" including any of its member). CUIRS is a non-profit student organizations aims to enhance the student's investment research ability in The Chinese University of Hong Kong (hereby "CUHK"). This report is not an investment recommendations and CUIRS is not responsible for any clients, the information and investment insights is published only for students' self-practices.

All information provided herein is for informational purposes only. CUIRS do not invest money or act as a financial adviser to clients or accept investment commissions or fees. Financial investing is a speculative, high-risk activity. No offers to buy or sell any security are being made on this student research report.

THERE CAN BE NO ASSURANCE THAT ANY PRIOR SUCCESSES, OR PAST RESULTS, AS TO INVESTMENT EARNINGS, OR OTHER INFORMATION, CAN BE USED AS AN INDICATION OF YOUR FUTURE SUCCESS OR RESULTS.

READERS OF THIS REPORT ARE ADVISED TO DO THEIR OWN DUE DILIGENCE WHEN IT COMES TO MAKING BUSINESS AND FINANCIAL DECISIONS AND ALL INFORMATION

YOU AGREE THAT THE CHINESE UNIVERSITY OF HONG KONG INVESTMENT RESEARCH SOCEITY ("CUIRS") OR ANY OF ITS MEMBER.ARE NOT RESPONSIBLE FOR THE SUCCESS OR FAILURE OF YOUR BUSINESS DECISIONS RELATING TO ANY INFORMATION PRESENTED BY THIS REPORT OR ANY CONTENT GENERATED BY THE CHINESE UNIVERSITY OF HONG KONG INVESTMENT RESEARCH SOCEITY ("CUIRS") OR ANY OF ITS MEMBER.

No Investment Advice

The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinion and estimates include in this report constitute our judgement as of this date and are subject to change without notice. The report is for academic purpose only, you should not regard this report as an investment/legal/tax/financial/any recommendation or offer to buy any securities.

Any use, disclosure, distribution, dissemination, copying, printing or reliance on this publication for any other purpose without our prior consent or approval is strictly prohibited. All rights reserved to CUIRS and any of its members, including the direct composers of this report.

CUIRS will not accept any responsibility or liability whatsoever for any use of or reliance upon this publication or any of the contents hereof. Neither this publication, nor any content hereof, constitute, or are to be construed as, an offer or solicitation of an offer to buy or sell any of the securities or investments mentioned herein in any country or jurisdiction nor, unless expressly provided, any recommendation or investment opinion or advice. This research report is not to be relied upon by any person in making any investment decision or otherwise advising with respect to, or dealing in, the securities mentioned, as it does not take into account the specific investment objectives, financial situation and particular needs of any person.

CUIRS Analyst Certification

The CUIRS analysts hereby certify that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report.

About The Chinese University of Hong Kong Investment Research Society (CUIRS)

Established in 2022, CUIRS was founded by 7 undergraduates at The Chinese University of Hong Kong, to enhance students' investment research ability across various asset classes in global markets, to further achieve future career success. Our goal is to establish strong in-house research abilities by delivering high-quality monthly research.

© CUHK Investment Research Society (CUIRS). All rights reserved.