

# 恩捷股份 (002812.SZ)

增持 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 隔膜利润承压，有待周期回暖

### 业绩简评

2025年4月，公司公告2024年报及2025年一季报。2024年实现收入102亿元，同-16%；归母净利-5.6亿元，同-122%；扣非净利-6亿元，同-125%。单Q4，实现收入27亿元，同/环-8%/+1%；归母净利-10亿元，同/环-368%/-756%；扣非净利-10亿元，同/环-353%/-755%。单Q1，实现收入27亿元，同/环+17%/+1%；归母净利0.3亿元，同/环-84%/+103%；扣非净利0.3亿元，同/环-80%/+103%。业绩低于预期。

### 经营分析

1、业绩出现较大幅度下滑主要系计提存货减值、库存去化等：

1) 量：预计公司2024/Q4分别出货69/21亿平，同增40%/70%，环增5%。Q1出货21亿平，同/环+68%/-2%。2024年公司在激烈价格战中实现出货高增，展望2025年公司在新一轮海外及新技术谈判中已取得更高定点份额，全年湿法出货目标90-100亿平。

2) 价/利：测算公司2024/Q4均价为1.2/1.0元/平，同均-50%，环-6%；单平净利2024/Q4均为亏损。Q1均价为1.0元/平，同/环-35%/持平；考虑加回干法&铝塑膜亏损、奖金&咨询费用等合计近1亿元，测算单平扣非净利Q1为4分钱/平。受到投产周期较长、重资产等行业属性影响，当前行业库存仍在较高水平，国内价格、利润仍承压。我们预计，国内将维持盈亏平衡线盈利，有待行业整体库存去化。

2、存货/减值/现金：1) 按照19亿元产成品存货及1.2元/平均价测算，公司2024年底商品库存近16亿平，库存系数2~3个月，较中报下降10%。Q1存货为30亿元，较2024年底持平。2) 单Q4，公司资产减值4.4亿元，主要系存货跌价及合同履行成本减值损失。3) 2024年报公司货币现金26亿元，同-33%；经营现金净额12亿元，同-57%，单Q4为-11亿元，较同期转亏，主要系回款放缓及补贴减少等。Q1公司货币现金28亿元，环/同+33%/+11%；经营现金净额1亿元，环比扭亏转盈。

### 盈利预测、估值与评级

隔膜行业价格、库存仍有一定压力，静待行业拐点。关注5um产品在终端份额提升，以及固态电解质膜等新技术发展。预计公司2025~2027年归母净利润5/8/12亿元，对应56/34/22倍PE。维持“增持”评级。

### 风险提示

新能源汽车销量不及预期、行业竞争加剧等。

### 新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：27.12元

### 相关报告：

1. 《恩捷股份3Q24业绩点评》，2024.10.30
2. 《恩捷股份1H24业绩点评》，2024.8.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,042	10,164	11,315	13,407	16,139
营业收入增长率	-4.36%	-15.60%	11.33%	18.49%	20.38%
归母净利润(百万元)	2,527	-556	481	795	1,239
归母净利润增长率	-36.84%	-122.02%	N/A	65.35%	55.80%
摊薄每股收益(元)	2.584	-0.573	0.496	0.820	1.278
每股经营性现金流净额	2.73	1.19	3.41	2.23	2.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.38%	-2.27%	1.93%	3.13%	4.73%
P/E	21.99	-55.85	56.39	34.10	21.89
P/B	2.06	1.27	1.09	1.07	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,591</b>	<b>12,042</b>	<b>10,164</b>	<b>11,315</b>	<b>13,407</b>	<b>16,139</b>
增长率		-4.4%	-15.6%	11.3%	18.5%	20.4%
主营业务成本	-6,568	-7,535	-9,039	-8,882	-10,391	-12,363
%销售收入	52.2%	62.6%	88.9%	78.5%	77.5%	76.6%
毛利	6,023	4,507	1,125	2,433	3,017	3,777
%销售收入	47.8%	37.4%	11.1%	21.5%	22.5%	23.4%
营业税金及附加	-58	-75	-96	-107	-121	-138
%销售收入	0.5%	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
销售费用	-74	-89	-145	-147	-166	-189
%销售收入	0.6%	0.7%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用	-323	-383	-600	-509	-573	-655
%销售收入	2.6%	3.2%	5.9%	4.5%	4.3%	4.1%
研发费用	-724	-727	-663	-566	-637	-728
%销售收入	5.8%	6.0%	6.5%	5.0%	4.8%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	4,843	3,232	-380	1,103	1,520	2,065
%销售收入	38.5%	26.8%	n.a	9.8%	11.3%	12.8%
财务费用	-212	-239	-314	-894	-941	-964
%销售收入	1.7%	2.0%	3.1%	7.9%	7.0%	6.0%
资产减值损失	-51	-190	-455	-50	-50	-50
公允价值变动收益	10	0	0	0	0	0
投资收益	4	-5	-12	20	20	20
%税前利润	0.1%	n.a	n.a	2.9%	1.9%	1.3%
营业利润	4,769	3,029	-839	681	1,051	1,573
营业利润率	37.9%	25.2%	n.a	6.0%	7.8%	9.7%
营业外收支	-4	-3	-6	2	2	2
税前利润	4,765	3,026	-845	683	1,053	1,575
利润率	37.8%	25.1%	n.a	6.0%	7.9%	9.8%
所得税	-553	-376	185	-103	-158	-236
所得税率	11.6%	12.4%	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,212	2,650	-660	581	895	1,339
少数股东损益	212	124	-104	100	100	100
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>4,000</b>	<b>2,527</b>	<b>-556</b>	<b>481</b>	<b>795</b>	<b>1,239</b>
净利率	31.8%	21.0%	n.a	4.3%	5.9%	7.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,212	2,650	-660	581	895	1,339
少数股东损益	212	124	-104	100	100	100
非现金支出	1,120	1,670	2,251	1,914	1,939	1,965
非经营收益	281	273	-95	1,533	975	1,010
营运资金变动	-5,110	-1,925	-338	-712	-1,642	-2,174
<b>经营活动现金净流</b>	<b>504</b>	<b>2,667</b>	<b>1,158</b>	<b>3,316</b>	<b>2,167</b>	<b>2,139</b>
资本开支	-5,253	-7,796	-2,821	-1,369	-696	-696
投资	-295	-167	164	-200	0	0
其他	-138	-27	25	20	20	20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5,686</b>	<b>-7,990</b>	<b>-2,632</b>	<b>-1,549</b>	<b>-676</b>	<b>-676</b>
股权募资	372	8,036	201	188	0	0
债权募资	7,259	-845	2,875	-855	338	738
其他	-852	-2,054	-2,662	-1,139	-1,317	-1,530
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>6,779</b>	<b>5,137</b>	<b>414</b>	<b>-1,806</b>	<b>-979</b>	<b>-791</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,603</b>	<b>-183</b>	<b>-1,056</b>	<b>-39</b>	<b>512</b>	<b>672</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,954	3,836	2,574	2,535	3,047	3,719
应收款项	7,910	7,916	6,909	7,428	8,800	10,591
存货	2,463	3,001	2,963	2,784	3,256	3,874
其他流动资产	639	1,540	1,378	1,249	1,274	1,307
流动资产	14,967	16,292	13,824	13,996	16,377	19,492
%总资产	38.8%	34.5%	29.3%	30.0%	34.3%	39.3%
长期投资	124	100	87	87	87	87
固定资产	17,891	25,588	28,792	27,495	26,175	24,831
%总资产	46.3%	54.2%	61.0%	59.0%	54.8%	50.1%
无形资产	1,576	1,640	1,651	1,733	1,814	1,894
非流动资产	23,655	30,909	33,375	32,617	31,378	30,113
%总资产	61.2%	65.5%	70.7%	70.0%	65.7%	60.7%
<b>资产总计</b>	<b>38,623</b>	<b>47,201</b>	<b>47,200</b>	<b>46,613</b>	<b>47,755</b>	<b>49,605</b>
短期借款	10,386	8,386	9,919	10,383	10,720	11,458
应付款项	2,540	2,656	2,737	2,989	3,240	3,551
其他流动负债	634	488	988	150	127	84
流动负债	13,559	11,530	13,644	13,522	14,086	15,093
长期贷款	4,179	4,685	5,070	5,070	5,070	5,070
其他长期负债	2,030	2,304	2,281	1,240	1,240	1,240
负债	19,768	18,519	20,995	19,832	20,397	21,403
<b>普通股股东权益</b>	<b>17,726</b>	<b>26,926</b>	<b>24,471</b>	<b>24,947</b>	<b>25,425</b>	<b>26,168</b>
其中：股本	892	978	971	971	971	971
未分配利润	9,000	10,946	8,867	9,155	9,632	10,376
少数股东权益	1,128	1,756	1,734	1,834	1,934	2,034
<b>负债股东权益合计</b>	<b>38,623</b>	<b>47,201</b>	<b>47,200</b>	<b>46,613</b>	<b>47,755</b>	<b>49,605</b>

**比率分析**

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标</b>						
每股收益	4.483	2.584	-0.573	0.496	0.820	1.278
每股净资产	19.863	27.539	25.195	25.732	26.224	26.991
每股经营现金净流	0.564	2.728	1.192	3.414	2.231	2.203
每股股利	0.178	2.158	0.000	0.198	0.327	0.510
<b>回报率</b>						
净资产收益率	22.57%	9.38%	-2.27%	1.93%	3.13%	4.73%
总资产收益率	10.36%	5.35%	-1.18%	1.03%	1.67%	2.50%
投入资本收益率	12.56%	6.66%	-0.71%	2.18%	2.94%	3.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	57.73%	-4.36%	-15.60%	11.33%	18.49%	20.38%
EBIT 增长率	49.31%	-33.27%	-111.75%	-390.60%	37.78%	35.86%
净利润增长率	47.20%	-36.84%	-122.02%	N/A	65.35%	55.80%
总资产增长率	47.85%	22.21%	0.00%	-1.24%	2.45%	3.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	158.9	201.2	230.2	207.2	207.2	207.2
存货周转天数	115.2	132.3	120.4	114.4	114.4	114.4
应付账款周转天数	65.9	80.6	73.1	80.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	414.7	587.4	823.4	689.7	539.4	412.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	58.49%	33.72%	49.06%	49.88%	48.19%	46.98%
EBIT 利息保障倍数	22.9	13.5	-1.2	1.2	1.6	2.1
资产负债率	51.18%	39.23%	44.48%	42.55%	42.71%	43.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	10	11	24
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.12

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-04-25	增持	37.75	N/A
2	2024-08-28	增持	25.41	N/A
3	2024-10-30	增持	34.89	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806