恩捷股份（002812）

2025 年一季报点评：Q1 盈利有所恢复，行业磨底静待出清

2025 年 04 月 30 日

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	12,042	10,164	11,835	13,936	16,324
同比（%）	(4.36)	(15.60)	16.45	17.76	17.13
归母净利润（百万元）	2,526.69	(556.32)	208.46	810.66	1,829.29
同比（%）	(36.84)	(122.02)	137.47	288.89	125.65
EPS-最新摊薄（元/股）	2.61	(0.57)	0.22	0.84	1.89
P/E（现价&最新摊薄）	10.82	(49.14)	131.15	33.73	14.95

投资要点

- **25Q1 利润转正、符合市场预期。**公司 25 年 Q1 营收 27.3 亿元，同环比+17.2%/+1.1%，归母净利润 0.3 亿元，同比-84%，环比转正，毛利率 17%，同环比-2/+33pct，归母净利率 1%，同环比-6/+38pct。
- **隔膜份额回升、湿法价格战持续。**我们预计 25Q1 公司隔膜出货 20 亿平+，同比增 65%，环比持平，且我们预计全年 95-100 亿平销量，其中干法 5-6 亿平，份额回升至 50%+。25Q1 含税均价约 1.3-1.4 元/平，环比基本持平，我们预计 25Q2 行业价格仍有下行压力，但湿法二线企业已面临亏损，价格触底明确。盈利端，公司 24Q4 大幅出售高价库存后，25Q1 单平利润转正，为 0.01 元/平，展望 25 年我们预计盈利仍承压。但公司海外产能逐步投产，匈牙利一期 4 亿平投产，我们预计 25 年贡献 2-3 亿平，美国 7 亿平涂覆开始打样，同时公司规划匈牙利二期 8 亿平和马来西亚 10 亿平产能；同时随着国内产能出清，26-27 年公司盈利修复可期。
- **资本开支有所放缓。**公司 25Q1 期间费用 4.7 亿元，同环比+34%/-12%，费用率 17.1%，同环比+2.1/-2.5pct；经营性现金流 1.2 亿元，同比-72.7%，环比转正；25Q1 资本开支 4.4 亿元，同环比-35%/-121%；25Q1 末存货 29.9 亿元，较年初持平；25Q1 末在建工程 63 亿元，较年初增 7%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑行业价格仍有压力，我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 2.1/8.1 亿元（前预测为 9/15 亿元），新增 27 年归母净利润预期为 18.3 亿元，同比增长 137%/289%/126%，对应 PE 为 131x/34x/15x，考虑公司作为隔膜行业龙头，规模效应显著且技术研发领先，远期利润增速有望修复，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，盈利水平不及预期。

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

股价走势

市场数据

收盘价(元)	27.12
一年最低/最高价	24.40/44.95
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	22,156.98
总市值(百万元)	26,293.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.14
资产负债率(%,LF)	44.48
总股本(百万股)	969.51
流通 A 股(百万股)	817.00

相关研究

《恩捷股份(002812)：2024 年三季报点评：Q3 出货增速亮眼，业绩符合预期》

2024-10-30

《恩捷股份(002812)：2024 年中报点评：Q2 新增费用影响利润，业绩基本符合预期》

2024-08-28

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**13,824**	**13,058**	**14,964**	**17,016**
货币资金及交易性金融资产	2,574	592	707	836
经营性应收款项	7,041	7,953	9,297	10,873
存货	2,963	3,262	3,704	4,044
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,246	1,250	1,256	1,263
非流动资产	**33,375**	**33,169**	**32,741**	**32,150**
长期股权投资	0	0	10	20
固定资产及使用权资产	22,930	22,101	21,161	20,076
在建工程	5,863	6,363	6,763	7,163
无形资产	1,131	1,254	1,357	1,440
商誉	519	519	519	519
长期待摊费用	1	1	1	1
其他非流动资产	2,931	2,931	2,931	2,931
资产总计	**47,200**	**46,227**	**47,706**	**49,166**
流动负债	**13,644**	**4,819**	**5,446**	**5,009**
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,919	1,023	1,230	461
经营性应付款项	2,525	2,771	3,147	3,436
合同负债	46	40	45	49
其他流动负债	1,155	985	1,024	1,064
非流动负债	7,351	7,351	7,351	7,351
长期借款	5,070	5,070	5,070	5,070
应付债券	440	440	440	440
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1,841	1,841	1,841	1,841
负债合计	**20,995**	**12,170**	**12,797**	**12,360**
归属母公司股东权益	24,471	32,300	33,062	34,755
少数股东权益	1,734	1,757	1,847	2,050
所有者权益合计	**26,205**	**34,057**	**34,909**	**36,805**
负债和股东权益	**47,200**	**46,227**	**47,706**	**49,166**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**10,164**	**11,835**	**13,936**	**16,324**
营业成本(含金融类)	9,039	9,922	11,267	12,301
税金及附加	96	112	132	155
销售费用	145	107	125	147
管理费用	600	592	390	392
研发费用	663	710	794	849
财务费用	314	304	334	338
加:其他收益	306	272	209	229
投资净收益	1	12	14	16
公允价值变动	0	0	10	10
减值损失	(455)	(122)	(121)	(121)
资产处置收益	3	0	0	0
营业利润	**(839)**	**250**	**1,005**	**2,277**
营业外净收支	(6)	7	7	7
利润总额	**(845)**	**257**	**1,012**	**2,284**
减:所得税	(185)	26	111	251
净利润	**(660)**	**232**	**901**	**2,033**
减:少数股东损益	(104)	23	90	203
归属母公司净利润	**(556)**	**208**	**811**	**1,829**
每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.57)	0.22	0.84	1.89
EBIT	(380)	392	1,227	2,481
EBITDA	1,417	2,937	3,983	5,380
毛利率(%)	11.07	16.16	19.15	24.65
归母净利率(%)	(5.47)	1.76	5.82	11.21
收入增长率(%)	(15.60)	16.45	17.76	17.13
归母净利润增长率(%)	(122.02)	137.47	288.89	125.65

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,158	2,010	2,621	3,685
投资活动现金流	(2,632)	(2,321)	(2,309)	(2,287)
筹资活动现金流	414	(1,672)	(207)	(1,279)
现金净增加额	(1,056)	(1,982)	105	119
折旧和摊销	1,796	2,544	2,755	2,899
资本开支	(2,821)	(2,333)	(2,313)	(2,293)
营运资本变动	(338)	(1,245)	(1,466)	(1,680)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	25.14	30.52	31.24	32.84
最新发行在外股份（百万股）	970	970	970	970
ROIC(%)	(0.71)	0.86	2.66	5.23
ROE-摊薄(%)	(2.27)	0.65	2.45	5.26
资产负债率(%)	44.48	26.33	26.83	25.14
P/E（现价&最新股本摊薄）	(49.14)	131.15	33.73	14.95
P/B（现价）	1.12	0.92	0.90	0.86

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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