

## 恩捷股份 (002812)

# 2025 半年报点评: 行业磨底静待出清, 布局硫化锂打造第二增长曲线

买入 (维持)

2025 年 08 月 19 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

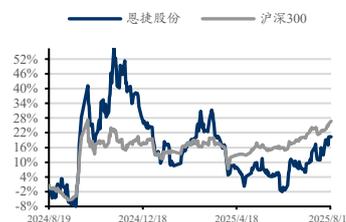
执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

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)	12.29	(55.81)	148.94	38.30	16.97

### 投资要点

- **25Q2 业绩符合市场预期。**公司 25H1 收入 57.6 亿元, 同比+20%, 归母净利润-0.9 亿元, 同比-132%, 毛利率 15.5%, 同比-5.5pct。其中 25Q2 收入 30.3 亿元, 同环比+24%/+11%, 归母净利-1.2 亿元, 同环比-190%/-558%, 毛利率 14.1%, 同环比-9.0/-3.1pct, 公司业绩位于预告中值, 符合市场预期。
- **隔膜排产旺盛份额回升、Q2 价格已基本见底。**25H1 公司隔膜出货 46 亿平+, 其中 Q2 出货 25 亿平+, 同环比增 65%/20%+, 公司 7 月起排产 9 亿平+已达产, 我们预计 Q3 出货进一步提升, 全年湿法预计出货 100 亿平, 此外干法 6 月起量, 我们预计全年出货 5 亿平, 份额回升至 50%+。25Q2 价格环比微降 5-10%, Q3 价格已企稳, 价格触底明确。盈利端, 25Q2 受产品降价影响计提存货减值 0.67 亿, 此外匈牙利工厂产能爬坡、干法及铝塑膜业务导致亏损, 若加回, 25Q2 经营性利润 1 亿左右, 对应单平净利 0.04 元/平; 展望 25H2, 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, 25 年我们预计贡献 2-3 亿平, 美国 7 亿平涂覆开始打样, 并规划匈牙利二期 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 年盈利修复可期。
- **布局硫化锂、固态电解质及膜产品, 产品性能领先。**子公司湖南恩捷开发布局硫化锂、硫化物固态电解质及电解质膜产品, 在电导率、粒径控制等核心指标上处于行业领先水平, 当前已实现硫化锂百吨级产线, 硫化物固态电解质十吨级产线, 并已对接头部客户。
- **资本开支明显下滑、存货环比持平。**25Q2 期间费用率 15.4%, 同环比-4.1/-1.7pct; Q2 资产减值 0.7 亿元, 主要由于隔膜产品行业价格普降下计提存货减值。Q2 经营性净现金流 0.9 亿元, 环比-31%; 资本开支 3.3 亿元, 同环比-78%/-26%, 主要系海外工厂已投产。Q2 末存货 30.0 亿元, 环比基本持平。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计 25-27 年归母净利润 2.1/8.1/18.3 亿, 与此前预期保持一致, 同比增长 137%/289%/126%, 对应 PE 为 149x/38x/17x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**行业竞争加剧, 下游需求不及预期, 原材料价格波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.07
一年最低/最高价	24.40/42.84
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	25,918.38
总市值(百万元)	31,048.64

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	25.35
资产负债率(% ,LF)	44.79
总股本(百万股)	968.15
流通 A 股(百万股)	808.18

### 相关研究

《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》

2025-04-30

《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

## 恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>13,824</b>	<b>13,058</b>	<b>14,964</b>	<b>17,016</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,164</b>	<b>11,835</b>	<b>13,936</b>	<b>16,324</b>
货币资金及交易性金融资产	2,574	592	707	836	营业成本(含金融类)	9,039	9,922	11,267	12,301
经营性应收款项	7,041	7,953	9,297	10,873	税金及附加	96	112	132	155
存货	2,963	3,262	3,704	4,044	销售费用	145	107	125	147
合同资产	0	0	0	0	管理费用	600	592	390	392
其他流动资产	1,246	1,250	1,256	1,263	研发费用	663	710	794	849
<b>非流动资产</b>	<b>33,375</b>	<b>33,169</b>	<b>32,741</b>	<b>32,150</b>	财务费用	314	304	334	338
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	306	272	209	229
固定资产及使用权资产	22,930	22,101	21,161	20,076	投资净收益	1	12	14	16
在建工程	5,863	6,363	6,763	7,163	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	1,131	1,254	1,357	1,440	减值损失	(455)	(122)	(121)	(121)
商誉	519	519	519	519	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>(839)</b>	<b>250</b>	<b>1,005</b>	<b>2,277</b>
其他非流动资产	2,931	2,931	2,931	2,931	营业外净收支	(6)	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>47,200</b>	<b>46,227</b>	<b>47,706</b>	<b>49,166</b>	<b>利润总额</b>	<b>(845)</b>	<b>257</b>	<b>1,012</b>	<b>2,284</b>
<b>流动负债</b>	<b>13,644</b>	<b>4,819</b>	<b>5,446</b>	<b>5,009</b>	减:所得税	(185)	26	111	251
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,919	1,023	1,230	461	<b>净利润</b>	<b>(660)</b>	<b>232</b>	<b>901</b>	<b>2,033</b>
经营性应付款项	2,525	2,771	3,147	3,436	减:少数股东损益	(104)	23	90	203
合同负债	46	40	45	49	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(556)</b>	<b>208</b>	<b>811</b>	<b>1,829</b>
其他流动负债	1,155	985	1,024	1,064	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.57)	0.22	0.84	1.89
非流动负债	7,351	7,351	7,351	7,351	EBIT	(380)	392	1,227	2,481
长期借款	5,070	5,070	5,070	5,070	EBITDA	1,417	2,937	3,983	5,380
应付债券	440	440	440	440	毛利率(%)	11.07	16.16	19.15	24.65
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	(5.47)	1.76	5.82	11.21
其他非流动负债	1,841	1,841	1,841	1,841	收入增长率(%)	(15.60)	16.45	17.76	17.13
<b>负债合计</b>	<b>20,995</b>	<b>12,170</b>	<b>12,797</b>	<b>12,360</b>	归母净利润增长率(%)	(122.02)	137.47	288.89	125.65
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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>26,205</b>	<b>34,057</b>	<b>34,909</b>	<b>36,805</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>47,200</b>	<b>46,227</b>	<b>47,706</b>	<b>49,166</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,158	2,010	2,621	3,685	每股净资产(元)	25.14	30.52	31.24	32.84
投资活动现金流	(2,632)	(2,321)	(2,309)	(2,287)	最新发行在外股份(百万股)	968	968	968	968
筹资活动现金流	414	(1,672)	(207)	(1,279)	ROIC(%)	(0.71)	0.86	2.66	5.23
现金净增加额	(1,056)	(1,982)	105	119	ROE-摊薄(%)	(2.27)	0.65	2.45	5.26
折旧和摊销	1,796	2,544	2,755	2,899	资产负债率(%)	44.48	26.33	26.83	25.14
资本开支	(2,821)	(2,333)	(2,313)	(2,293)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(55.81)	148.94	38.30	16.97
营运资本变动	(338)	(1,245)	(1,466)	(1,680)	P/B (现价)	1.28	1.05	1.03	0.98

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），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>