



行业周期性承压，固态产品放量可期

——恩捷股份（002812.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

行业周期性承压，固态产品放量可期

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 21 日

核心观点

- **事件：**25H1 公司实现营收 57.6 亿元，同比+20.5%，归母净利-0.9 亿元，同比转亏，扣非净利-0.9 亿元，同比转亏；毛利率 15.5%，同比-5.49pcts，净利率-1.6%，同比-7.7pcts。25Q2 公司实现营收 30.3 亿元，同/环比+23.6%/+11.2%；归母净利-1.2 亿元，同/环比均转亏；扣非净利-1.2 亿元，同/环比均转亏；毛利率 14.7%，同/环比-9.0/-3.1pcts；净利率-3.9%，同/环比-9.3/-4.9pcts，符合预期。
- **出货量高增，价格企稳可期。**25H1 公司产能利用率稳步提升，叠加下游储能需求向好，公司出货量高增；但同时产品降价压力大，据 Wind 统计，25H1 湿法 7 μ m 价格 0.74 元/平，同比下降 25%，其中 25Q2 价格 0.73 元/平，同/环比-20%/-3%，价格拖累下公司营收增速弱于出货增速。展望下半年，锂电隔膜“反内卷”会议已达成价格自律、暂停扩产等关键五项重要共识，价格企稳可期，叠加公司海外匈牙利下半年逐渐起量，公司收入有望维持高增。
- **盈利承压，减值风险释放。**受价格影响公司毛利率下滑明显，期间费率相对稳定下净利率同环比均有所下滑，同时 Q2 公司计提 0.7 亿减值进一步拉低盈利能力。Q2 后公司产能利用率维持高位，控费措施下预计盈利有望企稳回升。
- **固态产品加速落地，未来放量可期。**子公司湖南恩捷自 21 年与中南大学深度合作，25 年 4 月百吨硫化锂正式投产，5 月和玉溪签订千吨级固态电解质投资协议。公司已具备硫化锂、电解质、电解质膜三大类产品，纯度、电导率等性能指标领先行业，下游客户验证反馈良好，未来随行业进程放量可期
- **投资建议：**公司是全球隔膜龙头企业，行业周期底部推进市占率领先策略，通过提高产能利用率、降本增效等措施对冲行业压力，同时积极出海开拓海外客户。公司前瞻性战略布局全固态电池，有望率先落地千吨级固相法硫化物固态电解质一体化产线，现有产品性能领先、技术储备扎实、下游反馈良好，凭借优势卡位带来更强估值弹性。预计公司 2025-2027 年营收分别为 115/135/161 亿元；归母净利分别为 0.08/5/8.3 亿元，EPS 0.01、0.52、0.86 元/股。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	10163.66	11494.91	13462.87	16093.60
同比/%	-15.60	13.10	17.12	19.54
归母净利润/百万元	-556.32	7.90	501.18	832.62
同比/%	-122.02	101.42	6243.08	66.13
EPS/元	-0.57	0.01	0.52	0.86
PE	—	3923.47	61.85	37.23

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

恩捷股份（002812.SZ）

谨慎推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

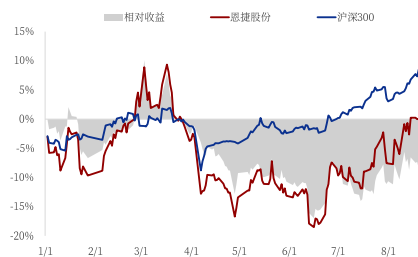
市场数据

2025-08-20

A 股收盘价/元	32.02
上证指数	3,766.21
总股本（亿股）	9.68
实际流通 A 股（亿股）	8.08
流通 A 股市值（亿元）	256.8

市场表现

2025-08-20



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	8
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 全球隔膜龙头，硫化物固态电解质加速落地	12
三、 投资建议	14
(一) 盈利预测	14
(二) 相对估值	14
(三) 投资建议	14
四、 风险提示	15

一、25H1 业绩符合预期

(一) 营收及盈利能力

公司营收重回高增区间。2025 年上半年，公司营业收入实现 57.6 亿元，同比增长 20.5%，创下历史新高，其中主营锂电隔膜业务拉动明显，占比 83.6%，同比增长 25%，主要系公司锂电隔膜产品出货同比高增，但由于市场竞争持续激化，产品价格下滑，据 Wind 统计，25H1 湿法 7μm 价格 0.74 元/平，同比下降 25%，其中 25Q2 价格 0.73 元/平，同/环比-20%/-3%，收入增速弱于出货增速。此外，公司无菌包装受益下游景气度回暖同增 12%。公司目前产能利用率维持高位，25H1 随隔膜价格逐步企稳，我们预计 25 年公司收入实现近 20%高增。

25Q2 公司营收 30.3 亿元，同比+23.6%，主要系 Q2 公司产能利用率回升，隔膜产品环比增长明显。展望下半年，公司产能利用率、出货量预计维持高增，同时 8 月 8 日，干法锂电隔膜骨干生产企业负责人闭门座谈会在深圳成功召开，8 家企业达成价格自律、暂停扩产等关键五项重要共识，后续价格有望企稳。

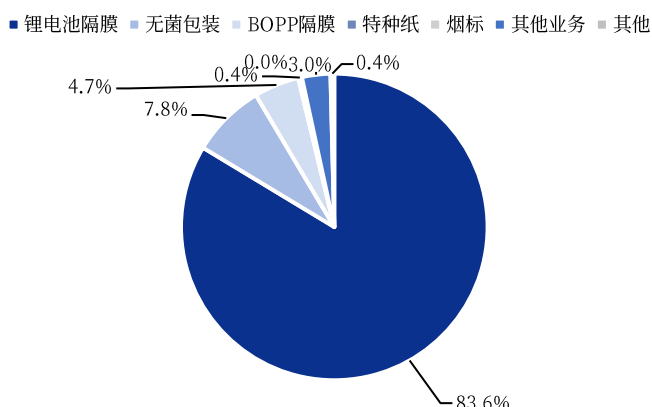
分地区看，公司 25H1 境外业务占比 20.1%，同比微增。

图1：25H1 公司营业总收入同比+20.5%



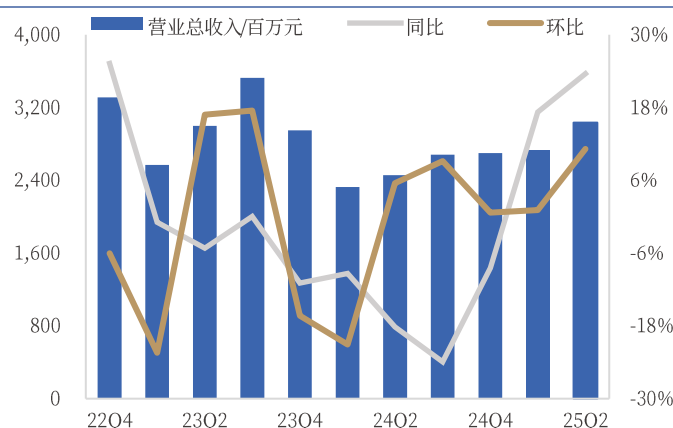
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：25H1 公司核心业务锂电结构件产品贡献 83.6%收入



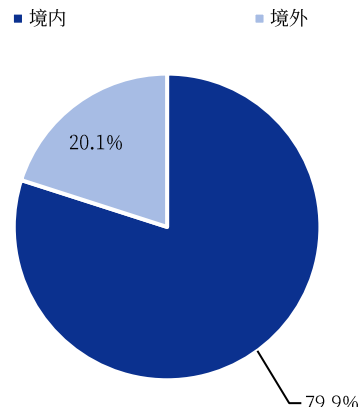
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入同比+23.6%、环比+11.2%



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图4：25H1 公司国内市场份额近 80%

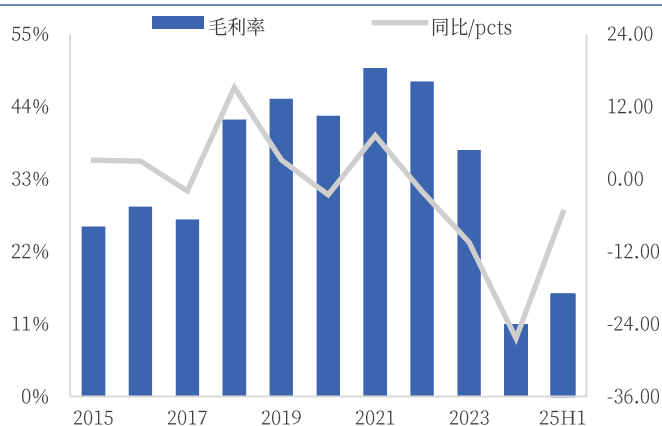


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

25Q2 公司毛利率承压。25H1 公司销售毛利率 15.5%，同比-5.49pcts，降幅收窄，主要系隔膜产品价格下滑。25Q2 公司销售毛利率 14.4%，同/环比-8.97/-3.05pcts。一方面，受制于维持市

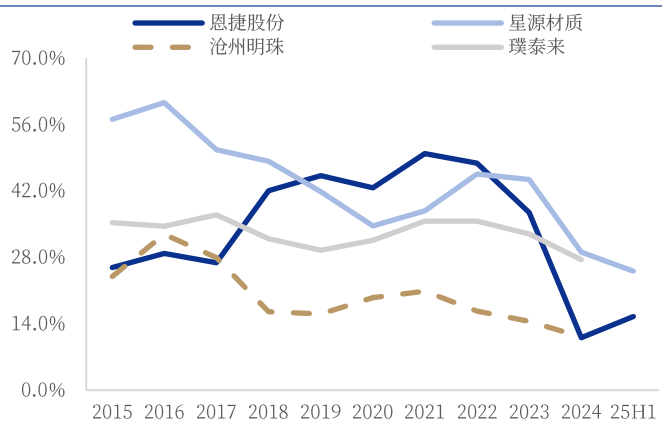
场份额对公司产品价格的压力，另一方面新增产能扩张后利用率阶段性下滑，公司毛利率较同行水平相对更低。

图5：25H1 公司毛利率 15.5%



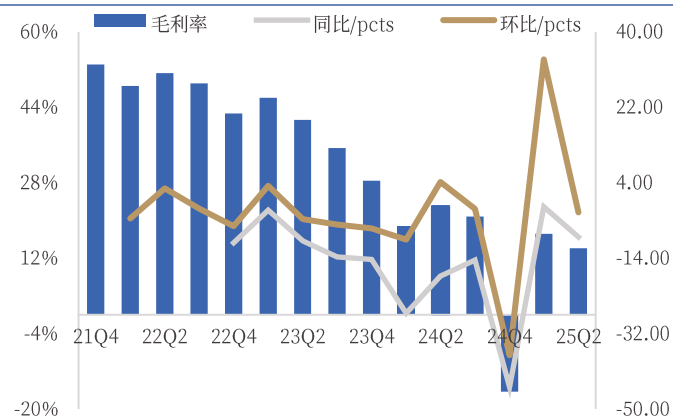
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图7：可比公司毛利率对比



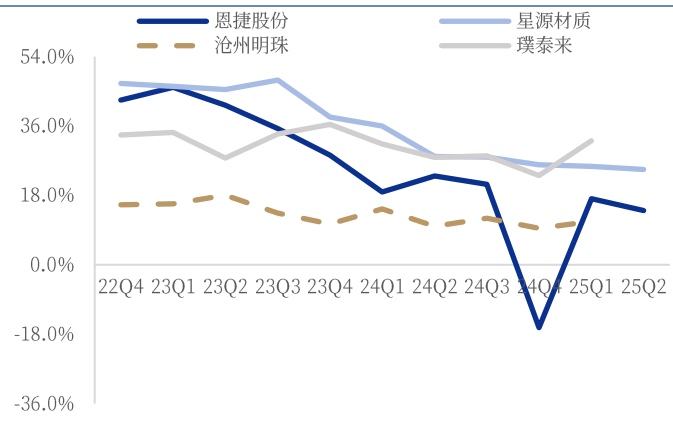
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：25Q2 公司毛利率 14.1%



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

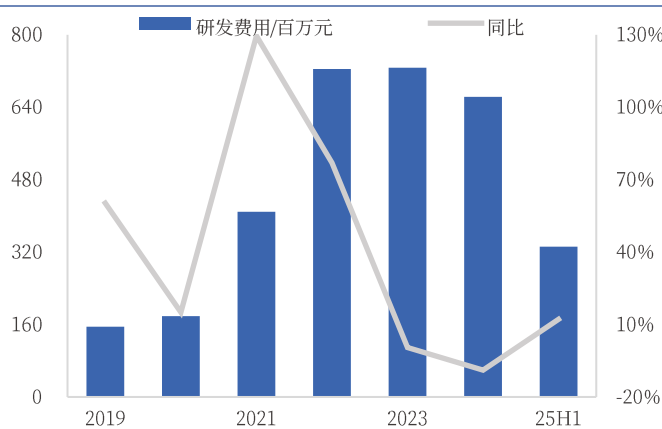
图8：季度间可比公司毛利率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

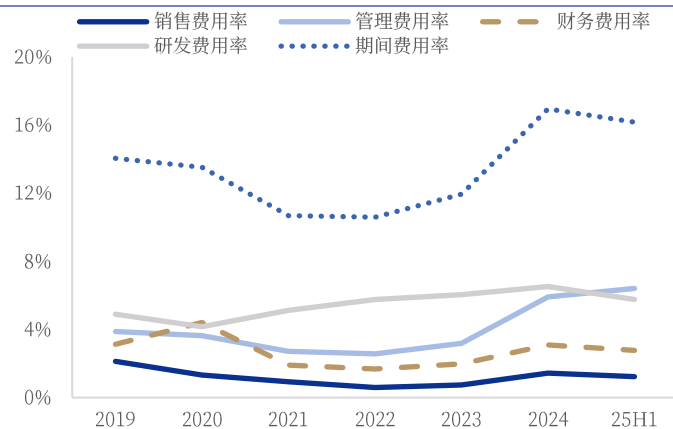
期间费用率相对稳定，坚持高研发投入。25H1 公司期间费用率为 16.2%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.2%、6.4%、5.8%、2.8%。25Q2 公司期间费用率为 15.4%，环比-1.7pcts 主要系研发、管理费用波动。

图9：25H1 公司研发费用 3.32 亿元



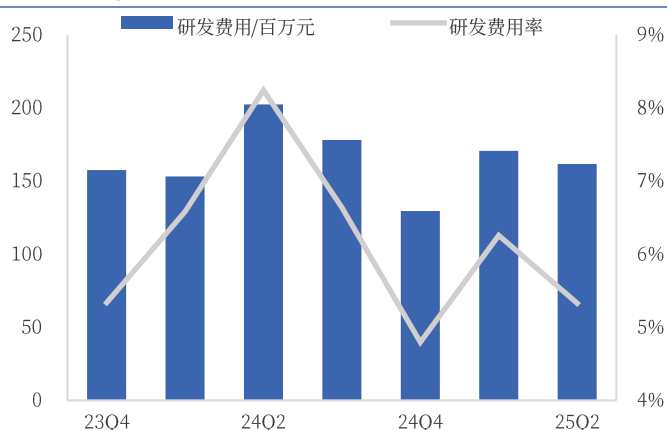
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：25H1 公司期间费用为 16.2%



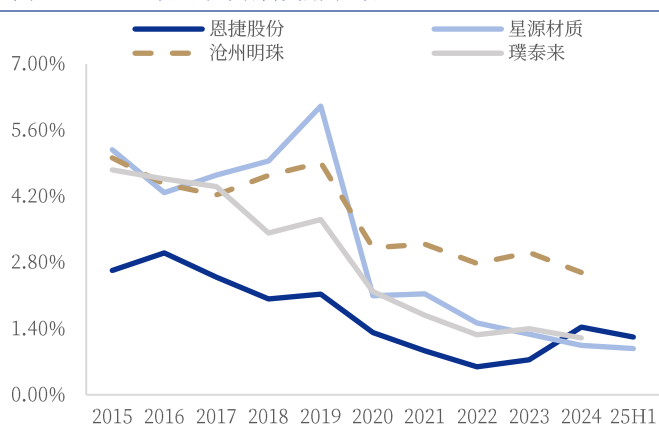
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司研发费率 5.3%



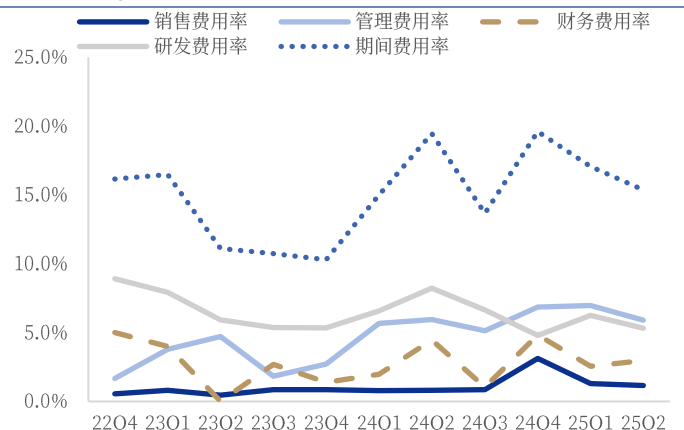
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图13: 25H1 可比公司销售费用率对比



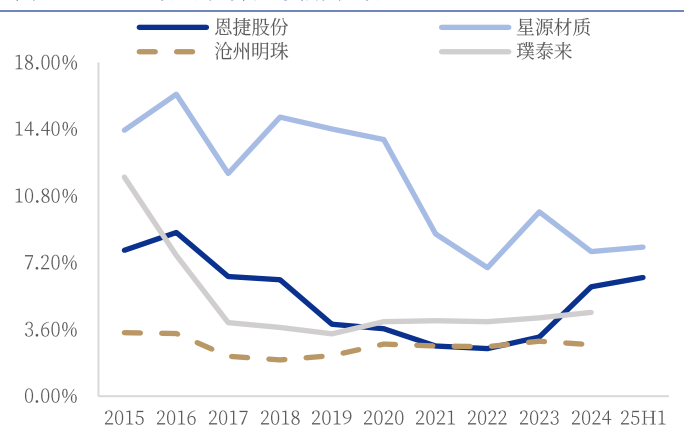
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 25Q2 公司期间费用率为 15.4%



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

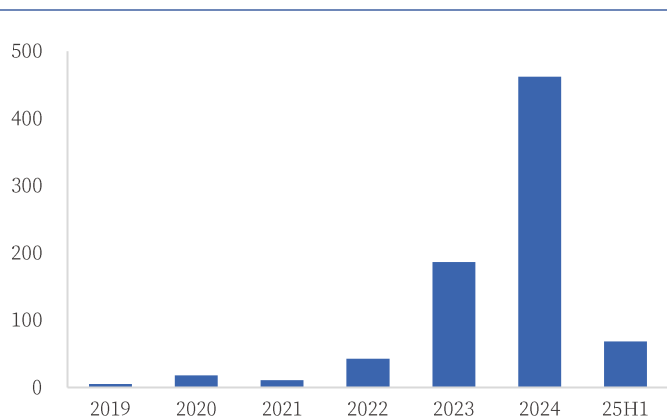
图14: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

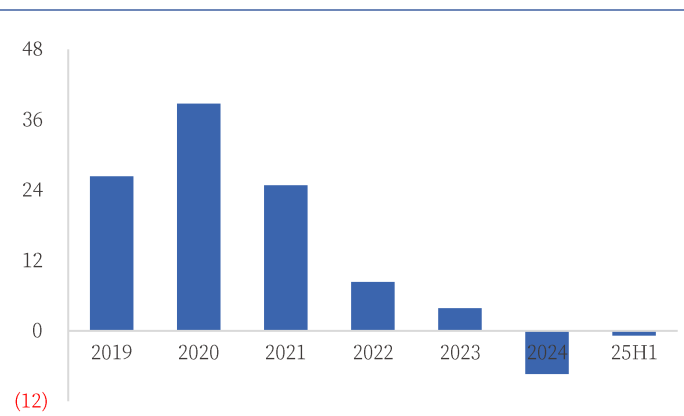
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0.68 亿元、-82 万元，其中大额资产减值主要发生在 Q2，主要系公司基于产品价格变化以及经营情况变化对存货计提减值，后续减值与行业走势趋同。

图15: 25H1 公司资产减值损失 0.68 亿元（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图16: 25H1 公司信用减值有冲回（单位：百万元）

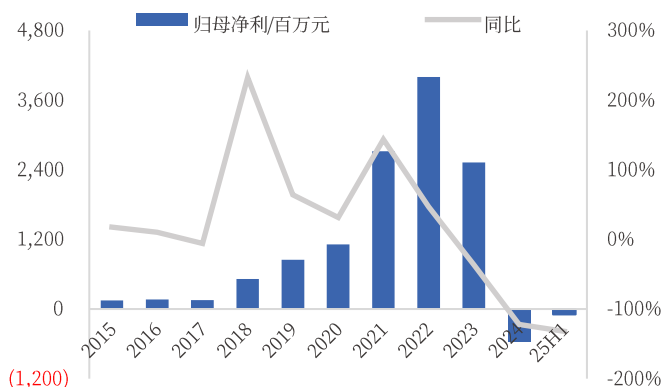


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

行业周期下行，公司盈利承压。2025 年上半年公司实现归母净利润-0.9 亿元，同比转亏，归母净利率-1.6%，同比-7.7pcts。扣非净利-0.9 亿元，同比转亏。25Q2 公司归母净利润-1.2 亿元，同/环比均转亏，归母净利率-3.9%，同/环比-9.3pcts/-4.9pcts；扣非净利-1.2 亿元，同/环比均转

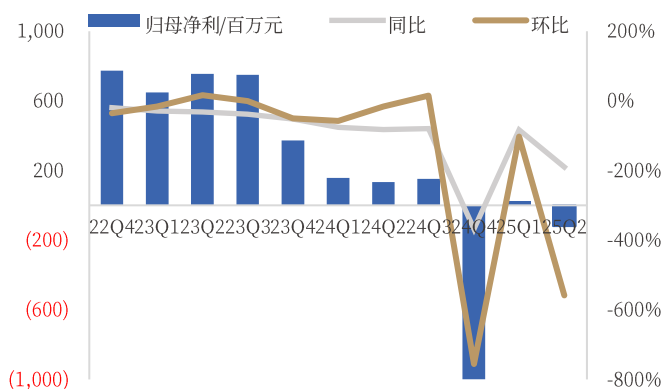
亏，扣非归母净利率-4.1%，同/环比-8.6pcts/-5.1pcts。受行业下行周期影响，降价对公司盈利能力冲击巨大，叠加 Q2 减值，公司业绩磨底。

图17: 25H1 公司归母净利润-0.9 亿元，同比由盈转亏



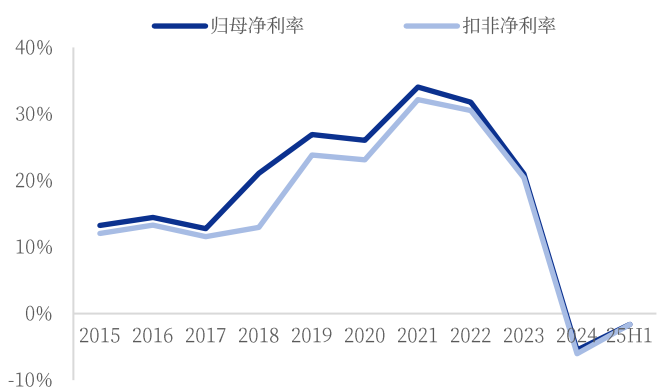
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司归母净利润-1.2 亿元



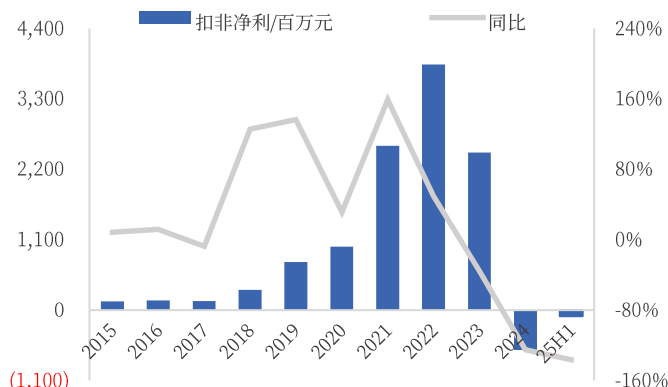
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25H1 公司扣非归母净利率降至-1.6%



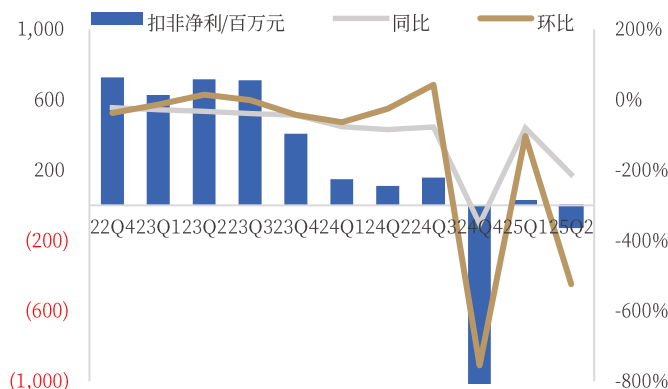
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25H1 公司扣非归母净利润-0.9 亿元，同比由盈转亏



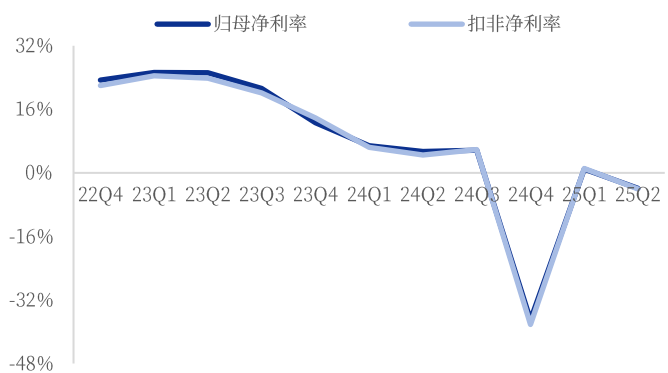
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25Q2 公司扣非归母净利润-1.2 亿元



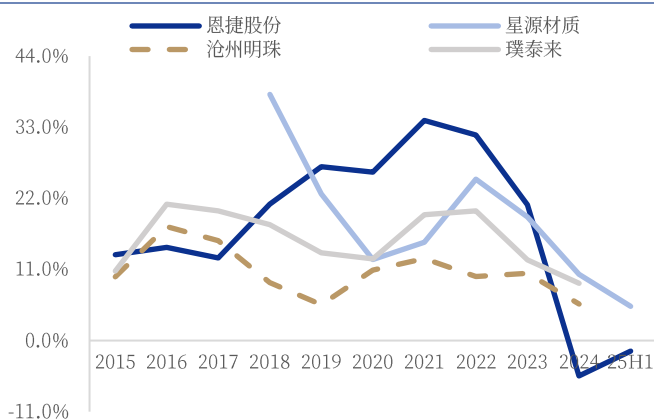
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25Q2 公司净利率降至-3.9%



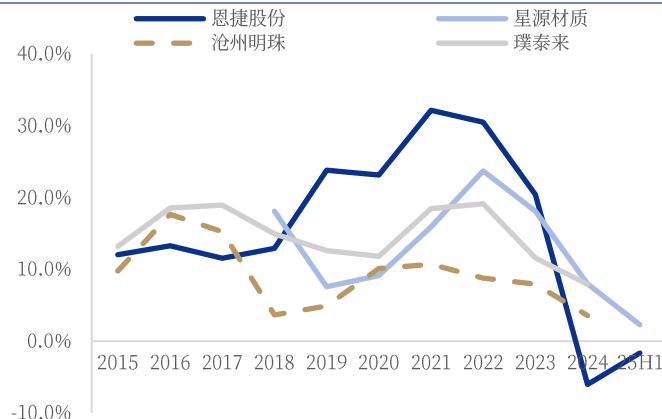
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23：25H1 可比公司归母净利润率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图24：25H1 可比公司扣非归母净利润率对比

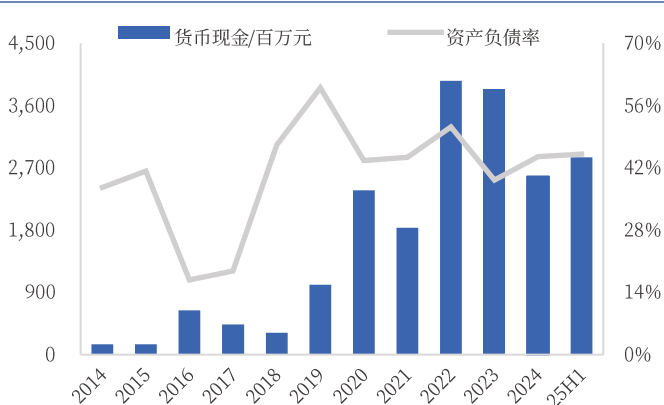


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

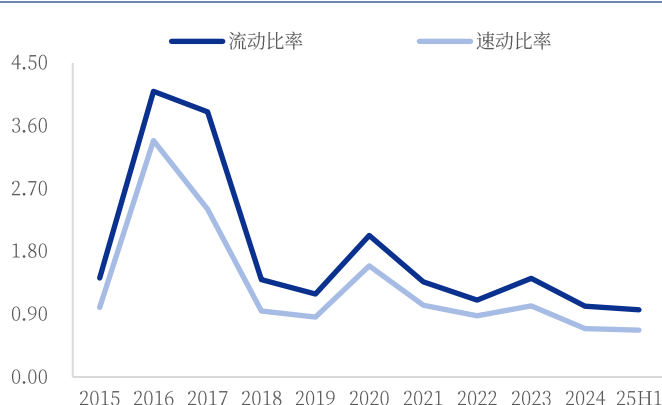
2025 年上半年公司资产负债率 45%，资产结构健康。期末货币现金 28.5 亿元，同比-26%。公司流动比率/速动比率分别为 0.96/0.67，处于历史低位。

图25：25H1 公司货币现金达 21 亿元



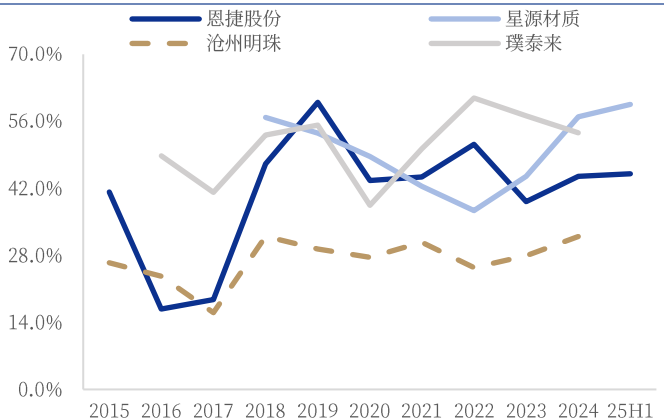
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图26：25H1 公司流动/速动比率稳定



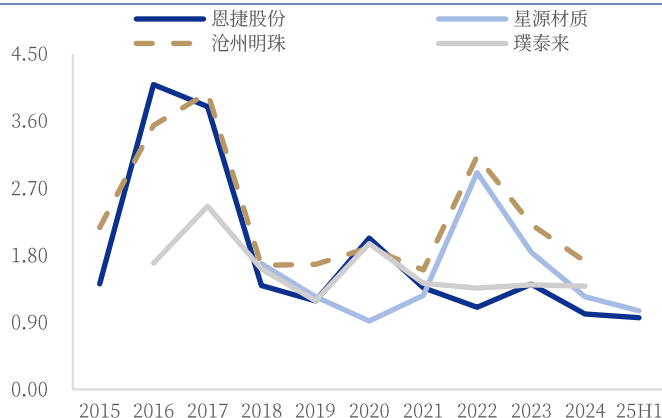
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图27：25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图28：25H1 可比公司流动比率对比

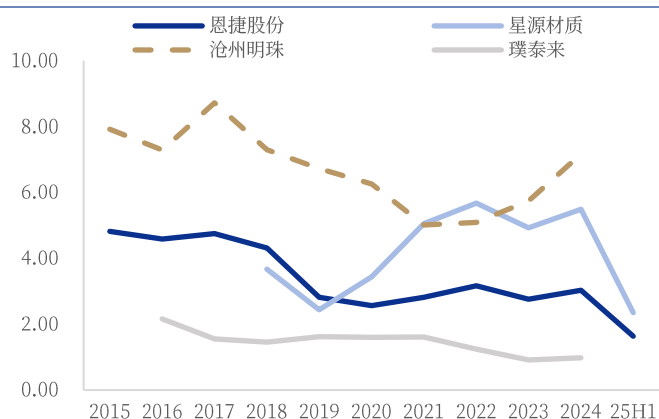


资料来源：iFind，中国银河证券研究院

(三) 营运能力

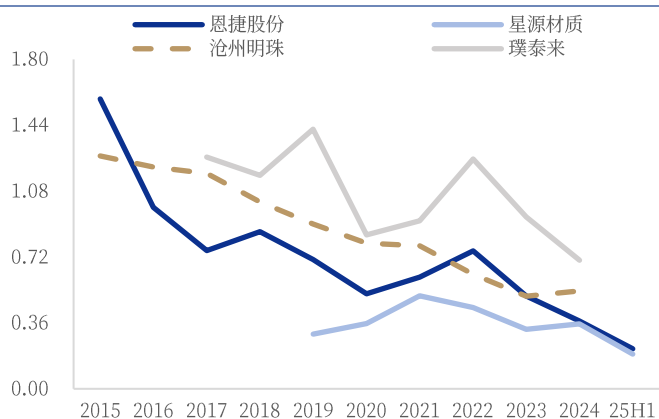
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 1.6 次、0.9 次、0.2 次、0.1 次。

图29: 25H1 可比公司存货周转率对比



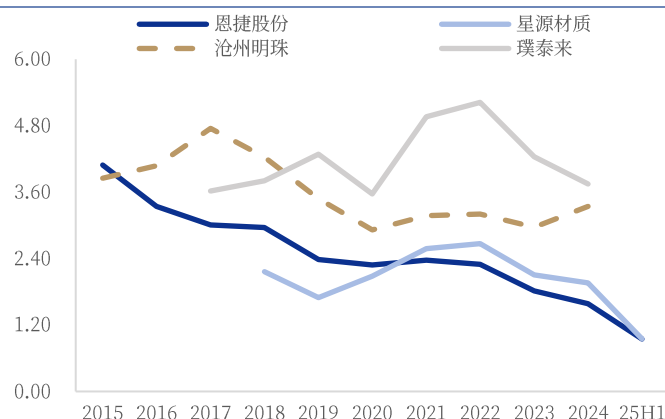
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司净资产周转率对比



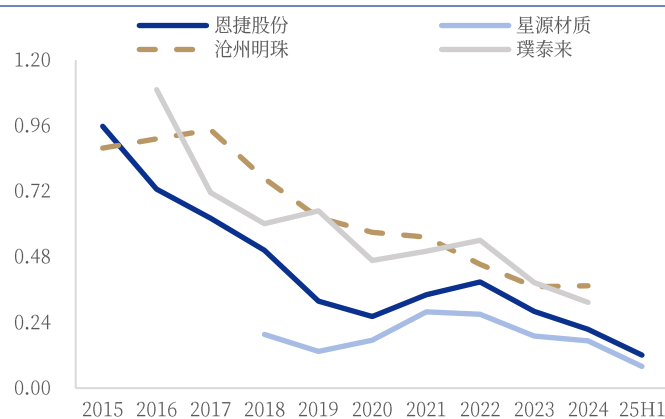
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 25H1 可比公司总资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

25Q2 公司经营性现金流净额再创新高。2025H1 公司经营性现金流净额为 2.1 亿元，其中 Q2 为 0.85 亿元。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支明显下滑至 7.7 亿元，产能增长将进入平台期。

图33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元

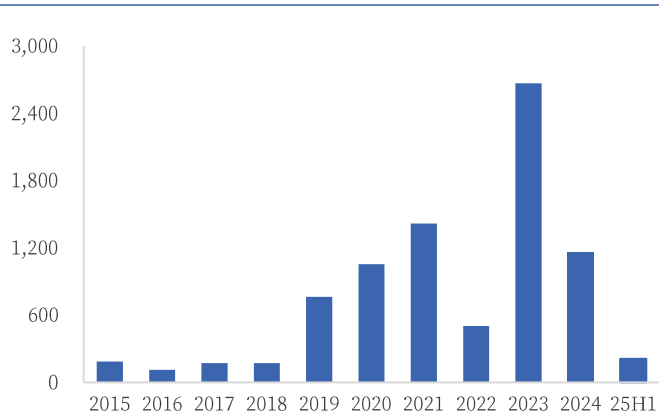
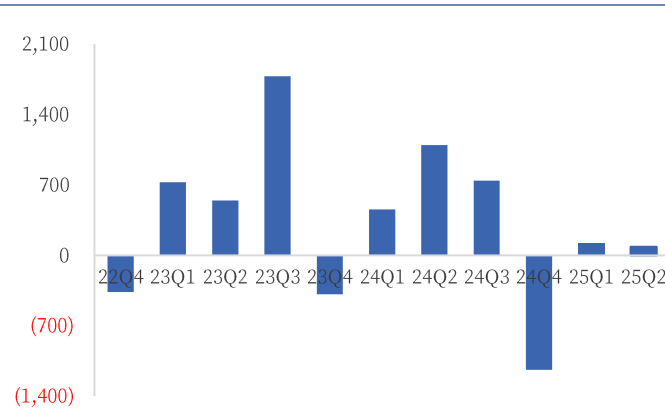
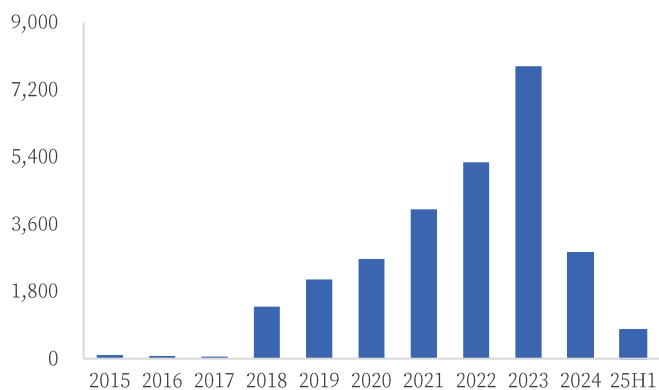


图34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

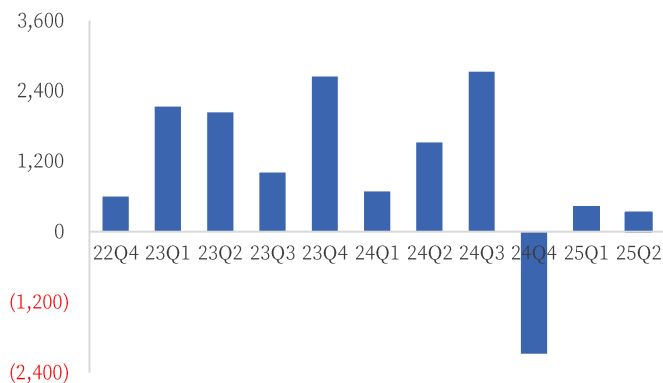
图35：25H1 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

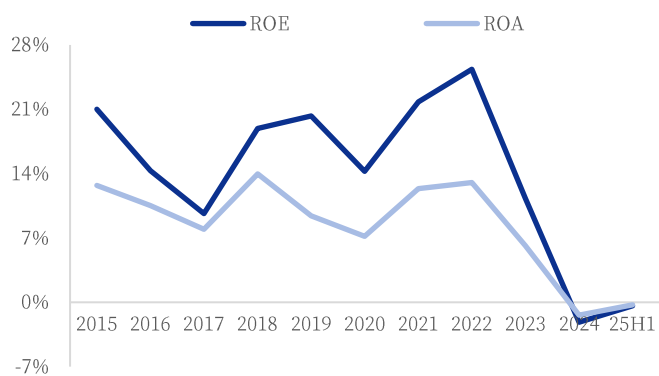
图36：25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

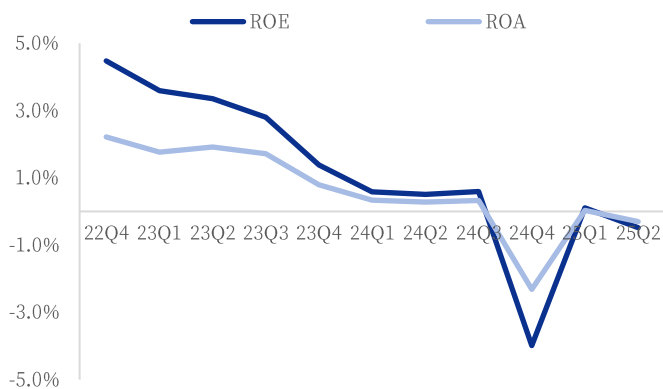
(五) 杜邦分析

图37：25H1 公司 ROE、ROA 情况



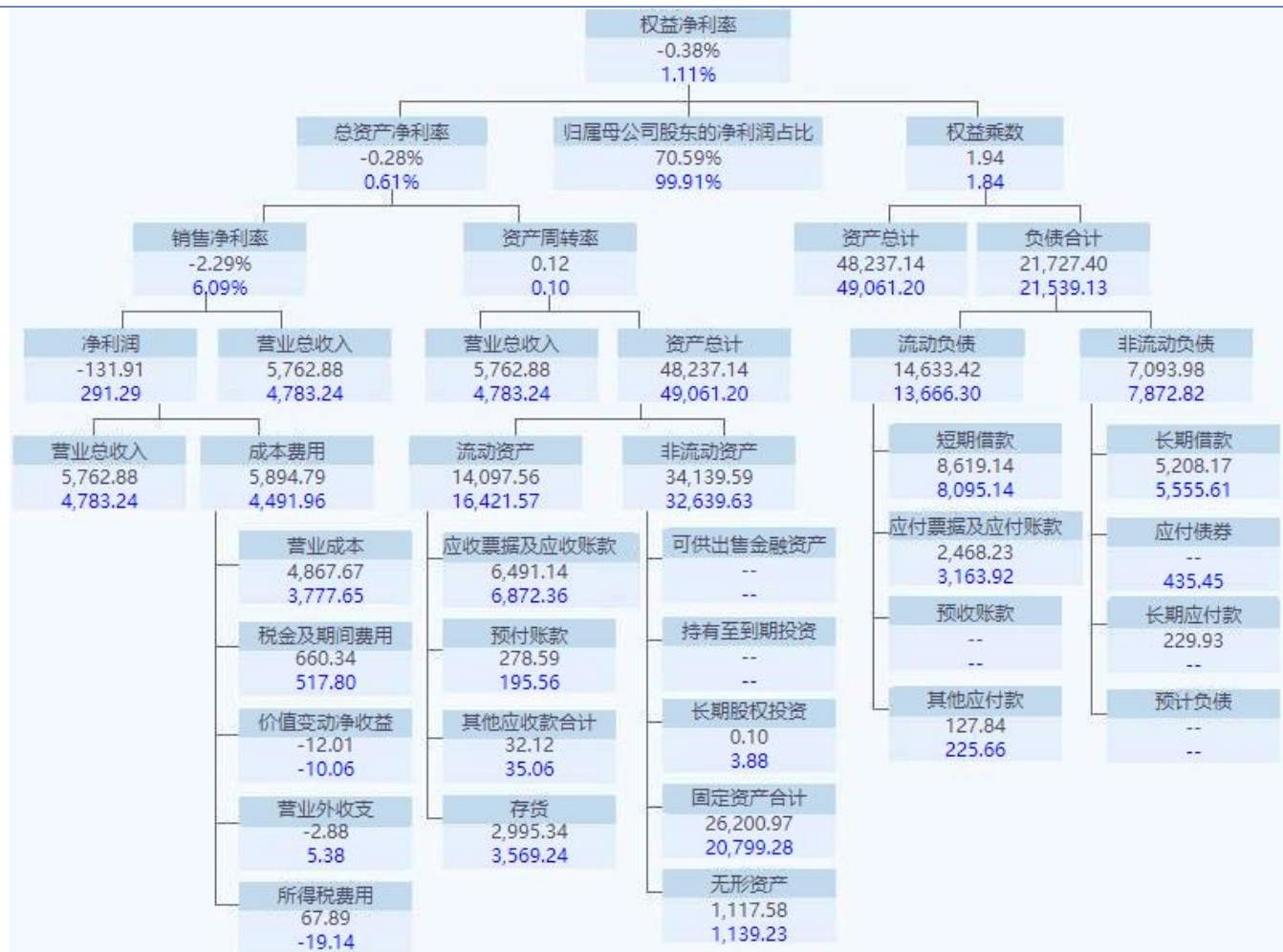
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图38：25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图39: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

锂电池隔膜龙头，坚持质量为本。恩捷股份创立于 1996 年，最早专注于提供多种包装印刷产品、包装制品及服务。2010 年，公司成立上海恩捷，开始进军锂电池隔膜行业。2016 年，公司在深圳上市挂牌；2018 年，将主营业务为锂电池隔膜的上海恩捷收购至上市公司体内，新能源领域逐渐成为公司重点。2020 年，公司收购苏州捷力和纽米科技，横向切入消费电子电池隔膜领域；2021 年，进军干法隔膜领域。2024 年，上海恩捷出货量达 70 亿平米，在电池隔膜行业市场份额达 30.8%，稳居第一。

图40: 公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

深化头部客户合作关系，加快全球化布局。公司不断深化与全球头部客户的合作关系，持续优化产品及客户结构，加强维护及开发头部客户和开拓海外市场的力度，吸引世界各地优秀新能源锂电池企业和包装企业合作。目前公司在全球设厂，并深度绑定多家全球知名电池厂商：2020 年筹建匈牙利工厂，2021 年与亿纬锂能合资成立湖北恩捷，2022 年与宁德时代合资成立厦门恩捷，并建设美国俄亥俄州工厂。目前公司产能规模位于全球首位，已在上海、珠海、无锡、江西、苏州、重庆、常州、荆门、匈牙利等地布局隔膜生产基地。匈牙利项目一期目前已投产并向客户供货，2024 年底产能达 110 亿平方米；美国方面与 LGES、Ultium Cells LLC 等头部大客户签订大单。

图41: 公司客户矩阵图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司产品矩阵丰富，积极布局固态电解质领域。公司业务主要包括新能源业务和传统业务，新能源业务分为锂电池隔膜、铝塑膜和硫化物电解质材料三部分，广泛应用于动力、储能、消费电子电池等领域。近期公司专注高纯硫化锂、硫化物固态电解质和硫化物固态电解质膜产品的研发和布局，高纯硫化锂产品的百吨级硫化锂中试线已经搭建完成，10 吨级硫化物固态电解质产线已经建成，具备供货能力。

表1：公司新能源业务领域主要产品情况

产品类别	产品类型	主要描述
锂电池隔膜	湿法双向拉伸隔膜	采用双向拉伸工艺，MD 向（纵向）、TD 向（横向）强度较高且数值较为接近，可以降低锂金属枝晶穿刺造成的电池内短路风险，利于提升电池良率，并在电池安全性测试中更具优势。
	干法隔膜	采用吹塑法生产工艺，相比流延法，吹塑法在产品的强度、孔径分布、生产效率、收率、收卷质量、收卷长度等方面更具优势。
	陶瓷涂覆隔膜	在原来的基膜上（包括干法、湿法基膜），将高纯度纳米氧化铝或勃母石等陶瓷材料涂覆于基膜上面，涂覆一层或者两面各一层的陶瓷面。
	混合涂覆隔膜	混合涂覆隔膜，即 PVDF 或芳纶与纳米陶瓷混合制成浆料，并均匀地涂覆在干法或湿法的基膜上。混合涂覆隔膜兼具高耐热性的同时可实现隔膜与正负极片之间的粘接，且具有低成本、高效率的优点。
铝塑膜	干法铝塑膜	采用涂布、干式复合的生产工艺进行加工，特点在于成型性、内层绝缘性具有一定优势。在消费类（铝塑膜规格 $\leq 113\mu\text{m}$ ）、动力类和储能类（铝塑膜规格 $\geq 153\mu\text{m}$ ）的软包电池中均有应用。
	热法铝塑膜	采用涂布、干式复合、挤出复合的生产工艺进行加工，特点在于耐热性、成本具有一定优势。在消费类（铝塑膜规格 $\leq 113\mu\text{m}$ ）、动力类和储能类（铝塑膜规格 $\geq 153\mu\text{m}$ ）的软包电池中均有应用。
硫化物电解质材料	超纯硫化锂	超纯硫化锂是固态电池的关键材料，恩捷突破传统工艺纯度低、一致性差、难以大规模制造瓶颈，实现硫化锂更经济、更大规模的生产，其具备高纯度、高活性特性，应用于高品质硫化物电解质制备，助力全固态电池的加速商业化落地。
	硫化物电解质	硫化物电解质是固态电池的核心材料，锂磷硫氯（LPSC）硫化物电解质材料，是一种硫银锗矿晶型的无机导锂材料，具有优异的离子传导性、热稳定性以及良好的机械加工性能。恩捷 LPSC 电解质材料具备纯度高、离子电导率高、粒径可调、分散性好等特性，应用于全固态电池中能有效提升电池性能表现。
	硫化物电解质膜	硫化物固态电解质膜是一种兼具锂离子传导与正负极隔离双重功能的锂电新型材料。恩捷固态电解质膜具有优异的离子传导性能、力学性能、热稳定性以及超薄特性，应用于全固态电池中能有效提升电池能量密度、充放电及安全性能。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表2：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
锂电隔膜	营业收入	8,254.66	9,449.52	11,138.62	13,449.88
	YOY	-23.31%	14.48%	17.88%	20.75%
其他	营业收入	1,909.00	2,045.39	2,324.25	2,643.72
	YOY	49.30%	7.14%	13.63%	13.75%
营业收入合计		10,163.66	11,494.91	13,462.87	16,093.60
YOY		-15.60%	13.10%	17.12%	19.54%
归母净利润合计		-556.32	7.90	501.18	832.62
YOY		-122.02	101.42	6243.08	66.13
EPS（元）		-0.57	0.01	0.52	0.86

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取星源材质、璞泰来、沧州明珠作为可比公司。计算可得可比公司2025-2027 年 PE 均值为 31x/25x/20x。

表3：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 20 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300568.SZ	星源材质	0.27	0.31	0.44	0.59	46.04	40.10	28.25	21.07
002108.SZ	沧州明珠	0.09	0.11	0.12	0.14	43.89	35.91	32.92	28.21
603659.SH	璞泰来	0.56	1.14	1.40	1.71	33.30	16.36	13.32	10.91
	平均值					41.08	30.79	24.83	20.06
002812.SZ	恩捷股份	-0.57	0.01	0.52	0.86	——	3923.47	61.85	37.23

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司是全球隔膜龙头企业，行业周期底部推进市占率领先策略，通过提高产能利用率、降本增效等措施对冲行业压力，同时积极出海开拓海外客户。公司前瞻性战略布局全固态电池，有望率先落地千吨级固相法硫化物固态电解质一体化产线，现有产品性能领先、技术储备扎实、下游反馈良好，凭借优势卡位带来更强估值弹性。预计公司 2025-2027 年营收分别为 115/135/161 亿元；归母净利分别为 0.08/5/8.3 亿元，EPS 0.01、0.52、0.86 元/股。首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13824.43	17371.19	20473.99	24294.46
现金	2574.14	5407.35	6966.71	8627.90
应收账款	6102.05	6897.40	8072.93	9648.82
其它应收款	28.22	31.38	36.53	43.46
预付账款	160.42	169.97	189.38	218.30
存货	2963.03	2986.80	3179.36	3525.33
其他	1996.57	1878.29	2029.07	2230.64
非流动资产	33375.21	31309.21	29109.19	26736.91
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	22928.51	24266.82	23462.70	21647.51
无形资产	1130.78	1146.60	1145.91	1148.28
其他	9315.93	5895.79	4500.59	3941.12
资产总计	47199.64	48680.39	49583.18	51031.37
流动负债	13643.73	14938.92	15312.33	15863.94
短期借款	8136.90	8619.14	8619.14	8619.14
应付账款	2009.86	2129.46	2372.64	2735.01
其他	3496.97	4190.32	4320.56	4509.80
非流动负债	7350.91	7093.98	7093.98	7093.98
长期借款	5070.03	5208.17	5208.17	5208.17
其他	2280.88	1885.81	1885.81	1885.81
负债合计	20994.64	22032.90	22406.31	22957.92
少数股东权益	1733.77	1734.50	1787.76	1893.35
归属母公司股东权益	24471.23	24913.00	25389.12	26180.10
负债和股东权益	47199.64	48680.39	49583.18	51031.37

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1158.25	3062.61	3284.48	3408.10
净利润	-659.90	8.63	554.44	938.21
折旧摊销	1796.22	3280.37	3537.44	3714.90
财务费用	387.09	368.64	371.72	371.72
投资损失	-1.41	-12.79	-11.87	-11.45
营运资金变动	-337.74	-706.45	-1342.27	-1799.84
其它	-26.01	124.21	175.02	194.56
投资活动现金流	-2632.32	-1209.71	-1328.34	-1333.56
资本支出	-2821.33	-1169.63	-1340.21	-1345.01
长期投资	164.48	0.00	0.00	0.00
其他	24.54	-40.08	11.87	11.45
筹资活动现金流	413.67	945.53	-396.78	-413.35
短期借款	846.20	482.24	0.00	0.00
长期借款	384.71	138.14	0.00	0.00
其他	-817.24	325.15	-396.78	-413.35
现金净增加额	-1055.57	2833.21	1559.36	1661.19

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10163.66	11494.91	13462.87	16093.60
营业成本	9038.75	9576.64	10670.24	12299.88
营业税金及附加	96.27	97.71	114.43	136.80
营业费用	145.26	164.29	192.42	230.02
管理费用	600.16	678.78	794.98	950.33
财务费用	314.26	313.30	255.47	221.94
资产减值损失	-462.22	-152.56	-165.93	-188.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.41	12.79	11.87	11.45
营业利润	-838.54	14.66	668.86	1148.01
营业外收入	5.47	3.32	3.77	4.19
营业外支出	11.73	7.79	8.31	9.28
利润总额	-844.80	10.19	664.33	1142.93
所得税	-184.90	1.56	109.89	204.72
净利润	-659.90	8.63	554.44	938.21
少数股东损益	-103.58	0.73	53.26	105.59
归属母公司净利润	-556.32	7.90	501.18	832.62
EBITDA	1273.12	3603.86	4457.23	5079.77
EPS (元)	-0.57	0.01	0.52	0.86

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	-15.60%	13.10%	17.12%	19.54%
营业利润增速	-127.68%	101.75%	4461.41%	71.64%
归属母公司净利润增	-122.02%	101.42%	6243.08%	66.13%
毛利率	11.07%	16.69%	20.74%	23.57%
净利率	-5.47%	0.07%	3.72%	5.17%
ROE	-2.27%	0.03%	1.97%	3.18%
ROIC	-0.98%	0.64%	1.77%	2.52%
资产负债率	44.48%	45.26%	45.19%	44.99%
净负债比率	49.06%	40.92%	34.38%	27.37%
流动比率	1.01	1.16	1.34	1.53
速动比率	0.70	0.88	1.05	1.23
总资产周转率	0.22	0.24	0.27	0.32
应收账款周转率	1.59	1.77	1.80	1.82
应付账款周转率	5.00	4.63	4.74	4.82
每股收益	-0.57	0.01	0.52	0.86
每股经营现金	1.20	3.16	3.39	3.52
每股净资产	25.28	25.73	26.22	27.04
P/E	—	3923.47	61.85	37.23
P/B	1.27	1.24	1.22	1.18
EV/EBITDA	34.50	11.63	9.05	7.62
P/S	3.05	2.70	2.30	1.93

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入同比+20.5%	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入同比+23.6%、环比+11.2%	4
图 3: 25H1 公司核心业务锂电结构件产品贡献 83.6%收入	4
图 4: 25H1 公司国内市场份额近 80%	4
图 5: 25H1 公司毛利率 15.5%	5
图 6: 25Q2 公司毛利率 14.1%	5
图 7: 可比公司毛利率对比	5
图 8: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 9: 25H1 公司研发费用 3.32 亿元	5
图 10: 25H1 公司期间费用为 16.2%	5
图 11: 25Q2 公司研发费率 5.3%	6
图 12: 25Q2 公司期间费用率为 15.4%	6
图 13: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 14: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 15: 25H1 公司资产减值损失 0.68 亿元（单位：百万元）	6
图 16: 25H1 公司信用减值有冲回（单位：百万元）	6
图 17: 25H1 公司归母净利润-0.9 亿元，同比由盈转亏	7
图 18: 25H1 公司扣非归母净利润-0.9 亿元，同比由盈转亏	7
图 19: 25Q2 公司归母净利润-1.2 亿元	7
图 20: 25Q2 公司扣非归母净利润-1.2 亿元	7
图 21: 25H1 公司扣非归母净利率降至-1.6%	7
图 22: 25Q2 公司净利率降至-3.9%	7
图 23: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 24: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 25: 25H1 公司货币现金达 21 亿元	8
图 26: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 27: 25H1 可比公司资产负债率对比	8
图 28: 25H1 可比公司流动比率对比	8
图 29: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 32: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 33: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	9
图 34: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	9

图 35: 25H1 公司资本开支/百万元 10

图 36: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 37: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 39: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 40: 公司发展历程 12

图 41: 公司客户矩阵图 12

表 1: 公司新能源业务领域主要产品情况 13

表 2: 分业务预测（单位：百万元） 14

表 3: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 15 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 14

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn