

信义山证汇通天下

证券研究报告

锂电化学品

恩捷股份（002812.SZ）

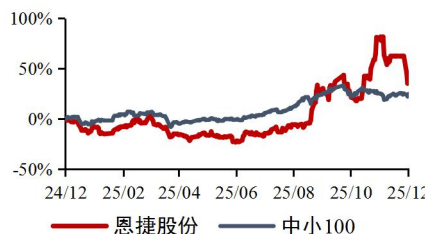
买入-A(维持)

并购稳固龙头地位，隔膜价格底部回升

2025 年 12 月 19 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 12 月 17 日

收盘价（元/股）：	46.91
年内最高/最低（元/股）：	66.36/25.87
流通 A 股/总股本（亿股）：	8.23/9.82
流通 A 股市值（亿元）：	385.90
总市值（亿元）：	460.76

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	-0.09
摊薄每股收益(元/股)：	-0.09
每股净资产(元/股)：	27.38
净资产收益率(%)：	-0.43

资料来源：常闻

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

杜羽枢

执业登记编码：S0760523110002

邮箱：duyushu@sxzq.com

事件描述

➤ 12 月 1 日，公司公告，拟以发行股份的方式支付中科华联 100%股份的交易对价，发行价格为 34.38 元/股。并且募集配套资金，总额不超过购买资产的交易价格的 100%，发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票交易均价的 80%。

事件点评

➤ 中科华联国产隔膜设备已经突破，有助恩捷降低成本。中科华联可提供整套湿法锂电池隔膜自动化生产线解决方案。公司于 2014 年取得湿法锂电池隔膜生产线国内“首台套”的技术认证，打破日本制钢所、德国布鲁克纳、日本东芝技术垄断，主要客户包括四川东材、恩捷股份、康辉新材。中科华联在研的 9 米幅宽产线预计不晚于 2027 年装机测试，机械车速 150 米/分钟，较之 7.5 米幅宽、机械车速 120 米/分钟产线在设计产能上可提升 50%，且工艺窗口可实现 3 微米至 20 微米。恩捷之前主要设备供应来自日本制钢所，本次收购国产隔膜设备商，有助于公司继续降低生产成本。

➤ 蓝科途现 5um 湿法隔膜技术领先，稳固恩捷全球锂电隔膜 NO.1 地位。根据 GGII 数据，中科华联旗下蓝科途 2024 年湿法隔膜市场国内占有率约为 4.5%，排名行业第六。蓝科途 5um 的高性能湿法锂电池隔膜产品技术处于领先地位在山东、山西、安徽、四川等地布局先进产能。蓝科途主要客户包括宁德时代、中创新航、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪、松下、LG 等。中科华联截止到 25 年 9 月 30 日，总资产 44.8 亿元，净资产 10.6 亿元，预计蓝科途已有湿法隔膜产能 20 亿平左右。恩捷完成并购后，预计明年总出货量可提升至 140-160 亿平（不含干法），在反内卷严控产能扩张背景下，实现市占率快速提升，进一步稳固龙头地位。

➤ 隔膜行业已经停止扩张，隔膜价格已经开始上涨。锂电隔膜自 2023 年价格持续下行以来，隔膜行业净资产收益率从 2022 年的最高峰约 25-30%已经下降到 0-1%。极长的资产回收期以及预期固态电池产业化的压制之下，未来 3-5 年已经没有大规模产能扩张的可能。目前来看，随储能行业需求高速增长，隔膜价格已经见底回升，12 月 17 日百川数据，7+2um 湿法涂覆膜价格 1.12 元/平，月同比上涨 7.7%。7um 湿法基膜 0.8 元/平，月同比上涨 3.9%，5um 湿法基膜 1.37 元/平，月同比上涨 5.4%。产品价格已经见底回升，涨价



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明 1

趋势将延续较长时间。

投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.4 亿元、15.9 亿元、28.1 亿元，相当于 2026 年 29 倍的动态市盈率，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：竞争加剧价格下跌；海外市场政策变化风险；并购不及预期的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12,042	10,164	13,946	18,162	21,538
YoY(%)	-4.4	-15.6	37.2	30.2	18.6
净利润(百万元)	2,527	-556	36	1,589	2,804
YoY(%)	-36.8	-122.0	106.0	4350.3	76.4
毛利率(%)	37.4	11.1	16.5	26.7	31.8
EPS(摊薄/元)	2.57	-0.57	0.04	1.62	2.85
ROE(%)	9.2	-2.5	0.2	6.6	10.5
P/E(倍)	18.2	-82.8	1290.1	29.0	16.4
P/B(倍)	1.7	1.9	1.9	1.8	1.7
净利率(%)	21.0	-5.5	0.3	8.8	13.0

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16292	13824	14859	15689	17963
现金	3836	2574	1395	1816	2154
应收票据及应收账款	7481	6473	9023	9139	10441
预付账款	176	160	354	273	465
存货	3001	2963	2860	3056	3475
其他流动资产	1800	1654	1227	1405	1427
非流动资产	30909	33375	33803	33189	32574
长期投资	3	0	1	1	2
固定资产	19380	22929	25997	25712	25244
无形资产	1119	1131	1265	1396	1535
其他非流动资产	10406	9316	6541	6080	5793
资产总计	47201	47200	48662	48878	50537
流动负债	11530	13644	16099	16220	16489
短期借款	7291	8137	9889	10388	9458
应付票据及应付账款	2411	2525	3835	3434	4591
其他流动负债	1828	2982	2374	2399	2440
非流动负债	6989	7351	6319	5084	3851
长期借款	5121	5510	4478	3244	2010
其他非流动负债	1868	1841	1841	1841	1841
负债合计	18519	20995	22418	21305	20339
少数股东权益	1756	1734	1738	1974	2340
股本	978	971	982	982	982
资本公积	15071	14597	14586	14586	14586
留存收益	11345	9289	9321	10772	13161
归属母公司股东权益	26926	24471	24507	25599	27857
负债和股东权益	47201	47200	48662	48878	50537

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2667	1158	1438	3570	5028
净利润	2650	-660	40	1826	3171
折旧摊销	1478	1795	1739	1981	2096
财务费用	239	314	526	563	512
投资损失	-17	-1	-17	-14	-12
营运资金变动	-1950	-317	-849	-785	-738
其他经营现金流	267	28	0	0	0
投资活动现金流	-7990	-2632	-2150	-1352	-1468
筹资活动现金流	5137	414	-9357	-2295	-2293

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	2.57	-0.57	0.04	1.62	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	1.18	1.46	3.63	5.12
每股净资产(最新摊薄)	27.36	24.86	24.90	26.01	28.31

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12042	10164	13946	18162	21538
营业成本	7535	9039	11646	13311	14695
营业税金及附加	75	96	87	120	154
营业费用	89	145	174	227	269
管理费用	383	600	837	1090	1292
研发费用	727	663	739	963	1141
财务费用	239	314	526	563	512
资产减值损失	-190	-455	100	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	1	17	14	12
营业利润	3029	-839	54	2152	3736
营业外收入	3	5	3	4	3
营业外支出	5	12	8	8	9
利润总额	3026	-845	50	2148	3730
所得税	376	-185	10	322	560
税后利润	2650	-660	40	1826	3171
少数股东损益	124	-104	4	236	366
归属母公司净利润	2527	-556	36	1589	2804
EBITDA	5029	1568	2314	4692	6338

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.4	-15.6	37.2	30.2	18.6
营业利润(%)	-36.5	-127.7	106.5	3879.0	73.6
归属于母公司净利润(%)	-36.8	-122.0	106.0	4350.3	76.4
获利能力					
毛利率(%)	37.4	11.1	16.5	26.7	31.8
净利率(%)	21.0	-5.5	0.3	8.8	13.0
ROE(%)	9.2	-2.5	0.2	6.6	10.5
ROIC(%)	7.4	-0.4	1.1	5.5	8.5
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	44.5	46.1	43.6	40.2
流动比率	1.4	1.0	0.9	1.0	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.6	1.5	1.8	2.0	2.2
应付账款周转率	3.2	3.7	3.7	3.7	3.7
估值比率					
P/E	18.2	-82.8	1290.1	29.0	16.4
P/B	1.7	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	11.7	39.9	27.5	13.4	9.6

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司披露的信息存在重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

