



恩捷股份 (002812.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩超预期，盈利稳向好

业绩简评

4月22日，公司公告业绩报告：①2025：实现收入136亿元，同+35%；归母1.4亿元，扭亏为盈；扣非1.1亿元，扭亏为盈。毛利率19%，同+8pct；扣非净利率1%，同+7pct。②1Q26：实现收入39亿元，同/环+43%/-4%；归母3亿元，同/环+2025%/16%；扣非2.6亿元，同/环+794%/34%。毛利率28%，环+3pct；扣非净利率7%，环+2pct。盈利回升超预期。

经营分析

2025&1Q26 具体业绩拆分：

- 隔膜：**公司4Q25、1Q26预计出货37、35亿平，同比均增长近70%，2025年全年出货115亿平。根据测算，4Q25、1Q26测算单平净利近1.0、1.3毛钱/平，经营性单平利润回升超预期。此外，公司向市场发布了性能领先的第二代5μm高强基膜产品，凭借其超薄、高强度的特性，可缩减电池内部非活性材料的体积占比，进而提升电池储能容量。
- 新技术：**2025年，公司前瞻布局固态电池关键材料领域，硫化物固态电解质十吨级中试产线已于报告期内贯通，打通连续成膜流程。公司的超纯硫化锂、硫化物电解质、硫化物电解质膜在纯度、电导率、粒径控制、强度等核心指标上均有所突破，处于行业领先水平。

盈利预测、估值与评级

锂电隔膜具备长周期、重资产，及高壁垒特点，行业上行周期时为最受益品种之一，或为本轮涨价超预期弹性品种，当前业绩已出现明确拐点。我们预计2026、2027、2028年公司归母净利分别23、36、49亿元，对应32、20、15xPE。维持买入评级。

风险提示

全球电动车销量不及预期，全球储能装机不及预期。

新能源与电力设备组

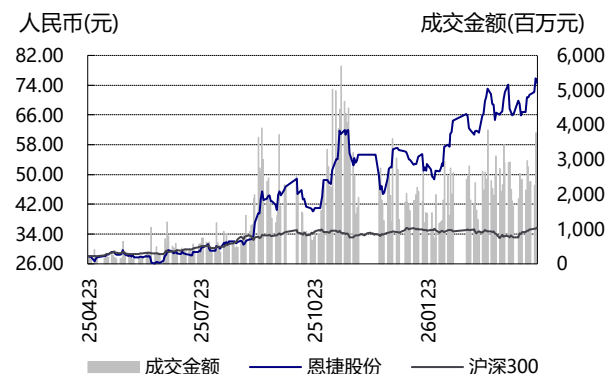
分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：74.74元

相关报告：

- 《恩捷股份3Q25业绩点评：出货环比高增，涨价逐步兑现》，2025.10.30
- 《恩捷股份1H25中报点评：出货高增盈利承压，关注新技术突破》，2025.8.19
- 《恩捷股份2024年报&2025年一季报点评》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,164	13,633	17,500	21,000	25,200
营业收入增长率	-15.60%	34.13%	28.37%	20.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	-556	143	2,267	3,590	4,945
归母净利润增长率	-122.02%	NA	1490.08%	58.37%	37.75%
摊薄每股收益(元)	-0.573	0.145	2.308	3.655	5.035
每股经营性现金流净额	1.19	1.16	5.85	5.88	7.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	-2.27%	0.56%	8.40%	12.32%	15.40%
P/E	-55.85	390.27	32.38	20.45	14.85
P/B	1.27	2.18	2.72	2.52	2.29

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	12,042	10,164	13,633	17,500	21,000	25,200
增长率		-15.6%	34.1%	28.4%	20.0%	20.0%
主营业务成本	-7,535	-9,039	-11,074	-12,163	-13,650	-15,876
%销售收入	62.6%	88.9%	81.2%	69.5%	65.0%	63.0%
毛利	4,507	1,125	2,559	5,338	7,350	9,324
%销售收入	37.4%	11.1%	18.8%	30.5%	35.0%	37.0%
营业税金及附加	-75	-96	-130	-158	-180	-205
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
销售费用	-89	-145	-147	-175	-200	-227
%销售收入	0.7%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
管理费用	-383	-600	-756	-875	-998	-1,137
%销售收入	3.2%	5.9%	5.5%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	-727	-663	-690	-875	-998	-1,137
%销售收入	6.0%	6.5%	5.1%	5.0%	4.8%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	3,232	-380	836	3,255	4,976	6,618
%销售收入	26.8%	n.a	6.1%	18.6%	23.7%	26.3%
财务费用	-239	-314	-320	-945	-1,109	-1,157
%销售收入	2.0%	3.1%	2.3%	5.4%	5.3%	4.6%
资产减值损失	-190	-455	-329	-50	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-5	-12	-30	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.7%	0.5%	0.3%
营业利润	3,029	-839	454	2,782	4,339	5,933
营业利润率	25.2%	n.a	3.3%	15.9%	20.7%	23.5%
营业外收支	-3	-6	-16	2	2	2
税前利润	3,026	-845	438	2,784	4,341	5,935
利润率	25.1%	n.a	3.2%	15.9%	20.7%	23.6%
所得税	-376	185	-297	-418	-651	-890
所得税率	12.4%	n.a	67.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,650	-660	141	2,367	3,690	5,045
少数股东损益	124	-104	-2	100	100	100
归属于母公司的净利润	2,527	-556	143	2,267	3,590	4,945
净利率	21.0%	n.a	1.0%	13.0%	17.1%	19.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,650	-660	141	2,367	3,690	5,045
少数股东损益	124	-104	-2	100	100	100
非现金支出	1,670	2,251	2,512	2,488	2,810	3,131
非经营收益	273	-95	408	1,552	1,166	1,227
营运资金变动	-1,925	-338	-1,917	-658	-1,890	-2,258
经营活动现金净流	2,667	1,158	1,144	5,749	5,776	7,144
资本开支	-7,796	-2,821	-1,715	-4,829	-3,596	-4,096
投资	-167	164	375	-200	0	0
其他	-27	25	-13	20	20	20
投资活动现金净流	-7,990	-2,632	-1,353	-5,009	-3,576	-4,076
股权募资	8,036	201	101	151	0	0
债权募资	-845	2,875	1,199	1,786	934	903
其他	-2,054	-2,662	-568	-1,919	-2,626	-3,229
筹资活动现金净流	5,137	414	732	18	-1,692	-2,325
现金净流量	-183	-1,056	505	758	507	743

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,836	2,574	2,909	3,667	4,175	4,918
应收款项	7,916	6,909	9,361	9,401	11,279	13,532
存货	3,001	2,963	2,280	2,735	3,070	3,570
其他流动资产	1,540	1,378	728	1,259	1,278	1,307
流动资产	16,292	13,824	15,279	17,062	19,801	23,327
%总资产	34.5%	29.3%	31.3%	32.5%	35.3%	38.5%
长期投资	100	87	100	100	100	100
固定资产	25,588	28,792	29,789	30,318	31,027	31,917
%总资产	54.2%	61.0%	61.1%	57.7%	55.4%	52.7%
无形资产	1,640	1,651	1,648	1,731	1,812	1,892
非流动资产	30,909	33,375	33,468	35,449	36,240	37,209
%总资产	65.5%	70.7%	68.7%	67.5%	64.7%	61.5%
资产总计	47,201	47,200	48,747	52,511	56,041	60,536
短期借款	8,386	9,919	10,109	13,385	14,319	15,223
应付款项	2,656	2,737	3,279	4,014	4,161	4,440
其他流动负债	488	988	1,106	492	687	933
流动负债	11,530	13,644	14,494	17,891	19,167	20,595
长期贷款	4,685	5,070	4,993	4,993	4,993	4,993
其他长期负债	2,304	2,281	2,044	800	800	800
负债	18,519	20,995	21,531	23,684	24,960	26,388
普通股股东权益	26,926	24,471	25,467	26,978	29,132	32,099
其中：股本	978	971	982	982	982	982
未分配利润	10,946	8,867	8,991	10,351	12,505	15,472
少数股东权益	1,756	1,734	1,749	1,849	1,949	2,049
负债股东权益合计	47,201	47,200	48,747	52,511	56,041	60,536

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.584	-0.573	0.145	2.308	3.655	5.035
每股净资产	27.539	25.195	25.928	27.469	29.662	32.683
每股经营现金净流	2.728	1.192	1.164	5.853	5.880	7.273
每股股利	2.158	0.000	0.000	0.923	1.462	2.014
回报率						
净资产收益率	9.38%	-2.27%	0.56%	8.40%	12.32%	15.40%
总资产收益率	5.35%	-1.18%	0.29%	4.32%	6.41%	8.17%
投入资本收益率	6.66%	-0.71%	0.64%	5.82%	8.34%	10.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.36%	-15.60%	34.13%	28.37%	20.00%	20.00%
EBIT 增长率	-33.27%	-111.75%	-320.18%	289.40%	52.87%	32.99%
净利润增长率	-36.84%	-122.02%	-125.62%	1490.08%	58.37%	37.75%
总资产增长率	22.21%	0.00%	3.28%	7.72%	6.72%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	201.2	230.2	180.9	162.8	162.8	162.8
存货周转天数	132.3	120.4	86.4	82.1	82.1	82.1
应付账款周转天数	80.6	73.1	71.2	80.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	587.4	823.4	756.6	622.3	540.5	464.0
偿债能力						
净负债/股东权益	33.72%	49.06%	44.80%	51.03%	48.70%	44.80%
EBIT 利息保障倍数	13.5	-1.2	2.6	3.4	4.5	5.7
资产负债率	39.23%	44.48%	44.17%	45.10%	44.54%	43.59%

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	3	6	11	14	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究