

恩捷股份 (002812)

2025 年报及 2026 年 Q1 季报点评: 隔膜供需格局反转, 盈利大幅提升

2026 年 04 月 24 日

买入 (维持)

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

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	10,164	13,633	18,936	25,437	30,193
同比 (%)	(15.60)	34.13	38.90	34.33	18.70
归母净利润 (百万元)	(556.32)	142.55	2,253.94	4,249.83	5,186.58
同比 (%)	(122.02)	125.62	1,481.18	88.55	22.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.57)	0.15	2.29	4.33	5.28
P/E (现价&最新摊薄)	(131.95)	514.94	32.57	17.27	14.15

投资要点

- **扣除减值、奖金影响、26Q1 业绩超预期:** 公司 25 年营收 136 亿元, 同 34%, 归母净利 1.4 亿元, 同 125.6%, 毛利率 18.8%, 同 7.7pct; 其中 25Q4 营收 40.9 亿元, 同环比 52%/8%, 归母净利 2.3 亿元, 同环比-123%/3270%, 毛利率 25.5%, 同环比 41.8/9pct, Q4 公司计提减值损失 2.2 亿。26Q1 营收 39 亿元, 同环比 43%/-4.4%, 归母净利 2.6 亿元, 同环比 902%/14%, 毛利率 28.1%, 同环比 11/2.6pct, 毛利率逐季提升, Q1 计提减值 1.3 亿元, 同时计提奖金费用 1 亿元左右, 若加回, 实际业绩超 4.5 亿元, 超我们预期。
- **26-27 年隔膜供需持续优化、盈利持续提升:** 公司 25 年隔膜收入 116 亿元, 同比+41%, 出货量 128 亿平, 同比+46%。25 年隔膜毛利率 18%, 同比+11pct, 全年隔膜利润-0.8 亿元, 减亏明显。25Q4 及 26Q1 公司隔膜业务持续改善, 其中 25Q4 出货量 37 亿平, 同环比+80%/+17%, 考虑减值加回, 单平利润我们预计 0.08-0.09 元, 环比翻番, 我们预计 26Q1 公司出货 35 亿平, 同环比+67%/-5%, 考虑减值和奖金计提加回, 单平利润我们预计超 0.12 元。考虑 26Q2 涨价 10%持续落地, 我们预计 26 年全年单平利润 0.15 元可期, 27 年有望提升至 0.2-0.3 元/平。26 年全年出货量我们预计 150 亿平+, 增长 32%, 公司扩产有序, 我们预计 27 年出货量 180 亿平+。
- **其他业务稳健增长。**25 年其他业务收入 20 亿元, 同比+5%, 毛利率 23%, 同比-4pct, 我们预计贡献 2 亿元左右利润。其中无菌包装收入 9.7 亿元, 同比+12%, 毛利率 22.5%, 同比-0.9pct, 贡献 1 亿元利润。
- **资本开支谨慎、库存下降明显。**公司 25 年费用率 14%, 同-2.9pct, 26Q1 费用率 16%, 同环比-1.1/4.1pct, 主要由于奖金计提。25 年经营性净现金流 11.4 亿元, 同-1%, 26Q1 经营性现金流 2.1 亿元, 同环比 66%/-22.6%。25 年资本开支 17.1 亿元, 同-39%, 26Q1 资本开支 2 亿元, 同环比-54%/-71%; 25 年末存货 22.8 亿元, 较年初-23%, 26Q1 末存货 19.6 亿元, 较年初-14%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到 2026-2027 年隔膜行业供需持续优化, 我们预计公司 2026-2027 年归母净利润 22.5/42.5 亿元 (原预期 25.4/31.5 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 51.9 亿元, 同比+1481%/+89%/+22%, 对应 PE 为 33x/17x/14x。考虑到公司隔膜行业龙头地位, 以及隔膜行业格局持续优化, 给与 27 年 25x 估值, 对应目标价 108 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期, 行业竞争加剧, 价格波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	70.16
一年最低/最高价	25.87/77.78
市净率(倍)	2.69
流通 A 股市值(百万元)	57,717.62
总市值(百万元)	68,906.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.05
资产负债率(% ,LF)	43.65
总股本(百万股)	982.13
流通 A 股(百万股)	822.66

相关研究

《恩捷股份(002812): 2025 年业绩预告点评: 盈利拐点已至, 业绩超市场预期》

2026-01-30

《恩捷股份(002812): 2025 年三季报点评: 盈利底部有望迎来价格拐点, 布局硫化锂打造第二增长曲线》

2025-11-01

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15,279	17,716	23,242	28,491	营业总收入	13,633	18,936	25,437	30,193
货币资金及交易性金融资产	2,909	1,661	2,079	3,482	营业成本(含金融类)	11,074	13,697	17,220	20,415
经营性应收款项	9,491	12,809	17,224	20,444	税金及附加	130	180	242	287
存货	2,280	2,627	3,302	3,915	销售费用	147	184	244	287
合同资产	0	0	0	0	管理费用	756	985	1,272	1,449
其他流动资产	599	619	637	650	研发费用	690	909	1,170	1,329
非流动资产	33,468	33,333	32,873	32,189	财务费用	320	312	306	309
长期股权投资	14	14	24	34	加:其他收益	278	265	305	302
固定资产及使用权资产	28,258	27,890	27,187	26,260	投资净收益	(9)	0	0	0
在建工程	1,531	1,731	1,931	2,131	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	1,129	1,162	1,195	1,228	减值损失	(329)	(212)	(222)	(233)
商誉	519	519	519	519	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	454	2,723	5,077	6,197
其他非流动资产	2,017	2,017	2,017	2,017	营业外净收支	(16)	(27)	7	7
资产总计	48,747	51,049	56,115	60,680	利润总额	438	2,696	5,084	6,204
流动负债	14,494	7,318	8,293	7,866	减:所得税	297	324	610	744
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,109	2,298	2,171	756	净利润	141	2,373	4,474	5,460
经营性应付款项	3,076	3,805	4,784	5,672	减:少数股东损益	(2)	119	224	273
合同负债	50	55	69	82	归属母公司净利润	143	2,254	4,250	5,187
其他流动负债	1,259	1,160	1,269	1,356	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	2.29	4.33	5.28
非流动负债	7,037	7,037	7,037	7,037	EBIT	785	2,981	5,289	6,426
长期借款	4,993	4,993	4,993	4,993	EBITDA	2,969	6,164	8,807	10,168
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.77	27.67	32.31	32.39
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.05	11.90	16.71	17.18
其他非流动负债	2,044	2,044	2,044	2,044	收入增长率(%)	34.13	38.90	34.33	18.70
负债合计	21,531	14,355	15,329	14,902	归母净利润增长率(%)	125.62	1,481.18	88.55	22.04
归属母公司股东权益	25,467	34,826	38,694	43,414					
少数股东权益	1,749	1,868	2,091	2,364					
所有者权益合计	27,216	36,694	40,785	45,778					
负债和股东权益	48,747	51,049	56,115	60,680					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,144	2,884	4,291	6,655	每股净资产(元)	25.93	32.62	36.24	40.66
投资活动现金流	(1,353)	(3,077)	(3,053)	(3,053)	最新发行在外股份(百万股)	982	982	982	982
筹资活动现金流	732	(1,055)	(831)	(2,208)	ROIC(%)	0.60	6.08	10.13	11.37
现金净增加额	505	(1,249)	408	1,394	ROE-摊薄(%)	0.56	6.47	10.98	11.95
折旧和摊销	2,184	3,183	3,518	3,742	资产负债率(%)	44.17	28.12	27.32	24.56
资本开支	(1,715)	(3,077)	(3,043)	(3,043)	P/E (现价&最新股本摊薄)	514.94	32.57	17.27	14.15
营运资本变动	(1,917)	(3,261)	(4,226)	(3,089)	P/B (现价)	2.88	2.29	2.06	1.84

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>