

公司研究

隔膜量价齐升业绩表现亮眼，技术布局锚定长期发展

——恩捷股份（002812.SZ）2025 年年报&2026 年一季报点评

增持（维持）

当前价：77.18 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

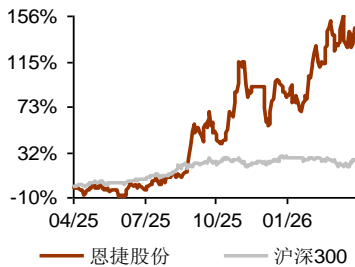
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.82
总市值(亿元):	758.01
一年最低/最高(元):	25.87/77.78
近3月换手率:	248.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.32	48.77	150.01
绝对	15.90	50.10	176.04

资料来源：Wind

相关研报

锂电隔膜销量增长盈利承压，持续推进半固态与固态电池材料研发——恩捷股份（002812.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-26）

要点

事件 1: 公司发布 2025 年年度报告，2025 年公司实现营业收入 136.3 亿元，同比+34.1%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比+7 亿元；其中 Q4 单季度实现营业收入 40.9 亿元，同比+51.5%，环比+8.2%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比+122.9%，环比+3270%。

事件 2: 公司发布 2026 年一季报，2026 年 Q1 公司实现营业收入 39.1 亿元，同比+43.2%，环比-4.4%；实现归母净利润 2.6 亿元，同比+901.7%，环比+13.7%。

点评：

锂电池隔离膜景气上行，公司业绩表现亮眼。 根据高工产研锂电研究所(GGII)及EVTank 数据，公司锂电池隔离膜产品的市场份额仍居行业首位，公司核心业务锂电池隔离膜业务同比大幅增长，无菌包装、BOPP 薄膜等业务稳中有升，整体经营呈现良性发展态势。公司得益于行业供需格局改善，叠加公司加大全球市场开拓、优化产品结构，强化内部管理及成本控制，业绩大幅增长。25 年，公司的战略核心产品锂电池隔离膜实现营业收入 116.30 亿元，占公司总营业收入的 85.31%，同比+40.89%，销量达 128.40 亿平方米，同比+45.50%。毛利率方面，公司锂电池隔离膜产品毛利率总体有所提升，同比+10.62pct，整体毛利率水平显著提升。26Q1，得益于隔膜需求持续旺盛，公司隔膜业务销量及毛利率持续提升，带动公司业绩同比高增。

产能规模全球领跑，客户矩阵覆盖全球主流电池厂商与知名车企。 2025 年公司湿法锂离子电池隔膜产能规模全球领先，具备全球最大的隔膜生产与供应能力，为全球出货量最大的锂离子电池隔膜供应商，市场份额位居行业首位。公司市场拓展方面，可稳定满足宁德时代、LGES、松下、中创新航、亿纬锂能、国轩高科、法国 ACC、UltiumCells 等全球主流电池厂商及大型车企的大规模订单需求。25H1，公司不仅与长期合作的海外头部客户 LGES 续签了为期三年的供应协议，还与美国某全球知名汽车公司签订了供应协议，就其 2026 年至 2030 年的锂电池隔离膜采购事项达成了合作。

公司以完善研发体系为支撑，积极推进隔膜制备及前沿电池材料领域的技术发展。

公司依托多年技术积累，构建了体系完善的研发团队，研发范围覆盖隔膜与涂布设备、基膜制备工艺、涂布技术及浆料配方等多项前瞻性技术储备项目。截至 2025 年末，公司在提效提质、新品开发等方面已形成丰富成果，累计拥有有效授权专利 725 件（其中国际专利 46 件），在申请专利 342 件（含国际专利申请 92 件）。如：高安全基膜 X 系列通过分子链改性技术，将破膜温度从传统隔膜的 150℃提升至 230℃，破膜面积降低 60%，大幅增强锂电池安全性；高浸润基膜 I 系列运用界面浸润熵调控技术，提升隔膜浸润值与离子导电率，显著加快电池充电速度；新一代阻燃隔膜采用自研阻燃配方与工艺，明火下不燃烧，同时通过降低涂层面密度与水分，有效提升电芯能量密度和电池使用寿命，实现安全与性能双提升；冷压高粘接

隔膜实现低能耗高效率，破解行业高热压温度困局；半固态涂层隔膜可显著减少电解液用量，提升锂离子传输效率。此外，公司发布性能领先的第二代 5 μ m 高强基膜，凭借超薄、高强度特性，缩减电池内部非活性材料体积占比，提升储能容量。在前沿技术布局上，公司硫化物固态电解质十吨级中试产线已贯通，打通连续成膜流程，超纯硫化锂、硫化物电解质及电解质膜在纯度、电导率等核心指标上实现突破，处于行业领先水平。

盈利预测、估值与评级：下游储能等领域带动锂电隔膜需求大幅增长，锂电隔膜量价齐升景气上行，公司盈利能力显著改善，因此我们上调公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 22.42（上调 417%）/34.22（上调 389%）/38.32 亿元，折合 EPS 分别为 2.28/3.48/3.90 元。维持公司“增持”评级。

风险提示：产能建设进度不及预期，下游需求不及预期，技术迭代风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,164	13,633	17,831	20,946	23,465
营业收入增长率	-15.60%	34.13%	30.79%	17.47%	12.03%
归母净利润（百万元）	-556	143	2,242	3,422	3,832
归母净利润增长率	-122.02%	-	1472.78%	52.62%	12.00%
EPS（元）	-0.57	0.15	2.28	3.48	3.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	-2.27%	0.56%	8.09%	10.99%	10.96%
P/E	-	532	34	22	20
P/B	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-24 注：公司总股本 24 年末为 9.71 亿股，25 年及以后为 9.82 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,164	13,633	17,831	20,946	23,465
营业成本	9,039	11,074	12,650	13,911	15,592
折旧和摊销	1,794	2,181	2,228	2,370	2,515
税金及附加	96	130	170	199	223
销售费用	145	147	193	226	254
管理费用	600	756	989	1,162	1,302
研发费用	663	690	902	1,060	1,187
财务费用	314	320	401	484	548
投资收益	1	-9	-9	-9	-9
营业利润	-839	454	2,817	4,292	4,805
利润总额	-845	438	2,800	4,275	4,788
所得税	-185	297	560	855	958
净利润	-660	141	2,240	3,420	3,831
少数股东损益	-104	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	-556	143	2,242	3,422	3,832
EPS(元)	-0.57	0.15	2.28	3.48	3.90

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,158	1,144	2,525	4,533	5,531
净利润	-556	143	2,242	3,422	3,832
折旧摊销	1,794	2,181	2,228	2,370	2,515
净营运资金增加	-2,257	1,326	3,397	2,525	1,998
其他	2,178	-2,506	-5,342	-3,784	-2,814
投资活动产生现金流	-2,632	-1,353	-3,059	-3,059	-3,059
净资本支出	-2,821	-1,715	-3,050	-3,050	-3,050
长期投资变化	0	14	0	0	0
其他资产变化	189	347	-9	-9	-9
融资活动现金流	414	732	2,083	-695	-1,842
股本变化	-6	11	0	0	0
债务净变化	1,922	-327	2,483	-211	-1,295
无息负债变化	554	864	489	396	510
净现金流	-1,056	505	1,548	779	630

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	11.1%	18.8%	29.1%	33.6%	33.6%
EBITDA 率	21.5%	26.4%	30.9%	34.3%	33.7%
EBIT 率	3.8%	10.4%	18.4%	23.0%	23.0%
税前净利润率	-8.3%	3.2%	15.7%	20.4%	20.4%
归母净利润率	-5.5%	1.0%	12.6%	16.3%	16.3%
ROA	-1.4%	0.3%	4.2%	5.9%	6.3%
ROE (摊薄)	-2.3%	0.6%	8.1%	11.0%	11.0%
经营性 ROIC	0.7%	1.1%	5.6%	7.7%	8.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	44%	44%	45%	43%	39%
流动比率	1.01	1.05	1.13	1.28	1.49
速动比率	0.80	0.90	0.98	1.12	1.30
归母权益/有息债务	1.59	1.69	1.58	1.79	2.17
有形资产/有息债务	2.91	3.08	2.94	3.18	3.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	47,200	48,747	53,960	57,564	60,611
货币资金	2,574	2,909	4,458	5,237	5,866
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,102	7,412	9,674	11,370	12,742
应收票据	371	704	921	1,082	1,212
其他应收款 (合计)	28	32	42	49	55
存货	2,963	2,280	2,604	2,864	3,210
其他流动资产	1,410	1,728	1,728	1,728	1,728
流动资产合计	13,824	15,279	19,664	22,585	25,093
其他权益工具	78	73	73	73	73
长期股权投资	0	14	14	14	14
固定资产	22,929	28,258	28,572	28,790	28,897
在建工程	5,853	1,525	1,707	1,842	1,944
无形资产	1,131	1,129	1,156	1,183	1,208
商誉	519	519	519	519	519
其他非流动资产	2,211	1,313	1,313	1,313	1,313
非流动资产合计	33,375	33,468	34,296	34,980	35,518
总负债	20,995	21,531	24,503	24,688	23,904
短期借款	8,137	7,914	10,397	9,966	8,551
应付账款	2,010	2,310	2,639	2,902	3,253
应付票据	515	766	875	963	1,079
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	736	802	802	802	802
流动负债合计	13,644	14,494	17,467	17,651	16,867
长期借款	5,070	4,993	4,993	4,993	4,993
应付债券	440	0	0	0	0
其他非流动负债	1,646	1,606	1,606	1,606	1,606
非流动负债合计	7,351	7,037	7,037	7,037	7,037
股东权益	26,205	27,216	29,456	32,876	36,707
股本	971	982	982	982	982
公积金	15,019	15,532	15,583	15,583	15,583
未分配利润	8,867	8,991	11,182	14,604	18,436
归属母公司权益	24,471	25,467	27,709	31,130	34,963
少数股东权益	1,734	1,749	1,748	1,746	1,744

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.43%	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%
管理费用率	5.91%	5.55%	5.55%	5.55%	5.55%
财务费用率	3.09%	2.35%	2.25%	2.31%	2.33%
研发费用率	6.52%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%
所得税率	22%	68%	20%	20%	20%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.19	1.16	2.57	4.62	5.63
每股净资产	25.19	25.93	28.21	31.70	35.60
每股销售收入	10.46	13.88	18.16	21.33	23.89

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	532	34	22	20
PB	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	43.0	26.4	17.6	13.5	12.1
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼