

恩捷股份（002812）

2026 年半年报点评：库存下降隔膜供需持续紧张，单位盈利持续提升

买入（维持）

2026 年 08 月 25 日

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	20,058	31,115	37,007
同比（%）	(15.60)	34.13	47.13	55.13	18.94
归母净利润（百万元）	(556.32)	142.55	2,279.26	5,059.81	6,186.52
同比（%）	(122.02)	125.62	1,498.94	121.99	22.27
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.57)	0.15	2.32	5.16	6.30
P/E（现价&最新摊薄）	(98.61)	384.82	24.07	10.84	8.87

投资要点

■ **26H1 业绩符合市场预期。**公司 26H1 营收 86.7 亿元，同比+50.5%，归母净利 8.2 亿元，同比+981%，扣非净利 8.5 亿元，同比+998.3%，毛利率 29.9%，同比+14.4pct；其中 26Q2 营收 47.6 亿元，同环比+57%/+21.9%，归母净利 5.6 亿元，同环比+570.2%/+115.1%，扣非净利 5.9 亿元，同环比+575.4%/+125.4%，毛利率 31.4%，同环比+17.3/+3.3pct，26H1 归母净利润处于业绩预告中值，业绩符合市场预期。

■ **Q2 出货高增、27 年出货有望继续提升。**锂电隔膜 26H1 收入 76 亿元，同增 58%，毛利率 31.7%，同增 18pct，我们预计 26H1 出货 76-77 亿平，同增 60%+，对应均价 1.1 元/平（含税），其中我们预计 26Q2 公司隔膜出货 41-42 亿平，同比增 70%，环比增近 20%。当前行业需求旺盛，公司排产维持高位，我们预计 26 年全年出货 160 亿平+，同比增长 40%+。产能端，我们预计下半年玉溪新线及 SK 常州改造产能 8-9 月起逐步投产，Q4 起贡献增量；我们预计 27 年自贡、玉溪二期及 SK 常州产能爬坡，27 年公司有效产能我们预计 220 亿平，继续满产满销，同比增长 35%+。

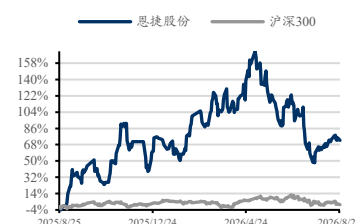
■ **补税影响表观利润、加回后单平利润显著提升。**公司 26H1 单平毛利我们预计 0.3 元/平+，其中 Q2 单平毛利我们预计 0.35 元/平+，环增显著，Q2 若加回补缴税款，对应单平利润 0.15-0.16 元/平，较 26Q1 约 0.12 元/平明显提升。此外公司 26H1 海外收入 15 亿元，同增 34%，出货占比 8%，毛利率 42.5%，盈利弹性显著。价格端，Q2 受 PE 涨价 20-30%影响仍在顺价，部分大客户、海外及 3C 客户涨价尚未完全落地，公司满产满销持续去库，行业 26H2 起供需关系进一步紧张，我们预计 Q3 起涨价逐步落地，Q4 盈利有望进一步提升，行业新增扩产主要集中在 27H2-28 年落地，且受设备、良率、客户验证约束，实际释放或低于规划，我们预计 27 年湿法隔膜供给持续紧张，公司 27 年单平利润有望提升至 0.2-0.25 元/平。

■ **存货下降、资本开支保持克制、现金流大幅改善。**公司 26H1 期间费用 12 亿元，同比+28.3%，费用率 13.8%，同比-2.4pct，其中 Q2 期间费用 5.7 亿元，同环比+22.7%/-8.3%，费用率 12%，同环比-3.4/-3.9pct；26H1 经营性净现金流 11.6 亿元，同比+452.4%，其中 Q2 经营性现金流 9.5 亿元，同环比+1010.6%/+362.1%；26H1 资本开支 5.7 亿元，同比-25.6%，其中 Q2 资本开支 3.7 亿元，同环比+14%/-15.8%；26Q2 末存货 19.3 亿元，较年初-15.4%，Q2 计提资产减值损失 0.3 亿元，我们预计下半年存货减值压力显著减弱。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司业绩符合市场预期，我们基本维持原预期，预计公司 26-28 年归母净利润 22.8/50.6/61.9 亿元，同比+1499%/+122%/+22%，对应 PE 为 24x/11x/9x，给予 27 年 20x PE 估值，对应目标价 103 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求不及预期，行业扩产超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.90
一年最低/最高价	30.60/87.71
市净率(倍)	2.11
流通 A 股市值(百万元)	45,983.95
总市值(百万元)	54,855.71

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.52
资产负债率(%，LF)	44.18
总股本(百万股)	981.32
流通 A 股(百万股)	822.61

相关研究

《恩捷股份(002812)：26H1 业绩预告点评：Q2 业绩超我们预期，隔膜供需紧张盈利持续提升》

2026-07-10

《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》

2026-04-24

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	18,017	27,318	32,386	营业总收入	13,633	20,058	31,115	37,007
货币资金及交易性金融资产	2,909	1,003	1,566	1,870	营业成本(含金融类)	11,074	14,505	21,024	24,980
经营性应收款项	9,491	13,610	21,068	25,056	税金及附加	130	191	296	352
存货	2,280	2,782	4,032	4,791	销售费用	147	195	299	352
合同资产	0	0	0	0	管理费用	756	1,043	1,556	1,776
其他流动资产	599	622	653	669	研发费用	690	963	1,431	1,628
非流动资产	33,468	33,333	32,873	32,189	财务费用	320	311	319	338
长期股权投资	14	14	24	34	加:其他收益	278	261	280	296
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	2,900	6,259	7,654
其他非流动资产	2,017	2,017	2,017	2,017	营业外净收支	(16)	(77)	7	7
资产总计	48,747	51,350	60,191	64,575	利润总额	438	2,823	6,266	7,661
流动负债	14,494	7,594	11,565	9,994	减:所得税	297	423	940	1,149
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,109	2,326	4,267	1,473	净利润	141	2,399	5,326	6,512
经营性应付款项	3,076	4,030	5,841	6,940	减:少数股东损益	(2)	120	266	326
合同负债	50	58	84	100	归属母公司净利润	143	2,279	5,060	6,187
其他流动负债	1,259	1,181	1,373	1,481	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	2.32	5.16	6.30
非流动负债	7,037	7,037	7,037	7,037	EBIT	785	3,162	6,509	7,918
长期借款	4,993	4,993	4,993	4,993	EBITDA	2,969	6,345	10,027	11,660
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.77	27.69	32.43	32.50
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.05	11.36	16.26	16.72
其他非流动负债	2,044	2,044	2,044	2,044	收入增长率(%)	34.13	47.13	55.13	18.94
负债合计	21,531	14,631	18,602	17,031	归母净利润增长率(%)	125.62	1,498.94	121.99	22.27
归属母公司股东权益	25,467	34,849	39,454	45,084					
少数股东权益	1,749	1,869	2,135	2,461					
所有者权益合计	27,216	36,719	41,589	47,545					
负债和股东权益	48,747	51,350	60,191	64,575					

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	2,250	2,451	7,053	每股净资产(元)	25.93	32.64	36.95	42.23
投资活动现金流	(1,353)	(3,127)	(3,053)	(3,053)	最新发行在外股份(百万股)	981	981	981	981
筹资活动现金流	732	(1,030)	1,154	(3,706)	ROIC(%)	0.60	6.22	11.66	12.84
现金净增加额	505	(1,907)	553	295	ROE-摊薄(%)	0.56	6.54	12.82	13.72
折旧和摊销	2,184	3,183	3,518	3,742	资产负债率(%)	44.17	28.49	30.90	26.37
资本开支	(1,715)	(3,127)	(3,043)	(3,043)	P/E (现价&最新股本摊薄)	384.82	24.07	10.84	8.87
营运资本变动	(1,917)	(3,971)	(6,929)	(3,771)	P/B (现价)	2.16	1.71	1.51	1.32

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>