

恩捷股份 (002812)

盈利能力触底反弹，隔膜龙一新周期再出发

◆ 盈利能力触底反弹，2026Q1 维持高增

2025 年公司营收达到 136.33 亿元、同比+34.1%，归母净利润 1.43 亿元、同比扭亏为盈，毛利率 18.8%、同比+7.7pcts，净利率 1.0%、同比+7.5pcts。单季度看，25Q4 营收 40.89 亿元、同比+51.5%，归母净利润 2.29 亿元、同比扭亏为盈，毛利率 25.5%、同比+41.8pcts，净利率 6.2%、同比+47.3pcts。整体盈利呈现明显拐点。

26Q1 公司业绩持续高增态势，实现营收 39.08 亿元、同比+43.2%，归母净利润 2.60 亿元、同比+901.7%，毛利率 28.1%、同比+11.0pcts，净利率 7.6%、同比+7.1pcts，同时公司存货周转天数与应收账款周转天数呈现明显好转。受益于行业需求高景气，公司财务数据呈现明显转暖趋势。

◆ 锂电产业链维持高景气度，公司龙头地位稳固

锂电行业景气度维持高位。根据 EVTank 数据，受益于动储板块的高速增长，2025 年全球锂电池出货达到 2280.5GWh、同比+47.6%。下游需求高景气拉动隔膜行业拐点向上，根据 EVTank 数据，2025 年中国锂电隔膜出货量达到 328.5 亿平米、同比+44.4%。公司龙头地位稳固，根据 EVTank 数据，2025 年公司中国隔膜行业市占率达到 30.1%，稳居龙头位置。

◆ 隔膜盈利拐点+迭代持续推进，前瞻性布局固态电解质材料。

根据公司年报，2025 年公司隔膜销量达到 128.4 亿平、同比+45.6%，隔膜板块毛利率为 18.0%、同比+10.6pcts，在隔膜单位售价略有下滑的背景下，单位毛利润达到 0.12 元、同比+834.5%，盈利拐点凸显。同时公司积极布局高端隔膜产品，报告期内公司发布第二代 5 μ m 高强基膜产品，凭借其超薄、高强度的特性，可提升电池储能容量。此外固态路线上，公司前瞻性布局硫化物固态电解质材料，报告期内，公司十吨级硫化物固态电解质产线贯通，成品核心技术指标处于行业领先水平。

◆ 投资建议与盈利预测

在海外政策&贸易壁垒扰动下汽车市场电动化仍呈现向上趋势，储能行业高景气度有望维持。公司为全球锂电隔膜龙头；高端化技术持续领先，积极切入固态电解质领域打造第二增长曲线；在行业迎来拐点的背景下有望充分分享龙头溢价，综上，我们认为公司具备高壁垒及优于行业的增长预期，维持“买入”评级，预测公司 2026~2028 年归母净利润分别 23.6、37.1 和 49.2 亿元，对应 PE 值分别为 28、18 和 14 倍。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，新能源车销量不及预期；国内外电车政策转向；国内外电力过剩导致储能需求不及预期；公司新产能投放不及预期；贸易壁垒；原材料价格大幅波动影响盈利能力；股价存在较大波动风险。

投资评级

买入
首次评级

2026 年 06 月 15 日

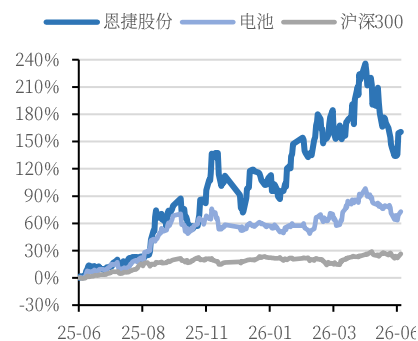
收盘价(元): 67.92

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	982.13
总市值(百万)	66,706.40
流通股本(百万股)	822.63
流通市值(百万)	55,873.32
12 月最高/最低价(元)	87.71/25.87
资产负债率(%)	43.65
每股净资产(元)	26.05
市盈率(TTM)	177.00
市净率(PB)	2.61
净资产收益率(%)	1.02

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

财务数据与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10163.66	13632.73	18320.45	22988.11	27151.85
增长率（%）	(15.60)	34.13	34.39	25.48	18.11
归母净利润（百万元）	(556.32)	142.55	2362.98	3706.07	4916.75
增长率（%）	(122.02)	125.62	1557.67	56.84	32.67
毛利率（%）	11.07	18.77	31.90	34.22	35.84
每股收益（元）	(0.57)	0.15	2.41	3.77	5.01
市盈率 PE	(119.91)	467.96	28.23	18.00	13.57
市净率 PB	2.73	2.62	2.44	2.21	1.96
净资产收益率 ROE（%）	(2.27)	0.56	8.66	12.28	14.47

资料来源：iFinD，中航证券研究所

表1 可比公司估值（锂电行业）

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
星源材质	19.68	251.65	0.03	0.55	0.89	1.12	728.89	35.75	22.07	17.61
佛塑科技	16.05	375.62	0.11	0.67	1.03	1.32	143.69	23.96	15.51	12.13
可比公司平均							436.29	29.86	18.79	14.87
恩捷股份	69.77	667.06	0.15	2.29	3.68	5.03	480.84	30.48	18.96	13.86

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：采用 6 月 16 日收盘价，以上预测来源为 Wind 一致预测

表2 公司分业务拆分（亿元）

		2025	2026E	2027E	2028E
隔膜	营收	116.30	162.00	207.40	247.65
	增速	40.9%	39.3%	28.0%	19.4%
	毛利率	13.6%	30.0%	33.0%	35.0%
	毛利润	15.79	48.60	68.44	86.68
无菌包装	营收	9.69	10.66	11.72	12.89
	增速	11.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	22.5%	23.0%	23.0%	23.0%
	毛利润	2.18	2.45	2.70	2.97
其他	营收	10.34	10.55	10.76	10.97
	增速	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	74%	70%	70%	70%
	毛利润	7.63	7.38	7.53	7.68
合计	营收	136.33	183.20	229.88	271.52
	增速	34.1%	34.4%	25.5%	18.1%
	毛利率	18.8%	31.9%	34.2%	35.8%
	毛利润	25.59	58.43	78.67	97.33

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2574.14	2909.44	1832.05	2360.04	8504.34	营业收入	10163.66	13632.73	18320.45	22988.11	27151.85
应收票据及账款	6880.79	9329.51	12314.15	15451.53	18250.20	营业成本	9038.75	11073.56	12476.97	15121.15	17419.32
预付账款	160.42	161.19	257.65	323.29	381.85	税金及附加	96.27	129.80	153.90	193.12	228.09
其他应收款	28.22	31.99	44.76	56.16	66.34	销售费用	145.26	147.40	201.52	241.38	279.66
存货	2963.03	2279.68	2568.60	3112.95	3586.07	管理费用	600.16	756.45	916.02	1103.43	1248.98
其他流动资产	1217.82	567.30	762.37	956.61	1129.87	研发费用	662.84	689.62	879.38	1057.45	1194.68
流动资产总计	13824.43	15279.11	17779.58	22260.58	31918.67	财务费用	314.26	320.25	448.18	190.82	12.79
长期股权投资	0.00	14.10	14.28	14.47	14.65	资产减值损失	-462.22	-298.71	-329.77	-367.81	-434.43
固定资产	22930.26	28258.44	23417.93	18449.45	13253.01	信用减值损失	7.37	-29.81	-18.32	-22.99	-27.15
在建工程	5863.25	1530.56	1275.47	1020.38	765.28	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	1130.78	1129.34	902.70	676.06	449.42	投资收益	1.41	-8.85	3.11	3.11	3.11
长期待摊费用	1.28	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	3449.65	2535.67	2530.89	2529.08	2527.28	资产处置收益	2.76	-1.90	0.35	0.35	0.35
非流动资产合计	33375.21	33468.12	28141.28	22689.44	17009.64	其他收益	306.04	277.63	264.26	264.26	264.26
资产总计	47199.64	48747.24	45920.85	44950.03	48928.31	营业利润	-838.54	454.01	3164.11	4957.70	6574.46
短期借款	8136.90	7913.61	4006.60	0.00	0.00	营业外收入	5.47	32.69	13.56	13.56	13.56
应付票据及账款	2524.55	3076.39	3466.28	4200.87	4839.33	营业外支出	11.73	49.15	22.09	22.09	22.09
其他流动负债	2982.28	3504.45	4137.31	5012.65	5766.44	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	13643.73	14494.45	11610.19	9213.52	10605.77	利润总额	-844.80	437.55	3155.57	4949.16	6565.93
长期借款	5510.28	4992.56	3140.03	1437.77	-126.15	所得税	-184.90	296.64	631.11	989.83	1313.19
其他非流动负债	1840.63	2044.30	1960.25	1960.25	1960.25	净利润	-659.90	140.90	2524.46	3959.33	5252.74
非流动负债合计	7350.91	7036.86	5100.28	3398.02	1834.10	少数股东损益	-103.58	-1.65	161.48	253.26	335.99
负债合计	20994.64	21531.31	16710.47	12611.54	12439.87	归属母公司净利润	-556.32	142.55	2362.98	3706.07	4916.75
股本	971.28	982.22	982.22	982.22	982.22	EBITDA	1265.68	2941.58	10027.81	11792.00	13458.71
资本公积	14596.89	15092.21	15092.21	15092.21	15092.21	NOPLAT	-458.93	233.81	2891.19	4120.17	5271.16
留存收益	8903.06	9392.32	11225.31	14100.14	17914.11	EPS(元)	-0.57	0.15	2.41	3.77	5.01
归属母公司权益	24471.23	25466.75	27299.74	30174.57	33988.54	主要财务比率					
少数股东权益	1733.77	1749.17	1910.65	2163.91	2499.91						
股东权益合计	26205.00	27215.92	29210.39	32338.48	36488.44	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债和股东权益	47199.64	48747.24	45920.85	44950.03	48928.31	成长能力					
现金流量表						营收增长率	-15.60%	34.13%	34.39%	25.48%	18.11%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营业利润增长率	-127.68%	154.14%	596.93%	56.69%	32.61%
税后经营利润	-659.90	140.90	2317.10	3751.97	5045.38	EBIT 增长率	-116.25%	242.84%	375.56%	42.63%	27.99%
折旧与摊销	1796.22	2183.78	6424.06	6652.02	6879.98	EBITDA 增长率	-73.32%	132.41%	240.90%	17.59%	14.13%
财务费用	314.26	320.25	448.18	190.82	12.79	归母净利润增长率	-122.02%	125.62%	1557.67%	56.84%	32.67%
投资损失	-1.41	8.85	-3.11	-3.11	-3.11	经营现金流增长率	-56.58%	-1.26%	502.72%	23.42%	18.39%
营运资金变动	-317.25	-1914.31	-2555.11	-2343.08	-2121.53	盈利能力					
其他经营现金流	26.33	404.16	261.82	258.84	258.84	毛利率	11.07%	18.77%	31.90%	34.22%	35.84%
经营性现金净流	1158.25	1143.64	6892.93	8507.46	10072.36	净利率	-6.49%	1.03%	13.78%	17.22%	19.35%
资本支出	2885.69	1531.26	1184.05	1200.00	1200.00	营业利润率	-8.25%	3.33%	17.27%	21.57%	24.21%
长期投资	164.48	373.03	0.00	0.00	0.00	ROE	-2.27%	0.56%	8.66%	12.28%	14.47%
其他投资现金流	88.89	-194.88	35.50	-48.56	-48.56	ROA	-1.18%	0.29%	5.15%	8.24%	10.05%
投资性现金净流	-2632.32	-1353.11	-1148.56	-1248.56	-1248.56	ROIC	-1.20%	0.61%	7.51%	11.36%	15.67%
短期借款	846.20	-223.29	-3907.01	-4006.60	0.00	估值倍数					
长期借款	388.88	-517.72	-1852.53	-1702.26	-1563.93	P/E	-119.91	467.96	28.23	18.00	13.57
普通股增加	-6.48	10.94	0.00	0.00	0.00	P/S	6.56	4.89	3.64	2.90	2.46
资本公积增加	-474.06	495.32	0.00	0.00	0.00	P/B	2.73	2.62	2.44	2.21	1.96
其他筹资现金流	-340.87	967.08	-1062.23	-1022.06	-1115.57	股息率	0.00%	0.00%	0.79%	1.25%	1.65%
筹资性现金净流	413.67	732.33	-6821.77	-6730.91	-2679.50	EV/EBIT	-84.47	90.62	21.00	13.65	9.61
现金流量净额	-1055.57	504.69	-1077.40	528.00	6144.30	EV/EBITDA	35.41	23.34	7.55	5.95	4.70
						EV/NOPLAT	-97.65	293.70	26.18	17.03	11.99

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数幅度-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637