

恩捷股份（002812.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



袁均城
锂电研究员

2026年1月27日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	51.42
总市值	505.06亿
PE-TTM	-46.50
PB-MRQ	2.04

估值结果

	价值	942.33亿
DDM估值	上行空间	87%
	状态	低估
	价值	842.45亿
动态估值	上行空间	67%
	状态	低估

四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

恩捷股份是全球锂电池湿法隔膜行业的绝对龙头企业，凭借庞大的“产能规模效应”与独有的“设备工艺调试能力”构建了较强的规模成本优势。公司连续多年位居全球隔膜出货量第一，是宁德时代、松下、LGES等全球电池龙头的核心供应商。

公司成长空间较好，主要得益于全球新能源汽车渗透率的持续提升以及储能装机规模的爆发式扩容，持续拉动对锂电池隔膜材料的旺盛需求；公司盈利趋势平稳向好，随着行业过剩产能逐步出清及储能需求爆发，锂电池隔膜供需格局有望逐步走出低谷并回归理性；公司产业格局一般，产品同质化竞争剧烈，板块盈利修复速度较慢；公司护城河较好，源于其在湿法隔膜领域积累的庞大产能规模效应及领先的良率控制水平，虽然行业竞争加剧，但公司仍保持着低于行业平均水平的成本优势。

基于公司未来盈利能力有望触底回升，国内外业务跟随行业节奏扩张，全球市场份额保持领先等假设，我们认为公司当前估值处于低估的水平。

我们区别于市场的观点

市场认为隔膜行业面临严重的产能过剩，盈利能力的修复空间十分有限。但我们认为，当前龙头企业的盈利水平已处于周期底部，其隐含的设备投资回收期长达10年左右，这已足以抑制潜在的资本扩产冲动。展望未来，随着下游需求的持续增长，供需关系有望得到实质性修复；乐观情形下，单位盈利有望回升至0.4-0.5元/平米，使投资回收期回归至4-5年的合理水平。此外，叠加固态电池技术迭代（去隔膜化）的潜在风险扰动，行业在远期产能投放上将表现得更加克制。

风险提示

下游需求不及预期：若新能源车及储能市场增速放缓，将推迟行业供需平衡点的到来，致使行业盈利水平难以在短期内实现实质性修复。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

恩捷股份（002812.SZ）是全球锂离子电池湿法隔膜行业的龙头。公司主营锂离子电池隔膜这一锂电关键材料，凭借极致的产能规模与良率成本优势连续多年出货量位居全球第一，全球市占率长期维持在30%以上。

2. 业务介绍

对于恩捷股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

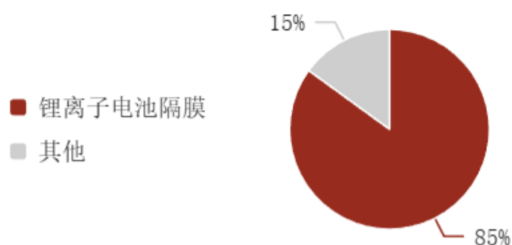
锂离子电池隔膜：

锂离子电池隔膜是置于电池内部正负极之间的一层微孔高分子薄膜，主要作用是在物理上隔离正负极以防止短路，同时允许锂离子穿透以产生电流，是新能源汽车动力电池、储能电池等下游领域最为关键的核心材料之一。考虑到公司客户涵盖全球电池企业，有一定的海外产能布局，我们将该业务的竞争市场界定为全球市场。

其他：

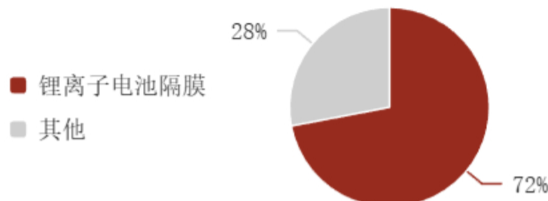
公司的其他业务主要包括BOPP薄膜、特种纸等传统包装印刷材料，这些业务作为公司膜材料技术平台的延伸与补充，为公司贡献了稳定的现金流。考虑到这类业务的下游客户主要为国内客户，我们将该业务的竞争市场界定为国内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

恩捷股份采用典型的B2B高端制造商业模式，作为锂电池产业链的核心材料供应商，其产品性能直接决定了电池的安全性，并显著影响关键的能量密度指标。公司通过‘直销模式’深度绑定宁德时代、松下等全球龙头客户，凭借行业领先的产能规模效应与极致良率控制，获取领先行业的加工制造利润与技术溢价。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

恩捷股份主攻的湿法隔膜工艺属于典型的重资产赛道，核心产线高度依赖昂贵的进口定制设备，导致单线投资门槛极高，前期公司的快速扩张战略致使巨额资本持续沉淀于庞大的厂房设备与在建工程中，从而显著推高了公司的资产强度。

3.2 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

恩捷股份采用的是高度自动化、连续化的流延拉伸工艺，核心制造环节主要依赖精密的设备参数控制而非大量手工作业，一线员工多承担巡检监控与辅助职能，人力成本占总营业成本比例不高。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

恩捷股份所在的下游锂电池行业大部分市场份额被宁德时代、比亚迪、LG、松下等少数巨头掌控。恩捷股份作为核心供应商必须深度绑定头部大客户以确保产能消化，2024年前五大客户收入占比高达49.5%。

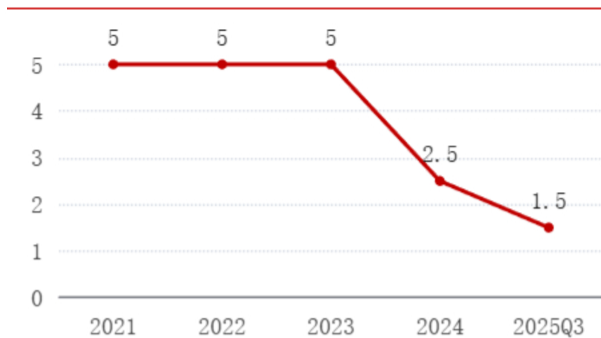
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效看，公司前期盈利表现优异，但随后受行业产能过剩与供需格局恶化拖累，盈利能力持续下行；成长能力评级波动较大，同样归因于供需失衡下的产品价格下跌，致使利润规模不断收缩；业务控制力处于中等水平，核心制约在于下游客户市场份额高度集中，对公司形成较强的议价压制与资金占用压力；股东回报评级较低，主要因前期资本扩张叠加盈利下滑，导致自由现金流趋紧，分红能力受限。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力近年来走弱，主要系行业供需格局由紧转松，前期行业激进的产能扩张引发了剧烈的价格战，导致锂电池隔膜价格持续下行，产品毛利率和净利率从高位显著回落。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力近年来走弱，主要受锂电池隔膜价格持续下行的拖累，导致营收增速不及出货量增速。但随着下游需求的持续增长，行业前期超额供给基本被下游新增需求消化，隔膜价格于2025年第四季度实现企稳，带动公司成长能力星级的下滑幅度有所收窄。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力星级整体平稳，处于中等水平，未能达到高分的主要原因在于公司面临下游强势客户的占款压力。受限于客户集中度高且议价权强，公司大量营运资金被下游大客户占用，导致净占款比例居高不下，进而拖累了经营性净现金流对净利润的覆盖质量。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报评级近年来走弱，核心在于行业供需关系恶化导致公司净利润规模与ROE水平大幅缩水，直接削弱了股东回报的业绩基础；同时，在盈利承压的背景下，公司分红规模随业绩同步下滑，未能通过提升分红率来有效对冲业绩波动，导致整体回报吸引力下降。

5. 四维评级

公司成长空间评级较高，主要得益于全球新能源汽车渗透率的持续提升及储能装机爆发所驱动的旺盛需求；盈利趋势评级稳健向好，系在行业供需关系边际改善的背景下，产品价格企稳回升，有效带动了盈利修复；公司产业格局评级较差，受限于隔膜工艺趋于成熟、设备壁垒边际弱化，以及行业同质化竞争的加剧；但公司护城河评级较高，凭借庞大的产能规模效应与领先的设备调试能力，公司构建了显著优于行业的成本控制壁垒，在周期底部相较二三线厂商具备深厚的安全边际。

5.1 成长空间

★★★★★

公司整体成长能力星级较优。这主要得益于全球新能源汽车渗透率的稳步提升与储能装机规模的爆发式增长，双轮驱动下锂电池需求维持高景气度。坚实的下游需求基础，为公司中长期的业绩释放提供了有力的支撑与确定的成长空间。

锂离子电池隔膜(5星):

锂离子电池隔膜行业规模天花板较高，受益于全球新能源汽车渗透率的持续攀升，以及储能需求迈向TWh时代的爆发式增长，隔膜作为电池的关键内层材料，其长周期需求扩容具备极强的确定性。公司依托庞大的产能规模效应与领先的设备工艺调试能力，构建了深厚的竞争壁垒，未来有望持续巩固并扩大市场份额的领先优势。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势明确向好，主要得益于核心业务锂离子电池隔膜的盈利能力步入修复周期。

锂离子电池隔膜(3星):

锂离子电池业务受益于行业供需格局的持续优化，当前长达约10年的设备投资回报周期构成了天然的进入壁垒，有效抑制了潜在的新增供给。展望未来，在供给端约束显著、下游需求持续增长的双重作用下，供需关系有望迎来长周期的实质性改善。

5.3 产业格局

★★☆☆☆

公司整体产业格局评级一般。核心业务锂电隔膜受制于产品同质化加剧及设备壁垒的边际弱化，供给侧准入门槛较以往显著降低，预计长期将持续面临激烈的市场竞争。

锂离子电池隔膜(1.5星):

受限于产品同质化与设备技术红利的消退，锂电隔膜行业准入门槛下移，导致公司产业格局评级较差，长期竞争激烈度不减。但辩证来看，当前低迷的投资回报水平实质性遏制了盲目扩产。在这一机制下，中期维度内的供需格局修复拥有极高的确定性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河评级较高。尽管隔膜产品面临较强的同质化竞争，但公司凭借卓越的规模效应与领先的设备调试能力，构建了极致的成本壁垒。这使得公司在行业周期底部，仍能获取显著优于二三线厂商的超额回报，长期来看，有望持续巩固并扩大市场份额的领先优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
锂离子电池隔膜	(4星) 该业务的护城河宽度星级较高，经壹评级调整的ROE为17%，ROIC为12%，具有较好的超额收益。但是公司业务控制力一般，主要系公司面临下游强势客户的占款压力。受限客户集中度高且议价权强，公司大量营运资金以应收账款形式被占用。	(3.5星) 该业务的护城河持续性较好，主要由规模经济构成。在规模经济上，公司凭借单线大产能及独有的设备调试能力，公司在效率与良率上构筑了结构性优势，有效摊薄成本，确立了其在行业低谷期的安全边际。此外，鉴于当前漫长的设备回本周已形成实质性的扩产阻力，竞争对手难以复刻公司的产能规模与成本曲线，因此护城河持续性较好。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司锂离子电池隔膜业务盈利能力进一步回暖、下游新能源汽车行业和储能行业维持较快增速、公司市场份额保持稳定等基本假设，基于壹评级的DDM估值和动态估值方法，经测算公司目前估值处于低估的状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务：锂离子电池隔膜

收入假设：

- 1) 市场份额：依靠大产线和高良率带来的成本优势，公司有望在显性期和半显性期内保持市场份额的长期领先。
- 2) 行业增速：受益于下游新能源汽车与储能需求的双轮驱动，行业需求在显性期内维持较高的CAGR增速，半显性期增速中枢逐渐回落至5%左右。
- 3) 价格水平：2025年Q4隔膜价格出现修复性上涨，但并未改变当前盈利处于周期底部的现实。目前约10年的静态投资回收期，导致行业陷入投资负反馈，预计新增产能释放将维持较低增速。随着供需关系的边际改善，紧平衡预期将支撑隔膜价格中枢的持续上移。

盈利能力假设：

受益于2026年供需紧平衡，预计公司单位盈利将以0.1元/平米/年的速度逐年回升。目标均值有望修复至0.4-0.5元/平米，该水平对应“5年回收+2年建设”即7年总资本占用周期，符合制造业理性投资回报模型。

表2：公司整体业绩预测

恩捷股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	125.9	120.4	101.6	136.5	198.1	254.9	317.9	378.7
归母净利润(亿)	40.0	25.3	-5.6	5.7	35.3	60.3	91.7	119.0
归母净利润增速(%)	47.2	-36.8	-122.0	202.9	517.0	70.6	52.1	29.7
经营性净利润(亿)	42.2	26.4	-6.7	6.0	37.2	63.5	96.5	125.2
经营性净利润增速(%)	46.3	-37.3	-125.4	189.7	517.0	70.6	52.1	29.7
经营性归母净利润(亿)	40.0	25.2	-5.7	5.7	35.3	60.3	91.7	119.0
经营性归母净利润增速(%)	47.6	-37.1	-122.5	201.1	517.0	70.6	52.1	29.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

锂离子电池隔膜	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	110.0	100.8	82.5	115.5	175.0	229.5	290.0	348.0
收入增速(%)	70.8	-8.3	-18.1	39.9	51.5	31.1	26.4	20.0
经营性净利润(亿)	38.9	23.1	-8.9	2.6	33.5	59.4	92.0	120.3
经营性净利率(%)	35.4	22.9	-10.8	2.3	19.1	25.9	31.7	34.6
经营性净利润增速(%)	49.7	-40.7	-138.7	129.6	1164.9	77.4	55.0	30.7
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	15.9	19.6	19.1	21.0	23.1	25.4	27.9	30.7
收入增速(%)	3.2	22.9	-2.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	3.3	3.4	2.2	3.4	3.7	4.1	4.5	5.0
经营性净利率(%)	20.6	17.2	11.6	16.1	16.1	16.1	16.1	16.1
经营性净利润增速(%)	15.4	2.6	-34.5	53.3	10.0	10.0	10.0	10.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
锂离子电池隔膜	6.0%	中等	一般	较强	9.0%	12.54	142.5
其他	4.6%	中等-	一般	一般	9.0%	10.41	5.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
锂离子电池隔膜 (亿)	-209.3	1065.4	856.1	-	42.8	-	813.3
其他(亿)	-3.6	34.4	30.9	-	1.7	-	29.2
公司整体测算(亿)	-212.9	1099.8	887.0	-	44.5	-	842.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
锂离子电池隔膜 (亿)	197.1	765.7	962.8	-	48.1	-	914.7
其他(亿)	6.5	22.6	29.1	-	1.5	-	27.6
公司整体测算(亿)	203.6	788.3	991.9	-	49.6	-	942.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平，正面来看，锂电产业链具有较高的数据透明度，材料价格及下游车储需求均有高频数据可跟踪，产业链上下游信息可相互印证；但考虑到我们估值假设中包含比市场更乐观的中长期假设，能否兑现假设需要持续跟踪，因此对整体估值的确定性予以一定折扣。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。