

投资评级：增持（首次）

报告日期：2022年03月30日

市场数据

目前股价	5.87
总市值（亿元）	89.03
流通市值（亿元）	89.03
总股本（万股）	151,674
流通股本（万股）	151,674
12个月最高/最低	11.17/4.61

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

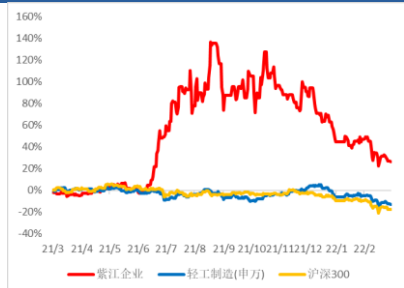
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ hujiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

包装主业稳健发展，铝塑膜业务前景向好

——紫江企业（600210）公司深度报告

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,417.64	9,528.59	10,971.58	12,512.22	14,352.92
(+/-%)	-8.61%	13.20%	15.14%	14.04%	14.71%
归母净利润（百万元）	565.21	553.18	663.67	845.02	1,060.99
(+/-%)	14.37%	-2.13%	19.97%	27.33%	25.56%
摊薄 EPS（元/股）	0.36	0.35	0.42	0.53	0.67
PE	16.43	16.79	14.01	11.00	8.76

资料来源：长城证券研究院

核心观点

1、公司简介：包装业务为核心，多产业布局。经过多年的发展，目前公司形成了以包装业务为核心，快速消费品商贸业务、进出口贸易业务、房地产业务和创投业务为辅的产业布局。公司控股股东为紫江集团，实际控制人为自然人沈雯先生。

2、传统包装主业：巩固优势，稳健发展

- **公司传统包装业务发展稳定，毛利率随原材料价格而有所波动。**公司包装业务领域广泛，包括 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM；瓶盖标签、纸包装印刷、薄膜等。2021 年，公司传统包装业务收入达到 67.4 亿元，同比上升 19%。2021 年，公司包装业务毛利率达到 23.6%，历史毛利率随原材料价格波动而有所变化。

- **各细分领域行业地位巩固，与国际知名品牌多年合作。**公司 PET 瓶及瓶坯业务主要是为饮料提供配套包装，在国内处于领先地位，是百事可乐、可口可乐、统一企业、达能等公司的主要供应商之一。皇冠盖主要用于玻璃瓶装的酒业与饮料业，其中以啤酒业为主，约占全部使用量的 90%。公司为国内最大的皇冠盖供应商，2021 年销量达到 200 亿只。公司彩色纸包装印刷分为纸包装印刷和塑料包装印刷，其中纸包装印刷主要客户为肯德基、麦当劳、必胜客等大型连锁快餐企业，塑料包装印刷客户主要为联合利华、雀巢等快消品国际公司。

3、铝塑膜业务：业绩领先，产能储备充足

- **软包电池渗透率有望提升，国内铝塑膜产业机遇来临。**铝塑膜作为锂离子电池外包装材，取代传统的钢壳包装，主要用于 3C 电池和动力电池等领域。铝塑膜从结构上主要分为三层：外层（尼龙，尼龙&PET）/铝箔/热封层（CPP），目前市面上 3C 端铝塑膜厚度主要为 71um、87um、113um；动力市场主要为 152um。软包电池作为锂离子电池技术中一种，由于包装轻型化，目前在 3C 市场已经超过 80% 的市场占有率。在动力市场，也凭借安全和能量密度优势，越来越被下游电池厂所重视。软包动力电池具备高能量密度和高安全性能的重要优势，符合动力电池的技术发展方向。软包

电池占比目前虽小但却是海外车企主流选择，未来渗透率有望提升。2020年国产铝塑膜占全球市场份额30%，未来有望进一步提升。国产铝塑膜较日韩产品具备价格优势。

- **紫江新材料历史增速较快，产能储备充足。**2021年，公司控股58.94%股权的紫江新材料实现铝塑膜销量2216.8万平米，较2020年增长48.8%，其中动力储能软包锂电池用铝塑膜销量占比达到55%。随着紫江动力铝塑膜在关键性能上的再升级，为下一步全面切入乘用车市场做好了充分的准备。紫江新材料2021年营业收入、净利润分别达到36649、6625万元，保持较快增长。马鞍山、上海紫竹项目有序推进，铝塑膜产能持续扩张。紫江新材料计划分拆上市，公司实现业务聚焦。
- **紫江新材料铝塑膜收入规模较大，净利润率可比公司中领先。**2020年，紫江企业、新纶新材、明冠新材、道明光学、璞泰来的铝塑膜收入分别为2.3、3.9、0.5、0.4、0.9亿元；2021年上半年，紫江企业、新纶新材、明冠新材、道明光学、璞泰来的铝塑膜收入分别为1.9、3.5、0.4、0.2、0.6亿元。公司收入体量在国内同行中领先。紫江企业、新纶新材、明冠新材旗下的铝塑膜业务平台分别为紫江新材料、新纶新能源材料、明冠锂膜技术，2020年这三家子公司的净利润率分别为19%、-10%、1%；2021年上半年，这三家公司的净利润率分别为17%、12%、-2%，紫江新材料净利润率在可比公司中保持较为领先水平。

4、投资建议：包装主业稳健发展，铝塑膜业务前景向好，首次覆盖给予增持评级。预计公司2022~2024年归母净利润将达到6.6、8.5、10.6亿元，同比增长20%、27%、26%，对应PE估值14、11、9倍。公司传统板块业务各细分领域行业地位巩固，与国际知名品牌多年合作。软包电池渗透率有望提升，国内铝塑膜产业机遇来临。公司铝塑膜业务历史增速较快，产能储备充足。相比于国内竞争对手，紫江新材料铝塑膜收入规模较大，净利润率业内领先。

5、风险提示：传统包装业务行业竞争加剧；原材料价格超预期上升；铝塑膜下游需求低于预期；铝塑膜在建产能投放进度低于预期；铝塑膜产品价格超预期下降等

目录

1、公司简介：包装业务为核心，多产业布局	5
2、传统包装主业：巩固优势，稳健发展	6
2.1 传统包装业务发展稳健，毛利率随原材料价格而有所波动	6
2.2 各细分领域行业地位巩固，与国际知名品牌多年合作	7
3、铝塑膜业务：业绩领先，产能储备充足	11
3.1 软包电池渗透率有望提升，国内铝塑膜产业机遇来临	11
3.2 紫江新材料历史增速较快，产能储备充足	15
3.3 业内对比：紫江新材料铝塑膜；历史收入规模较大，净利润率业内领先	18
4、盈利预测与估值水平：首次给予增持评级	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议：首次给予增持评级	23
5、风险提示	23
附：盈利预测表	24

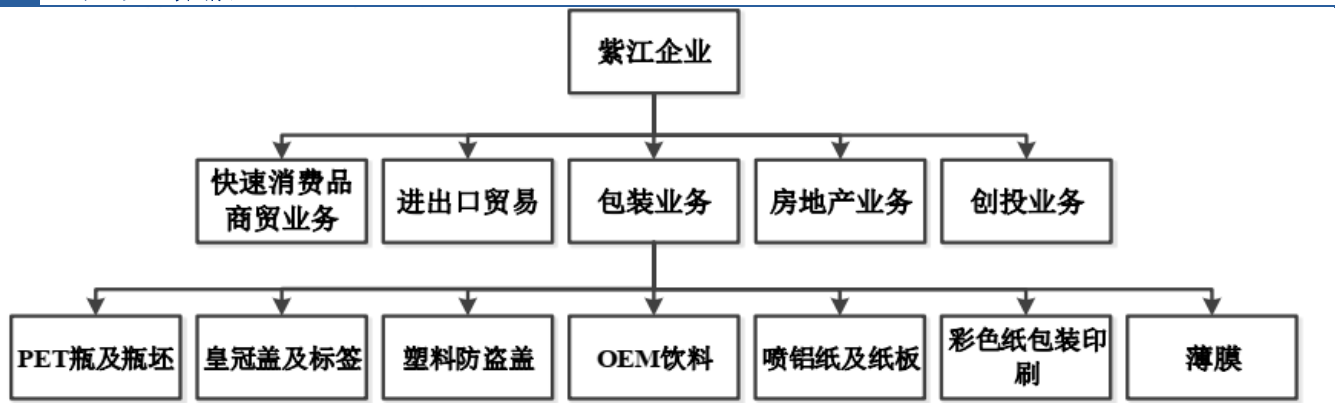
图表目录

图 1: 公司主要业务情况.....	5
图 2: 铝塑膜干、热法产品结构.....	11
图 3: 国产、日韩铝塑膜单价.....	15
图 4: 铝塑膜干、热法产品结构.....	16
图 5: 紫江新材料历年收入、净利润（亿元）.....	17
图 6: 国内可比公司铝塑膜收入（亿元）.....	18
表 1: 公司前 10 大股东持股情况（截至 2021 年年报）.....	5
表 2: 公司产能情况.....	7
表 3: 公司 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM 产销情况.....	7
表 4: 公司与核心客户的合作历程.....	9
表 5: 公司皇冠盖及标签产销情况.....	9
表 6: 公司塑料防盗盖产销情况.....	10
表 7: 公司彩色纸包装印刷产销情况.....	10
表 8: 公司喷铝纸及纸板产销情况.....	10
表 9: 三种形状动力电池的主要技术指标对比.....	12
表 10: 软包动力电池具体技术性能特点.....	14
表 11: 国内外当前主要采用软包动力电池的车企和车型.....	14
表 12: 公司收入、毛利率预测.....	22

1、公司简介：包装业务为核心，多产业布局

经过多年的发展，目前公司形成了以包装业务为核心，快速消费品商贸业务、进出口贸易业务、房地产业务和创投业务为辅的产业布局。包装业务作为公司的核心业务，主要产品为 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖、塑料防盗盖、标签、喷铝纸及纸板、彩色纸包装印刷、薄膜等包装材料以及饮料 OEM 等产品。

图 1：公司主要业务情况



资料来源：公司年报，长城证券研究院

公司控股股东为紫江集团，实际控制人为自然人沈雯先生。截止 2021 年年报，公司主要股东包括上海紫江(集团)有限公司、景顺长城新能源产业股票型证券投资基金、景顺长城环保优势股票型证券投资基金、黄允革、香港中央结算有限公司、信达澳银新能源产业股票型证券投资基金，持股比例分别为 26.06%、3.35%、1.82%、1.32%、1.27%、1.25%。

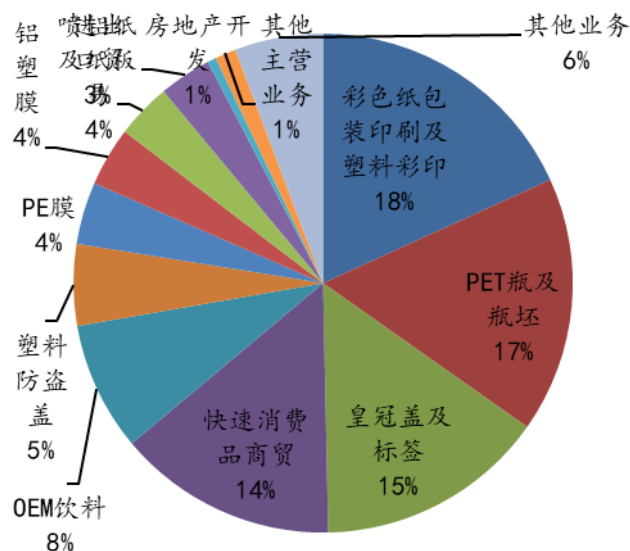
表 1：公司前 10 大股东持股情况（截至 2021 年年报）

股东名称	持股比例 (%)
上海紫江(集团)有限公司	26.06
景顺长城新能源产业股票型证券投资基金	3.35
景顺长城环保优势股票型证券投资基金	1.82
黄允革	1.32
香港中央结算有限公司	1.27
信达澳银新能源产业股票型证券投资基金	1.25
易方达裕祥回报债券型证券投资基金	1.17
易方达瑞程灵活配置混合型证券投资基金	0.71
景顺长城基金公司股票型组合资产	0.62
广发科技创新混合型证券投资基金	0.62

资料来源：公司年报，长城证券研究所

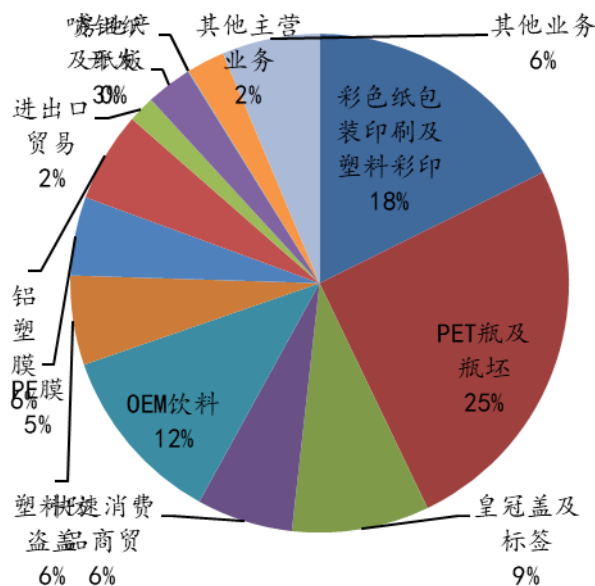
公司主要从事包装业务，包括 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM、皇冠盖及标签、塑料防盗盖、纸包装印刷以及薄膜业务等包装产业链。此外，公司还从事商贸物流、房地产开发等业务。2021 年，从收入结构来看，公司彩色纸包装印刷及塑料彩印、PET 瓶及瓶坯、快速消费品商贸、皇冠盖及标签、OEM 饮料分别占 18%、17%、15%、14%、8%；从毛利结构来看，公司 PET 瓶及瓶坯、彩色纸包装印刷及塑料彩印、OEM 饮料、皇冠盖及标签分别占 25%、18%、12%、9%。

图 3：2021 年营业收入结构（按产品）



资料来源：公司年报，长城证券研究院

图 4：2021 年公司毛利结构（按产品）



资料来源：公司年报，长城证券研究院

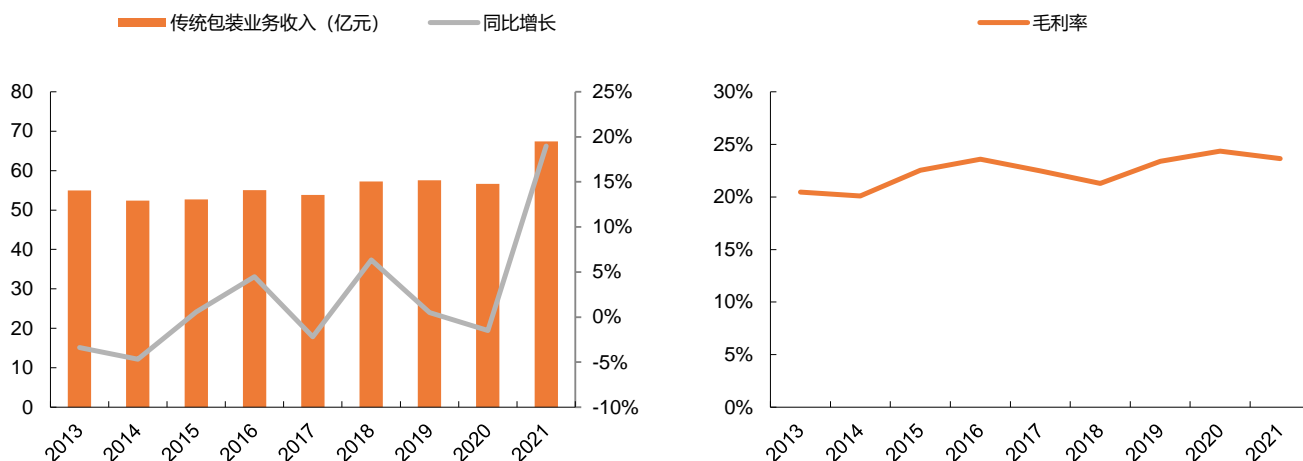
2、传统包装主业：巩固优势，稳健发展

2.1 传统包装业务发展稳健，毛利率随原材料价格而有所波动

公司传统包装业务发展稳定，毛利率随原材料价格而有所波动。公司包装业务领域广泛，包括 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM；瓶盖标签、纸包装印刷、薄膜等。2021 年，公司传统包装业务收入达到 67.4 亿元，同比上升 19%。2021 年，公司包装业务毛利率达到 23.6%，历史毛利率随原材料价格波动而有所变化。

图 3：公司历年传统包装业务收入（亿元）

图 4：公司历年包装业务毛利率



注: 2020 年及之前传统包装业务收入=包装业务收入-铝塑膜收入; 资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

表 2: 公司产能情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能已投资额 (万元)	在建产能预计完工时间
PET 瓶(亿只)	89.86	44	贵州紫江水线配套投资项目	2,645	2022 年
PET 瓶坯(亿只)	156.56	70	上海注塑系统产能扩充项目	1,487	2022 年
皇冠盖(亿只)	307.48	66	/	/	/
塑料标签(亿米)	12.62	48	/	/	/
喷铝纸及纸版 (万 m ²)	12506	83	/	/	/
薄膜(万吨)	2.8	74	/	/	/
塑料防盗盖 (亿只)	215.1	59	上海紫日投资广东建设项目	507	2022 年
彩色纸包装印刷 (亿印)	11.89	79	/	/	/
OEM 饮料 (亿瓶)	40.64	34	上海饮料无菌线复线项目	2,526	2022 年
铝塑膜 (万 m ²)	3660	70.9	紫江应用技术建设项目	19,200	2022 年

资料来源: 公司年报, 长城证券研究院

2.2 各细分领域行业地位巩固, 与国际知名品牌多年合作

公司 PET 瓶及瓶坯业务主要是为饮料提供配套包装, 在国内处于领先地位, 是百事可乐、可口可乐、统一企业、达能等公司的主要供应商之一。公司饮料 OEM 业务系饮料代工业务, 以运动饮料、果粒饮料灌装为主, 是公司优化整合包装供应链并加以延伸的产业, 核心客户包括可口可乐、百事可乐和统一企业等。公司建立了原料集中采购、产品分散生产的管理模式, 并已较为成熟。

2019-2021 年, 公司 PET 瓶及瓶坯销售收入分别为 15.12 亿元、13.66 亿元和 15.80 亿元, 同期公司饮料 OEM 业务分别实现收入 6.46 亿元、6.39 亿元和 7.96 亿元。

表 3: 公司 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM 产销情况

业务类型	2018年	2019年	2020年	2021年
PET 瓶				
生产线（条）	42	44	45	
产能（亿只/年）	72.6	77.75	78.6	89.86
产量（亿只）	38.94	37.74	36.25	39.63
销量（亿只）	38.94	37.75	36.21	39.07
PET 瓶坯				
生产线（条）	85	85	85	
产能（亿只/年）	106.9	109.6	111.5	156.56
产量（亿只）	92.13	89.47	89.54	109.11
销量（亿只）	92	88.83	87.93	108.56
饮料 OEM				
生产线（条）	18	18	18	
产能（亿瓶/年）	25.1	23.14	26.11	40.64
产量（亿瓶）	10.98	10.47	10.72	13.93
销量（亿瓶）	10.97	10.38	10.78	13.96

资料来源：公司债跟踪评级报告，公司年报，长城证券研究院

作为国内最主要的 PET 瓶及瓶坯供应商之一，多年来公司与达能、百事可乐、可口可乐和统一企业等国际饮料供应商保持了较稳定的长期战略合作关系，并通过连线生产及合资设厂等方式进一步巩固市场份额。截至 2020 年末，在 PET 瓶及瓶坯生产线中，公司有 14 条线与百事可乐实现直接连线生产，有 12 条线与可口可乐实现直接连线生产。除此之外，公司还与恒大冰泉、昆仑山、雀巢、康师傅、西藏冰川矿泉水等饮料品牌也建立了合作关系。优质的客户资源保障了公司货款回流的安全性。在饮料 OEM 生产线中，公司共拥有 18 条生产线，包括 9 条热灌装生产线（此外，公司还为可口可乐代管理 2 条无菌生产线）。

表 4: 公司与核心客户的合作历程

核心客户	合作历程
可口可乐	①实现连线灌装生产；②实现 OEM 生产；③实现“账务公开”（OpenBook）管理模式；④实现来料加工；⑤在天津、杭州、武汉、镇江等地区采取“准合资”（JVlike）模式经营；⑥奥运期间成为可口可乐在北京地区最大供应商之一；⑦上海世博期间成为可口可乐在上海地区最大供应商之一；⑧采取固定回报合作模式。
百事可乐	①实现连线灌装生产；②实现饮料 OEM 生产；③在合作期内固定加工费。
统一企业	①实现连线灌装生产；②实现饮料 OEM 生产；③合资设厂；④采取固定回报合作模式。
达能	①实现瓶坯配套生产合作项目；②采取固定回报合作模式。

资料来源：公司债跟踪评级报告，长城证券研究院

固定回报合作模式是指客户保证公司每年最低回报的一种模式，大部分投资回报基于公司固定投资金额及与客户商定的投资回报率确定；如客户在合同约定合作期间前终止合作，客户则应按固定资产净值购回设备等。采取固定回报合作模式可使公司规避生产线开工不足、原材料价格波动等经营风险和投资风险。目前，PET 瓶及瓶坯业务、饮料 OEM 业务部分采用固定回报模式。2020 年，PET 瓶及瓶坯业务中采用固定回报模式的销售收入为 9.73 亿元，占该业务总收入的 71.27%，饮料 OEM 业务中采用固定回报模式的销售收入为 6.09 亿元，占该业务总收入的 92.44%。此外，公司新生产线投资也要求签订固定回报合同，从而降低投资风险。

皇冠盖主要使用于玻璃瓶装的酒业与饮料业，其中以啤酒业为主，约占全部使用量的 90%。公司为国内最大的皇冠盖供应商，2021 年销量达到 199.74 亿只。截至 2020 年末拥有 12 条生产线。公司是青岛啤酒、英博啤酒、华润啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒等国内主要啤酒集团的重要供应商。此外，公司还与喜力、百威和三得利等国际啤酒品牌建立了长期合作关系。并且，公司是国内规模较大的标签生产企业之一，公司标签业务的主要产品为聚氯乙烯热收缩薄膜标签、绕贴标签、模内标签、不干胶标签、高透明聚乙烯热收缩印刷膜、卫生用品包装等。2018-2021 年，公司皇冠盖及标签业务分别实现收入 10.24 亿元、11.03 亿元、10.94 亿元和 14.20 亿元，毛利率分别为 9.39%、13.81%、15.19% 和 12.65%。

表 5: 公司皇冠盖及标签产销情况

业务类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
皇冠盖				
产能（亿只/年）	212	212	212	307.48
产量（亿只）	191.27	191.7	182	204.09
销量（亿只）	188.89	182.61	176	199.74
标签				
产能（亿米/年）	10.91	10.91	10.91	12.62
产量（亿米）	4.7	5.26	5.72	6
销量（亿米）	4.09	4.87	5.55	5.87

资料来源：公司债跟踪评级报告，公司年报，长城证券研究院

在塑料防盗盖业务方面，公司与百事可乐、可口可乐、达能和统一企业等饮料供应商建立有长期良好的合作关系。近年来公司塑料防盗盖产、销量基本稳定。2018-2021 年，公

司分别实现塑料防盗盖销售收入 4.95 亿元、5.11 亿元、4.19 和 5.04 亿元。同期，公司塑料防盗盖业务毛利率分别为 23.09%、26.13%、22.95%和 23.30%。2021 年，公司保持 47 条塑料防盗盖生产线，年化产能 215.1 亿只；公司逐步摆脱疫情影响，塑料防盗盖收入及销量有所上涨。

表 6: 公司塑料防盗盖产销情况

业务类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
产能 (亿只/年)	167.11	172.83	172.8	215.1
产量 (亿只)	116.45	124.81	110.6	127.64
销量 (亿只)	113.96	121.69	108.4	124.57

资料来源: 公司债跟踪评级报告, 公司年报, 长城证券研究院

公司彩色纸包装印刷分为纸包装印刷和塑料包装印刷, 其中纸包装印刷主要客户为肯德基、麦当劳、必胜客等大型连锁快餐企业, 塑料包装印刷客户主要为联合利华、雀巢等快消品国际公司。近年来, 在产品环保化趋势下, 公司将纸包装产品创新及业务发展作为战略目标, 一方面积极改善业务结构, 拓展新包装业务; 另一方面减少低毛利率产品, 通过提高生产效率、降低采购成本和损耗, 保证公司产品价格的竞争力。2020 年末, 公司新增 2 条生产线至 17 条, 产能上升至 11.89 亿印/年。2018-2021 年, 该项业务分别实现收入 13.80 亿元、14.23 亿元、15.18 亿元和 17.34 亿元, 业务收入规模逐年扩大; 同期, 公司彩色纸包装印刷业务毛利率分别为 23.35%、24.14%、22.43%和 20.57%。

表 7: 公司彩色纸包装印刷产销情况

业务类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
产能 (亿印/年)	6.4	7.6	9.12	11.89
产量 (亿印)	6.69	7.41	7.46	9.4
销量 (亿印)	6.62	7.28	7.51	9.36

资料来源: 公司债跟踪评级报告, 公司年报, 长城证券研究院

公司喷铝纸及纸板主要适用于烟草、啤酒、食品、药品和礼品等行业的包装, 耗用资源明显小于铝箔复合纸, 且易回收、燃烧, 废弃后易氧化降解, 属于“绿色包装材料”的环保型产品。公司喷铝纸及纸板业务产能在 2014 年扩张后保持稳定。2018-2021 年, 公司喷铝纸及纸板业务分别实现收入 3.76 亿元、3.00 亿元、2.60 和 3.23 亿元。同期, 公司喷铝纸及纸板业务毛利率分别为 22.17%、23.50%、20.41%和 18.46%。

表 8: 公司喷铝纸及纸板产销情况

业务类型	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
产能 (万平方米/年)	12506	12506	12506	12506
产量 (万平方米)	12151	10048	8751	10434
销量 (万平方米)	12582	10205	8682	9762

资料来源: 公司债跟踪评级报告, 公司年报, 长城证券研究院

公司薄膜业务运营主体主要为紫江新材料、上海紫华企业和上海紫东尼龙公司三家公司。近年来公司薄膜业务持续发展, 公司退出了 BOPET 薄膜的生产和销售, 加之铝塑膜等陆续放量, 毛利率增长。2018-2020 年薄膜业务分别实现收入 3.94 亿元、4.27 亿元和 6.02 亿元; 同期薄膜业务毛利率分别为 25.61%、26.99%和 31.77%。2020 年公司薄膜产量为 2.70 万吨, 销量为 2.62 万吨。2020 年, 公司保持 10 条薄膜生产线, 年化产能为 3.20 万

吨。2021年，公司 PA/PE 膜、铝塑膜收入分别达到 3.84、3.65 亿元，毛利率分别为 26.8%、32.4%。2021 年，紫华企业首次跃居尤妮佳和金佰利膜类供应商 2021 年采购份额首位，重点推广抗静电透气膜等医疗市场差异化产品，并积极开拓日化及电子类新市场。紫东尼龙致力于产品质量的提升，高端客户海外出口量增长 13.7 倍，国内日系客户销量占比不断提升，实现销售同比增长 47%。

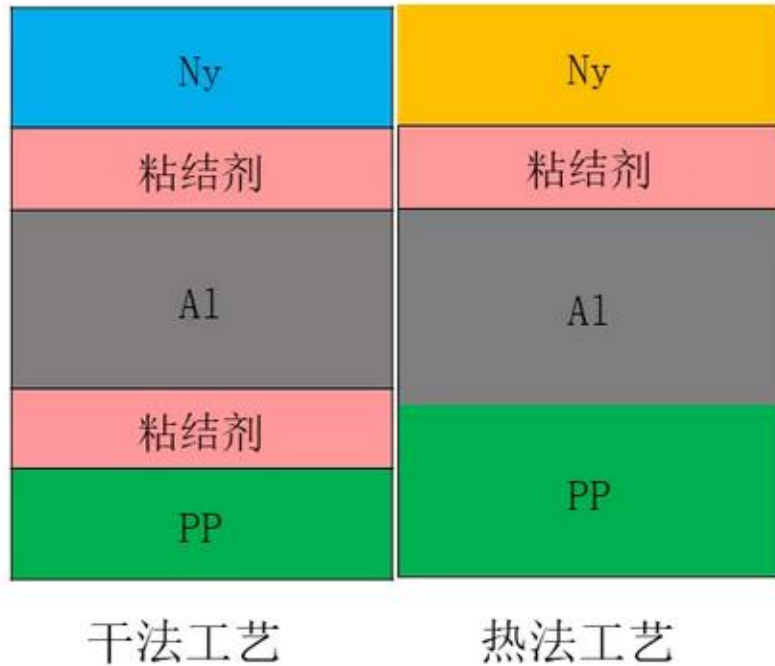
3、铝塑膜业务：业绩领先，产能储备充足

3.1 软包电池渗透率有望提升，国内铝塑膜产业机遇来临

铝塑膜作为锂离子电池外包装材料，取代传统的钢壳包装，主要用于 3C 电池和动力电池等领域。

铝塑膜从结构上主要分为三层：外层（尼龙，尼龙&PET）/铝箔/热封层（CPP），目前市面上 3C 端铝塑膜厚度主要为 71um、87um、113um；动力市场主要为 152um。最早出现的铝塑膜诞生于 1999 年，由昭和电工与索尼共同研发，属于干法铝塑膜，其外基材与流延 PP 膜均依靠胶水与铝箔贴合，其优点在于优良的初期剥离性能，较好的绝缘性（主要是热封位置），但其耐电解液性相对要差。紧接着在 2001 年，由昭和电工主导，推出二代铝塑膜，同年日本 DNP 也开始研发铝塑膜生产技术，而凸版印刷则是与东洋制罐合作创立子公司 T&T，于 2005 年立项开始研发，在这之后，铝塑膜的研发者开始如雨后春笋般不停涌现。DNP 开发出热法铝塑膜，外基材依旧依靠胶水与铝箔贴合，而内层的 PP 层则是通过流延的方式直接淋膜在铝箔表面（该 PP 层通常为两层共挤），这种生产方式的铝塑膜主要优点是生产周期短，同时具有优良的耐电解液性，但缺点是初期的剥离强度略低。还有一种铝塑膜的生产方法是介于在热法与干法之间，这种方法采用了酸改性的热挤出 PP 来替代 CPP 与铝箔之间的胶水，这种方法生产的铝塑膜性能方面更接近热法铝塑膜，但由于生产效率问题，已很少有采用该生产方法的厂商。

图 2：铝塑膜干、热法产品结构



资料来源：新纶新材公众号，长城证券研究院

随着锂电池应用范围的增加，异形电池、水冷系统、超高冲深等各式各样的需求给铝塑膜带来了机遇与挑战，为了迎接这些机遇与挑战，越来越多的从业者开始涌入，也有越来越多的新的理念被引入，并且随着国家对新能源的重视，作为锂电池相关行业，铝塑膜行业也将在未来迎来新的高速发展。

软包电池作为锂离子电池技术中一种，由于包装轻型化，目前在 3C 市场已经超过 80% 的市场占有率。在动力市场，也凭借安全和能量密度优势，越来越被下游电池厂所重视。根据《20211123 恩捷股份：2021 年度非公开发行 A 股股票预案》披露，相比圆柱电池和方形电池，软包电池在能量密度、循环寿命、安全性、灵活性等方面具有一定优势。软包电池在高容量、轻薄化发展趋势的消费电子产品市场已逐渐成为主流；根据 Techno Systems Research 数据，2020 年软包电池在手机和笔记本电脑电池中的占比均已超过 80%。在动力电池领域，欧美新能源汽车市场更加偏好软包动力电池；根据高工锂电数据，2020 年欧洲销量前 20 的电动车型中，15 款车型采用了软包电池。大众、戴姆勒、奔驰、雷诺等国际车企纷纷采用软包电池作为主流技术路线，在欧洲电动车市场占比超过 70%。随着以 5G 通讯和新兴消费电子产品等为代表的消费电子市场的稳定增长和欧美厂商新能源车型销量的快速提升，软包电池及铝塑膜的市场需求将持续扩大。

锂离子动力电池根据封装方式和形状不同，可分为圆柱、方形和软包电池。三种动力电池的组成要素区别不大，核心差异在于圆柱和方形电池主要采用金属材料作为外壳，软包动力电池采用铝塑膜作为外壳。由于形状不同，也形成了圆柱卷绕、方形卷绕和叠片三种制造成型工艺。三种形状动力电池的主要技术指标对比如下：

表 9：三种形状动力电池的主要技术指标对比

项目	软包电池	方形电池	圆柱电池（新型 4680）
壳体	铝塑膜	钢壳或铝壳	钢壳或铝壳
制造工艺	叠片或卷绕	叠片或卷绕	圆柱卷绕
能量密度	高	中	中

成组效率	中	高	低
安全性	高	中	中
生产效率	中	中	高
标准化程度	低	中	高
一致性	中	中	高
充放电倍率	高	中	中
优势	能量密度高、安全性能好、重量轻、外形设计灵活	生产工艺成熟、对电芯保护作用强、成组效率高	生产工艺成熟、生产成本低、一致性高
劣势	外壳强度低、成本高、制造工艺要求高	整体重量重、能量密度低、安全性不足	整体重量重、成组效率低、能量密度相对较低

资料来源：孚能股份 2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（二次修订稿），长城证券研究院

软包动力电池具备高能量密度和高安全性能的重要优势，符合动力电池的技术发展方向。软包电池由于外包装较薄，在出现极端情况时容易被刺穿，因而在电池包环节需要加入金属防护层给予更多的保护，会带来成组效率不佳、成本提升的问题。此外，在封装环节较难控制，容易发生鼓胀等问题，使得产品一致性较差。研发实力强劲、生产工艺成熟、标准化自动化智能化程度高的动力电池企业在解决软包电池一致性问题、提高成组效率、降低产品成本等方面上极具竞争优势。

表 10: 软包动力电池具体技术性能特点

软包动力电池性能	具体优势
能量密度高	结构上采用铝塑膜包装，铝塑膜重量轻、空间利用率高，使得电芯能量密度相对提升
安全性能好	发生安全问题时，铝塑膜一般会鼓气裂开，由于机械性能不强，不会爆炸
循环寿命长	经测试 100 次循环衰减比铝壳少 4%-7%
容量高	较同等规格尺寸的钢壳电池容量高 50%，较铝壳电池高 20-30%
重量轻	较同等容量的钢壳方形电池轻 40%，较铝壳方形电池轻 20%
内阻小	极大的降低电池的自耗电
叠片设计	设计灵活，在特定、异形、狭小空间可以容纳更多电芯，配合客户需求定制，适配多种车型

资料来源：孚能股份 2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（二次修订稿），长城证券研究院

在动力电池领域，海外主流车企也将软包电池作为重要技术路线之一。软包电池占比目前虽小但却是海外车企主流选择，未来渗透率有望提升。根据中汽协数据，2020 年中国动力电池装机量分技术路线看，国内方形电池的装机量累计为 50.57GWh，占比达 80%；圆柱电池装机量为 8.33GWh，占比达 13%；软包电池为 3.95GWh，占比达 6%，软包电池在国内市场占比还比较小。但从海外主流车企配套电池看，海外软包企业 LG、SKI 等已在大众、奥迪、奔驰、通用、现代、福特等车企配置多款主流车型，2020 年欧洲最畅销的 20 款新能源乘用车中，有 15 款搭载软包动力电池。未来随着电动汽车全球化浪潮到来，国内软包电池的渗透率有望获得较大的提升，市场空间广阔。由于软包动力电池尺寸较应用于消费型锂电池领域的软包电池大，且使用环境复杂、安全性和各项性能要求更高、占终端产品总成本比例更高，因而长期以来存在较大的技术和工艺瓶颈，阻碍其应用于新能源汽车的进程。未来，随着包括孚能股份在内的软包动力电池企业在技术和工艺上的突破和进步以及全球主流整车企业逐步选择软包动力电池作为新能源汽车动力电池系统重要技术路线之一，软包动力电池技术路线全球市场占有率也将有所提升。

表 11: 国内外当前主要采用软包动力电池的车企和车型

车企	主要车型	车型类别
雷诺	Zoe、Kangoo	纯电动乘用车
现代	Kona、Ioniq	纯电动乘用车
起亚	Bongo、e-Niro、CeedPHEV	纯电动、插电混动乘用车
沃尔沃	XC40、XC40\60\90PHEV	纯电动、插电混动乘用车
大众	奥迪 A6\A7\A8PHEV、奥迪 Q4、奥迪 e-tron、大众 ID.3、大众 e-Up!、保时捷 Taycan	纯电动、插电混动乘用车
北汽新能源	EC180、EX360、EC5	纯电动乘用车
长城	欧拉 IQ、欧拉白猫	纯电动乘用车
日产	Leaf、e-EV200	纯电动乘用车
东风日产	轩逸	纯电动乘用车
奇瑞	eQ1、艾瑞泽 5e	纯电动乘用车
上汽	荣威 ei6MAX、荣威 ei6、荣威 eRX5PHEV	插电混动乘用车
奔驰	EQA、EQB、EQC、SmartFortwo	纯电动乘用车
上汽通用	微蓝 7、微蓝 5PHEV、	纯电动、插电混动乘用车

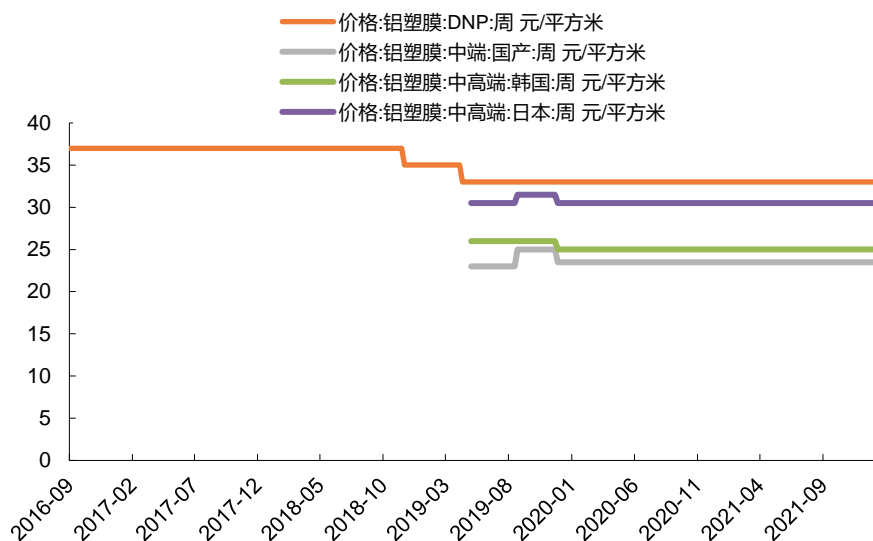
通用	雪佛兰 Bolt、雪佛兰 BoltEUV	纯电动乘用车
小鹏	小鹏 P7、小鹏 G3	纯电动乘用车
一汽	奔腾 B30EV	纯电动乘用车
广汽	AionS、AionV	纯电动乘用车
比亚迪	D1、宋 PLUSEV、汉 EV	纯电动乘用车
吉利	领克 01PHEV、领克 02PHEV、领克 03PHEV	插电混动乘用车

资料来源：孚能股份 2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（二次修订稿），长城证券研究院

2020 年国产铝塑膜占全球市场份额 30%，未来有望进一步提升。根据高工锂电公众号《紫江新材料：与铝塑膜市场共成长》报道：过去的 10 年，国产铝塑膜取得了部分替代进口的巨大成就，仅单价一项，目前国产产品的单价比之 10 年前同类进口单价，下降幅度至少在 60% 以上。国产铝塑膜的优势不仅仅只体现在价格方面，在交期、账期、服务等众多方面亦拥有进口不可比拟的巨大优势。这些优势迅速推动着国产铝塑膜市场份额的进一步扩大，预计 2020 年底，国产铝塑膜的市场份额将超过 30%；未来 3 年，国产铝塑膜市场份额将超过 50%。

国产铝塑膜较日韩产品具备价格优势。1 月末，国产中端、韩国中高端、日本中高端铝塑膜单价分别为 23.5、25.0、30.5 元/平方米。

图 3：国产、日韩铝塑膜单价



资料来源：Wind，长城证券研究院

3.2 紫江新材料历史增速较快，产能储备充足

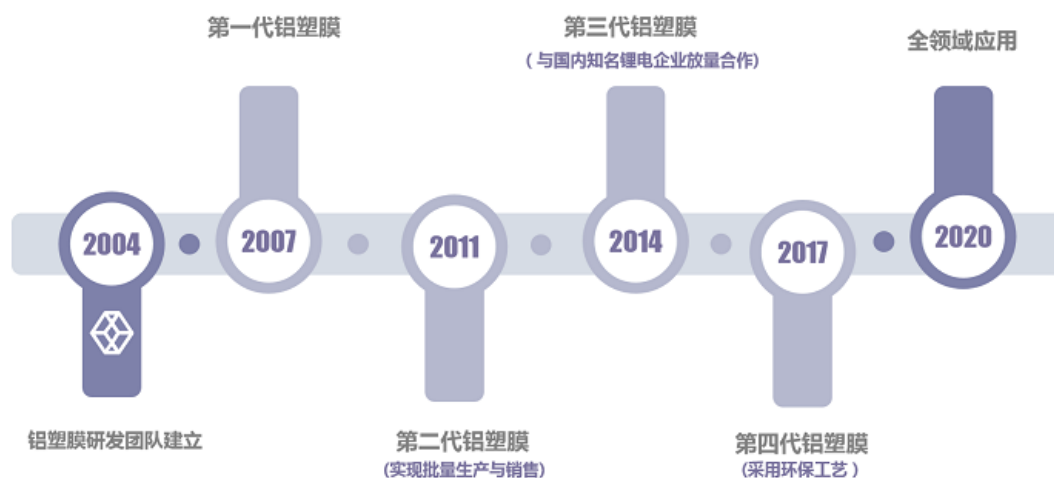
紫江新材料主要研发、生产多层复合材料、包装膜、锂离子电池薄膜、光伏材料、光学薄膜等特殊功能性薄膜。紫江新材料被列入 2017 年度上海市“专精特新”中小企业，成功自主研发了 E91 黑色铝塑膜，成为继日本 DNP 之后全球少数铝塑膜供应商之一。随着手机、移动电源、智能装置及新能源汽车市场的持续增长，紫江新材料铝塑膜业务销售持续放量。2021 年，紫江新材料铝塑膜实现销售收入 3.66 亿元、净利润 0.66 亿元，分别

较上年增长 59.13%和 51.31%。截至 2020 年末，紫江新材料的铝塑膜已有长期批量使用的终端客户 270 家。

2004 年，依托公司软包制造等技术积累，紫江铝塑膜研发团队成立。根据高工锂电公众号《紫江新材料：与铝塑膜市场共成长》报道：

- 国内企业真正开启铝塑膜专项研发的时间在 2004 年，2004 年 4 月，上海紫江凭借 30 余年软包制造及技术积累，集合各方力量正式成立了专业的铝塑膜项目团队，铝塑膜产品国产化的大幕开启。研发之初，项目团队利用现有的包装装备制定了大量的工艺路线及树脂改性方案，2004 年 7 月份，首份铝塑膜样品即告出炉。第一时间东莞白马、广州花都、珠海斗门、惠州水口、顺德容桂等厂家对国产铝塑膜进行了测试。与进口产品相比，在冲深、耐腐蚀、外观性能等方面均存在较大差距，但锂电行业已经开始听到国产铝塑膜发出的声音。
- 铝塑膜国产化虽经历了 2004~2006 年波澜不惊的低潮期。上海紫江一直没有放弃铝塑膜国产化的努力，2007 年，北京昌平、浙江杭州的电池厂家开始批量使用上海紫江第 I 代国产铝塑膜产品，分别应用于大型国际运动会项目及出口美国电动自行车项目上。铝塑膜国产之路终于迈出了可喜的一大步。
- 2009 年 10 月，第 II 代产品开始被杭州客户批量订购，同年，浙江、广东又有 4 家客户开始批量应用，销售业绩逐渐增长，紫江铝塑膜的茁壮成长已成必然之势。
- 2012 年上市公司成立了研发、生产、销售锂电池用铝塑膜产品的专业子公司---紫江新材料，开启了国产铝塑膜产业化之路。紫江新材料的成立加快了铝塑膜产品技术升级和销量的上涨。2014 年起，行业名列前茅的几大锂电客户开始批量购买我们的产品，终端已经广泛应用于手机、智能家居、蓝牙耳机、MP4、MP3、启动电源、移动电源、0 级乘用车等众多领域。
- 目前阶段，热法铝塑膜仍是国内众多一线锂电企业的首选。热法铝塑膜产品开发的高门槛、高投入一度令众多后来的投资者们一筹莫展。上海紫江自 2009 年 10 月成功批量销售第 II 代热法工艺铝塑膜开始，坚持以性能稳定为核心的发展之路。凭借多年的积累使得铝塑膜产品的销量在 2017 年有了极大的增长。

图 4：铝塑膜干、热法产品结构

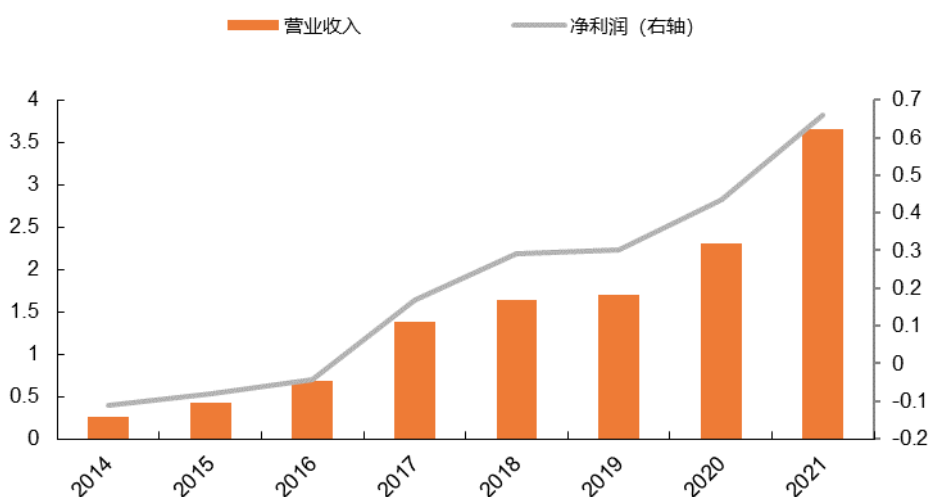


资料来源：紫江新材料公司官网，长城证券研究院

2021年，公司控股58.94%股权的紫江新材料实现铝塑膜销量2216.8万平方米，较2020年增长48.8%，其中动力储能软包锂电池用铝塑膜销量占比达到55%。在数码市场，进一步巩固中低端市场份额，同时积极导入中高端客户，目前同数码类前十大电池厂中一半以上的客户已实现了持续批量合作。在动力市场，抓住储能和两轮车及新能源汽车用软包锂电池需求快速增长的市场机遇，动力铝塑膜订单增加、销售快速增长紫江新材料作为国内铝塑膜行业领先企业之一，已与ATL、比亚迪、鹏辉能源、多氟多等知名厂商建立了稳定的合作关系，并于2021年下半年分别引入ATL和比亚迪两家在3C和动力电池行业的头部企业成为紫江新材料的战略投资者。2021年初，紫江新材料进入比亚迪DMi刀片电池供应链，开启国内软包锂电材料在方形锂电池中的应用场景。

紫江新材料2021年营业收入、净利润分别达到36649、6625万元，保持较快增长。紫江新材料2014年收入、净利润分别为2511、-1122万元；到2021年，紫江新材料收入、净利润分别达到36649、6625万元，净利润率为19%；2021年紫江新材料净利润率为18.03%。

图5：紫江新材料历年收入、净利润（亿元）



资料来源：wind，长城证券研究院

马鞍山、上海紫竹项目有序推进，铝塑膜产能持续扩张。紫江新材料的扩建产能包括：马鞍山180万平方米/月及上海600万平方米/月铝塑膜新生产基地项目。根据2021年中报披露，上海紫竹和马鞍山项目按照既定计划有序推进中，其中上海紫竹项目目前已经完成主体框架的建造，马鞍山项目前期工作已经基本就绪，预计于2021年四季度可正式投产，届时将有效补充产能，为旺季及时交付打下产能基础。

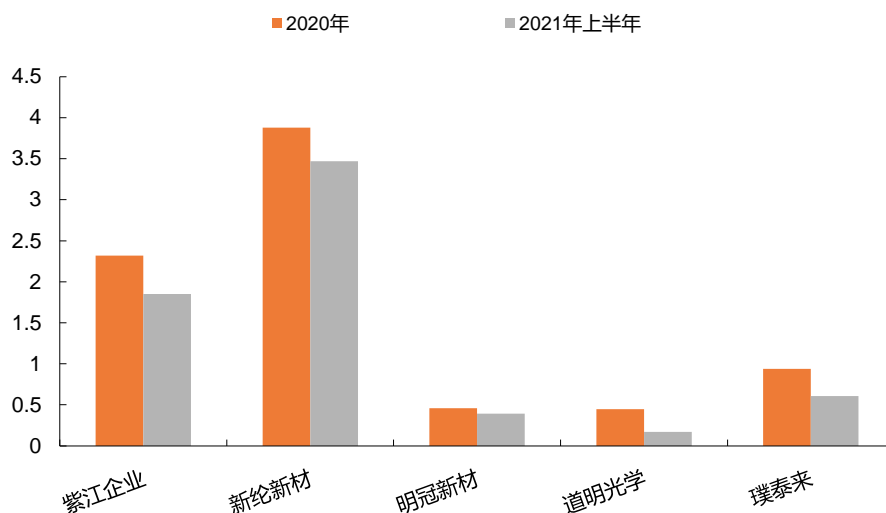
紫江新材料计划分拆上市，公司实现业务聚焦。2020年2月20日，公司召开第七届董事会第十五次会议，审议通过《关于上海紫江新材料科技股份有限公司首次公开发行股票并在上海证券交易所科创板上市议案》等相关议案。2020年9月24日，公司召开第八届董事会第四次会议，审议通过《关于变更分拆所属子公司上海紫江新材料科技股份有限公司上市板块的议案》及《关于上海紫江新材料科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市议案》等相关议案。本次分拆完成后，紫江企业股权结构不会因此发生变化，且仍将维持对紫江新材料的控股权。通过本次分拆，紫江企业将进一步实现业务聚焦，专注于快速消费品配套包装；将紫江新材料打造成为公司下属独立锂电池新材料核心业务上市平台，通过创业板上市加大锂电池新材料产业核心技术的进一步投入，

实现锂电池铝塑膜业务板块的做大做强，增强锂电池铝塑膜业务的盈利能力和综合竞争力。

3.3 业内对比：紫江新材料铝塑膜；历史收入规模较大，净利润率业内领先

紫江新材料铝塑膜收入规模较大，净利润率可比公司中领先。2020年，紫江企业、新纶新材、明冠新材、道明光学、璞泰来的铝塑膜收入分别为 2.3、3.9、0.5、0.4、0.9 亿元；2021 年上半年，紫江企业、新纶新材、明冠新材、道明光学、璞泰来的铝塑膜收入分别为 1.9、3.5、0.4、0.2、0.6 亿元。公司收入体量在可比公司中领先。紫江企业、新纶新材、明冠新材旗下的铝塑膜业务平台分别为紫江新材料、新纶新能源材料、明冠锂膜技术，2020 年这三家子公司的净利润率分别为 19%、-10%、1%；2021 年上半年，这三家公司的净利润率分别为 17%、12%、-2%，紫江新材料净利润率在可比公司中保持较为领先水平。

图 6：国内可比公司铝塑膜收入（亿元）



资料来源：wind，长城证券研究院

国内主要铝塑膜厂商介绍：

新纶新材：

- 行业地位与主要客户：**公司铝塑膜业务，系公司 2016 年并购世界三大铝塑膜生产制造 T&T 旗下铝塑膜业务后发展而成。根据中国化学与物理电源行业协会统计，公司 2020 年国内动力类铝塑膜市场占有率已经达到了 87%，填补了国家产业链空白。公司的铝塑膜产品在消费类电子领域国内客户主要包括：BYD、冠宇、锂威、力神等；国外客户主要包括：LG、三星、松下等。动力类客户国内主要包括：孚能科技、捷威动力、盟固利、微宏动力、A123 等；动力类客户国外客户主要包括：LG、SKI、AESC、日本三洋等。该产品的直接竞争对手为大日本印刷和昭和电工。

- 产能：**为推动铝塑膜国产化进程，降低运营成本，鉴于常州工厂已在 2019 年先后通过 LG、ATL 等大部分重要客户的认证，公司在 2020 年将产能切换至国内常州工厂，并计划择机将日本产线搬迁回国内。虽然受疫情和新能源汽车政策影响，2020 年上半年业绩受到一定影响，但公司把握疫情影响国际物流的机会，提升了 3C 产品的市场占有率并替代了客户原使用的进口铝塑膜，扩大了 3C 类产品销售量。2020 年下半年随着新能源汽车市场的回暖，铝塑膜出货量逐月攀升，并在 2021 年初已经达到了满产状态。面对软包动力电池市场供不应求的状态，公司在常州建设的铝塑膜第二条生产线将于 2021 年二季度投产，并将于 2021 年下旬达到满产状态。与此同时，公司将进一步加大研发投入，一方面广泛配合客户需求，订制开发特殊规格型号的新产品，提升产品技术竞争力；另一方面积极审慎开发国产原材料，在有力保障供应链安全的基础上，降低运营成本，提升产品竞争力。

明冠新材：

- 技术实力：**公司自 2010 年申报锂电池铝塑膜发明专利并于 2015 年获得第一个铝塑膜发明专利授权，截止 2020 年，已取得与锂电池铝塑膜有关的发明专利达 9 项。公司作为国内率先研制出动力锂电池铝塑膜的高新技术企业，动力与储能电池铝塑膜已获得国内大型三元软包锂电池厂商的应用，实现进口替代。公司作为副组长单位参与中国化学与物理电源行业协会起草《T/CIAPS0005-2018 锂离子电池用铝塑复合膜》团体标准。公司开发出了具有完全自主知识产权的干热法生产锂电池用铝塑膜产品制备技术，并取得铝塑膜有关的发明专利达 9 项，铝塑膜干热复合制备技术属于国内首创。该技术为利用干法涂布设备实现热法材料制备的工艺技术，使得产品兼有传统干法和热法的产品优势。公司运用该项技术所生产的锂电池用铝塑膜产品已经实现批量生产。
- 销量及主要客户：**2020 年，公司销售锂电池铝塑膜 259.46 万平米，同比增长 134.09%。其中动力/储能类铝塑膜销售收入占比为 62.5%，3C 数码类铝塑膜销售收入占比 37.5%。公司铝塑膜产品已在南都电源、中兴派能、赣锋电子、深圳鹏辉、河南锂动等锂电池客户大批量使用，并已在东风新能源车等相关车型中得到应用。2020 年，完成了公司铝塑膜产品在国内主要软包动力电池客户端的产品测试验证工作，并积极推进在国际软包电池客户端的测试验证，为 2021 年的市场开拓和销售增长奠定了良好的基础。2020 年，公司完成了孚能科技、超威创元、中兴派能、赣锋电子等下游锂电池厂商的重点开发。2021 年，公司确立了以动力/储能用铝塑膜为牵引，高端数码用铝塑膜为助力的客户开发路线。在不断优化动力、储能客户结构的基础上，积极拓展孚能科技、比亚迪、亿纬锂能、ATL、冠宇、锂威等行业重点客户。2021 年上半年，公司实现铝塑膜销售出货 238 万平米，同比增长 113%。公司在满足现有派能科技、南都电源、鹏辉能源、赣峰电池、河南锂动等客户订单按期交货的前提下，新客户开发方面达到预期效果，其中孚能科技、微宏动力、超威、双登、诺威、赛能等客户已实现小批量出货，多氟多、桑顿等客户将于第 3 季度陆续批量出货，ATL、比亚迪、冠宇、锂威等客户测试进度进展顺利。
- 产品：**公司铝塑膜产品包含 CAN/CAB088、CAN/CAP113、CAN/CAP153 等不同结构系列，可涵盖 3C、动力、储能等不同锂离子应用需求。其中就动力锂电池行业对铝塑膜产品的要求，结合公司以往开发太阳能电池用 M 膜以及太阳能电池封装胶膜热熔胶膜成熟经验，加大了对铝塑膜基础材料的自主开发，其性能指标对标外购主流供应商产品，有助于公司拓展供应链，整合上下游资源，并对产品生产质量提供

了良好的保证。就在 3C 应用场景中，对铝塑膜的外观具有特定的要求，为此公司开发了 CAB088 黑色铝塑膜产品，其色泽鲜明均匀，触摸爽滑，具有非常好的使用体验，目前在国内外客户中受到广泛关注，并得到批量使用。

- **产能规划：**2021 年上半年，公司加快年产 1000 万平米铝塑膜募投项目建设，其中一条线已实现投产，另一条大宽幅线已完成设备安装，预计 8 月开始试产，2021 年第四季度可实现铝塑膜总产能 2000 万平米/年的规模。

道明光学：

- **主要客户：**2020 年公司主要以数码类客户为主，2019 年开始放弃低毛利和账期较长客户，逐步切入中高端客户，主要争取中高端客户在量上的突破；动力类市场虽然有所增长，但中小规模动力电池厂家由于受国家新能源汽车补贴政策影响，普遍经营情况不佳，以及公司产能目前未能满足大规模电池厂家，故仍未实现动力类铝塑膜的规模化销售，年内主要着手进行产能的调整，利用全拆重建的部分清溪老厂房 45,628.14 m²建筑面积为通过提高厂房洁净等级并新增 2 条高精涂布复合生产线新增年产 3,500 万平方米锂离子电池封装用铝塑复合膜的生产能力，目前该厂房全拆重建项目已于 2020 年三季度完成建设工程竣工，目前正在安装设备。
- **产能：**2020 年为进一步深化消费电子领域的拓展，公司进行铝塑膜扩产，新增年产 3,500 万平方米锂离子电池封装用铝塑复合膜的生产能力。公司一期产能受制于前期开发中小电池厂家为主，数码产品规格较多降低排产的灵活度，也影响了整体的生产效率，以及一期原有设备的精度、稳定性及自动化程度均不能满足高端铝塑膜制造的需要。2021 年上半年，主要围绕二期扩产做前期工作，通过设备优化设计增加了提升了线速，提升了不同规格产品排产的灵活度，生产效率也将显著提升。且公司对产线的功能区进行完善，净化分区更加合理。为了提升品质稳定性，对生产线的诸多细节进行了改进，并新增各类智能在线监控和测量设施。铝塑膜二期项目现已试生产，目前仍处于产能爬坡阶段，若顺利将能满足数码、储能、动力电池企业需求。未来公司将继续巩固 3C 数码类中高端客户，加大储能、动力客户拓展，积极推动处于认证的客户订单落地，促进铝塑膜业务的快速发展，为公司贡献新利润增长点。
- **收入体量：**2020 年，铝塑膜整体实现 4,453 万销售收入，较去年同期下滑 12.84%。但随着核心原材料的进一步自主研发和生产工艺和装备的革新、改进，有效提升产品良率，铝塑膜毛利得到了有效提升。未来公司将继续巩固 3C 数码类中高端客户，并为动力类锂电池大厂家做产能准备，加大储能电池客户拓展，积极推动处于认证的客户订单落地，促进铝塑膜业务的快速发展，为公司贡献新利润增长点。

璞泰来：

- **主要客户：**铝塑包装膜方面，动力类铝塑膜新产品已获得客户认可，并实现轻型电动车市场导入，有望于 2021 年形成批量订单；溧阳卓越设备及环境改造达到设计预期并形成有效产能，为公司铝塑包装膜业务的高速增长奠定了良好的基础。与日韩产品相比，公司铝塑包装膜产品在性能指标上可直接替代进口产品，已成功导入 ATL 等高端消费电子客户。通过引进智能 MES 系统、数据决策及推送，精细管控边缘积胶、复合胶辊寿命、缺料防呆、CCD 底涂良品筛选和监控等一系列智能制造手段，使公司产品稳定性达到行业领先水平。公司铝塑包装膜产品长期耐电解液性能能够满足大型储能及汽车动力产品要求，有望导入动力电池市场。

- **出货量：**2020 年度，公司铝塑包装膜产品实现出货量 758 万 m^2 ，同比增长 23%。报告期内，公司通过生产设备及生产环境的升级改造实现产能和良品率的大幅提升，不断提高关键原料的国产化替代进程，产品综合成本得到有效控制，公司铝塑包装膜产品在外观、工艺技术、生产效率和性能指标上均已具备竞争优势。2021 年上半年，随着公司铝塑包装膜产品在消费电子领域的推广渗透，公司铝塑包装膜产品出货量达到 487 万 m^2 ，同比增长 92.49%。2021 年上半年，公司铝塑包装膜产品通过部分动力电池客户产品认证并实现小批量供应，有望完成对动力电池客户的产品导入。2021 年上半年，公司进一步扩大铝塑膜的生产规模，已经初步完成溧阳卓越基地的动力类和消费类铝塑膜产线的调试和试产。公司依托铝塑复合技术和薄膜涂覆技术，积极拓展相关技术的下游应用。

恩捷股份：

- **现状：**根据公司互动易回复，公司铝塑膜业务当前年产能 2400 万平米，规划年产能于 2024 年达到 4 亿平米。目前在向 3C 软包电池客户稳定批量供货，对于国内动力软包电池客户处于送样和小批量测试阶段。核心材料已经开发出本土供应商，并且稳定批量使用。公司江西睿捷有 1 条铝塑膜产线在生产，公司目前铝塑膜的销售主要集中在 3C 类领域，目前动力类产品处于送样阶段，公司和很多战略合作伙伴都在进行非常紧密的合作，动力类和消费类的铝塑膜可共用同一条生产线。目前铝塑膜收入占比较小。
- **投资规划：**根据《2021-11-23 恩捷股份：2021 年度非公开发行 A 股股票预案》，公司拟投资江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目。项目总投资人民币 16 亿元。项目建设完成后，预计新增 2.8 亿平方米铝塑膜年产能。本项目总投资 16 亿元，其中建筑工程费 3.46 亿元，设备购置及安装费 9.85 亿元，其他费用 2.69 亿元。本次拟使用募集资金 13 亿元用于建筑工程费、设备购置及安装费。预计税后内部收益率为 25.42%，投资回收期 5.40 年，经济效益良好。本项目总占地面积 187 亩，建设厂房及配套用房 93093.06 平方米，该项目分二期实施，一期建筑面积 44311.58 平方米，建设铝塑膜生产线 4 条，年产铝塑膜 1.4 亿平方米，二期建筑面积 48781.48 平方米，建设铝塑膜生产线 4 条，年产铝塑膜 1.4 亿平方米。

福斯特：公司的铝塑膜产品品质持续提升，已经形成规模化销售。水处理膜支撑材料完成试制产线建设，产品送样客户测试结果表现良好。公司将充分吸收利用上述产品试制产线的制备经验，通过自主设计、制造和定制量产产线，先投放功能膜新产品的初期量产产能，通过产品的大规模应用不断提升改进产品品质，为将来实现上述材料的国产化替代奠定扎实的基础。铝塑复合膜每月均有稳定的出货，公司正在建设铝塑复合膜的扩产项目，并计划未来的客户群体将由消费电池为主拓展到动力电池及储能领域。

4、盈利预测与估值水平：首次给予增持评级

4.1 盈利预测

盈利预测重要假设:

- ✓ 公司 2021 年营业收入同比增长 13.2%。公司包装业务领域广泛, 包括 PET 瓶及瓶坯与饮料 OEM; 瓶盖标签、纸包装印刷、薄膜等。2021 年, 公司传统包装业务收入达到 67.4 亿元, 同比上升 19%。公司传统包装业务发展稳定, 毛利率随原材料价格而有所波动。预计 2022~2024 年传统包装业务收入增速分别达到 15%、10%、10%。
- ✓ 2021 年, 紫江新材料收入为 3.7 亿元。根据 2021 年报数据, 公司 2021 年铝塑膜销量达 2217 万平米。紫江新材料的扩建产能包括: 马鞍山 180 万平方米/月及上海 600 万平方米/月铝塑膜新生产基地项目。根据 2021 年中报披露, 上海紫竹项目目前已经完成主体框架的建造, 马鞍山项目前期工作已经基本就绪, 预计于 2021 年四季度可正式投产, 届时将有效补充产能, 为旺季及时交付打下产能基础。考虑到 2021 年公司铝塑膜业务增长较快, 在建产能储备充足, 下游需求向好, 预计 2022~2024 年铝塑膜收入增速分别达到 100%、80%、60%。
- ✓ 2021 年公司综合毛利率 21.20%, 较 2020 年同期水平 21.36%略有下降。预计 2022 年公司主要业务毛利率维持在 2021 年水平之上。

表 12: 公司收入、毛利率预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	84.18	95.29	109.72	125.13	143.54
同比增速	-8.6%	13.2%	15.1%	14.0%	14.7%
PET 瓶及瓶坯	13.66	15.80	18.17	19.99	21.99
彩色纸包装印刷及塑料彩印	15.18	17.34	19.94	21.94	24.13
皇冠盖及标签	10.94	14.20	16.33	17.96	19.76
快速消费品商贸	16.70	13.55	14.23	15.65	17.22
OEM 饮料	6.39	7.96	9.15	10.07	11.08
进出口贸易	2.86	3.41	3.92	4.31	4.75
塑料防盗盖	4.19	5.04	5.80	6.38	7.01
薄膜	6.02	7.49	11.72	18.00	26.37
PE 膜	3.71	3.84	4.42	4.86	5.34
铝塑膜	2.32	3.65	7.30	13.14	21.02
喷铝纸及纸板	2.60	3.23	3.71	4.09	4.49
房地产开发	0.81	0.53			
其他主营业务	1.23	1.30	1.30	1.30	1.30
其他业务	3.60	5.45	5.45	5.45	5.45
毛利率(%)	21.36	21.20	24.37	25.91	27.72
PET 瓶及瓶坯	28.27	32.22	32.22	32.22	32.22
彩色纸包装印刷及塑料彩印	22.43	20.57	20.57	20.57	20.57
皇冠盖及标签	15.19	12.65	12.65	12.65	12.65
快速消费品商贸	9.95	9.33	9.33	9.33	9.33
OEM 饮料	31.67	29.65	29.65	29.65	29.65
进出口贸易	12.00	10.14	10.14	10.14	10.14
塑料防盗盖	22.95	23.30	23.30	23.30	23.30
薄膜	31.77				

PE 膜		26.80	26.80	26.80	26.80
铝塑膜		32.44	32.44	32.44	32.44
喷铝纸及纸板	20.41	18.46	19.96	19.96	19.96
房地产开发	-0.46	1.80			
其他主营业务	39.85	38.78	38.78	38.78	38.78
其他业务	31.41	23.45	23.45	23.45	23.45

4.2 投资建议：首次给予增持评级

包装主业稳健发展，铝塑膜业务前景向好，首次覆盖给予增持评级。预计公司 2022~2024 年归母净利润将达到 6.6、8.5、10.6 亿元，同比增长 20%、27%、26%，对应 PE 估值 14、11、9 倍。公司传统板块业务各细分领域行业地位巩固，与国际知名品牌多年合作。软包电池渗透率有望提升，国内铝塑膜产业机遇来临。公司铝塑膜业务历史增速较快，产能储备充足。相比于国内竞争对手，紫江新材料铝塑膜收入规模较大，净利润率业内领先。

5、风险提示

传统包装业务行业竞争加剧；原材料价格超预期上升；铝塑膜下游需求低于预期；铝塑膜在建产能投放进度低于预期；铝塑膜产品价格超预期下降等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,417.64	9,528.59	10,971.58	12,512.22	14,352.92	成长性					
营业成本	6,619.78	7,508.98	8,583.00	9,736.84	11,104.69	营业收入增长	-8.61%	13.20%	15.14%	14.04%	14.71%
销售费用	218.33	219.36	252.58	272.73	301.75	营业成本增长	-9.95%	13.43%	14.30%	13.44%	14.05%
管理费用	520.45	587.98	677.02	731.03	808.82	营业利润增长	15.20%	9.94%	17.60%	28.08%	24.75%
研发费用	222.13	298.28	343.45	370.85	410.31	利润总额增长	16.73%	9.62%	17.88%	28.45%	25.01%
财务费用	124.73	111.27	128.12	138.34	153.06	归母净利润增长	14.37%	-2.13%	19.97%	27.33%	25.56%
其他收益	46.67	38.76	38.76	38.76	38.76	盈利能力					
投资净收益	63.31	44.40	44.40	44.40	44.40	毛利率	21.36%	21.20%	21.77%	22.18%	22.63%
营业利润	702.79	772.68	908.69	1,163.84	1,451.91	销售净利率	6.71%	5.81%	6.05%	6.75%	7.39%
营业外收支	-8.72	-11.84	-11.84	-11.84	-11.84	ROE	6.91%	7.95%	11.56%	13.19%	14.64%
利润总额	694.08	760.84	896.85	1,151.99	1,440.07	ROIC	10.72%	14.41%	15.12%	19.08%	22.35%
所得税	99.44	158.17	186.44	239.48	299.37	营运效率					
少数股东损益	29.42	49.49	46.74	67.49	79.71	销售费用/营业收入	2.59%	2.30%	2.30%	2.18%	2.10%
归母净利润	565.21	553.18	663.67	845.02	1,060.99	管理费用/营业收入	6.18%	6.17%	6.17%	5.84%	5.64%
资产负债表						研发费用/营业收入	2.64%	3.13%	3.13%	2.96%	2.86%
					(百万)	财务费用/营业收入	1.48%	1.17%	1.17%	1.11%	1.07%
流动资产	5,666.44	6,499.44	5,941.88	6,799.12	7,692.73	投资收益/营业利润	9.01%	5.75%	4.89%	3.81%	3.06%
货币资金	1,654.54	1,723.98	676.95	772.00	885.58	所得税/利润总额	14.33%	20.79%	20.79%	20.79%	20.79%
应收票据及应收账款	1,562.09	1,822.32	2,098.41	2,359.30	2,761.97	应收账款周转率	5.85	6.08	5.96	6.02	5.99
其他应收款	93.24	103.71	98.48	101.10	99.79	存货周转率	4.64	4.73	4.71	4.76	4.78
存货	1,815.91	2,212.74	2,442.33	2,810.06	3,196.43	流动资产周转率	1.51	1.57	1.76	1.96	1.98
非流动资产	5,400.16	5,660.12	5,240.53	4,938.41	4,585.88	总资产周转率	0.77	0.82	0.94	1.09	1.20
固定资产	2,558.27	2,509.88	2,285.73	2,039.75	1,759.51	偿债能力					
资产总计	11,066.60	12,159.56	11,182.42	11,737.53	12,278.62	资产负债率	49.16%	51.11%	45.03%	41.07%	36.55%
流动负债	3,831.37	4,557.27	4,559.16	4,327.89	4,002.99	流动比率	1.48	1.43	1.30	1.57	1.92
短期借款	1,489.19	1,979.80	1,744.94	1,359.67	693.71	速动比率	1.01	0.94	0.77	0.92	1.12
应付款项	1,119.16	1,481.22	1,486.38	1,666.29	1,935.23	每股指标 (元)					
非流动负债	1,609.03	1,657.80	476.61	492.22	484.42	EPS	0.36	0.35	0.42	0.53	0.67
长期借款	1,163.62	1,149.98	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.35	3.66	3.60	4.04	4.54
负债合计	5,440.39	6,215.08	5,035.78	4,820.10	4,487.41	每股经营现金流	0.67	0.68	0.70	0.56	0.84
股东权益	5,626.21	5,944.49	6,146.64	6,917.43	7,791.21	每股经营现金/EPS	1.89	1.95	1.66	1.04	1.25
股本	1,516.74	1,516.74	1,583.74	1,583.74	1,583.74	估值					
留存收益	3,465.96	3,675.05	4,116.10	4,819.40	5,613.47	PE	16.43	16.79	14.01	11.00	8.76
少数股东权益	313.46	400.06	446.81	514.29	594.00	PEG	1.07	0.71	1.28	0.72	0.37
负债和权益总计	11,066.60	12,159.56	11,182.42	11,737.53	12,278.62	PB	1.75	1.61	1.63	1.45	1.29
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	4.97	10.67	6.17	4.95	3.87
经营活动现金流	807.70	1032.73	1054.25	844.25	1270.48	EV/SALES	0.73	1.45	0.82	0.69	0.55
其中营运资本减少	517.71	-488.39	-171.85	-601.51	-424.12	EV/IC	1.26	2.54	1.67	1.51	1.36
投资活动现金流	-1757.00	-501.83	-73.85	-86.98	-69.41	ROIC/WACC	1.46	1.65	1.73	2.18	2.55
其中资本支出	71.39	199.36	143.00	149.00	135.00	REP	0.87	1.54	0.96	0.69	0.53
融资活动现金流	438.89	-486.79	-2027.43	-662.22	-1087.49						
净现金总变化	-510.41	44.10	-1047.04	95.06	113.57						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>