

## 深耕湿法地位稳固，多元布局前景广阔

■ 证券研究报告

★ 投资评级:中性(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2023-05-25</b>
收盘价(元)	97.51
流通股本(亿股)	7.44
每股净资产(元)	20.58
总股本(亿股)	8.92

最近12月市场表现



分析师 张一弛  
SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊  
SAC 证书编号: S0160522120001  
zhanglei02@ctsec.com

### 相关报告

- 《业绩恢复较快增长，隔膜龙头地位稳固》 2020-11-04
- 《传统业务逆势增长，隔膜市场继续稳固》 2020-08-31
- 《上海恩捷并表增厚业绩，湿法龙头加速海外扩张》 2019-04-29

### 核心观点

- ❖ **隔膜行业壁垒高筑，竞争格局高度集中：**隔膜性能需要最大限度兼顾电池能量密度及安全性造就了隔膜较高的技术门槛。隔膜行业具有设备壁垒、工艺壁垒、资金壁垒，行业特性促使竞争格局高度集中，目前湿法隔膜已形成一超多强格局，龙头效应显著，2021年恩捷股份在国内湿法隔膜市场份额达到50.3%。
- ❖ **多重优势联合降本，客户多元，需求充足：**公司具有规模效应、优质设备、先进工艺、客户多元化等多重优势联合降本。公司与日本制钢所深度合作，拥有先进设备供应，持续扩张产能，23年争取将产能提升至百亿平，交付能力达65~70亿平。公司依托技术优势持续改造设备、优化工艺，有利于提高生产效率、进一步降低成本，公司已研发并成功应用在线涂布技术，该技术对成本约有10-20%的节降。公司客户多元，与松下、三星、LG Chem、宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技、天津力神等企业都建立了良好的合作关系，订单稳定且充足，可一定程度上避免因产线频繁切换带来的产能浪费。
- ❖ **布局干法与铝塑膜，构造两大边际增长点：**公司与Celgard以及下游客户合作积极投建干法隔膜产能，并且已开始进行江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目。随着新能源汽车需求的增长以及储能市场的快速兴起，干法锂电池隔膜需求量有望迅速扩大，2022年中国锂电干法隔膜出货量为31亿平米，同比增长55%；随着消费电子市场的稳定增长和欧美厂商新能源车销量的快速增长，软包电池及铝塑膜的市场需求有望持续扩大，软包电池装机量2021年已达到10.3GWh。GGII预计，到2025年全球软包动力电池出货量达222.4GWh，2019-2025年CAGR达38.2%，其中中国软包动力电池出货量到2025年预计达88.6GWh，2019-2025年CAGR达36.4%。
- ❖ **投资建议：**鉴于湿法隔膜行业龙头地位稳固，定增投产项目打开未来成长空间，我们预计公司23-25年实现营业收入190.40/266.00/322.00亿元，归母净利润51.19/61.14/75.15亿元，对应EPS分别为5.74/6.85/8.42元/股，对应PE分别为17.00/14.23/11.58倍。首次覆盖，给予“中性”评级。
- ❖ **风险提示：**下游市场波动风险；原材料价格波动风险；市场竞争格局变化风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7982	12591	19040	26600	32200
收入增长率(%)	86.37	57.73	51.22	39.71	21.05
归母净利润(百万元)	2718	4000	5119	6114	7515
净利润增长率(%)	143.60	47.20	27.95	19.44	22.92
EPS(元/股)	3.06	4.48	5.74	6.85	8.42
PE	81.83	29.31	17.00	14.23	11.58
ROE(%)	19.65	22.57	22.55	21.22	20.69
PB	16.16	6.61	3.83	3.02	2.40

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1	公司简介：隔膜行业龙头企业.....	5
1.1	基本概况.....	5
1.2	管理层及股东情况.....	5
1.3	主营业务基本情况.....	6
2	隔膜行业壁垒高筑，竞争格局高度集中.....	8
2.1	优质设备供给稀缺，主流厂商锁定设备产能.....	8
2.2	工艺难度大良率低，筑就高壁垒.....	9
2.3	龙头效应显著，竞争格局集中.....	10
3	多重优势联合降本，客户多元需求充足.....	11
3.1	持续扩产强化规模效应.....	11
3.2	原料采购价格优惠，辅料回收降低消耗.....	12
3.3	优质设备+工艺改进，技术优势明显.....	13
3.4	客户多元优质，需求稳定提升.....	13
4	布局干法与铝塑膜，构造两大边际增长点.....	14
4.1	投建干法产能，开启储能布局.....	14
4.2	软包电池需求扩大，铝塑膜放量在即.....	15
5	投资建议.....	16
5.1	盈利预测.....	16
5.2	投资评级.....	18
6	风险提示.....	19

## 图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	公司股权结构图（截至 2023 年 5 月 25 日）.....	6
图 3.	营收长期维持增长（亿元）.....	7
图 4.	盈利能力较强（亿元）.....	7
图 5.	膜类产品为核心业务.....	7
图 6.	公司以华东、中南为优势区域.....	7
图 7.	利润率阶段性波动.....	8

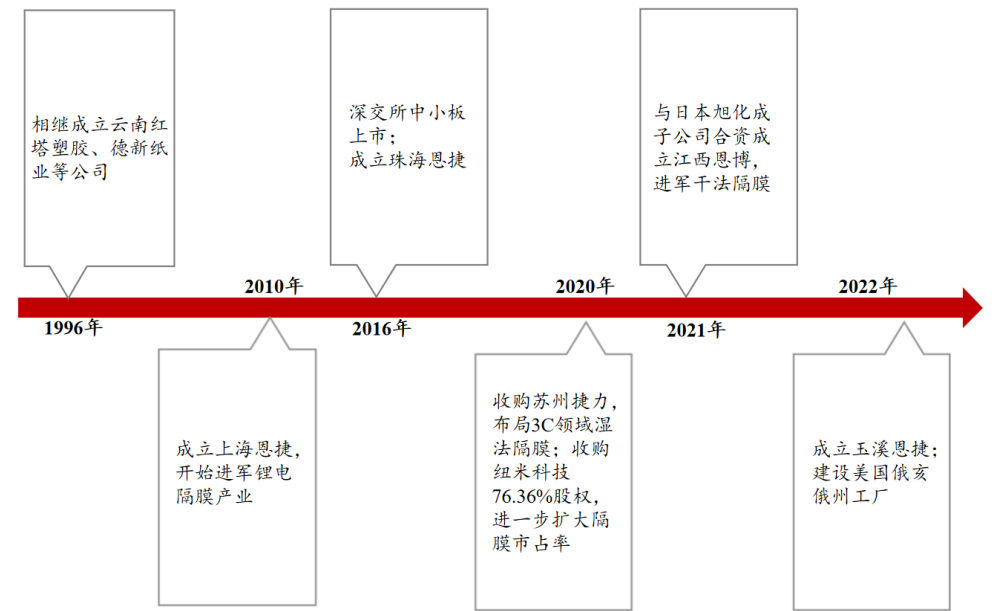
图 8. 费用率水平合理.....	8
图 9. 湿法隔膜工艺流程图.....	10
图 10. 2020-2021 年湿法隔膜竞争格局 .....	11
图 11. 2022-2025 年中国新能源汽车销量及电动化渗透率.....	15
图 12. 全球主要消费电子软包电池渗透率.....	16
图 13. 中国动力软包电池装机量及增长率.....	16
表 1. 管理层状况.....	6
表 2. 隔膜性能要求.....	8
表 3. 主要隔膜厂设备供应商.....	9
表 4. 海外设备厂商产能及合作情况.....	9
表 5. 各公司良率.....	10
表 6. 各隔膜厂商产能规划.....	12
表 7. 上海恩捷与同行业公司 2018 年锂电池隔膜直接材料消耗情况（单位：万元） .....	13
表 8. 在线涂覆优势.....	13
表 9. 各厂商下游客户情况.....	14
表 10. 公司分业务收入及毛利率.....	18
表 11. 可比公司估值.....	19

## 1 公司简介：隔膜行业龙头企业

### 1.1 基本概况

**深耕湿法隔膜，龙头地位稳固。**恩捷股份（云南恩捷新材料股份有限公司）前身为云南创新新材料股份有限公司，于2016年9月在中国A股上市挂牌。公司涵盖“新能源”和“包装”两大业务体系，以及“膜类产品”“包装印刷产品”“纸制品包装”三大产品板块，服务于全球大型锂电池生产企业、卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业、印刷企业等。恩捷股份是全球新能源锂离子电池隔膜龙头企业，与宁德时代CATL、松下、SAMSUNG SDI、LGES、比亚迪、国轩高科等数十家知名企业保持长期良好合作。

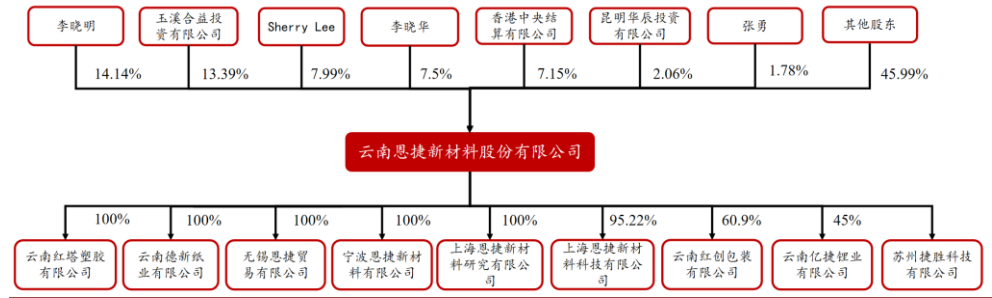
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 1.2 管理层及股东情况

**股权结构稳定，员工持股计划激励充分。**截至2023年5月25日，公司董事长、总经理李晓明及公司副董事长李晓华为公司控股股东及实控人，持股比例总计为21.64%，除此之外李晓华还通过持有玉溪合益投资有限公司5%股份间接持有公司股份。2022年5月，根据公司公告，公司拟向高层管理人员、核心技术人员等激励对象以64.18元/股授予1,585,437股限制性股票，占公司股本总额0.1777%。公司对于激励计划中首次授予的限制性股票设置了业绩考核目标，第一个解除限售期以2021年营业收入为基数，2022年营业收入不低于基数的150%；第二个解除限售期以2021年营业收入为基数，2023年营业收入不低于基数的180%；第三个解除限售期以2021年营业收入为基数，2024年营业收入不低于基数的210%。

**图2.公司股权结构图（截至 2023 年 5 月 25 日）**


数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

**管理层在相关领域研究经验丰富，技术底蕴深厚。**公司管理层以及核心研发人员在相关领域具有深厚的研究及产业经历，既具备隔膜领域的开发经验，也了解下游电池客户需求，有利于研制与电池厂商更适配的隔膜产品。

**表1.管理层状况**

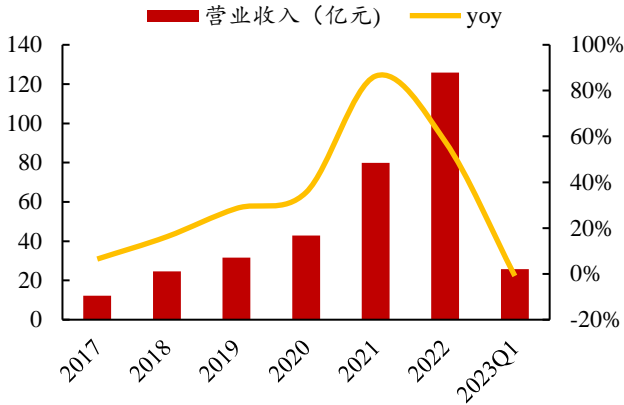
李晓明	1958 年出生，硕士研究生学历。1982 年加入中国昆明塑料研究所，从 1984 年至 1989 年任副所长，1992 年 12 月毕业于美国 University of Massachusetts 大学高分子材料专业，1992 年至 1995 年任美国 Inteplast Corporation 技术部经理。
李晓华	1962 年出生，硕士研究生学历。1993 年 2 月毕业于 University of Massachusetts 大学高分子材料专业，1993 年至 1996 年，任职于美国 World-Pak Corporation。
Alex Cheng	1958 年出生，University of Massachusetts 塑料工程硕士，东北农业大学博士学位。1993 年 9 月至 2011 年 9 月任美国 Inteplast Corporation 技术经理。

数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

### 1.3 主营业务基本情况

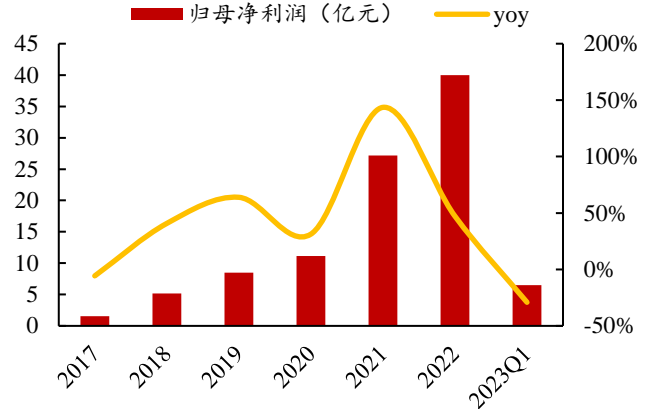
**收入呈增长趋势，未来发展势能充足。**公司业绩自 2018 年以来稳定增长，2022 年营收实现 125.91 亿元，同比+57.73%，2017-2022 年 CAGR 为 59.49%；归母净利润实现 40 亿元，同比+47.17%，2017-2022 年 CAGR 为 91.33%。在下游产业高速发展、公司持续研发投入下，公司未来增长势能较为充足。

图3.营收长期维持增长（亿元）



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图4.盈利能力较强（亿元）

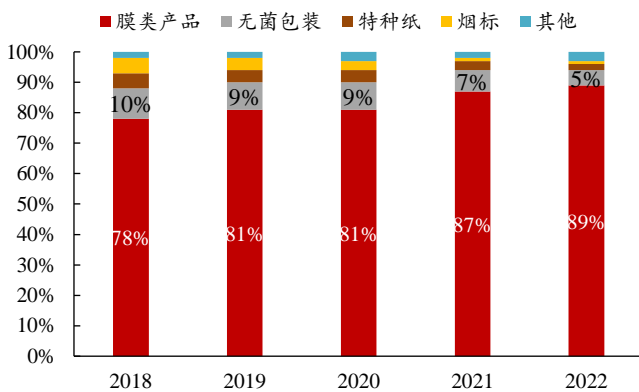


数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

**业务类型丰富，膜类产品为核心业务。**分业务看，2022年公司5大主要业务膜类产品、无菌包装、特种纸、烟标及其他业务营收占比分别约为89%、5%、2%、1%、3%。2018年以来，膜类产品业务营收占比稳中有升。

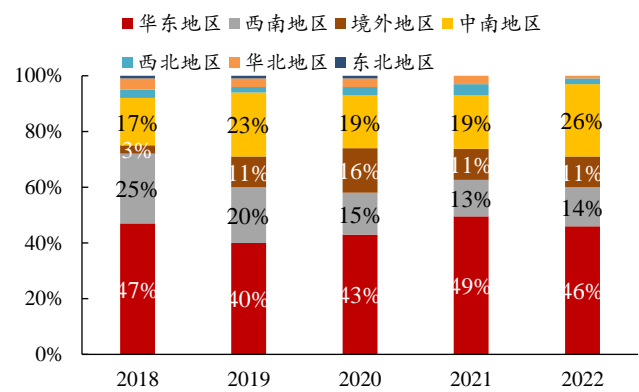
**公司以华东、中南为优势区域，逐步开拓海外市场。**分地区看，公司不同地区营收占比较为稳定，2022年华东/中南/海外/西南份额分别约为46%/26%/11%/14%。当前公司优势区域以华东、中南地区为主，营收占比均在25%以上，合计占比超过70%。2020年海外占比较2018年提升较快，公司持续开拓海外市场。

图5.膜类产品为核心业务



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图6.公司以华东、中南为优势区域

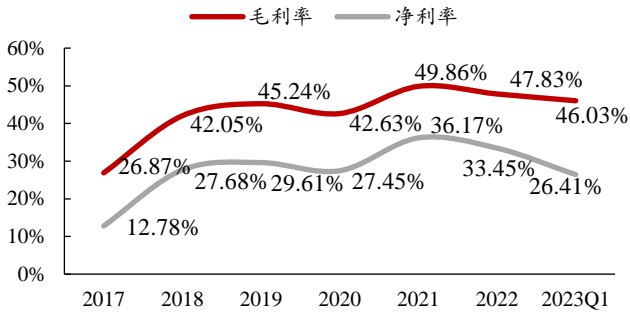


数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

**利润率阶段性波动，盈利能力较好。**得益于公司各项主营业务的增长及费用管理得当，公司综合毛利率2018年以来维持在40%以上。

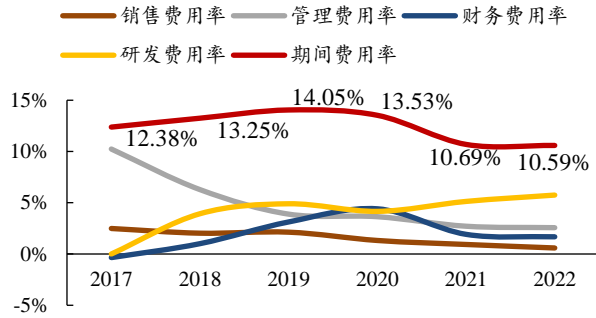
**期间费用率呈下降趋势，费用率水平合理。**公司期间费用率2021-2022年稳定在10%左右水平，整体来看，公司各项费用水平较为合理，费控能力较为优异。

图7.利润率阶段性波动



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

图8.费用率水平合理



数据来源：同花顺 iFinD、财通证券研究所

## 2 隔膜行业壁垒高筑，竞争格局高度集中

**隔膜性能要求高，具有较高技术壁垒。**隔膜是锂电池中极具技术壁垒的关键内层组件，其性能决定了电池的界面结构及内阻，直接影响电池的容量、循环及安全性能。隔膜的性能指标大致可以分为理化特性、力学性能、热性能三个方面，最大限度兼顾电池能量密度及安全性造就了隔膜较高的技术门槛。

表2.隔膜性能要求

稳定性	电子绝缘性：绝缘性良好 化学稳定性 电化学稳定性：足够的化学、电化学稳定性 拉伸强度：足够的拉伸强度 收缩率：较小的收缩率
一致性	孔径：保证在良好透过性的情况下满足不同电池性能的需求 孔隙率：保证在一定孔径的情况下孔隙率尽可能大 浸润性：对电解液的浸润能力 厚度：在一定机械强度下尽可能小，越厚穿刺强度越好
安全性	穿刺强度：足够的穿刺强度 融化温度：尽可能高的温度 闭孔温度：高于电池正常使用温度，低于融化温度

数据来源：星源材质招股说明书、财通证券研究所

### 2.1 优质设备供给稀缺，主流厂商锁定设备产能

**设备是决定隔膜品质的关键，设备制造水平要求高，依赖进口。**隔膜产业对生产设备要求的精度极高，生产难度远高于一般的薄膜设备；其次，生产设备的选型需要与工艺相匹配，即根据具体工艺要求来定制设备，对制造商的技术水平要求极高。多年来我国隔膜产线高度依赖进口，全球主要隔膜设备厂商目前仅有4家，分别是日本制钢所、日本东芝、德国布鲁克纳、法国伊索普。



**表3.主要隔膜厂设备供应商**

恩捷股份	日本制钢所
星源材质	德国布鲁克纳
中材科技	中国大橡塑、法国 ESSOP、日本东芝

数据来源：各公司公告、财通证券研究所

**隔膜设备非标化属性强，需要公司具备极强的生产设备设计和改造能力。**一般由隔膜厂商自行设计图纸，确定参数后向设备商订制，货到后改良并配备其它辅助设备组装成整套产线，通过不断调试以达到最优状态。对于缺乏自主核心技术的锂离子电池隔膜厂商，极易使得生产设备与工艺脱节，无法达到高品质隔膜要求的高精度标准，交货周期和产品品质难以保证，对新进入者构成较高的配套装置设备设计壁垒。

**设备交付影响隔膜扩产周期，供给稀缺性限制产能有效扩张。**隔膜设备制造难度大，叠加海外运输时间长，从订单下发至设备交付通常需要一年半，设备进厂后安装调试通常还需要6个月，再加上后续认证环节，隔膜的扩产周期一般要两年以上。另一方面，隔膜产线的扩张速度很大程度上取决于设备的供应情况，目前全球设备产能有限，扩产节奏较为保守，头部隔膜厂加紧锁定设备产能。

**表4.海外设备厂商产能及合作情况**

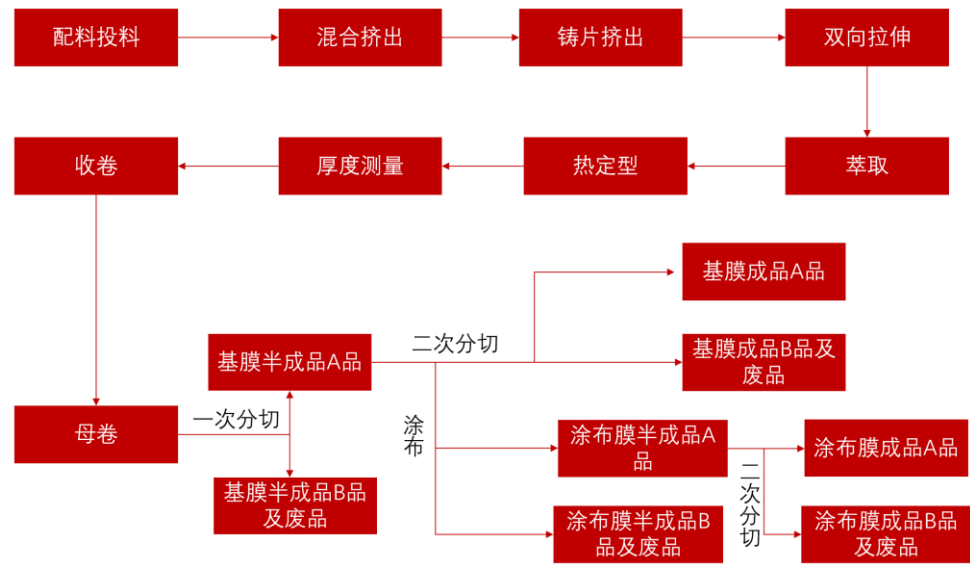
设备商	主要设备	产能（条/年）	扩产规划	合作客户	合作情况
制钢所	挤出机 拉伸机	20+	24年扩产	恩捷股份	恩捷已锁定其设备订单至24年
布鲁克纳	挤出机 拉伸机	8-10	无	星源材质	双方已经签订中华区独供协议，设备供给锁定到2026年
东芝	整线	12	有	中材科技 美联新材	-
伊索普	拉伸机	5	无	中材科技	-

数据来源：立鼎产业研究网、财通证券研究所

## 2.2 工艺难度大良率低，筑就高壁垒

**湿法隔膜工艺难度大，良品率在四大主材中偏低。**隔膜良率由两部分构成：收率和A品率。公司对母卷或半成品进行分切时会形成边角料，剩余完整部分/分切前的母卷称为收率。任何一道分切或涂覆环节都会产生A品和B品，其中B品质量相对较低，往往低价销售或者作为废料处理。良率提升可以减少原材料损耗，摊薄单位产品的成本，是企业降本的必要之路。

图9.湿法隔膜工艺流程图



数据来源：创新股份（后改名恩捷股份）公司公告、财通证券研究所

工艺优化改进良率提升很难一蹴而就，需要长时间积累。公司在多年的生产实践中不断完善生产技术和分切工艺、提升设备的精度和控制系统，使得公司整体良品率不断改善，2015-2019年公司综合良品率由53%提升至78%。维持在行业领先水平。根据各公司工艺的差异，良率参差不齐。

表5.各公司良率

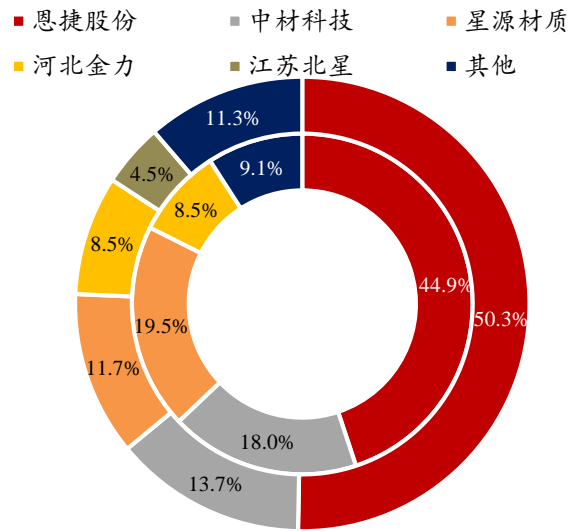
公司	产品	2015	2016	2017	2018	2019
恩捷股份	基膜半成品	71%	85%	89%	88%	85%
	基膜成品	48%	60%	69%	72%	68%
	涂布膜	52%	65%	69%	66%	72%
辽源鸿图	综合良品率	53%	73%	78%	77%	78%
	综合良品率	77%	77%	69%	-	-
星源材质	供货给 LG	56%	57%	-	-	-
	综合良品率	59%	64%	-	-	-

数据来源：各公司公告、财通证券研究所

### 2.3 龙头效应显著，竞争格局集中

隔膜行业集中度高，湿法目前已形成一超多强的竞争格局。对于掌握锂离子电池隔膜核心技术、拥有自主研发能力的行业领先厂商，其竞争优势得以凸显，市场份额将逐渐扩大，从而带来产业集中度的提升。恩捷股份2021年国内湿法隔膜市场份额达到50.3%，其次占比较多的为中材科技和星源材质，分别占比13.7%、11.7%。

图10.2020-2021年湿法隔膜竞争格局



数据来源：EVTank、华经产业研究院、财通证券研究所  
注：内圈为2020年，外圈为2021年

### 3 多重优势联合降本，客户多元需求充足

**公司具有规模效应、优质设备、先进工艺、客户多元化等多重优势联合降本。**在行业竞争日趋激烈的背景下，生产效率和成本管控的重要性日益凸显，公司拥有先进设备和优质客户充足的订单来提升单线持续产出效率，并通过提高辅料回收效率等措施降低生产成本，还依托技术优势持续改造设备来提高生产效率、进一步降低成本，提升产品综合竞争力。

#### 3.1 持续扩产强化规模效应

**产能持续扩张，规模效应强化。**产线的增加可以帮助企业迅速扩大生产规模，规模效应可以进一步降低成本。公司与日本制钢所深度合作，设备供应有保障，扩产确定性高。

表6.各隔膜厂商产能规划

公司	扩产规划
恩捷股份	23 年争取将产能提升至百亿平，交付能力达 65~70 亿平。
星源材质	年产 3.6 亿平方米湿法及涂覆隔膜项目，2023 年开始投产。 瑞典项目湿法基膜年产能约为 7 亿平方米，涂覆年产能约为 4.2 亿平方米，2022 年开始投产。 年产 20 亿平方米湿法及涂覆隔膜项目，2023 年开始投产。
中材科技	年产 3.2 亿平方米锂电池专用湿法隔膜生产线项目，预计 2023 年完工。 年产 10.4 亿平方米锂离子电池隔膜生产线，预计 2023 年完工。
沧州明珠	预计 23 年新增 1-2 亿平产能，大部分是涂覆隔膜。
日本旭化成	对位于日本滋贺县守山市及宫崎县日向市的"Hipore™"生产体制加以完善，其产能将在 2023 年达到 13.5 亿平/年。 与恩捷合资公司计划 2022 年上半年以 1 亿平/年起步，2028 年左右达到 10 亿平/年。
日本东丽&LG 化学	合资公司预计 2028 年电池隔膜年产能达到 8 亿平。
韩国 SK	SKIET 常州第二工厂总计 3.4 平生产能力，现已部分启动 1.7 亿平生产能力。常州第二工厂启动后，SKIET 在韩国、波兰、中国等生产基地可确保的生产能力达到 10.4 亿平，预计到 2024 年产能将进一步扩大至 27.3 亿平。

数据来源：公司公告、中国汽车报、财通证券研究所

### 3.2 原料采购价格优惠，辅料回收降低消耗

**规模效应下原材料采购议价能力强，进一步降低隔膜生产成本。**基膜的生产原材料以 PE、PP 为主，辅以白油、二氯甲烷等辅材。在构成锂离子电池隔膜的加工成本中，设备的折旧和人工成本占比接近一半，重要原材料聚乙烯、二氯甲烷和白油等占比约为 30%，电力和燃气则占约 20%，原材料成本占比较大，公司的规模优势提升了原材料采购成本优势，大规模集中采购使公司原材料成本低于同行业其他企业。

**持续改进辅料回收效率，辅料消耗量远低于同行业其他企业。**辅料回收工艺可以有效提高原材料使用效率，进一步降低单平成本。锂电池隔膜生产中的主要辅助材料包括白油、二氯甲烷等，上述材料的消耗与各公司辅料回收系统效率以及萃取系统设计直接相关。上海恩捷 2017 年完善了白油的回收利用，白油的单位耗用量较 2016 年下降超过三分之一，2018 年进一步提高了二氯甲烷的回收利用，二氯甲烷的单位耗用量较 2017 年下降超过三分之二。

**表7.上海恩捷与同行业公司 2018 年锂电池隔膜直接材料消耗情况 (单位: 万元)**

公司名称	锂电池隔膜收入	直接材料成本	直接材料成本占收入比例
星源材质	56,962.08	12,390.87	21.75%
沧州明珠	27,968.80	16,967.49	60.67%
金冠股份	25,064.47	6,738.78	26.89%
胜利精密	41,219.89	27,637.97	67.05%
平均	--	--	44.09%
上海恩捷	132,806.69	22,216.50	16.72%

数据来源: 公司 2018 年报问询函、财通证券研究所

注: (1) 表中上海恩捷锂电池隔膜收入仅指上海恩捷主营业务收入, 不包括其他子公司该业务收入; (2) 直接材料成本与收入比例=直接材料成本/锂电池隔膜收入。

### 3.3 优质设备+工艺改进, 技术优势明显

**绑定设备龙头, 设备设计与调试经验丰富。**公司机器设备主要采购自日本制钢所等国内外知名企业, 公司与其建立了良好的合作关系, 能够保证稳定供货。公司具备极强的生产设备设计和改造能力并付诸实施, 有效提高了设备转速、幅宽和稳定性等参数, 提高了产品生产效率和产品质量。

**在线涂覆一体化, 降本增效效果明显。**在线涂覆技术指在基膜主线末端直接增加一道涂覆, 使得基膜产线与涂布车间相互独立的两段式生产流程一体化。从成本端来看, 从投料到出产品, 对成本约有 10-20% 的节降。公司经过多年的研发试验及不断改进, 已在产线上成功应用在线涂布技术。

**表8.在线涂覆优势**

	离线涂布	在线涂布
涂布方式	将收卷后的基膜经分切后转到涂布车间, 离线进行涂布	在湿法锂电池隔离基膜生产环节热定型工序和收卷工序之间, 通过合理配置涂布设备, 实现基膜在线直接涂布 (单面和双面涂布均可)
质量端	离线工序引起产品质量影响风险	在线涂布是在膜面平整性较高时进行涂布, 产品的厚度均匀性、热收缩、透气性等指标的一致性提升明显
成本端	涂布前收卷、分切等工序带来切边损耗	直接省略离线涂布工序, 大幅提高生产效率和产品合格率, 进一步降低成本

数据来源: 公司公告、财通证券研究所

### 3.4 客户多元优质, 需求稳定提升

**公司客户需求稳定, 产能利用率高。**隔膜定制化属性强, 若下游客户存在非标需求且量比较少, 可能造成单线产能利用率打折, 而给不同客户供货带来的产线频繁切换会造成 2 天左右的开停机预热, 不仅要增加额外的能源动力成本, 还会导致产线产能浪费。

公司客户多元优质，订单量充足。公司与国外三大锂电池生产巨头：松下、三星、LG Chem，以及包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技、天津力神在内的中国主流锂电池企业都建立了良好的合作关系。公司核心客户优质稳定，且能保持长期合作关系，保证了公司未来销售的稳定性。

表9.各厂商下游客户情况

隔膜厂商	中国电池厂商	海外电池厂商
恩捷股份	宁德时代、比亚迪、国轩高科、中创新航、亿纬锂能、蜂巢能源、孚能科技、天津力神	LG、三星、松下
星源材质	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技、中创新航、天津力神、欣旺达	LG、三星 SDI
中材科技	宁德时代、比亚迪、亿纬锂能	LG、ATL
沧州明珠	比亚迪、盟固利、中航锂电、天津力神	
河北金力	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、瑞浦兰钧、微宏动力	

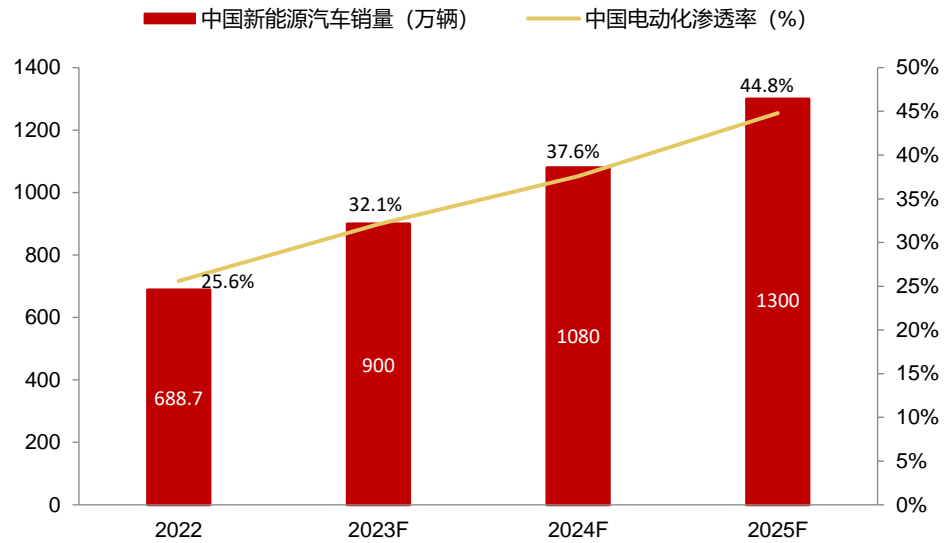
数据来源：各公司公告、财通证券研究所

## 4 布局干法与铝塑膜，构造两大边际增长点

### 4.1 投建干法产能，开启储能布局

随着新能源汽车需求的增长以及储能市场的快速兴起，干法锂电池隔膜在对能量密度要求不高的动力电池细分领域以及储能领域的需求量有望迅速扩大。从新能源汽车市场看，2022年我国新能源汽车持续爆发式增长，全年产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%。其中，纯电动汽车销量536.5万辆，同比增长81.6%；插电式混动汽车销量151.8万辆，同比增长1.5倍。在电动化渗透率方面，2022年我国新能源汽车市场渗透率达到25.6%，高于上年12.1个百分点。GGII预计到2025年，我国新能源汽车电动化渗透率有望接近45%。

图 11. 2022-2025 年中国新能源汽车销量及电动化渗透率



数据来源：GGII、财通证券研究所

**干法隔膜市场需求有望快速增长。**GGII 数据显示，2022 年中国锂电干法隔膜出货量为 31 亿平米，同比增长 55%。干法隔膜从 2017 年来一直处于市场竞争中的弱势地位，主要是因为政策补贴驱动下，市场对动力电池的能量密度趋之若鹜，更薄、更有利于电池能量密度提升的湿法隔膜迅速成为市场主流。然而 2022 年以后，随着新能源车补贴的退出以及国家对新能源车安全问题的重视，成本和安全受到更多关注。再加上储能市场的快速发展，GGII 预计具备价格优势和更强热稳定性的干法隔膜在未来的市场中将扮演更重要的地位，2022-2026 年中国干法隔膜年复合增长率有望超 35%。

公司与 Celgard 以及下游客户合作积极投建干法隔膜产能，开启储能产业布局。随着干法隔膜项目的投产，可以进一步完善公司的产品结构，使公司产品有望完全覆盖锂电池行业不同用途、场景的需求。

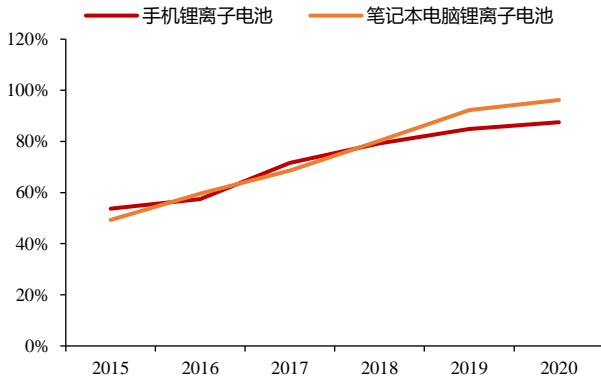
#### 4.2 软包电池需求扩大，铝塑膜放量在即

铝塑膜作为软包电池的封装材料，是软包电池产业链中技术难度最高的环节之一，对软包电池的质量有至关重要的影响。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。公司已开始进行江苏睿捷动力汽车锂电池铝塑膜产业化项目，加强在软包电池领域的布局。

**软包电池渗透率不断提升，市场需求扩大。**中国笔记本电脑软包锂离子电池份额由 2015 年的 49.3% 上涨至 2020 年的 96.2%，智能手机渗透率也从 53.7% 增长至 87.5%，且有望持续向上。而平板电脑受限于厚度要求，一直以来都使用软包电池，2020 年软包电池的渗透率基本达到 100%。随着消费电子对高续航、便携化的需求增加，下游电池厂商对电池容量、设计灵活性以及循环寿命提出了更高

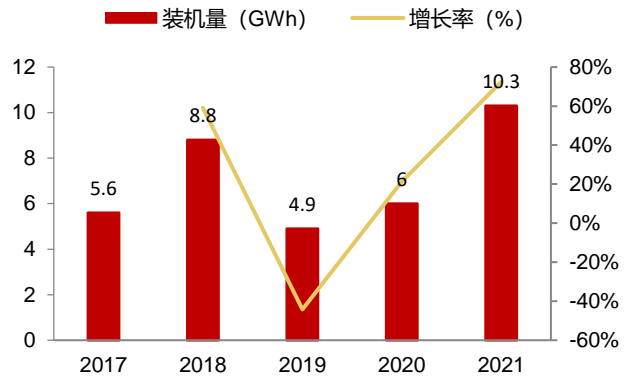
要求，预计软包电池在手机、便携式电脑的渗透率继续提升。就我国软包电池装机量情况而言，整体消费电子需求构成软包电池需求基本盘，动力电池需求经历了 2019 年新能源汽车补贴下降导致整体需求下降后，2020 年开始逐步回暖，截止 2021 年已达到 10.3GWh。GGII 预计，到 2025 年全球软包动力电池出货量达 222.4GWh，2019-2025 年 CAGR 达 38.2%，其中中国软包动力电池出货量到 2025 年预计达 88.6GWh，2019-2025 年 CAGR 达 36.4%。

图12.全球主要消费电子软包电池渗透率



数据来源：华经产业研究院、财通证券研究所

图13.中国动力软包电池装机量及增长率



数据来源：GGII、华经产业研究院、财通证券研究所

## 5 投资建议

### 5.1 盈利预测

#### (1) 膜类产品

受益于新能源汽车和储能领域市场的快速增长，公司锂电池电隔膜业务的收入规模和盈利能力大幅提升。BOPP 薄膜未来行业发展趋向于生产符合客户需求的差异化产品，如烟膜、镭射基膜等，应用于卷烟、食品等具有广阔发展空间的包装细分领域，终端市场的不断发展将会带动 BOPP 薄膜行业的增长。根据公司产能扩张情况，我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为 176.66、251.93、307.59 亿元，鉴于湿法隔膜行业可能存在降价压力与竞争格局变化风险，但公司通过应用在线涂覆技术、改进设备等措施持续降本，故毛利率可能下降但仍能保持一定水平，预计毛利率分别为 41.18%、35.83%、36.15%。

#### (2) 烟标

烟标印刷行业是包装印刷子行业下的细分行业，具有技术水平高、印刷工艺复杂、附加值高等特点，与卷烟行业的发展变化息息相关，卷烟行业的平稳发展，保证了烟标需求的稳定。我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为



1.33、1.37、1.41 亿元，该行业竞争格局较为稳定，毛利率水平波动幅度较小，毛利率按照往年情况近似估计为 55%、55%、55%。

### (3) 无菌包装

无菌包装下游行业主要是液态乳制品、非碳酸饮料等食品消费品行业。从目前来看，未来国内厂商依靠性价比优势，产品将从中低端市场逐渐进入高端无菌包装市场，国产无菌包装厂商的市场份额有望逐步提升。我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为 6.39、6.58、6.78 亿元，该行业竞争格局较为稳定，毛利率水平波动幅度较小，毛利率按照往年情况近似估计为 15%、15%、15%。

### (4) 特种纸

子公司德新纸业主要生产特种纸、全息防伪电化铝产品和转移膜等，主要应用在“云烟”“红塔山”“玉溪”“红双喜”“娇子”“中华”等国内知名的卷烟品牌烟标上。我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为 1.99、2.05、2.11 亿元，该行业竞争格局较为稳定，毛利率水平波动幅度较小，毛利率按照往年情况近似估计为 16%、16%、16%。

表10.公司分业务收入及毛利率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
膜类产品					
营收(亿元)	69.13	112.5	176.66	251.93	307.59
yoy	99.57%	62.73%	57.03%	42.61%	22.09%
毛利率	53.21%	50.39%	41.18%	35.83%	36.15%
出货量(亿平)	30.70	46.00	66.00	95.00	115.00
单价(元/平)	2.60	2.74	2.76	2.80	2.80
烟标					
营收(亿元)	1.15	1.29	1.33	1.37	1.41
yoy	-10.52%	11.86%	3%	3%	3%
毛利率	42.07%	54.59%	55%	55%	55%
无菌包装					
营收(亿元)	5.78	6.2	6.39	6.58	6.78
yoy	43.25%	7.22%	3%	3%	3%
毛利率	16.59%	15.37%	15%	15%	15%
特种纸					
营收(亿元)	2.03	1.93	1.99	2.05	2.11
yoy	16.45%	-5.30%	3%	3%	3%
毛利率	22.00%	16.37%	16%	16%	16%
其他主营业务					
营收(亿元)	0.56	0.26	0.26	0.26	0.26
yoy	63.45%	-54.24%	1%	1%	1%
毛利率	35.85%	-34.99%	35%	35%	35%
其他收入					
营收(亿元)	1.16	3.73	3.77	3.81	3.85
yoy	50.10%	221.90%	1%	1%	1%
毛利率	79.58%	44.44%	15%	15%	15%
合计					
营业总收入	79.82	125.91	190.40	266.00	322.00
营业总成本	40.02	65.68	115.00	173.00	208.00

数据来源: wind、财通证券研究所

## 5.2 投资评级

我们预计公司 23-25 年实现营业收入 190.40/266.00/322.00 亿元, 归母净利润 51.19/61.14/75.15 亿元, 对应 EPS 分别为 5.74/6.85/8.42 元/股, 对应 PE 分别为 17.00/14.23/11.58 倍。选取中材科技、星源材质、沧州明珠作为可比公司, 对应 2023/2024 年平均 PE 为 13.90/9.99 倍。首次覆盖, 给予“中性”评级。

表11.可比公司估值

证券代码	股票简称	当日股价(元) 2023/5/25	EPS				PE			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
002080	中材科技	20.41	2.01	2.09	2.12	2.56	16.92	10.24	9.75	8.08
300568	星源材质	17.07	0.39	0.60	0.91	1.27	99.77	37.86	19.43	13.85
002108	沧州明珠	4.44	0.26	0.23	0.37	0.58	27.77	19.92	12.51	8.04
行业平均							48.15	22.67	13.90	9.99
002812	恩捷股份	97.51	3.06	4.48	5.74	6.85	82.23	29.29	17.00	14.23

数据来源：wind、财通证券研究所。可比公司预测数据来自 wind 一致预期

## 6 风险提示

(1) 下游市场波动风险：公司下游主要是锂电池产业，若锂资源价格波动，导致动力电池需求不及预期，压制隔膜需求或者行业政策发生变化，则对公司业绩产生不利影响。

(2) 原材料价格波动风险：公司主要原材料价格均存在波动风险，若 PE、PP 等主材波动幅度较大，对公司毛利率与业绩有不利影响。

(3) 市场竞争格局变化风险：公司当前为湿法隔膜领域的龙头企业，随着新能源行业的快速增长带动锂电隔膜的需求增加，隔膜行业竞争格局可能发生变化，若竞争加剧则对公司业绩产生不利影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7982.43</b>	<b>12590.93</b>	<b>19040.00</b>	<b>26600.00</b>	<b>32200.00</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	4002.02	6568.15	11500.00	17300.00	20800.00	营业收入增长率	86.4%	57.7%	51.2%	39.7%	21.1%
营业税费	37.13	57.68	97.21	129.14	157.55	营业利润增长率	144.3%	48.3%	27.4%	19.6%	22.9%
销售费用	74.04	74.46	156.92	203.16	243.16	净利润增长率	143.6%	47.2%	28.0%	19.4%	22.9%
管理费用	216.33	323.29	531.88	719.35	873.03	EBITDA 增长率	101.3%	45.2%	28.3%	19.9%	21.1%
研发费用	409.18	724.30	1005.03	1439.36	1746.47	EBIT 增长率	123.4%	48.0%	22.8%	18.9%	23.0%
财务费用	152.98	211.53	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	123.8%	46.0%	23.7%	18.7%	22.9%
资产减值损失	-10.66	-42.92	-48.77	-24.34	-28.40	投资资本增长率	28.3%	52.1%	25.8%	24.4%	22.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.14</b>	<b>9.76</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	25.4%	29.7%	27.9%	26.8%	26.0%
投资和汇兑收益	27.11	22.73	45.13	62.59	73.02	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>3216.87</b>	<b>4769.42</b>	<b>6073.99</b>	<b>7261.79</b>	<b>8927.36</b>	毛利率	49.9%	47.8%	39.6%	35.0%	35.4%
加:营业外净收支	2.70	-4.27	0.00	0.00	0.00	营业利润率	40.3%	37.9%	31.9%	27.3%	27.7%
<b>利润总额</b>	<b>3219.57</b>	<b>4765.14</b>	<b>6073.99</b>	<b>7261.79</b>	<b>8927.36</b>	净利润率	36.2%	33.5%	28.4%	24.3%	24.6%
减:所得税	332.72	553.01	667.76	805.16	994.74	EBITDA/营业收入	51.9%	47.8%	40.6%	34.8%	34.8%
<b>净利润</b>	<b>2717.63</b>	<b>4000.46</b>	<b>5118.74</b>	<b>6113.71</b>	<b>7514.91</b>	EBIT/营业收入	41.9%	39.3%	31.9%	27.2%	27.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1833.45	3954.32	4714.57	6658.20	13474.02	固定资产周转天数	497	415	342	280	259
交易性金融资产	5.14	9.85	9.85	9.85	9.85	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>220</b>	<b>202</b>	<b>193</b>	<b>198</b>	<b>176</b>
应收帐款	4405.44	6559.72	8809.83	13387.81	13385.52	流动资产周转天数	433	434	418	418	441
应收票据	368.58	637.76	999.45	1268.46	1456.09	应收帐款周转天数	152	157	145	150	150
预付帐款	226.47	220.24	550.56	770.65	911.46	存货周转天数	128	114	113	116	115
存货	1681.45	2463.49	4786.56	6350.92	6903.18	总资产周转天数	1053	926	841	767	775
其他流动资产	407.56	322.00	322.00	322.00	322.00	投资资本周转天数	1018	981	816	727	736
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	19.6%	22.6%	22.6%	21.2%	20.7%
长期股权投资	3.55	5.02	6.37	7.57	8.86	ROA	10.4%	10.4%	10.2%	9.7%	9.9%
投资性房地产	8.93	8.40	9.53	9.83	10.27	ROIC	13.5%	12.9%	12.7%	12.1%	12.2%
固定资产	10877.89	14306.87	17836.39	20428.09	22887.33	费用率					
在建工程	1752.92	3584.55	4481.45	5559.30	6702.46	销售费用率	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	560.86	1054.04	1410.60	1769.77	2150.41	管理费用率	2.7%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	2568.72	3744.55	3744.55	3744.55	3744.55	财务费用率	1.9%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>26122.18</b>	<b>38622.73</b>	<b>50345.06</b>	<b>63060.54</b>	<b>75570.17</b>	三费/营业收入	5.6%	4.8%	3.6%	3.5%	3.5%
短期债务	4116.15	9527.85	13007.20	16937.51	20964.40	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	650.55	1720.59	1797.01	3738.72	2961.36	资产负债率	44.3%	51.2%	52.1%	51.5%	49.1%
应付票据	487.41	609.32	2026.26	1771.24	2679.49	负债权益比	79.7%	104.8%	108.8%	106.3%	96.3%
其他流动负债	240.74	275.22	275.22	275.22	275.22	流动比率	1.36	1.10	1.09	1.16	1.26
长期借款	2803.11	4179.26	4179.26	4179.26	4179.26	速动比率	1.03	0.88	0.80	0.87	0.99
其他非流动负债	538.52	542.22	542.22	542.22	542.22	利息保障倍数	15.11	17.21	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>11584.89</b>	<b>19768.31</b>	<b>26234.38</b>	<b>32493.23</b>	<b>37070.24</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	705.42	1128.22	1415.72	1758.63	2176.34	DPS(元)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	892.41	892.41	890.94	890.94	890.94	分红比率					
留存收益	5461.66	9192.12	14310.86	20424.57	27939.48	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>14537.29</b>	<b>18854.42</b>	<b>24110.68</b>	<b>30567.31</b>	<b>38499.93</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	3.06	4.48	5.74	6.85	8.42
净利润	2717.63	4000.46	5118.74	6113.71	7514.91	BVPS(元)	15.50	19.86	25.43	32.28	40.70
加:折旧和摊销	801.44	1069.22	1645.06	2037.83	2330.18	PE(X)	81.8	29.3	17.0	14.2	11.6
资产减值准备	35.51	51.25	48.77	24.34	28.40	PB(X)	16.2	6.6	3.8	3.0	2.4
公允价值变动损失	-0.14	-9.76	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	221.21	275.51	0.00	0.00	0.00	P/S	28.0	9.3	4.6	3.3	2.7
投资收益	-27.11	-22.73	-45.13	-62.59	-73.02	EV/EBITDA	55.3	21.3	13.0	11.1	8.9
少数股东损益	169.23	211.67	287.50	342.91	417.71	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2491.21	-5109.84	-3101.22	-4367.46	-1105.89	PEG	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1418.65</b>	<b>503.59</b>	<b>3953.41</b>	<b>4088.20</b>	<b>9111.70</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3715.48</b>	<b>-5685.63</b>	<b>-6522.53</b>	<b>-6074.89</b>	<b>-6322.77</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1613.06</b>	<b>6779.11</b>	<b>3329.37</b>	<b>3930.32</b>	<b>4026.89</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。