

中一科技 (301150.SZ) / 电力设备与新能源行业

证券研究报告/公司深度报告

2022年11月14日

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：68.96

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

电话：

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：朱柏睿

执业证书编号：S0740522080002

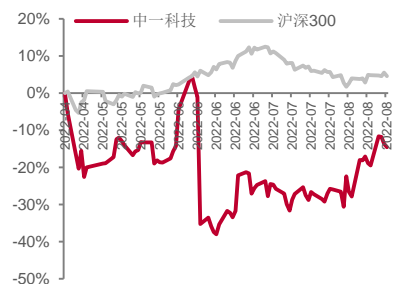
电话：

Email: zhubr@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	101
流通股本(百万股)	22
市价(元)	68.96
市值(百万元)	6,966
流通市值(百万元)	1,487

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,170	2,197	3,157	4,770	6,410
增长率 yoy%	41%	88%	44%	51%	34%
净利润(百万元)	124	381	479	740	992
增长率 yoy%	204%	208%	26%	55%	34%
每股收益(元)	1.23	3.78	4.74	7.32	9.82
每股现金流量	-0.71	0.03	2.64	3.54	6.17
净资产收益率	18%	36%	31%	33%	31%
P/E	56.2	18.3	14.6	9.4	7.0
P/B	10.4	6.6	4.6	3.1	2.2

备注：股价选取日期为 2022 年 11 月 14 日

报告摘要

- 中一科技是中国电解铜箔领域的知名企业，业绩快速增长。**中一科技成立于 2007 年，主要从事各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售，长期致力于科技研发与创新。2016-2021 年公司营收 CAGR 为 47%；归母净利润 CAGR 为 53%。
- 动力电池高景气持续，锂电铜箔需求有望高增。**我们预计 2022 年国内和全球动力电池装机分别为 249GWh 和 521GWh，同比增长 61%和 76%。预计到 2025 年，国内和全球动力电池装机分别为 642GWh 和 1422GWh，2021-2025 年 CAGR 分别为 43%和 48%。根据前瞻产业研究院统计，2021 年，中国的主流锂电池厂商已经采用 6 μ m 铜箔，占全年锂电铜箔出货量的 80%以上。同时，部分锂电铜箔企业少量出货 4.5 μ m 规格产品，而海外企业仍以 8 μ m 规格产品为主。测算出 2022-2025 年动力电池对 6 μ m 锂电铜箔的需求为 15.0、24.1、39.9、59.7 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 60%；对 4.5 μ m 锂电铜箔的需求为 2.4、5.9、13.1、21.1 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 157%；锂电铜箔总需求的 CAGR 为 44%。
- 公司在电解铜箔领域具有一定的产品与技术优势。**根据公司招股说明书，在锂电铜箔方面，公司已实现 6 μ m 极薄锂电铜箔量产，并成为宁德时代的重要铜箔供应商之一。此外，公司已掌握 4.5 μ m 锂电铜箔的研发技术。在标准铜箔方面，公司的产品规格广泛。覆盖 12 μ m 到 175 μ m，并逐步向高端标准铜箔领域延伸。根据高工锂电的调研数据，公司系国内锂电铜箔产品 2020 年出货量排名第四的企业，2019 年公司在标准铜箔领域的市占率为 2.45%。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.8、7.4、9.9 亿元，同比增速为 26%、55%、34%，对应 PE 估值分别为 15、9、7 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**新能源车销量不及预期，行业竞争加剧，产品降价超预期。

投资主题

报告亮点

公司主营业务中核心增长点在锂电铜箔。动力电池需求高景气持续，锂电铜箔需求高速增长，公司持续优化生产线、加大研发投入，极薄锂电铜箔出货量有望高速增长。

投资逻辑

锂电铜箔需求有望高增。根据前瞻产业研究院数据，中国 2021 年 6 μ m 铜箔占全年锂电铜箔出货量的 80% 以上。同时，部分锂电铜箔企业少量出货 4.5 μ m 规格产品。2021-2025 年的 CAGR 为 60%；对 4.5 μ m 锂电铜箔的需求为 2.4、5.9、13.1、21.1 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 157%；锂电铜箔总需求的 CAGR 为 44%。

中一科技具有技术与产品优势。根据公司招股说明书披露数据，在锂电铜箔方面，公司已实现 6 μ m 极薄锂电铜箔量产，并成为宁德时代的重要铜箔供应商之一。此外，公司已掌握 4.5 μ m 锂电铜箔的研发技术。在标准铜箔方面，公司的产品规格广泛。覆盖 12 μ m 到 175 μ m，并逐步向高端标准铜箔领域延伸。

关键假设、估值与盈利预测

锂电铜箔：预计公司 2022-2024 年锂电铜箔出货量分别为 2.3、4.1、6.1 万吨。考虑到锂电铜箔加工费未来或有所承压，毛利率将小幅下降。我们预计 2022-2024 年毛利率为 25.5%、25.0%、24.5%。

标准铜箔：得益于中国 PCB 行业的稳步增长，中国标准铜箔产量始终处于持续稳定增长状态，我们预计公司 2022-2024 年标准铜箔出货量分别为 1.0、1.0、1.1 万吨。由于标准铜箔总需求量比较稳定，叠加公司新增产能的释放，标准铜箔加工费存在下行风险，我们预计 2022-2024 年公司标准铜箔单价为 8.9、8.7、8.6 万元/吨。标准铜箔行业存在单价下行的风险，我们预计 2022-2024 年标准铜箔毛利率为 18.0%、17.5%、17.2%。

期间费用率：公司主要客户包括宁德时代、江苏时代、时代一汽及时代上汽等，合作较为稳定，预计销售费用将保持在低位，2022-2024 年销售费用率为 0.4%。随着公司业绩持续增长，规模效应将日益显著，管理费用率有望下降，我们预计 2022-2024 年管理费用率为 1.4%、1.3%、1.2%。随着公司首次公开发行股票并上市，公司新产能的建设及技术研发将得到有力的资金支持，预计未来资金较为充沛，2022-2024 年财务费用率为 0.5%、0.4%、0.4%。公司注重技术创新，预计研发费用将保持稳定，2022-2024 年研发费用率将保持在 3.4%-3.5%。

盈利预测：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 31.6、47.7、64.1 亿元，同比增速为 43.7%、51.1%、34.4%；归母净利润分别为 4.8、7.4、9.9 亿元，同比增速为 26%、55%、34%。

估值及投资建议：我们选取了二级市场上同处于电解铜箔行业的公司作为估值比较的基础。考虑到：（1）新能源汽车销量带动动力电池出货量爆发增长，锂电铜箔作为其关键材料，需求量也得以大幅增长；（2）公司新产能逐步释放，6 μ m 铜箔出货量将持续增长，同时未来 4.5 μ m 铜箔增长潜力较大，预计 2022-2024 年公司铜箔销量分别为 3/5/7 万吨，收入实现快速增长。我们参考铜箔可比公司 23 年平均 15 倍 PE 估值，公司估值比行业平均水平低，首次覆盖给予“增持”评级。

内容目录

电解铜箔领域知名企业，研发投入持续增长.....	- 5 -
致力于高性能电解铜箔系列产品，产品迭代速度快.....	- 5 -
电解铜箔生产工艺构成行业壁垒，公司制造成本相对低.....	- 6 -
公司股权结构稳定，注重技术研发.....	- 7 -
业绩高速增长，收入和盈利质量改善.....	- 8 -
业绩高速增长，费用率呈下行趋势.....	- 8 -
资产负债率呈下降趋势，经营现金流净额波动较大.....	- 10 -
锂电铜箔：市场增量空间广阔，公司具有核心技术优势.....	- 11 -
锂电铜箔是锂离子电池的重要组成部分，超薄化成为其发展趋势.....	- 11 -
公司超薄铜箔技术领先，已掌握 4.5 μ m 锂电铜箔生产技术.....	- 15 -
标准铜箔：PCB 工业推动标准铜箔发展，公司产品规格广泛.....	- 17 -
盈利预测与估值.....	- 20 -
盈利预测.....	- 20 -
估值及投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -
图表 1：中一科技主要产品及对应客户.....	- 5 -
图表 2：中一科技股权结构（截至 2022 年 4 月）.....	- 7 -
图表 3：中一科技历年研发费用及占营业收入的比例.....	- 7 -
图表 4：2021 年营收同比增长 88%.....	- 8 -
图表 5：2021 年归母净利润同比增长 208%.....	- 8 -
图表 6：中一科技营业收入构成情况.....	- 8 -
图表 7：2021 年公司毛利率和净利率同比提升.....	- 9 -
图表 8：2021 年公司主要业务毛利率均同比提升.....	- 9 -
图表 9：2015 年以来公司期间费用率整体呈现下行趋势.....	- 9 -
图表 10：公司资产负债率为 40%.....	- 10 -
图表 11：短期偿债能力持续提升.....	- 10 -
图表 12：2021 年公司短期营运能力同比提升.....	- 11 -
图表 13：2021 年公司长期营运能力同比提升.....	- 11 -
图表 14：中一科技现金流情况.....	- 11 -
图表 15：锂电铜箔在锂电池产业链中的位置.....	- 12 -
图表 16：中一科技不同规格锂电铜箔产品的特点和应用领域.....	- 12 -
图表 17：2021 年国内新能源车销量同比+158%.....	- 13 -
图表 18：国内非营运新能源乘用车销售占比提升.....	- 13 -
图表 19：2021 年全球电动车销量同比+97%.....	- 13 -

图表 20: 2021 年中国/美国/欧洲电车销量均高增长	- 13 -
图表 21: 全球动力电池装机及锂电铜箔需求测算	- 14 -
图表 22: 中一科技和主要竞争对手经营情况对比	- 16 -
图表 23: 2020 年中国锂电铜箔出货量排名	- 16 -
图表 24: 2019 年中国 6 μ m 及以下锂电铜箔市占率	- 16 -
图表 25: 标准铜箔在 PCB 产业链中的位置	- 17 -
图表 26: 16-25 年中国大陆 PCB 产值及预测	- 18 -
图表 27: 16-25 年中国标准铜箔产量	- 18 -
图表 28: 2020 年中国标准铜箔出货量排名	- 18 -
图表 29: 2020 年中国标准铜箔市占率	- 18 -
图表 38: 中一科技业绩预测	- 21 -
图表 39: 中一科技相对估值表	- 22 -

电解铜箔领域知名企业，研发投入持续增长

致力于高性能电解铜箔系列产品，产品迭代速度快

- 湖北中一科技股份有限公司成立于 2007 年 9 月，主要从事各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售，下辖云梦、安陆两大电解铜箔生产基地。
- 公司主要从事各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售，主要产品可被分类为锂电铜箔和标准铜箔。根据应用领域的不同，公司的产品可以分为锂电铜箔和标准铜箔，产品广泛应用于新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品、覆铜板、印制电路板等多个领域。公司自成立以来，不断改进锂电铜箔和标准铜箔的生产技术。目前，公司的主要锂电铜箔产品为 6 μm 极薄双面光锂电铜箔，且已经掌握 4.5 μm 极薄双面光锂电铜箔生产技术；公司已经掌握 8-10 μm 标准铜箔技术，正努力研发高频高速电解铜箔。
- 锂电铜箔作为锂离子电池中电极结构的重要组成部分，主要应用于下游新能源汽车行业。此外，该材料也被广泛应用于储能设备及电子产品。2020 年，双面光 6 μm 极薄锂电铜箔已成为公司锂电铜箔主要产品。
- 标准铜箔是覆铜板、印制电路板的重要基础材料之一，印制电路板广泛应用于通讯、光电、消费电子、汽车、航空航天等众多领域。公司生产的标准铜箔主要产品规格为 12 μm 至 175 μm 标准铜箔产品，覆盖规格广泛。

图表 1：中一科技主要产品及对应客户

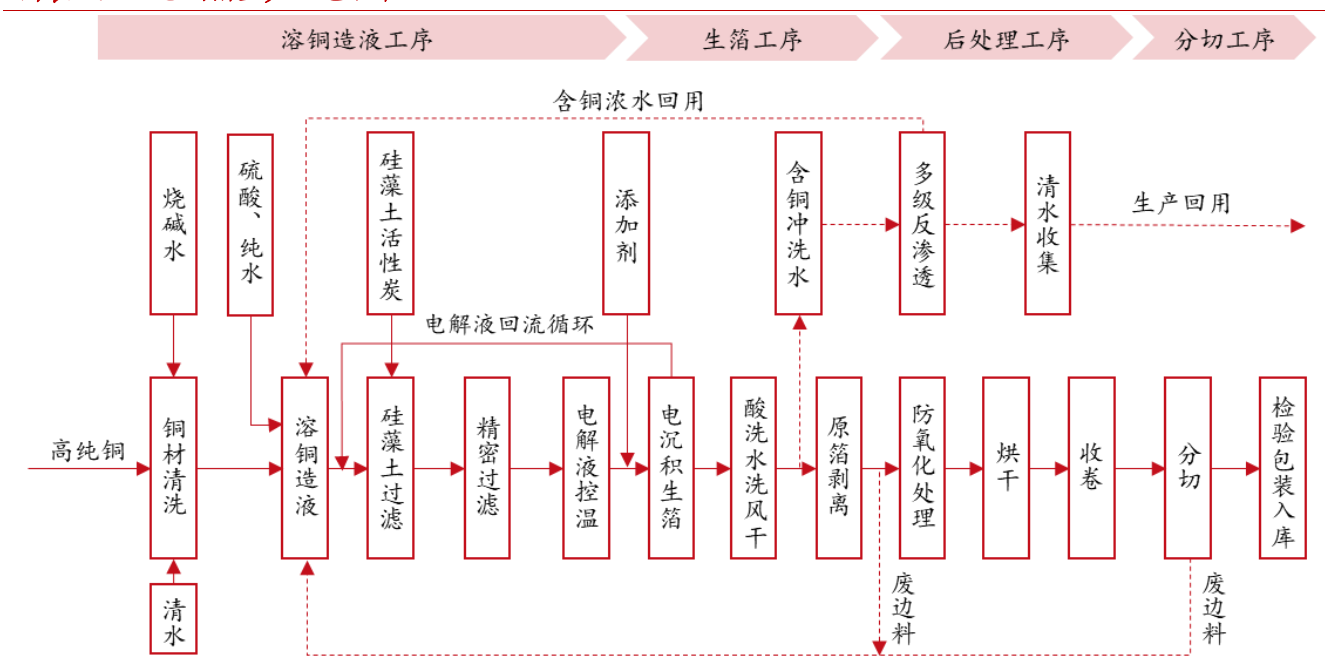
序号	产品应用领域	细分产品类别	产品优势	应用场景	下游客户
1	锂电铜箔	双面光 4.5 μm 、双面光 6 μm	具有较良好的综合物理特性，组成电池负极的电阻小，双面表面结构对称，适用于较高质量锂离子电池制造	主要用于新能源汽车用动力电池，但也有部分应用在数码和储能领域	新能源科技公司为主，包括宁德时代、赣州诺威、广东嘉拓等
		双面光 7-12 μm	双面表面结构对称，适用于普通电池制造	新能源汽车用动力电池、3C 电子产品用锂离子电池、应急电源、储能电池	
		单面光	双面表面结构不对称，适用于普通电池制造	3C 电子产品用锂离子电池、储能电池	
2	标准铜箔	主要产品规格为 12 μm 至 175 μm 标准铜箔产品	产品规格相对齐全，并逐步向高端标准铜箔领域延伸	标准铜箔是覆铜板、印制电路板的重要基础材料之一，印制电路板广泛应用于通讯、光电、消费电子、汽车、航空航天等众多领域	江西省宏瑞兴科技、上海硕赢电子科技、深圳市慧儒电子科技、安徽鸿海新材料等

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

电解铜箔生产工艺构成行业壁垒，公司制造成本相对低

- 电解铜箔的主要生产流程包括溶铜造液工序、生箔工序、后处理工序和分切工序四个生产工序。其技术门槛主要集中于前两道工序，溶解难度在于配方，制箔在于技术与工艺。与锂电铜箔生产工艺流程相比，标准铜箔在后处理工序上步骤不同。

图表 2：锂电铜箔生产工艺流程



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 近年来，锂电铜箔轻薄化趋势明显。对于电池厂商而言，铜箔越薄，会使得铜箔重量降低，提升电池能量密度。而铜箔越薄，所需生产工艺越高。极薄铜箔（即厚度 $\leq 6\mu\text{m}$ 的电解铜箔）批量生产需要满足添加剂、核心设备、工艺技术等方面的技术要求，技术壁垒高。目前，公司已将 $6\mu\text{m}$ 锂电铜箔作为自己的主要产品，并已研发出 $4.5\mu\text{m}$ 的锂电铜箔产品，在行业内处于领先水平。
- 公司掌握核心技术，主要使用国产的核心设备，在满足产品各项技术指标的同时可以降低成本。目前，主流厂商，如铜管铜箔，仍主要从日本企业订购阴极辊等铜箔的核心生产设备。但经过多年研发和积累，公司已经形成了一套核心的工艺、技术和管理标准体系，在公司现有的技术、工艺、管理体系下，国产阴极辊和进口阴极辊表现差别不大。使用国产的核心设备，使公司在行业内获得了一定的成本优势。中一科技 2022 年起募投资的每万吨产能建设投资金额为 4.3 亿元，相较于可比公司处于较低的水平。

图表 3：中一科技及可比公司每万吨产能建设投资金额对比

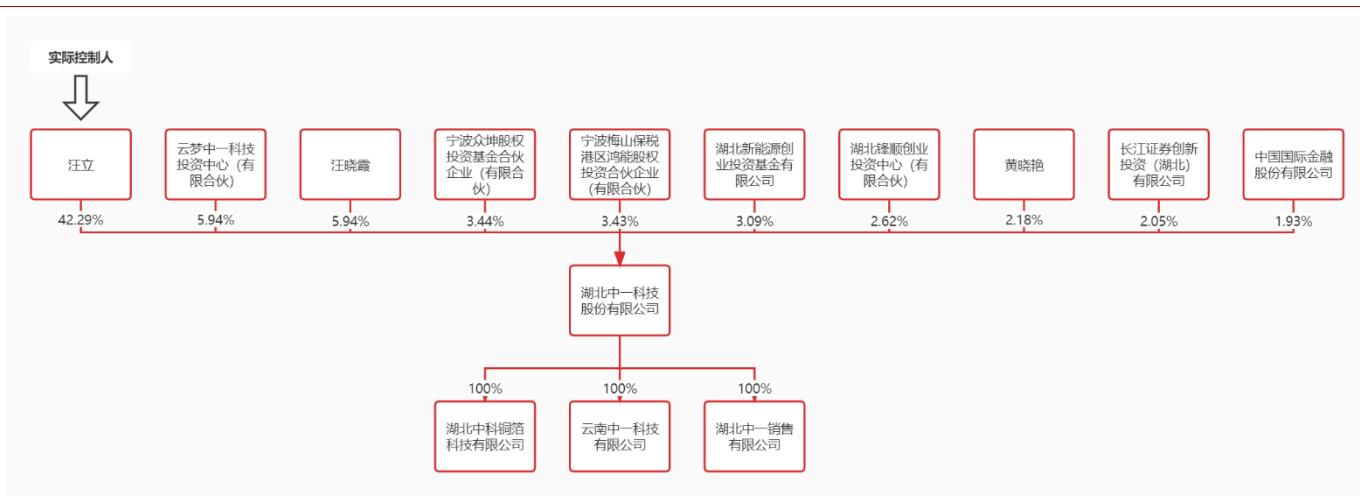
图表 3: 中一科技及可比公司每万吨产能建设投资金额对比

	中一科技 22 募投	中一科技 22IPO	铜冠铜箔 22IPO	嘉元科技 21 定增	超华科技 20 定增
产能 (万吨)	2.60	1.00	2.00	8.10	1.00
募集资金 (亿元)	10.16	4.31	8.21	52.41	7.50
每万吨产能建设投资金额 (亿元)	3.91	4.31	4.11	6.47	7.50

来源: 公司招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

公司股权结构稳定, 注重技术研发

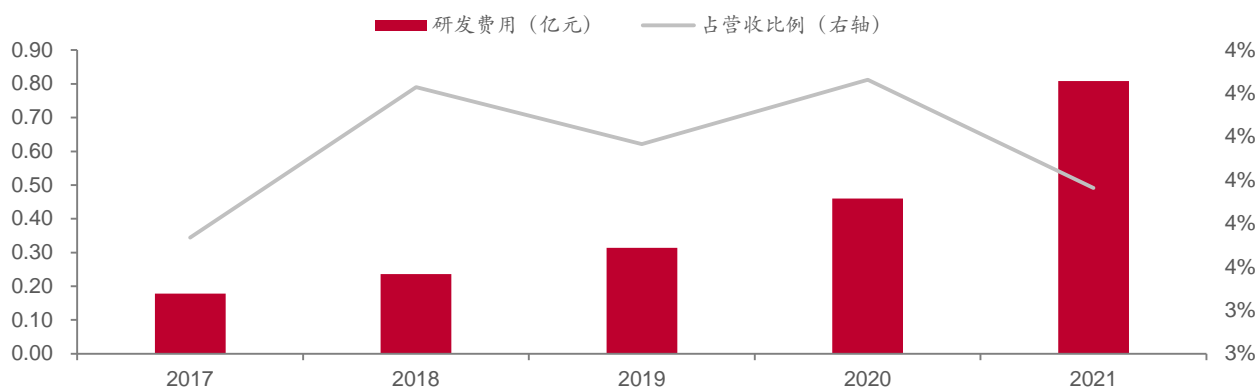
- 公司股权结构稳定。**公司控股股东、实际控制人为汪立, 持有公司 56.38% 股份。除公司实控人之外, 其他股东持有股份比例均在 8% 以下, 公司股权结构较集中且稳定。

图表 4: 中一科技股权结构 (截至 2022 年中报)


来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

- 公司研发费用高增长。**截至 2021 年 6 月 30 日, 公司及其子公司的研发团队由 135 名研发人员构成, 占员工总数的 15.77%。2021 年公司研发费用 0.81 亿元, 同比增长 76%, 占营收的比例为 3.7% 左右。经过多年行业实践和持续研发, 公司逐步积累并形成了与行业关键工艺相关的多项核心技术, 贯穿溶铜造液、生箔、后处理及分切工序全生产工艺流程。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司及其子公司合计拥有 87 项专利及 2 项软件著作权。

图表 5: 中一科技历年研发费用及占营业收入的比例

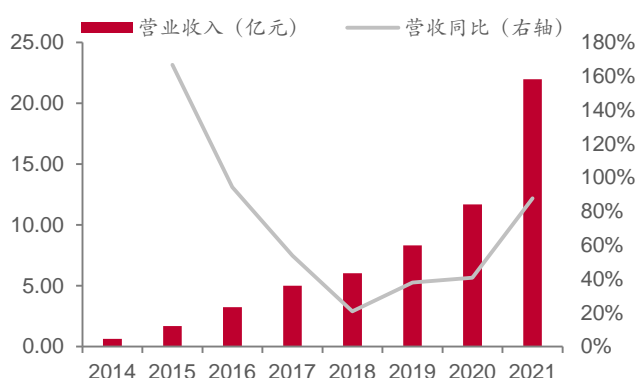
图表 5: 中一科技历年研发费用及占营业收入的比例


来源: iFinD, 中泰证券研究所

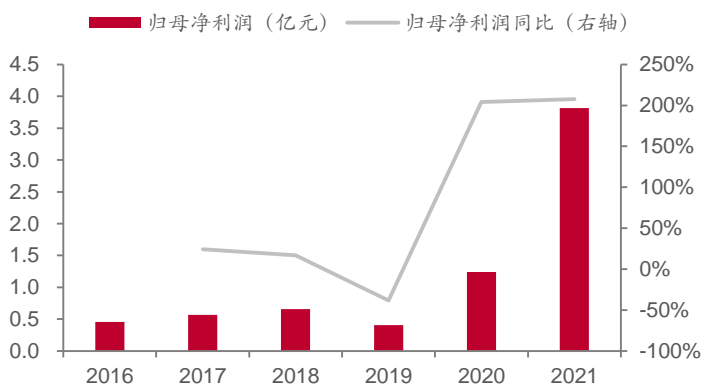
业绩高速增长, 收入和盈利质量改善

业绩高速增长, 费用率呈下行趋势

- 营收高速增长, 2021 年盈利受上游铜价上升影响。**2021 年公司营业收入 21.97 亿元, 同比增长 88%; 归母净利润 3.81 亿元, 同比增长 208%。2016-2021 年公司营收 CAGR 为 47%; 归母净利润 CAGR 为 53%。2021 年以来, 由于上游大宗商品铜价上升, 下游铜箔市场行情较好, 公司主要产品的销售量和销售价格均有所增长。从营收构成看, 2021 年锂电铜箔业务收入占公司总营收的比例接近 60%, 标准铜箔业务收入占比约为 40%。

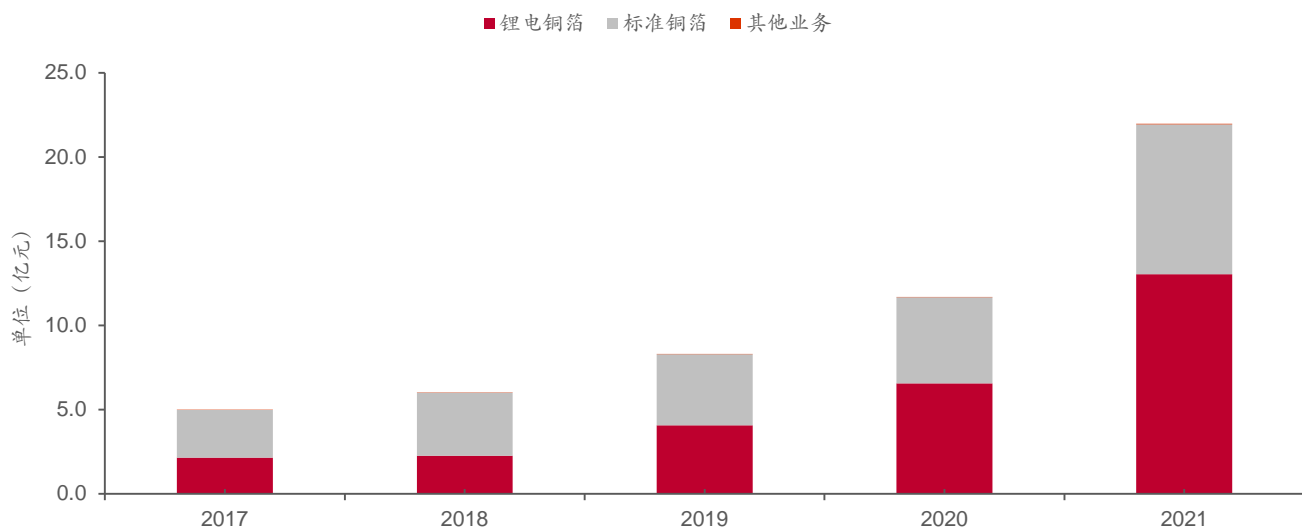
图表 6: 2021 年营收同比增长 88%


来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 7: 2021 年归母净利润同比增长 208%


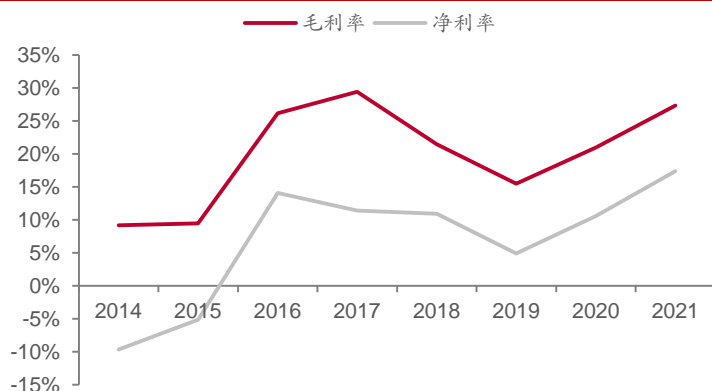
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 8: 中一科技营业收入构成情况

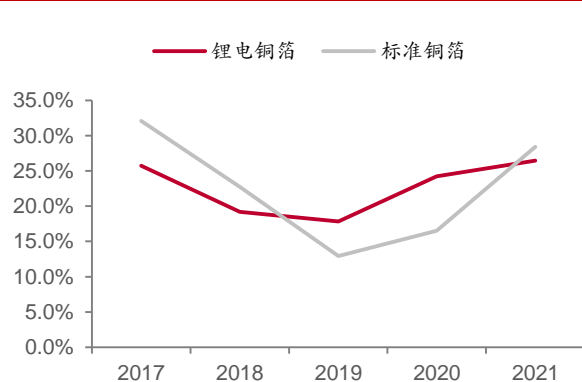
图表 8: 中一科技营业收入构成情况


来源: iFinD, 中泰证券研究所

- 毛利率和净利率同比提升, 合计期间费用率下降。**2021 年公司整体毛利率 27.4%, 同比提升 6.4pct; 公司净利率 17.4%, 同比提升 6.8pct。主要受益于公司新产线良品率提升和产品结构的持续升级, 进一步降本增效, 以及标准铜箔市场行情的回升。分业务板块看, 2021 年锂电铜箔毛利率 26.4%, 同比提升 2.2pct; 标准铜箔毛利率 28.4%, 同比提升 11.9pct。从 2015 年以来, 公司期间费用率整体呈现下行趋势, 2021 年管理费用率、财务费用率、销售费用率分别为 1.7%、1.2%、0.4%, 同比分别-0.5、-0.6、-0.1pct, 合计期间费用率-1.2pct。

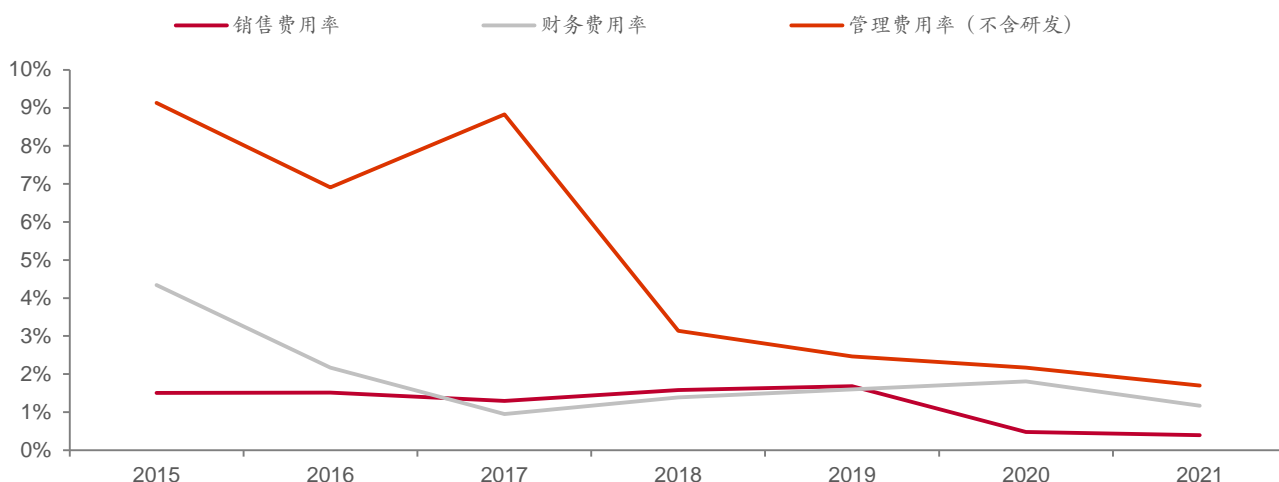
图表 9: 2021 年公司毛利率和净利率同比提升


来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 10: 2021 年公司主要业务毛利率均同比提升


来源: iFinD, 中泰证券研究所

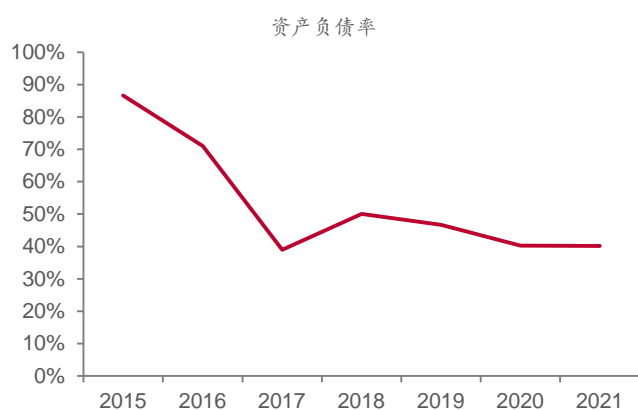
图表 11: 2015 年以来公司期间费用率整体呈现下行趋势

图表 11: 2015 年以来公司期间费用率整体呈现下行趋势


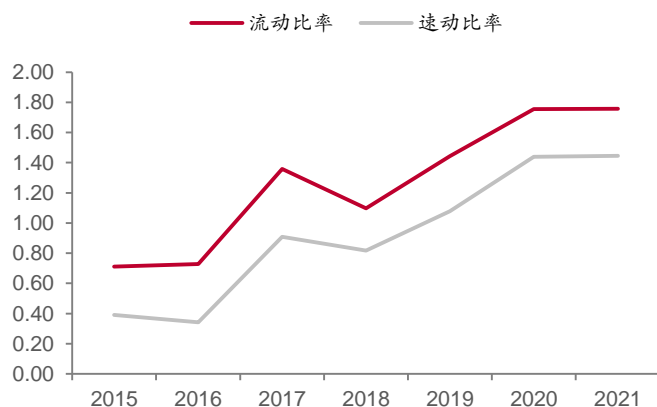
来源: iFinD, 中泰证券研究所

资产负债率呈下降趋势, 经营现金流净额波动较大

- 公司资产负债率呈下降趋势, 短期偿债能力持续提升。**2015-2021 年, 公司资产负债率从 86.6% 下降至 40.2%。其中, 2018 年公司资产负债率相对较高, 主要原因为公司拓展业务领域, 加大锂电铜箔业务投入, 经营活动增加导致负债升高。2018 年以后, 公司资产负债率整体保持稳定, 呈逐年下降趋势。2015-2021 年, 公司流动比率从 0.71 提升至 1.76, 速动比率从 0.39 提升至 1.45, 均提升至大于 1 的水平, 短期偿债能力持续提升。

图表 12: 公司资产负债率为 40%


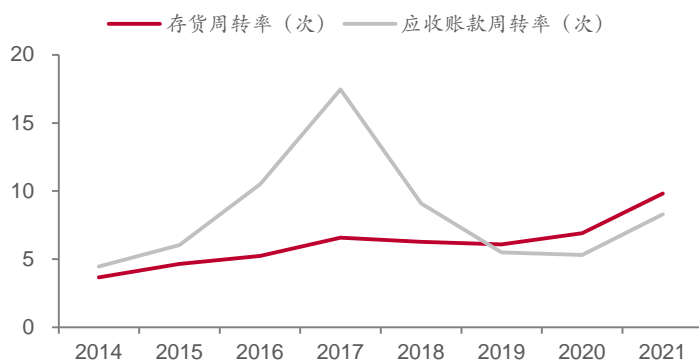
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 13: 短期偿债能力持续提升


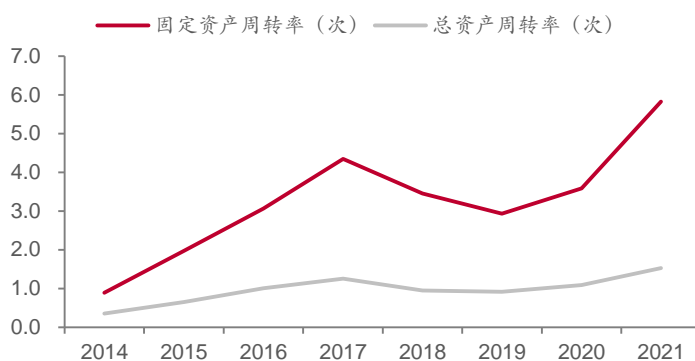
来源: iFinD, 中泰证券研究所

- 2021 年公司营运能力指标提升。**2014 年以来, 公司存货周转率保持上行趋势, 而应收账款周转率在 2018-2019 年间持续下行, 主要是由于应收账款余额增长较快, 原因为以下三点: (1) 公司产能和销量持续扩大, (2) 公司进行产品结构调整, 锂电铜箔产品客户占比上升, 该类客户信

用期相对较长；（3）公司对部分长期合作的标准铜箔客户开放信用期。2021 年公司存货周转率和应收账款周转率分别为 9.8 次和 8.3 次，分别同比提升 2.9 次和 3.0 次，主要受益于向客户宁德时代销售产品金额占比上升，而该客户信用期较短且回款情况良好。2017-2019 年，公司固定资产周转率持续下降，主要由于公司加快产能扩张，在建工程转固影响周转率。2021 年受益于营业收入大幅增长，资产周转率同比实现大幅提升。

图表 14：2021 年公司短期营运能力同比提升


来源：iFinD，中泰证券研究所

图表 15：2021 年公司长期营运能力同比提升


来源：iFinD，中泰证券研究所

- **经营现金流净额波动较大。**2017-2020 年，公司经营现金流净额为负值，主要原因是：公司客户使用票据付款方式较多，公司取得票据后主要用于贴现或支付固定资产采购款，而公司上游原材料供应商仍以现款结算为主，导致公司经营活动产生的现金流量净额持续为负。2021 年，公司营业收入和净利润的提升拉动经营活动现金流量净额的转负为正。

图表 16：中一科技现金流情况

单位 (亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
经营现金流净额	0.07	0.19	0.82	-0.59	-1.03	-2.58	-0.72	0.03
投资现金流净额	-0.04	-1.12	0.00	-0.20	-0.37	-0.06	-0.04	-0.87
筹资现金流净额	0.01	0.93	-0.76	1.03	1.38	2.66	1.03	1.80

来源：iFinD，中泰证券研究所

锂电铜箔：市场增量空间广阔，公司具有核心技术优势

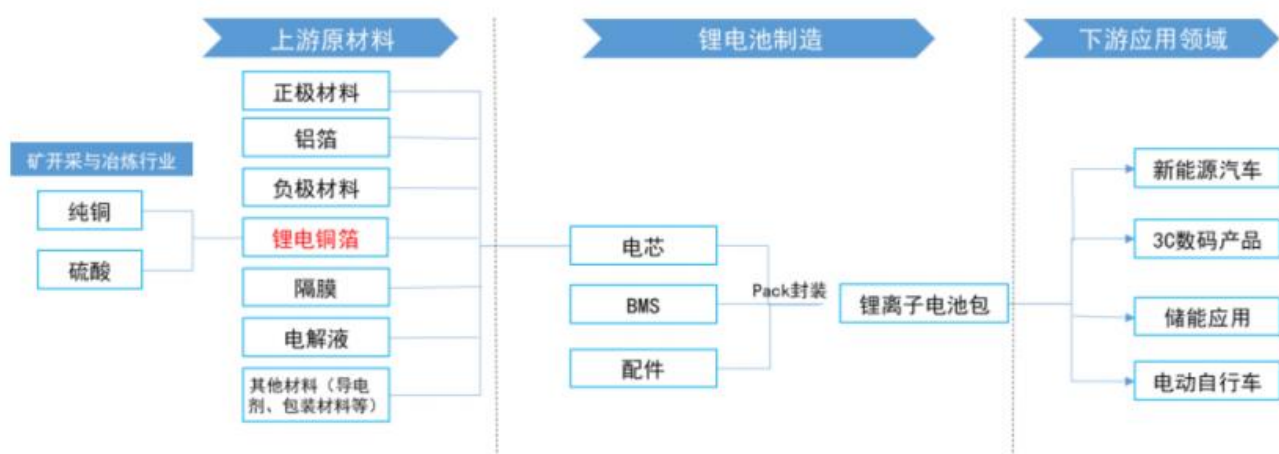
锂电铜箔是锂离子电池的重要组成部分，超薄化成为其发展趋势

- 锂电铜箔由于具有良好的导电性、质地较软、制造技术较成熟、成本优势突出等特点，成为锂离子电池负极集流体的首选。根据锂离子电池的工作原理和结构设计，负极材料需涂覆于集流体上，经干燥、辊压、分切等工序，制备得到锂电池负极片。为得到更高性能的锂电池，导电集流体应与活性物质充分接触，且内阻应尽可能小。锂电铜箔由于导电性、

柔韧性等优势，成为锂离子电池负极集流体的首选，在电池中既充当电极负极活性物质的载体，又起到汇集传输电流的作用，对锂离子电池的内阻及循环性能有很大的影响。

- 锂电铜箔处于锂离子电池产业链的上游，与其他上游原材料一起组成锂离子电池的电芯，再将电芯、BMS（电池管理系统）与配件经 Pack 封装后组成完整锂离子电池包，应用于新能源汽车、电动自行车、3C 数码产品、储能应用等下游领域。

图表 17: 锂电铜箔在锂电池产业链中的位置



来源：公司招股说明书，高工产研锂电研究所（GGII），中泰证券研究所

- 锂电铜箔超薄化已经成为主要发展趋势，6 μm 成为主流产品。更薄的锂电铜箔不仅意味着更轻的电池重量，也意味着更小的电阻，电池的性能也将得到提升。目前，中国锂电铜箔以 6 μm 为主，为提高锂离子电池能量密度，更薄的 4.5 μm 铜箔成为国内主流锂电铜箔生产企业布局的重心。

图表 18: 中一科技不同规格锂电铜箔产品的特点和应用领域

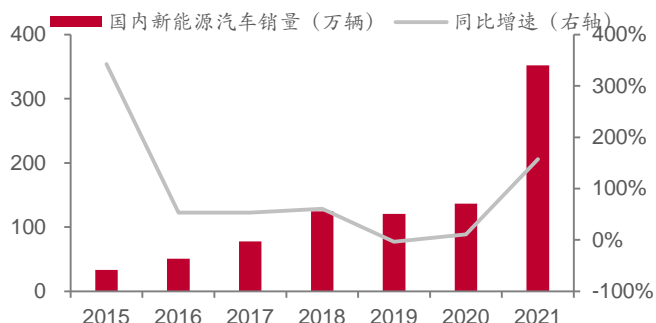
细分产品类别	性能	工艺及技术要求				应用场景
		产能效率	良品率	工艺成本	生产难度	
双面光 4.5 μm	具有较良好的综合物理特性，组成电池负极的电阻小，双面表面结构对称，适用于较高质量锂离子电池制造	低	低	高	高	主要用于新能源汽车动力电池，但也有部分应用在数码和储能领域
双面光 6 μm	双面表面结构对称，适用于普通电池制造	中	中	中	中	新能源汽车动力电池、3C 电子产品用锂离子电池、应急电源、储能电池
双面光 7-12 μm	双面表面结构不对称，适用于普通电池制造	高	高	低	低	3C 电子产品用锂离子电池、储能电池

图表 18: 中一科技不同规格锂电铜箔产品的特点和应用领域

来源: 公司招股说明书, 中泰证券研究所

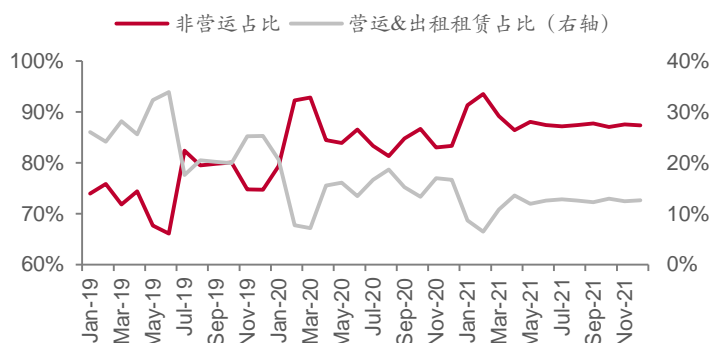
- **国内电车销量高增长, 非营运占比提升。**2021 年 2 月由于受经销商春节销量刺激政策的影响, 年前销量已达到充分释放, 年后新能源汽车销量有所下滑, 3 月恢复增长, 此后受益于新能源汽车的认知度逐步提升和高景气, 全年累计销量达 352.1 万辆, 同比+158%。2019 年初以来, 国内非营运新能源车上险量占比从 74%提升至 2021 年底的 87%, 表明私人消费者对新能源汽车接受度不断提升, 需求增长可持续性较强。

图表 19: 2021 年国内新能源车销量同比+158%



来源: 中汽协, 中泰证券研究所

图表 20: 国内非营运新能源乘用车销售占比提升

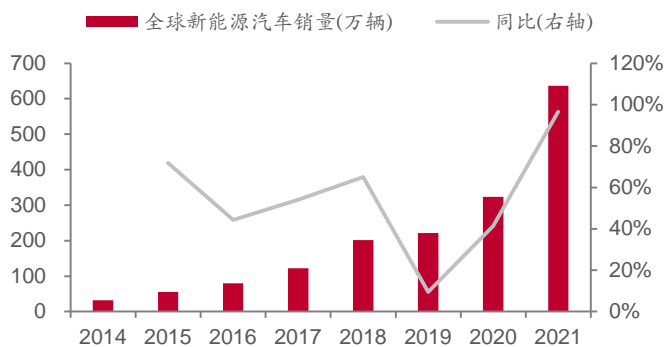


来源: 保监会, 中泰证券研究所

- **全球电动车销量高增长, 欧洲和美国是第二、三大市场。**根据 Marklines 数据, 2021 年全球新能源汽车销量 636 万辆, 同比+97%。
- 随着欧盟和欧洲主要国家公布碳排放规划和燃油车禁售时间表, 各国政府补贴扶持政策不断落地, 政策驱动助力新能源汽车销量增长。2021 年欧洲新能源车销量近 200 万辆, 同比+60%; 其中, 纯电动车 114 万辆, 同比+65%; 插混动力 84 万辆, 同比+54%。
- 2021 年 11 月, 美国众院投票通过拜登的 1.75 万亿美元《重建更好未来》法案, 新能源车方面, 将税收抵免优惠 7500 美元提升至 1.25 万美元, 并去除此前政策中单一车企只能获得累计 20 万辆的额度限制, 改为电动车渗透率达到 50%之后对补贴进行退坡。2021 年美国新能源汽车销量 64 万辆, 同比+98%; 其中, 纯电动 48 万辆, 同比+83%; 插混动力 16 万辆, 同比+160%。

图表 21: 2021 年全球电动车销量同比+97%

图表 22: 2021 年中国/美国/欧洲电车销量均高增长



来源: Marklines, 中泰证券研究所

类别	国家及地区	2019	2020	2021	2021年同比
纯电动	美国	23.6	25.9	47.6	83.33%
	欧洲	35.8	69.0	113.8	64.98%
	中国	96.5	111.6	291.6	161.29%
插混动力	美国	8.4	6.3	16.4	160.15%
	欧洲	18.2	54.9	84.3	53.64%
	中国	23.7	25.1	60.3	140.24%
新能源合计	美国	32.0	32.3	64.0	98.36%
	欧洲	54.0	123.9	198.1	59.95%
	中国	120.2	136.7	352.1	157.57%

来源: 中汽协, Marklines, 中泰证券研究所

- 预计 2021-2025 年全球动力电池装机 CAGR 将达 48%，动力电池对 6 μm 锂电铜箔的需求 CAGR 为 60%。假设 2022-2025 年国内新能源乘用车销量的同比增速分别为 44%/34%/23%/15%；考虑到美国和除欧洲外地区的新能源车渗透率远低于国内，未来增速可能更快，假设 2022-2025 年全球新能源乘用车销量的同比增速分别 45%/40%/30%/20%；此外，国内和全球新能源客车和专用车销量每年维持稳定增长。我们预计 2022 年国内和全球新能源汽车销量分别为 507 万辆和 922 万辆，同比分别增长 44%和 45%。预计到 2025 年，国内和全球新能源汽车销量分别为 957 万辆和 2015 万辆，2021-2025 年 CAGR 分别为 28%和 33%。
- 考虑到单车带电量持续提升，我们预计 2022 年国内和全球动力电池装机分别为 249GWh 和 521GWh，同比增长 61%和 76%。预计到 2025 年，国内和全球动力电池装机分别为 642GWh 和 1422GWh，2021-2025 年 CAGR 分别为 43%和 48%。
- 根据前瞻产业研究院统计，2021 年，中国的主流锂电池厂商已经采用 6 μm 铜箔，占全年锂电铜箔出货量的 80%以上。同时，部分锂电铜箔企业少量出货 4.5 μm 规格产品。而海外企业仍以 8 μm 规格产品为主。我们预计到 2025 年，国内动力电池中锂电铜箔将更多使用 4.5 μm 规格产品，而海外动力电池中 6 μm 、4.5 μm 规格的锂电铜箔渗透率持续增加。测算出 2022-2025 年动力电池对 6 μm 锂电铜箔的需求为 15.0、24.1、39.9、59.7 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 60%；对 4.5 μm 锂电铜箔的需求为 2.4、5.9、13.1、21.1 万吨，2021-2025 年的 CAGR 为 157%，锂电铜箔总需求的 CAGR 为 44%。

图表 23: 全球动力电池装机及锂电铜箔需求测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量 (万辆)	636	922	1291	1679	2015
同比增速	96.60%	45%	40%	30%	20%
国内新能源车销量 (万辆)	352	507	680	834	957
同比增速	157.60%	44%	34%	23%	15%
海外新能源车销量 (万辆)	284	416	611	845	1057
同比增速	51.99%	46.37%	47.04%	38.20%	25.14%
全球动力电池装机量 (GWh)	297	521	789	1104	1422

同比增速	126.70%	75.57%	51.37%	40.01%	28.75%
国内动力电池装机量 (GWh)	154	249	372	511	642
同比增速	143.20%	61.50%	49.13%	37.34%	25.60%
海外动力电池装机量 (GWh)	142	272	417	593	780
同比增速	112.55%	90.85%	53.44%	42.39%	31.46%
国内动力电池不同锂电铜箔渗透率					
8 μm	15%	10%	5%	0	0
6 μm	80%	75%	70%	65%	60%
4.5 μm	5%	15%	25%	35%	40%
海外动力电池不同锂电铜箔渗透率					
8 μm	95%	90%	80%	55%	30%
6 μm	5%	10%	20%	40%	60%
4.5 μm	0	0	0	5%	10%
1GWh 电池对应锂电铜箔需求量 (吨)					
8 μm	900	900	900	900	900
6 μm	700	700	700	700	700
4.5 μm	630	630	630	630	630
动力电池对锂电铜箔需求 (吨)					
	238895	416031	616051	823763	1018706
6 μm	91489	149991	240646	398650	597198
4.5 μm	4866	23576	58596	131360	210877

来源: Marklines, 高工锂电, 中泰证券研究所

公司超薄铜箔技术领先, 已掌握 4.5 μm 锂电铜箔生产技术

- **公司掌握极薄锂电铜箔生产技术, 在行业内具有技术优势。**6 μm 极薄锂电铜箔已成为公司锂电铜箔的主流产品, 并凭借优异的产品品质成为宁德时代的重要铜箔供应商之一。同时, 公司积极拓展技术前沿, 已掌握 4.5 μm 极薄锂电铜箔生产技术, 预计未来将成为公司主要的核心产品之一
- **中一科技在锂电铜箔领域的主要竞争对手为诺德股份、灵宝华鑫、嘉元科技、安徽铜冠等。**诺德股份主要从事锂离子电池用高档铜箔生产与销售及锂电池材料开发业务, 2020 年铜箔产量达到 2.20 万吨。灵宝华鑫是深圳龙电电气股份有限公司的全资子公司, 现可生产 5-70 μm 高精电解铜箔, 年产能近 3 万吨。嘉元科技主要从事锂离子电池用各类高性能电解铜箔及 PCB 用电解铜箔的研究、生产和销售。安徽铜冠是铜陵有色金属集团股份有限公司下属子公司, 主要从事各类高精度电子铜箔的研发、制造和销售等。
- **中一科技相对于竞争对手有竞争优势。**公司具备从溶铜造液到生箔过程的工艺布局、核心设备设计及优化能力, 所设计的生产线具备高效溶铜、精密净化、稳定生箔、可靠表面处理、柔性稳态自动控制等特点, 并可以根据产品和客户的需求进行自主灵活的持续优化改造, 能够实现高效稳定生产并降低投资成本。

图表 24: 中一科技和主要竞争对手经营情况对比

公司简称	主营业务	主要产品名称
诺德股份	新材料、新能源产品的研发、生产与销售；铜箔及铜箔工业设备及锂离子电池材料生产、销售；高新技术产业项目的投资与管理；创新金融投资与经营；国内及进出口贸易	双面光电解铜箔、RTF 反转铜箔、VLP 超低轮廓铜箔、LP 低轮廓铜箔、HTE 高温延展电解铜箔、锂电子用多孔铜箔、印刷电路板用超厚电解铜箔
灵宝华鑫	各规格高精度电解铜箔的生产	BCF 锂电池用电解铜箔、电路板用电解铜箔
安徽铜冠	各类高精度电子铜箔的研发、制造和销售等	标准铜箔和锂电铜箔
嘉元科技	主要从事锂离子电池用各类高性能电解铜箔及 PCB 用电解铜箔的研究、生产和销售	锂离子电池极薄铜箔和超薄铜箔及少量的 PCB 用电解铜箔
超华科技	从事高精度电子铜箔、各类覆铜板等电子基材和印制电路板的研发、生产和销售	
九江德福	电解铜箔的研发、生产与销售	高精度电子铜箔、覆铜板、印刷电路板
中一科技	主要从事各类单、双面光高性能电解铜箔系列产品的研发、生产与销售	锂电铜箔及标准铜箔

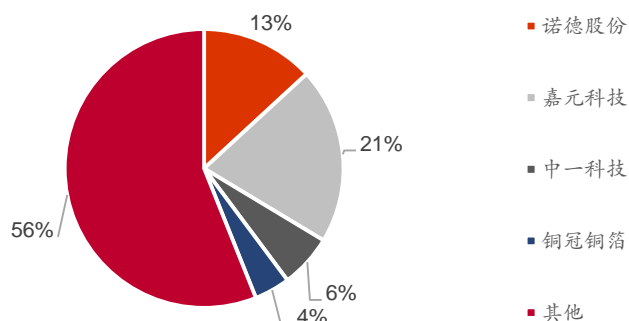
来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **中一科技的出货量名列前茅。**根据公司招股说明书以及高工锂电的调研数据，公司系国内锂电铜箔产品 2020 年出货量排名第四的企业，仅次于龙电华鑫、诺德股份、嘉元科技。

图表 25: 2020 年中国锂电铜箔出货量排名

排名	公司名称	出货量 (万吨)
1	龙电华鑫	2.3
2	诺德股份	1.9
3	嘉元科技	1.55
4	中一科技	0.88
5	铜冠铜箔	0.8
总出货量		12.5

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

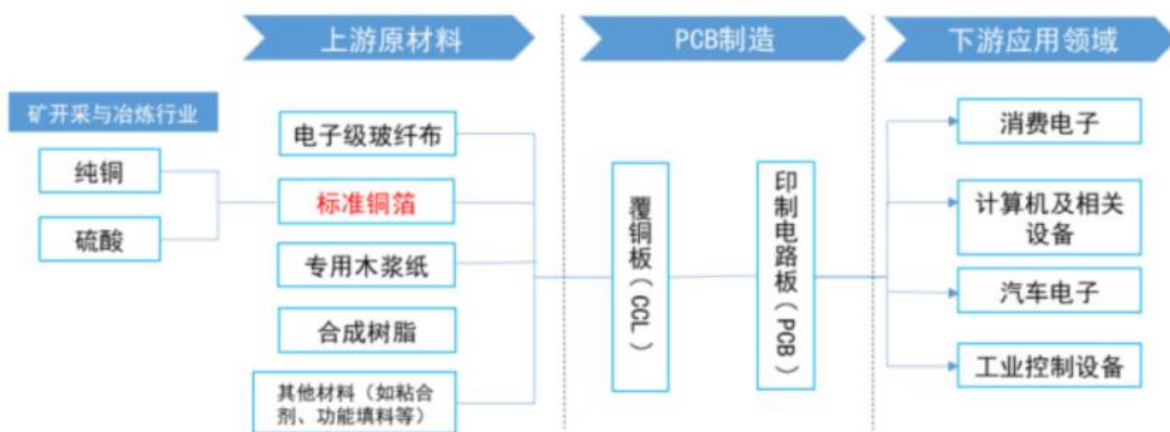
图表 26: 2019 年中国 6 μ m 及以下锂电铜箔市占率


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

标准铜箔：PCB 工业推动标准铜箔发展，公司产品规格广泛

- 标准铜箔是沉积在线路板基层上的一层薄的铜箔，是 CCL 及 PCB 制造的重要原材料，起到导电体的作用。标准铜箔一般较锂电铜箔更厚，大多在 12-70 μm，一面粗糙一面光亮，光面用于印制电路，粗糙面与基材相结合。
- CCL 与 PCB 被普遍应用于电子信息产业。PCB 是重要的电子部件，是电子元器件的支撑体，被广泛应用于通讯设备、汽车电子、消费电子、计算机和网络设备、工业控制及医疗等行业，是现代电子信息产品中不可缺少的电子元器件。PCB 具有导电路路和绝缘底板的双重作用，实现电路中各电子元件之间的电气连接，具有减少工作量、缩小整机体积、节约成本、提高电子设备质量与可靠性、易于自动化生产等诸多好处。
- 公司生产的标准铜箔主要产品规格 12 μm 至 175 μm 标准铜箔产品，覆盖规格广泛。此外，公司也在不断改进标准铜箔技术工艺，向高端标准铜箔领域延伸。

图表 27：标准铜箔在 PCB 产业链中的位置



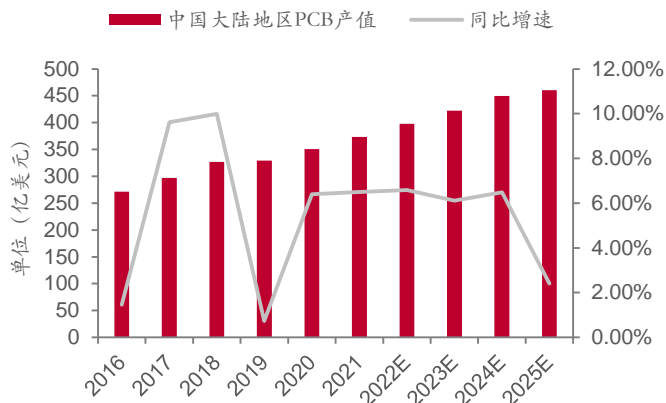
来源：公司招股说明书，高工产研锂电研究所（GGII），中泰证券研究所

- 标准铜箔市场受益于 PCB 行业发展。根据高工锂电的数据，2020 年中国 PCB 行业产值为 350.5 亿元，同比增长 6.4%，主要由于中国新冠肺炎疫情管控得力，消费类电子以及汽车电子等传统产品需求回暖，再加上 5G 通讯、智能穿戴、充电桩等市场带动。目前，通信、计算机、消费电子和汽车电子成为中国最主要的 PCB 产品应用领域。
- PCB 板多层化、薄型化、高密度化的发展趋势与 5G 通信，推动标准铜箔技术和产品升级。智能手机、平板电脑等 3C 电子设备的轻薄化、集成化发展趋势，对 PCB 板多层化、薄型化、高密度化的要求越来越高。PCB 板正向着更小尺寸、更高集成度演进，也推动了标准铜箔技术和产品的升级。同时，5G 通信需要更快的传输率、更宽的网络频谱和更高的通信质量，因此 5G 通信设备对高频通信材料的性能要求将会更加严苛，其中移动通信基站中的天线系统需用到高频高速 PCB 及 CCL 基材，

将带动具有相关特性的标准铜箔需求增长。

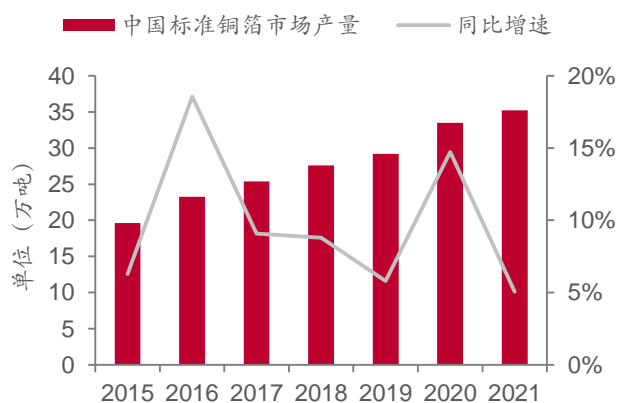
- 得益于中国 PCB 行业的稳步增长，中国标准铜箔产量始终处于增长状态。高工锂电的数据显示，2020 年中国标准铜箔产量为 33.5 万吨，同比增长 14.7%。

图表 28: 16-25 年中国大陆 PCB 产值及预测



来源：公司招股说明书，亿渡数据，中泰证券研究所

图表 29: 16-25 年中国标准铜箔产量



来源：公司招股说明书，高工产研锂电研究所 (GGII)，中泰证券研究所

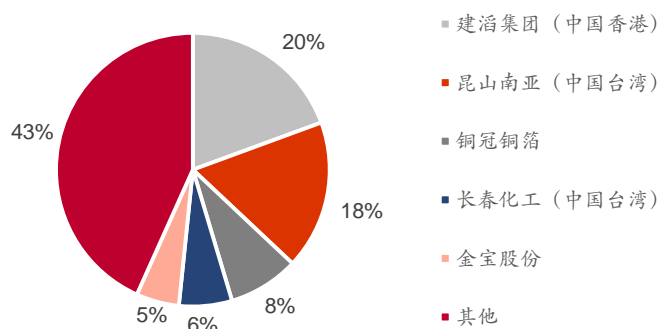
- 标准铜箔下游应用广泛，行业内有多家外资企业出货量较大，公司的出货量有待提高。2020 年，中一科技的标准铜箔产品出货量为 8104.22 吨。在标准铜箔方面，公司的主要优势为产品规格覆盖 12 μ m 到 175 μ m，相对齐全，并逐步向高端标准铜箔领域延伸。根据 CCFA 的市场总产量数据，2019 年公司在标准铜箔领域的市占率为 2.45%

图表 30: 2020 年中国标准铜箔出货量排名

排名	公司名称	出货量 (万吨)
1	建滔集团 (中国香港)	6.5
2	昆山南亚 (中国台湾)	5.9
3	铜冠铜箔	2.8
4	长春化工 (中国台湾)	2.1
5	金宝股份	1.7
总出货量		33.5

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

图表 31: 2020 年中国标准铜箔市占率

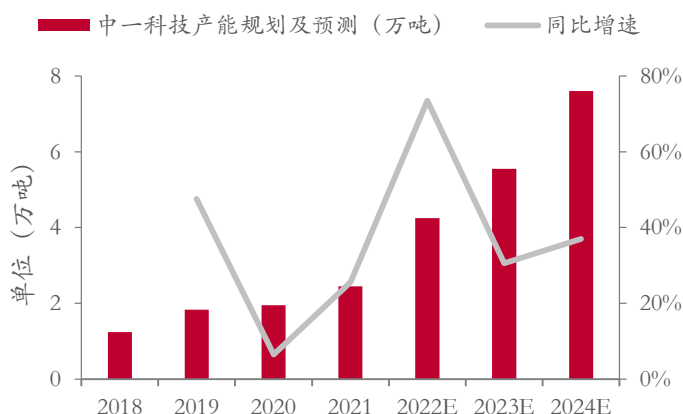


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

公司产能持续扩大，销量稳步上涨

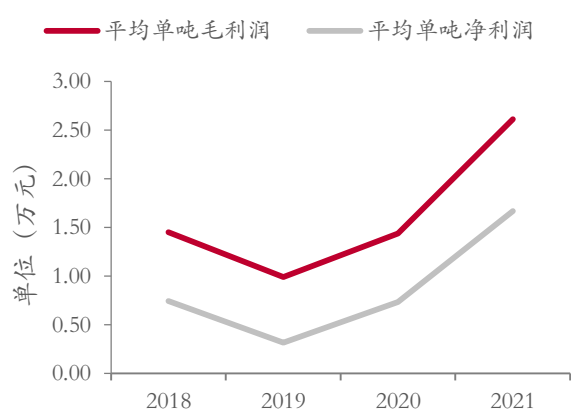
- 公司电解铜箔产能逐年增加。**为进一步满足客户需求，公司加速实行产能扩张，拟向公司及子公司的高性能电子铜箔建设项目进行投资。2021年，公司总产能达 2.45 万吨，同比增长 73%。根据公司的产能规划以及预测，预计 2022 年公司总产能将达到 4.25 万吨，2023 年将达到 5.55 万吨。
- 公司绑定大客户宁德时代，销量稳步上涨。**公司凭借优异的产品品质成为宁德时代的重要铜箔供应商之一，对宁德时代的销售收入比重逐步提高，且该客户信用期较短且回款情况良好。公司生产主要采取“以销定产”的生产模式制定生产作业计划，对产品进行生产调度、管理和控制，同时根据销售预测和经营目标适量备货以满足客户临时需求。
- 公司平均单吨毛利与净利自 2019 年持续提升。**受益于电解铜箔下游行业的持续向好，2021 年，公司铜箔业务平均单吨毛利为 2.61 万元，同比增长 81.6%，2018-2021 年 CAGR 为 21.6%；平均单吨净利为 1.67 万元，同比增长 127.6%，2018-2021 年 CAGR 为 30.8%。

图表 32：中一科技产能规划及预测



来源：公司招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

图表 33：中一科技平均单吨毛利与净利



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

■ 锂电铜箔产品:

- **出货量:** 动力电池需求旺盛带动锂电铜箔需求爆发,随着公司新增产线逐步建成投产、产销率提升的情况下,预计 2022-2024 年锂电铜箔出货量分别为 2.3、4.1、6.1 万吨。
- **价格:** 由于锂电铜箔在中短期有望延续供应紧张的状态,且铜箔加工费主要受市场供需的影响,因此预计短期锂电铜箔加工费将维持在高位,未来随着产能落地释放,加工费或有所下降,2022-2024 年公司锂电铜箔单价为 9.8、9.5、9.0 万元/吨。
- **毛利率:** 考虑到锂电铜箔加工费未来或有所承压,毛利率将小幅下降。我们预计 2022-2024 年毛利率为 25.5%、25.0%、24.5%。

■ 标准铜箔产品:

- **出货量:** 得益于中国 PCB 行业的稳步增长,中国标准铜箔产量始终处于持续稳定增长状态,我们预计公司 2022-2024 年标准铜箔出货量分别为 1.0、1.0、1.1 万吨
- **价格:** 由于标准铜箔总需求量比较稳定,叠加公司新增产能的释放,标准铜箔加工费存在下行风险,我们预计 2022-2024 年公司标准铜箔单价为 8.9、8.7、8.6 万元/吨。
- **毛利率:** 标准铜箔行业存在单价下行的风险,我们预计 2022-2024 年标准铜箔毛利率为 18.0%、17.5%、17.2%。

■ 期间费用率:

- **销售费用率:** 公司主要客户包括宁德时代、江苏时代、时代一汽及时代上汽等,合作较为稳定,预计销售费用将保持在低位,2022-2024 年销售费用率为 0.4%。
- **管理费用率:** 随着公司业绩持续增长,规模效应将日益显著,管理费用率有望下降,我们预计 2022-2024 年管理费用率为 1.4%、1.3%、1.2%。
- **财务费用率:** 随着公司首次公开发行股票并上市,公司新产能的建设及技术研发将得到有力的资金支持,预计未来资金较为充沛,2022-2024 年财务费用率为 0.5%、0.4%、0.4%。
- **研发费用率:** 公司注重技术创新,预计研发费用将保持稳定,2022-2024 年研发费用率将保持在 3.4%-3.5%。

- **盈利预测:** 预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 31.6、47.7、64.1 亿元,同比增速为 43.7%、51.1%、34.4%;归母净利润分别为 4.8、7.4、9.9 亿元,同比增速为 26%、55%、34%。

- 锂电铜箔出货波动对公司业绩影响的敏感性分析: 2022 年锂电铜箔出货变动 0.2 万吨, 对公司归母净利润的影响比例在 7.0% 左右。2023 年三元正极出货变动 0.2 万吨, 对公司归母净利润的影响比例在 4.3% 左右。

图表 34: 中一科技业绩预测

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
锂电铜箔收入 (亿元)	2.3	4.1	6.6	13.0	22.6	38.7	54.5
锂电铜箔销量 (吨)	3231.2	5810.7	8813.6		23100.0	40768.0	60562.5
锂电铜箔产量 (吨)	3874.7	6738.7	8929.0		23100.0	41600.0	63750.0
锂电铜箔产量占比	40.4%	48.5%	52.5%		70.0%	80.0%	85.0%
产销率	83.4%	86.2%	98.7%		100.0%	98.0%	95.0%
锂电铜箔单价 (万元/吨, 税后)	7.0	7.0	7.4		9.8	9.5	9.0
锂电铜箔毛利率	19.2%	17.8%	24.2%	26.4%	25.5%	25.0%	24.5%
锂电铜箔吨毛利 (万元/吨)	1.34	1.25	1.80		2.50	2.38	2.21
锂电铜箔单位成本 (万元/吨)	5.7	5.7	5.6		7.3	7.1	6.8
锂电铜箔毛利润 (亿元)	0.4	0.7	1.6	3.4	5.8	9.7	13.4
锂电铜箔吨净利 (万元/吨)					1.94	1.85	1.72
锂电铜箔净利润 (亿元)					4.48	7.55	10.43
锂电铜箔净利率					19.8%	19.5%	19.1%
期间费用率合计	10.0%	9.5%	8.4%	6.9%	5.7%	5.5%	5.4%
锂电铜箔归母净利润 (亿元)					3.8	6.5	9.0
标准铜箔收入 (亿元)	3.7	4.2	5.1	8.9	8.9	8.9	9.5
标准铜箔销量 (吨)	5616.1	7025.5	8104.2		9900.0	10242.4	11079.5
标准铜箔产量 (吨)	5712.2	7147.4	8082.3		9900.0	10400.0	11250.0
产销率	98.3%	98.3%	100.3%		100.0%	98.5%	98.5%
标准铜箔单价 (万元/吨, 税后)	6.7	6.0	6.3		8.9	8.7	8.6
标准铜箔毛利率	22.7%	12.9%	16.5%	28.4%	18.0%	17.5%	17.2%
标准铜箔吨毛利 (万元/吨)	1.51	0.78	1.04		1.6	1.5	1.5
标准铜箔单位成本 (万元/吨)	5.1	5.2	5.3		7.3	7.2	7.1
标准铜箔毛利润 (亿元)	0.8	0.5	0.8	2.5	1.6	1.6	1.6
标准铜箔吨净利 (万元/吨)					1.10	1.04	1.02
标准铜箔净利润 (亿元)					1.09	1.07	1.13
标准铜箔净利率					12.3%	12.0%	11.8%
期间费用率合计	10.0%	9.5%	8.4%	6.9%	5.7%	5.5%	5.4%
标准铜箔净利润 (亿元)					0.9	0.9	1.0
铜箔总收入 (亿元)	6.0	8.3	11.7	21.9	31.5	47.6	64.0
铜箔总销量 (吨)	8847.3	12836.2	16917.8		33000.0	51010.4	71642.0
铜箔总产量 (吨)	9586.9	13886.0	17011.3		33000.0	52000.0	75000.0
铜箔单价 (万元/吨, 税后)	6.8	6.5	6.9		9.5	9.3	8.9
铜箔毛利润 (亿元)	1.3	1.3	2.4	6.0	7.4	11.2	15.0
铜箔毛利率	21.4%	15.3%	20.8%	27.2%	23.4%	23.6%	23.4%
其他业务收入 (亿元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
其他业务毛利率	50.8%	89.1%	88.9%		67.2%	67.2%	67.2%
其他业务毛利润 (亿元)	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0
其他业务归母净利润及投资收益等 (亿元)					0.0	0.0	0.0
公司总收入 (亿元)	6.0	8.3	11.7	22.0	31.6	47.7	64.1
YOY		37.9%	40.8%	87.8%	43.7%	51.1%	34.4%
公司毛利率	21.5%	15.5%	21.0%	27.4%	23.5%	23.7%	23.4%
公司毛利润 (亿元)	1.3	1.3	2.5	6.0	7.4	11.3	15.0
归母净利润 (亿元)	0.7	0.4	1.2	3.8	4.8	7.4	9.9

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 35: 锂电铜箔出货量对公司业绩影响的敏感性分析

2022年锂电铜箔出货量（万吨）	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9
公司2022年归母净利润（百万元）	375	409	442	477	508	542	575
归母净利润变动比例	-21.3%	-14.3%	-7.3%	0.0%	6.6%	13.6%	20.6%
2023年锂电铜箔出货量（万吨）	3.5	3.7	3.9	4.1	4.3	4.5	4.7
公司2023年归母净利润（百万元）	645	677	709	741	773	805	837
归母净利润变动比例	-12.9%	-8.6%	-4.3%	0.0%	4.3%	8.6%	12.9%

来源：中泰证券研究所测算

估值及投资建议

- 我们选取了二级市场上同处于电解铜箔行业的公司作为估值比较的基础。考虑到：（1）新能源汽车销量带动动力电池出货量爆发增长，锂电铜箔作为其关键材料，需求量也得以大幅增长；（2）公司新产能逐步释放，6 μ m 铜箔出货量将持续增长，同时未来 4.5 μ m 铜箔增长潜力较大，预计 2022-2024 年公司铜箔销量分别为 3/5/7 万吨，收入实现快速增长。我们参考铜箔可比公司 23 年平均 15 倍 PE 估值，公司估值比行业平均水平低，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 36：中一科技相对估值表

证券名称	证券代码	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE 估值	
			2022E	2023E	2022E	2023E
嘉元科技	688388.SH	162.00	7.95	13.33	20.38	12.15
诺德股份	600110.SH	154.67	6.74	10.44	22.94	14.81
铜冠铜箔	301217.SZ	107.03	4.70	6.34	22.76	16.87
平均值					22.02	14.61
中一科技	301150.SZ	69.66	4.79	7.40	14.55	9.42

来源：wind，中泰证券研究所

注：总市值取值日期为 2022 年 11 月 14 日

风险提示

- **新能源汽车销量不达预期。**锂电铜箔目前主要用于新能源汽车用动力电池，新能源汽车是锂电铜箔的最终端市场，若新能源汽车销量不及预期，将直接影响锂电铜箔的出货量，进而影响公司业绩。
- **行业竞争加剧。**若竞争对手率先在技术上取得重大突破并得到下游厂商认可，将加剧行业竞争，影响公司的市场份额。
- **产能扩充不及预期。**在锂电池产业链行业迅速扩产的背景下，若公司后续产能扩充进度不及预期，则可能受限于产能从而不能满足核心客户需求，客户选择其他供应商，而公司失去部分市场份额。
- **产品降价超预期。**未来受市场竞争加剧、电动车成本管控等因素影响，公司产品可能会面临降价需求，带来毛利率下降的风险，进而影响盈利能力。
- **行业规模测算偏差风险：**报告中对新能源汽车等行业的规模测算基于一

定的假设和前提，存在不达预期的风险。

- **公司业绩不达预期：**若公司业绩增速不达预期，会导致相对估值下调，进而影响公司股价上涨空间。
- **研报使用的信息数据更新不及时的风险。**

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	199	337	532	862	营业收入	2,197	3,157	4,770	6,410
应收票据	473	680	1,027	1,380	营业成本	1,596	2,415	3,642	4,907
应收账款	297	401	568	744	税金及附加	8	11	17	22
预付账款	1	1	1	2	销售费用	9	11	17	23
存货	202	306	461	622	管理费用	37	44	62	76
合同资产	0	0	0	0	研发费用	81	110	162	218
其他流动资产	28	40	60	81	财务费用	26	15	21	27
流动资产合计	1,199	1,765	2,650	3,691	信用减值损失	-11	-11	-11	-11
其他长期投资	6	6	6	6	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	435	524	725	1,028	投资收益	0	0	0	0
在建工程	16	124	236	351	其他收益	6	6	6	6
无形资产	30	28	25	23	营业利润	435	545	844	1,131
其他非流动资产	73	73	73	73	营业外收入	1	0	0	1
非流动资产合计	560	754	1,065	1,481	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	1,759	2,519	3,715	5,172	利润总额	435	544	843	1,131
短期借款	332	477	721	968	所得税	54	65	103	139
应付票据	139	211	318	428	净利润	381	479	740	992
应付账款	84	127	192	259	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	381	479	740	992
合同负债	2	2	4	5	NOPLAT	404	492	759	1,015
其他应付款	20	20	20	20	EPS (摊薄)	3.78	4.74	7.32	9.82
一年内到期的非流动负债	10	10	10	10					
其他流动负债	95	126	175	225					
流动负债合计	682	973	1,439	1,915					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	25	25	25	25					
非流动负债合计	25	25	25	25					
负债合计	707	999	1,464	1,940					
归属母公司所有者权益	1,052	1,521	2,250	3,232					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,052	1,521	2,250	3,232					
负债和股东权益	1,759	2,519	3,715	5,172					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3	268	358	624
现金收益	452	547	825	1,105
存货影响	-80	-104	-155	-160
经营性应收影响	-264	-311	-515	-530
经营性应付影响	109	115	172	177
其他影响	-215	22	32	32
投资活动现金流	-87	-249	-376	-504
资本支出	-174	-248	-374	-502
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	87	-1	-2	-2
融资活动现金流	180	120	212	211
借款增加	154	145	244	248
股利及利息支付	-6	-28	-43	-56
股东融资	0	0	0	0
其他影响	32	3	11	19

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	87.8%	43.7%	51.1%	34.4%
EBIT 增长率	185.7%	21.4%	54.7%	33.8%
归母公司净利润增长率	207.6%	25.5%	54.5%	34.1%
获利能力				
毛利率	27.3%	23.5%	23.7%	23.4%
净利率	17.4%	15.2%	15.5%	15.5%
ROE	36.3%	31.5%	32.9%	30.7%
ROIC	34.4%	28.7%	29.6%	27.9%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	40.2%	39.6%
债务权益比	34.9%	33.7%	33.6%	31.1%
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.2
应收账款周转天数	43	40	37	37
应付账款周转天数	16	16	16	17
存货周转天数	37	38	38	40
每股指标 (元)				
每股收益	3.78	4.74	7.32	9.82
每股经营现金流	0.03	2.65	3.54	6.18
每股净资产	10.41	15.05	22.28	32.00
估值比率				
P/E	19	15	10	7
P/B	7	5	3	2
EV/EBITDA	102	85	56	42

来源: iFinD, 中泰证券研究所

请务必阅读正文之后的重要声明部分

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。