

星源材质(300568)

报告日期: 2023年03月29日

锂电隔膜龙头优势凸显，深度布局海外

——星源材质首次覆盖深度报告

投资要点

□ 公司是全球中高端锂电隔膜主流供应商

公司全面掌握干法、湿法和涂覆隔膜制备技术，拥有锂离子电池隔膜微孔制备工艺的自主知识产权，并建有先进的隔膜生产线。2021年度公司实现归母净利润2.83亿元，同比增长133.49%，锂电池隔膜业务增长强劲。根据公司业绩预告，2022年预计实现归母净利润7.1-7.5亿元，同比增长150.98%-165.12%。

□ 行业集中度较高，头部企业优势显现

我们测算到2026年全球锂电隔膜需求为428亿平方米，四年CAGR为42%。目前隔膜行业市场集中度较高，根据EV Tank，2022年国内干法、湿法隔膜市场CR3分别为70.2%、80.5%。由于行业壁垒较高，一线厂商与二三线厂商在技术、资金上都拉开了一定差距，且由于生产设备供给有限、行业规模经济明显等原因，未来头部企业有望达成更快的扩产速度，市场集中度可能进一步提升。

□ 产能步入高峰期，绑定布鲁克纳机械

在产能方面，截至2022年初，公司已有湿法及涂覆隔膜产能约8亿平方米，2021年湿法及涂覆隔膜的产能利用率已超过100%。目前在建产能包括南通星源、合肥星源以及瑞典等项目，大部分配套涂覆产线，预计2026年公司湿法及涂覆隔膜的产能将超过38亿平方米；在设备环节，公司与布鲁克纳机械的合作关系紧密，公司扩产规划有保障；并且公司预计推出6.2米宽幅的湿法产线，新一代产线的生产效率的大幅提升将进一步降低生产成本。

□ 技术、客户优势明显，重点发力海外市场

在技术方面，公司建立了行业领先的研发平台，形成了包含原材料配方筛选和快速配方调整、微孔制备技术、成套设备自主设计、快速满足客户产品定制需求、全程技术服务的“产品+服务”的整体解决方案优势。目前公司客户涵盖宁德时代、比亚迪、LGES、Northvolt等国内外头部企业，公司的海外业务盈利能力强、客户关系稳定，通过瑞典基地有望享受海外市场电动化的发展机会。

□ 盈利预测与估值

首次覆盖，给予“增持”评级。公司作为全球领先的锂离子电池隔膜供应商，围绕技术、客户端已经建立起较深的竞争壁垒。在全球汽车电动化的大趋势之下，公司着眼全球积极扩产提升市场占有率，未来有望维持高速增长。我们预计2022-2024年公司归母净利润为7.14、12.44、18.21亿元，对应EPS分别为0.56、0.97、1.42元，对应PE为35、20、14倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

产品价格下跌和盈利能力下滑风险，技术路线变更风险，汇率波动风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1861	2964	5080	7175
(+/-) (%)	92.48%	59.30%	71.41%	41.24%
归母净利润	283	714	1244	1821
(+/-) (%)	133.49%	152.42%	74.22%	46.41%
每股收益(元)	0.22	0.56	0.97	1.42
P/E	89.33	35.39	20.31	13.87
ROE(%)	7.73%	14.88%	21.49%	25.19%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 增持(首次)

分析师: 张雷

执业证书号: S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 赵千里

执业证书号: S1230522050003
zhaoqianli@stocke.com.cn

分析师: 黄华栋

执业证书号: S1230522100003
huanghuadong@stocke.com.cn

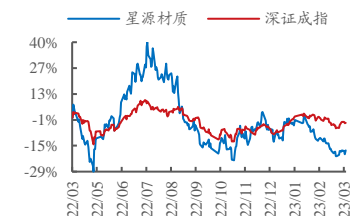
研究助理: 虞方林

yufanglin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 19.73
总市值(百万元)	25,288.47
总股本(百万股)	1,281.73

股票走势图



相关报告

- 1 《【浙商电新|邓伟】星源材质: 量利双升, 业绩如期释放——2021Q3报点评》 2021.10.20
- 2 《海外客户放量在即, 公司业绩拐点将至——星源材质深度报告》 2021.09.01

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预测 2022-2024 年公司归母净利润为 7.14、12.44、18.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.97、1.42 元，对应 PE 为 35、20、14 倍。综合考虑公司较快的业绩成长、较强的综合竞争力和坚实的竞争壁垒，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 关键假设

- 1) 假设 2022-2024 年全球动力、储能和消费锂电池对隔膜的需求量合计分别达到 124 亿、173 亿、250 亿平方米。
- 2) 假设 2022-2024 年干法隔膜销量分别为 7.5 亿、9.3 亿、12.09 亿平方米，湿法隔膜销量为 3.0 亿、3.5 亿、3.5 亿平方米，涂覆隔膜销量为 6.5 亿、16.5 亿、28.0 亿平方米。
- 3) 假设 2022-2024 年干法隔膜价格分别为 0.98、0.82、0.72 元/平方米，湿法隔膜价格分别为 1.50、1.29、1.16 元/平方米，涂覆隔膜价格分别为 2.71、2.33、2.10 元/平方米。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：未来随着行业产能投放，锂电隔膜价格回落，公司盈利能力会受负面影响。**我们认为：**锂电隔膜行业壁垒较高，非头部企业扩产进度或不达预期，而公司技术工艺优势明显，成本下降幅度将优于同业，此外公司客户资源丰富，在竞争更有序的海外市场深耕，公司盈利能力有较强的保障。

市场认为：乘联会数据显示 2022 年新能源乘用车渗透率达到 27.6%，在该渗透率下未来国内新能源车行业增速可能会放缓，公司作为其上游企业会受到影响，发展速度也可能受到压制。**我们认为：**公司具有国际化视野和竞争力，深度布局欧洲等海外市场，而海外市场电动汽车渗透率仍相对较低，行业增速较快，公司在海外市场的发展有望拉动业务持续取得较快增长。

● 股价上涨的催化因素

公司技术工艺进步，产线的幅宽、车速等技术指标持续改进带动单线产能超预期增长；公司与下游客户签订长期供货协议；公司在锂电池隔膜领域大客户拓展超预期。

● 风险提示

产品价格下跌和盈利能力下滑风险，锂离子电池隔膜行业进步和产品替代风险，汇率波动风险。

正文目录

1 干法隔膜全球领先，湿法隔膜快速突破	5
2 锂电市场方兴未艾，龙头公司优势明显	8
2.1 锂电关键材料之一，隔膜涂覆趋势持续	8
2.2 行业竞争格局集中，龙头优势较为稳固	12
3 规模效应显现，海外市场是业务拓展重点	14
3.1 干法起家转型湿法，布局全球生产基地	14
3.2 绑定头部电池企业，深度参与海外市场	16
3.3 持续加大研发投入，掌握隔膜核心技术	18
4 盈利预测与估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 估值与投资建议	21
5 风险提示	21




图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司营业收入和同比(单位: 百万元, %).....	6
图 3: 公司归母净利润和同比增速(单位: 百万元, %).....	6
图 4: 公司各业务收入占比(单位: %).....	6
图 5: 公司各地区收入占比(单位: %).....	6
图 6: 公司毛利率及净利率(单位: %).....	7
图 7: 公司各项费用率(单位: %).....	7
图 8: 公司股权结构(截止 2022 年 9 月 30 日, 单位: %).....	7
图 9: 锂电池工作原理图.....	8
图 10: 磷酸铁锂电芯的成本结构(单位: %).....	8
图 11: 干法单向拉伸工艺流程图.....	8
图 12: 湿法工艺流程图.....	9
图 13: 锂电隔膜的出货量(单位: 亿平米).....	10
图 14: 锂电隔膜的出货量占比(单位: %).....	10
图 15: 2022 年中国锂电隔膜竞争格局(单位: %).....	12
图 16: 各公司隔膜业务毛利润比较(单位: 百万元).....	12
图 17: 各公司隔膜业务销售毛利率比较(单位: %).....	12
图 18: 公司干法、湿法和涂覆隔膜出货量(单位: 万平方米).....	14
图 19: 公司干法、湿法和涂覆隔膜出货量占比(单位: %).....	14
图 20: 合肥星源的营收和利润情况(单位: 百万元).....	14
图 21: 公司国内和海外业务毛利率变化(单位: %).....	16
图 22: 欧盟 2018 年通过的碳排放标准(单位: g/km).....	17
图 23: 大众集团旗下各类汽车的碳排放量排序(单位: g/km).....	17
图 24: 公司研发投入和占营收比例(单位: 百万元, %).....	18
表 1: 公司产品类型.....	5
表 2: 隔膜技术路线的基本情况.....	9
表 3: 隔膜技术路线的性能对比(单位: μm 、Mpa、gf、 $^{\circ}\text{C}$).....	9
表 4: 隔膜涂覆主要材料及性能特点.....	11
表 5: 全球锂电池隔膜需求测算(单位: 万辆, kWh/辆, GWh, 万平方米/GWh, 亿平方米).....	11
表 6: 近年锂电池隔膜行业并购事件.....	13
表 7: 隔膜设备主要供应商情况.....	13
表 8: 公司主要扩产项目(单位: 亿元).....	15
表 9: 公司与布鲁克纳机械有限公司的合作历史.....	15
表 10: 公司的国际合作伙伴.....	16
表 11: 公司的研发项目.....	19
表 12: 公司业务拆分(单位: 百万元, %).....	20
表 13: 可比公司估值表(单位: 亿元、元/股、倍).....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 干法隔膜全球领先，湿法隔膜快速突破

公司是全球中高端锂电隔膜主流供应商。公司全面掌握干法、湿法和涂覆隔膜制备技术，拥有锂离子电池隔膜微孔制备工艺的自主知识产权，并建有先进的隔膜生产线，产品广泛应用于新能源汽车、储能电站、电动自行车、电动工具、数码类电子产品等领域。

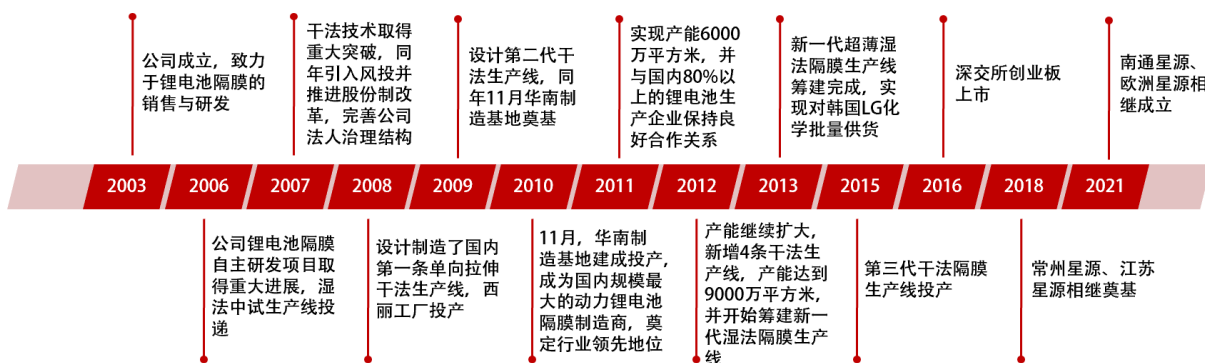
表1: 公司产品类型

产品	类型	规格	外观	用途
干法隔膜	常规/高强度/高韧性/抗注液起皱/多组分系列	9-40 μ m		用于电动汽车、电动自行车、电动工具、数码产品、储能用电池领域
湿法隔膜	常规/小孔径/低闭孔/高强度/超高强度/特殊性能系列	4-25 μ m		用于电动汽车、电动工具、高端数码类用锂离子电池
涂覆隔膜	陶瓷涂覆/水系聚合物涂覆/油系聚合物涂覆/纳米纤维涂覆/陶瓷聚合物混合涂覆/交联等系列	单面涂层厚度 0.3-5 μ m		用于对安全性要求更高的动力、数码电动电池领域

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

深耕隔膜行业二十年，产能、研发、客户均已遍布全球。公司于2003年9月成立，于2016年在深交所创业板挂牌上市。2007年公司设计制造国内第一条单向拉伸干法生产线，并于2009年和2015年研发成功了第二代、第三代干法生产线；在湿法隔膜领域，2013年公司建成新一代超薄湿法隔膜生产线。客户覆盖全球头部厂商，国内市场包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、中创新航、亿纬锂能、天津力神、欣旺达、蜂巢能源等知名锂离子电池厂商；国际市场包括韩国LG、三星SDI、瑞典Northvolt AB、日本村田、SAFT等一线厂商。在国内，公司以深圳总部为核心，子公司落于合肥、常州、南通，形成“深圳+合肥+常州+南通”的产能布局。在海外，公司在日本、美国、欧洲均布局了研究院，2021年开始在瑞典建设欧洲生产基地。

图1: 公司发展历程

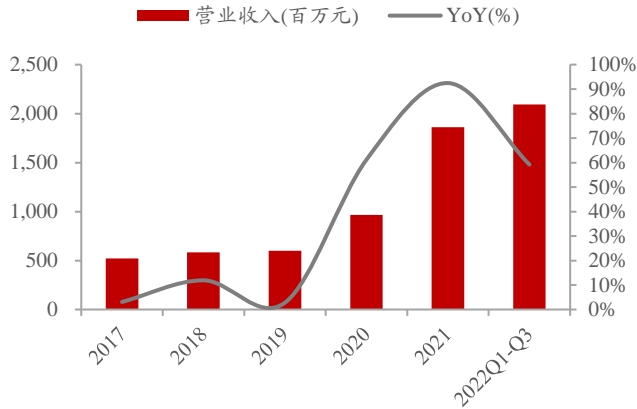


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

下游需求旺盛，产能扩张推动历史业绩较快增长。2021年公司实现营业收入18.61亿元，同比增长92.48%；实现归母净利润2.83亿元，同比增长133.49%，业绩大幅增长主要受益于锂离子电池隔膜市场需求旺盛和公司前期投入项目产能释放。2017-2021年公司营业

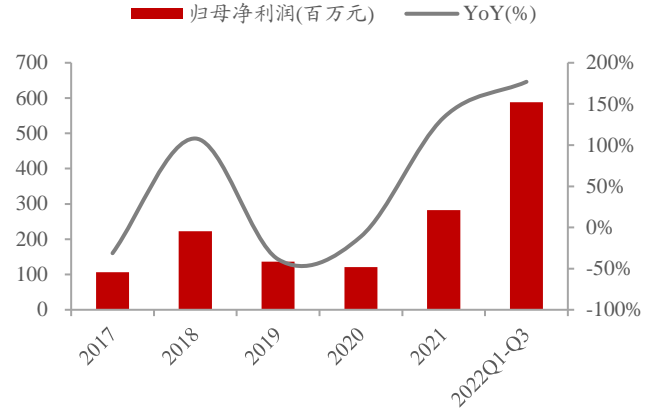
收入从 5.21 亿元增长至 18.61 亿元，四年 CAGR 为 37.44%；归母净利润从 1.07 亿元增长至 2.83 亿元，四年 CAGR 为 27.58%。2022 年公司的隔膜业务持续快速增长，2022 年前三季度实现营业收入 20.93 亿元，同比增长 59.19%，归母净利润 5.88 亿元，同比增长 176.89%。根据公司业绩预告，2022 年预计实现归母净利润 7.1-7.5 亿元，同比增长 150.98%-165.12%。

图2：公司营业收入和同比(单位：百万元，%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

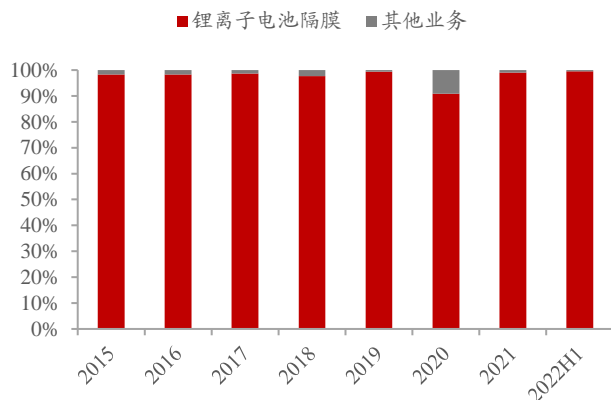
图3：公司归母净利润和同比增速(单位：百万元，%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

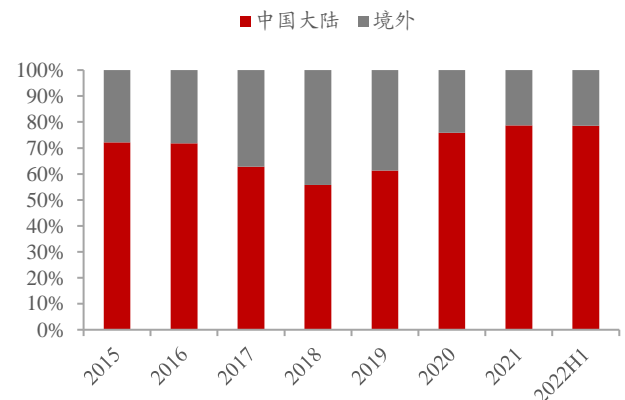
锂电池隔膜产品是公司主要营业收入来源。公司核心业务是电池隔膜，2015 年以来业务收入占比均超过 90%，2021 年公司锂离子电池隔膜产品实现营业收入 18.42 亿元，营收占比高达 99.02%。公司积极拓展海外业务，已经与 LG 化学、三星 SDI、Northvolt AB、日本村田等海外一线锂电池厂商形成了稳定合作关系，海外市场收入从 2015 年的 27.39% 增长至 2018 年的 44.29%，达到高峰；2019 年以来随着国内新能源车需求的快速增长，公司海外收入占比有所下降，2021 年该比例为 21.26%，2022 年上半年该比例为 21.37%。

图4：公司各业务收入占比(单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：公司各地区收入占比(单位：%)

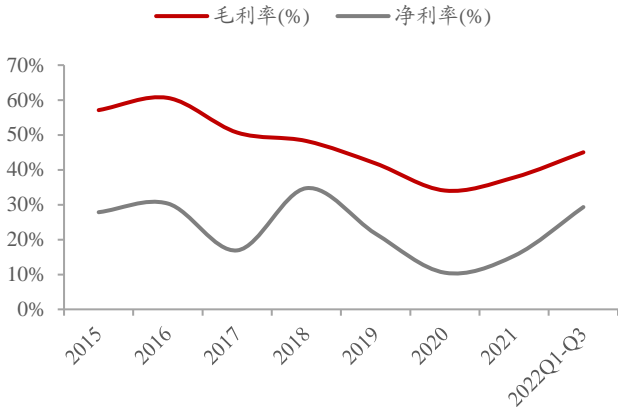


资料来源：Wind，浙商证券研究所

隔膜价格波动影响毛利率水平，汇兑损益影响净利率。公司毛利率从 2016 年的 60.60% 降至 2020 年的 34.64%，主要受 2016 年以来年隔膜价格持续走低影响；2021 年以来由于新能源车等下游需求旺盛，隔膜价格走高，公司毛利率逐步回升，2022 年前三季度恢复到

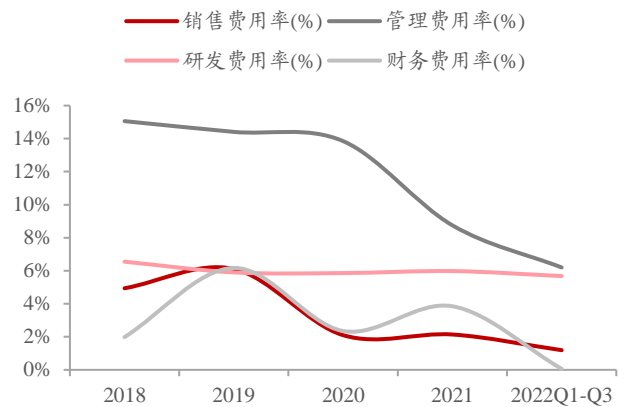
45.02%。2016-2020 年公司销售净利率亦呈现逐级下行的态势，从 2016 年的 30.32%降至 2020 年的 10.5%；其中 2018 年销售净利率大幅走高至 34.73%，主要由于当年美元对人民币大幅度升值，汇兑损益的变动影响净利润；2021 年以来公司净利率也随毛利率一齐走高，2022 年前三季度净利率达到 29.32%。随着公司产能规模快速增长，公司销售费用率和管理费用率都呈现明显下降；财务费用率受到公司大额产能投资和融资节奏等影响，呈现较大波动；研发费用率一直在 6%左右，公司在研发方面进行了持续的较大投入。

图6：公司毛利率及净利率(单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

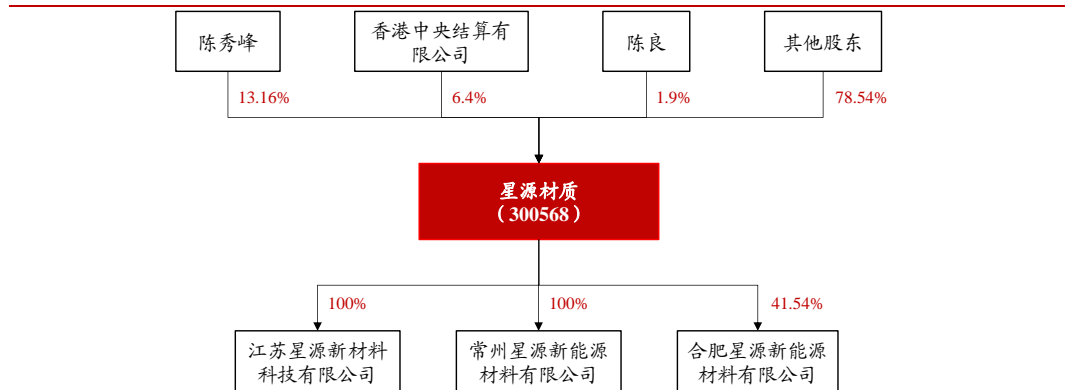
图7：公司各项费用率(单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司实际控制人为陈秀峰、陈良兄弟，合计持有公司 15.06%的股权。陈秀峰现任公司的董事长、总经理，陈良为公司原副董事长、原总经理，陈秀峰、陈良为兄弟关系，系公司实际控制人和一致行动人，截至 2022 年 9 月 30 日，两人合计直接持有公司 15.06%股权。董事长陈秀峰是华中科技大学学士，日本北陆先端大学院博士，曾为深圳市第五届人大代表，他深耕隔膜产业十余年。公司于 2017 年实施了第一期员工持股，于 2020 年、2022 年两次实施股权激励，良好的激励制度对公司管理和发展起到积极作用。截止 2022 年 9 月 30 日，香港中央结算有限公司持有公司 6.4%的股权，为公司第二大股东。

图8：公司股权结构(截止 2022 年 9 月 30 日，单位：%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 锂电市场方兴未艾，龙头公司优势明显

2.1 锂电关键材料之一，隔膜涂覆趋势持续

隔膜是锂电池关键的内层组件之一，亦是成本的重要构成。隔膜是有孔隙的绝缘膜，将电池的正、负极分隔开来防止短路。隔膜的孔隙能使电解液传输锂离子，且电子从外电路传输，从而形成电化学充放电回路。隔膜的性能决定了电池的界面结构、内阻等，直接影响电池的容量、循环以及安全性能等特性。目前，锂离子电池隔膜生产材料以聚烯烃为主，主要包括聚丙烯(PP)、聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)和聚乙烯(PE)复合材料。根据我们测算，按照 2022 年 12 月 30 日鑫椽资讯披露的材料价格，我们测算在电池成本中，隔膜成本占比分别为 5.48%。

图9：锂电池工作原理图

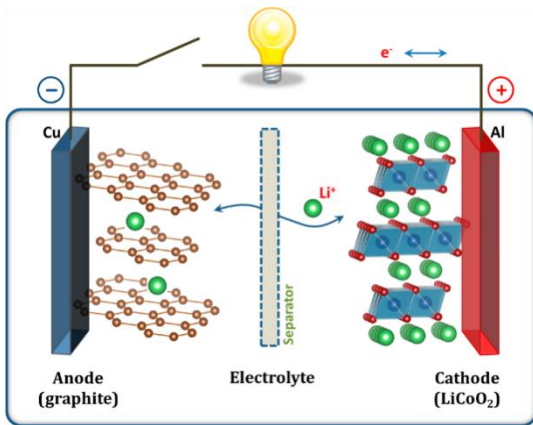
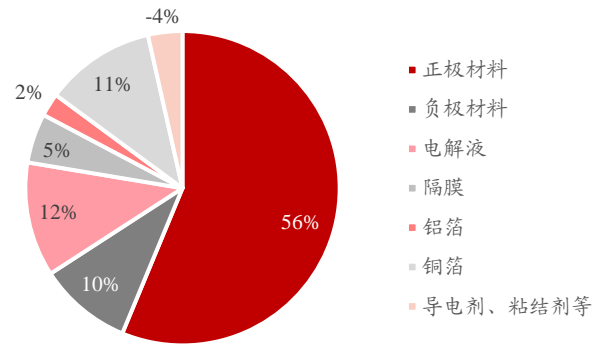


图10：磷酸铁锂电芯的成本结构(单位：%)



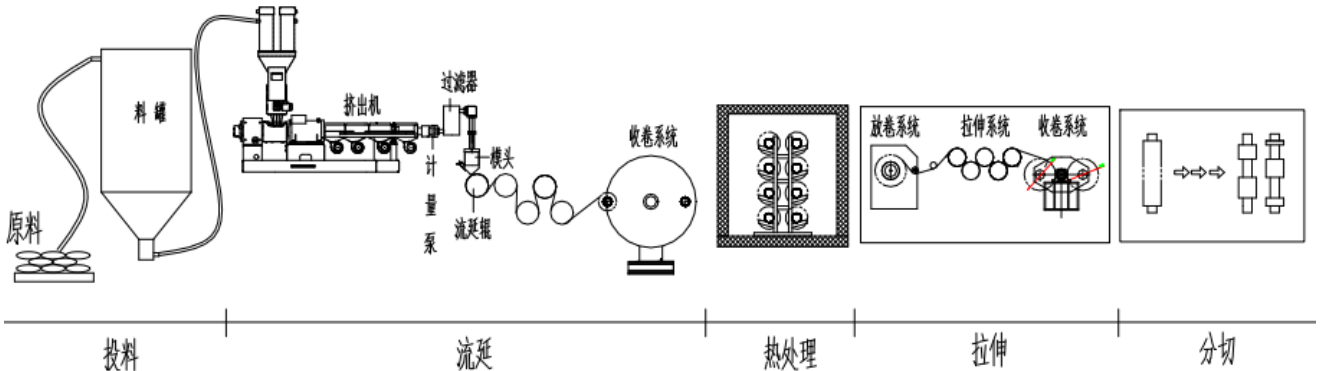
资料来源：《The Li-Ion Rechargeable Battery: A Perspective》(Journal of American Chemical Society)，浙商证券研究所

资料来源：《比亚迪新能源动力电池（一期）项目环境影响评价报告表》，鑫椽资讯，上海有色金属报，浙商证券研究所测算 *材料价格取自 2022-12-30

锂电池隔膜主要通过干法和湿法两种不同工艺制备而成。根据技术路线不同，锂电池隔膜可分为干法单向拉伸工艺隔膜、干法双向拉伸工艺隔膜、湿法工艺隔膜。

(1)干法工艺：将聚烯烃树脂熔融、挤压、吹膜制成结晶性聚合物薄膜，经过结晶化处理、退火后，得到高度取向的多层结构，在高温下进一步拉伸，将结晶界面进行剥离，形成多孔结构，可以增加薄膜的孔径。

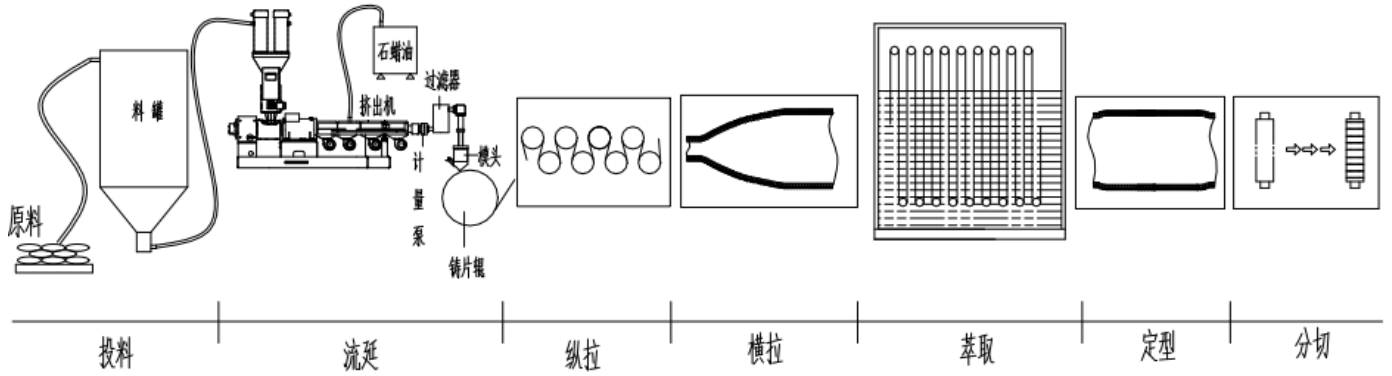
图11：干法单向拉伸工艺流程图



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

(2)湿法工艺：又称相分离法或热致相分离法，将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融后，形成均匀的混合物，然后降温进行相分离，压制得膜片，再将膜片加热至接近熔点温度，进行双向拉伸使分子链取向，最后保温一定时间，用易挥发物质洗脱残留的溶剂，可制备出相互贯通的微孔膜材料。

图12：湿法工艺流程图



资料来源：公司招股书、浙商证券研究所

性能对比：干法的优点是工艺相对简单、附加值高、无环境污染；缺点是孔径及孔隙率较难控制、产品不能做得很薄。湿法的优点是隔膜孔径范围比较小而均匀、双向拉伸强度高、膜更薄；缺点是投资大、周期长、工艺复杂。

应用领域：在动力锂电领域，干法隔膜熔点高于湿法，具有较优的耐压性能，因此主要用于储能、磷酸铁锂动力电池、两轮车等领域，且成本相对低于湿法。而湿法工艺整体工艺难度大、精密程度高，可以获得更高的孔隙率和更好的透气性，能够生产轻薄、高强度和高能量密度的隔膜，更容易满足下游锂电池对于轻薄化、大容量、高能量密度的需求，因此湿法隔膜多用于三元电池。

表2：隔膜技术路线的基本情况

项目	干法	湿法
生产方式	单向拉伸	双向拉伸
工艺原理	晶片分离	晶型转换
工艺特点	设备复杂，精度要求高，控制难度高，污染小	设备复杂，投资大，需要成孔剂辅助成孔
主要产品	单层 PP、PE 隔膜以及复合隔膜	PE 隔膜
主要优点	微孔尺寸和分布均匀，导通性好，PP 耐高温及抗氧化性好，能生产单层和多层隔膜	微孔尺寸和分布均匀，适宜生产较薄产品
主要缺点	横向拉伸强度低，短路率稍高	工艺复杂成本高，不环保，只能生产单层 PE 膜

资料来源：高工锂电，浙商证券研究所

表3：隔膜技术路线的性能对比（单位：μm、Mpa、gf、℃）

性质	参数	干法工艺	湿法工艺	对比	结论
一致性	厚度	12-30μm	5-30μm	湿法厚度更薄	一致性上，干法单拉和湿法相当
	孔径分布	15-40μm	25-50μm	孔径范围不同	

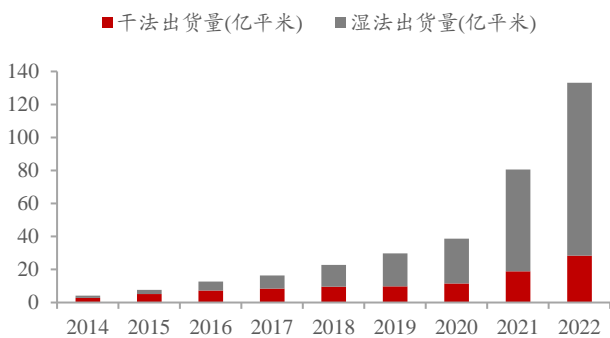
	孔隙率	30%-50%	35%-55%	湿法孔隙率更高	
稳定性	横向拉伸强度/Mpa	<100	130-150	湿法横向拉伸强度更高	稳定性上, 湿法力学性能好于干法, 干法热学性能好于湿法
	纵向拉伸强度/Mpa	130-160	140-160	湿法纵向拉伸强度略高	
	横向热收缩率/120度	<1%	<6%	干法横向热收缩性更好	
	纵向热收缩率/120度	<3%	<3%	干法纵向热收缩性更好	
安全性	穿刺强度/gf	200-400	300-550	湿法穿刺强度更好	安全性上, 湿法碰撞性能好于干法, 干法热失控上好于湿法
	闭孔温度/°C	145	130	干法闭孔温度更高	
	熔断温度/°C	170	150	干法熔断温度更高	

资料来源: 高工锂电, 浙商证券研究所

当前湿法技术路线占主流。根据 EV Tank 数据, 2016-2022 年, 国内湿法隔膜出货量大幅增长, 从 5.5 亿平方米增长至 104.8 亿平方米, 六年 CAGR 为 63.4%, 市占率从 43.3% 增长至 78.7%, 当前湿法路线已经成为市场主流, 原因在于湿法隔膜性能优势明显, 有利于提高动力电池的能量密度, 更能够适应下游动力电池追逐向高能量密度的趋势。

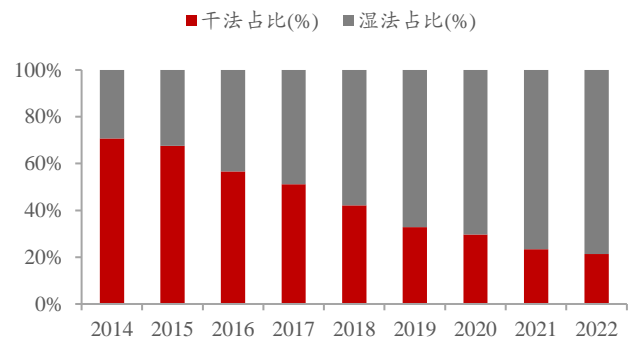
中期看干湿法两种路线互补并存。根据 EV Tank 数据, 2016-2019 年, 国内干法隔膜出货量从 7.2 亿平方米增长至 9.8 亿平方米, 增速远低于同期湿法隔膜水平; 但 2020-2022 年干法隔膜出货量三年 CAGR 为 42.6%, 增速快速上行, 主要原因有以下几点: 1) 近年来新能源汽车补贴退坡使成本压力向上游传导, 干法隔膜成本优势凸显。2) 在动力领域, 比亚迪研发的刀片电池为代表的电芯长薄化趋势越来越明显, 叠片工艺对隔膜力学特性要求高, 干法单拉隔膜的高安全性、低成本使得其成为刀片电池的优选技术路线。3) 储能作为锂离子电池最有潜力的应用领域之一, 吸引了宁德时代、LG 为代表的众多企业大力布局, 干法隔膜在成本、安全性上的优势使得其成为储能市场的优选技术。从中期来看, 干湿法隔膜仍将凭借各自的优势呈现并存的状态。

图13: 锂电隔膜的出货量(单位: 亿平米)



资料来源: EV Tank, 浙商证券研究所

图14: 锂电隔膜的出货量占比(单位: %)



资料来源: EV Tank, 浙商证券研究所

涂覆改性将提升隔膜性能, 基膜配套涂覆趋势持续。涂覆是在聚烯烃隔膜上涂覆特定材料, 改变基膜性能, 不仅可提升隔膜的热稳定性、改善其机械强度, 防止隔膜收缩而导致的正负极大面积接触, 还能提高隔膜的耐穿刺能力, 防止电池长期循环工况下锂枝晶穿刺隔膜引发的短路。同时, 涂覆工艺有利于增强隔膜的保液性和浸润性, 从而延长电池循环寿命。此外, 涂覆隔膜产品溢价高, 预计隔膜生产商将加大对涂覆工艺的投入。

涂覆环节的材料包括涂覆颗粒和涂覆溶剂。(1)涂覆颗粒(即涂覆材料): 可分为无机和有机两大类。无机材料主要有陶瓷(勃姆石、氧化铝), 有机材料主要有 PVDF、PMMA、芳纶等。无机材料的主要优势在于技术更为成熟, 生产成本更低, 性价比高, 经济性较有机涂覆有明显优势; 有机涂覆最大的优势就是产品性能好, 但价格昂贵。(2)涂覆溶剂: 可分为油性(丙酮、NMP 等)与水性(去离子水、乙醇、丙三醇等)两种。油性涂覆用于有机涂覆颗粒, 均匀性和粘附性优于水性涂覆, 但成本偏高, 主要用于高端电池。水性涂覆尽管性能方面有所欠缺, 但性价比高。

表4: 隔膜涂覆主要材料及性能特点

名称	分类	材料	产品特点	应用领域
涂覆材料	无机材料	陶瓷(勃姆石、氧化铝等)	提高隔膜的耐热性, 增强隔膜的抗刺穿性; 改善电池的倍率性能和循环性能; 提升电芯的良品率; 减少电池在使用过程中的自放电	储能、动力
	有机材料	PVDF、芳纶等	提升粘接性和电池硬度; 提高隔膜的耐热性、抗氧化性	动力、消费
	复合材料	陶瓷+PVDF 等	耐高温、降低热收缩; 提升粘接性和电池硬度; 增强吸液性, 提升循环寿命	消费电池
溶剂	水性	去离子水、乙醇、丙三醇等	环境污染小、产品均匀性与粘附性差	低端锂电池
	油性	丙酮、NMP 等	成本高、污染大、均匀性与粘附性较好	中高端锂电池

资料来源: 新能源创新材料, 浙商证券研究所

到 2026 年全球锂电隔膜需求为 428 亿平方米, 四年 CAGR 为 42%。我们测算得到, 2026 年全球动力、储能和消费锂电池对隔膜的需求量分别达到 276、128 和 23 亿平方米, 五年 CAGR 分别为 42%、79%和 4%。

表5: 全球锂电池隔膜需求测算(单位: 万辆, kWh/辆, GWh, 万平方米/GWh, 亿平方米)

	单位	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR (2021-2026)
全球新能源汽车总销量	万辆	675	1120	1496	2061	2795	3460	38.66%
中国	万辆	355	688	850	1100	1430	1716	37.08%
海外	万辆	321	432	646	961	1365	1744	40.33%
国内单车带电量	kWh/辆	44	48	53	58	60	62	7.10%
海外单车带电量	kWh/辆	51	56	56	58	60	62	3.98%
国内动力电池装机量	GWh	156	330	451	638	858	1064	46.81%
海外动力电池装机量	GWh	163	242	362	557	819	1081	45.92%
全球动力电池装机量	GWh	319	572	812	1195	1677	2145	46.36%
全球储能电池需求量	GWh	47	143	271	474	712	996	84.27%
全球消费锂电池需求量	GWh	125	135	146	158	170	180	7.55%
隔膜单位用料	万平方米/GWh	1500	1455	1411	1369	1328	1288	-3.00%
隔膜需求量	亿平方米	74	124	173	250	340	428	42.15%
动力	亿平方米	48	83	115	164	223	276	41.97%
储能	亿平方米	7	21	38	65	95	128	78.74%
消费	亿平方米	19	20	21	22	23	23	4.32%

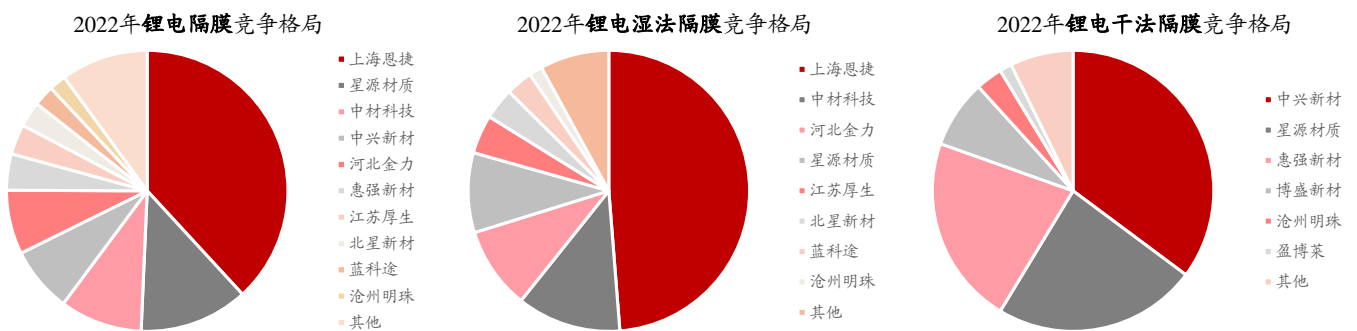
资料来源: GGII, Marklines, SNE Research, GTM, BP, IRENA, 中国汽车动力电池产业创新联盟, 中汽协, 浙商证券研究所测算

2.2 行业竞争格局集中，龙头优势较为稳固

中国企业份额领先。根据 GGII 数据，2021 年我国隔膜出货量达 78 亿平米，同比增长 210%，同期全球锂电隔膜产量达到 108 亿平米。中国锂电隔膜市占率已经超过 70%，是全球产能的中心。国内企业积极投资扩张产能，而海外隔膜企业多为多业务集团，整体扩张节奏保守，新增产能有限。

隔膜行业市场集中度较高。根据 EV Tank，2022 年国内干法、湿法隔膜市场呈现高度集中的竞争格局。其中湿法隔膜领域“一超多强”，恩捷股份的龙头地位稳固；干法隔膜行业“三足鼎立”，中兴新材、星源材质和惠强新材处于第一梯队，与第二梯队的差距较大。

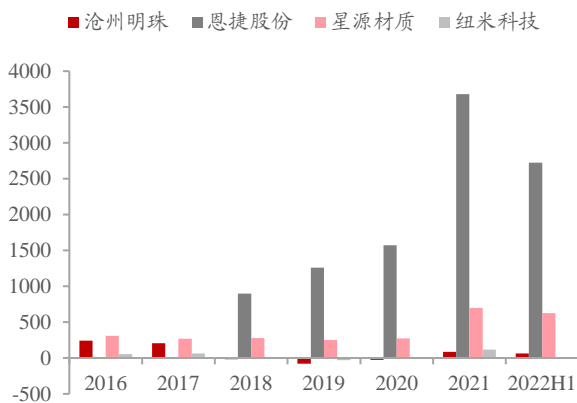
图15：2022年中国锂电隔膜竞争格局(单位：%)



资料来源：EV Tank、浙商证券研究所

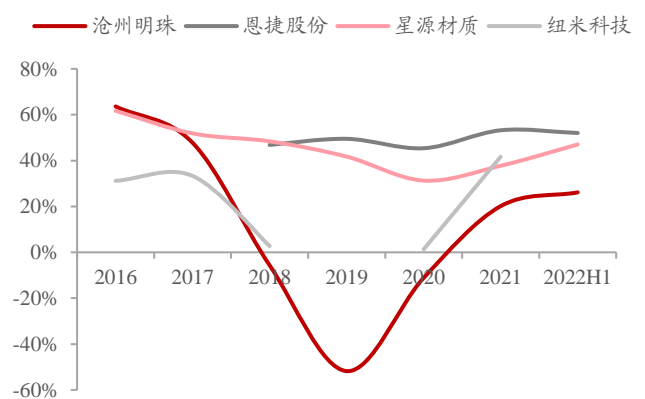
市场两极分化，企业盈利能力拉开差距。从毛利率来看，恩捷股份、星源材质为代表的一线企业具有稳定而可观的盈利能力，随着隔膜产能扩大和连续生产降低期间费用，可有效摊薄成本。而二三线企业盈利能力波动较大，与一线企业有较为明显的差距，部分企业甚至陷入长期亏损泥潭，近年行业内的并购重组时有发生。2018-2019 年市场竞争加剧，隔膜低端产能过剩，企业价格战致使净利率下降更为明显，部分企业隔膜业务均有不同程度的亏损，而 2020 年至今新能源汽车对锂电池的需求旺盛，隔膜行业供不应求，同时隔膜工艺日趋成熟，规模效应发挥作用，成本降低，业内公司盈利能力均有不同程度的恢复。

图16：各公司隔膜业务毛利润比较(单位：百万元)



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图17：各公司隔膜业务销售毛利率比较(单位：%)



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

表6: 近年锂电池隔膜行业并购事件

日期	收购方	标的企业	内容
2018年11月	恩捷股份	江西通瑞	恩捷股份以现金2亿元从外部第三方购买江西通瑞100%股权
2019年5月	恩捷股份	深圳清松	恩捷股份以2,000万元从外部第三方购买深圳清松100%股权
2019年8月	中材科技	湖南中锂	中材科技增资9.97亿元收购湖南中锂60%股权
2020年3月	恩捷股份	苏州捷力	恩捷股份以20.2亿元从胜利精密购买苏州捷力100%股权
2020年12月	恩捷股份	纽米科技	恩捷股份以6,825.95万元从云南云天化集团购买纽米科技76.36%股权

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

生产设备外购受限, 非头部企业扩产节奏可能受影响。目前, 干法隔膜生产设备已经基本完成国产化, 北京自动化研究所、桂林电科所和济南机械装备总厂等都可以供应, 国外供应商有奥地利 SML 兰精机械等。而锂电池湿法隔膜生产设备复杂, 主要依赖进口, 世界上主要设备供应商有德国布鲁克纳、日本制钢所、日本东丽、韩国 MASTER、韩国韩承、法国 ESOPP 等。头部隔膜厂商与设备厂商保持紧密联系, 优质设备供应商产能被企业绑定。此外, 从订单下发至设备交付通常需要一年半以上, 设备进厂后通常还需要数月的设备调试时间, 扩产周期长。我们预计非头部企业的扩产节奏可能会受多方面因素影响。

表7: 隔膜设备主要供应商情况

企业	设备主要供应商	详情
恩捷股份	日本制钢所 	制钢所是世界领先德机械制造商, 其设备精密度高、产品良品率高, 恩捷与制钢所共同研发设计产线
星源材质	德国布鲁克纳 	布鲁克纳是全球领先德薄膜设备提供商, 设备具备大宽幅和高车速优势, 星源具有干湿法设备的整合能力
中材科技	法国 ESSOP 	法国 ESSOP 具备吹塑、拉伸设备和双向塑料薄膜产线的生产能力, 中材具备一定的设备整合与调适能力

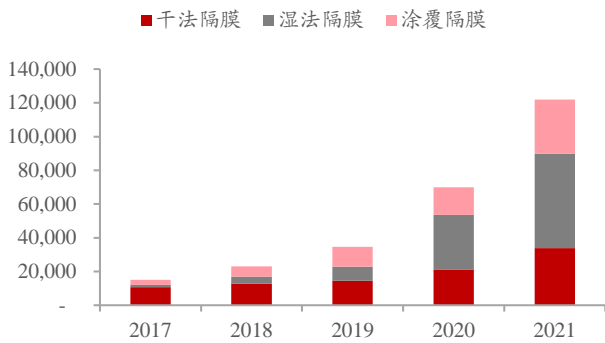
资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

3 规模效应显现，海外市场是业务拓展重点

3.1 干法起家转型湿法，布局全球生产基地

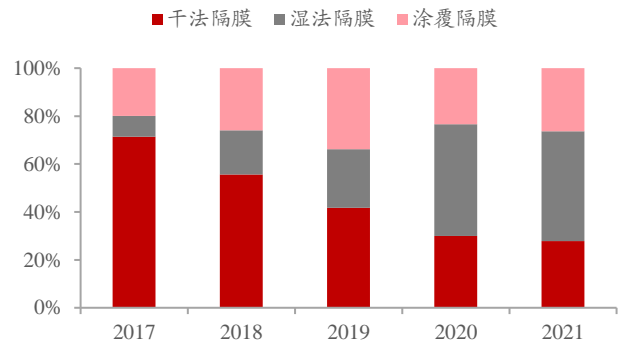
干法龙头，湿法转型成效显著。公司 2021 年锂离子电池隔膜销售量 12.2 亿平方米，同比增长 74%，其中干法隔膜出货量达到 3.39 亿平，同比增长 62%，占公司隔膜总出货量比例为 28%；湿法隔膜出货量 5.58 亿平，同比增长 79%，占公司隔膜总出货量比例为 46%；公司的涂覆隔膜以湿法涂覆为主，出货量达到 3.21 亿平，同比增长 97%，占总出货量比例为 26%。公司从干法隔膜行业龙头公司向湿法转型已经取得了明显的效果，根据 EV Tank，2022 年公司湿法隔膜出货量居国内第四。目前公司扩产项目仍集中于湿法和涂覆隔膜生产领域，有望增强在湿法领域的竞争实力。

图18：公司干法、湿法和涂覆隔膜出货量(单位：万平方米)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

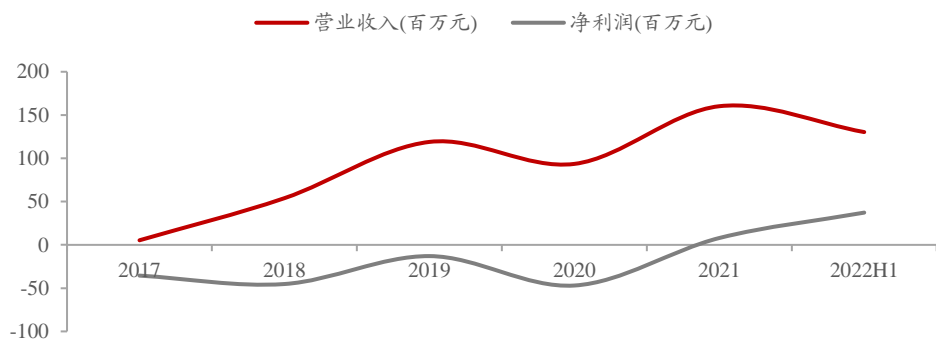
图19：公司干法、湿法和涂覆隔膜出货量占比(单位：%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司规模效应逐渐显现。锂电隔膜行业属于重资产行业，根据公司公告，2021 年底公司固定资产占总资产比例达到 44%，更高的产能利用率和规模效应能够有效摊薄折旧等固定成本。以公司的子公司合肥星源为例，其两条湿法产线已在 2017 年年末进入了工艺调试流程，2018 年处于产能爬坡阶段，产能尚未全部释放，规模效应未能充分显现，导致合肥星源的单位生产成本较高，当年亏损 4526 万元。2019 年合肥星源营业收入大幅增长，净亏损减少到 1298 万元；到 2021 年，合肥星源营收规模达到 1.6 亿元，并成功扭亏。合肥星源盈利改善背后是产能爬坡、产能利用率提升，规模效应显现。

图20：合肥星源的营收和利润情况(单位：百万元)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

布局全球生产，2026年湿法及涂覆隔膜产能有望达到38亿平方米。截至2022年初，公司已有湿法及涂覆隔膜产能约8亿平方米，2021年湿法及涂覆隔膜的产能利用率已超过100%。目前的规划产能项目包括南通星源20亿平方米湿法隔膜和13亿平方米涂覆隔膜、合肥星源3.6亿平方米湿法及涂覆隔膜以及瑞典7亿平方米湿法隔膜和4.2亿平方米涂覆隔膜，预计2026年公司湿法及涂覆隔膜的产能将超过38亿平方米。此外，公司还规划南通三期和佛山基地的产能拟建项目，远期湿法隔膜产能将达80亿平方米，涂覆配套比例进一步提升。

表8：公司主要扩产项目(单位：亿元)

项目类型	生产基地	项目名称	拟投资金额	项目产能	释放计划
2022年7月定增募投项目	南通	高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜(一期、二期)项目	75亿元	年产20亿平方米湿法隔膜和13亿平方米涂覆隔膜	2021年-2024年上半年，一期建设完成；2023年下半年-2025年，二期建设完成
在建项目	合肥	年产36000万平方米高性能超薄锂电池隔膜项目(二期)	5.16亿元	年产3.6亿平方米湿法及涂覆隔膜	2021年-2022年底，项目建设完成；
	瑞典	瑞典湿法隔膜及涂覆项目	最初计划19.72亿元，而后分别追加1亿美元和8.72亿元	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	2021年-2022年上半年，一期建设完成；2022年-2023年四季度，二期建设完成；2024年-2025年上半年，三期建设完成
拟建项目	南通	高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜(三期)项目	25亿元	年产10亿平方米湿法及涂覆隔膜	建设期需2.5年，开始时间根据一、二期情况而定
	佛山	星源材质华南新能源产业基地项目	100亿元	年产32亿平方米湿法隔膜、16亿平方米干法隔膜及35亿平方米涂覆隔膜	一期自取得一期宗地之日起，24个月内投产；二期自取得二期项目宗地之日起，24个月内投产

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

设备环节绑定布鲁克纳机械，湿法产线进一步升级。布鲁克纳机械有限公司是世界领先的薄膜拉伸生产线供应商，主要产品为双向逐步拉伸生产设备、双向同步拉伸生产设备、塑料薄膜生产线等，其双向拉伸生产流水线产销量居全球领先地位。2022年6月，欧洲星源、南通星源分别与布鲁克纳机械签订供货协议，合计购买14条双向拉伸微孔电池隔膜生产线设备的设计、制造、供应、安装指导、执行调试和开机试车等服务，合同金额合计为2.34亿欧元，单条产线设备价格为1672万欧元。公司公告预计推出6.2米宽幅的湿法产线，新一代产线的生产效率的大幅提升将进一步降低生产成本。

表9：公司与布鲁克纳机械有限公司的合作历史

年份	交易方	订单金额(万欧元)	订单产品
2019	常州星源	39.98	熔体系、模头等
2020	常州星源	4.51	电机、PSG模块及传感器等
2021	合肥星源、南通星源	13,238	电池隔膜生产线
2022	欧洲星源、南通星源	23,419	双向拉伸微孔电池隔膜生产线设备的设计、制造、供应、安装指导、执行调试和开机试车等服务

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 绑定头部电池企业，深度参与海外市场

公司客户覆盖国内外一线锂电池厂商，海外客户关系紧密。公司从2013年起与LG化学开启战略合作关系，获得独家授权的隔膜陶瓷涂层技术专利，并从2018年起，在保证干法隔膜供应增加的基础上，加强在涂覆隔膜与湿法隔膜领域的合作。目前公司客户涵盖宁德时代、比亚迪、国轩高科、三星SDI、日本村田等国内外一线锂电池厂商。海外动力电池企业面临的政策风险相对较小，更注重对产品服务、技术服务及售后服务的体验，价格敏感性相对较低，采购规模稳定，隔膜供应商得以维持良好的盈利水平，公司将开拓海外市场作为主要发展战略。

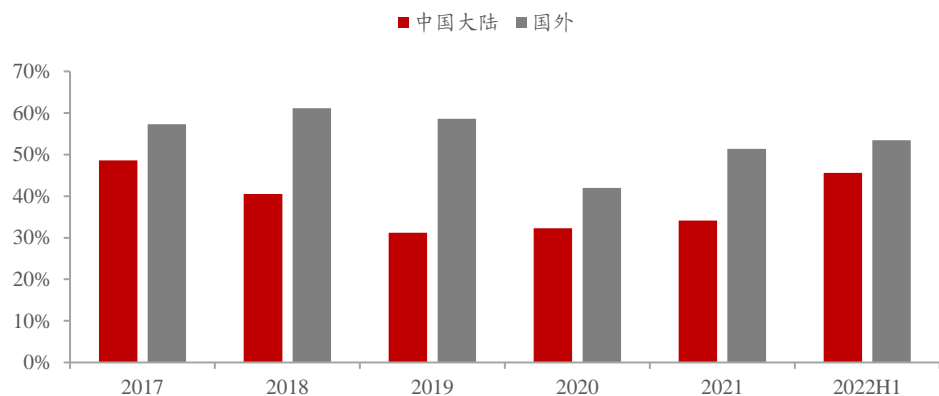
表10: 公司的国际合作伙伴

国际伙伴	签约时间	内容
Murata 村田制作所	2018年7月	承诺在5年内为村田制作所提供合计2.5亿平米湿法隔膜，并将在村田制作所需求达到一定规模后为其提供专线生产及量身定制的个性化服务。
Northvolt	2020年3月和2021年3月	星源材质产品从欧洲工厂向Northvolt供货的计划拟于2023年开始。到2024年，星源材质的欧洲工厂将向Northvolt提供包括基膜、涂覆和分切在内的超过50%需求量的隔膜。在星源材质的欧洲工厂建成之前，Northvolt的前期隔膜需求将从星源材质的常州基地供货。2021年3月，公司与Northvolt签署《供应合同》，约定供应锂离子电池隔膜，合同金额不超过约33.4亿元人民币。
LG化学	2021年8月	合作紧密，星源是LG化学干法隔膜全球独家供应商，向公司独家授权隔膜陶瓷涂层技术专利。2021年8月，公司与LG签订《供应保证协议》，约定公司向LG供应湿法涂覆锂离子电池隔膜材料，期限4.5年，协议金额约43.11亿元人民币。
Freyr	2022年6月	常州星源向Freyr供应湿法锂离子电池隔膜材料，协议金额约7.37亿元人民币。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

海外业务盈利能力较强，是公司战略重心。公司海外业务毛利率始终高于国内业务，2022年上半年，公司国外业务毛利率为53.45%，较国内业务毛利率高出7.9个百分点。目前公司产品批量供应韩国LG、三星SDI、Northvolt、日本村田等海外一线厂商，同时通过有计划的性能提升和创新产品开发，不断增强公司在国际市场的竞争优势。我们预计伴随海外车企电动化进程加速，公司在海外市场的发展速度将显著提升，出口占比有望持续提升。

图21: 公司国内和海外业务毛利率变化(单位: %)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

碳排放政策日益严格，欧洲车企加速电动化。在碳排放标准和罚款方面，2018 年欧盟委员会，欧洲议会和欧盟理事会就乘用车碳排放标准达成一致，约定 2021 年起碳排放量标准具体数值是 95g/km(对应百公里油耗约 4.1L)，2025 年降至 81g/km，2030 年降至 59g/km。如果排放量不达标，车企将面临巨额罚款，每超标 1g/km，将罚款 95 欧元。根据大众集团数据，只有插混电车和纯电车才能满足 2021 年的碳排放标准，因此为了避免碳排放罚款，加快电动化转型成为欧洲各车企的必选项。

公司深度布局欧洲工厂，绑定 Northvolt。公司 2021 年开始在瑞典建设锂离子电池隔膜工厂，工厂分三期建成，配套 Northvolt 锂离子电池生产，预计公司将成为其主力隔膜供应商之一。Northvolt 公司是第一家向汽车厂供应动力电池的欧洲企业，已从宝马、大众、沃尔沃等车企处获得超过 500 亿美元订单，公司与 Northvolt 的合作为深度参与欧洲车企电动化进程奠定基础。

图22: 欧盟 2018 年通过的碳排放标准(单位: g/km)

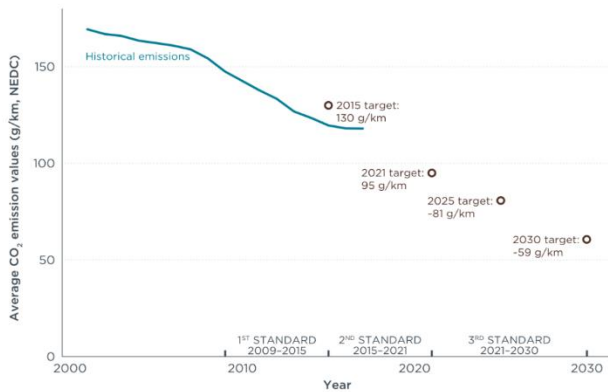
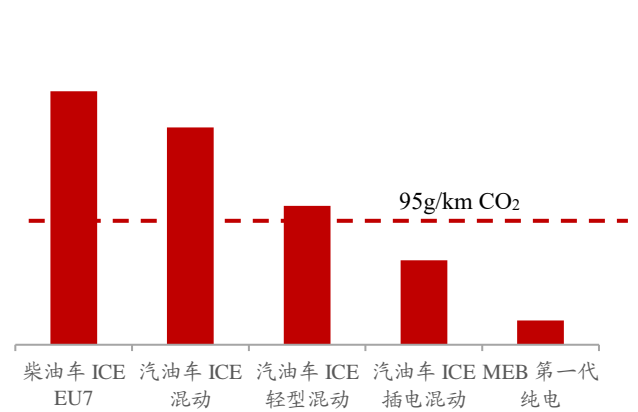


Figure 1. Average historical CO₂ emission values and adopted CO₂ standards for new passenger cars in the EU. All CO₂ values refer to New European Driving Cycle (NEDC) measurements.

资料来源: 欧盟委员会, 浙商证券研究所

图23: 大众集团旗下各类汽车的碳排放量排序(单位: g/km)



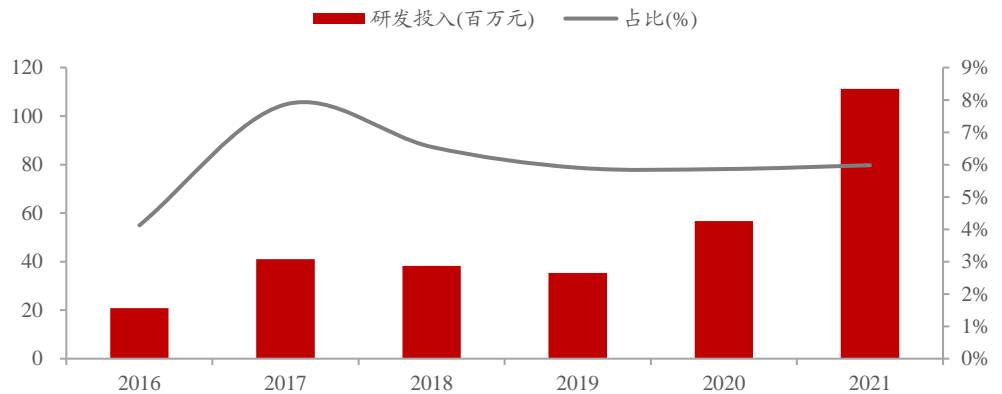
资料来源: 大众集团, 浙商证券研究所

3.3 持续加大研发投入，掌握隔膜核心技术

注重研发平台建设，积极联合学界和海外科研力量。在政府及相关主管部门的支持下，公司建立了行业内领先的锂离子电池隔膜研发平台，先后组建了“深圳市锂电池隔膜工程中心”、“深圳高分子材料特种功能膜工程实验室”、“锂电池隔膜制备及检测技术国家地方联合实验室”，用于专业从事锂离子电池隔膜基础材料、工艺技术、生产设备、产品终端应用及高分子特种功能膜材料的研究。公司与四川大学、广东工业大学开展“产学研”合作，与华南理工大学联合创建“博士后创新实践基地”，并与清华大学、华中科技大学等多所高校、机构开展高性能动力锂离子电池隔膜及多种功能膜的设备、工艺、技术开发和人才培养工作。同时，为与国际先进技术精准对接，吸纳国际领先人才，公司在德国、日本分别设立了研究院，实现了以深圳为中心的全球研发布局。

持续加大研发投入，研发投入比例保持约 6%。公司多年以来一直持续加大研发投入，2021 年公司研发投入金额为 1.11 亿元，同比增长 96.34%，占当期营业收入的 5.98%，研发人员占比达 21.98%。截至 2021 年 12 月 31 日，公司及控股子公司共申请专利 399 件，其中申请国外专利 52 件；目前已取得授权专利 199 件，其中授权发明专利 85 件(含国外发明专利 15 件)，授权实用新型专利 114 件。

图24： 公司研发投入和占营收比例(单位：百万元，%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

掌握隔膜核心技术，包括原料、产品、涂覆及设备。公司自主研发了隔膜原料分析表征技术、配方预处理技术、硬弹性基膜结构成型控制技术、硬弹性基膜检测表征技术、基膜高效热处理重整技术、分步拉伸多层复合技术、PP/PE 复合隔膜制造技术、PP/PE 挤出复合技术干法成套生产线设计整合技术、隔膜电化应用分析技术等一系列锂离子电池隔膜关键技术，拥有共挤复合拉伸技术、纳米分散技术、精密涂布控制技术、纳米纺丝技术、低晶点挤出控制技术、吹膜技术、超薄涂覆技术、PET 技术等多项技术储备。

表11: 公司的研发项目

序号	项目名称	研发进度	预计对未来公司发展的影响
1	油性涂覆隔膜开发项目	量产	1.该产品与极片的界面粘结和电化学性能方面均有较好的表现,能很好地兼顾电池电化学性能、安全性能和循环寿命; 2.丰富公司隔膜超市,提升产品市场竞争力。
2	水性 PVDF 喷涂项目	量产	丰富公司产品种类,增加公司产品的性能优势,提升星源产品在市场上的竞争力。
3	干法原料开发项目	量产	1.低成本原料降低制造成本,提升经济效益; 2.高强度原料进一步提升产品市场竞争力。
4	湿法原料开发项目	完成	低成本原料降低产品的成本,提升了湿法产品的市场竞争力。
5	干法三层膜开发项目	完成	干法三层隔膜完善了星源产品的丰富性,已通过国内外高端市场认可,使星源的干法产品达到世界领先水平。
6	湿法高强度产品开发	完成	丰富了星源的隔膜种类,增加 SENIOR 品牌影响力和市场竞争力。
7	湿法小孔径产品开发项目	完成	实现差异化湿法产品的开发,提高产品的市场竞争优势。
8	DCM 损耗降低项目	持续优化	创新开发第三代新型复合 DCM 气体处理工艺及装备并投入使用,单套处理能力较行业处理水平提升 4~5 倍,单线尾气处理能耗下降 70%,单线废水产量降低约 90%,排放浓度低于国内最严地标标准。
9	隔膜平整度研究项目	完成	提升公司产品品质和收得率,降低成本,提高市场竞争力。
10	勃姆石涂覆产品开发项目	量产	1.勃姆石硬度低,可减少对机械的磨损,成本上有优势; 2.丰富公司产品多样性,提升了我司新产品的核心竞争力。
11	超薄涂覆膜项目	量产推广	新型产品,满足市场轻薄化的需求,丰富公司产品种类,提高了公司的产品竞争力。
12	薄型湿法产品开发项目	客户导入	产品契合市场薄型化的需求,为我司湿法产品提升市场占有率创造了更大的可能性。
13	无纺布开发项目	完成对外技术输出	丰富公司产品体系,提升经济效益。
14	规则点涂产品开发项目	完成配方和工艺固化	水性涂胶下一代产品,均一性更好,丰富产品系列,进一步提升公司产品竞争力。
15	新型水处理膜项目	样品优化	为未来隔膜应用提供新的方向,提高公司自主创新能力和技术储备能力。
16	新原料陶瓷粉体开发	完成	增加粉体供应商,优化浆料成本。
17	涂覆隔膜改性研究	一款产品量产导入	提升电池安全性,提高公司产品竞争力。
18	C 公司定制涂覆产品开发	样品评估	
19	S 公司定制湿法产品开发	小批量供应	
20	超级湿法产线设计	设备加工	单线生产效率提升 50%。
21	干法扩产项目	设备加工	投产后新增 3 亿平方米干法产品出货能力,缓解干法产能紧张趋势,扩大市场占有率。

资料来源:公司公告,浙商证券研究所*进度截至 2021 年底

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司主营业务涵盖干法隔膜、湿法隔膜、涂覆隔膜，对其各业务预测的关键假设如下：

(1) 销量假设

由于锂电池需求旺盛以及公司积极扩产，预计隔膜销量将呈现较快增长，假设 2022-2024 年干法隔膜销量分别为 7.5 亿、9.3 亿、12.09 亿平方米，湿法隔膜销量为 3.0 亿、3.5 亿、3.5 亿平方米，涂覆隔膜销量为 6.5 亿、16.5 亿、28.0 亿平方米。

(2) 成本与单价假设

随着规模效应、技术成熟、设备国产化等因素显现，预计生产成本将不断下降，假设 2022-2024 年干法隔膜成本分别为 0.60、0.47、0.39 元/平方米，湿法隔膜成本分别为 0.64、0.52、0.44 元/平方米，涂覆隔膜成本分别为 1.45、1.19、1.02 元/平方米。我们预计 2023 年隔膜仍将维持供需偏紧的形势，价格相对坚挺，2024 年开始供需紧张形势或将有所缓解，我们预计 2022-2024 年干法隔膜价格分别为 0.98、0.82、0.72 元/平方米，湿法隔膜价格分别为 1.50、1.29、1.16 元/平方米，涂覆隔膜价格分别为 2.71、2.33、2.10 元/平方米。

总的来看，预计公司 2022-2024 年营业收入达 29.64 亿、50.80 亿、71.75 亿元，同比增长 59.3%、71.4%、41.2%，毛利率为 46.1%、49.1%、51.3%，其中涂覆隔膜是公司业绩的核心增长点。

表12: 公司业务拆分(单位: 百万元, %)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
公司整体					
营业收入(百万元)	967	1,861	2,964	5,080	7,175
同比(%)	61.2%	92.5%	59.3%	71.4%	41.2%
营业成本(百万元)	632	1,157	1,598	2,588	3,491
毛利率(%)	34.6%	37.8%	46.1%	49.1%	51.3%
干法隔膜					
营业收入(百万元)	220	319	733	764	874
同比(%)	-12.2%	44.8%	129.8%	4.2%	14.4%
营业成本(百万元)	156	227	452	437	466
毛利率(%)	29.2%	28.7%	38.3%	42.7%	46.6%
湿法隔膜					
营业收入(百万元)	392	759	449	450	405
同比(%)	266.9%	93.7%	-40.9%	0.3%	-10.0%
营业成本(百万元)	236	409	193	180	153
毛利率(%)	39.7%	46.2%	56.9%	59.9%	62.2%
涂覆隔膜					
营业收入(百万元)	266	764	1,764	3,850	5,880

同比(%)	11.8%	187.0%	130.8%	118.3%	52.7%
营业成本(百万元)	211	511	943	1,962	2,863
毛利率(%)	20.6%	33.2%	46.6%	49.0%	51.3%

资料来源:公司公告, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

首次覆盖, 给予“增持”评级。公司作为具有全球影响力的锂离子电池隔膜供应商, 在隔膜领域围绕技术、客户端已经建立起较深的竞争壁垒。在全球汽车电动化的大趋势之下, 公司着眼全球积极扩产提升市场占有率, 未来有望维持高速增长。我们预测 2022-2024 年公司归母净利润为 7.14、12.44、18.21 亿元, 对应 EPS 分别为 0.56、0.97、1.42 元, 对应 PE 为 35、20、14 倍。

我们在可比公司中选取锂电池隔膜行业的四家公司恩捷股份、中材科技、璞泰来、长阳科技。2022-2024 年可比公司平均 PE 水平为 20、16、12 倍。综合考虑公司较快的业绩成长、较强的综合竞争力和坚实的竞争壁垒, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表13: 可比公司估值表(单位: 亿元、元/股、倍)

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS(元/股)				PE			
		2023/3/29	(亿元)	21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
002812.SZ	恩捷股份	112.60	1,005	3.05	4.48	6.78	8.84	37	25	17	13
002080.SZ	中材科技	24.12	405	2.01	2.09	2.12	2.58	12	12	11	9
603659.SH	璞泰来	49.17	684	1.26	2.23	3.07	4.05	39	22	16	12
688299.SH	长阳科技	16.72	48	0.65	-	0.88	1.12	26	-	19	15
								平均值	20	16	12
300568.SZ	星源材质	19.73	253	0.22	0.56	0.97	1.42	89	35	20	14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 *注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期; 恩捷股份和璞泰来 2022 年 EPS 为实际披露, 其他为预计值

5 风险提示

产品价格下跌和盈利能力下滑的风险。锂离子电池隔膜产业相关技术的不断进步、资金投入形成的规模优势和产能的迅速增加在推动生产成本逐步降低的同时, 也使得市场竞争日趋激烈, 产品价格不断走低。若公司不能提升工艺水平和降本能力, 则日趋激烈的市场竞争和逐年下滑的产品价格有可能影响公司的盈利能力。

技术路线变更风险。随着科学技术的不断进步, 锂离子电池面临着被如燃料电池、锂金属电池、锌空气电池等其他产品替代的可能。锂离子电池隔膜也面临着产品被替代的风险。

汇率波动的风险。公司生产锂离子电池隔膜所用的原材料以及主要设备主要是从国外进口, 同时近年来, 公司积极拓展海外业务, 出口收入规模迅速增加。公司境外销售、采购结算货币以美元、欧元为主, 人民币兑美元、人民币兑欧元的汇率波动将可能对公司的生产经营产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2872	3318	5238	6998
现金	969	1259	1511	1814
交易性金融资产	266	266	266	266
应收账款	1099	904	1427	1267
其它应收款	6	6	6	6
预付账款	24	53	147	280
存货	269	591	1641	3127
其他	240	240	240	240
非流动资产	4745	7617	11233	15006
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	60	60	60	60
固定资产	3362	5069	7776	10744
无形资产	321	318	316	313
在建工程	497	1665	2577	3384
其他	505	505	506	506
资产总计	7617	10935	16471	22004
流动负债	2275	3244	7124	10730
短期借款	1397	1929	5273	8470
应付款项	530	938	1417	1769
预收账款	10	10	10	10
其他	337	367	424	481
非流动负债	960	2477	2981	3178
长期借款	530	2030	2530	2730
其他	429	447	450	448
负债合计	3234	5722	10105	13908
少数股东权益	115	138	163	200
归属母公司股东权益	4267	5076	6203	7896
负债和股东权益	7617	10935	16471	22004

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	399	1490	974	2134
净利润	285	736	1269	1859
折旧摊销	349	328	585	928
财务费用	72	129	255	406
投资损失	(10)	(4)	(7)	(5)
营运资金变动	(425)	634	(134)	361
其它	128	(334)	(994)	(1413)
投资活动现金流	(1405)	(3197)	(4194)	(4695)
资本支出	(146)	(3201)	(4200)	(4700)
长期投资	11	0	0	0
其他	(1270)	4	6	5
筹资活动现金流	1287	1998	3472	2863
短期借款	522	532	3344	3197
长期借款	50	1500	500	200
其他	714	(34)	(372)	(534)
现金净增加额	281	291	252	302

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1861	2964	5080	7175
营业成本	1157	1598	2588	3491
营业税金及附加	16	28	46	66
营业费用	40	41	76	115
管理费用	163	187	320	452
研发费用	111	178	310	445
财务费用	72	129	255	406
资产减值损失	32	(7)	51	72
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	10	4	7	5
其他经营收益	52	50	50	50
营业利润	331	865	1493	2186
营业外收支	(41)	1	1	1
利润总额	291	866	1494	2187
所得税	5	130	224	328
净利润	285	736	1269	1859
少数股东损益	2	22	25	37
归属母公司净利润	283	714	1244	1821
EBITDA	710	1323	2334	3521
EPS(最新摊薄)	0.22	0.56	0.97	1.42

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	92.48%	59.30%	71.41%	41.24%
营业利润	229.17%	160.99%	72.53%	46.44%
归属母公司净利润	133.49%	152.42%	74.22%	46.41%
获利能力				
毛利率	37.80%	46.09%	49.06%	51.35%
净利率	15.33%	24.84%	24.99%	25.90%
ROE	7.73%	14.88%	21.49%	25.19%
ROIC	5.32%	8.90%	10.27%	11.27%
偿债能力				
资产负债率	42.47%	52.32%	61.35%	63.21%
净负债比率	66.87%	73.31%	79.55%	82.22%
流动比率	1.26	1.02	0.74	0.65
速动比率	1.14	0.84	0.50	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.32	0.37	0.37
应收账款周转率	2.58	4.11	7.05	9.96
应付账款周转率	2.81	2.50	2.50	2.50
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.56	0.97	1.42
每股经营现金	0.31	1.16	0.76	1.66
每股净资产	5.55	3.96	4.84	6.16
估值比率				
P/E	89.33	35.39	20.31	13.87
P/B	3.55	4.98	4.08	3.20
EV/EBITDA	41.54	21.39	13.69	9.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>