

恩捷股份(002812)

报告日期: 2023年05月11日

## 锂电隔膜龙头布局全球, 产线优势推动降本

### ——恩捷股份首次覆盖深度报告

#### 投资要点

##### □ 公司是锂电湿法隔膜全球龙头企业

公司是锂电隔膜的全球龙头企业, 受益于下游需求旺盛, 公司产能落地实现销售, 以及降本增效持续推动, 2022年全年营业收入125.91亿元, 同比增长57.73%; 归母净利润40.00亿, 同比增长47.20%; 毛利率47.83%, 维持稳定。

##### □ 重研发拓产品, 紧跟前沿不断出新

公司具有领先的技术优势, 研发体系覆盖隔膜和涂布生产设备、隔膜制备工艺以及原辅料的改进、涂布工艺、浆料配方、回收及节能技术, 以及前瞻性技术。新产品方面, 公司加快布局钠电池隔膜、半固态电池隔膜等新技术, 并规划铝塑膜产能3.8亿平, 其中江西基地一条铝塑膜产线在推进动力类铝塑膜客户验证工作, 大部分客户处于中试、小试和样品测试过程, 有望成为公司第二增长曲线。

##### □ 产线优势巩固, 在线涂布持续降本

公司具有领先的产线优势, 核心生产设备绑定日本制钢所, 同时参股苏州捷胜自研设备, 有望增厚设备壁垒; 公司具有强大的产线整合集成能力, 在线涂布技术业内领先, 未来持续渗透将帮助公司大幅降本。公司预计2022年底会有34条在线涂布产线, 到2023年底数量有望达到56条, 未来公司在线涂布的产能占比将不断提升, 持续巩固公司的成本优势。

##### □ 隔膜持续扩产, 生产基地布局全球

2022年底公司隔膜产能规模达70亿平方米, 未来几年我们预计每年新增约30条线, 到2025年湿法隔膜产能将达到160亿平、干法隔膜将达到30亿平。公司加快布局海外市场, 匈牙利4亿平方米基膜和配套涂布设备项目有望在2023年放量, 同时布局了美国俄亥俄州10-12亿平方米基膜生产线及配套涂覆设备项目, 公司目标到2025年公司在海外的市占率达35%-40%, 全球市占率目标50%。

##### □ 盈利预测与估值

**首次覆盖, 给予“增持”评级。**公司是锂电池隔膜头部供应商, 优秀的产线和技术实力保障公司全球份额稳中有升。我们预计2023-2025年公司归母净利润为49.97、65.27和79.26亿元, 对应EPS分别为5.60、7.31和8.88元/股, 当前股价对应的PE分别为18、14和11倍。我们选取从事电池隔膜的星源材质、中材科技、璞泰来和长阳科技作为可比公司, 2023-2025年同行业平均PE分别为17、13、11倍, 考虑到公司稳固的龙头地位和海外市场有望提供较大增量, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

##### □ 风险提示

市场竞争加剧、原材料价格波动、产能投放不及预期、市场规模测算偏差风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12591	15920	20639	24638
(+/-) (%)	57.73%	26.44%	29.64%	19.38%
归母净利润	4000	4997	6527	7926
(+/-) (%)	47.20%	24.92%	30.61%	21.43%
每股收益(元)	4.48	5.60	7.31	8.88
P/E	22.72	18.19	13.93	11.47
ROE	23.96%	23.72%	24.72%	23.82%

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

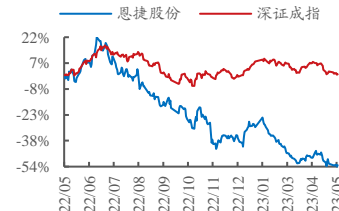
研究助理: 虞方林

yufanglin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 101.85
总市值(百万元)	90,892.19
总股本(百万股)	892.41

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商电新】恩捷股份: 中航订单再下一城, 再度印证隔膜紧缺——事件点评》2022.01.20
- 2 《恩捷股份: 全球隔膜龙头业绩超预期, 2022年有望量利双升——2021年报业绩预告点评》2022.01.11

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 49.97、65.27 和 79.26 亿元, 对应 EPS 分别为 5.60、7.31 和 8.88 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为 18、14 和 11 倍。

2) **估值指标:** 我们选取从事电池隔膜的星源材质、中材科技、璞泰来和长阳科技作为可比公司, 2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 17、13、11 倍。

3) **投资评级:** 首次覆盖, “增持”评级。

### ● 关键假设

1) 2023-2025 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 228 亿、324 亿、439 亿平方米。

2) 2023-2025 年, 公司锂电池隔膜产品的销量分别为 68、96 和 120 亿平, 同比增速分别为 45%、41%和 25%。

3) 2023-2025 年, 公司锂电池隔膜产品的单价分别为 2.06、1.87 和 1.76 元/平, 同比增速分别为-12%、-9%和-6%。

### ● 我们与市场的观点的差异

(1) **市场担心:** 二线厂商扩产造成行业竞争加剧, 公司盈利能力难以维持。

**我们认为:** 公司目前仍保持着较为领先的成本优势, 在线涂布产能占比正在快速提升、自研设备项目进展顺利, 以及公司高生产良率降低损耗, 有望在大幅降低公司生产成本的同时, 提高生产设备和工艺壁垒, 公司成本优势得以保持, 进而保障稳定的盈利水平。

(2) **市场担心:** 行业产能扩张较快, 使得产能利用率偏低, 进而造成设备折旧摊销不足。

**我们认为:** 尽管行业的名义产能会过剩, 但优质产能依旧紧俏, 公司核心产品是性能更优的湿法隔膜和涂覆隔膜, 得益于设备优势和产线能力, 公司的产品性价比高, 性能突出, 客户反馈良好, 这将保障公司维持较高的产能利用率水平, 有效地摊薄制造费用, 以稳定公司的盈利能力。

### ● 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

市场竞争加剧、主要原材料价格波动、技术失密和核心人员流失。

## 正文目录

<b>1 全球锂电湿法隔膜行业龙头企业，布局干法、铝塑膜</b>	<b>5</b>
<b>2 湿法涂覆占据主流，龙头公司优势明显</b>	<b>9</b>
2.1 锂电关键材料之一，隔膜涂覆趋势持续	9
2.2 行业竞争格局集中，龙头优势较为稳固	13
<b>3 产线优势巩固，布局全球稳固份额</b>	<b>14</b>
3.1 重研发、强产品，紧跟前沿不断出新	14
3.2 产线技术优势突出，在线涂布持续渗透	15
3.3 客户合作关系紧密，布局全球稳固份额	16
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>19</b>
4.1 关键假设	19
4.2 估值	19
<b>5 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历史.....	6
图 2: 公司营业收入及同比(单位: 百万元, %).....	6
图 3: 公司归母净利润及同比(单位: 百万元, %).....	6
图 4: 公司的业务收入构成(单位: %).....	7
图 5: 公司的毛利率和净利率(单位: %).....	7
图 6: 公司的期间费用率(单位: %).....	7
图 7: 公司股权结构(单位: %; 截至 2023 年 4 月 27 日).....	8
图 8: 锂电池工作原理图.....	9
图 9: 干法单向拉伸工艺流程图.....	9
图 10: 湿法工艺流程.....	10
图 11: 中国锂电隔膜的出货量(单位: 亿平米).....	11
图 12: 中国锂电隔膜的出货量占比(单位: %).....	11
图 13: 2022 年中国锂电隔膜竞争格局(单位: %).....	13
图 14: 公司的研发费用和研发费用率(单位: 百万元, %).....	14
图 15: 公司的研发人员数量和占比(单位: 人, %).....	14
图 16: 中国锂电干法隔膜出货量(单位: 亿平方米).....	15
图 17: 各公司隔膜业务毛利润比较(单位: 百万元).....	16
图 18: 各公司隔膜业务销售毛利率比较(单位: %).....	16
图 19: 公司海外收入情况(单位: 百万元, %).....	17
图 20: 公司膜类产品的销售量(单位: 万吨, %).....	18
表 1: 公司业务范围.....	5
表 2: 2022 年公司股权激励计划.....	8
表 3: 隔膜技术路线的基本情况.....	10
表 4: 隔膜技术路线的性能对比.....	11
表 5: 隔膜涂覆主要材料及性能特点.....	12
表 6: 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).....	12
表 7: 公司部分研发项目.....	14
表 8: 公司与下游客户签订的部分合作协议情况.....	17
表 9: 公司主要业务拆分(单位: 百万元, %).....	19
表 10: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍).....	20
表附录: 三大报表预测值.....	21

## 1 全球锂电湿法隔膜行业龙头企业，布局干法、铝塑膜

公司是全球领先的锂电池隔膜行业龙头，在产能规模、产品品质、成本效率、技术研发方面都具有全球竞争力。公司主要产品可分为三类：一、膜类产品，包括锂离子隔离膜（基膜和涂布膜）、BOPP 薄膜（烟膜和平膜）；二、包装印刷产品，包括烟标和无菌包装；三、纸制品包装，包括特种纸产品（镭射转移防伪纸、直镀纸和涂布纸）、全息防伪电化铝、转移膜及其他产品。根据公司公告，2022 年公司隔膜产能和出货量排名全球第一。

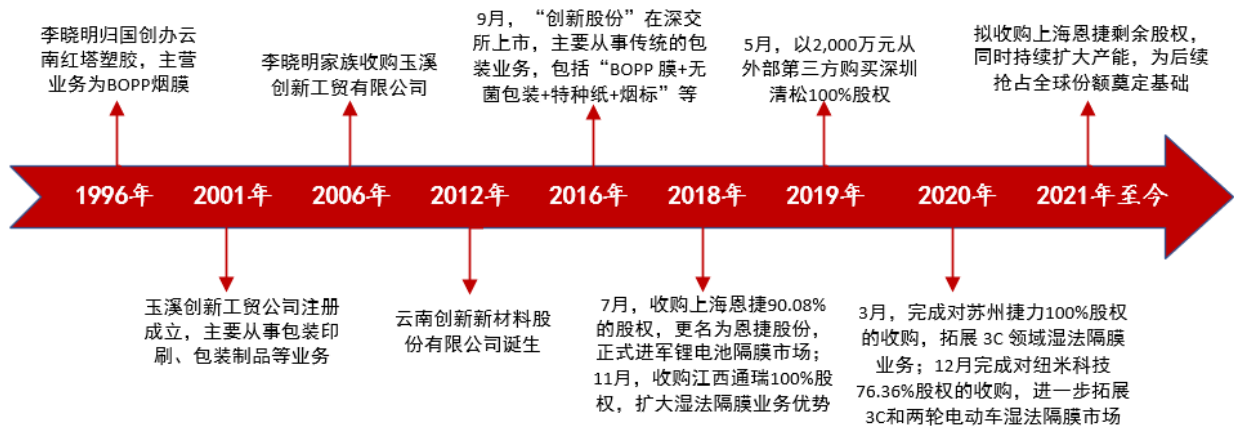
表1：公司业务范围

业务	业务范围	主要产品	应用领域	主要客户
膜类产品	锂离子隔离膜	基膜	新能源汽车锂电池制造领域、3C 类产松下、LG ES、三星、宁德时代、国轩、比亚迪、产品及储能领域	孚能、力神等主流锂电池企业
		涂布膜		
	BOPP 薄膜	烟膜	卷烟行业	
		平膜	印刷、食品、化妆品等行业	云南中烟、四川中烟、重庆中烟、湖南中烟等
包装印刷产品	烟标	各类卷烟包装盒	卷烟包装材料	
	无菌包装	无菌砖包、无菌屋顶包、无菌枕包	牛奶盒、饮料盒等	伊利、蒙牛、光明、东鹏、皇氏集团、达利食品集团、贵州好一多乳业等
纸制品包装	特种纸产品	镭射转移防伪纸	烟标、化妆品盒、牙膏盒、药品盒等	
		直镀纸	烟标内衬纸、巧克力等食品包装纸	云南中烟、重庆中烟等
		涂布纸	烟草、食品、医药、化妆品和食品行业	
	其他	全息防伪电化铝、转移膜及其他	-	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司以包装印刷业务起家，2018 年并购上海恩捷，正式切入锂电池隔膜市场。1996 年，李晓明归国创办云南红塔塑胶有限公司，主营业务为 BOPP 烟膜。2006 年，李晓明家族收购玉溪创新工贸，并于 2012 年完成股改后更名为云南创新新材料股份有限公司。2016 年 9 月，公司在深交所挂牌上市，股票名称为创新股份，主要从事传统的包装业务，包括“BOPP 膜+无菌包装+特种纸+烟标”等。2018 年 7 月，公司收购上海恩捷 90.08% 的股权（上海恩捷亦由李晓明家族创立），并更名为“恩捷股份”，正式进军锂电池隔膜市场，11 月收购江西通瑞，进一步扩大湿法隔膜业务优势。2019 年 5 月，公司从外部第三方购买深圳清松 100% 股权，2020 年 3 月完成对苏州捷力 100% 股权的收购，拓展 3C 领域湿法隔膜业务，12 月完成对纽米科技 76.36% 股权的收购，进一步拓展 3C 和两轮电动车湿法隔膜市场。2021 年 6 月，公司公告称将通过发行股份及支付现金的方式，购买上海恩捷剩余股权。

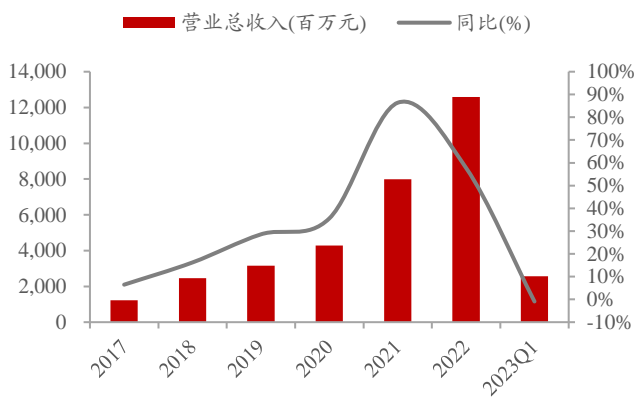
图1: 公司发展历史



资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

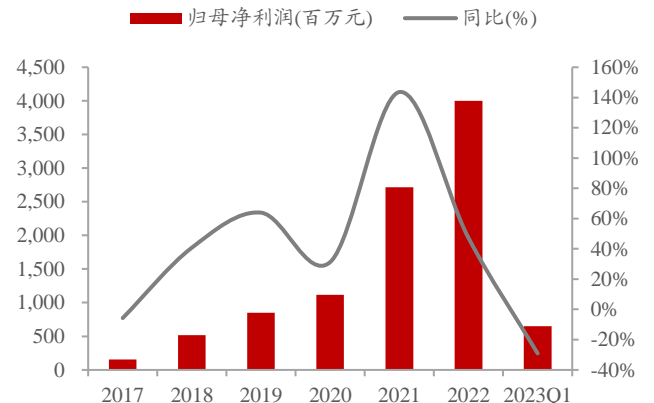
**公司业绩持续高速增长, 净利润逐年攀升。**自2018年时收购上海恩捷后, 公司营业收入与净利润实现高速增长, 同时随着规模效应显现, 经营效率持续提升。2017-2022年, 公司营业收入从12.20亿元增长至125.91亿元, CAGR达到59.49%; 同期归母净利润从1.56亿元增长至40.00亿元, CAGR达到91.36%。2022年, 高毛利率的隔膜产品销售高速增长, 叠加海外客户占比提升, 公司盈利能力再上台阶, 2022年公司实现营业收入125.91亿元, 同比增长57.73%; 实现归母净利润为40.00亿元, 同比增长47.2%, 主要受益于下游需求旺盛, 公司产能落地实现销售, 以及降本增效持续推动。2023年一季度营业收入为25.68亿元, 同比减少0.92%, 归母净利润6.49亿元, 同比减少29.10%, 我们认为主要系终端需求相对疲软、下游客户去库存、行业竞争较激烈等因素造成。

图2: 公司营业收入及同比(单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

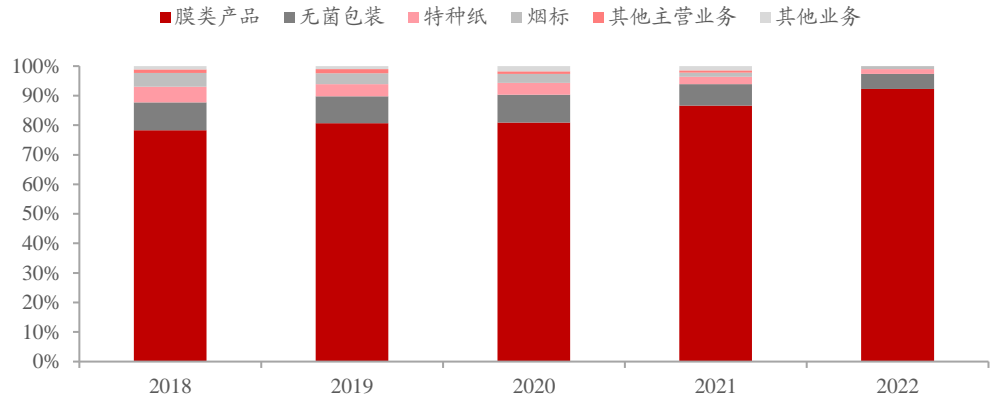
图3: 公司归母净利润及同比(单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**业务全面扩张, 膜类产品贡献主要营收。**2018年收购上海恩捷以来, 公司将锂电隔膜、BOPP薄膜合并计为膜类业务。2019-2022年, 高毛利的膜类业务在营收占比逐年提高, 2022年, 膜类业务收入高达112.50亿, 收入占比89.35%, 同比提高2.75个百分点。2018-2022年, 特种纸、无菌包装、烟标业务占比呈下降趋势, 2022年收入占比1.53%、4.92%、1.03%。

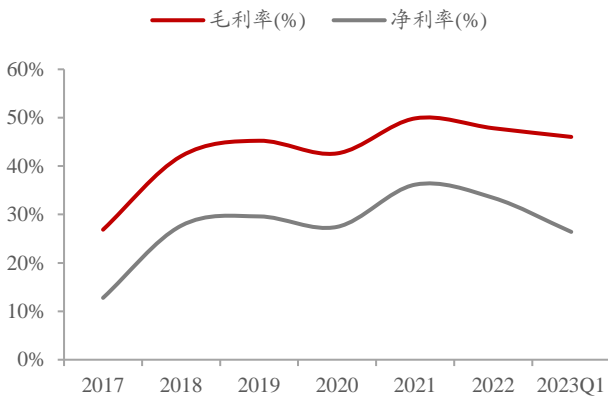
图4: 公司的业务收入构成(单位: %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

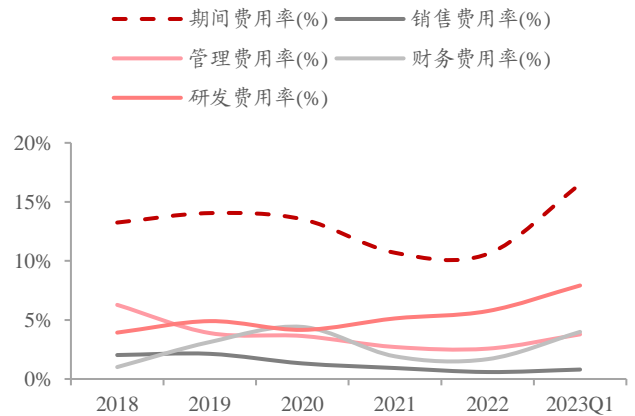
**盈利能力不断提升, 费用控制较良好。**近些年, 公司毛利率和净利率维持总体提升趋势, 其中 2020 年由于隔膜业务整体受疫情影响, 开工率较低、产能利用率下滑, 叠加产品降价, 导致毛利率略有下滑。2022 年公司销售毛利率为 47.83%, 同比减少 2.03 个百分点, 销售净利率为 33.45%, 同比减少 2.72 个百分点, 主要系膜类产品和特种纸毛利率小幅调整所致。近些年公司期间费用率不断下降, 主要系近年来公司业务规模不断扩大, 固定费用分摊使得管理费用率、销售费用率下降所致。其中财务费用率受公司锂电池隔膜业务和融资规模扩大影响, 2019 年开始上涨明显, 叠加苏州捷力、纽米科技并入公司报表, 2021 年、2022 年财务费用率分别为 1.92%、1.68%; 研发费用占比逐年提升, 2022 年达到 5.75%。

图5: 公司的毛利率和净利率(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 公司的期间费用率(单位: %)

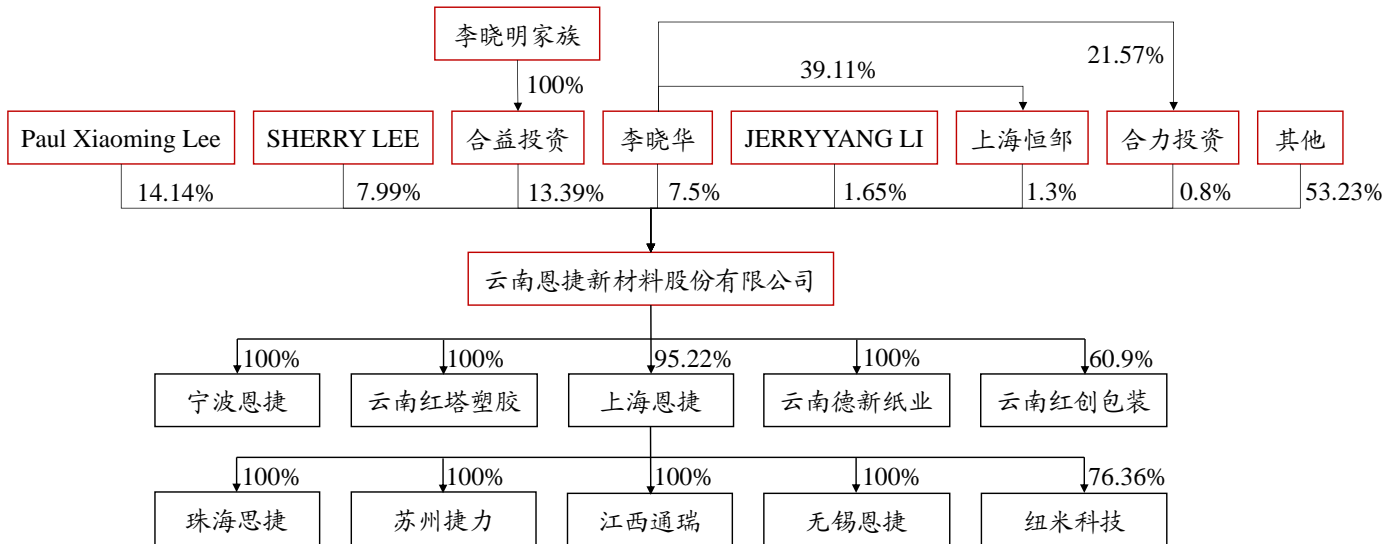


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**公司股权较为集中, 实际控制人为李晓明家族。**公司实际控制人为李晓明家族(PAUL XIAOMING LEE、李晓华、Yan Ma、Yanyang Hui、Sherry Lee、JERRY YANG LI), 截至 2023 年 3 月 31 日, 李晓明家族的持股情况分别为李晓明(14.14%), 玉溪合益投资(李晓明家族全资控股, 13.39%), Sherry Lee(7.99%), 李晓华(7.50%), JERRY YANG LI(1.65%), 李晓明家族成员通过公司股东合益投资、合力投资、上海恒邹间接持有公司 15.49% 股权。公司的隔膜业务由子公司上海恩捷主营, 珠海恩捷、苏州捷力、无锡恩捷、江西通瑞、苏州捷

力为上海恩捷全资控股的孙公司。BOPP 薄膜生产则主要由云南红塔塑胶有限公司负责，纸张板块生产主要由云南德新纸业生产。

图7: 公司股权结构(单位: %; 截至 2023 年 4 月 27 日)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**2022 年公司发布股权激励, 绑定核心管理人员、技术及业务骨干。**2022 年 1 月, 公司发布 2022 年股权激励计划, 拟向激励对象授予股票权益合计不超过 317.0874 万份, 占公司股本总额的 0.3553%。其中股票期权 158.5437 万份, 行权价格 265.36 元/份; 限制性股票 158.5437 万股, 授予价格 64.48 元/股。**关于业绩考核目标**, 股票期权的行权条件为: 以 2021 年营业收入为基数, 2022 年、2023 年、2024 年营业收入分别不低于基数的 150%、180%、210%。**关于成本摊销**, 公司于 2022 年 5 月 9 日授予限制性股票, 2022-2025 年限制性股票成本摊销预计分别约为 8344、8040、3142 和 743 万元, 总计约 2.03 亿元; 2022-2025 年股票期权成本摊销预计分别约为 2466、1884、930 和 130 万元, 总计约 5410 万元。

表2: 2022 年公司股权激励计划

解除限售期	行权期	业绩考核目标
限制性股票 第一个解除限售期	股票期权 第一个行权期	以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入不低于基数的 150%;
限制性股票 第二个解除限售期	股票期权 第二个行权期	以 2021 年营业收入为基数, 2023 年营业收入不低于基数的 180%;
限制性股票 第三个解除限售期	股票期权 第三个行权期	以 2021 年营业收入为基数, 2024 年营业收入不低于基数的 210%;

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

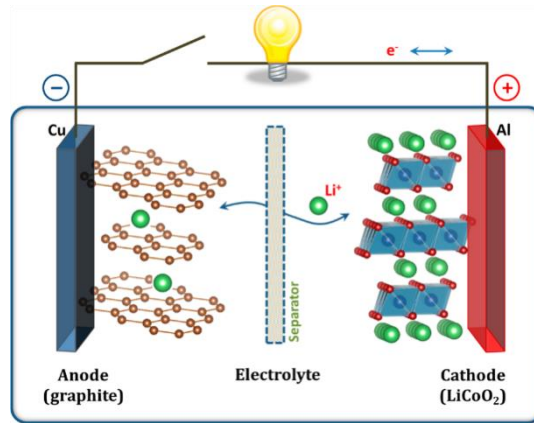


## 2 湿法涂覆占据主流，龙头公司优势明显

### 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。

图8：锂电池工作原理图

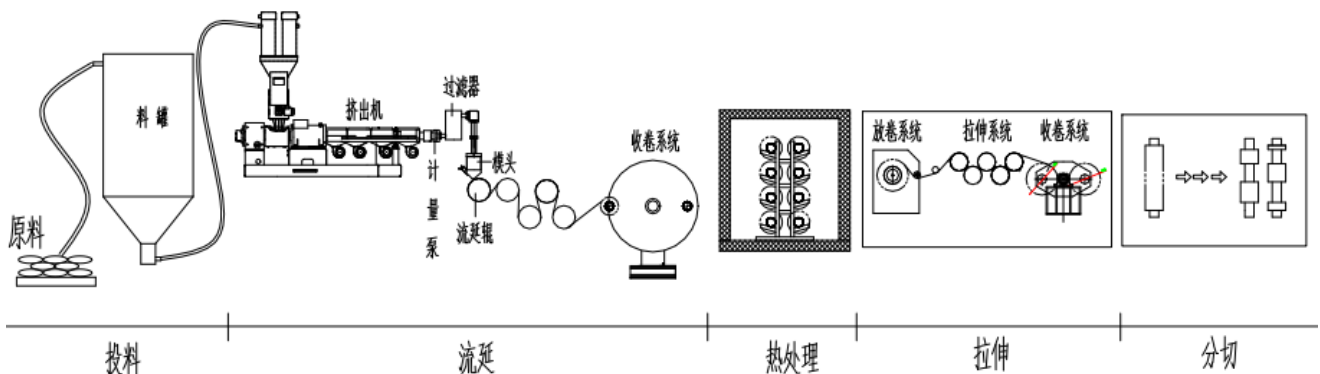


资料来源：《The Li-ion Rechargeable Battery: A Perspective》(Journal of American Chemical Society)，浙商证券研究所

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。

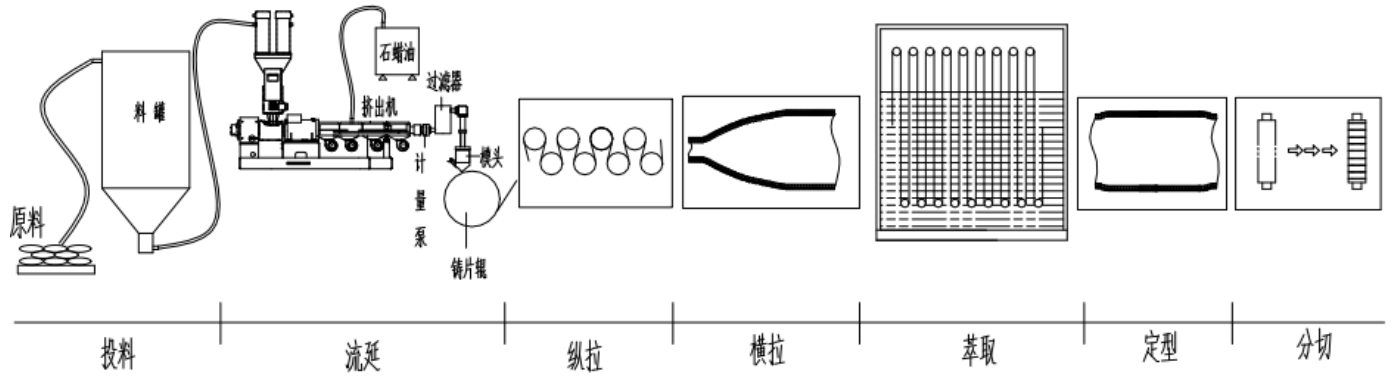
图9：干法单向拉伸工艺流程图



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10：湿法工艺流程



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3：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	热致相分离
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4: 隔膜技术路线的性能对比

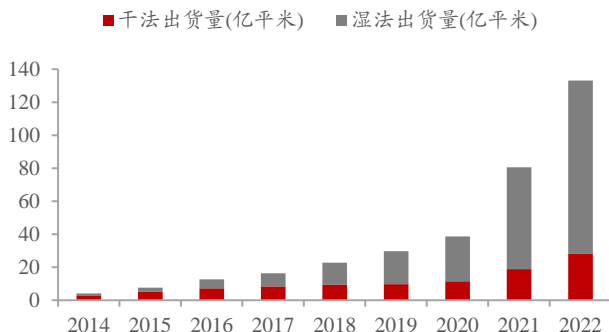
性质	参数	干法工艺	湿法工艺	对比	结论
一致性	厚度	12-30 $\mu$ m	5-30 $\mu$ m	湿法厚度更薄	一致性上, 干法单拉和湿法相当
	孔径分布	15-40 $\mu$ m	25-50 $\mu$ m	孔径范围不同	
	孔隙率	30%-50%	35%-55%	湿法孔隙率更高	
稳定性	横向拉伸强度/Mpa	<100	130-150	湿法横向拉伸强度更高	稳定性上, 湿法力学性能好于干法, 干法热学性能好于湿法
	纵向拉伸强度/Mpa	130-160	140-160	湿法纵向拉伸强度略高	
	横向热收缩率/120度	<1%	<6%	干法横向热收缩性更好	
	纵向热收缩率/120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。

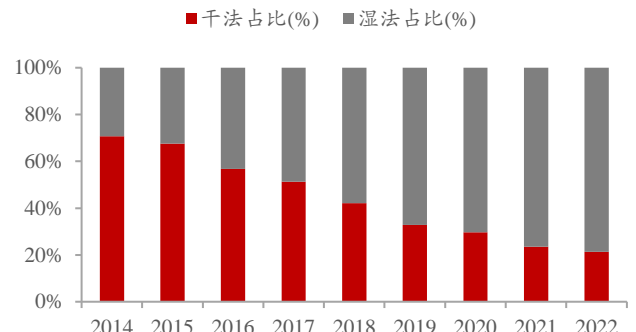
**中期看干湿法两种路线互补并存。**根据 EV Tank 数据, 2016-2019 年, 国内干法隔膜出货量从 7.2 亿平方米增长至 9.8 亿平方米, 增速远低于同期湿法隔膜水平; 但 2020-2022 年干法隔膜出货量两年 CAGR 为 57.1%, 增速快速上行, 主要原因有以下几点: 1) 近年来新能源汽车补贴退坡使成本压力向上游传导, 干法隔膜成本优势凸显。2) 在动力领域, 比亚迪研发的刀片电池为代表的电芯长薄化趋势越来越明显, 叠片工艺对隔膜力学特性要求高, 干法单拉隔膜的高安全性、低成本使得其成为刀片电池的优选技术路线。3) 储能作为锂离子电池最有潜力的应用领域之一, 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11: 中国锂电隔膜的出货量(单位: 亿平米)



资料来源: EV Tank, 浙商证券研究所

图12: 中国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5: 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)	提高隔膜热稳定性、提高电池安全性能	动力电池、消费电池
	有机材料	PVDF、芳纶等	有效提升电池的安全性能与循环寿命	动力电池、消费电池
	复合材料	陶瓷+PVDF 等	提升热稳定性、极片与隔膜的粘接力强	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 553 亿平方米，五年 CAGR 为 41%。**关键假设包括:  
**(1)单车带电量稳步小幅提升:** 随着电动车高端化的进行，高续航车辆占比提升，带动整体单车带电量的提升;  
**(2)隔膜单耗小幅稳定下降:** 隔膜向轻薄化、强度高的趋势变化，单位耗料小幅减少。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 343、177 和 32 亿平方米，五年 CAGR 分别为 41%、79%和 4%。

表6: 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	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	CAGR (2021-2026)
全球新能源汽车总销量	万辆	670	1082	1496	2061	2795	3460	38.9%
中国	万辆	355	688	850	1100	1430	1716	37.1%
海外	万辆	315	394	646	961	1365	1744	40.8%
国内单车带电量	kWh/辆	44	43	45	47	49	51	3.1%
海外单车带电量	kWh/辆	47	57	58	59	60	61	5.4%
国内动力电池装机量	GWh	154	295	381	515	698	872	41.4%
海外动力电池装机量	GWh	147	223	372	563	814	1057	48.4%
<b>全球动力电池装机量</b>	<b>GWh</b>	<b>302</b>	<b>518</b>	<b>753</b>	<b>1078</b>	<b>1512</b>	<b>1929</b>	<b>44.9%</b>
<b>全球储能电池隔膜需求量</b>	<b>GWh</b>	<b>47</b>	<b>143</b>	<b>271</b>	<b>474</b>	<b>712</b>	<b>996</b>	<b>84.3%</b>
<b>全球消费锂电池需求量</b>	<b>GWh</b>	<b>125</b>	<b>135</b>	<b>146</b>	<b>158</b>	<b>170</b>	<b>180</b>	<b>7.5%</b>
隔膜单位用料	万平方米/GWh	2073	2011	1950	1892	1835	1780	-3.0%

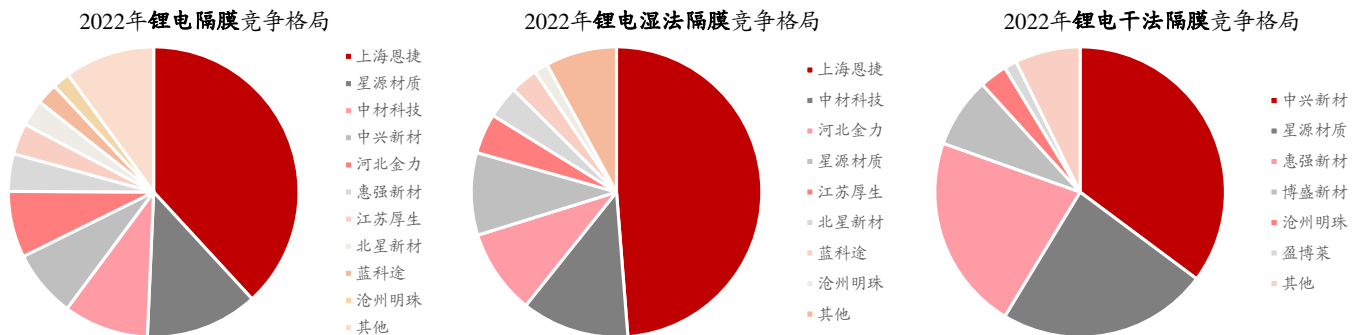
隔膜出货量	亿平方米	98	160	228	324	439	553	41.3%
动力	亿平方米	63	104	147	204	277	343	40.6%
储能	亿平方米	10	29	53	90	131	177	78.7%
消费	亿平方米	26	27	28	30	31	32	4.3%

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

隔膜行业市场集中度较高。根据 EV Tank，2022 年国内湿法、干法隔膜市场 CR3 分别为 70.2%、80.5%，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，在湿法隔膜的市占率约 49%；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13: 2022年中国锂电隔膜竞争格局(单位: %)



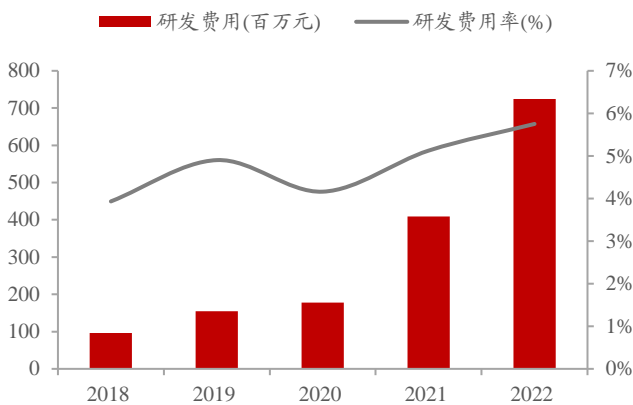
资料来源: EV Tank、浙商证券研究所

### 3 产线优势巩固，布局全球稳固份额

#### 3.1 重研发、强产品，紧跟前沿不断出新

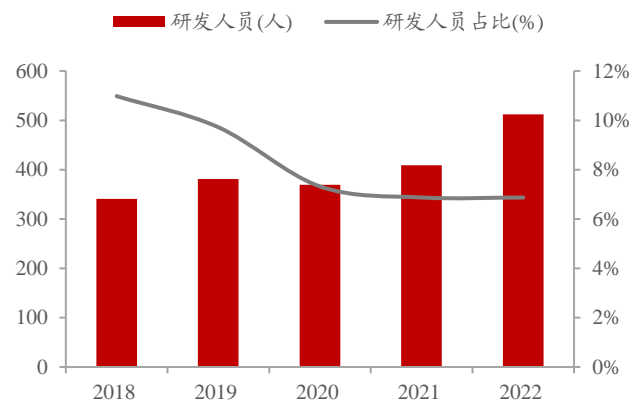
公司重视技术积累，研发方向明确。公司重视研发技术积累，核心方向主要包括轻薄化以提升电池能量密度、安全性(包括基膜强度的提升、闭孔温度和破膜温度安全窗口的拓宽、涂布技术的开发等)、新型电池技术针对性开发、生产过程优化降本提质。

图14: 公司的研发费用和研发费用率(单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 公司的研发人员数量和占比(单位: 人, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

在电池新技术方面，公司紧跟前沿不断出新。(1)钠离子电池：公司现有设备、技术体系和工艺完全可以实现钠离子电池隔膜的生产。(2)半固态电池：半固态电池需要在隔膜工艺和涂层方面进行调整，隔膜附加值更高。半固态电池隔膜，虽然基膜方面没有大的变化但涂层材料由常规的氧化铝、勃姆石等惰性无机材料变成了具有离子导电性的活性材料，涂布配方和工艺都需要相应的开发。公司已与北京卫蓝、溧阳天目先导成立合资公司江苏三合，进行半固态电池隔膜的研发和生产，其中公司拥有高质量基膜供应保证以及专业的隔膜涂布技术，北京卫蓝提供固态电解质涂布隔膜知识产权以及市场，天目先导拥有固态电解质粉体涂布原材料供应以及原材料与涂布隔膜相关知识产权，目前正与客户展开样品测试和合作开发工作。

表7: 公司部分研发项目

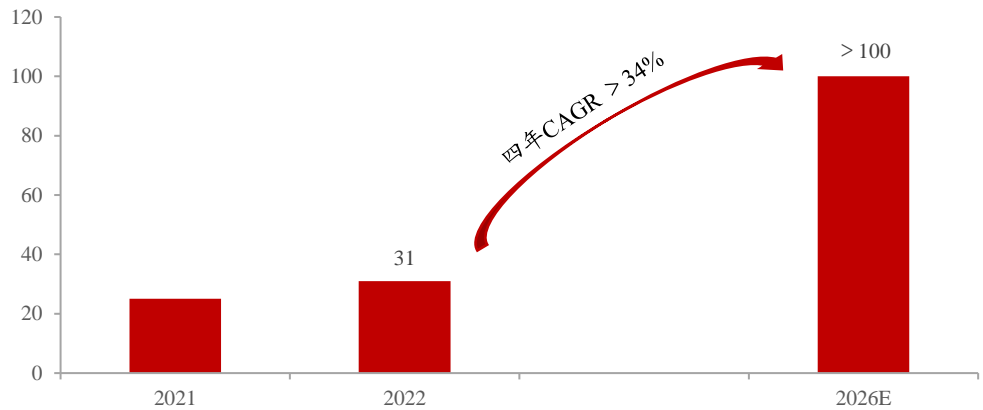
研发项目	项目目的	项目进展	拟达到的目标
低水分高耐热陶瓷涂布产品开发	进入欧洲本土电池企业供应链，实现批量供货	实现出货	基膜微观结构均匀化，高耐热、低水分涂层开发
同步工艺高安全性基膜开发	针对某日本客户实现批量供货	各项物性已经满足客户需求，等待签订规格书。	实现量产出货
芳纶涂布隔膜	针对某日本终端客户实现批量供货	物性已基本满足客户需求，顺利进入小试	实现量产出货
超薄高强度隔膜	对应高能量密度锂电池的5μm超薄隔膜开发	物性已基本满足客户需求，顺利进入小试	实现量产出货
半固态锂离子电导隔膜量产	对应能量密度250wh/kg以上的高能量密度/高安全性锂电池隔膜开发	物性已基本满足客户需求，顺利进入小试	实现量产出货
第三代低闭孔温度高安全性基膜设计开发	闭孔温度降低，隔膜安全性提升	物性已基本满足客户需求，等待客户进一步改善需求	实现量产出货

超高破膜温度高安全性基膜基础开发	破膜温度提高，隔膜安全性上升	具备送小样能力，配合客户导入量产	实现量产出货
高孔隙率/高强度基膜量产导入	针对国内外终端客户实现量产出货	顺利进入小试，持续改善量产性能	实现量产出货
低成本新一代高粘性耐热涂布膜量产	针对国内外终端客户实现量产出货	物性已基本满足客户要求，持续改善产品性能	实现量产出货
超小孔径特种过滤膜基础开发	扩大公司业务，增加隔膜应用场景	物性已基本满足客户需求，顺利进入小试	实现量产出货
铝塑膜开发	扩大公司业务范围	已完成高成型，高耐久以及高绝缘三种铝塑膜产品，已在两家中高端客户推广使用	实现量产出货并持续提升产品性能，进入高端客户供应链

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**携手业界顶尖企业 Celgard，加码储能用干法隔膜产能项目。**随着储能市场的爆发，得益于更低的成本和更高的热稳定性，干法隔膜在储能的应用有望加速，公司前瞻布局相关合作和产能，与 Celgard 全资子公司 PPO Energy Storage Materials HK 合作积极投建干法隔膜产能，由合资厂江西恩博实施，公司持股 51%，一期规划产能为 10 亿平方米，项目已于 2022 年建成，首条产线已安装完毕进行调试，预计将于 2023 年逐步形成产能。美国 Celgard 公司兼具干法单向拉伸工艺和干法双向拉伸工艺，具备领先的工艺和专利壁垒，合资公司江西恩博可获得 Celgard 拥有的干法薄膜先进技术、制造技术的许可，能够通过授权的技术生产高性能的单层、多层共挤和超薄隔膜，有望赋能公司的干法隔膜项目。

图16：中国锂电干法隔膜出货量(单位：亿平方米)



资料来源：高工锂电数据及预测，浙商证券研究所

### 3.2 产线技术优势突出，在线涂布持续渗透

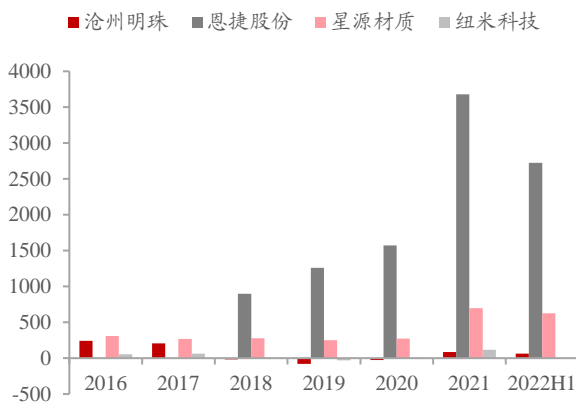
关于产线能力，公司主要优势在于：

- (1) 核心设备绑定日本制钢所。**公司核心生产设备主要进口自日本制钢所，相比于国内生产设备，具有更好的稳定性。经过多年对产线设备的持续改良、迭代升级，设备转速、幅宽和稳定性等参数逐步提升，公司生产效率及产品质量均处于业内领先水平。
- (2) 产线整合能力强。**公司设备是按单元采购，不依赖于整线，公司具备集合每家设备制造商的强项把整线组合起来的能力。

- (3) **自研设备项目正在推进。**公司参股设备厂苏州捷胜，自研设备项目正在按原计划推进，第一个厂房于 2022 年下半年建成，我们认为这将增强公司在设备技术方面的保密，提升技术壁垒，加快自动化和智能化升级，降低成本。
- (4) **在线涂布实力全行业领先。**公司自 2014 年开始研发在线涂布技术，经过多年的研发试验及不断改进，公司已在产线上成功应用在线涂布技术，是行业内唯一一家掌握了此种技术并应用于产线生产的隔膜企业。在线涂覆可以减少一次分切损耗，变相提高良品率，同时生产效率和产品一致性也将得到进一步提升。相较于离线涂覆技术，在品质相同的情况下，在线涂覆膜的效率高且成本将大大降低。根据 2022 年 4 月公司投资者交流纪要，目前公司已经拥有 12 条的在线涂覆产线，分别在江西、珠海和无锡基地，处于满产状态，每条产线月出货量约 600-800 万平，根据产品不同有所浮动。公司预计 2022 年年底会有 34 条在线涂布产线，计划到 2023 年年底有 56 条在线涂布产线。

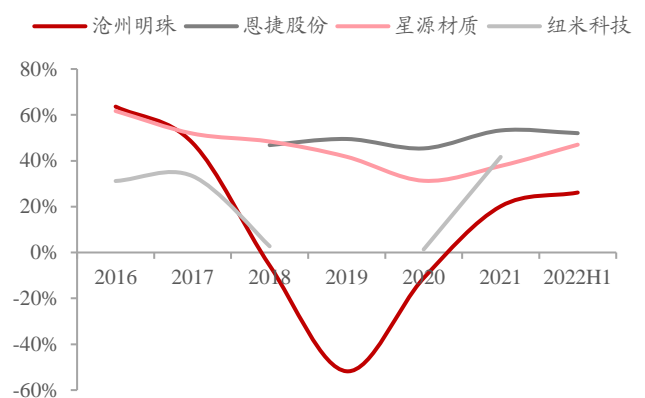
**得益于公司绑定核心设备供应、优秀的产线整合能力及在线涂布技术，公司膜类业务盈利水平高于行业。**

图17： 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18： 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

### 3.3 客户合作关系紧密，布局全球稳固份额

**客户验证周期长，公司已建立起稳固的客户合作关系。**对于全新的隔膜供应商，验证过程包括合格供应商资格的验证、新建基地和产能的验证和工艺等方面调整的验证。总的来看，国内客户的验证周期一般需要 1-2 年，国外客户较慢，一般需要 2 年以上。公司客户包括松下、LG ES、三星、宁德时代、中创新航、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪、孚能科技、力神等国内主流锂电池企业，合作关系十分紧密，2022 年以来与多家高端客户如宁德时代、中创新航、蜂巢能源、国轩高科签订 2023 年度隔膜保供协议，增强公司的市场竞争力。



表8: 公司与下游客户签订的部分合作协议情况

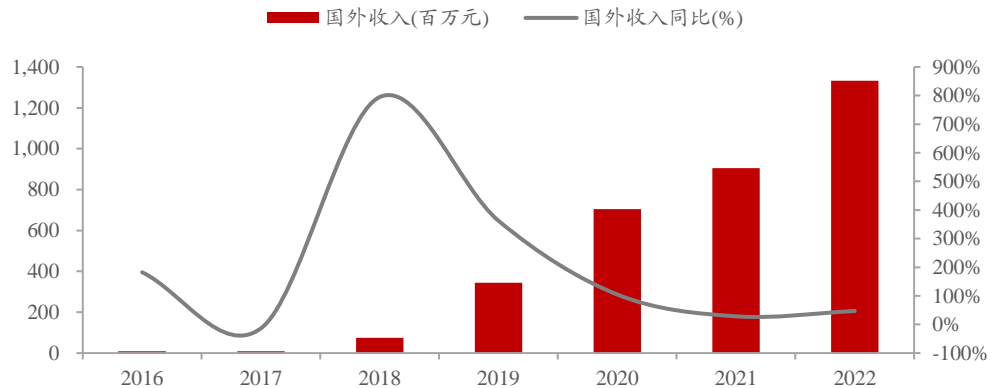
公告时间	合作方	合作期限	合作内容
2023年2月	宁德时代	2023年	2023年向宁德时代集团供应协议约定数量的锂电池湿法隔膜
2022年12月	中创新航	2023年	2023年中创新航在同等条件下优先向上海恩捷采购大部分的隔离膜产品
2022年12月	国轩高科	2023年	2023年向国轩高科交付不含税总金额约为23亿元的锂电池隔膜产品
2022年12月	蜂巢能源	2023年	2023年向蜂巢能源供应不含税总金额不超过19亿元的锂电池隔膜产品
2022年5月	ACC	2024-2030年	下属子公司 EMCORP Hungary Kft 与法国 Automotive Cells Company SE 基于双方合作意愿签订 Purchasing Agreement, 约定 2024 年至 2030 年 SEMCORP Hungary Kft 向 ACC 供应约 6.55 亿欧元的锂电池隔离膜产品
2022年1月	海外某大型车企	2022年起	向本次合作客户保证供应数量不超过 16.5 亿平方米; 2025 年度起, 上海恩捷及子公司向本次合作客户保证供应数量不超过 9 亿平方米/年。
2021年6月	Ultium Cells	签订日至 2024 年末	Ultium Cells, LLC 向上海恩捷采购 2.58 亿美元以上的锂电池隔离膜
2019年5月	LG	2019年4月-2024年4月	与 LG 签署《购销合同》, 合同总金额不超过 6.17 亿美元

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**公司海外客户基础良好, 正加快海外生产基地布局。**公司是最早进入多家海外供应链的隔膜企业, 现在海外客户覆盖 LG、松下、海外某大型车企、ACC、Northvolt、三星等国际主流客户群体。在欧洲, 公司在匈牙利投资额约 3.4 亿欧元, 建设 4 条全自动进口制膜生产线和 30 余条涂布生产线, 基膜年产能约为 4 亿平方米, 截至 2022 年底项目基建已完工, 正在进行设备的安装工作。在美国, 公司以下属子公司 SEMCORP Manufacturing USA LLC 为主体在美国 Ohio(俄亥俄)州 Sidney(西德尼)市投资建设锂电池隔离膜工厂, 拟规划建设产能约 10-12 亿平方米的基膜生产线及配套涂覆设备, 项目总投资额预计约 9.16 亿美元。

**2025 年公司在海外的市占率目标为 35%-40%。**根据公司 2022 年 4 月投资者交流纪要, 2021 年公司占全球隔膜市场份额约 31%左右, 占中国湿法隔膜市场份额约 58%左右。到 2025 年, 公司全球隔膜市场市占率目标为 50%, 其中在海外市场的市占率目标为 35%-40%。按照公司预测, 2025 年全球隔膜需求量在 330-360 亿平(含干法和湿法), 公司 2025 年隔膜出货量目标为 180 亿平, 其中湿法隔膜出货量目标约为 120-130 亿平(对应产能约为 160 亿平), 预计 40%将面向海外客户。

图19: 公司海外收入情况(单位: 百万元, %)



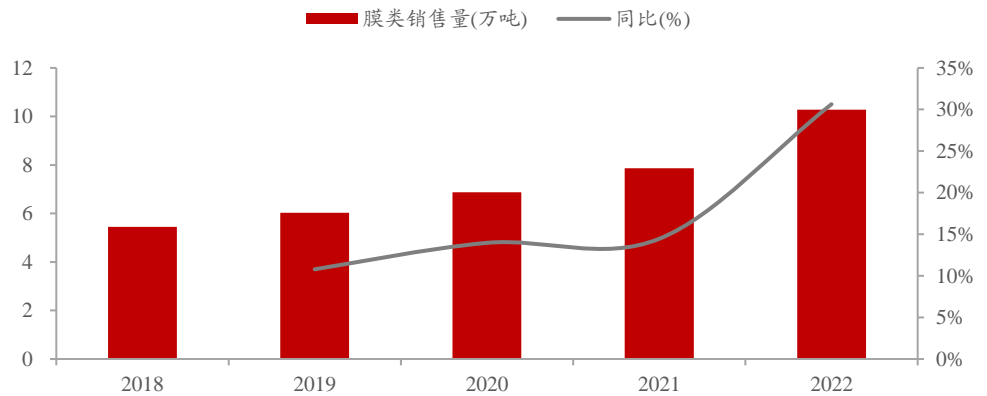
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**2022 年底公司隔膜产能规模达 70 亿平方米，未来几年我们预计每年新增约 30 条线，到 2025 年湿法隔膜产能将达到 160 亿平、干法隔膜将达到 30 亿平。**

(1) **独资厂：**公司 2022 年已建成投产无锡恩捷锂电池二期项目、江西通瑞锂电池一期扩建项目、重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目(一期)、苏州捷力年产锂电池涂覆隔膜 2 亿平方米项目均已建成投产。此外，重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目(二期)在进行设备的安装调试；江苏恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目的部分基建已完工；玉溪恩捷锂电池隔膜项目正在推进中。

(2) **合资厂：**公司和亿纬锂能的合资厂(公司持股 55%)落地湖北荆门，规划年产能为 16 亿平方米项目，目前部分厂房及配套设施已基本完工，预计 2023 年投产约 8 条产线，其中 6 条可量产。公司和宁德时代合资的平台公司(公司持股 51%)正在筹备中，规划湿法隔膜产能 16 亿平/年、干法隔膜产能为 20 亿平/年。

图20: 公司膜类产品的销售量(单位: 万吨, %)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设

公司最大的业务是膜类产品，主要包括锂离子隔离膜（基膜和涂布膜）、BOPP薄膜（烟膜和平膜），包装印刷产品和纸制品包装的收入占比很小。

**膜类产品：**受益于公司产能的有序释放和下游客户订单的签署，我们预计 2023-2025 年公司锂电池隔膜产品的销量分别达到 68、96 和 120 亿平，同比增速分别为 45%、41%和 25%；受益于生产成本持续下降和企业让利，2023-2025 年公司锂电池隔膜产品的单价维持稳定降幅，分别为 2.06、1.87 和 1.76 元/平，同比增速分别为-12%、-9%和-6%。此外，BOPP 薄膜产品的市场需求和公司份额相对稳定，因此预计收入维持相对稳定。综合来看，我们预计 2023-2025 年公司膜类业务的收入分别达到 146.36、186.21 和 217.69 亿元，同比增速分别为 30.1%、27.2%和 16.9%，受益于在线涂布产能占比提升和工艺路线优化等，我们预计公司膜类业务毛利率维持相对稳定，2023-2025 年分别为 51.9%、51.7%和 52.4%。

**包装印刷产品和纸制品包装：**这两项业务占公司收入比例较小，且市场空间增长缓慢。

总的来看，我们预计 2023-2025 年公司整体收入分别达到 159.20、206.39 和 246.38 亿元，同比增速分别为 26.4%、29.6%和 19.4%，毛利率分别为 49.4%、48.7 %和 48.6%。

表9：公司主要业务拆分(单位：百万元，%)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
公司整体	收入(百万元)	7,982	12,591	15,920	20,639	24,638
	同比(%)	86.4%	57.7%	26.4%	29.6%	19.4%
	成本(百万元)	4,002	6,568	8,064	10,598	12,654
	毛利率(%)	49.9%	47.8%	49.4%	48.7%	48.6%
膜类产品	收入(百万元)	6,913	11,250	14,636	18,621	21,769
	同比(%)	99.6%	62.7%	30.1%	27.2%	16.9%
	成本(百万元)	3,235	5,582	7,038	8,987	10,363
	毛利率(%)	53.2%	50.4%	51.9%	51.7%	52.4%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 4.2 估值

**首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是锂电池隔膜头部供应商，优秀的产线和技术实力保障公司全球份额稳中有升。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 49.97、65.27 和 79.26 亿元，对应 EPS 分别为 5.60、7.31 和 8.88 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 18、14 和 11 倍。我们选取从事电池隔膜的星源材质、中材科技、璞泰来和长阳科技作为可比公司，2023-2025 年同行业平均 PE 分别为 17、13、11 倍，考虑到公司稳固的龙头地位和海外市场有望提供较大增量，首次覆盖，给予“增持”评级。

表10: 可比公司估值(单位: 亿元、元/股、倍)

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS(元/股)					PE			
		2023/5/10	(亿元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300568.SZ	星源材质	17.33	222	0.56	0.89	1.25	1.45	31	19	14	12	
002080.SZ	中材科技	20.79	349	2.09	2.11	2.55	3.08	10	10	8	7	
603659.SH	璞泰来	36.38	734	1.54	2.02	2.63	3.19	24	18	14	11	
688299.SH	长阳科技	14.70	42	0.40	0.65	0.92	1.19	37	22	16	12	
							<b>平均</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	
<b>002812.SZ</b>	<b>恩捷股份</b>	<b>101.85</b>	<b>909</b>	<b>4.48</b>	<b>5.60</b>	<b>7.31</b>	<b>8.88</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 \*可比公司采用 wind 一致预期

## 5 风险提示

**市场竞争加剧。**新能源汽车行业的高速增长带动了上游锂离子电池隔膜行业的快速发展, 锂离子电池隔膜行业较高的毛利率水平吸引了许多国内企业进入本行业, 大量资金投入导致产能迅速增加, 当前国内锂离子电池隔膜行业竞争日益激烈。如果公司不能准确把握行业发展的规律, 持续技术创新、改善经营管理以提升产品质量、降低生产成本, 则日益激烈竞争的市场将对公司业绩产生不利影响。

**主要原材料价格波动。**公司主要原材料价格均存在一定程度的波动, 尤其是聚丙烯、聚乙烯等原材料价格受到国际原油价格大幅波动的影响。如果主要原材料价格因宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素影响而出现大幅波动, 仍然可能在一定程度上影响公司毛利率水平, 对公司业绩造成不利影响。

**产能投放不及预期风险。**公司目前在建项目包括江西恩博、重庆恩捷、江苏恩捷、湖北恩捷、江苏睿捷、匈牙利恩捷等。其中海外项目受到 IRA 法案以及环保要求的影响, 可能存在产能投放不及预期的风险。

**市场规模测算偏差风险。**锂电隔膜市场规模预测模型中存在部分参数具有主观性, 存在数据测算偏差风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14967	13629	16948	19470
现金	3954	3954	3954	7673
交易性金融资产	10	10	10	10
应收账款	7197	5149	7463	5413
其它应收款	21	21	21	21
预付账款	220	278	361	431
存货	2463	3115	4038	4821
其他	1101	1101	1101	1101
<b>非流动资产</b>	23655	29236	34147	38166
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	14307	20117	25055	29142
无形资产	1054	1334	1712	2039
在建工程	3561	3041	2627	2218
其他	4729	4739	4748	4762
<b>资产总计</b>	38623	42865	51095	57635
<b>流动负债</b>	13559	13440	15390	14441
短期借款	9528	9986	9538	9528
应付款项	2330	1738	4116	3160
预收账款	0	0	0	0
其他	1702	1716	1736	1754
<b>非流动负债</b>	6209	6148	6166	6174
长期借款	4179	4179	4179	4179
其他	2030	1968	1986	1995
<b>负债合计</b>	19768	19588	21556	20616
少数股东权益	1128	1416	1776	2223
归属母公司股东权益	17726	21861	27763	34796
<b>负债和股东权益</b>	38623	42865	51095	57635

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	504	7889	8542	11809
净利润	4212	5285	6887	8373
折旧摊销	1068	1330	1997	2644
财务费用	212	598	583	547
投资损失	(23)	(25)	(24)	(24)
营运资金变动	(1703)	1288	(59)	952
其它	(3263)	(587)	(842)	(682)
<b>投资活动现金流</b>	(5686)	(6887)	(6887)	(6640)
资本支出	(5261)	(6612)	(6512)	(6316)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(424)	(275)	(375)	(325)
<b>筹资活动现金流</b>	6779	(1002)	(1656)	(1450)
短期借款	5412	458	(448)	(10)
长期借款	1376	0	0	0
其他	(9)	(1460)	(1207)	(1440)
<b>现金净增加额</b>	1597	0	0	3719

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	12591	15920	20639	24638
营业成本	6568	8064	10598	12654
营业税金及附加	58	73	95	114
营业费用	74	64	62	64
管理费用	323	380	440	490
研发费用	724	923	1197	1429
财务费用	212	598	583	547
资产减值损失	51	68	86	104
公允价值变动损益	10	5	7	5
投资净收益	23	25	24	24
其他经营收益	157	157	157	157
<b>营业利润</b>	4769	5938	7765	9422
营业外收支	(4)	(1)	(2)	(1)
<b>利润总额</b>	4765	5936	7764	9421
所得税	553	651	876	1048
<b>净利润</b>	4212	5285	6887	8373
少数股东损益	212	288	361	447
<b>归属母公司净利润</b>	4000	4997	6527	7926
EBITDA	6383	7889	10385	12652
EPS(最新摊薄)	4.48	5.60	7.31	8.88

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.73%	26.44%	29.64%	19.38%
营业利润	48.26%	24.49%	30.78%	21.34%
归属母公司净利润	47.20%	24.92%	30.61%	21.43%
<b>获利能力</b>				
毛利率	47.83%	49.35%	48.65%	48.64%
净利率	33.45%	33.20%	33.37%	33.98%
ROE	23.96%	23.72%	24.72%	23.82%
ROIC	14.31%	15.60%	17.35%	17.82%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.18%	45.70%	42.19%	35.77%
净负债比率	73.68%	76.70%	67.62%	70.65%
流动比率	1.10	1.01	1.10	1.35
速动比率	0.92	0.78	0.84	1.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.39	0.44	0.45
应收账款周转率	2.30	2.90	3.76	4.49
应付账款周转率	5.54	6.34	5.94	6.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.48	5.60	7.31	8.88
每股经营现金	0.56	8.84	9.57	13.23
每股净资产	19.86	24.50	31.11	38.99
<b>估值比率</b>				
P/E	22.72	18.19	13.93	11.47
P/B	5.13	4.16	3.27	2.61
EV/EBITDA	20.28	13.17	10.00	7.95

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：投资者增持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>