

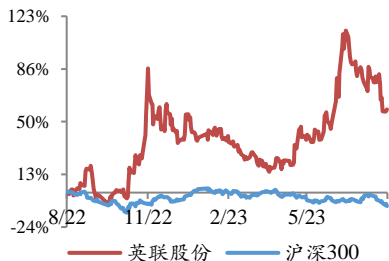
金属包装主业向好，核心技术+产能推进进入复合集流体

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-08-27

收盘价(元)	10.68
近12个月最高/最低(元)	14.88/6.41
总股本(百万股)	420
流通股本(百万股)	241
流通股比例(%)	57.42
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	26

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

相关报告

- 《增效降本安全高，全方位对比测算复合铜箔与传统铜箔-新能源锂电池系列报告之十三》2023-4-12
- 《优势突出空间广阔加速突破，复合铜箔全产业链分析-新能源锂电池系列报告之十五》2023-5-19

主要观点：

- **深耕快消品金属包装行业十余年，空间广阔集中提升，主业持续向好**
核心产品为金属易拉盖、易撕盖等，疫情期间受原材料成本及新增产能影响，随影响消退，且竞争中行业集中度提升，同时公司开拓新产品及海外市场，23年起业绩大幅改善，市场空间及格局带动主业持续向好。
- **复合集流体性能优安全高成本低，空间广阔，产业进展迅速**
复合铝箔技术工艺逐步成熟量产带来安全性提升；复合铜箔测算可提升电池能量密度约7%、单平原材料成本仅为传统铜箔34%、目前主流工艺尚未确立，产能利用率和良率有望持续提升，成品成本有望降至传统铜箔70%。乐观预期下25年复合铜箔/铝箔市场需求有望突破291/169亿元。目前复合铜箔进入量产前夕：上游设备头部厂优势明显、基膜开始国产替代；中游制造，传统电解铜箔厂和转型厂均有参与，稳步扩建产能，推动研发与送样验证；下游电池厂商积极布局，产业化进展良好。
- **公司斥资逾30亿布局复合集流体行业，打造第二增长极**
 - 1) 2023年2月公司与江苏高邮经开区签署投资协议，在高邮投建30.89亿元复合铜箔、复合铝箔项目，设备投资约23亿元，建设100条新能源汽车动力锂电池复合铜箔生产线和10条铝箔生产线。
 - 2) 2023年计划投资建设10条复合铜箔、1条复合铝箔生产线：目前已有3条复合铜箔产线，其中1条产线正式生产运行，另有2台水镀线设备正在现场调试，或将陆续投入生产。
 - 3) 研发团队实力强劲，团队核心领导人王俊伟博士深耕磁控溅射领域多年和林金益先生在柔性板电镀领域有30多年经验。
- **投资建议：**预计公司23/24/25年归母净利润分别为0.32/2.87/4.31亿元，对应当前市值PE分别为139/16/10倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险；新能源汽车、储能发展不及预期；相关技术出现颠覆性突破；原材料价格波动；行业竞争激烈，产品价格下降超出预期；产能扩张不及预期、产品开发不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1935	2217	3670	4600
收入同比(%)	5.7%	14.6%	65.6%	25.3%
归属母公司净利润	-43	32	287	431
净利润同比(%)	-221.7%	174.8%	790.6%	50.0%
毛利率(%)	9.1%	11.9%	19.2%	22.2%
ROE(%)	-5.5%	2.4%	17.7%	21.0%
每股收益(元)	-0.14	0.08	0.68	1.03
P/E	—	139.02	15.61	10.41
P/B	3.83	3.35	2.76	2.18
EV/EBITDA	37.01	25.67	9.88	7.00

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 总论	5
2 公司深耕快消品行业多年，谨慎布局锂电新材料领域寻求第二增长极	8
2.1 公司发展历史悠久，核心管理层履历丰富	8
2.2 扎根金属易开盖行业十余年，包装主业业绩稳步增长	10
2.3 业务结构优化，谨慎布局新材料领域寻求新增长极	14
3 金属包装行业稳中有进，完备产线+一站式采购英联优势显著	15
3.1 金属包装产业发展历史悠久，国家政策持续加码	15
3.2 收并购+参股提高行业集中度，强化金属包装龙头企业议价能力	16
3.3 食品饮料市场广阔，公司金属易开盖业务潜力较大	16
3.3.1 罐头市场仍具发展潜力，人均消费量亟需提升	16
3.3.2 食品行业发展前景好，市场规模有望持续扩大	17
3.3.3 啤酒饮料行业需求稳定，金属罐化率具有较大提升空间	18
3.4 公司三大产品营收占比超八成，饮料易开盖占比稳定提升	19
3.5 诸多优势居于业内领先地位，公司赢得海内外广阔市场和客户认可	21
4 复合集流体性能优安全高成本低，公司斥资逾 30 亿布局打造第二增长极	23
4.1 复合集流体性能强成本低，预计 2025 年复合铜箔/铝箔市场空间或将超 291/169 亿元	23
4.2 公司斥资逾 30 亿布局复合集流体行业，研发团队实力强劲	26
4.3 复合铜箔进入产业化前夕，公司复合集流体进度领先	27
5 铝塑膜国产替代空间大，公司战略合作切入铝塑膜赛道	29
5.1 铝塑膜是锂电专用封装材料，主流工艺分干法、热法两种	29
5.2 新能源汽车发展带动铝塑膜需求增长，公司顺势进入行业	31
6 盈利预测与估值	33
风险提示：	34

图表目录

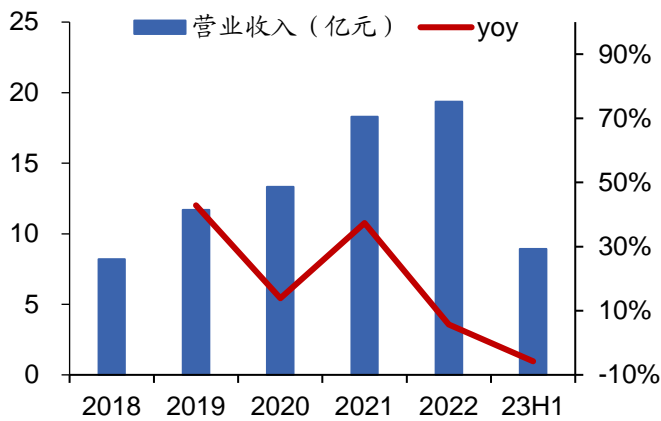
图表 1 公司近年营业收入（亿元）及增速	5
图表 2 公司近年归母净利润（百万）及增速	5
图表 3 复合铜箔优缺点	5
图表 4 英联股份复合集流体产能规划	6
图表 5 公司发展历程图	8
图表 6 公司股权结构图	8
图表 7 英联核心高管履历表	9
图表 8 易开盖分类	10
图表 9 公司产品分类	10
图表 10 公司近年营业收入（亿元）及增速	11
图表 11 公司近年毛利（百万元）变动情况	11
图表 12 公司近年归母净利润（百万）及增速	12
图表 13 公司近年原材料支出占总成本比重变动情况	12
图表 14 近年公司费用率（%）	12
图表 15 近年公司毛利率及净利率（%）	12
图表 16 公司近年研发费用及增速	13
图表 17 公司近年研发费用在营业总成本中占比	13
图表 18 英联股份研发方面取得的进展	13
图表 19 公司近年归母净利润（百万元）及增速	14
图表 20 公司业务转型图	14
图表 21 中国金属包装市场规模（亿元）	15
图表 22 包装产业相关政策	15
图表 23 金属包装相关公司收购并购	16
图表 24 全球罐头食品消费市场规模预测图（亿美元）	17
图表 25 2020-2021 我国罐头产量（万吨）	17
图表 26 不同国家人均罐头年消费量（公斤）	17
图表 27 2014 年-2025 年我国调味品市场规模及增速（亿元）	18
图表 28 2012-2021 年我国啤酒罐需求量及增速（亿罐）	18
图表 29 2014 年-2021 年我国饮料行业产量及增速（亿吨）	19
图表 30 三大主营产品营收变动图（亿元）	19
图表 31 公司近年营业收入占比结构图	20
图表 32 公司近年三大产品毛利占比图	20
图表 33 三大主营产品毛利率变动图（%）	20
图表 34 完备产品线优势	21
图表 35 23H1 公司国内外营收结构图	21
图表 36 公司近年国外地区营收情况（亿元）	21
图表 37 英联股份合作伙伴	22
图表 38 复合铝箔优点	23
图表 39 复合铜箔优缺点	23

图表 40 传统铜箔与复合铜箔的总成本对比	24
图表 41 复合铝箔市场需求测算	24
图表 42 复合铜箔市场需求测算	25
图表 43 复合铝箔市场空间敏感性测算 (亿元)	25
图表 44 复合铜箔市场空间敏感性测算 (亿元)	25
图表 45 英联股份复合集流体产能规划	26
图表 46 英联研发团队核心武俊伟博士履历	26
图表 47 复合铜箔主要生产厂商与进度	28
图表 48 铝塑膜结构图	29
图表 49 铝塑膜产业价值链结构图	29
图表 50 铝塑膜干法、热法对比表	30
图表 51 铝塑膜工艺简图	30
图表 52 软包电池成本拆分图	31
图表 53 中国新能源汽车销量 (万辆) 及动力电池装机量 (GWH)	31
图表 54 2016~2025 年中国铝塑膜市场规模预测图	31
图表 55 2020 年全球铝塑膜市场竞争格局	32
图表 56 三家国内主要厂商铝塑膜业务营收 (亿元)	32
图表 57 三家国内主要厂商总营收 (亿元)	32
图表 58 公司铝塑膜布局	33
图表 59 公司业务拆分	33
图表 60 可比公司估值水平	34

1 总论

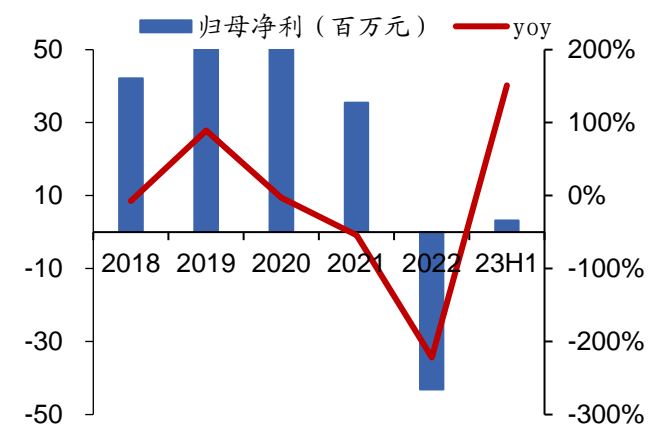
公司深耕快消品行业十余年，核心产品为金属易拉盖、金属易撕盖等金属易开盖，应用于快速消费品包装。2018-2022年，公司营业收入从8.19亿元增长到19.3亿元，年均复合增速约24%。但受到全球疫情，原材料价格持续上涨、市场需求不足导致新建产能释放未达预期，同时新增产能投资导致本期折旧及利息费用支出增加以及研发投入增加亦有所影响，公司2021-2022年利润下降受影响严重；而随着疫情影响减弱，原材料价格趋稳，同时在竞争过程中，行业中小产能供应商压力较大，行业层面并购整合带来集中度提升，另一方面国内龙头供应商积极拓展新产品积极开拓海外市场，23年以来公司业绩大幅改善。行业层面食品饮料空间仍然巨大，人均消费量及市场规模仍有较大发展空间，带动公司主业持续向好。

图表 1 公司近年营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 2 公司近年归母净利 (百万) 及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司基于主业良好的现金流及未来向好趋势，谨慎投入进入复合集流体产业。复合集流体具备厚度薄、质量低、安全性高、成本低等特点。

复合铝箔产品的特殊结构可以有效控制电池热失控问题，提升电池寿命和安全性；在PET基膜的两面都沉积上铝，厚度约为0.8-1.5μm，导电性可≤40mΩ，两面都具有导电性；工序少，铝箔的工艺性能提高，且无污染废渣，原料使用率高。复合铜箔优缺点及测算如下表。同时复合集流体也有一定劣势：复合铝箔成本较高；复合铜箔产热高导热较差、电池循环寿命略低等。其推广仍需突破上述问题。

图表 3 复合铜箔优缺点

优缺点	概要	具体内容
优点	安全性能好	有效控制电池热失控问题,提升电池寿命和安全性
	能量密度高	对于6μm铜箔,按照铜箔质量占动力电池11%测算:使用PET、PP和PI高分子材料替代部分铜材分别可提升动力电池能量密度6.6%、7.1%和6.6%
	成本优势显著	1)从原材料成本角度来看:PET/PP铜箔约为传统铜箔的34%左右; 2)从成品总成本角度来看:预计2025年PET铜箔约为传统铜箔的70.8%,PP铜箔约为传统铜箔的79.6%
缺点	产热性高、导热性差	复合铜箔铜层厚度仅2μm,且PET材料导热较差,锂电池内热量传递受阻
	电池循环寿命略低	常温循环下,PET铜箔循环寿命在2000圈左右;高温循环下,PET铜箔循环寿命1350圈左右。相比常温2500圈、高温1800圈的常规循环寿命略低

资料来源: 华安证券研究所整理

随着复合集流体技术进步及应用场景的增加，复合集流体的市场渗透率将不断提升，带来市场需求增量空间。假设：1) 复合铜箔/铝箔市场渗透率不断提高，预计 2025 年达到 12%/5%；2) 每 GWh 锂电池所需的复合铜/铝箔面积假设均为 1000 万平方米 3) 同一年度，乐观情形下，复合铜箔/铝箔市场渗透率相比中性情形会高出 5%/2%，而悲观情形下则反之。根据我们的中性情景测算，预计 2025 年复合铜箔/铝箔市场空间将达到 179.05 亿元/109.59 亿元；乐观情形下，2025 年预计复合铜箔/铝箔市场需求有望突破 291 亿元/169 亿元。

公司斥资逾 30 亿布局复合集流体行业，意在打造第二增长极。2023 年 2 月，公司与江苏高邮经开区签署投资协议，在高邮投建 30.89 亿元复合铜箔、复合铝箔项目，设备投资约 23 亿元，建设 100 条新能源汽车动力锂电池复合铜箔生产线和 10 条铝箔生产线，其中：2023 年计划投资建设 10 条复合铜箔、1 条复合铝箔生产线（目前已有 3 条复合铜箔产线，其中 1 条产线正式生产运行，另有 2 台水镀线设备正在现场调试，或将陆续投入生产）；至 2024 年末完成投产 50 条复合铜箔、5 条复合铝箔生产线；至 2025 年完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设，总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m²、复合铝箔 1 亿 m²。该项目分为 2 期建设，其中一期投资 15.68 亿元，二期投资 15.21 亿元，总项目建设完成后，至达产年预计可为公司年创收逾 36 亿元。

图表 4 英联股份复合集流体产能规划

时间	产能规划
2023	计划投资建设 10 条复合铜箔、1 条复合铝箔生产线（目前已有 3 条复合铜箔产线，其中 1 条产线正式生产运行，另有 2 台水镀线设备正在现场调试，或将陆续投入生产）
2024	投产 50 条复合铜箔、5 条复合铝箔生产线
2025	完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设，总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m ² 、复合铝箔 1 亿 m ²

资料来源：公司公告，华安证券研究所

定向增发 5 亿元，凸显管理层业务转型决心。公司第四届董事会第一次会议（2022-09-17）决议，向实控人翁伟武定向增发 83,472,454 股，非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 5 亿元；经公司内部决策、监管部门注册、发行过程后，新增股份于 2023 年 8 月 17 日上市。本次定增彰显公司核心管理层对于复合集流体板块业务信心，远期或构成公司业务战略的重要核心。

公司配备了实力强劲的研发团队，旨在改进工艺进一步提高良品率、降低成本。公司已组建一支覆盖真空物理、光学膜、柔性材料等方面专业经验的技术开发团队，团队有两位核心技术负责人：一位是武俊伟博士，深耕磁控溅射领域多年；另外一位林金益先生，在柔性板电镀领域有 30 多年经验。

公司产品进展情况：

复合铜箔：目前公司还处在批量送样阶段，预计量产成本约 3.5 元/平方米，复合铜箔产品良品率综合在 80%左右，通过不断的工艺改进预计年底或将提升至 95%以上，降低成本约 10%-12%；

复合铝箔方面：目前公司成本约在 5-8 块，已可实现一次成膜，市场售价约为 12-20 元。

同时公司在铝塑膜领域进行布局：22年7月26日，公司与皇家瓦森包装公司签订合作开发协议，共同合作开发一种适用于电动汽车电池及其他应用的电池箔。

相较于钢壳、铝壳或塑料壳等包装材料，铝塑膜具有质量轻、厚度薄、外形设计灵活等优势，在软包电池和刀片电池上有自身优异的应用。整体来看，我国铝塑膜行业市场规模呈上升趋势，预计未来受下游锂电池需求带动影响，2021-2025年将以年均复合增长率16.09%的速度增长，2025年我国铝塑膜市场规模将达89亿元。

由于技术壁垒较高，尤其是动力电池铝塑膜行业，我国铝塑包装膜高度依赖进口。国内铝塑包装膜基本由日本DNP、昭和电工等企业垄断，国内相关企业在全球竞争格局中占用市场份额较小，由此可见，铝塑膜国产替代空间巨大。同时，国内一些企业今年来持续投入铝塑膜开发，如新纶新材、紫江企业、明冠新材、璞泰来等；在持续投入过程中，伴随着行业需求增大，国内企业不断提升营收及市占率。

公司于22年7月25日与皇家瓦森柔性包装公司签署了《锂电池铝塑膜联合开发协议》，以优势互补、合作共赢为合作原则，拟共同合作开发一种适用于电动汽车电池及其他应用的电池箔。同时，公司于22年8月26日召开第三届董事会第二十三次会议，审议通过了《关于设立全资子公司的议案》，拟出资1000万元人民币，在广东省深圳市设立全资子公司。目前，公司正在推动铝塑膜产品送样、反馈进度。

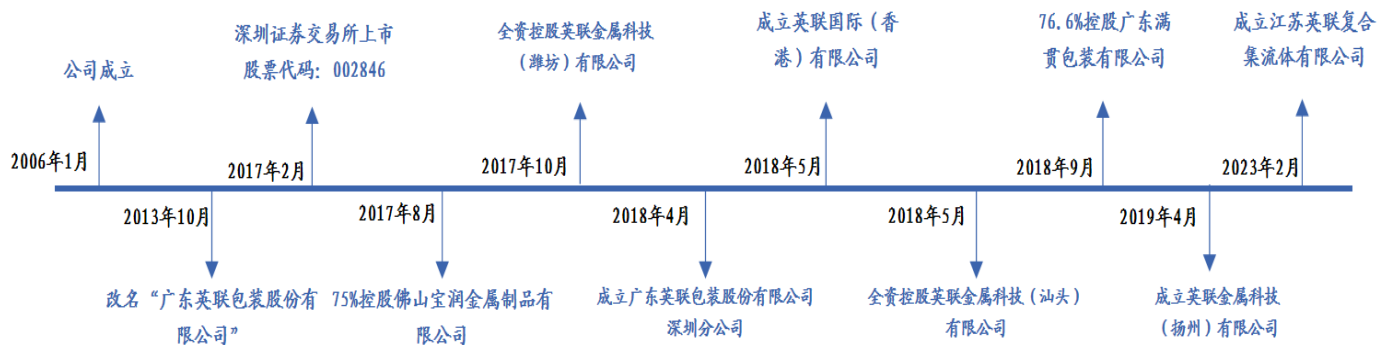
投资建议：公司金属易开盖业务居于行业领先地位，生产用主要原材料价格的下行有望明显改善利润水平；复合集流体进度业内领先，下游需求提振，或持续贡献业绩增量。预计公司23/24/25年归母净利润分别为0.32/2.87/4.31亿元，对应当前市值PE分别为139/16/10倍。

2 公司深耕快消品行业多年，谨慎布局锂电新材料领域寻求第二增长极

2.1 公司发展历史悠久，核心管理层履历丰富

公司是一家以快速消费品为核心领域，专业从事“安全、环保、易开启”金属包装产品研发、生产和销售的国家高新技术企业。06年成立以来，公司发展已达17年之久，现已形成覆盖食品（含干粉）、饮料、日化用品等多应用领域，是产品品类齐全、能够满足客户多样化需求及一站式采购的快速消费品金属包装产品提供商。

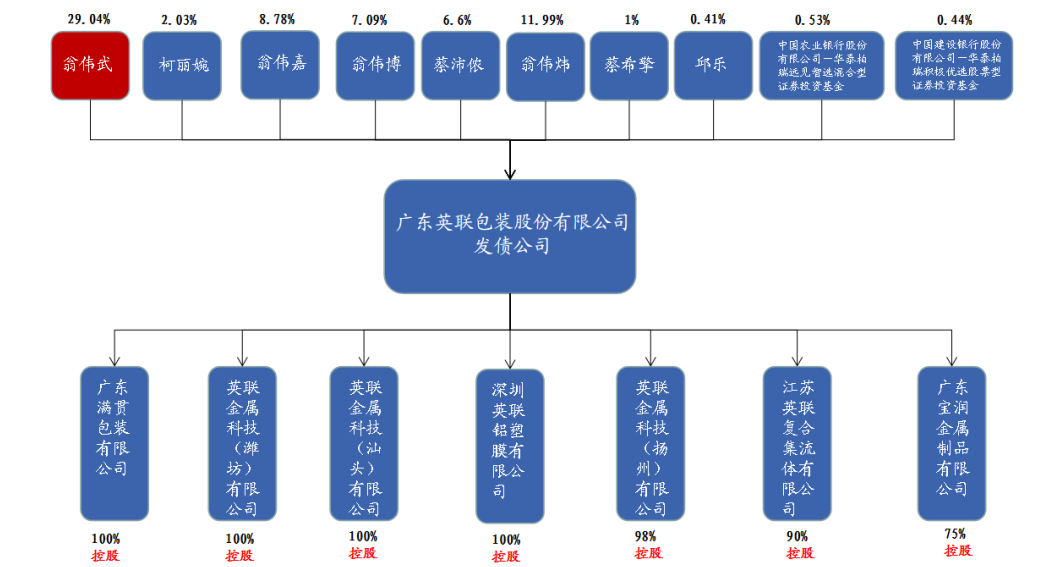
图表 5 公司发展历程图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的股权相对集中，翁伟武为实控人。公司的控股股东为翁伟武，二股东翁伟伟是其兄弟，截止23年6月30日，翁伟武是公司实际控制人，翁伟武、柯丽婉两人作为行动一致人，合计持股比例为31.07%；翁伟伟、翁伟博为一致行动人，合计持股比例为19.08%；蔡沛依、翁伟嘉为一致行动人，合计持股比例为15.38%。

图表 6 公司股权结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司核心团队从业经验丰富，利于长远发展。翁伟武是清华大学EMBA，早年在五金工艺厂先后担任采购部经理、销售部经理、副经理及总经理职务，具

有扎实的理论知识和丰富的从业经验，给公司的成立和发展打下了良好的基础。核心高管均从公司成立之初就参与公司管理，任职时间久，具有较强的管理能力，利于公司的长远稳定发展。

图表 7 英联核心高管履历表

姓名	职位	具体履历
翁伟武	董事长	1970.6 出生，中国国籍，无境外永久居留权，清华大学 EMBA。 1992.7-2004.5 先后担任汕头市汕樟五金工艺厂采购部经理、销售部经理、副总经理、总经理职务； 2004.6-2005.12 担任东莞市广诚包装材料有限公司总经理职务； 2006.1-2013.10 担任汕头市英联易拉盖有限公司执行董事、总经理职务； 2013.11-2017.6 担任广东英联包装股份有限公司董事长、总经理职务； 2013.11 至今担任广东英联包装股份有限公司董事长职务； 2017.8 起担任子公司广东宝润金属制品有限公司董事长； 2017.12-2020.6 担任子公司英联金属科技（汕头）有限公司执行董事、经理； 2018.5-2020.1 担任子公司英联国际（香港）有限公司董事； 2019.4 至今担任子公司英联金属科技（扬州）有限公司董事长； 2023.1 至今担任广东新联企业管理合伙企业（有限合伙）有限合伙人； 2023.2 至今担任江苏英联复合集流体有限公司执行董事。
翁伟嘉	董事	1981.3 出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历； 2006.1-2013.10 任汕头市英联易拉盖有限公司国内销售部经理； 2013.11-2019.1 任广东英联包装股份有限公司董事、副总经理； 2017.10-2020.4 担任全资子公司英联金属科技（潍坊）有限公司执行董事； 2019.1 至今担任广东英联包装股份有限公司董事； 2022.8 至今担任岭峰投资（汕头）有限公司监事； 2023.2 至今担任江苏英联复合集流体有限公司总经理。
翁宝嘉	董事	1980.8 出生，中国国籍，中国香港居民，大专学历； 2006.1-2009.6 任汕头市英联易拉盖有限公司国外销售部副经理； 2009.7-2013.10 任汕头市英联易拉盖有限公司总经理助理； 2013.11-2017.6 担任广东英联包装股份有限公司董事、副总经理； 2017.6 至今担任广东英联包装股份有限公司董事、总经理； 2020.4 至今担任全资子公司英联金属科技（潍坊）有限公司执行董事； 2020.6 至今担任全资子公司英联金属科技（汕头）有限公司执行董事、经理。
柯丽婉	副总经理	1969.10 出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 1992-1994 于汕头市鮀滨制药厂负责外派学习和承担项目； 1994-1999 任汕头市鮀滨制药厂属下汕头市华茵生物技术有限公司植物室副主任； 2000-2005 任平安保险汕头分公司高级业务主任； 2006-2013.10 任汕头市英联易拉盖有限公司总经理助理； 2013.11-2017.6 任广东英联包装股份有限公司总经理助理； 2017.6 至今任广东英联包装股份有限公司副总经理； 2023.1 至今担任广东新联企业管理合伙企业（有限合伙）普通合伙人。

资料来源：公司公众号，华安证券研究所

2.2 扎根金属易开盖行业十余年，包装主业业绩稳步增长

公司成立之初就从事金属易开盖业务，至今已十余年之久，核心产品为金属易拉盖、金属易撕盖等，应用于快消品包装。公司产品按应用领域可划分为干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖以及其他产品。

图表 8 易开盖分类



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

易开盖产品主要由盖体及铆接于盖体上的拉环构成，盖体包括一体成型的盖面及边框，盖面上刻有辅助开盖的刻线，通过拉环启破便可沿刻线开盖，按启盖形式可分为全开盖 (Full Appearance, FA)、拉环盖 (Ring Pull Type, RPT)、保留盖 (Stay On Tab, SOT)、易撕盖 (Peel-off End, POF) 四种。

图表 9 公司产品分类

产品类别	主要应用领域	性能特点	部分产品图例
干粉易开盖	奶粉、营养粉、调味品、干果、糖果等封盖后不需进行高温杀菌程序的各种固态、干性食品包装	多为铝质全开式产品，外径尺寸基本在 209# 以上，其中奶粉类产品多采用易撕盖	
罐头易开盖	水果、蔬菜、肉类、海产品、八宝粥、番茄酱等食品及宠物食品包装	多为铁质全开式产品，需经高温杀菌程序，耐压性好；其中八宝粥类食品采用铝质全开式产品	

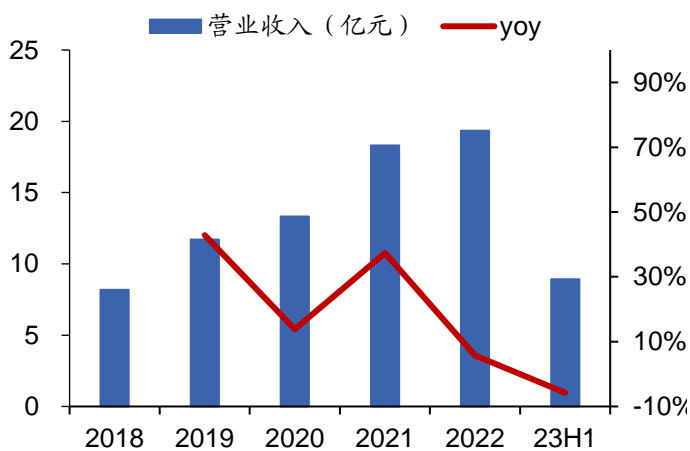
<p>饮料易开盖</p>	<p>蛋白饮料、茶饮料、功能饮料、碳酸饮料、果蔬汁等软饮料以及啤酒包装</p>	<p>多为铝质拉环式产品，外径尺寸基本不超过 209#</p>	
<p>其他产品</p>	<p>应用于上述领域外的易开盖产品、用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖</p>		<p>-</p>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

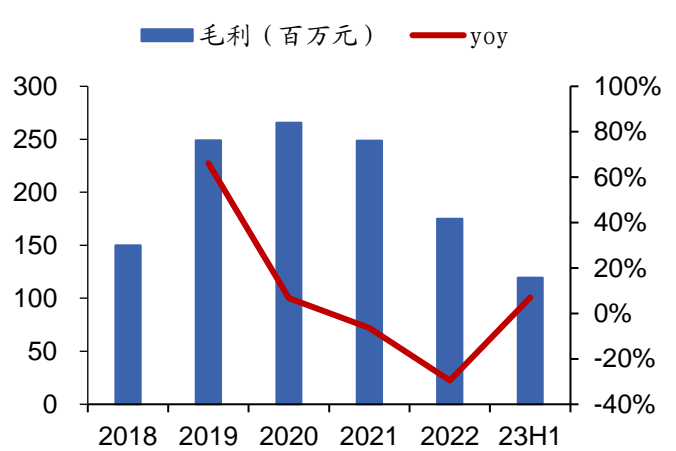
公司产品主要应用在快消品包装，为快消品不可或缺的组成部分。快消品具备消费频率高、消费群体广泛、消费便利性要求高等特点，进而使得公司产品使用时限短、市场空间相对充足、消费需求较为稳定，保证了公司业绩稳定增长。2018-2022年，公司的营业收入从 8.19 亿元增长到了 19.3 亿元，年均复合增速约为 24%。23H1 公司实现营收 8.93 亿元，同比下降了 5.77%，与去年同期相比，营收表现较为稳定，未出现大幅波动。

图表 10 公司近年营业收入 (亿元) 及增速

图表 11 公司近年毛利 (百万元) 变动情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

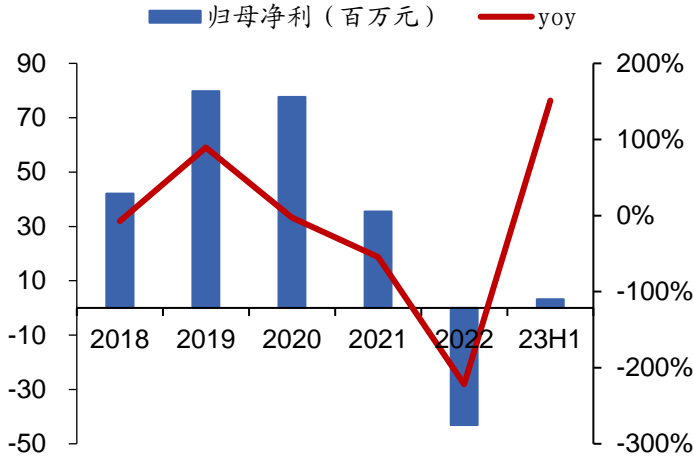


资料来源：iFinD，华安证券研究所

受外部因素叠加影响，公司利润有所波动。2019 年公司实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 90.5%，系当年减税降费等财税政策的实施，以及公司的产品结构调整(公司收购满贯包装后高毛利产品干粉易撕盖大幅增长推动业绩高增)。2020 年，受到新冠肺炎疫情冲击，各国争相量化宽松，导致国际大宗商品价格快速上行，公司生产用铝材和马口铁价格上半年快速探底后，下半年一路单边上行，同时叠加美元持续贬值等不利因素，公司当年归母净利润仅 0.79 亿元，同比下降 2.5%。2021 年，受到新冠疫情反复、全球供应链受阻等不利因素影响，公司当年归母净利润仅 0.35 亿元，同比下降 55.1%。2022 年公司归母净利润-0.43 亿元，同比下降 221.7%，毛利率/净利率为 9.06%/-2.23%，系原材料价格持续上涨、市场需求不足导致新建产能释放未达预期，同时新增产能投资导致本期折旧及利息费用支出增加以及研发投入

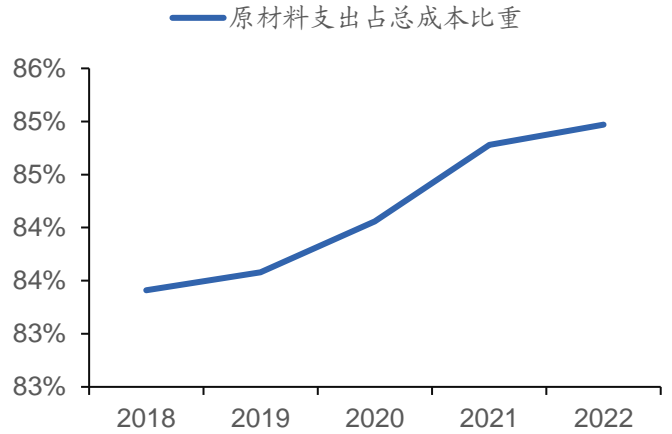
增加亦有所影响。23H1 公司持续深耕夯实传统快消品金属包装制品业务, 实现归母净利 322 万元, 同比增长 151.08%, 系生产用主要原材料价格震荡下行, 同时自 2023 年 4 月起调整部分固定资产折旧年限, 综合毛利率水平有所提升。

图表 12 公司近年归母净利 (百万) 及增速



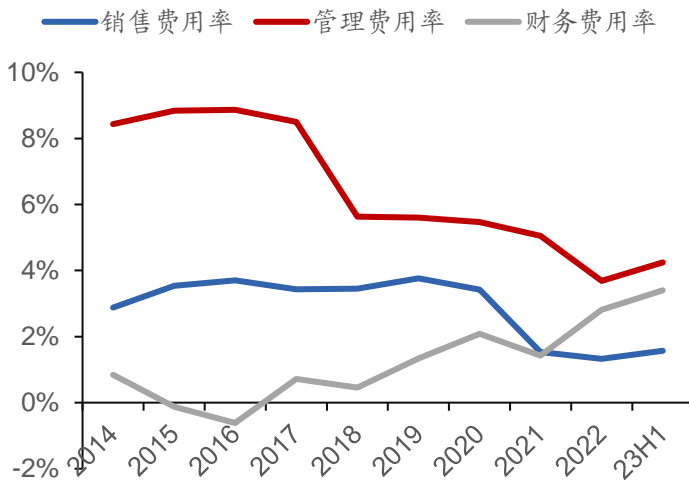
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 13 公司近年原材料支出占总成本比重变动情况



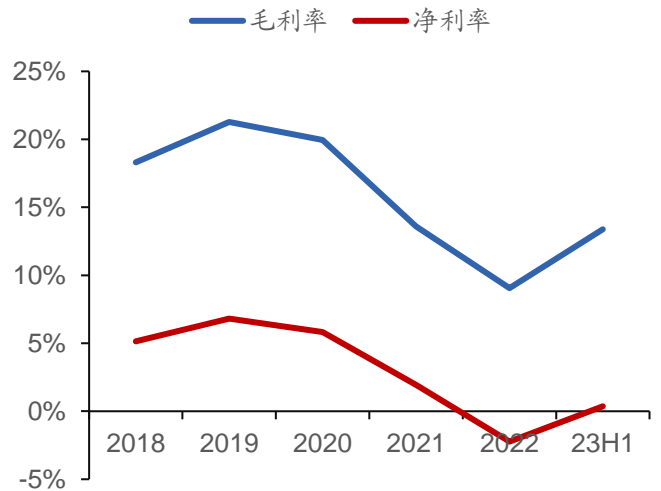
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 近年公司费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

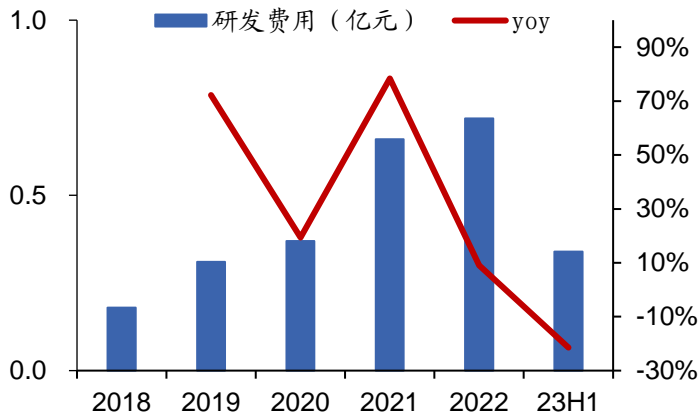
图表 15 近年公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

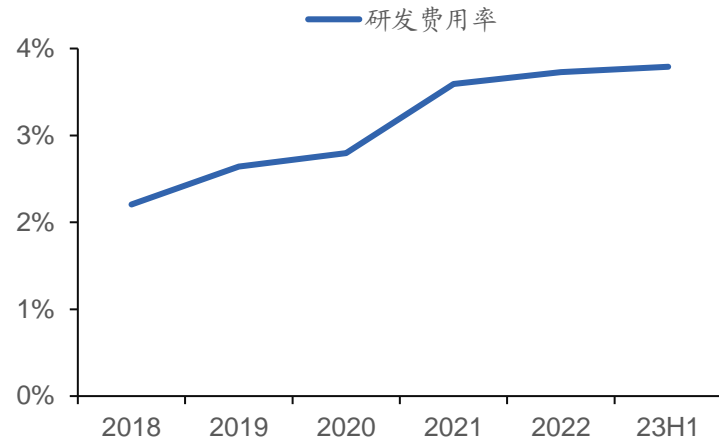
研发费用逐年提升, 致力核心技术持续创新。2018-2022 年, 公司的研发费用持续增加, 从 18 年的 0.18 亿元增加到 22 年的 0.72 亿元, 相应研发费用占比也逐年提升, 从 18 年的 2.33% 增加到 23 年 H1 的 3.79%, 增幅显著。**公司持续的研发投入取得了诸多成果:** 2010 年, 公司组建成立的“中国罐头工业协会易拉盖研发中心”通过验收; 2012 年, 公司获广东省科学技术厅、省财政厅、省国税局、省地税局联合认定为高新技术企业; 2015 年, 公司技术研发中心被广东省科学技术厅认定为省级工程技术研究中心; 2016 年, 公司被广东省高新技术企业协会认定为 2015 年广东省创新型企业 (试点); 公司及子公司汕头英联、扬州英联均被认定为高新技术企业; 截至 2023 年 6 月公司及子公司累计获得授权专利 193 项 (其中包含发明专利 17 项); 同时, 公司还参与了部分行业国际标准、国家标准的制定工作。此外, 目前公司已入选**国家级专精特新“小巨人”企业**。

图表 16 公司近年研发费用及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17 公司近年研发费用在营业总成本中占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 18 英联股份研发方面取得的进展

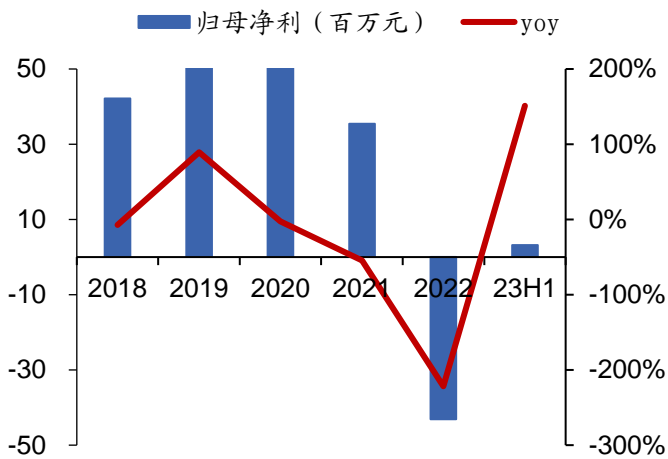
时间	内容
2010	公司组建成立的“中国罐头工业协会易拉盖研发中心”通过验收
2012	公司获广东省科学技术厅、省财政厅、省国税局、省地税局联合认定为高新技术企业
2015	公司技术研发中心被广东省科学技术厅认定为省级工程技术研究中心
2016	公司被广东省高新技术企业协会认定为 2015 年广东省创新型企业(试点); 公司及子公司汕头英联、扬州英联均被认定为高新技术企业
2014.2	由中国轻工业联合会、全国食品工业标准化技术委员会等部门牵头, 对行业发展具有重大影响的《镀锡(铬)薄钢板全开式易开盖》国家标准的制定, 该标准于 2014 年 2 月正式实施。
2015.4	子公司广东满贯参与了由工业和信息化部发布的《包装容器铝箔易撕盖》行业标准的制定, 该标准于 2015 年 4 月正式实施。
2020	公司作为国际标委会机构 ISO/TC52/WG3 易开盖及易撕盖标准化工作组召集人, 主持国际标准《ISO/WD 5099 薄壁金属容器 易开盖及易撕盖尺寸》的立项及标准制定, 参与国际标准《ISO24021-1 薄壁金属容器术语和分类 第一部分: 顶开罐和盖》的制定工作。

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所整理

2.3 业务结构优化, 谨慎布局新材料领域寻求新增长极

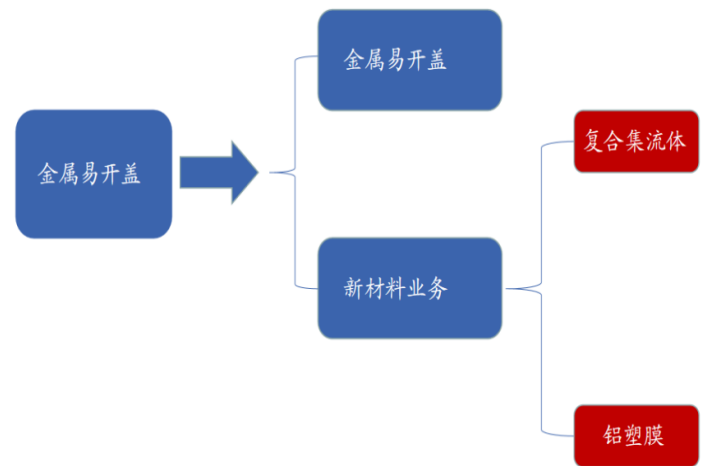
公司优化业务结构, 着手布局新材料领域。近年来, 各种不利因素叠加下, 公司所处的快消品金属包装行业有所承压。在此情况下, 公司审慎探索并启动布局锂电池新材料领域: (1) 在铝塑膜方面: 22 年 7 月 26 日, 公司与皇家瓦森包装公司签订合作开发协议, 共同合作开发一种适用于电动汽车电池及其他应用的电池箔; (2) 在复合集流体方面, 23 年 2 月, 公司与江苏高邮经开区签署投资协议, 在高邮投建 30.89 亿元复合铜箔、复合铝箔项目, 设备投资约 23 亿元, 建设 100 条新能源汽车动力锂电池复合铜箔生产线和 10 条铝箔生产线。

图表 19 公司近年归母净利润 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 20 公司业务转型图



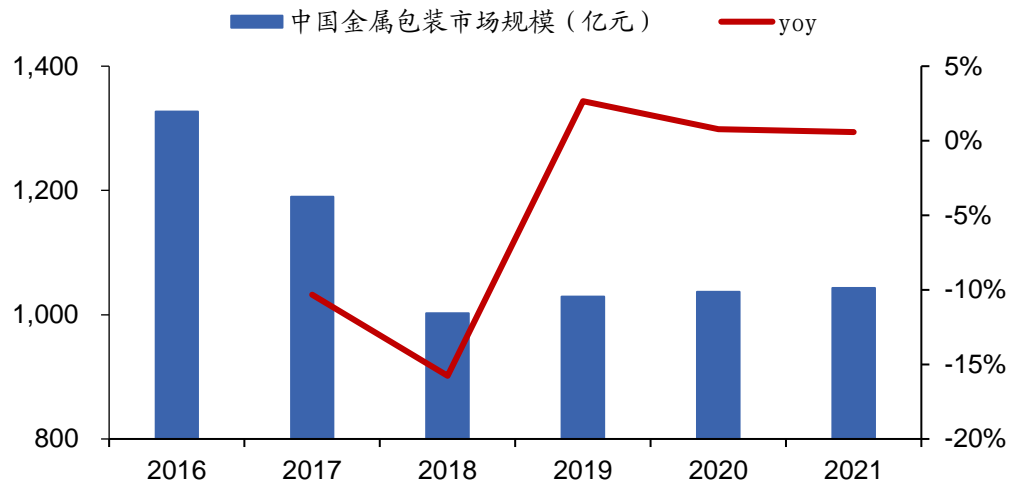
资料来源: 华安证券研究所整理

3 金属包装行业稳中有进，完备产线+一站式采购英联优势显著

3.1 金属包装产业发展历史悠久，国家政策持续加码

金属包装产业发展历史悠久，应用领域广泛。自 19 世纪初，国际金属包装工业至今已有 200 多年的发展历史。金属包装被广泛应用于食品、饮料、酒精等领域。我国的金属包装行业可以追溯到 20 世纪 50 年代，并在 20 世纪 60 年代和 70 年代实现了初步发展。随着改革开放的深入，金属包装行业在 80 年代后进入了快速发展的轨道。随着经济的发展和环保意识的增强，以及加工技术的不断改进，2018 年后金属包装市场规模整体保持稳定。

图表 21 中国金属包装市场规模 (亿元)



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

包装产业是中国制造体系的重要组成部分，国家产业政策持续加码。从“十二五规划”到“十四五规划”，包装产业相关政策持续加码：“十二五”在《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中，包装产业首次被列入“重点产业”，明确提及当前产业发展重点为“加快发展先进包装装备、包装新材料和高端包装制品”；“十三五”，由中国包装联合会颁布的《中国包装工业发展规划》，围绕“中国制造 2025”和“包装强国”，设定了“十三五”包装工业发展的两大目标：1、不断提升对国民经济和社会发展的支撑和贡献能力；2、不断提升品牌影响力和国际竞争力；“十四五规划”进一步强调了“加快推动绿色低碳发展”发展理念，提倡“全面促进消费”并且“促进消费向绿色、健康、安全发展”。

图表 22 包装产业相关政策

时间	名称	具体内容
2011	十二五规划	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》首次将包装列入“重点产业”，明确“加快发展先进包装装备、包装新材料和高端包装制品”的产业发展重点
2016	十三五规划	中国包装联合会印发《中国包装工业发展规划》，围绕“中国制造 2025”和“包装强国”两个任务，设定了“十三五”包装工业发展的两大核心目标：1、不断

		提升对国民经济和社会发展的支撑和贡献能力；2、不断提升品牌影响力和国际竞争力
2021	十四五规划	进一步强调“加快推动绿色低碳发展”的发展理念，鼓励“全面促进消费”并且“促进消费向绿色、健康、安全发展”，全方位的产业政策为金属包装企业做大做强、持续健康发展提供了强有力的制度保障。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.2 收并购+参股提高行业集中度，强化金属包装龙头企业议价能力

资本运作提升行业集中度，龙头企业议价能力不断增强。金属包装的不断发展使得行业进入需求增长消化过剩产能时期，行业拉开整合序幕，2015年开始，多家金属包装公司启动收并购，通过参股、收购等方式实现市场份额的整合。目前奥瑞金完成了对中粮包装、纪鸿包装、波尔中国的整合，昇兴股份实现了对太平洋制罐的整合，中粮包装实现了对纪鸿包装、成都高森的整合。随着昇兴股份收购太平洋制罐和奥瑞金入股中粮包装、收购波尔亚太等，金属制罐行业的行业集中度加速提升。而金属易开盖作为金属罐体的组合部分，下游快消品和制罐行业集中度提升将推动易开盖供给向优质企业集中。

图表 23 金属包装相关公司收购并购

时间	收购方	具体内容
2015.11.9	奥瑞金	以 16.16 亿港元受让中粮包装 27% 的已发行股份（或在根据《股份买卖协议》进行调整的情况下，以 14.96 亿港元受让中粮包装 25% 的已发行股份）
2016.11.23	福州兴瑞丰	收购太平洋制罐（漳州）有限公司、太平洋制罐（北京）有限公司、太平洋制罐（武汉）有限公司、太平洋制罐（肇庆）有限公司 4 家目标公司 100% 股权，以及太平洋制罐（沈阳）有限公司和太平洋制罐（青岛）有限公司 2 家目标公司各 65% 股权。
2017.3.15	奥瑞金	以 760 万美元收购纪鸿包装 19% 股权
2017.3.16	中粮包装	出资 6675 万元人民币收购纪鸿包装 51% 股权
2017.3.27	中粮包装	出资 7496 万元人民币收购成都高森包装容器 100% 股权
2017.8.31	福州兴瑞丰	收购太平洋制罐（沈阳）有限公司 35% 股权和太平洋制罐（青岛）有限公司 35% 股权；昇兴股份为收购方 LP
2018.12.13	奥瑞金	自筹资金 2.05 亿美元收购 Ball Asia Pacific Ltd. 于中国包装业务相关公司股权：佛山、北京、青岛、湖北（95.69%）

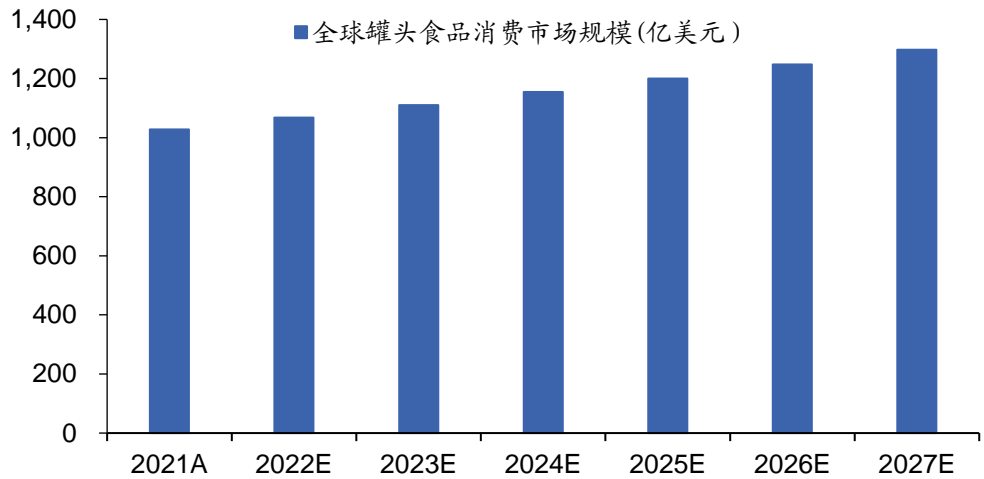
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

3.3 食品饮料市场广阔，公司金属易开盖业务潜力较大

3.3.1 罐头市场仍具发展潜力，人均消费量亟需提升

罐头食品具有安全、营养、便捷、环保等特点，深受全球消费者的青睐，具有较大的市场发展空间和增长潜力。根据 Expert Market Research 数据，全球罐头食品消费市场规模在 2021 年已达到 1027.2 亿美元，预计在 2027 年达到 1297.5 亿美元。

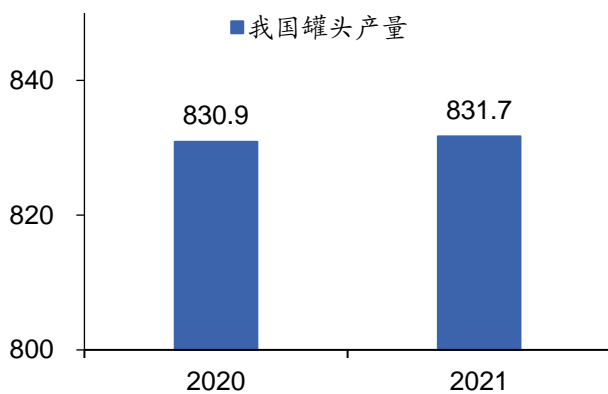
图表 24 全球罐头食品消费市场规模预测图 (亿美元)



资料来源: Expert Market Research, 思瀚产业研究院, 华安证券研究所

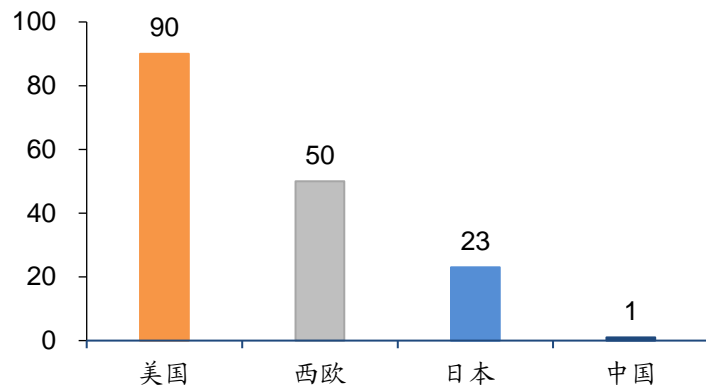
我国罐头产量整体呈上升态势, 人均消费量亟需提升。我国罐头产量整体呈上升态势, 2021 年我国罐头产量为 831.7 万吨, 同比增长 0.1%。在人均消费量方面, 根据食品科技网的数据, 美国人均罐头年消费量在 90 公斤左右, 西欧约 50 公斤, 日本为 23 公斤, 而我国仅为 1 公斤, 罐头食品在国际市场的发展空间较为广阔。

图表 25 2020-2021 我国罐头产量 (万吨)



资料来源: 思瀚产业研究院, 华安证券研究所

图表 26 不同国家人均罐头年消费量 (公斤)



资料来源: 食品科技网, 思瀚产业研究院, 华安证券研究所

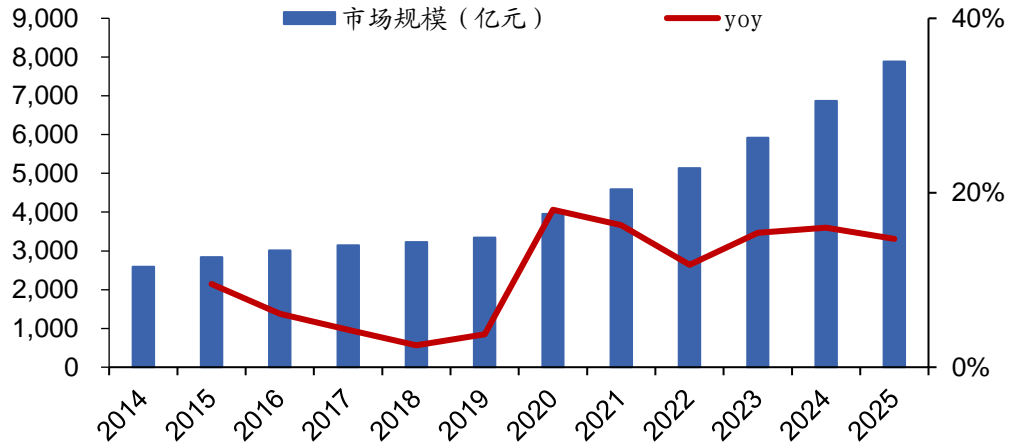
3.3.2 食品行业发展前景好, 市场规模有望持续扩大

奶粉行业, 奶粉金属包装优点众多。目前, 现有市场上销售的奶粉包装主要有金属包装、塑料软包装以及纸盒包装。金属包装具有优异的阻隔性能和优良的综合防护性能, 对气、水及水蒸气的透过率极低(几乎为零), 保香性好, 并且完全不透光, 能够有效地避免紫外线的有害影响。

我国是全球最大的奶粉消费市场, 也是增长速度最快、最有潜力的市场。根据 statista 数据显示, 2021 年我国奶粉消费量达到 226.1 万吨, 奶粉消费量位居全球第一。随着“全面二胎”政策的实施, 我国老龄化人口的加剧以及人们保健意识的不断增强, 预计国内奶粉市场仍会继续保持较高需求。而奶粉金属易开盖需求与奶粉需求是正相关的, 因此奶粉需求的增长会拉动奶粉金属易开盖需求的增长。

随着 GDP 持续高速增长，我国已步入了消费结构升级、实物消费与服务消费并重的轨道，调味品行业市场规模逐年递增。近几年，我国调味品行业取得了突破性的发展，产量销量迅速增长，品种日益丰富，“小产品、大市场”的格局已经形成，调味品行业成为我国食品工业的重要组成部分。根据艾媒咨询数据，2014 年我国调味品行业市场规模约 2595 亿元，2021 年增长至 4594 亿元，年均复合增长率为 8.50%，预计 2025 年市场规模将达到 7881 亿元。而调味品金属易开盖需求与调味品需求是正相关的，因此调味品需求的增长会拉动调味品金属易开盖需求的增长。

图表 27 2014 年-2025 年我国调味品市场规模及增速 (亿元)

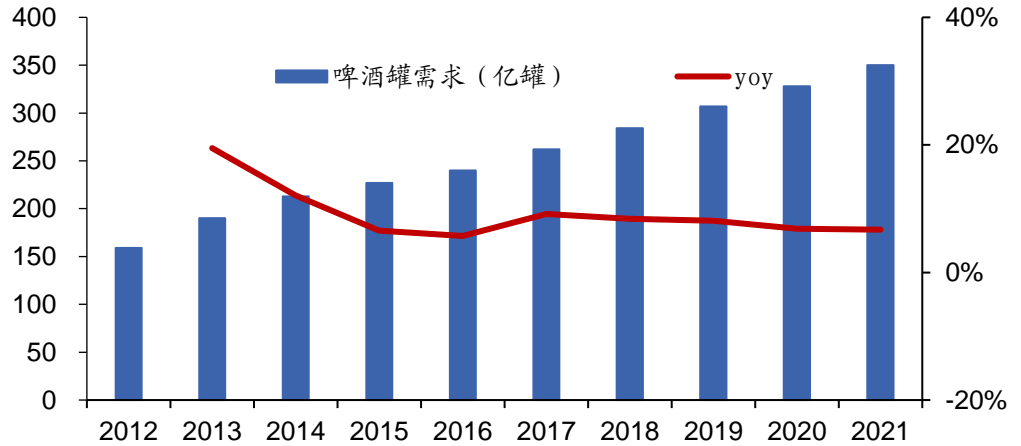


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

3.3.3 啤酒饮料行业需求稳定，金属罐化率具有较大提升空间

啤酒需求较为稳定，金属罐化率提升空间较大。据统计，2021 年啤酒产量已达 3562.40 万千升，经过多年的深度市场培育，啤酒已形成了较为固定的消费群体，我国人均饮用量已超过世界平均水平，与日韩水平相当。从啤酒罐化率来看，2009 至 2021 年，我国的啤酒罐化率虽由 16.24% 提升至 30.31%，但仍远低于全球其他市场，与日本 (89.14%)、韩国 (74%)、美国 (74.68%)、英国 (64%) 等成熟市场仍存在较大差距。金属罐包装的啤酒密封性能优越，同时金属罐材料较轻，便于运输、携带和开启，近来加速替代玻璃酒瓶，金属罐有巨大提升空间。

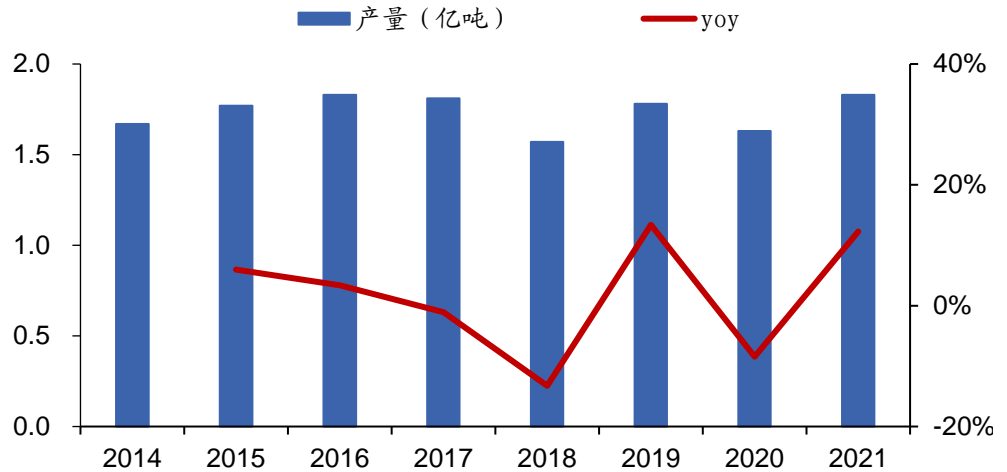
图表 28 2012-2021 年我国啤酒罐需求量及增速 (亿罐)



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

饮料产量整体稳定，外界因素影响具有小幅波动。数据显示，饮料行业的产量呈现出先降后升的趋势，2020年中国饮料产量16347.3万吨，同比减少7.9%，而2021年产量有所回升，产量达到18333.8万吨。在2020年疫情影响下，部分行业停产停工，饮料行业产量在一定程度上缩减。但随着疫情封控放开，聚会、婚宴等逐步恢复，饮料生产企业或需加大产能。

图表 29 2014年-2021年我国饮料行业产量及增速 (亿吨)

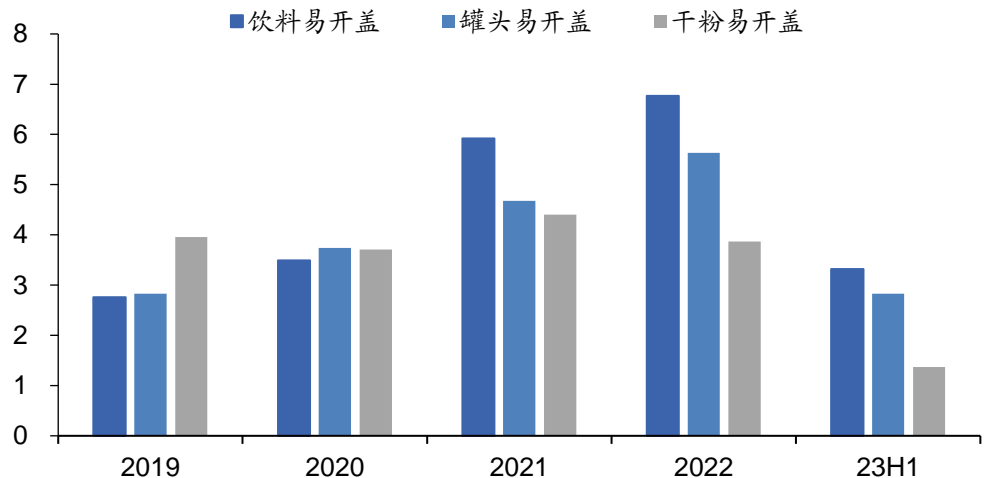


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

3.4 公司三大产品营收占比超八成，饮料易开盖占比稳定提升

公司深耕快消品行业十余年，核心产品为金属易拉盖、金属易撕盖等金属易开盖，应用于快速消费品包装。公司产品按应用领域可划分为干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖以及其他产品。23H1 饮料、罐头、干粉易开盖分别实现营收 3.32、2.83、1.37 亿元，同比变动+1.79%、-0.36%、-18.68%。

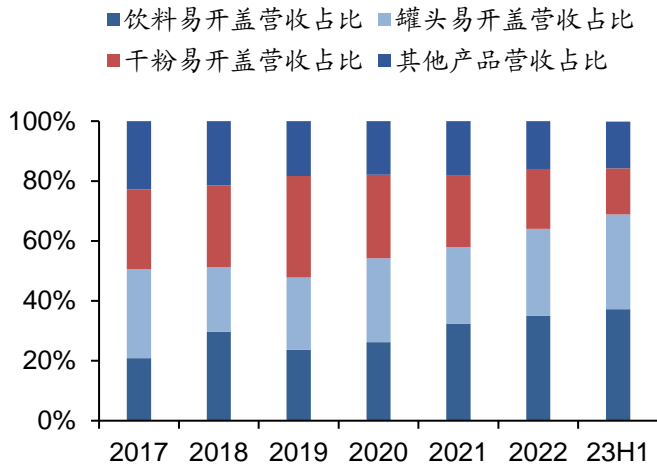
图表 30 三大主营产品营收变动图 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

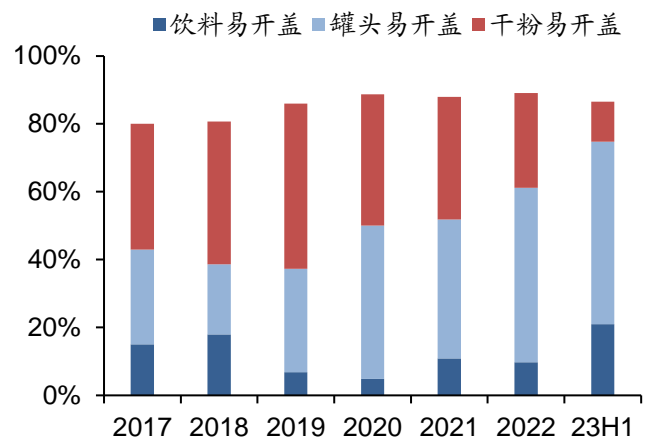
三大主要产品营收占比持续超八成，高毛利助力罐头易开盖产品毛利占比稳定提升。公司产品按应用领域可划分为干粉易开盖、罐头易开盖、饮料易开盖以及其他产品。23H1，干粉、罐头、饮料易开盖产品分别占公司营收 15%、31%、37%。由于下游应用场景的差异，三大产品毛利率区别较大。干粉、罐头易开盖的毛利率相对较大，常年保持在 20% 以上，而饮料易开盖由于产品附加值较低，毛利率常年在 10% 以下。近年来，低毛利率的饮料易开盖产品营收占比上升，高毛利率的干粉、罐头易开盖营收占比保持不变或下降，是导致近年公司归母净利润、毛利率、净利率等一些财务数据下滑的一大原因。

图表 31 公司近年营业收入占比结构图



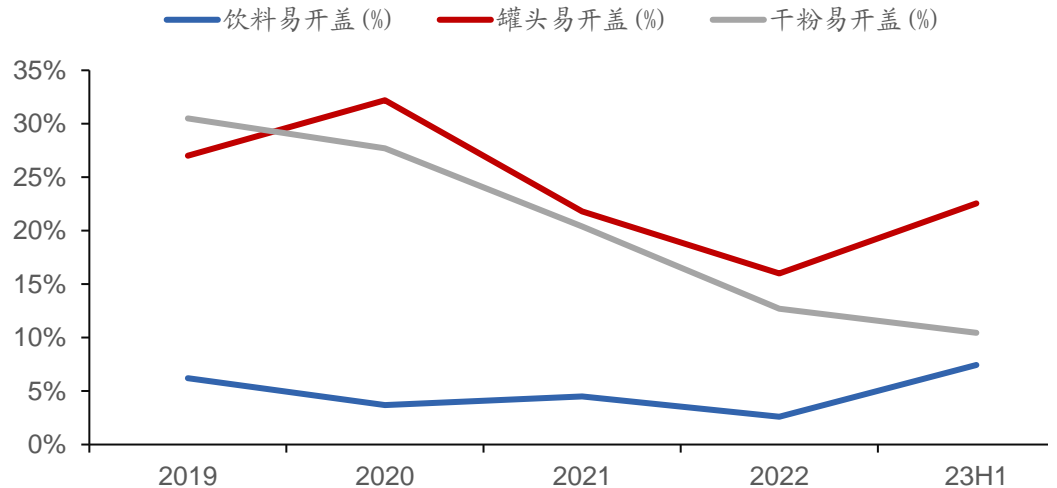
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 32 公司近年三大产品毛利占比图



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 33 三大主营产品毛利率变动图 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

3.5 诸多优势居于业内领先地位，公司赢得海内外广阔市场和客户认可

产品不断延申覆盖多个应用领域，英联完备产线享有诸多优势。通过不断的技术创新和设备升级，公司的主要产品已从最初的干粉易开盖延伸至覆盖食品（含干粉）、饮料、日化用品等多应用领域，公司现已成为产品品类齐全、能够满足客户多样化需求及一站式采购的快速消费品金属包装产品提供商。

图表 34 完备产品线优势

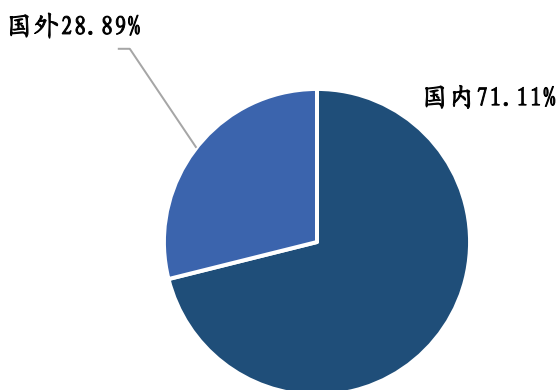
具体内容	
优点	更好地满足不同客户的需求；
	研发技术成果多品类产品间共享，具有明显的技术协同效应；
	有利于降低公司开发新客户的信用风险，实现公司内部资源的充分利用，降低市场拓展成本，提高业务开拓效率；
	可以根据市场需求及行业发展趋势，及时规划、调整产品结构，降低对单个产品的依赖度；
	持续扩大公司产品收入规模持续扩大，盈利能力不断加强；

资料来源：公司年报，华安证券研究所整理

公司居于金属易开盖行业领先地位，旗下干粉易开盖产品国内市占率位居第一。在国内干粉易开盖市场，公司规模、生产能力、产品品质等多方面均处于领先地位：公司是登陆 A 股市场首家易开盖企业；成为行业国际标准《薄壁金属容器-易开盖和易撕盖-分类和尺寸》制定的主导单位之一；中国镀锡或镀铬薄钢板全开式易开盖国家标准制定单位之一；包装容器铝箔易撕盖行业标准制定单位之一；中国包装联合金属容器委员会副主任单位；入选国家级专精特新“小巨人”企业。

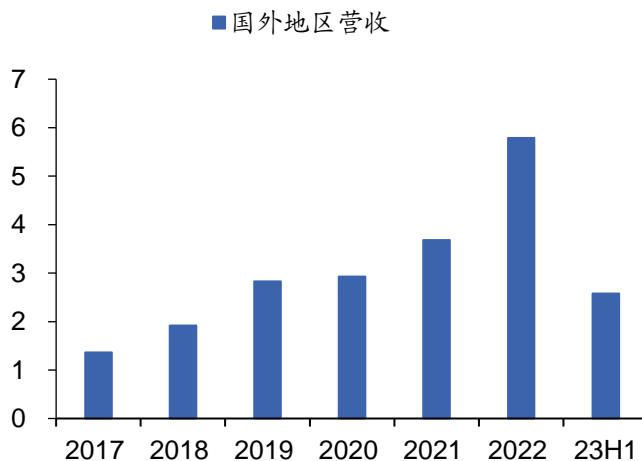
国内业务夯实基本盘，进军海外营收持续攀升。公司着眼行业长远发展趋势，始终坚持客户广泛化的发展战略。在国内，产品覆盖区域包括华南、华东、华北、华中、东北、西北及西南等地；同时，公司落实海外市场发展战略，加大海外市场拓展力度，进一步扩大公司海外市场份额，出口收入较去年同期增长 57.05%，目前产品已经出口到全球近三十个国家和地区。广阔的销售市场，既可缓解单一市场需求下降对公司产品销售的影响，又可缓解国内市场竞争加剧带来产品盈利能力的降低，享受全球消费增长的市场空间。

图表 35 23H1 公司国内外营收结构图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司近年国外地区营收情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

重视客户个性化需求，个性化提供方案赢得客户认可。由于快速消费品种类繁多且新产品层出不穷、更新速度快，不同包装内容物对包装要求有所差异。公司非常重视满足客户的个性化需求，建立了技术部门、销售部门以及其他部门的联动配合机制，精确、快速响应客户需求，为其提供个性化解方案。公司的个性化产品和服务不仅更贴近客户的要求，而且加强了与客户合作的深度和广度，赢得了诸多客户的认可，与王老吉、养元饮品、联合利华、雀巢、奥瑞金、昇兴集团、中粮包装等知名品牌建立了良好的合作关系，为企业持续健康发展打下了良好的基础。

图表 37 英联股份合作伙伴



资料来源：华安证券研究所整理

4 复合集流体性能优安全高成本低, 公司斥资逾 30 亿布局打造第二增长极

4.1 复合集流体性能强成本低, 乐观预期下 25 年复合铜箔/铝箔市场空间或将超 291/169 亿元

复合集流体分为复合功能层铝类集流体(MA, Macromolecule with Aluminum)和复合功能层铜类集流体(MC, Macromolecule with Copper)。其核心技术均是采用超薄型的 PET 或 PP 作为基材, 以双面同步真空镀膜技术制成复合功能层。

复合集流体具备厚度薄、质量低、安全性高、成本低等特点。

复合铝箔产品的特殊结构可以有效控制电池热失控问题, 提升电池寿命和安全性; 在 PET 基膜的两面都沉积上铝, 厚度约为 0.8-1.5 μm , 导电性可 $\leq 40\text{m}\Omega$, 两面都具有导电性; 工序少, 铝箔的工艺性能提高, 且无污染废渣, 原料使用率高。

图表 38 复合铝箔优点

概要		具体内容
优点	安全性能好	有效控制电池热失控问题, 提升电池寿命和安全性
	厚度薄, 导电性好	厚度约为 0.8-1.5 μm , 导电性可 $\leq 40\text{m}\Omega$, 两面都具有导电性。
	能量密度高	工序减少, 提高了铝箔的工艺性能, 且无污染废渣, 原料使用率高。
缺点	成本高	复合铝箔目前制造成本较高, 相比于传统铝箔(约 1-2 元/ m^2)很难有价格优势

资料来源: 锂电界、新能源技术与企管、华安证券研究所整理

复合铜箔的特殊结构可以有效控制电池热失控问题, 提升电池寿命和安全性; 以 6 μm 铜箔为例, 按照铜箔质量占动力电池 11% 测算, 则 PET、PP 和 PI 铜箔替换传统铜箔分别可提升动力电池能量密度 6.61%、7.1% 和 6.6%; 据测算, PET/PP 铜箔每平米原材料成本约为传统铜箔的 34% 左右; 考虑到工艺成熟良品率提升以及规模效应, 预计 2025 年 PET/PP 铜箔成品总成本约为传统铜箔的 70.8% 与 79.6%。

同时, 复合集流体也有一定劣势: 复合铝箔: 成本高; 复合铜箔: 如产热高导热差、电池循环寿命略低等, 复合铜箔推广仍需突破上述问题。

图表 39 复合铜箔优缺点

优缺点	概要	具体内容
优点	安全性能好	有效控制电池热失控问题, 提升电池寿命和安全性
	能量密度高	对于 6 μm 铜箔, 按照铜箔质量占动力电池 11% 测算: 使用 PET、PP 和 PI 高分子材料替代部分铜材分别可提升动力电池能量密度 6.6%、7.1% 和 6.6%
	成本优势显著	1) 从原材料成本角度来看: PET/PP 铜箔约为传统铜箔的 34% 左右; 2) 从成品总成本角度来看: 预计 2025 年 PET 铜箔约为传统铜箔的 70.8%, PP 铜箔约为传统铜箔的 79.6%
缺点	产热性高、导热性差	复合铜箔铜层厚度仅 2 μm , 且 PET 材料导热较差, 锂电池内热量传递受阻
	电池循环寿命略低	常温循环下, PET 铜箔循环寿命在 2000 圈左右; 高温循环下, PET 铜箔循环寿命 1350 圈左右。相比常温 2500 圈、高温 1800 圈的常规循环寿命略低

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 40 传统铜箔与复合铜箔的总成本对比

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
6 μm 电解铜箔					
原材料成本 (元/m ²)	3.69	3.62	3.44	3.33	3.17
工艺成本 (元/m ²)	1.04	0.85	0.86	0.89	0.89
总成本 (元/m²)	4.73	4.47	4.30	4.22	4.07
6 μm PET 铜箔					
原材料成本 (元/m ²)	1.26	1.25	1.19	1.15	1.10
考虑整线良品率的原材料成本 (元/m ²)	4.21	3.21	2.44	1.60	1.26
工艺成本 (元/m ²)	3.88	2.90	2.37	1.78	1.62
总成本 (元/m²)	8.09	6.11	4.81	3.38	2.88
总成本比例 (PET 铜箔/电解铜箔)	171.06%	136.60%	111.89%	80.11%	70.80%
6 μm PP 铜箔					
原材料成本 (元/m ²)	1.26	1.24	1.18	1.14	1.08
考虑整线良品率的原材料成本 (元/m ²)	6.30	4.34	3.08	1.93	1.48
工艺成本 (元/m ²)	4.76	3.30	2.61	1.93	1.75
总成本 (元/m²)	11.06	7.64	5.69	3.85	3.24
总成本比例 (PP 铜箔/电解铜箔)	233.88%	170.68%	132.23%	91.35%	79.63%

资料来源：华安证券研究所测算

随着复合集流体技术进步及应用场景的增加，复合集流体的市场渗透率将不断提升，带来市场需求增量空间。假设：1) 复合铝箔/铜箔市场渗透率不断提高，预计 2025 年达到 5%/12%；2) 每 GWh 锂电池所需的复合铝/铜箔面积假设均为 1000 万平方米 3) 同一年度，乐观情形下，复合铝箔/铜箔市场渗透率相比中性情形会高出 2%/5%，而悲观情形下则反之。

图表 41 复合铝箔市场需求测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球锂电池需求量 (GWh)	289	706	1055	1556	2227
储能及其他类型锂电池 (GWh)	60	126	241	454	775
动力电池 (GWh)	229	580	814	1102	1452
每 GWh 锂电池所需复合铝箔面积 (万平方米)	1000	1000	1000	1000	1000
复合铝箔渗透率					
悲观情形	0	0	1%	2%	3%
中性情形	1%	1%	3%	4%	5%
乐观情形	3%	3%	5%	6%	7%
复合铝箔市场价格 (元/平方米)					
悲观情形	14.00	12.50	11.15	9.94	8.84
中性情形	15.00	13.50	12.15	10.94	9.84
乐观情形	16.00	14.50	13.15	11.94	10.84
复合铝箔市场空间 (亿元)					
悲观情形	0.00	0.00	11.76	30.92	59.07
中性情形	4.34	9.53	38.45	68.06	109.59
乐观情形	13.87	30.71	69.37	111.43	169.01

资料来源：华安证券研究所测算

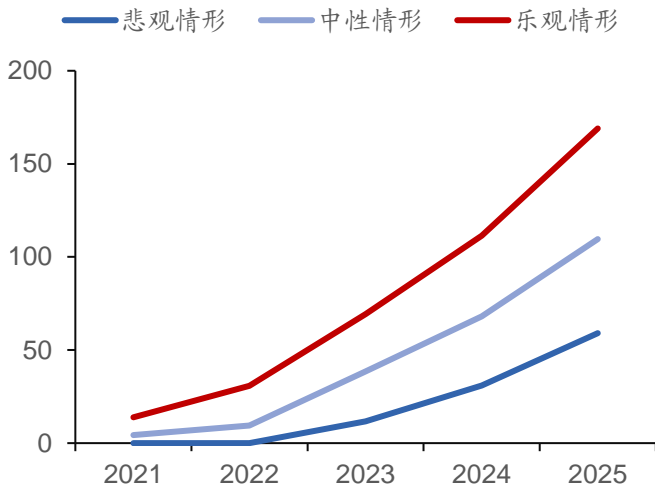
图表 42 复合铜箔市场需求测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球锂电池需求量 (GWh)	289	706	1055	1556	2227
储能及其他类型锂电池 (GWh)	60	126	241	454	775
动力电池 (GWh)	229	580	814	1102	1452
每 GWh 锂电池所需复合铜箔面积 (万平方米)	1000	1000	1000	1000	1000
复合铜箔渗透率					
悲观情形	0%	0%	1%	5%	7%
中性情形	1%	3%	6%	10%	12%
乐观情形	6%	8%	11%	15%	17%
复合铜箔市场价格 (元/平方米)					
悲观情形	6.50	6.30	6.00	5.80	5.70
中性情形	7.50	7.30	7.00	6.80	6.70
乐观情形	8.50	8.30	8.00	7.80	7.70
复合铜箔市场空间 (亿元)					
悲观情形	0.00	0.00	6.33	45.12	88.86
中性情形	2.17	15.46	44.31	105.81	179.05
乐观情形	14.74	46.88	92.84	182.05	291.51

资料来源：华安证券研究所测算

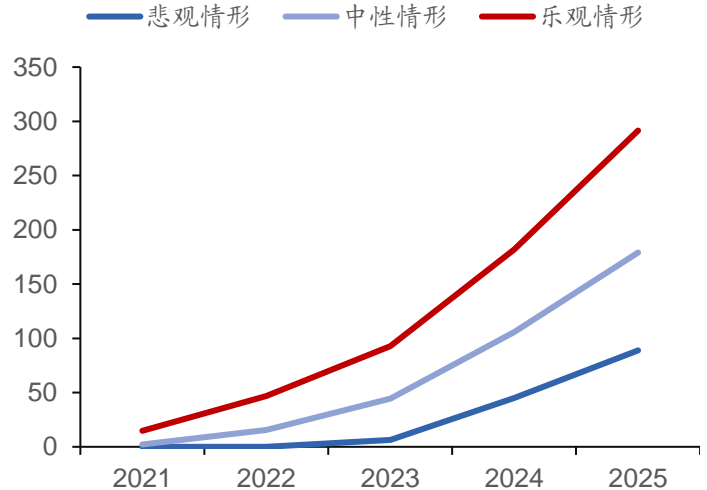
根据我们的中性情景测算，预计 2025 年复合铝箔/铜箔市场空间将达到 109.59 亿元/179.05 亿元；乐观情形下，2025 年预计复合铝箔/铜箔市场需求有望突破 169 亿元/291 亿元。

图表 43 复合铝箔市场空间敏感性测算 (亿元)



资料来源：华安证券研究所测算

图表 44 复合铜箔市场空间敏感性测算 (亿元)



资料来源：华安证券研究所测算

4.2 公司斥资逾 30 亿布局复合集流体行业，研发团队实力强劲

公司斥资逾 30 亿布局复合集流体行业，意在打造第二增长极。2023 年 2 月，公司与江苏高邮经开区签署投资协议，在高邮投建 30.89 亿元复合铜箔、复合铝箔项目，设备投资约 23 亿元，建设 100 条新能源汽车动力锂电池复合铜箔生产线和 10 条铝箔生产线，其中：2023 年计划投资建设 10 条复合铜箔、1 条复合铝箔生产线（目前已有 3 条复合铜箔产线，其中 1 条产线正式生产运行，另有 2 台水镀线设备正在现场调试，或将陆续投入生产）；至 2024 年末完成投产 50 条复合铜箔、5 条复合铝箔生产线；至 2025 年完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设，总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m²、复合铝箔 1 亿 m²。该项目分为 2 期建设，其中一期投资 15.68 亿元，二期投资 15.21 亿元，总项目建设完成后，至达产年预计可为公司年创收逾 36 亿元。

图表 45 英联股份复合集流体产能规划

时间	产能规划
2023	计划投资建设 10 条复合铜箔、1 条复合铝箔生产线（目前已有 3 条复合铜箔产线，其中 1 条产线正式生产运行，另有 2 台水镀线设备正在现场调试，或将陆续投入生产）
2024	投产 50 条复合铜箔、5 条复合铝箔生产线
2025	完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设，总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m ² 、复合铝箔 1 亿 m ²

资料来源：公司公告，华安证券研究所

定向增发 5 亿元，凸显管理层业务转型决心。公司第四届董事会第一次会议（2022-09-17）决议，向实控人翁伟武定向增发 83,472,454 股，非公开发行 A 股股票募集资金总额不超过 5 亿元；经公司内部决策、监管部门注册、发行过程后，新增股份于 2023 年 8 月 17 日上市。本次定增彰显公司核心管理层对于复合集流体板块业务信心，远期或构成公司业务战略的重要核心。

公司配备了实力强劲的研发团队，旨在改进工艺进一步提高良品率、降低成本。公司已组建一支覆盖真空物理、光学膜、柔性材料等方面专业经验的技术开发团队，团队有两位核心技术负责人：一位是武俊伟博士，深耕磁控溅射领域多年；另外一位林金益先生，在柔性板电镀领域有 30 多年经验。

图表 46 英联研发团队核心武俊伟博士履历

	方面	具体履历
武俊伟博士	教育经历	1997.09-2001.07 北京科技大学，腐蚀与防护，本科 2001.09-2004.03 北京科技大学，材料学，硕士 2006.08-2009.12 西弗吉尼亚大学，机械工程，博士
	研究与工作经历	2004.04-2006.07 富士康科技集团 2010.02-2013.07 哈尔滨工业大学深圳研究生院，助理教授 2013.08-当前 哈尔滨工业大学深圳研究生院，副教授
	专业资质与学术兼职	2014.08-当前 中国腐蚀与防护学会 理事 2017.12-2020.12 深圳市真空技术行业协会 副秘书长

	2017.11-2022.11 深圳市真空学会 常务理事 特邀审稿人 Advanced materials, ACS Applied Materials & Interfaces, Journal of Power Sources, Chemical Engineering Journal, Electrochimica Acta, Journal of Alloys and Compounds, 中国腐蚀与防护学报等
科研项目	从 12 年到 18 年总计参与了市级、省级、国家级等各种项目 11 次
科研成果及奖励	2011.10 R&D 100 Award “Electroplating Mn/Co alloys for SOFC interconnects”
发明专利	<ol style="list-style-type: none"> 1. 磁控溅射与后续氧化制备 MnCo 尖晶石保护膜的方法 2. 一种锂离子电池硅基负极材料及其制备方法 3. 一种用于直接甲醇燃料电池的质子交换膜的改性方法 4. 一种锂离子电池用高硅沸石和石墨烯复合负极材料及其制备方法 5. 一种锂离子电池负极材料的制备方法 6. 锂硫电池正极材料的制备方法
论文及著作	03 年至今发表论文数十篇,《现代离子镀膜技术》作者

资料来源: 哈尔滨工业大学(深圳)研究生院, 华安证券研究所整理

产品进展情况:

复合铜箔: 目前公司还处在批量送样阶段, 预计量产成本约 3.5 元/平方米, 复合铜箔产品良品率综合在 80% 左右, 通过不断的工艺改进预计年底或将提升至 95% 以上, 降低成本约 10%-12%;

复合铝箔方面: 目前公司成本约在 5-8 块, 已可实现一次成膜, 市场售价约为 12-20 元。

4.3 复合铜箔进入产业化前夕, 公司复合集流体进度领先

目前复合铜箔进入产业化量产前夕, 部分厂商已进入验证阶段, 产业启动信号明显。中游铜箔厂商稳步扩建产能, 积极推动复合集流体的研发与送样验证。目前生产复合铜箔的厂商主要分为传统锂电铜箔生产商及技术上具备共同性适合转型至复合铜箔领域的两类参与者。后者主要包括英联股份、宝明科技、双星新材、阿石创等转型跨业进入复合铜箔制造领域。目前布局复合铜箔的厂商中, 英联股份、宝明科技、金美新材进度较快; 双星新材量产首条线产品完成开发, 已有部分意向订单; 万顺新材已送下游客户认证但尚无订单。汉焱新材目前已给客户送样; 三孚新科已具备产业化条件; 其余公司如方邦股份、中一科技等目前尚处于研发阶段。

图表 47 复合铜箔主要生产厂商与进度

类型		公司	相关技术	复合铜箔进度
新入厂商	集流体研发厂商	金美新材	复合集流体	合作宁德时代
		汉科新材	复合集流体	采购道森一体机, 积极调试
	转型厂商	英联股份	金属薄膜加工	目前已有 1 条复合铜箔生产线在正式生产运行, 2 台水镀线设备正在安装调试
		双星新材	PET 基膜	复合铜箔量产首条线产品完成开发, 性能受下游客户认可。PET 复合铜箔产品已有部分意向订单
		宝明科技	ITO 镀膜	已送样多家客户, 赣州一期项目进行设备安装调试
		万顺新材	电子屏蔽膜	拥有多套设备, 复合铜箔卷膜已送样
		元琛科技	过滤膜	集流体项目已落地达产, 正向下游客户积极送样测试。
		方邦股份	电子屏蔽膜	立项研发
		胜利精密	玻璃盖板	PET 复合铜箔和 PP 复合铜箔都在做, 第一条全制程生产线已安装调试完成, 目前第二台升级型磁控镀膜设备正在安装调试, 第二条水电镀产线改造初步完成, 项目建设和送样检测均在有序推进中。
	其他辅材厂商	三孚新科	镀铜化学品	量产型一步式全湿法复合铜箔电镀设备成功出货
阿石创		溅射靶材	复合铜箔项目设备已进入设备交付与安装环节	

资料来源: 各公司官网, 公司公告, 交流者平台, 华安证券研究所整理

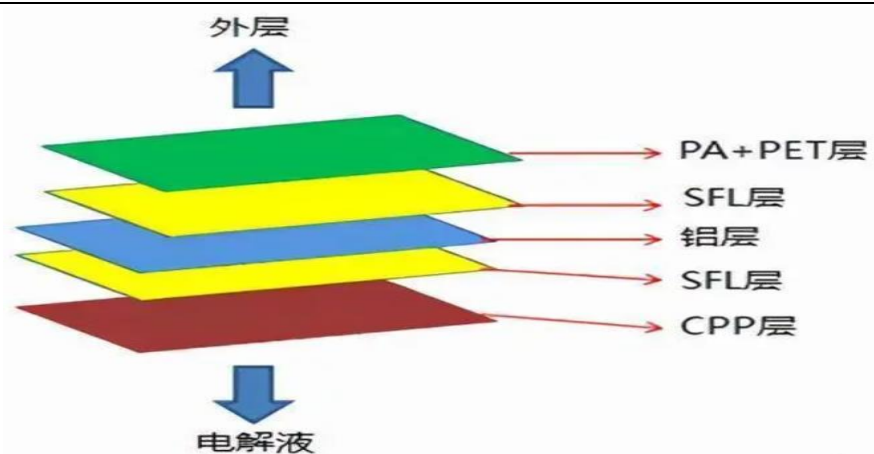
目前国内复合铜箔制造厂商中英联股份进度领先。英联 2023 年计划投资建设 10 条复合铜箔、1 条复合铝箔生产线; 至 2024 年末完成投产 50 条复合铜箔、5 条复合铝箔生产线; 至 2025 年完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设, 总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m²、复合铝箔 1 亿 m²; 目前, 公司已有 3 条复合铜箔产线, 其中 1 条产线正式生产运行, 另有 2 台水镀线设备正在现场调试, 或将陆续投入生产; 前 100 家客户中其他公司中送样 82 家, 大部分已经在做循环测试; 已有许多国内外客户的中试订单, 规模在大几千到 1 万米, 预计 23Q4 和 24Q1 会有量产订单。其他厂商方面, 宝明科技赣州项目一期达产后预计实现年产能 1.5-1.8 亿平; 厦门海辰一期投资 10.5 亿建设年产 2.1 亿平复合铜箔及 0.73 亿平复合铝箔产线; 双星新材 2020 年着手 PET 复合铜箔立项, 计划 2025 年完成 5 亿平米项目建设。

5 铝塑膜国产替代空间大，公司战略合作切入铝塑膜赛道

5.1 铝塑膜是锂电专用封装材料，主流工艺分干法、热法两种

铝塑膜,是锂离子电池专用封装材料,常用于软包电池和刀片电池中。主要起到保护内部电极、隔绝外界环境的作用。铝塑膜属于复合材料,由三层构成:尼龙层、铝箔层、热封层。最外层是尼龙层,主要是用于减少外力,保护中间层不被划伤,其材质除了可以使用尼龙,还可以使用 PET 材料;中间为铝箔层,主要是为了防止水分和氧气的入侵;最内层为热封层,也叫耐电解液层,主要为聚丙烯材质,起封口粘接的作用。

图表 48 铝塑膜结构图



资料来源：河南明泰铝业股份有限公司官方账号，华安证券研究所

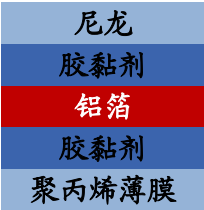
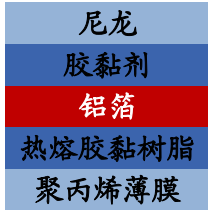
铝塑膜主要应用场景是液态锂离子电池和聚合物锂离子电池。铝塑膜产业链上游是原材料,包括铝箔、尼龙层、CPP膜、粘结剂,中游环节主要是铝塑膜的生产制造,利用复合工艺制成铝塑膜,凭借耐穿刺性、高阻隔性、耐电解液性、耐高温绝缘性以及高冷冲压成型性五大特性,铝塑膜被主要应用于液态锂离子电池和聚合物锂离子电池。

图表 49 铝塑膜产业价值链结构图



资料来源：智研咨询，模切涂布 family，华安证券研究所整理

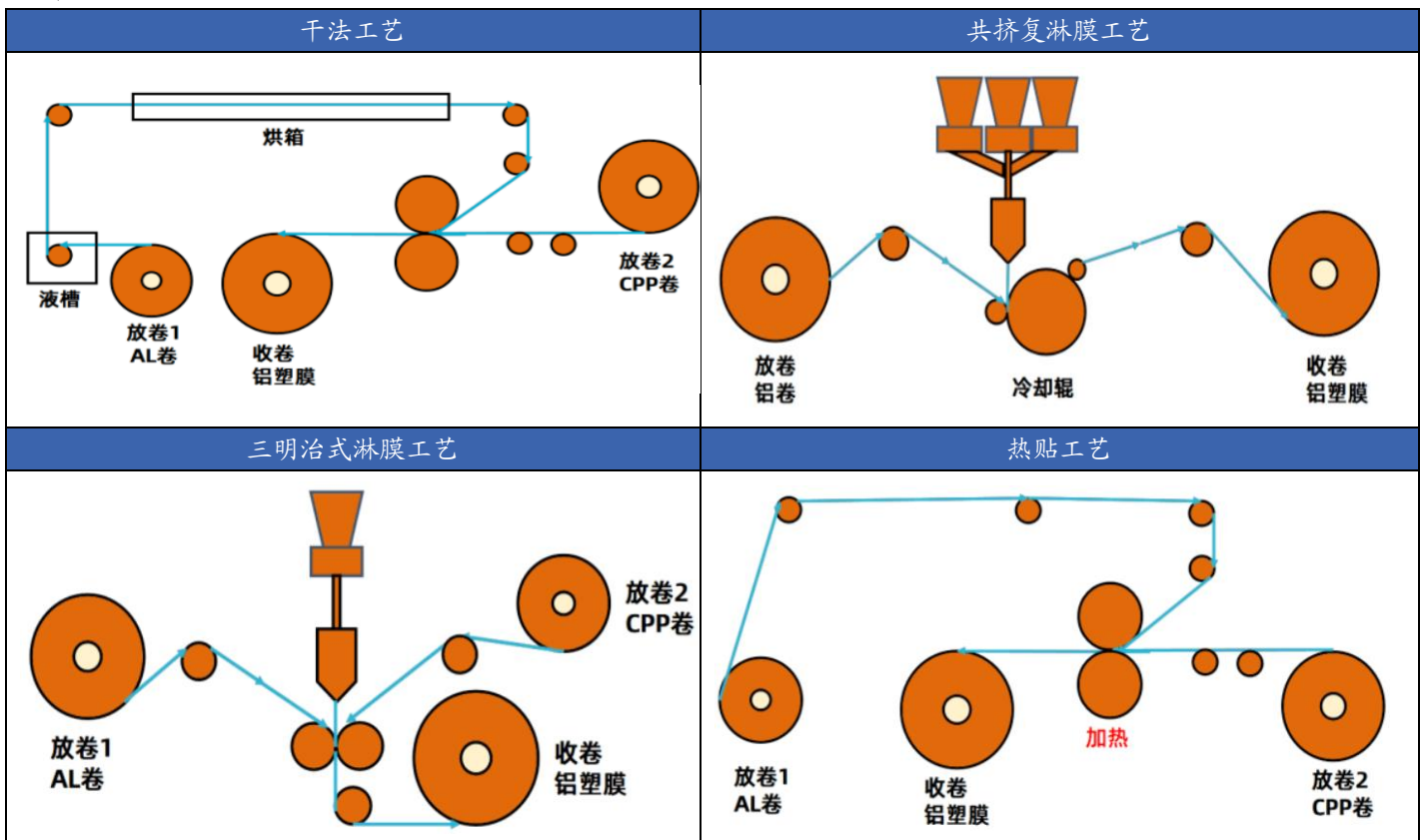
图表 50 铝塑膜干法、热法对比表

	干法	热法
工艺	铝箔和流延聚丙烯膜之间用传统胶粘剂复合而成	铝箔和流延聚丙烯膜之间热熔胶黏树脂粘结后,然后在缓慢升压的条件下热合成
优劣	冲深成型性能、外观优(杂质、针孔和鱼眼少),裁切性能良好,耐电解液、隔水性能偏弱	耐电解液和隔水性能好,冲深成型性能、防短路性能较差,外观、裁切性能较差
应用	3C 数码电子电池、动力电池和储能电池	3C 数码电子电池
示意图		
代表厂商	昭和电工	大日本印刷 DNP

资料来源: 明冠新材招股说明书, 华安证券研究所

目前, 铝塑膜的生产工艺有昭和电工代表的干法和 DNP 代表的热法这两种。干法品的优势在于具有良好的成型性能, 铝箔和 CPP 之间采用特殊胶水粘结而成, 一般是铝箔侧上胶, 经烘干后与 CPP 通过加热复合后收卷得到铝塑复合膜; 而热法铝塑膜工艺种类较多, 市面上的热法总体可分为三种: 共挤复淋膜工艺、三明治式淋膜工艺和热贴工艺。

图表 51 铝塑膜工艺简图

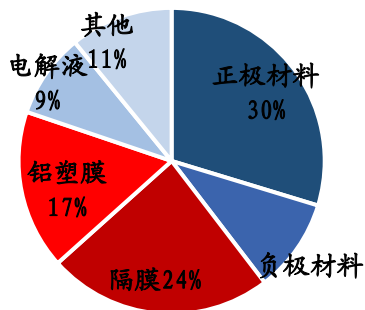


资料来源: 搜狐网, 华安证券研究所整理

5.2 新能源汽车发展带动铝塑膜需求增长，公司顺势进入行业

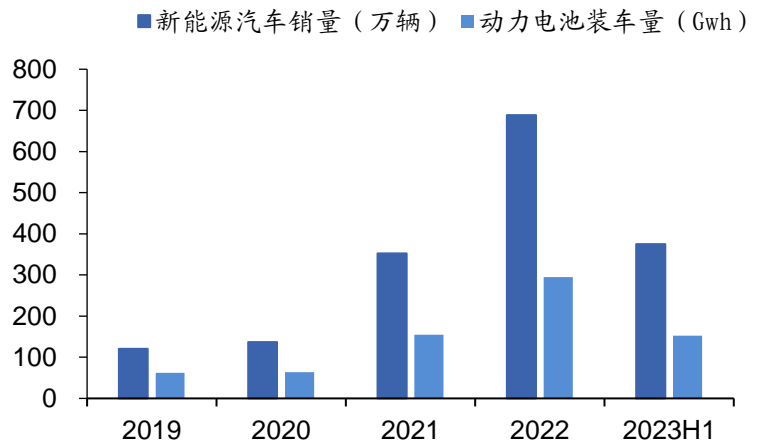
新能源汽车销量增长间接带动铝塑膜发展。新能源汽车电池按封装类型可以分为圆柱形电池、方形电池和软包电池，随着下游新能源汽车市场的快速发展，动力电池也进入高速发展期，进而推动软包电池需求增加，而铝塑膜作为主要原材料之一，占软包电池成本的 17%，其需求量也将得到大幅增长。据统计，2019-2022 年，我国新能源汽车的销量从 120.6 万台增加到 688.7 万辆，23H1 我国新能源汽车的销量为 374.7 万辆，同比增长 44.1%；动力电池装车量也处于不断增长的状态：从 2019 年的 62.19Gwh 增加到 2022 年的 294.64Gwh，其中 23H1 动力电池装车量为 152.13Gwh，同比增长 38.2%。由于铝塑膜与动力电池的密切关系，新能源汽车销量的增长也带动了铝塑膜的需求量的增长。

图表 52 软包电池成本拆分图



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

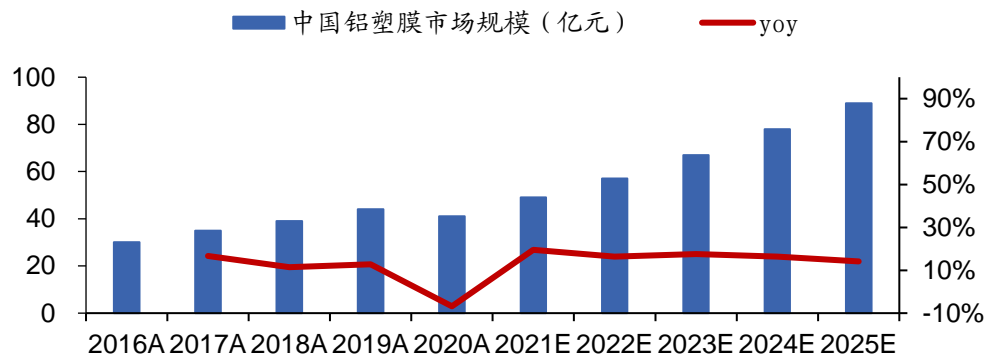
图表 53 中国新能源汽车销量(万辆)及动力电池装机量(Gwh)



资料来源：智研咨询，中汽协、GGII、华安证券研究所

相较于钢壳、铝壳或塑料壳等包装材料，铝塑膜具有质量轻、厚度薄、外形设计灵活等优势，尤其在软包电池和刀片电池上有自身优异的应用。整体来看我国铝塑膜行业市场规模呈上升趋势，预计未来受下游锂电池需求带动，2021-2025 年将以年均复合增长率 16.09% 的速度增长，2025 年我国铝塑膜市场规模将达 89 亿元。

图表 54 2016~2025 年中国铝塑膜市场规模预测图

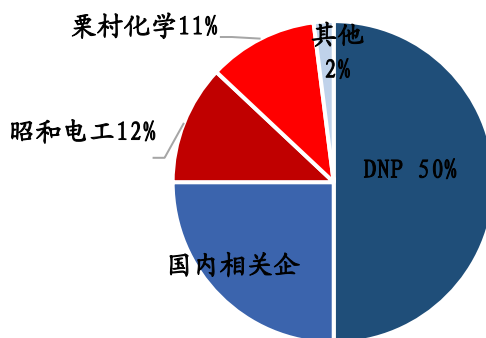


资料来源：SPIR、中商产业研究院、华安证券研究所整理

由于技术壁垒较高，我国铝塑包装膜高度依赖进口。据统计，2020 年国内铝塑

包装膜基本由日本 DNP、昭和电工等企业垄断，国内相关企业在全球竞争格局中共占有约 25% 的市场份额，由此可见，铝塑膜国产替代空间巨大。

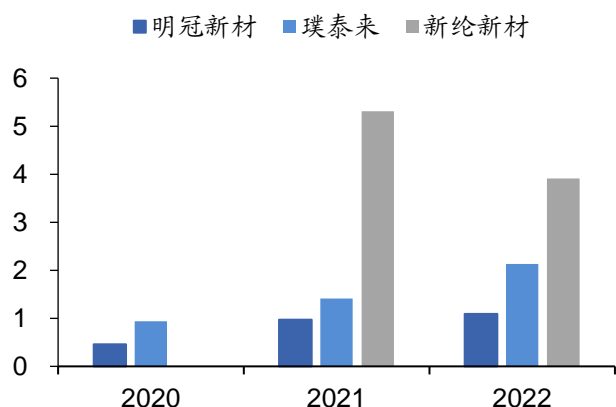
图表 55 2020 年全球铝塑膜市场竞争格局



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

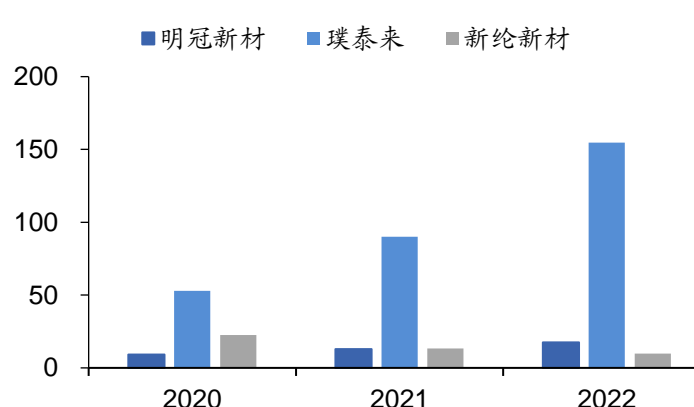
国内主要厂商铝塑膜业务营收稳定增长，更多企业入局。新纶新材是国内规模最大的铝塑膜供应商，其总营业收入在 2019-2022 年间处于下降状态，同时其铝塑膜的营业收入在 2021 年处于增长状态，为 5.31 亿元，较 2020 年增加 0.8 亿元，系新纶新材通过并购日本 T&T 实现铝塑膜业务的快速发展，而 2022 年铝塑膜的营业收入为 3.91 亿元，同比下降 26%，系宏观环境、消费类电子市场疲软等因素影响业务下游需求和供应链交付所致。与其他两家企业相比，明冠新材的总营业收入较低，2022 年其总营业收入为 17.42 亿元，较 2021 年增加 4.53 亿元，同年，铝塑膜的营业收入也处于小幅上升的状态，较 2021 年增加 0.12 亿元，连续三年实现业务增长。璞泰来连续三年总营业收入显著增长，从 20 年的 52.81 亿元到 22 年的 154.64 亿元，增幅近 193%，其中铝塑膜营收也有明显增长，从 20 年的 0.94 亿元增长到 22 年的 2.13 亿元，增幅近 127%。由此可见，2022 年三家企业的铝塑膜营业收入均处于增长状态，由此吸引更多企业入局，铝塑膜行业将得到不断发展。

图表 56 三家国内主要厂商铝塑膜业务营收 (亿元)



资料来源：iFinD，各公司年报，华安证券研究所

图表 57 三家国内主要厂商总营收 (亿元)



资料来源：iFinD，各公司年报，华安证券研究所

战略合作皇家瓦森柔性包装公司，公司切入铝塑膜行业赛道。公司于 22 年 7 月 25 日与皇家瓦森柔性包装公司签署了《锂电池铝塑膜联合开发协议》，以优势互补、合作共赢为合作原则，拟共同合作开发一种适用于电动汽车电池及其他应用的电池箔。同时，公司于 22 年 8 月 26 日召开第三届董事会第二十三次会议，审议通过

过了《关于设立全资子公司的议案》，拟出资 1000 万元人民币，在广东省深圳市设立全资子公司。目前，公司正推动铝塑膜产品送样、反馈进度。

图表 58 公司铝塑膜布局

时间	具体措施	金额
2022. 8. 26	公司召开第三届董事会第二十三次会议，审议通过了《关于设立全资子公司的议案》，在广东省深圳市设立全资子公司。	拟出资 1000 万元人民币

资料来源：公司公告，华安证券研究所

6 盈利预测与估值

金属易开盖业务：由于生产用主要原材料价格震荡下行，预计公司 2023 年金属易开盖业务利润水平明显改善，预计 2023-2025 年公司金属易开盖业务实现营业收入 22/25/28 亿元。

复合集流体业务：公司与江苏高邮经开区签署投资协议，投建 30.89 亿元复合铜箔、复合铝箔项目，设备投资约 23 亿元，至 2025 年共计完成 100 条复合铜箔和 10 条复合铝箔生产线建设，总项目建成达产后产能可达复合铜箔 5 亿 m²、复合铝箔 1 亿 m²。总项目建设完成后，至达产年预计可为公司年创收逾 30 亿元，预计 2023-2025 年复合集流体业务实现营业收入 0.33/12/18 亿元。

图表 59 公司业务拆分

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	1,170	1,332	1,829	1,934	2,217	3,670	4,600
yoy		14%	37%	6%	15%	66%	25%
金属易开盖业务	1,170	1,332	1,829	1,934	2,184	2,470	2,799
yoy		14%	37%	6%	13%	13%	13%
复合集流体业务					33	1,200	1,800
yoy						3592%	50%
成本	921	1,066	1,581	1,759	1,954	2,966	3,578
yoy		16%	48%	11%	11%	52%	21%
毛利率	21%	20%	14%	9%	12%	19%	22%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

公司金属易开盖业务居于行业领先地位，生产用主要原材料价格的下行有望明显改善利润水平；复合集流体进度业内领先，下游需求提振，或持续贡献业绩增量。预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 0.32/2.87/4.31 亿元，对应当前市值 PE 分别为 139/16/10 倍。

可比公司估值水平方面：万顺新材预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.30/0.45/0.61 元，对应当前市值 PE 分别为 22/15/11 倍；双星新材预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.42/0.63/0.84 元，对应当前市值 PE 分别为 22/15/11 倍；骄成超声预计 23/24/25 年 EPS 分别为 2.07/3.31/4.52 元，对应当前市值 PE 分别为 56/36/26 倍；东威科技预计 23/24/25 年 EPS 分别为 1.86/2.73/3.66 元，对应当前市值 PE 分别为 39/26/19 倍；道森股份预计 23/24/25 年 EPS 分别为 1.12/1.91/2.43 元，对应当前市值 PE 分别为 26/15/12 倍；铜峰电子预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.21/0.29/0.37

元, 对应当前市值 PE 分别为 36/25/20 倍; 东材科技预计 23/24/25 年 EPS 分别为 0.52/0.75/0.98 元, 对应当前市值 PE 分别为 22/16/12 倍。可比公司 23/24/25 平均 PE 为 29/19/14 倍。

图表 60 可比公司估值水平

代码	名称	最新股价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300057.SZ	万顺新材	6.69	0.30	0.45	0.61	21.92	14.76	11.04
002585.SZ	双星新材	9.40	0.42	0.63	0.84	22.31	14.88	11.14
688392.SH	骄成超声	86.99	2.07	3.31	4.52	56.42	35.85	26.00
688700.SH	东威科技	58.18	1.86	2.73	3.66	38.95	26.06	18.62
603800.SH	道森股份	29.25	1.12	1.91	2.43	26.02	15.33	12.04
600237.SH	铜峰电子	7.43	0.21	0.29	0.37	35.55	25.05	20.05
601208.SH	东材科技	11.68	0.52	0.75	0.98	22.31	15.52	11.95
平均值						28.95	19.22	14.46
002846.SZ	英联股份	10.68	0.08	0.68	1.03	139.02	15.61	10.41

资料来源: iFinD, 华安证券研究所; 除英联股份为华安证券预测, 其他为一致预期。

风险提示:

政策风险。若相关企业所处国家或地区出现相关限制政策, 影响海外出口、产能建设等行业发展。

新能源汽车、储能发展不及预期。若新能源汽车、储能发展增速放缓不及预期, 产业政策临时性变化, 补贴退坡幅度和执行时间预期若发生变化, 对新能源汽车产销量、储能造成冲击, 直接影响行业发展。

相关技术出现颠覆性突破。近年固态锂电池技术有一定发展, 过渡形态的固态锂电池(聚合物/半固态)逐步开始商业化, 传统锂电池细分市场占有或将承压, 进而影响公司电解液业务。

原材料价格波动。原材料成本占公司生产成本比例较大, 主要原材料价格持续大幅波动, 成本端或将承压进而影响公司盈利水平。

行业竞争激烈, 产品价格下降超出预期。近年下游电池厂需求激增, 电解液及上游原材料短缺导致电解质和添加剂价格快速上涨。随着行业新产能不断投放, 产品价格下降超预期, 公司盈利端或将承压。

产能扩张不及预期、产品开发不及预期。若建立新产能进度落后, 新产品开发落后, 公司市场份额将出现一定程度萎缩。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	982	1657	2487	3296	营业收入	1935	2217	3670	4600
现金	91	712	1020	1485	营业成本	1759	1954	2966	3578
应收账款	293	339	561	703	营业税金及附加	10	11	18	23
其他应收款	1	4	6	8	销售费用	27	33	51	55
预付账款	37	49	74	89	管理费用	74	55	143	225
存货	370	434	659	795	财务费用	56	47	60	74
其他流动资产	190	120	167	216	资产减值损失	-11	-2	-2	-2
非流动资产	1744	1925	2076	2272	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	1	0
固定资产	1239	1426	1598	1754	营业利润	-65	38	338	507
无形资产	105	108	111	114	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	399	391	367	403	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2726	3583	4563	5568	利润总额	-66	38	338	507
流动负债	1429	1619	2186	2626	所得税	-20	4	35	53
短期借款	560	760	960	1160	净利润	-45	34	302	454
应付账款	292	217	371	497	少数股东损益	-2	2	15	23
其他流动负债	577	642	855	969	归属母公司净利润	-43	32	287	431
非流动负债	498	614	726	839	EBITDA	112	205	534	731
长期借款	271	371	471	571	EPS (元)	-0.14	0.08	0.68	1.03
其他非流动负债	227	242	255	268					
负债合计	1927	2233	2912	3464					
少数股东权益	8	10	25	48					
股本	318	420	420	420					
资本公积	158	570	570	570					
留存收益	315	350	636	1066					
归属母公司股东权益	791	1340	1626	2056					
负债和股东权益	2726	3583	4563	5568					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	100	154	346	577
净利润	-45	34	302	454
折旧摊销	120	120	135	150
财务费用	54	47	60	74
投资损失	0	0	-1	0
营运资金变动	-20	-46	-154	-104
其他经营现金流	-33	79	461	561
投资活动现金流	-225	-300	-289	-349
资本支出	-226	-287	-285	-344
长期投资	0	-10	-5	-5
其他投资现金流	1	-3	1	0
筹资活动现金流	136	764	252	239
短期借款	245	200	200	200
长期借款	-104	100	100	100
普通股增加	0	102	0	0
资本公积增加	0	412	0	0
其他筹资现金流	-6	-49	-48	-61
现金净增加额	18	621	308	465

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.7%	14.6%	65.6%	25.3%
营业利润	-305.2%	159.2%	780.3%	49.9%
归属于母公司净利	-221.7%	174.8%	790.6%	50.0%
获利能力				
毛利率 (%)	9.1%	11.9%	19.2%	22.2%
净利率 (%)	-2.2%	1.5%	7.8%	9.4%
ROE (%)	-5.5%	2.4%	17.7%	21.0%
ROIC (%)	-0.3%	2.7%	10.3%	12.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	70.7%	62.3%	63.8%	62.2%
净负债比率 (%)	240.9%	165.3%	176.4%	164.7%
流动比率	0.69	1.02	1.14	1.26
速动比率	0.38	0.67	0.75	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.70	0.90	0.91
应收账款周转率	6.96	7.02	8.16	7.28
应付账款周转率	8.32	7.68	10.09	8.25
每股指标 (元)				
每股收益	-0.14	0.08	0.68	1.03
每股经营现金流薄)	0.24	0.37	0.82	1.37
每股净资产	2.49	3.19	3.87	4.89
估值比率				
P/E	—	139.02	15.61	10.41
P/B	3.83	3.35	2.76	2.18
EV/EBITDA	37.01	25.67	9.88	7.00

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈晓，华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。