

证券研究报告—深度报告

电气设备新能源

新能源

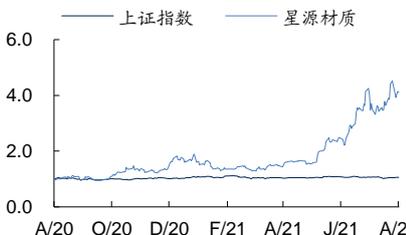
星源材质(300568)

增持

合理估值: 50-55 元 昨收盘: 47.8 元 (首次评级)

2021年8月14日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	736/637
总市值/流通(百万元)	35,171/30,441
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12个月最高/最低(元)	58.47/17.11

相关研究报告:

《星源材质-300568-重大事件快评: 客户开拓进展顺利, 湿法隔膜迎头赶上》——2019-06-17

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003
联系人: 万里明
电话: 021-60875172
E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

探寻星源盈利与成长的确切性

● 隔膜行业老兵, 大幅扩产迎来华丽蜕变

公司是国内领先的锂电隔膜企业, 2010年干法产线投产, 14年湿法产线投产, 16年上市, 20年国内市占率第二达17.7%, 其中干法隔膜国内市占率维持第一。公司下游客户覆盖宁德、比亚迪、三星、LG、SKI等主流电池厂, 17-20年公司盈利受隔膜大幅降价和干法向湿法隔膜转变影响, 伴随行业落后产能出清、公司新产线投产、涂覆占比和出口占比提升, 公司有望迎来量利齐升高速增长。

● 看三年隔膜供需持续收紧, 黄金赛道迎来止跌回暖

隔膜属于锂电材料黄金赛道: 龙头盈利高、成本曲线陡峭、供需格局持续优化。隔膜行业核心壁垒体现在设备依赖进口难以大幅扩产, 当前干法隔膜需求伴随铁锂回升和储能发展有望回升, 但湿法涂覆性能优异仍是主流路线。基于全球电动车需求超预期, 我们上调了全球25/30年隔膜需求预期至228/530亿平, 21-25年CAGR34%。看三年全球隔膜供需持续收紧, 行业有望止跌回暖, 龙头盈利显著提升。

● 探寻星源材质盈利提升的确定与不确定性

1) 行业确定性: 17-20年行业干法隔膜需求受压缩、降价较多都影响了公司盈利, 当前隔膜行业止跌回暖, 干法隔膜需求受铁锂和储能需求拉动, 行业重回确定性上行。2) 量的确定性: 公司20年隔膜产能15亿平, 规划25年隔膜产能60亿平, 我们预计公司21/22年销量11/15亿平, 23年预计新增15亿平产能; 3) 盈利确定性: 公司涂覆膜和出口膜售价和盈利显著较高, 伴随涂覆产能提升和海外客户放量, 公司隔膜售价和盈利将稳步上涨, 按公司25年70%的涂覆和出口占比目标假设, 测算公司25年隔膜单平净利有望升至5毛以上。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级

公司大幅扩产, 产品结构持续优化, 在产能和盈利上都有较大边际变化, 伴随行业持续供需收紧, 我们持续看好公司成长性。预计公司21-23年归母净利润3.7/5.8/8.8亿元, 同比增速207/56/52%, 当前股价对应PE分别为95/61/40倍, 我们给予公司合理价格区间50-55元, 股价有5%-15%的溢价空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	967	1,671	2,419	3,555
(+/-%)	61.2%	72.9%	44.7%	47.0%
净利润(百万元)	121	371	579	881
(+/-%)	-11.0%	206.6%	55.7%	52.3%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.50	0.79	1.20
EBIT Margin	11.8%	27.1%	32.1%	34.2%
净资产收益率(ROE)	4.1%	11.7%	16.4%	21.8%
市盈率(PE)	177.0	94.7	60.8	39.9
EV/EBITDA	76.5	48.2	33.0	23.5
市净率(PB)	7.3	11.1	10.0	8.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

隔膜属于锂电材料黄金赛道：龙头盈利高、成本曲线陡峭、供需格局持续优化。隔膜行业核心壁垒体现在设备依赖进口难以大幅扩产，当前干法隔膜占比伴随铁锂回升和储能发展有望回升，但湿法涂覆性能优异仍是主流路线。基于全球电动车需求持续上调，我们上调了全球 25/30 年隔膜需求预期至 228/530 亿平，21-25 年 CAGR34%。我们测算 21-23 年全球隔膜供需有望持续收紧，行业有望止跌回暖，龙头伴随着出口增多和涂覆膜增多，盈利显著提升。

公司是国内领先的锂电隔膜企业，20 年国内市占率第二达 17.7%，公司下游客户覆盖宁德、比亚迪、三星、LG、SKI 等主流电池厂，17-20 年公司盈利受隔膜大幅降价和干法向湿法隔膜转变影响，伴随行业落后产能出清、公司新产线投产、涂覆占比和出口占比提升，公司有望迎来量利齐升高速增长。我们预计公司 21-23 年归母净利润 3.7/5.8/8.8 亿元，同比增速 207/56/52%，当前股价对应 PE 分别为 95/61/40 倍，我们给予公司合理价格区间 50-55 元，股价有 5%-15% 的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

全球电动车行业从政策驱动逐渐向消费驱动转变，5-10 年将保持供需两旺的景气局面，行业增速将保持在 30% 以上，产业链各个细分赛道中长期看头部企业将加速扩产集中度持续加强。看三年隔膜行业供需收紧持续，隔膜行业价格止跌，公司大幅扩产，伴随产品和客户结构优化，盈利确定性提升。

与市场的差异之处

- 1、市场认为公司过去 2 年业绩波动较大，对公司未来盈利大幅提升持怀疑态度。我们通过对公司产品、客户和出口占比详细拆分，定量测算了公司的盈利弹性，我们认为行业层面 21-23 年隔膜供给有望持续偏紧，行业难以大幅降价。公司湿法新产线大规模顺利投产，当前海外客户需求旺盛，结合出货量中涂覆占比提升，未来三年隔膜销售均价和单位盈利提升确定性较强。
- 2、市场认为公司在估值方面安全边际不足，我们认为公司不仅受益于隔膜市场的高景气度，同时随着湿法产能的落地，公司市场份额有望实现 200% 以上增长。同时伴随生产规模、五代线技术改造、客户与产品结构优化，公司与龙头企业的盈利能力差距有望持续缩小，业绩增速可能高于行业水平，同时业绩有超预期可能，可享受更高的估值溢价。

股价变化的催化因素

- 第一，全球新能源汽车高增速带动锂电隔膜行业需求爆发；
- 第二，公司产能快速扩张，全球市占率提升潜力巨大；
- 第三，涂覆占比和出口占比提升，公司单平盈利有望显著提升。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、电动车销量以及锂电材料需求不达预期；
- 2、公司产能扩张不达预期；
- 3、公司成本下降速度不达预期，毛利率存在下行风险；

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 49.6-58.6 元	7
相对法估值: 51.4-55.3 元	8
投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级.....	8
隔膜行业老兵, 量利迎来拐点	9
全球隔膜领先企业, 补齐湿法短板进入成长快车道.....	9
隔膜降价影响公司盈利, 产品和客户结构优化业绩拐点确认.....	10
SWOT 分析: 供需得到优化, 盈利有望高增.....	12
隔膜供需持续收紧, 黄金赛道迎来止跌回暖	13
隔膜赛道湿法路线主导, 设备与工艺是核心壁垒.....	13
国内电动车消费市场逐渐打开, 欧美政策加速演变.....	17
储能行业迎来政策密集出台, 工具&二轮车等消费市场维持高增	20
上调全球隔膜需求预期: 25 年 228 亿平、30 年 530 亿平	22
全球设备供给限制扩产节奏, 隔膜供需偏紧至少看两年.....	24
行业洗牌进入尾声价格止跌, 涂覆与出口贡献盈利增长.....	27
探寻星源材质盈利提升的确定与不确定性	30
研发积淀实力雄厚, 高安全轻量化涂覆技术大有可为	30
蛰伏期已然过去, 大幅扩产迎接华丽蜕变	32
配套全球优质客户, 海外市场成为核心驱动力.....	34
探讨盈利提升的确定性: 产品与客户结构优化.....	35
对标龙头: 公司售价逐渐提升, 盈利差距持续缩小.....	38
盈利预测	39
假设前提.....	39
未来 3 年盈利预测.....	40
风险提示	41
附表: 财务预测与估值	42
国信证券投资评级	43
分析师承诺	43
风险提示	43
证券投资咨询业务的说明	43

图表目录

图 1: 星源材质公司发展历程	9
图 2: 星源材质股权结构和控股公司	9
图 3: 2020 年公司分产品营收占比	10
图 4: 公司分产品毛利率 (%)	10
图 5: 公司营收和增速 (亿元、%)	10
图 6: 公司归母净利润和增速 (亿元、%)	10
图 7: 公司分季度营收和增速 (亿元、%)	11
图 8: 公司分季度归母净利润和增速 (亿元、%)	11
图 9: 公司销售毛利率、净利率和 ROE	11
图 10: 公司三费占比情况	11
图 11: 公司经营性现金流情况有所下滑	12
图 12: 公司存货周转率和应收账款周转率有所下滑	12
图 13: 公司资产负债率保持平稳	12
图 14: 公司短期偿债能力迎来改善	12
图 15: 圆柱状锂电池分拆结构	13
图 16: 不同性质隔膜的分类方法	13
图 17: 2020 年四大材料国内 CR5	13
图 18: 四大材料代表性公司毛利率对比	13
图 19: 历年国内隔膜出货结构 (亿平)	15
图 20: 国内动力电池高镍占比持续提升	15
图 21: 国内锂电池需求结构占比预测	16
图 22: 全球锂电池需求测算 (GWh)	16
图 23: 国内电动车行业逐步由政策市向消费市转变	17
图 24: 中国新能源汽车产量、销量和渗透率 (辆, %)	17
图 25: 中国新能源汽车销量 (万辆)	18
图 26: 21H1 新能源乘用车分级别占比	18
图 27: 部分造车新势力 21 年前 6 月销量 (辆)	18
图 28: 部分重点车型销量月度变化 (辆)	18
图 29: 欧洲主要国家 2021 年 1-6 月新能源车销量 (辆)	19
图 30: 美国新能源汽车销量 (万辆)	19
图 31: 2020 年美国电动车市场车企市占率 (%)	19
图 32: 2020 年国内储能市场累计装机规模占比	20
图 33: 全球储能锂电需求预测 (GWh)	20
图 34: 国内消费 3C 锂电需求 (GWh)	21
图 35: 海外消费 3C 锂电需求 (GWh)	21
图 36: 国内新能源车销量预测 (万辆、%)	22
图 37: 全球新能源车销量预测 (GWh、%)	22
图 38: 全球动力电池需求测算 (GWh、%)	22
图 39: 全球锂电池合计需求测算 (GWh、%)	22
图 40: 全球隔膜需求测算 (亿平、%)	23

图 41: 全球隔膜价值量测算 (亿元、%)	23
图 42: 2020 年国内锂电隔膜企业市占率	24
图 43: 国内锂电隔膜龙头市占率持续提升	24
图 44: 2021Q1 国内干法隔膜企业市占率	24
图 45: 2020 年国内湿法隔膜企业市占率	24
图 46: 国内前三大隔膜企业有效产能预测 (亿平)	26
图 47: 国内其他主流隔膜企业有效产能预测 (亿平)	26
图 48: 2020 年全球主流隔膜企业产能占比	26
图 49: 国外主要隔膜企业总产能预测 (亿平)	26
图 50: 全球隔膜有效产能和供需测算 (亿元)	27
图 51: 全球主流隔膜厂有效产能和供需测算 (亿元)	27
图 52: 国内主要隔膜厂商毛利率变化.....	28
图 53: 国内主要隔膜厂商净利率变化.....	28
图 54: 国内锂电隔膜价格变化 (元/平)	28
图 55: 星源材质国内与海外隔膜单平售价预测 (元)	29
图 56: 星源材质国内与海外隔膜单平毛利预测 (元)	29
图 57: 中国动力电池技术路线.....	29
图 58: 公司研发费用和费用率 (亿元、%)	30
图 59: 公司研发人员和占比.....	30
图 60: 星源材质公司隔膜涂覆技术布局方向.....	31
图 61: 星源材质季度营业收入及净利润 (万元)	32
图 62: 公司产能扩张预测 (亿平)	33
图 63: 公司隔膜出货量 (有效产能) 预测 (亿平)	33
图 64: 星源材质客户发展历程	34
图 65: 公司历年前五大客户占比总和.....	34
图 66: 公司历年客户结构占比.....	34
图 67: 2020 年公司原材料成本占比 (%)	35
图 68: 产线效率不断提升 (米, 米/分钟)	35
图 69: 2020 年公司国内外隔膜产品售价预测 (元/平)	36
图 70: 公司国内外客户结构预测	36
图 71: 不同涂覆比例下公司隔膜毛利测算 (元/平)	37
图 72: 公司涂覆比例与隔膜毛利关系测算 (元/平)	37
图 73: 恩捷和星源隔膜盈利对比 (元/平)	38
图 74: 恩捷与星源隔膜成本对比 (元/平)	38
图 75: 恩捷与星源隔膜售价和成本差异测算 (元/平)	38
图 76: 恩捷与星源单平净利润差距测算 (元/平)	38
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: FCFE 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4: 可比公司估值表.....	8
表 5: 公司 SWOT 分析	12
表 6: 隔膜的性能指标和具体影响机制	14
表 7: 隔膜不同工艺性能的对比.....	15

表 8: 国内储能市场空间测算 (亿元)	20
表 9: 不同无绳化率下各年电动工具锂电电芯市场规模推算	21
表 10: 恩捷股份隔膜产能规划和预测 (亿平)	25
表 11: 星源材质隔膜产能规划和预测 (亿平)	25
表 12: 全球隔膜主流厂商供需测算	27
表 13: 星源材质产品类型	30
表 14: 星源材质产能布局	33
表 15: 国内隔膜企业格局变化	35
表 16: 星源材质公司隔膜单平毛利拆分 (元/平)	36
表 17: 涂覆比例 50%下公司海外客户占比对隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)	36
表 18: 涂覆比例 70%下公司海外客户占比对隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)	37
表 19: 公司隔膜涂覆占比变化对公司隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)	37
表 20: 公司各主要业务营收及毛利率预测	39
表 21: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	40

估值与投资建议

结合公司的业务模式和行业特征，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：49.6-58.6 元

目前锂电产业进入高速发展期，可预见的 5-10 年隔膜需求快速增长，公司湿法和涂覆产线大幅扩产，海外客户开始放量，市占率持续提升。我们对公司现金流进行 FCFF 折现。

- **从行业来看**，国内电动车消费端驱动，电动车销量持续超预期，海外欧洲碳排放政策趋严，美国开始大力支持新能源产业链建设，我们上调了全球锂电池和隔膜需求，预计 5-10 年将保持供需两旺的景气局面，行业近五年增速将保持在 30% 以上，并且集中度持续加强。
- **从公司来看**，近期公司湿法隔膜产线顺利放量，25 年规划 60 亿平隔膜产能，5 年 4 倍产能增长空间，同时海外客户陆续通过认证开始放量，伴随涂覆和出口产品增多，公司隔膜盈利有望持续改善，迎来量利齐升；同时作为老牌隔膜企业，在技术专利沉淀，客户积累和市场拓展方面实力优异，当前隔膜高需求下供需收紧，公司大幅扩产有望迎来华丽蜕变。

按照行业和公司的发展情况，我们预计公司 21-23 年营收增速为 73/45/47%。毛利率根据下游细分领域分别讨论，毛利率增长的驱动因素可以归结为：涂覆隔膜占比提升、出口占比提升和新产线效率提升。2020 年由于公司股权激励和诉讼费用拉高了期间费用，21 年伴随营收大幅增长，伴随营收增长和新产线调试生产，三费率显著下降。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	11.92%	2.79%	61.17%	72.87%	44.74%	47.01%	60.87%	45.23%
营业成本/营业收入	51.75%	58.18%	65.36%	59.29%	55.92%	53.98%	53.42%	51.82%
管理+研发费用/营业收入	20.00%	21.31%	19.71%	11.00%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
销售费用/销售收入	4.90%	6.10%	2.10%	1.60%	1.50%	1.30%	1.30%	1.30%
营业税及附加/营业收入	1.88%	1.57%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	18.58%	18.45%	27.24%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
股利分配比率	40.92%	66.09%	104.27%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	8.08%
股票风险溢价	4.80%	有杠杆 Beta	1.18
公司股价（元）	47.8	Ke	8.47%
发行在外股数（百万）	736	E/(D+E)	91.68%
股票市值(E, 百万元)	35171	D/(D+E)	8.32%
债务总额(D, 百万元)	3193	WACC	8.12%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

我们分别用 FCFF 绝对估值法进行预测，该估值相对于加权平均净资产收益率 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 和表 4 分别是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: FCFF 估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

53.76		WACC 变化				
		7.7%	7.9%	8.1%	8.3%	8.5%
永续 增 长 率 变 化	2.6%	66.53	62.89	59.52	56.41	53.51
	2.4%	64.06	60.64	57.47	54.52	51.78
	2.2%	61.78	58.55	55.55	52.76	50.15
	2.0%	59.65	56.60	53.76	51.11	48.63
	1.8%	57.67	54.78	52.08	49.56	47.20
	1.6%	55.82	53.07	50.50	48.10	45.84
	1.4%	54.08	51.47	49.02	46.73	44.57

资料来源：国信证券经济研究所分析

根据 FCFF 估值方法，我们认为公司的合理价值区间为 49.6-58.6 元。

相对法估值：51.4-55.3 元

我们选取锂电产业链中竞争格局较好的隔膜和电池龙头对比，选取恩捷股份、璞泰来、宁德时代和亿纬锂能作为对比。从下表可以看出，公司的 PE 水平接近行业均值，但低于全球隔膜龙头恩捷股份。考虑到公司存在市占率跟随产能大幅提升的潜力，成长性显著高于可比公司，可以享受成长溢价，因此综合行业均值估值，得到公司 22 年合理估值区间为 65-70 倍，对应股价区间为 51.4-55.3 元。

表 4: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)	收盘价 (21.8.13)
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
002812	恩捷股份	1.25	2.57	3.59	207.2	100.8	72.1	20.0	2,309	259.0
603659	璞泰来	1.35	2.52	3.56	106.7	57.1	40.4	10.5	1,000	144.0
300750	宁德时代	2.4	4.89	7.63	209.2	102.7	65.8	17.8	11,693	502.1
300014	亿纬锂能	0.87	1.66	2.39	127.6	66.9	46.4	13.7	2,096	111.0
均值					162.7	81.9	56.2			
300568	星源材质	0.27	0.50	0.79	177.0	94.7	60.8	11.6	352	47.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测与整理

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述几个方面的估值，我们给予公司合理价格区间为 50-55 元之间，对应 2022 年动态市盈率分别为 63 倍和 70 倍，相对于公司目前股价有 9%-20% 的溢价空间。我们认为，公司作为全球隔膜领先企业，隔膜行业降价趋缓，行业高增长持续，公司湿法产线顺利投产，伴随涂覆和海外出口占比提升，业绩有望迎来量利齐升。预计公司 21-23 年归母净利润 3.71/5.79/8.81 亿元，净利润同比增速 207/56/52%，EPS 分别为 0.50/0.79/1.20 元，对应 PE 分别为 95/61/40 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

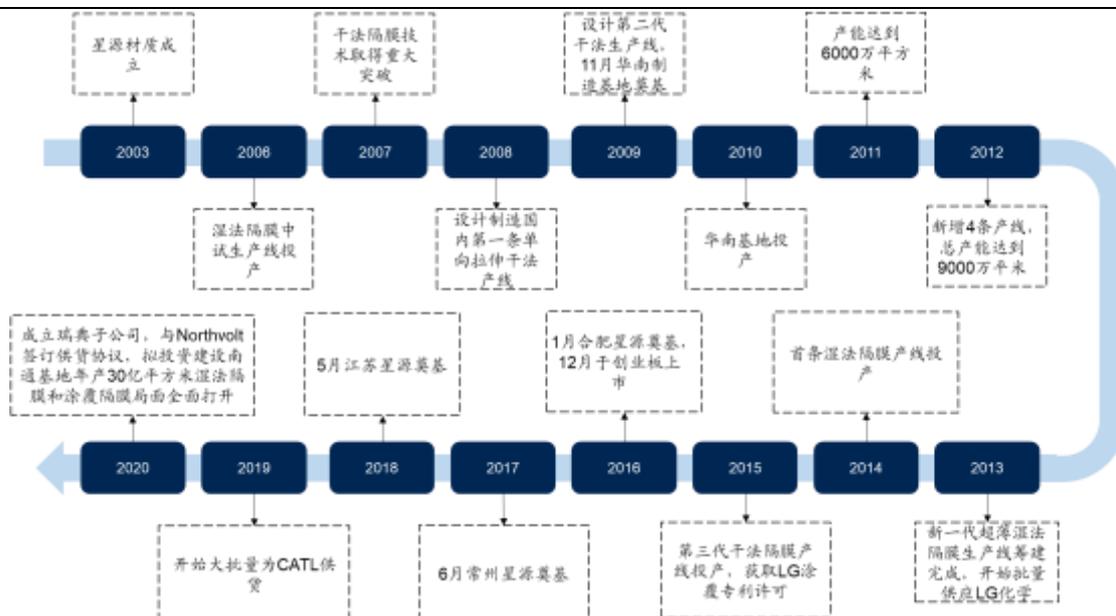
隔膜行业老兵，量利迎来拐点

全球隔膜领先企业，补齐湿法短板进入成长快车道

星源材质是全球领先的锂电隔膜企业。公司成立于2003年，2010年首条干法隔膜产线投产，2014年首条湿法隔膜产线投产，2016年在深交所上市。主营业务主要包括锂离子电池隔膜研发、生产及销售。

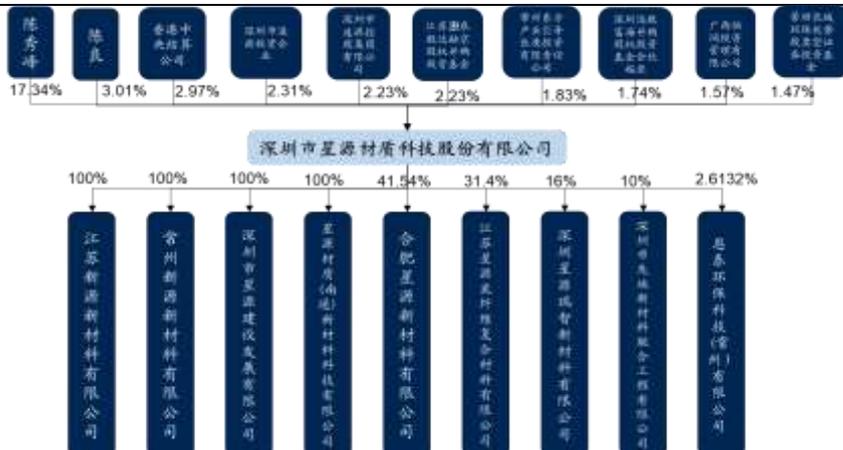
公司当前总部位于深圳，子公司江苏星源、常州星源、合肥星源均为公司生产基地，南通基地正拟建年产30亿平湿法与涂覆，2020年公司国内隔膜市占率近18%，位于国内第二，其中干法隔膜国内占比保持第一。公司下游主要客户包含LG化学、三星、宁德时代、比亚迪等主流客户，正在积极进行海外扩展，已于欧洲设立子公司并和Northvolt签订供货合同。

图1：星源材质公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：星源材质股权结构和控股公司



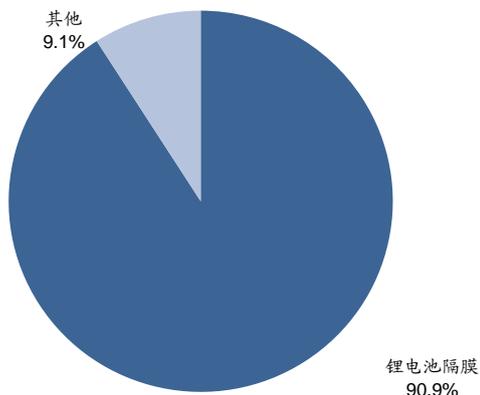
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

隔膜降价影响公司盈利，产品和客户结构优化业绩拐点确认

2020 年公司营业收入 9.67 亿元，同比增加 61.17%，毛利 3.34 亿元，同比上升 33.51%，其中锂离子电池隔膜产品营收 8.78 亿元，同比上升 47.39%，营收占比 91%，毛利 2.74 亿元，同比上升 10.48%，毛利占比 82%，毛利率达到 31.28%，隔膜业务贡献超过 9 成营收。

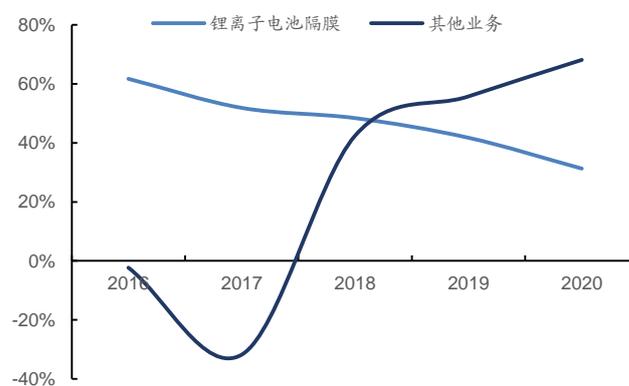
2017-2020 年公司隔膜业务盈利能力下滑，一方面是 17 年开始国内隔膜阶段性产能过剩在加上龙头降价，国内隔膜价格年均降幅在 30%左右，特别是行业逐渐从干法隔膜向湿法隔膜渗透，公司优势的干法隔膜售价降低更多影响了公司盈利；另一方面公司合肥新湿法产线建设进度低于预期，同时设备调试和产能爬坡显著增加了公司折旧和其他费用，影响了隔膜盈利。

图 3：2020 年公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司营收及归母净利润高速增长，海外客户持续拓展。公司在经历 2019 年增速最低点后迎来业绩反弹，公司下游客户覆盖 LG 化学，三星，宁德时代，比亚迪等主流动力电池生产商，与 Northvolt 已签订供货合同，2021 年伴随着公司湿法产线投产，公司产品中湿法和涂覆占比提升，海外出口增多和公司产品结构持续，公司隔膜盈利显著回升。

图 5：公司营收和增速 (亿元、%)



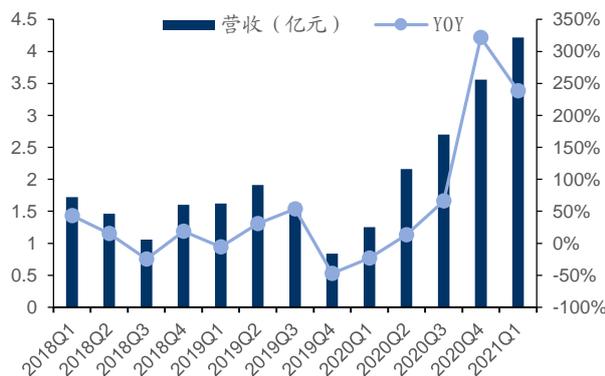
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：公司归母净利润和增速 (亿元、%)



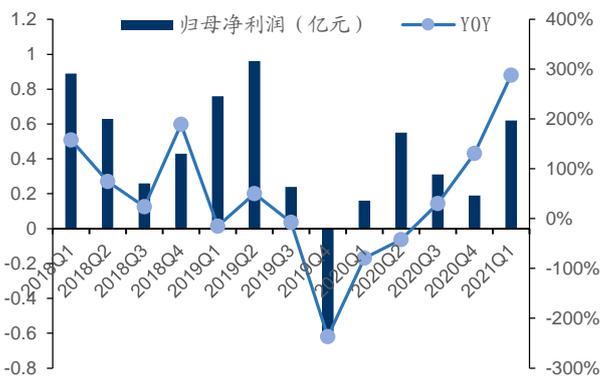
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司分季度营收和增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 公司分季度归母净利润和增速 (亿元、%)

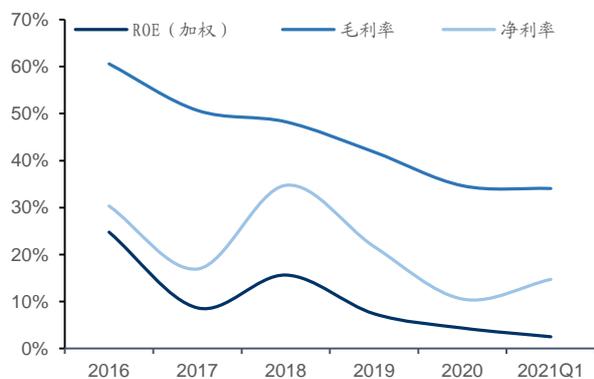


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2021Q1 年毛利率为 34.05%，较 2020 年的 34.64%略有下降，2021Q1 净利率为 14.69%，较 2020 年的 10.50%有显著，原因在于 2020 年公司由于限制性股票激励计划以及涉诉案件产生的律师费导致管理费用高企，股票激励计划已于 2020 年完成，星源美国研究院的专利诉讼案也已于 2020 年 2 月结束，2021Q1 管理费大幅下降，由此带来净利率的提升。

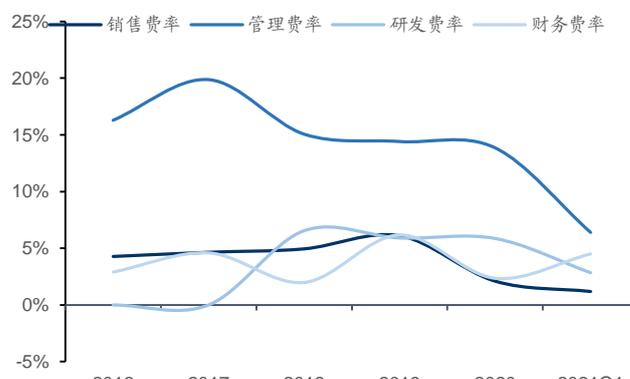
2021Q2 公司公告实现净利润 0.48-0.81 亿元，基本与 Q1 持平，预计 Q2 出货 2.4 亿平，环比略有下降，主要是公司调整部分产线影响了出货，经测算公司 21Q2 升至近 0.27 元/平，我们预计 21 年底单平盈利有望达到 0.4 元/平，同比 20 年实现翻倍，后续伴随着公司产品涂覆隔膜占比提升，高盈利产品增多和海外客户占比提升，我们预计公司隔膜单平净利润有望持续提升。

图 9: 公司销售毛利率、净利率和 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司三费占比情况

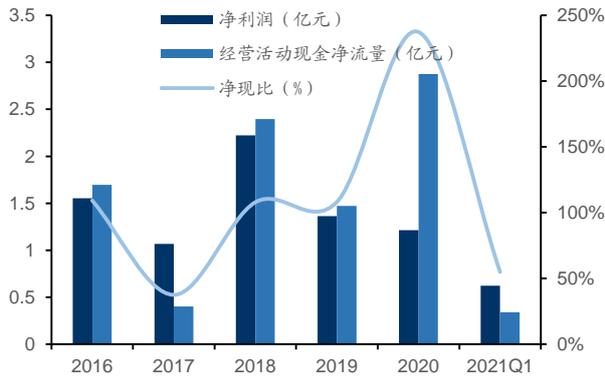


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司净现比回落，现金流显著改善。2020 年公司净利润 1.21 亿元，经营活动现金流 2.88 亿元，公司在 2020 年收到大量的税费返还，约为 1.7 亿元，公司的净现比因此大幅提升。2020Q1 公司业务受到疫情影响，2021Q1 净利润 0.62 亿元，净现金流为 0.34 亿，净现比 54.8%，同比增长 1756.13%。

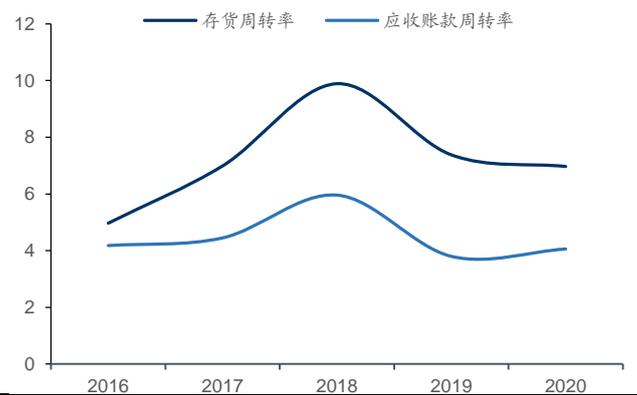
公司资产负债率保持平稳，短期偿债能力迎来改善。2020 年公司资产 57.21 亿元。负债 27.82 亿元，负债率 48.6%，2021Q1 资产 67.27 亿元，负债 35.90 亿元，负债率 53.4%，主要是扩产投资增加，近年来公司的资产负债率维持在 50%左右，基本保持平稳。公司短期偿债能力在 2020 年达到最低点，2021Q1 开始偿债能力迎来改善。

图 11: 公司经营性现金流情况有所下滑



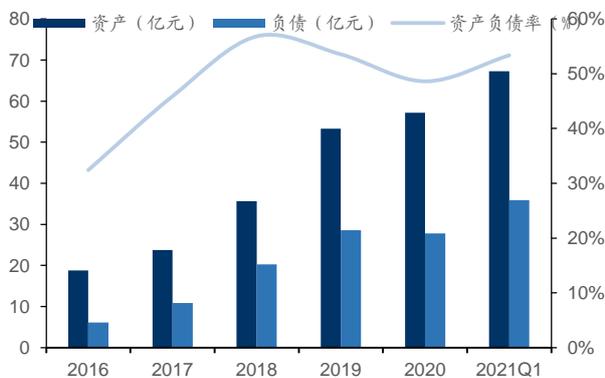
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司存货周转率和应收账款周转率有所下滑



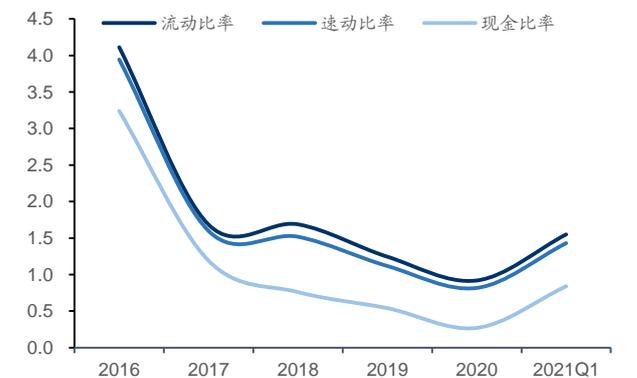
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司资产负债率保持平稳



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司短期偿债能力迎来改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

SWOT 分析: 供需得到优化, 盈利有望高增

公司的目标是在 2025 年达到隔膜全球市占率 30%。随着公司积极拓展海外业务, 涂覆占比提升, 公司产品售价端和盈利都有望显著提升。公司的第五代新产线预计于 2022 年投入使用, 生产效率的提高也将显著降低平均成本。

SWOT 分析: 公司优势在于公司是干法隔膜领域的龙头, 随着海外及涂覆占比的提高, 公司盈利将迎来持续改善; 劣势主要是规模和市占率与龙头仍有差距; 公司的机遇在动力铁锂电池回升和储能将带动干法隔膜需求提升, 公司海外客户进入放量; 公司面临的挑战主要是隔膜持续降价过程中公司盈利能力的保持, 大规模新产线投产和设备调试导致短期面临一定的不确定性。

表 5: 公司 SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> 干法隔膜龙头, 技术优势强 海外及涂覆占比提升增厚公司单平利润 客户资源丰富, 行业认证壁垒高 新产线提高生产效率并降低成本 	<ul style="list-style-type: none"> 公司现阶段海外市场占有率不高 公司现阶段涂覆市场占有率不高
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> 国内新能源汽车政策规划和支持 储能市场高速增长带动干法隔膜 公司海外客户进入放量阶段 	<ul style="list-style-type: none"> 锂电隔膜价格持续下降 大规模扩产和设备调试面临不确定性 固态电池技术发展隔膜需求下降

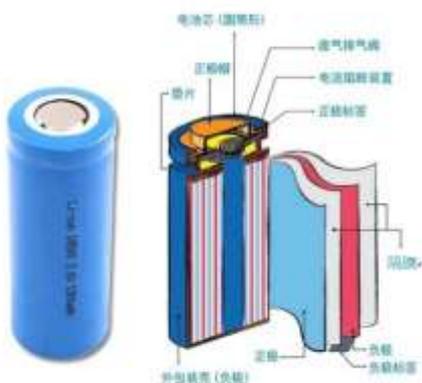
资料来源: 国信证券经济研究所整理

隔膜供需持续收紧，黄金赛道迎来止跌回暖

隔膜赛道湿法路线主导，设备与工艺是核心壁垒

锂电池隔膜属于锂电池四大材料之一，主要作用是将正负极进行分隔，防止正负极接触而导致短路。隔膜的厚度、孔隙率、穿刺强度、拉伸强度影响电池的能量密度、安全性等其他性能。锂电池隔膜可以物理化学性质、基材材料、生产工艺和产品结构进行分类。隔膜产品主要供应动力电池、消费电池和储能电池三大领域，湿法涂覆隔膜占比持续提升。

图 15: 圆柱状锂电池分拆结构



资料来源: 动力电池技术, 国信证券研究所整理

图 16: 不同性质隔膜的分类方法

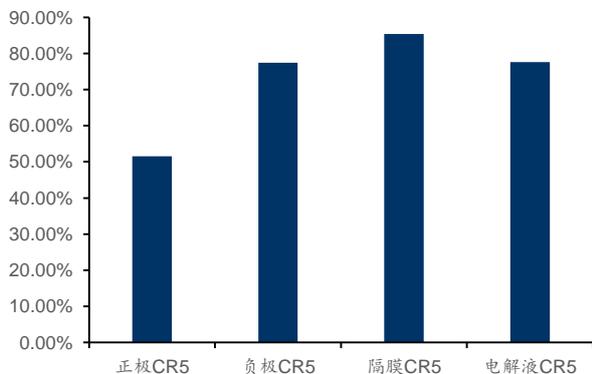


资料来源: 新材料在线, 国信证券经济研究所整理

隔膜属于锂电主材中竞争格局最高，龙头盈利最高的材料。当前隔膜在锂电池电芯中占比约在 5%-10%之间，排在四大主材末位。隔膜在四大材料中集中度最高，2020 年国内 CR5 为 74%，排在首位。2020 年隔膜领域恩捷股份市占率 29.8%，星源材质市占率 17.7%，湖南中锂占比 10.8%。

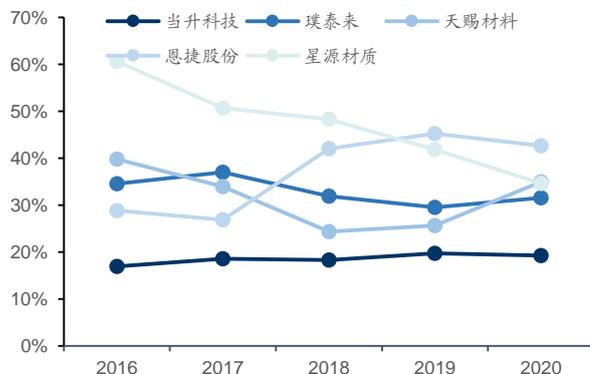
正极、负极与电解液的代表性公司的毛利率都比较稳定，隔膜中星源材质由于近几年隔膜行业价格承压，毛利率连续下滑，整体隔膜前二恩捷和星源毛利率排在几大主材前列。

图 17: 2020 年四大材料国内 CR5



资料来源: 高工锂电, 国信证券研究所预测并整理

图 18: 四大材料代表性公司毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 国信证券研究所预测并整理

锂电隔膜性能的基本要求为绝缘性和化学稳定性，除此之外安全性和物理稳定性也是重要性能指标。性能上，在保障安全性的基础上，厚度越薄、孔隙率和

孔径越大、浸润性越好的薄膜，内阻越小、放电效率和循环性能越强。在物理稳定性方面，拉伸强度越大、热收缩率越小、穿刺强度和破膜温度越高的薄膜安全性能越好。

表 6: 隔膜的性能指标和具体影响机制

影响类别	主要性能指标	具体机制
基本要求	绝缘性	隔膜应具有电绝缘性，保证正、负极有效隔离
	化学稳定性	隔膜不应与电材电解液料发生化学反应，也不能影响电解液材的化学性质
性能	厚度	隔膜厚度越大则电阻和穿透强度越高
	透气性	衡量隔膜的透过能力，与隔膜电阻正相关
	孔隙率	与高渗透率和电解质的储液性有关，不一致的孔隙率会阻碍离子迁移
	孔径	孔径的大小与隔膜的透气率有关，过大的孔径可能会造成微短路
	孔径分布	孔径分布的均一性影响电流密度均匀性
安全性	浸润性	反映隔膜材料微观结构与电解液的浸润性能，一般要被电解液完全浸润
	穿刺强度	电池制造过程中的毛刺和充放电过程中形成的枝晶要求隔膜具有抗穿刺能力
	闭孔温度	达到该温度时，隔膜闭孔形成线内部断路，防止温度由于内部电流过大进一步升高
	熔融完整性	隔膜在闭孔料后应具有熔融完整性，以免电极接触造成短路
物理稳定性	破膜温度	达到该温度时新，隔膜完全熔融收缩，电极内部短路产生高温直至电池解体或爆炸
	拉伸强度	拉伸强度大的隔膜在生产和使用中不容易被拉伸变形
	热收缩率	隔膜在受热时（包括生产中烘烤和高温中使用）要求收缩率低、尺寸稳定，否则极片外露造成短路

资料来源: 新材料在线、国信证券研究所整理

锂电隔膜行业壁垒主要体现在设备、工艺和原材三个方面

- 1) **设备壁垒:** 隔膜设备的主流生产商为日本制钢所、东芝、德国布鲁克纳和法国 ESSOP 等，国内并无能够提供成套隔膜整线生产设备的供应商，隔膜厂商需要根据自身工艺情况去定制生产设备，对于厂商的设计整合能力要求较高，并且国外设备生产商产能已被头部企业锁定，产线获取难度高。
- 2) **工艺壁垒:** 工艺壁垒主要体现在双向拉伸工艺和涂覆工艺。双向拉伸的过程中纵向拉伸的不均匀性对薄膜的厚度偏差影响很大，横向拉伸若拉伸倍数不够，还会影响两侧薄膜的强度以及热收缩的均匀性能。涂覆隔膜根据选取的浆料不同，具有不同的难点，如陶瓷涂覆由于隔膜层和基膜间层夹合力较差而容易出现陶瓷脱层的问题。
- 3) **原料壁垒:** 涂覆过程中所使用的的浆料配方是涂覆技术的核心，原材料不同的配比影响隔膜的力学性能以及热稳定性，隔膜涂覆配方及相关专利具有垄断性，构成行业壁垒。

当前锂电隔膜按照制备工艺主要分为干法和湿法隔膜。

- 1) **干法隔膜:** 是将 PP 熔融退火后拉伸所致，按照拉伸方式分为单拉和双拉，双拉是在单拉的基础上按照垂直挤出方向再拉伸一次，干法中孔隙是通过拉伸形成微缺陷再高温形成；
- 2) **湿法隔膜:** 将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融形成均匀的混合物后降温进行相分离，压制得到膜片。

隔膜双向拉伸工艺难度高。 隔膜的双向拉伸分为纵向拉伸和和横向拉伸。纵向拉伸是将铸片在一定温度下对其进行拉伸，利用 β 晶受拉伸应力易成孔的特性来成孔，之后再对产品进行横向拉伸来扩孔，同时也可以提高孔隙尺寸分布的均匀性。双向拉伸的过程中纵向拉伸的不均匀性对薄膜的厚度偏差影响很大，虽然横向拉伸可以减少厚度偏差，但若拉伸倍数不够，还会影响两侧薄膜的强度以及热收缩的均匀性能。

隔膜涂覆方式灵活多样。隔膜涂覆一般使用凹版辊涂、浸涂、窄涂和静电纺丝四种方法。凹版辊涂产品精度较好，但网纹辊容易磨损，导致持续涂覆过程中涂层逐渐变薄，要更换新辊，并且涂覆目标厚度改变时就要更换辊，不能灵活调节。窄涂适用粘度范围广，产品精度好，涂覆速度快，但设备维修相对困难。浸涂操作简单，但厚度控制相对较难。静电纺丝法适用材料范围广，操作方便，比表面积大，孔隙率高，纤维丝均一性好，产率高，但存在结晶度、取向度小，机械性能、力学性能差的缺点，要通过热处理、共混等改性方式优化。

涂覆后湿法隔膜性能已全面超过干法隔膜。湿法隔膜由于采用双向同步拉伸，薄膜厚度和孔径较为均匀，所以横向和纵向拉伸强度较高，孔隙率和透气性也较好，但是膜较薄会导致穿刺强度较低。湿法隔膜在设备投入、技术难度和能耗方面都要高于干法隔膜，但湿法隔膜通过在基膜上涂覆陶瓷氧化铝、PVDF、芳纶等胶黏剂，弥补了热稳定性短板，性能上湿法隔膜已经全面超越干法隔膜。

表 7: 隔膜不同工艺性能的对比

项目	干法工艺	湿法工艺	备注
生产方式	单向拉伸/双向拉伸	异步拉伸/同步拉伸	-
工艺原理	晶片分离/晶型转换	热致相分离法	-
厚度	20-50 μm	5-10 μm	厚度小可以降低内阻，提高电池密度
孔径分布	0.01-0.3 μm	0.01-0.1 μm	孔径分布窄，通透性好
孔隙率	30-40%	35-45%	孔隙率尽量大
闭孔温度	145℃	130℃	防止电池过热
熔断温度	170℃	150℃	防止熔化造成短路
穿刺强度	200-400gf	300-550gf	防止穿刺造成短路
横向拉伸强度	<100MPa	130-150MPa	足够的拉伸强度
纵向拉伸强度	130-160MPa	140-160MPa	足够的拉伸强度
横向热收缩（120度）	<1%	<6%	较小的收缩率
纵向热收缩（120度）	<3%	<3%	较小的收缩率

资料来源: 新材料在线、国信证券研究所整理

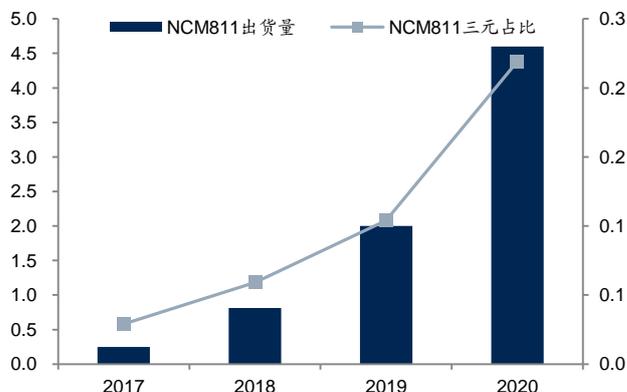
动力电池湿法隔膜市占率持续上涨。2020 年国内锂电池隔膜出货量同比增长 36%至 27.2 亿平，湿法隔膜出货量占比已经从 2014 年的 29%上涨至 2020 年的 70%，湿法隔膜占比持续提升，一方面新能源汽车锂电池对续航和高能量密度需求持续上升，NCM811 高镍电池占比不断提高，另一方面 18 年之后湿法隔膜头部厂商通过研发和扩产持续降低成本并提高隔膜产品安全性，湿法隔膜渗透率有望持续上涨。

图 19: 历年国内隔膜出货结构 (亿平)



资料来源: EVTank, 国信证券研究所整理

图 20: 国内动力电池高镍占比持续提升



资料来源: 鑫椏锂电、国信证券经济研究所整理

20 年开始铁锂需求逐渐回暖，干法需求有望提升。宁德时代的 CTP 技术通过电池包成组形式，提高电池包成组效率，进而提高电池包能量密度，比亚迪的刀片电池也通过优化电池包的空间利用效率来提高能量密度，缓解 LFP 电池能量密度低的缺点。储能领域的电池隔膜大多采用干法隔膜，随着储能市场的高速发展，干法隔膜的需求也会随着快速增长。

储能与 3C 贡献隔膜稳定增长。未来锂电池传统 3C 数码市场将平稳增长，2020 年全球消费电池需求量为 92Gwh, 预计 2025 年将达到 152Gwh, 年复合增速 10.56%，全球储能市场增速较快，2020 年储能电池需求量为 27Gwh, 预计 2025 年提升至 102Gwh, 年复合增速 30.45%，储能电池多采用干法隔膜，高端消费数码电池多采用湿法隔膜，储能与消费市场锂电需求的增加为湿法及干法隔膜出货量带来了双重提升。

图 21: 国内锂电池需求结构占比预测



资料来源: GGII、乘联会、国信证券经济研究所整理预测

图 22: 全球锂电池需求测算 (GWh)



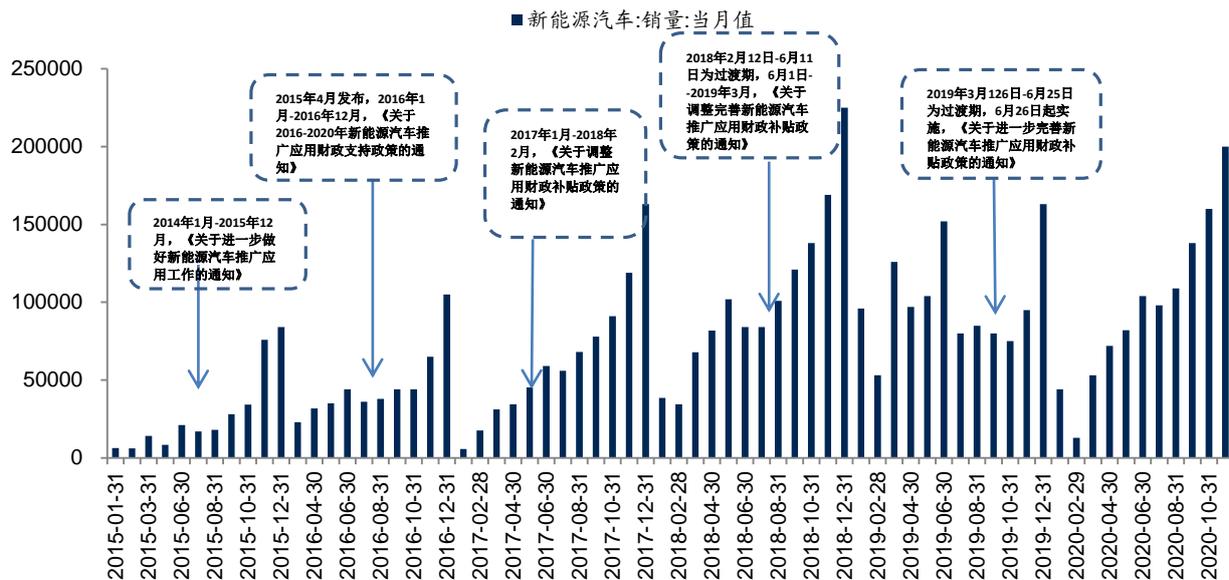
资料来源: GGII、EV-volumes、乘联会、国信证券经济研究所预测

国内电动车消费市场逐渐打开，欧美政策加速演变

1) 国内新势力爆款车型不断，21年6月电动化率升至近15%

我国电动车行业逐步从政策市场向消费市场转变。国内新能源汽车过去行业主要的驱动力在于传统限行、限牌和营运等刚性需求与新车型带来的纯市场需求的叠加，伴随财政补贴政策逐步退出以及纯消费市场的兴起，预计行业周期性波动将会逐步减弱。

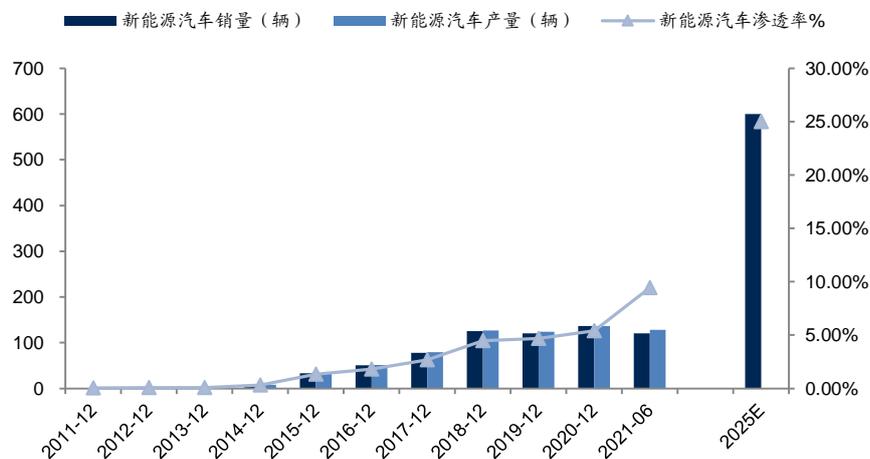
图 23: 国内电动车行业逐步由政策市向消费市转变



资料来源: Wind、中汽协、国信证券经济研究所整理

国内政策规划驱动新能源汽车渗透率提升。根据中汽协数据, 2020年国内新能源汽车销量136.7万辆, 渗透率达到5.40%。从政策规划来看, 《新能源汽车产业发展规划2021-2035年》规划要求2025年新能源汽车销量要达到20%, 预计需达到500万辆以上, 根据测算得到未来5年新能源汽车市场CAGR超30%。

图 24: 中国新能源汽车产量、销量和渗透率(辆, %)



资料来源: WIND, 中汽协, 国信证券经济研究所整理

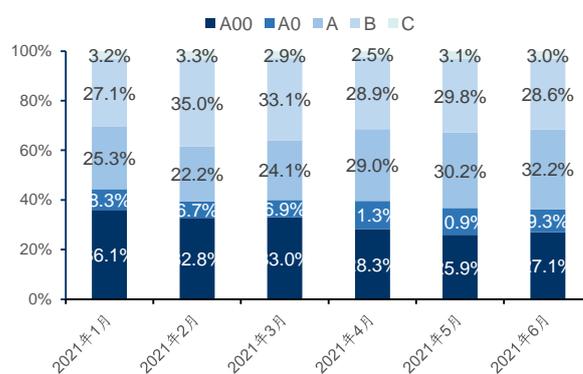
21H1 国内新能源车销量为 119.4 万辆，同比+212.65%，环比+25.06%；其中 6 月国内新能源汽车实现销量 25.6 万辆，同比+147.00%，环比+17.94%，继续保持上涨势头。21H1 国内新能源车渗透率达到 9.4%，6 月单月新能源乘用车渗透率达到 14.6%，再创历史新高。A00 级市场稳固，高端市场占比提升。21 年上半年 A00 级新能源乘用车销售 3.26 万辆，同比+560.68%、环比+26.68%，渗透率由 20H1 的 15.0%提升至 21H1 的 30.1%；A 级新能源车销量为 30.13 万辆，占比达到 27.8%，谷底回升；B 级新能源车销量为 3.26 万辆，渗透率提升至 30.1%。21H1 销量前 10 的车型中有 4 款是 A00 级车型，销量占比达到 49.40%。我们认为短期内 A00 级车型将维持强势增长，双碳背景下各地出租车、公用车替换为纯电的趋势有望带动 A 级车型稳定增长。

图 25: 中国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 26: 21H1 新能源乘用车分级别占比

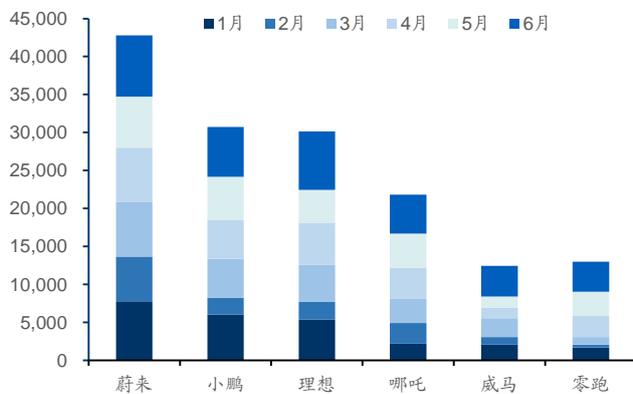


资料来源:中汽协, 国信证券经济研究所整理

造车新势力销量环比增速向好。6 月新能源汽车市场需求向好环比回升，国内造车新势力表现突出，蔚来销量 8083 辆，环比+20.44%；小鹏销量 6565 辆，环比+15.46%；理想销量 7713 辆，环比+78.42%；哪吒销量 5138 辆，环比+13.98%；零跑销量 3941 辆，环比+23.35%；威马销量 4007 辆，环比+166.60%。

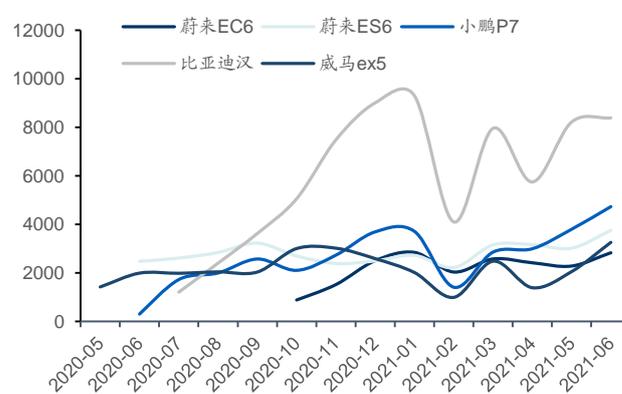
分车型来看，6 月蔚来 EC6 和 ES6 分别实现销量 2830 和 3755 辆，环比+24.01%/+24.46%，逆转了近两个月的下降态势。小鹏 P7 销量为 4730 辆，环比+24.57%；比亚迪汉销量略有增加，达到 8386 辆；威马 ex5 表现亮眼，月销量为 3258 辆，环比+58.77%。

图 27: 部分造车新势力 21 年前 6 月销量 (辆)



资料来源:乘联会, EV sales, 国信证券经济研究所整理

图 28: 部分重点车型销量月度变化 (辆)



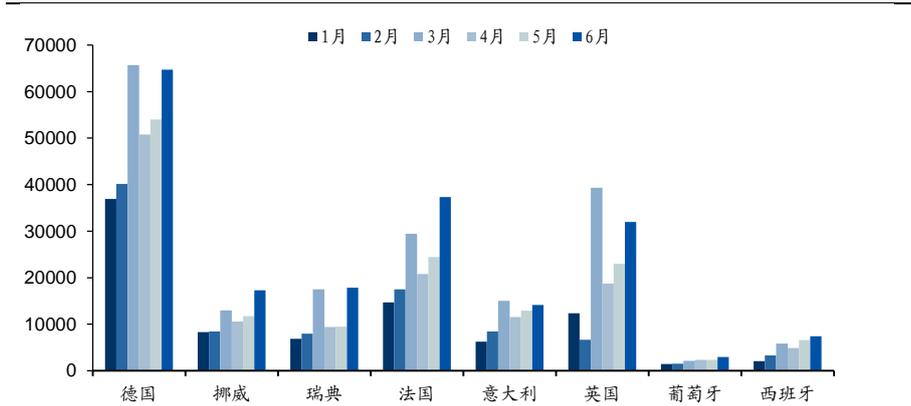
资料来源:乘联会, EV sales, 国信证券经济研究所整理

2) 欧洲 2030 目标碳排放目标加码，美国电动车有望迎来高增拐点

21H1 欧洲八国新能源车销量为 83.8 万辆，同比 154.77%，环比+12.34%，政策推动下电动化趋势持续推进；其中 6 月欧洲八国新能源车销量为 19.37 万辆，环比增长 34.08%；特斯拉、大众等厂商供给提升带动欧洲八国交付量激增。

欧盟 2020 年通过的《2030 年气候目标计划》中指出针对乘用车碳排放，目标 2030 年较 2021 年下降 50%，即新能源车渗透率大致需要达到 55%，对应 1000 万辆新能源车，复合增速 22%，对应动力电池装机 560GWh，复合增速 29%。

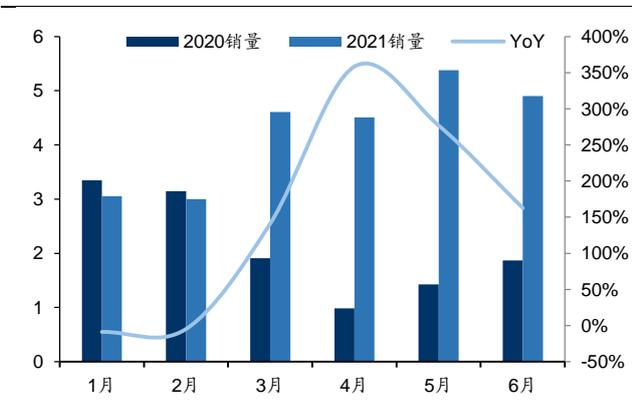
图 29: 欧洲主要国家 2021 年 1-6 月新能源车销量 (辆)



资料来源: KBA, SMMT, CCFA 等, 国信证券经济研究所整理

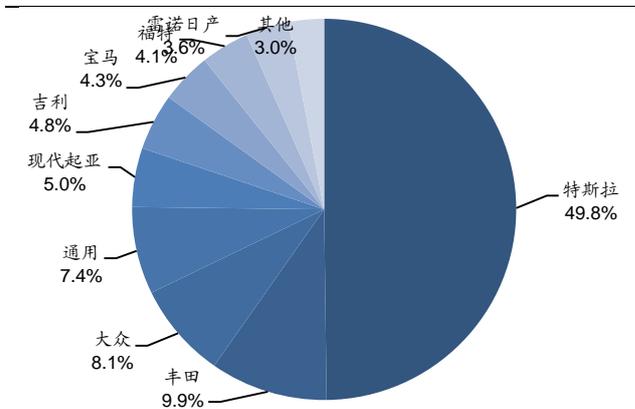
美国电动化需求提速，刺激政策持续加码。拜登政府在 2021 年 3 月上台之后，提议投资 1740 亿美元，刺激电动车产业发展。5 月 18 日，拜登强调其总额 1740 亿美元的电动汽车激励计划。5 月 26 日，美国参议院通过了提高电动汽车税收抵免政策的法案，由工会成员生产的电动车，补贴上限提高至 12500 美元 (+67%)，同时税收减免优惠将在美国电动车渗透率超过 50% 之后，在三年内取消。8 月 5 日拜登政府再次签署行政命令：设定 2030 年美国电动车销量占比目标为 50%，对应 2030 年销量达到 870 万辆，10 年 CAGR 达 33%。2021 年 6 月年美国新能源车销量 4.9 万辆，同比上升 162%，自 3 月以来保持高速增长，特斯拉在美国市场占据龙头地位，2021 年 5 月的市占率接近 50%，我们预计政策刺激下 21/22 年美国新能源乘用车销量有望达到 55/110 万辆，同比增速 68%/100%。

图 30: 美国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图 31: 2020 年美国电动车市场车企市占率 (%)

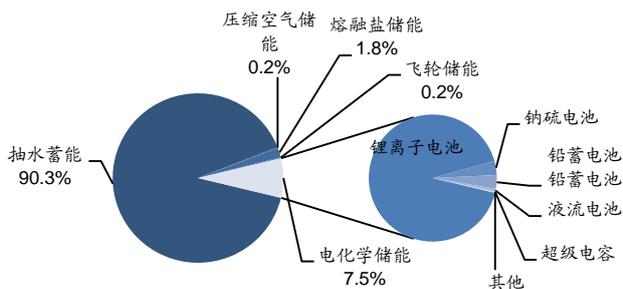


资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

储能行业迎来政策密集出台，工具&二轮车等消费市场维持高增

储能锂电池市场：随着储能电池成本的不断降低，当储能具备经济性时储能市场将迎来爆发，目前欧美市场已具备经济性，国内还处于商业化初期。储能过去4年CAGR为46%，预计2025年全球储能锂电需求规模将达到102Gwh。国内储能市场大多采用磷酸铁锂电池，磷酸铁锂电池需求的增长对于干法隔膜的出货量会有一定的支撑作用，预计干法隔膜需求量将会提升。

图 32：2020 年国内储能市场累计装机规模占比



资料来源:CNESA, 国信证券经济研究所整理

图 33：全球储能锂电需求预测 (Gwh)



资料来源:CNESA, 国信证券经济研究所测算

国内储能市场将迎来爆发。根据 CNESA 预测，2020 年我国电化学储能市场规模将达到 3092.2MW，2024 年将接近 24GW，年化增速将超过 65%。“十四五”期间，充分考虑各类直接或间接政策的支持，年复合增长率（2020—2024）有望超过 65%，预计到 2024 年底，电化学储能的市场装机规模将接近 24GW。

伴随储能成本下降，国内万亿市场可期。第一阶段：到 2025 年，储能成本降至 1500 元/KWh 时，我国大部分地区用户侧储能可实现平价。第二阶段：到 2030 年，储能成本降至 1000 元/KWh 时，我国大部分地区光储结合可实现平价，届时市场规模将超万亿。

表 8：国内储能市场空间测算 (亿元)

阶段		存量市场渗透			增量市场渗透		合计	
		大工业用户侧储能	工商业光储	集中式光储	存量市场	年新增光伏+储能		累计增量市场
第一阶段： 高价格 1500 元/kWh 低渗透	渗透率	30%						
	储能装机: GWh	21,349	148	33.4	21,530	8.1	40.5	21,571
	市场规模: 亿元	3,202	2,215	501	5,919	121.5	607.5	6,526
	占比	49%	3.4%	8%	91%		9%	100%
第二阶段： 低价格 1000 元/kWh 高渗透	渗透率	60%						
	储能装机: GWh	518	303	110	930	36	257	1,187
	市场规模: 亿元	5,176	3,029	1,097	9,303	360	2,768	12,071
	占比	43%	25%	9%	77%		23%	100%

资料来源:CNESA, 国信证券经济研究所整理

3C 消费锂电市场：2020 年全球 3C 消费锂电产量约为 92GWh，同比增长 7% 左右。全球市场我们预测未来 5 年 3C 消费锂电需求增速在 11% 左右，预计到 2025 年将贡献 152GWh 的锂电需求。

图 34: 国内消费 3C 锂电需求 (GWh)



资料来源:高工锂电、国信证券经济研究所预测

图 35: 海外消费 3C 锂电需求 (GWh)



资料来源:高工锂电、国信证券经济研究所预测

电动工具消费锂电市场: 1) 传统电动工具: 随着锂电池性能提升、成本下降和龙头公司推进, 电动工具无绳化率有望从 20 年的 64% 上至 25 年的 80-90%, 对应全球电动工具锂电池市场预计超 500 亿元, 对应约 40-50 亿颗电池需求, CAGR 约为 15-20%; 2) 家用清洁市场电动工具: 主要是家用吸尘器、扫地机器人、家用拖地机等电动工具, 近几年需求高速增长, 我们预计这部分将在 25 年贡献 10-20 亿颗, 对应 15-20GWh 的锂电需求;

二轮电动车市场: 1) 国内电动二轮车锂电替代铅酸电池, 预计锂电池渗透率有望从 20 年的 25% 升至 25 年的 80%, 25 年有望带来超 30GWh 锂电需求; 2) 国外二轮电动车定为休闲健身兼顾通勤功能, 25 年有望带来 18 亿颗锂电需求, 25 年全球二轮电动车锂电池预计需求有望超 40 亿颗需求, 对应 35GWh 左右锂电需求, 对应 CAGR 近 30%。

表 9: 不同无绳化率下各年电动工具锂电电芯市场规模推算

时间	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
电动工具产量 (亿个)	4.5	4.75	4.97	5.24	5.58
渗透率\市场规模 (亿元)					
60%	270	285	298	314	335
65%	293	309	323	341	363
70%	315	333	348	367	391
80%	360	380	398	419	446
90%	405	428	447	472	502

资料来源:GGII、国信证券经济研究所测算

上调全球隔膜需求预期：25年228亿平、30年530亿平

新能源汽车销量测算：基于2021H1国内新能源汽车销量超预期达到近120万辆，我们上调了21年国内新能源车销量至276万辆，21年全球预计563万辆，预计2025年全球新能源车销量有望达到1854万辆，其中中国新能源车879万辆、美国450万辆、欧洲508万辆。

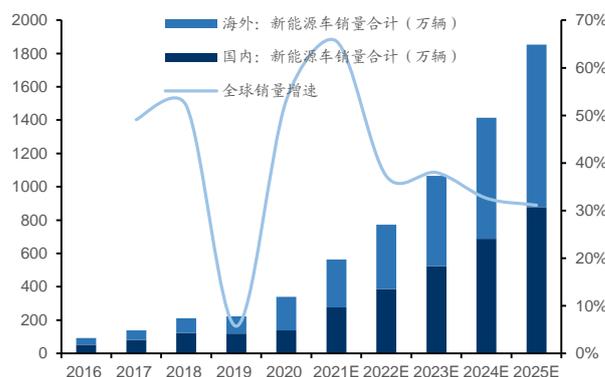
锂电池需求测算：对应2025年全球锂电池需求量预计达到1352GWh，其中，全球动力电池需求有望从2020年的146.3GWh增至2025年的1096.9GWh，消费电池（含3C、电动工具和二轮车）需求将达240GWh，储能电池需求有望达到102GWh，25年全球锂电池需求合计约1440GWh。

图 36：国内新能源车销量预测（万辆、%）



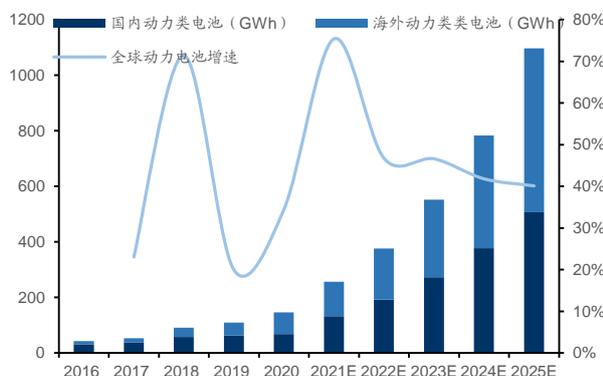
资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所预测

图 37：全球新能源车销量预测（GWh、%）



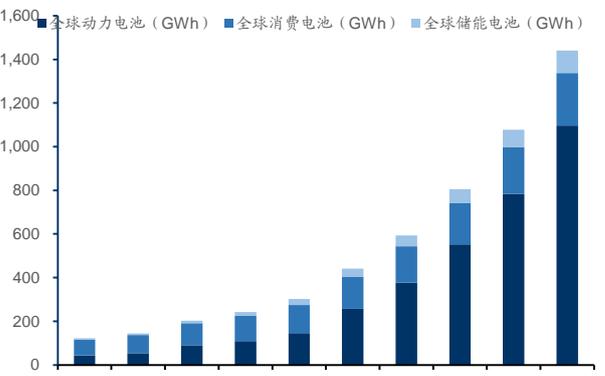
资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所预测

图 38：全球动力电池需求测算（GWh、%）



资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所预测

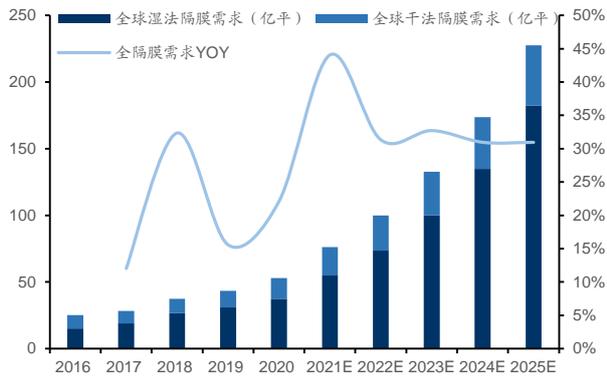
图 39：全球锂电池合计需求测算（GWh、%）



资料来源：高工锂电，国信证券经济研究所预测

隔膜需求测算：预计2025年全球锂电隔膜预计增至228亿平，CAGR达到34%。其中干法隔膜需求45亿平，湿法隔膜需求182亿平。预计到2030年全球锂电隔膜需求增至531亿平，25-30年CAGR为18%。我们预计25年全球隔膜市场空间有望达到368亿元，2030年有望突破600亿元。

图 40: 全球隔膜需求测算 (亿平、%)



资料来源:高工锂电, 国信证券经济研究所预测

图 41: 全球隔膜价值量测算 (亿元、%)

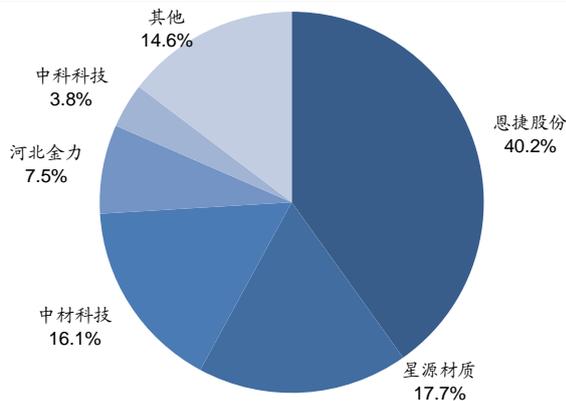


资料来源:高工锂电, 国信证券经济研究所预测

全球设备供给限制扩产节奏，隔膜供需偏紧至少看两年

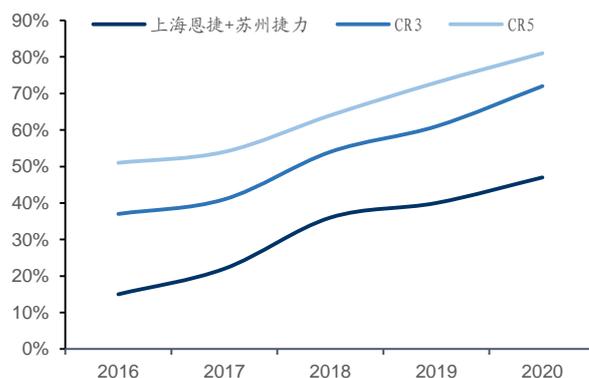
国内隔膜一线龙头市占率加速提升，CR5 市占率已经达到 85%。隔膜在四大材料中的行业集中度最高，上海恩捷和苏州捷力合计市占率已经从 2016 年的 15% 上升至 2020 年的 47%，CR3 市占率从 37% 升至 72%，CR5 市占率从 15 年的 50% 左右升至目前的 85%。

图 42：2020 年国内锂电隔膜企业市占率



资料来源：高工锂电、国信证券经济研究所整理

图 43：国内锂电隔膜龙头市占率持续提升

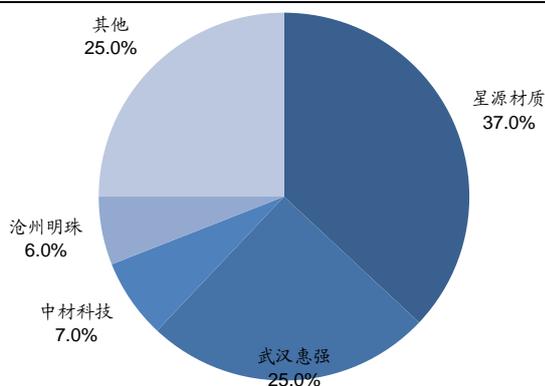


资料来源：高工锂电、国信证券经济研究所整理

湿法隔膜伴随动力电池高能量密度需求快速增长。2017 年开始由于新能源汽车补贴政策的相关规定，国内湿法隔膜需求增加，上海恩捷、苏州捷力和中材中锂等企业加速湿法隔膜扩产，伴随上海恩捷收购行业第二苏州捷力后，湿法隔膜领域已呈现出一超多强的局势，上海恩捷与苏州捷力的市占率之和达到 47%，湿法隔膜 CR5 已达到 90%。

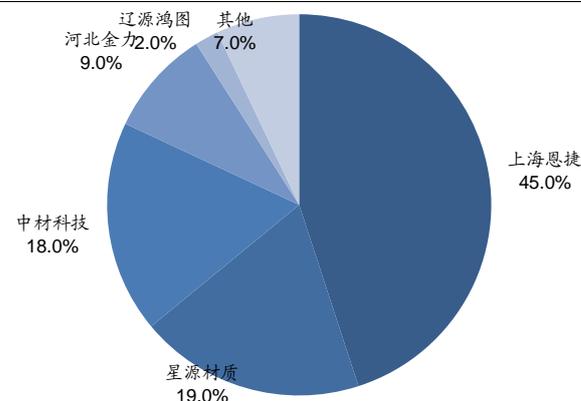
LFP 需求回暖叠加储能需求高增，干法隔膜需求有望提升。早期动力电池装机以使用干法隔膜产品为主，2017 年在新能源补贴政策的影响下，干法隔膜需求逐渐被更适用于提升动力电池能量密度的湿法隔膜所替代，但随着铁锂电池和储能需求爆发，干法隔膜需求有望得到提升。

图 44：2021Q1 国内干法隔膜企业市占率



资料来源：高工锂电、国信证券经济研究所整理

图 45：2020 年国内湿法隔膜企业市占率



资料来源：高工锂电、国信证券经济研究所整理

1) 国内：龙头高订单需求和设备保障下，国内隔膜龙头产能高速扩张

2021年恩捷股份动力类隔膜出货量有望超25亿平，消费类隔膜出货有望超5亿平，相比20年翻倍以上增长，后面几年预计公司每年有望新增15亿平隔膜供给，预计25年公司隔膜产能有望达近100亿平。星源材质20年隔膜产能15亿平，按照规划公司计划25年产能扩至60亿平，其中40亿平涂覆产能。中材科技目前投产产能约10亿平，计划十四五期间扩产至超50亿平。

国内其他主流隔膜企业主要是沧州明珠、中兴新材、武汉惠强、辽源鸿图等企业，这些二三线企业下游客户需求不如一线企业，产能利用率和良品率和一线企业仍有差距，据测算2021年国内其他主流企业有效产能约为18亿平，预计2025年有效产能达到28亿平，平均每年增加有效产能近3亿平。

表 10：恩捷股份隔膜产能规划和预测（亿平）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	规划总产能（亿平）	规划总产线（条）	单线产能（亿平/条）	预计建成时间
上海恩捷	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.0	0.53	2018年底
珠海一期	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	12.0	0.83	2018年底
珠海二期			3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0	0.75	2020年
无锡一期		5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	8.0	0.65	2019年9月
无锡二期		2.6	2.6	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	8.0	0.65	2021年底
江西一期	1.0	4.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	8.0	0.75	2019年底
江西二期				6.0	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	1.00	2022年
苏州捷力			4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	8.0	0.53	20年并表
纽米科技			1.1	1.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	10.0	0.30	20年底收购
海外基地（欧洲&美国）					15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	16.0	0.94	2022年
重庆长寿基地					2.0	10.0	16.0	16.0	16.0	16.0	1.00	2024年
常州金坛项目							8.0	16.0	16.0	16.0	1.00	2026年
东航光电（干法）			1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	0.50	20年收购
江西明扬（干法）							3.0	5.0	5.0	10.0	0.50	2025年
母卷产能合计	14.0	25.0	36.3	45.6	63.8	73.8	90.8	100.8	100.8	132.0	0.76	
有效产能（出货量）	9.8	17.5	25.4	31.9	47.9	61.3	79.0	98.8	100.8	132.0	0.76	

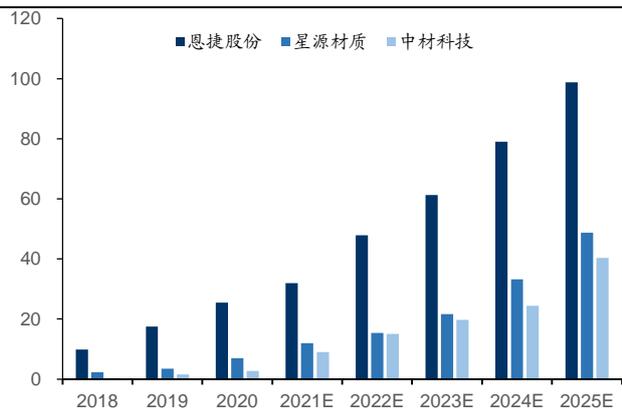
资料来源：恩捷股份公司公告、国信证券经济研究所整理与预测
 注：江西明扬产能仅列出公司权益产能（10万吨，恩捷占比51%）

表 11：星源材质隔膜产能规划和预测（亿平）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	规划总产能（亿平）	规划总产线（条）	单线产能（亿平/条）	预计建成时间
深圳（干法）	2.8	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	8.0	0.44	2019年
深圳（湿法）	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.40	2017年
合肥（湿法）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0	0.60	2018年
常州（湿法）			8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	1.00	2020年
常州（干法）			2.5	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	8.0	0.50	2021年
南通（湿法）					1.0	6.0	15.0	30.0	30.0	30.0	1.00	2025年
瑞典（湿法）						7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	1.00	2023年
湿法合计	1.6	1.6	9.6	9.6	10.6	22.6	31.6	46.6	46.6	48.0	0.97	
干法合计	2.8	3.5	6.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	16.0	0.47	
母卷产能合计	4.4	5.1	15.6	17.1	18.1	30.1	39.1	54.1	54.1	64.0	0.85	
有效产能（出货量）	2.3	3.5	7.0	12.0	15.4	21.7	33.2	48.7	54.1	64.0	0.85	

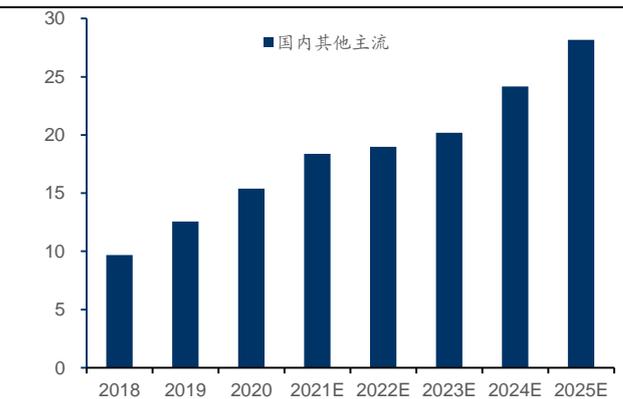
资料来源：星源材质公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

图 46: 国内前三大隔膜企业有效产能预测 (亿平)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 国内其他主流隔膜企业有效产能预测 (亿平)



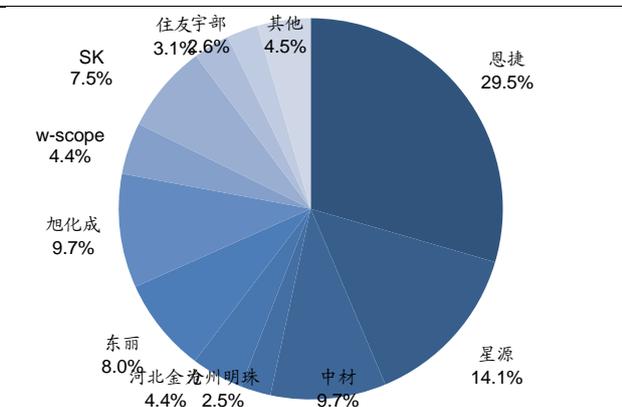
资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 海外: 隔膜企业扩展节奏较为保守, 15 年后产能增速显著落后国内厂商

2015 年之前国内隔膜湿法隔膜占比低, 旭化成、日本东丽和 SKI 占据全球隔膜市场前三, CR3 达到 50%, 随着国内湿法隔膜迅速扩产, 中国企业 2020 年在全球隔膜市占率超一半。我们预计 2021 年海外主流隔膜企业有效产能约为 29 亿平, 预计到 2025 年达到近 50 亿平, 年均增加近 5 亿平。

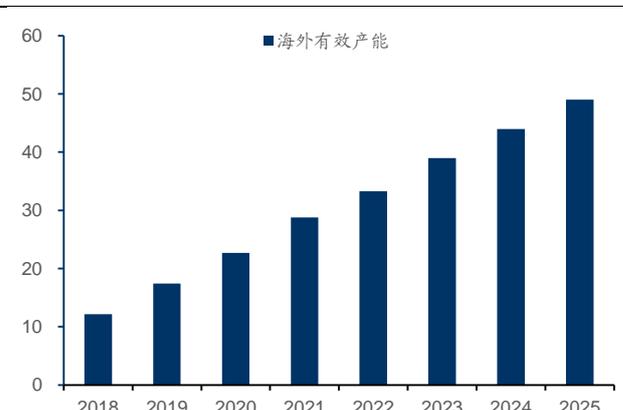
国内一线隔膜厂商扩产加速, 未来将进一步抢占海外市场。国内企业海外市场将持续扩张, 一方面湿法隔膜产能建成到完全投产仍需 1-2 年产能爬坡时间, 海外产能扩张速度较慢, 难以满足下游市场快速增长的需求, 另一方面国内企业成本优势显著, 海外企业竞争力显著下降, 当前恩捷等龙头海外客户认证结束, 20-21 年有望大规模供应海外 LG、三星等大厂。

图 48: 2020 年全球主流隔膜企业产能占比



资料来源: 高工锂电、国信证券经济研究所整理

图 49: 国外主要隔膜企业总产能预测 (亿平)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 全球隔膜供需持续紧平衡: 隔膜设备厂商产能受限锂电隔膜扩产

全球主流隔膜设备供应商有日本制钢所 (供应恩捷股份)、东芝 (供应湖南中锂) 和德国布鲁克纳 (供应星源材质) 等, 设备供应商整体产能有限, 并且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个月的设备调试时间, 隔膜设备的供应情况将很大程度上决定隔膜产线的扩张速度。日本制钢所扩产节奏较为保守, 与恩捷股份的供货合同持续至 2025 年, 每年供应恩捷约 15 条产线, 依然难以满足恩捷扩产需求。星源材质深度绑定布鲁克纳, 锁定隔膜设备产能, 2022 年新产线将到位, 设备具有较强的排他性。

展望未来三年，隔膜供需紧平衡。当前全球主流锂电隔膜企业供给与需求持续紧平衡，按照目前的扩产节奏，在叠加隔膜设备厂商产能有限，我们预计全球隔膜有望维持至少 2-3 年的紧平衡。

表 12: 全球隔膜主流厂商供需测算

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
恩捷股份	9.8	17.5	25.4	31.9	47.9	61.3	79.0	98.8
星源材质	2.3	3.5	7.0	12.0	15.4	21.7	33.2	48.7
中材科技	1.0	1.5	2.7	9.0	15.0	19.7	24.5	40.3
沧州明珠	1.3	1.3	2.0	2.0	2.0	2.7	2.7	2.7
中兴新材	0.7	2.8	2.8	5.6	5.6	5.6	7.0	7.0
海外主流	15.5	22.2	22.7	27.8	30.5	36.0	41.0	46.0
隔膜主流供给 (亿平)	30.6	48.8	62.6	88.3	116.4	146.9	187.4	243.5
全球隔膜需求 (亿平)	37.4	48.1	58.7	84.6	111.1	147.4	193.0	252.8
供需缺口 (亿平)	-6.8	0.7	3.9	3.7	5.4	-0.5	-5.6	-9.3

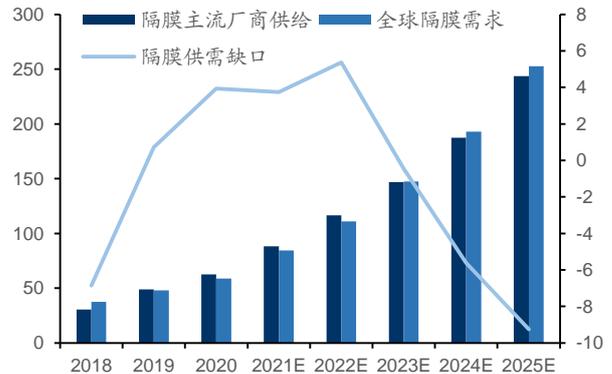
资料来源: 各公司公告、GGII、国信证券经济研究所整理与预测

图 50: 全球隔膜有效产能和供需测算 (亿元)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所预测

图 51: 全球主流隔膜厂有效产能和供需测算 (亿元)



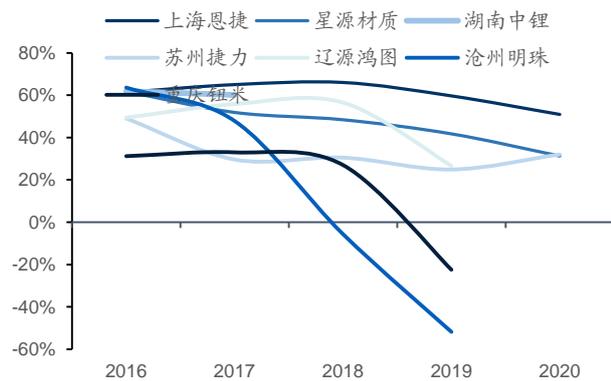
资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所预测

行业洗牌进入尾声价格止跌，涂覆与出口贡献盈利增长

我们判断 21-22 年国内隔膜价格有望保持或上涨。

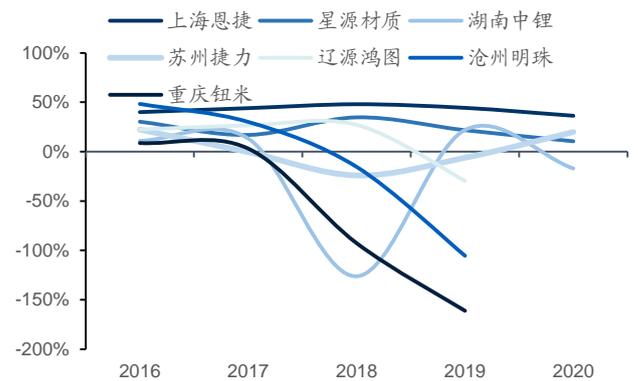
- 国内隔膜价格经过 17-20 年每年 30% 以上的降幅，二三线厂商多处于亏损状态，国内低端产能利用率不到 5 成，落后产能逐渐清出，国内隔膜价格持续大幅下降可能性不大；
- 21-22 年伴随新能源车高增速，国内隔膜供需偏紧，价格有望上涨；
- 隔膜成本构成中原材料占比 40% 左右，21 年开始上游 PP/PE 等原材料价格涨幅较大，成本压力下隔膜售价难以大幅下降。

图 52: 国内主要隔膜厂商毛利率变化



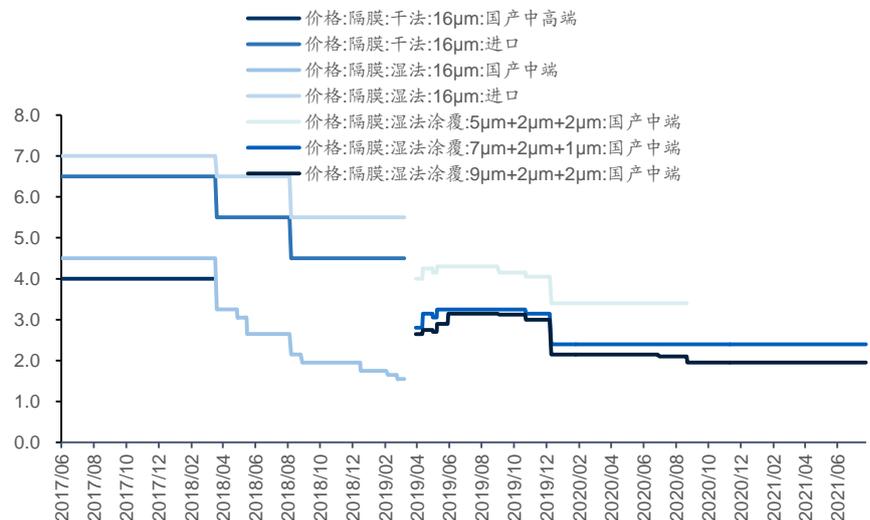
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 53: 国内主要隔膜厂商净利率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 54: 国内锂电隔膜价格变化 (元/平)

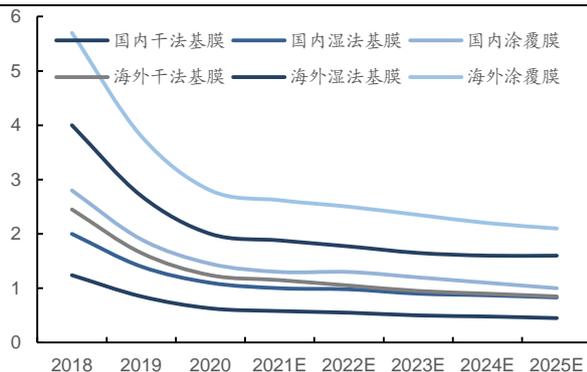


资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

海外隔膜售价远高于国内，龙头海外客户占比提升显著增厚盈利。2020 年国内干法隔膜售价 0.6-0.7 元，海外售价一般在 1.2-1.3 元，湿法涂覆常规产品国内首家 1.4-1.6 元，海外售价在 3-3.5 元左右，显著高于国内，国内龙头隔膜企业通过增加海外客户占比，售价和单平盈利有望显著提升。

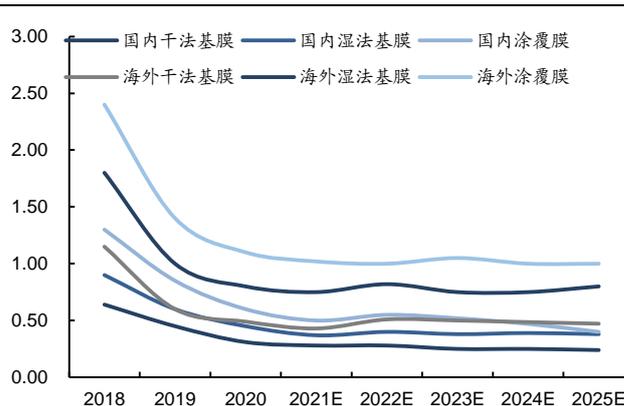
涂覆隔膜技术壁垒高，隔膜涂覆占比提升显著提升盈利。涂覆膜单平毛利高于干法膜与湿法膜，并且涂覆膜在基膜的基础上通过涂覆胶黏剂来提高隔膜的热稳定性，湿法+涂覆产品已成为动力电池客户的主流选择。涂覆隔膜技术壁垒更高，附加值也更高，龙头隔膜企业涂覆占比提升有望提升盈利。

图 55: 星源材质国内与海外隔膜单平售价预测 (元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

图 56: 星源材质国内与海外隔膜单平毛利预测 (元)

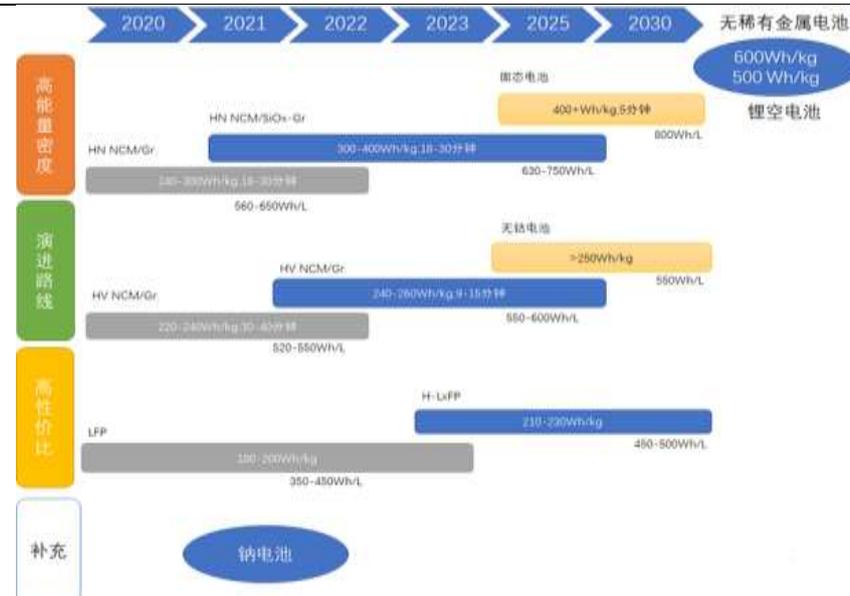


资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

固态电池短期难以产业化，半固态和钠离子电池隔膜仍是刚需。固态电池当前一些问题关键材料问题仍未解决，中间还会经历半固态电池的阶段，目前固态电池仍然处于产品发展的初期，并且还受到成本高企、产业链配套等问题的制约，宁德时代预计将在 2025 年初步导入固态电池产品，距离固态电池规模化投放还为时尚早。预计未来数年的动力电池仍然以液态与半固态为主，半固态电池和钠离子电池中隔膜仍是刚需。

主流隔膜企业未雨绸缪，积极参与半固态产品研发。固态电池虽然短期内不会对行业产生颠覆性影响，但从长期来看仍然会实现电池的去隔膜化。目前主流隔膜企业已开始就固态电池这一新领域进行技术布局。恩捷股份在 2018 年成立前沿技术研究所，针对半固态电池的隔膜技术进行探索，星源材质已与清华大学开展半固态电池产品的相关技术合作。

图 57: 中国动力电池技术路线



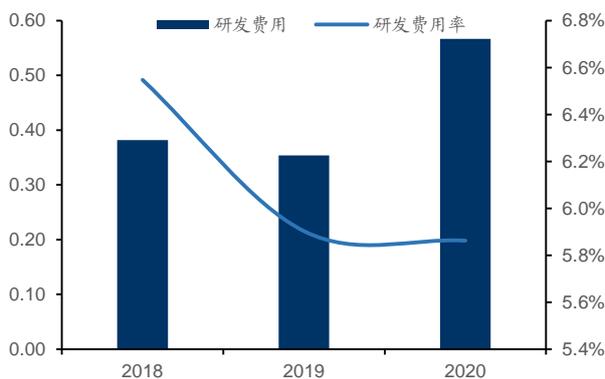
资料来源: 高工锂电、宁德时代、国信证券经济研究所预测

探寻星源材质盈利提升的确定与不确定性

研发积淀实力雄厚，高安全轻量化涂覆技术大有可为

研发团队不断扩张，实现全球研发布局。星源材质是国内拥有隔膜制备专利技术最多的锂电池隔膜企业。截止至 2020 年底，公司共申请专利 302 件，并且已取得授权专利 143 件。公司的研发人员从 2014 年的 77 人增长至 2020 年的 439 人，研发人员占比从 15.98% 增长至 26.08%。公司已与国内多家高校建立研究合作关系，并在德国和日本设立研究院，实现隔膜产品的全球研发布局。

图 58: 公司研发费用和费用率 (亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 公司研发人员和占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司产品类型丰富，全方位覆盖下游市场。星源材质目前的产品主要分为三大类，即干法隔膜、湿法隔膜和涂覆隔膜，是国内首家同时拥有干法、湿法涂覆制造技术的企业。公司是我国最早从事锂电电子电池隔膜技术研发与制造的企业之一，在干法领域是国内首家打破国外技术垄断的企业，干法隔膜产品拥有多种产品类型，根部不同的孔隙率以及孔径大小，广泛应用于电动汽车、电动工具、储能设备以及 3C 电子产品。

湿法隔膜由于受到政策的青睐，是高能量密度动力电池的主流选择，公司在湿法领域加速追赶，目前已完成多代产品升级迭代，湿法产能也在积极扩建中。涂覆技术可以改善基膜的热稳定性和高温收缩率，公司目前的涂覆隔膜共有陶瓷涂覆隔膜、树脂涂覆隔膜、水性 PVDF 涂覆隔膜及纳米树脂涂覆隔膜四种类型的产品，涂覆隔膜可应用于各类动力电池。

表 13: 星源材质产品类型

类型	当前产品类型	应用范围
干法单向拉伸隔膜	双层隔膜 21 μm / 25 μm / 32 μm	根据不同孔隙率、孔径大小的特点，应用于电动汽车、电动工具、储能设备、3C 电子产品类
	单层隔膜 16 μm / 20 μm	
	高韧性隔膜 14 μm / 16 μm / 18 μm / 20 μm	
湿法双向拉伸隔膜	一代湿法隔膜 16 μm / 20 μm	高性能锂离子电池
	二代湿法隔膜 12 μm / 16 μm / 20 μm	
	三代湿法隔膜 9 μm / 12 μm / 20 μm	
涂覆隔膜	陶瓷涂覆隔膜	应用于电动汽车、电动自行车、电动工具、储能电源等各类锂离子电池；
	树脂涂覆隔膜	
	水性 PVDF 涂覆隔膜	
	纳米树脂涂覆隔膜	

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司超级涂覆工厂技术优势显著，在隔膜高安全、轻量化和低成本方面加大布局，当前公司拥有陶瓷涂覆、聚苯涂覆和功能性涂覆等技术和产品。

- 氧化铝涂覆：同时实现了低水分、高耐热、安全性合为一体的功效，另外公司在 PEG 涂层和陶瓷涂层中进行特殊处理，增强隔膜耐热性能；
- 纳米绝缘涂层：公司拥有完善的专利布局，涂层厚度可做到 0.3 微米，耐热 190 度以上，产品已经实现量产；
- 聚合物涂覆：水性聚合物涂覆公司可以做到很薄的厚度，油性聚合物涂覆可以大幅提高电解液传导效率。

图 60：星源材质公司隔膜涂覆技术布局方向

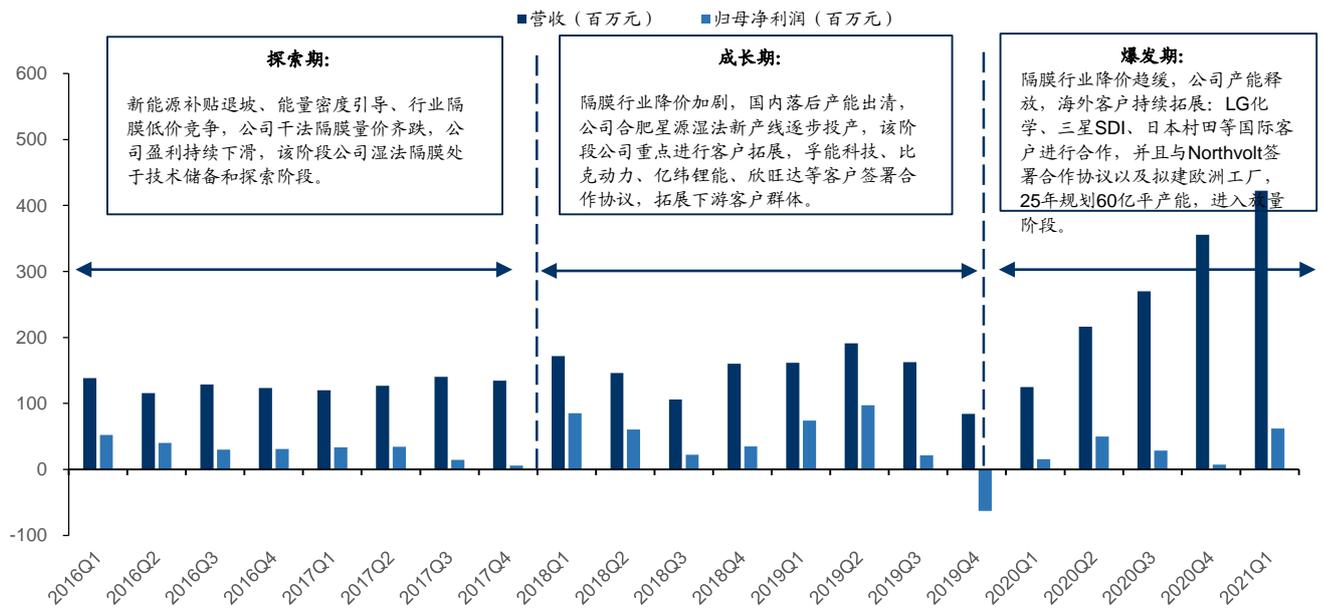


资料来源：公司业绩公开说明会、国信证券经济研究所整理

蛰伏期已然过去，大幅扩产迎接华丽蜕变

星源材质自上市以来，经历了政策变化、产品价格下跌、客户及产品结构调整等诸多影响公司业绩的事件，回顾公司逐季度业绩公司可以分为三个阶段，影响因素主要集中在：政策影响下隔膜从干法到湿法切换、隔膜大幅降价、公司新产能投放等，当前隔膜降价趋稳，公司国内外大客户认证通过，湿法产线调试也趋于正常，不利因素逐步消散，公司业绩有望迎来爆发。

图 61：星源材质季度营业收入及净利润（万元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第一阶段（2016-2017年）：政策导致干法隔膜需求下滑，量价齐跌下公司盈利下滑。2016年新能源补贴退坡，但退坡力度温和，未对公司业绩造成很大影响，但2017年开始新能源补贴门槛提高，政策更青睐能量密度较高的动力电池，倒是公司干法隔膜需求有所下滑，而公司此时还处于湿法隔膜探索期，2017年公司的湿法隔膜产能仅有深圳基地的0.4亿平，需求变动影响公司动力电池隔膜出货。2017年行业新增产能集中释放，隔膜领域出现供给过剩，2017Q1隔膜价格发生行业性整体下跌，龙头隔膜企业凭借规模效应主导隔膜降价潮，导致公司隔膜产品价格承压，公司2017H2公司净利润显著减少。

第二阶段（2018-2019年）：行业持续降价应该盈利，公司逐步进行客户布局。2018年LFP电池装机占比震荡走低，隔膜价格继续下跌，加速行业出清，隔膜领域集中度快速上升，2018Q1合肥星源1.2亿平湿法产能开始释放，优先供应国轩高科，为公司贡献大量营收，同时公司开始建设常州基地以及苏州超级涂覆工厂，加速产能扩建。2019H1公司分别于孚能科技、比克动力、亿纬锂能、欣旺达等客户签署合作协议，拓展下游客户群体，2019Q4亏损是由于LG订单下降并且常州基地转固，设备调试等增加成本，公司受大客户需求影响较大。

第三阶段（2020年及之后）：隔膜降价趋缓，新产能和客户放量，进入高速增长期。2020年常州基地3.6亿平产能建设完成并实现批量供货，江苏超级涂覆工厂进展顺利开始供货，随着公司湿法隔膜起量，2020年季度营收节节增长，随着同时公司也积极拓展海外客户，分别于LG化学、三星SDI、日本村

田等国际客户进行合作，并且与 Northvolt 签署合作协议以及拟建欧洲工厂，随着公司客户结构以及产品结构的调整，公司营收快速提升。2021Q1 年公司公告第五代新产线预计将于 2022 年投入使用，单线产能翻倍，产能效率提升，构筑生产成本优势，公司规划 2022 年底拥有 30 亿平产能，2025 年拥有 60 亿平产能，全球市占率达到 30%，未来几年有望保持爆发式增长。

公司海内外同步扩产，涂覆放量改善经营业绩。星源材质目前在国内除了深圳总部外，还有合肥星源、常州星源、江苏星源三大生产基地。深圳总部主要生产干法隔膜，合肥星源为公司与合肥国轩共同设立的生产基地，目前共有 1.2 亿平湿法产能与 0.8 亿平涂覆产能，常州星源有 8 亿平湿法产能，是公司目前最大的湿法隔膜生产基地，2020 年公司主要的营收增量来自于常州基地的产能释放，目前处于满产状，江苏星源拥有超级涂覆工厂，涂覆年产能达 10 亿平。

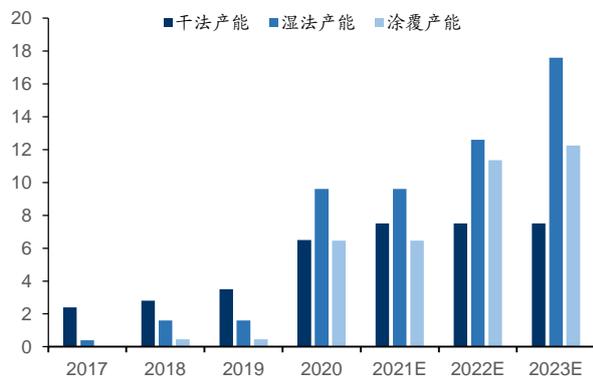
表 14: 星源材质产能布局

生产基地	产能规划	备注
深圳星源	2.5 亿平干法+0.5 亿平湿法+0.7 亿平涂覆	深圳基地为公司总部
合肥星源	1.2 亿平湿法+0.8 亿平涂覆	与合肥国轩共同设立，配套国轩高科
常州星源	8 亿平湿法	公司目前主要湿法工厂
江苏星源	3.5 亿平干法+10 亿平涂覆	超级涂覆工厂
南通星源	湿法+涂覆共 30 亿平	预计于 2021 年 9 月底前开工
瑞典星源	7 亿湿法+4.2 亿涂覆	一期建设 0.9 亿平涂覆产能，预计 2022 年完成建设，配套 Northvolt。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

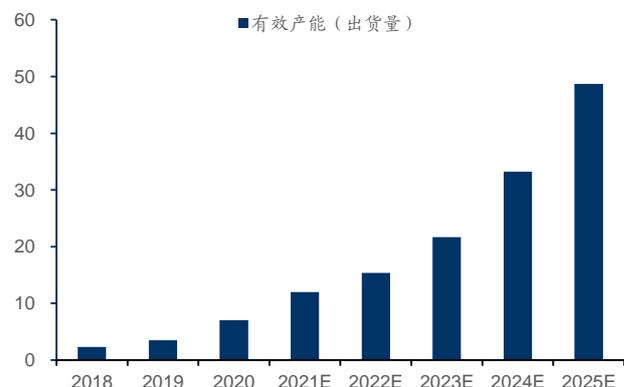
公司产能建设宏大，湿法与涂覆放量可期。2020 年 5 月发布公告投资 100 亿元计划分三期建设南通基地共 30 亿平的湿法与涂覆产能；为满足 Northvolt 隔膜需求，公司计划建设拥有 7 亿湿法产能与 4.3 亿涂覆产能的瑞典基地，其中一期 0.9 亿平涂覆产能的建设工作预计于 2022 年完成。公司目标 2025 年全球隔膜市占率达到 30%，随着公司湿法放量以及涂覆占比的提升，公司业绩有望迎来爆发期。

图 62: 公司产能扩张预测 (亿平)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

图 63: 公司隔膜出货量 (有效产能) 预测 (亿平)

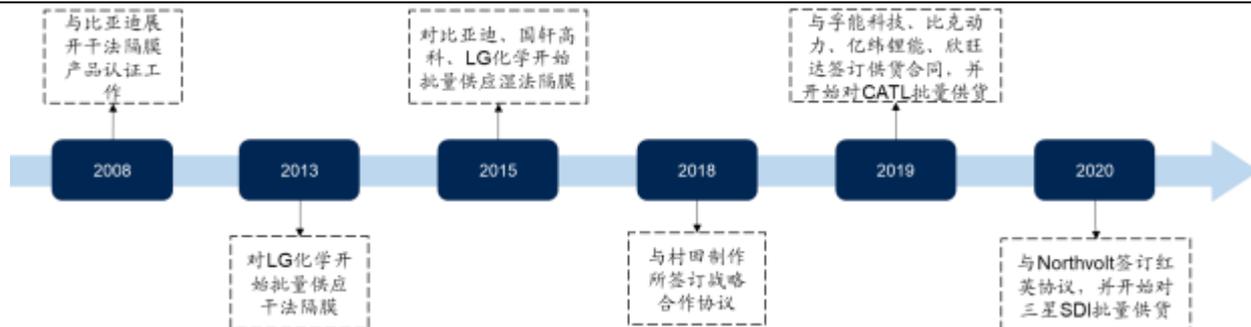


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

配套全球优质客户，海外市场成为核心驱动力

星源材质目前已切入全球主流动力电池企业，保障公司产能消化。国内客户方面，公司常州基地在达产后开始批量供应宁德时代，比亚迪刀片电池的隔膜产品是由公司独供，合肥国轩与公司设立合肥星源，保障国轩高科的隔膜供给。在海外，公司与 LG 化学已有长期的合作关系，LG 化学授予了公司全套涂覆技术专利，也是长期以来公司最大的客户；公司已公告与 Northvolt 签订供货合同，并在瑞典配套建立湿法涂覆工厂，欧洲电动车市场的高速发展将带动公司隔膜产品放量。

图 64：星源材质客户发展历程

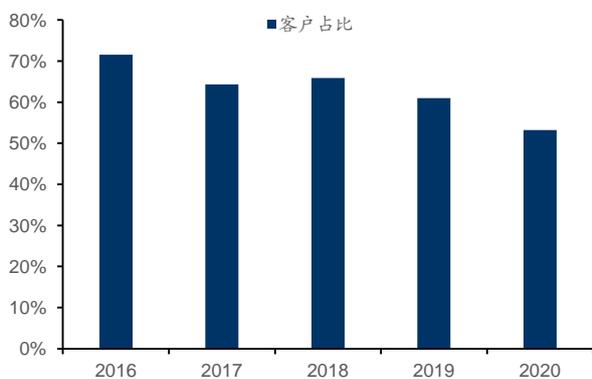


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司客户逐渐丰富，客户集中度有所降低。公司上市以来，LG 化学一直是公司最大的客户，而近年来公司不断优化客户结构，积极拓展海内外客户资源，前五大客户的占比从 2016 年的 71.57% 下降至 2020 年的 53.23%，LG 化学的占比也从 2018 年 43.60% 的峰值下降到 2020 年的 16.75%，客户结构的分散化有利于减轻公司对主要客户的依赖，降低由主要客户订单变动而造成的业绩负面影响。

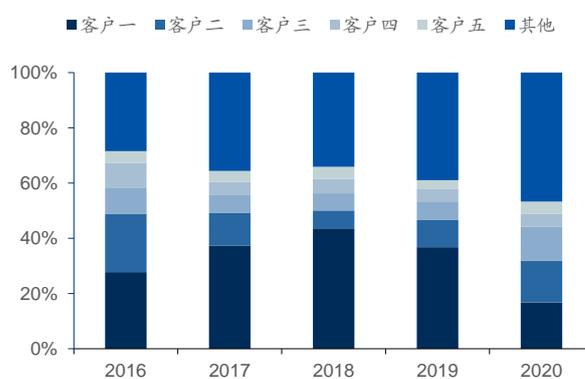
公司积极海外客户业务，海外市场潜力巨大。公司与 Northvolt 签订价值不超过 33.4 亿人民币的供货合同，主供湿法与涂覆隔膜，对于星源的国际化发展有重大的推动作用。除此之外，公司常年向 LG 供应干法隔膜，供应 SK 千万平米级别的隔膜产品，目前也在给村田持续供货。全球化布局不仅能让公司搭上国内新能源行业发展的顺风车，也能享受海外电动车市场发展的红利。

图 65：公司历年前五大客户占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 66：公司历年客户结构占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

探讨盈利提升的确定性：产品与客户结构优化

公司单平盈利改善的确定性体现在以下几个方面：

- 1) 隔膜尾部企业出局，2-3 年行业难以过剩，隔膜价格止跌；
- 2) 规模效应和新产线降低生产成本；
- 3) 海外客户占比提升，出口隔膜售价高；
- 4) 涂覆隔膜占比提高，产品结构优化增厚利润。

1) 隔膜尾部企业出局，供需趋近产品价格止跌

尾部企业被淘汰，行业龙头效应显著。湿法隔膜领域近年的竞争格局经历巨大变化，星源材质湿法产能开始释放，尾部企业生存空间遭受挤压导致部分企业被淘汰，湿法领域集中度得到提高，CR3 从 2019 年的 67% 提升至 2020 年的 82%，头部企业享有成本和客户等优势，龙头效应显著，进一步加快尾部企业出局。

表 15: 国内隔膜企业格局变化

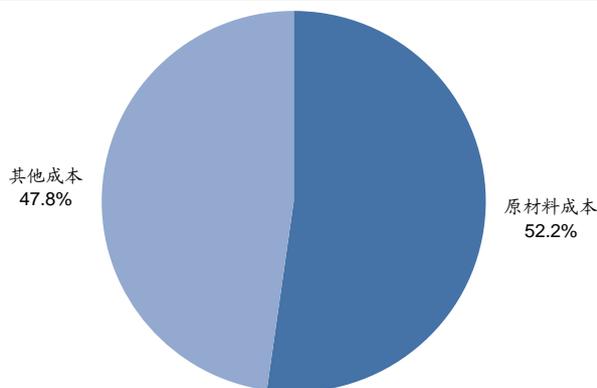
事项	企业	时间	公告
头部企业扩产	恩捷股份	2021 年 1 月	拟投资 20 亿元建设年产 10 亿平米干法隔膜项目
		2021 年 3 月	拟投资 58 亿元建设 16 条高性能锂离子生产线及 39 条涂布线项目
	星源材质	2021 年 3 月	拟采购 8 条双向拉伸微孔电池隔膜生产线设备
		2021 年 5 月	并投资 100 亿元建设年产 30 亿平米湿法与涂覆隔膜的南通基地
尾部企业淘汰	中材科技	2021 年 4 月	对南京锂膜增资 10 亿元建设年产 10.3 亿平方米锂电池隔膜生产线项目
	金冠股份	2020 年 9 月	拟转让全资子公司辽源鸿图 85% 股权及湖州金冠 85% 股权
	双杰电器	2021 年 1 月	公司 2020 年隔膜业务处于停产状态
	航天彩虹	2021 年 2 月	转让锂电池隔膜相关生产线
	南方汇通	2020 年 10 月	已暂停锂电池隔膜相关工作

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 5 代线大幅提升效率和良品率，降低生产成本

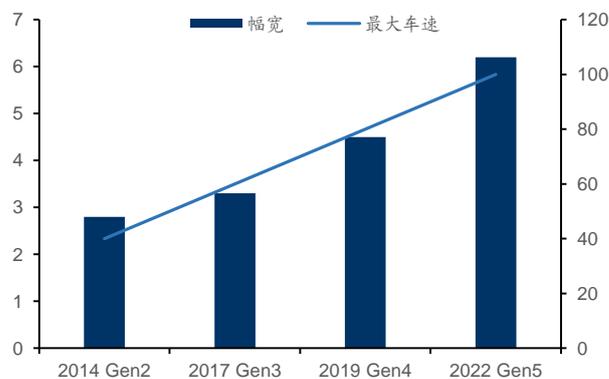
成本端原材料国产替代，新产线效率提升降低成本。公司 2020 年隔膜产品的原材料成本占比 52%，隔膜使用的高密度或者超高密度聚乙烯主要依赖进口，当前国内产品品质提升，国产替代下 PE 国产成本有超过 20% 的降幅。设备方面公司将于 2022 年开始投放第 5 代新产线，产线产能主要由幅宽和车速所决定，新产线幅宽 6.2 米，最大车速 100 米/分钟，最大单线产能 2 亿平，较第四代产线效率提升 50%，良率可维持，成本大约可下降 30%-35%。

图 67: 2020 年公司原材料成本占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 68: 产线效率不断提升 (米, 米/分钟)

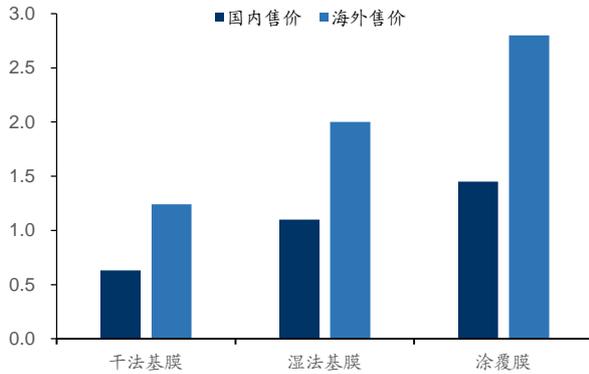


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

3) 售价端客户结构优化提高单平盈利

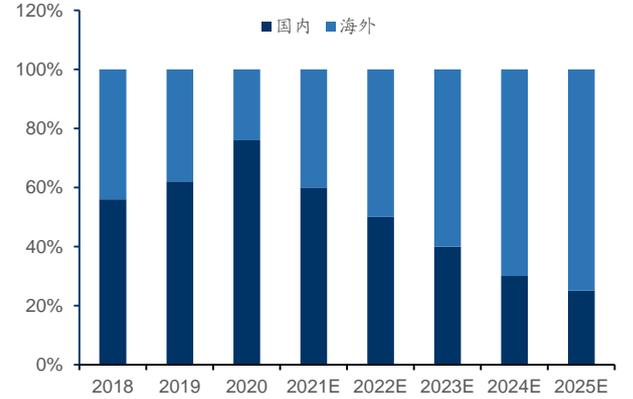
海外隔膜产品平均价格高于国内同类产品，一方面因为国内近三年隔膜价格降幅过大，另一方面因为海外隔膜企业本来售价就高，海外电池企业对隔膜售价敏感性不高，导致国内外隔膜持续保持近一倍价差。伴随公司海外客户持续放量，公司隔膜售价和盈利有望持续上行。

图 69: 2020 年公司国内外隔膜产品售价预测 (元/平)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

图 70: 公司国内外客户结构预测



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

我们按照公司历史业绩和客户结构，我们对公司隔膜产品按照国内/海外、干法基膜/湿法基膜/涂覆膜进行了拆分，我们预计公司 21 年国内干法隔膜/湿法基膜和湿法涂覆膜单平毛利为 0.28/0.37/0.50 元，公司海外干法基膜/湿法基膜和涂覆膜单平毛利为 0.43/0.75/1.02 元。

表 16: 星源材质公司隔膜单平毛利拆分 (元/平)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内产品								
干法基膜	0.64	0.45	0.31	0.28	0.28	0.25	0.25	0.24
湿法基膜	0.90	0.60	0.45	0.37	0.40	0.38	0.39	0.38
涂覆膜	1.30	0.85	0.60	0.50	0.55	0.52	0.47	0.40
出口产品								
干法基膜	1.15	0.60	0.49	0.43	0.51	0.50	0.49	0.47
湿法基膜	1.80	1.00	0.80	0.75	0.82	0.75	0.75	0.80
涂覆膜	2.40	1.40	1.10	1.02	1.00	1.05	1.00	1.00

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

我们参照公司客户结构变化，进行了公司出口占比对公司隔膜盈利的敏感性分析。1) 假设一：固定公司涂覆占比为 50%，干法和湿法隔膜占比为 3:7，测算出公司出口产品占比从 20%升至 80%时，公司隔膜单平毛利有望从 0.5 元升至 0.75 元；2) 假设二：固定公司涂覆占比为 70%，干法和湿法隔膜占比为 3:7，测算出公司出口产品占比从 20%升至 80%时，公司隔膜单平毛利有望从 0.54 元升至 0.8 元；

表 17: 涂覆比例 50%下公司海外客户占比对隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)

海外客户占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
0%	1.06	0.70	0.50	0.42	0.46	0.43	0.41	0.37
20%	1.25	0.79	0.58	0.50	0.54	0.52	0.49	0.47
40%	1.44	0.88	0.66	0.59	0.62	0.60	0.58	0.56
60%	1.63	0.97	0.74	0.67	0.70	0.69	0.66	0.66
80%	1.81	1.05	0.82	0.75	0.78	0.78	0.75	0.75
100%	2.00	1.14	0.90	0.84	0.86	0.86	0.84	0.85

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

表 18: 涂覆比例 70%下公司海外客户占比对隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)

出口占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
0%	1.16	0.76	0.54	0.45	0.49	0.47	0.43	0.38
20%	1.36	0.86	0.63	0.54	0.58	0.56	0.53	0.49
40%	1.56	0.95	0.72	0.64	0.66	0.65	0.62	0.59
60%	1.76	1.05	0.81	0.73	0.75	0.75	0.71	0.70
80%	1.96	1.15	0.89	0.82	0.83	0.84	0.81	0.80
100%	2.16	1.24	0.98	0.91	0.92	0.94	0.90	0.91

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

4) 涂覆隔膜占比提高, 产品结构优化增厚利润

涂覆比例提升优化产品结构, 提高公司盈利能力。涂覆隔膜技术要求高, 对应售价和盈利也较高, 2020 年公司隔膜涂覆占比约为 20-30%, 根据公司产能规划, 2025 年公司涂覆比例有望达到 70%, 显著增厚公司隔膜盈利。

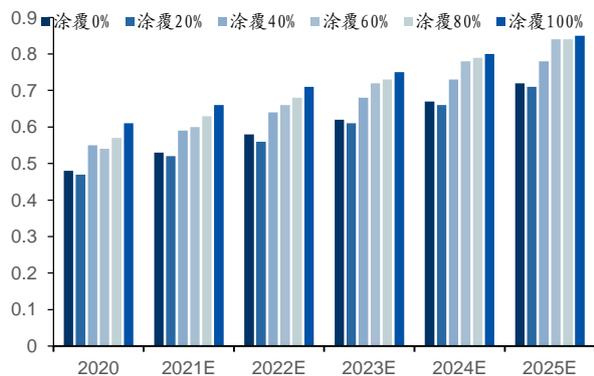
我们分别取公司 21-25 年海外客户占比为 40%/50%/60%/70%/75%, 固定公司干法和湿法隔膜占比为 3:7, 对公司涂覆占比对隔膜毛利的影响进行敏感性分析, 得到伴随公司涂覆占比从 40%升至 80%的过程中, 公司隔膜毛利有望从 0.56 元/平升至 0.8 元/平。

表 19: 公司隔膜涂覆占比变化对公司隔膜毛利的敏感性分析 (元/平)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
海外客户占比	44%	38%	24%	40%	50%	60%	70%	75%
涂覆占比								
0%	1.17	0.68	0.48	0.47	0.55	0.54	0.57	0.61
20%	1.29	0.75	0.53	0.52	0.59	0.60	0.63	0.66
40%	1.41	0.83	0.58	0.56	0.64	0.66	0.68	0.71
60%	1.54	0.91	0.62	0.61	0.68	0.72	0.73	0.75
80%	1.66	0.98	0.67	0.66	0.73	0.78	0.79	0.80
100%	1.78	1.06	0.72	0.71	0.78	0.84	0.84	0.85

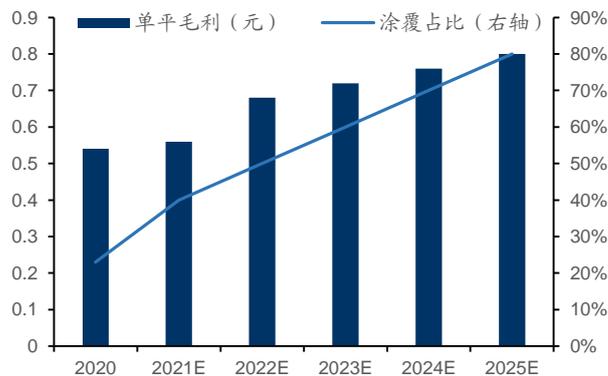
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

图 71: 不同涂覆比例下公司隔膜毛利测算 (元/平)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

图 72: 公司涂覆比例与隔膜毛利关系测算 (元/平)



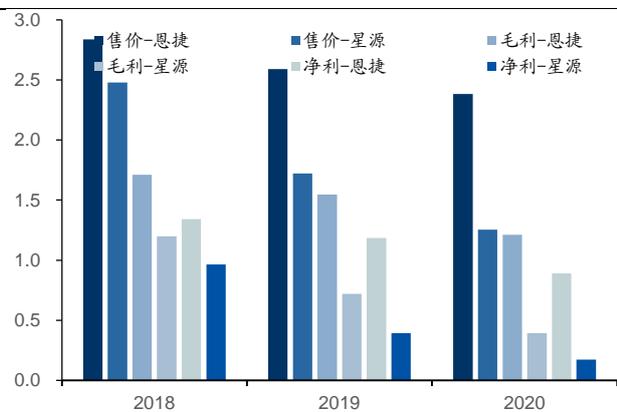
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

对标龙头：公司售价逐渐提升，盈利差距持续缩小

分拆隔膜企业盈利可以得到产品结构、产能规模和单线产能对隔膜盈利影响最大。1) 售价端：涂覆隔膜售价显著高于基膜，海外出口隔膜售价显著高于国内；2) 成本结构：原材料占比 40-50%（PP/PE 进口替代降本）、设备折旧占比 25%（提高单线产能和良品率降本）、能源成本占比 20%（优化产线原料回收降本）、人工成本占比 10-15%（规模优势降本）。

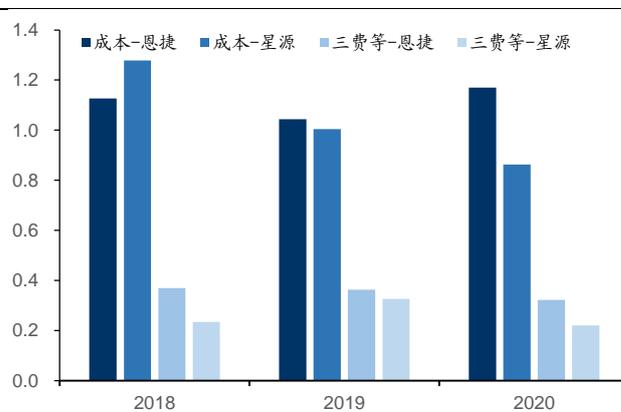
对比星源材质与龙头恩捷股份 18-20 年经营数据可以看出，单平售价端差距最大，20 年恩捷隔膜均价比星源高 1.13 元，单平毛利比星源高 0.82 元，三费率比星源低 4pct，单平三费等其他费用比星源高 0.1 元，单平净利润比星源高 0.72 元。售价端差距主要是星源产品结构中涂覆和出口占比显著低于恩捷，三费等差距主要是规模和管理因素导致。

图 73：恩捷和星源隔膜盈利对比（元/平）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所预测

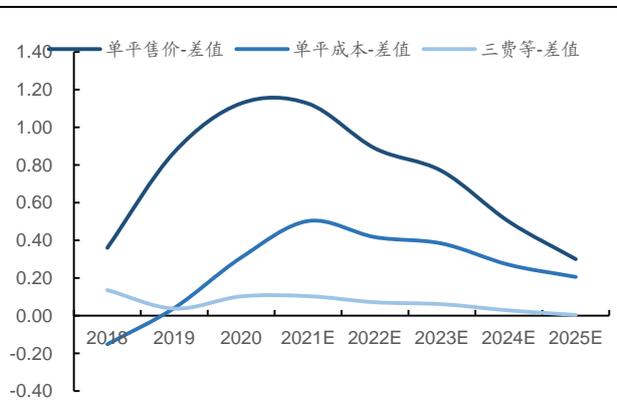
图 74：恩捷与星源隔膜成本对比（元/平）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所预测

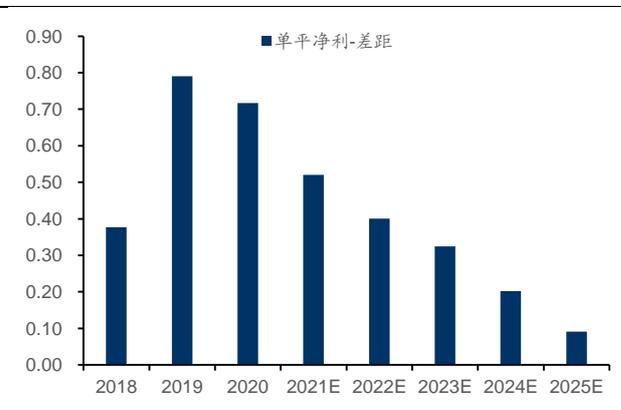
当前星源常州新建的湿法 8 条线，在单线产能、良品率和产品质量上都有显著提升，与恩捷差距逐步缩小，伴随着公司湿法隔膜占比提升、涂覆占比提升和海外客户占比提升，我们预计公司与隔膜龙头恩捷在盈利能力上的差距有望缩小。假设星源材质 2025 年海外客户占比提升至 70%，涂覆隔膜占比提升至 70%，测算公司隔膜单平售价有望从 1.25 元升至 1.63 元，单平净利润有望从 0.17 元升至 0.55 元，隔膜单平盈利与恩捷差距有望持续缩小。

图 75：恩捷与星源隔膜售价和成本差异测算（元/平）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所预测

图 76：恩捷与星源单平净利润差距测算（元/平）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测

假设前提

公司主营业务拆分

销量：公司主营产品为锂电隔膜，我们拆分为干法基膜、湿法基膜和涂覆膜三种进行测算。根据公司扩产计划和 25 年销量目标，我们预计公司 21-23 年隔膜总销量为 11/15/21 亿平，其中涂覆膜占比在 23 年达到 60%，预计 21 年公司干法基膜/湿法基膜/涂覆膜销量分别为：2.74/3.86/4.40 亿平。

售价：隔膜行业我们假设 21 年价格保持不变，22-23 年由于隔膜供需偏紧，每年降幅在 5%-10%，公司隔膜产品售价与隔膜种类和海外客户占比紧密联系，我们假设公司涂覆膜占比 23 年达到 60%，23 年海外出口占比 60%，测算得到公司 21-23 年隔膜销售均价分别为 1.41/1.50/1.58 元/平。

毛利率：我们假设公司隔膜成本 21 年降幅为 3-6%，22-23 年国内隔膜成本降幅为 6-10%，出口隔膜成本降幅为 10-20%，对应得到公司 21-23 年隔膜销售毛利率为 39.2%/42.9%/45.0%。

合计：最后得到公司 21-23 年综合营收增速为 91%/42%/42%，综合毛利率为 40.7%/44.1%/46.0%。

按照假设前提，我们预测
 公司 21-23 年归母净利润
 3.71/5.79/8.81 亿元，每股
 收益 0.50/5.79/8.81 元

表 20：公司各主要业务营收及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
隔膜合计						
营收（百万元）	570	596	878	1548	2246	3314
YOY		4.6%	47.4%	76.2%	45.1%	47.5%
产能（亿平）	4.40	5.10	16.10	17.10	20.10	32.10
总销量（亿平）	2.30	3.46	7.00	11.00	15.00	21.00
销量增速（%）		50.4%	102.3%	57.1%	36.4%	40.0%
售价（元/平）	2.48	1.72	1.25	1.41	1.50	1.58
成本（元/平）	1.28	1.00	0.86	0.86	0.86	0.87
毛利（元/平）	1.20	0.72	0.39	0.55	0.64	0.71
总成本（百万元）	294	347	604	941	1283	1822
毛利率	48.39%	41.73%	31.28%	39.2%	42.9%	45.0%
其他业务						
营收（百万元）	13.6	3.7	88.1	123	173	242
YOY		-72.6%	2269.4%	40.0%	40.0%	40.0%
总成本（百万元）	8	2	28	49	69	97
毛利率（%）	41.2%	55.6%	68.1%	60.0%	60.0%	60.0%
合计						
营收（百万元）	583	600	967	1671	2419	3555
YOY		2.8%	61.2%	72.9%	44.7%	47.0%
成本（百万元）	302	349	632	991	1353	1919
毛利率	48.3%	41.8%	34.6%	40.7%	44.1%	46.0%
营业成本/营业收入	51.7%	58.2%	65.4%	59.3%	55.9%	54.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

根据以上的假设条件，我们对公司未来 3 年的盈利情况做出了假设，

表 21：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	967	1671	2419	3555
营业成本	632	991	1353	1919
销售费用	20	27	36	46
管理费用	134	203	249	357
财务费用	23	80	150	222
营业利润	101	383	636	1005
利润总额	139	453	706	1075
归属于母公司净利润	121	371	579	881
EPS	0.27	0.50	0.79	1.20
ROE	4%	12%	16%	22%

资料来源：国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，预计公司 21-23 年归母净利润 3.7/5.8/8.8 亿元，同比增速 207/56/52%，当前股价对应 PE 分别为 95/61/40 倍，我们给予公司合理价格区间 50-55 元，股价有 5%-15% 的溢价空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

公司的合理估值在 50-55 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采用 FCFF 绝对估值方法计算得到公司的合理估值在 49.6-58.6 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来。特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资金成本 WACC 的计算、永续增长率的假定等参数的选定都加入了很多个人的判断：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资金成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 2.8%、股票风险溢价 4.8% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处的储能行业未来下游应用领域较多，市场前景巨大，但不排除未来技术进步，锂电技术被其他新型储能技术替代，带来行业的需求增长停滞甚至萎缩，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险。

相对估值法得到公司在 2022 年合理的 PE 在 65-70 倍之间，目标价格在 51.4-55.3 元之间，并且最终给的公司合理价格为 50-55 元之间，相对估值仍存在以下风险：选取的可比公司在产业链所处环节不同，各环节市场竞争格局有一定差距，存在可比公司平均估值可比性不高的风险。

盈利预测的风险

- 1、电动车销量以及锂电材料需求不达预期；
- 2、公司产能扩张不达预期；
- 3、公司成本下降速度不达预期，单平盈利上升不及预期；
- 4、未来新型储能技术的发展可能改变锂电产业的前景。

经营风险

公司整合新收购企业实际运行可能受到企业文化、人员情况、未发现的历史遗留问题、产线改造风险等存在业绩不达预期的风险；

政策风险和市场风险

- 1、公司所在行业依赖各国政府对新能源车政策的引导，美国和海外其他国家可能存在后续政策刺激乏力导致行业需求不及预期的风险；
- 2、未来存在贸易摩擦、出口政策等可能对公司海外拓展产生影响，进而导致公司经营上存在不确定的风险。

其它风险

新冠肺炎疫情海外再次爆发，导致全球下游需求和进出口受到较大影响的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	436	450	450	450	营业收入	967	1671	2419	3555
应收款项	635	916	1193	1753	营业成本	632	991	1353	1919
存货净额	190	227	287	420	营业税金及附加	10	17	24	36
其他流动资产	448	501	726	1067	销售费用	20	27	36	46
流动资产合计	1711	2094	2655	3690	管理费用	134	203	249	357
固定资产	3714	5241	7687	9458	财务费用	23	80	150	222
无形资产及其他	191	172	153	134	投资收益	(2)	0	0	0
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	12	10	10	10
长期股权投资	71	101	131	161	其他收入	(58)	19	19	19
资产总计	5721	7643	10660	13477	营业利润	101	383	636	1005
短期借款及交易性金融负债	1115	2713	5064	6810	营业外净收支	39	70	70	70
应付款项	656	700	955	1399	利润总额	139	453	706	1075
其他流动负债	91	127	171	249	所得税费用	38	82	127	193
流动负债合计	1862	3540	6190	8458	少数股东损益	(20)	0	0	0
长期借款及应付债券	480	480	480	480	归属于母公司净利润	121	371	579	881
其他长期负债	440	460	480	500					
长期负债合计	920	940	960	980	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2782	4480	7150	9438	净利润	121	371	579	881
少数股东权益	(13)	(13)	(13)	(13)	资产减值准备	10	114	59	61
股东权益	2952	3175	3522	4051	折旧摊销	202	388	524	697
负债和股东权益总计	5721	7643	10660	13477	公允价值变动损失	(12)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	23	80	150	222
关键财务与估值指标					营运资本变动	171	(157)	(182)	(431)
每股收益	0.27	0.50	0.79	1.20	其它	(9)	(114)	(59)	(61)
每股红利	0.28	0.20	0.31	0.48	经营活动现金流	484	593	910	1137
每股净资产	6.58	4.32	4.79	5.51	资本开支	(683)	(2000)	(3000)	(2500)
ROIC	3%	7%	8%	10%	其它投资现金流	225	2	0	0
ROE	4%	12%	16%	22%	投资活动现金流	(517)	(2028)	(3030)	(2530)
毛利率	35%	41%	44%	46%	权益性融资	52	0	0	0
EBIT Margin	12%	27%	32%	34%	负债净变化	(169)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	49%	53%	53%	支付股利、利息	(126)	(149)	(231)	(353)
收入增长	61%	73%	45%	47%	其它融资现金流	525	1598	2351	1745
净利润增长率	-11%	207%	56%	52%	融资活动现金流	(13)	1449	2120	1393
资产负债率	48%	58%	67%	70%	现金净变动	(47)	14	0	0
息率	0.6%	0.7%	1.1%	1.6%	货币资金的期初余额	483	436	450	450
P/E	177.0	94.7	60.8	39.9	货币资金的期末余额	436	450	450	450
P/B	7.3	11.08	10.0	8.7	企业自由现金流	(227)	(1397)	(2022)	(1236)
EV/EBITDA	76.5	48.2	33.0	23.5	权益自由现金流	129	135	206	327

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行為。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032