

恩捷股份(002812)

报告日期: 2021年10月31日

隔膜龙头量利双升, 卓越于新领航未来

——恩捷股份深度报告

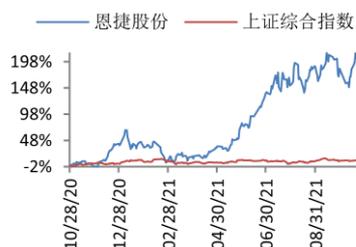
✍ : 邓伟 执业证书编号: S1230520110002
☎ : 021-80108036
✉ : dengwei@stocke.com.cn

评级 **买入**

上次评级 首次评级
当前价格 ¥291.74

单季度业绩 **元/股**

3Q/2021	0.83
2Q/2021	0.73
1Q/2021	0.51
4Q/2020	0.56



报告导读

全球隔膜龙头量利双升, 前瞻布局铝塑膜业务, 即将迎来第二增长曲线, 首次覆盖, 给予买入评级。

投资要点

量升: 碳中和加速隔膜需求释放, 扩产激进市占率持续提升

出货增长超预期。量增来自行业β与公司α共振。1) 行业β: 碳中和背景下锂电需求增速持续超预期, 催生隔膜需求加速释放, 预计25年全球隔膜需求372.8亿平, CAGR45%+。2) 公司α: 公司为全球湿法隔膜龙头, 20年全球市占率27%。其长期绑定设备龙头制钢所, 并引进新设备供应商加速扩产, 22年市占率将提升至31%; 我们预计公司市占率有望达50%, 龙头地位持续强化。

利升: 供不应求结构改善提售价, 四大优势构筑闭环降成本

售价提升超预期: 1) 行业整体: 隔膜扩产受设备产能制约, 22年存在11亿平供需缺口, 优质产能供不应求, 售价有望触底反弹。2) 结构改善: ①: 产品结构: 价差缩小, 涂覆膜性价比凸显, 高单价涂覆膜占比将持续提升; ②: 客户结构: 海外客户拓展顺利, 单平售价提升。成本下降超预期: 公司规模、技术、设备、客户四大优势形成正向闭环, 联合降低各项成本。

拓新领域: 铝塑膜为新增长点, 前瞻布局领航未来

我们认为铝塑膜业务将为公司带来第二增长曲线。1) 全固态电池量产前: 铝塑膜为全增量业务, 预计3亿平铝塑膜产能将在2024年为公司新增24亿净利润; 2) 全固态电池量产后: 固态电池中铝塑膜新增盈利可对冲隔膜盈利缺口, 降低未来公司业绩下滑风险。

盈利预测及估值

预计恩捷股份2021-2023年归母净利润将达25.21/49.98/61.56亿元, EPS2.84/5.64/6.95元/股, 三年同比增长112%/98%/23%, 当前股价对应估值103/52/42倍, 鉴于公司业绩高成长的确定性高, 给予公司2022年65倍PE, 对应2022年目标价元366.60/股, 上涨空间26%, 给予公司“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期; 竞争加剧, 市场份额拓展不及预期; 铝塑膜量产进度、客户拓展不及预期; 全固态电池量产时间大幅提前。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4283.01	7929.59	13178.55	17209.21
(+/-)	35.56%	85.14%	66.19%	30.58%
归母净利润	1189.97	2520.77	4997.56	6155.57
(+/-)	30.35%	111.84%	98.26%	23.17%
每股收益(元)	1.34	2.84	5.64	6.95
P/E	217.26	102.56	51.73	42.00

公司简介

公司是全球锂电湿法隔膜龙头公司, 规模、技术、设备、客户全面领先; 2020年全球隔膜市占率27%, 国内湿法隔膜中市占率达45%。

报告撰写人: 邓伟
联系人: 邓伟

深度报告

行业公司研究——电气设备行业

证券研究报告

正文目录

恩捷股份投资故事：隔膜龙头量利双升，卓越于新领航未来	4
1. 公司概况：湿法龙头地位稳固，优势彰显指标向好	5
1.1. 精耕隔膜主攻湿法，内外并进龙头稳固	5
1.2. 稳坐龙头优势彰显，财务指标趋势向好	7
2. 行业特性：供不应求结构改善,重技重资降本为矛	9
2.1. 碳中和之风促增长，扩产有限供不应求	9
2.2. 湿法隔膜成为主流，涂覆替代放量在即	11
2.3. 精细化性能要求，技术壁垒高铸	13
2.4. 重资产盈利为核，多效降本是关键	14
3. 竞争优势：四大优势构筑闭环，降本加剧马太效应	16
3.1. 规模：产能扩张激进，市占率持续提升	16
3.2. 技术：底蕴优良持续研发，工艺领先产品力强	18
3.3. 客户：绑定头部客户，强强联合互利共赢	21
3.4. 设备：绑定设备龙头，掌握整合调试能力	21
4. 边际增长点：铝塑膜为新增长点，前瞻布局领航未来	23
5. 盈利预测与估值	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 可比公司估值	27
5.3. 投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 恩捷股份投资故事：隔膜龙头量利双升，卓越于新领航未来	4
图 2: 恩捷股份历史复盘	5
图 3: 恩捷股份股权结构与业务布局	6
图 4: 2019-2020 年恩捷股份营收构成	6
图 5: 隔膜处于锂电产业链上游，占电池成本的 12%	7
图 6: 2020 年国内隔膜市场竞争格局	7
图 7: 2020 年国内湿法隔膜竞争格局	7
图 8: 营收以膜类为主，18 年恩捷并表营收迅速增长（亿元）	8
图 9: 20 年归母净利润因疫情影响增速放缓，21Q2 双倍增长（亿元）	8
图 10: 技术、规模、客户、设备优势显现，利润率稳步上升	8
图 11: 管理销售降本对冲财务支出，研发费用率维持高位	8
图 12: 各国碳排放量、排放来源与碳中和相关政策	9
图 13: 各国新能源车销量预测与对应核心驱动力	9
图 14: 新增产能有限，22 年优质隔膜供不应求	11

图 15: 湿干法隔膜价差缩小 (单位: 元/平方米)	11
图 16: 湿法隔膜占比提升成为市场主流 (单位: 亿平米)	11
图 17: 涂覆膜与基膜价差缩小, 性价比提升	12
图 18: 2019 年涂覆膜渗透率情况	12
图 19: 中游四大材料龙头中, 隔膜环节毛利率最高	14
图 20: 重资产行业的投资价值来自于高销售净利率	15
图 21: 影响隔膜成本的关键指标与其影响因素	15
图 22: 四大优势构筑闭环, 降本加剧马太效应	16
图 23: 恩捷股份全球市占率持续提升	17
图 24: 相关产品研发生产经验, 加速技术进步	19
图 25: 注重研发, 研发投入大幅领先同行	20
图 26: 研发费用率稳步上升	20
图 27: 全球主流电池厂商均为公司客户, 客户优势明显	21
表 1: 25 年隔膜需求 374.2 亿平, 5 年 CAGR45%+	10
表 2: 湿法隔膜性能显著优于干法隔膜	12
表 3: 多样化涂覆材料满足各类电池需求	13
表 4: 隔膜性能指标受工艺影响, 高性能对应优工艺	13
表 5: 隔膜为重资产行业, 资产周转率最低	14
表 6: 恩捷股份 2018-2025 年年底母卷产能	17
表 7: 管理层技术出生, 团队实力雄厚, 奠定技术基础	18
表 8: 注重股权激励, 保障技术人员稳定, 持续研发能力	19
表 9: 良品率迅速提升, 大幅领先行业	20
表 10: 良品率迅速提升, 大幅领先行业	20
表 11: 优质设备联合顶尖的产线整合调试能力, 设备优势明显	22
表 12: 单线产能领先行业, 单平投资成本低	22
表 13: 铝塑膜需求放量在即, 25 年 10.57 亿平, 5 年 CAGR45%+	23
表 14: 铝塑膜盈利能力弹性测算表 (单位: 亿元)	24
表 15: 各品类隔膜出货量假设 (单位: 万平)	25
表 16: 各品类隔膜售价假设 (单位: 元/平)	25
表 17: 各品类隔膜成本假设 (单位: 元/平)	26
表 18: 恩捷股份 2019-2023 细分业务营收拆分	26
表 19: 锂电板块可比公司 2021-2023 盈利及估值对比 (基于 Wind 一致预期, 股价取 2021 年 10 月 29 日收盘价)	27
表附录: 三大报表预测值	29

恩捷股份投资故事：隔膜龙头量利双升，卓越于新领航未来

图 1：恩捷股份投资故事：隔膜龙头量利双升，卓越于新领航未来



资料来源：浙商证券研究所整理

1. 公司概况：湿法龙头地位稳固，优势彰显指标向好

1.1. 精耕隔膜主攻湿法，内外并进龙头稳固

经历三轮跨越，奠定龙头地位：公司前身为玉溪创新工贸有限公司，主要从事包装印刷业务。2018年收购上海恩捷正式切入隔膜领域，经历三轮跨越后产能、客户、盈利能力全面领先，奠定湿法隔膜龙头地位。

业绩主驱估值混动，5年25倍增涨：量升：内生扩张叠加外延收购产能迅速扩张保供；国内外客户全面开花扩需求。利升：补贴退坡产能出清稳售价，工艺突破降成本。
估值升：确定性高增长抬升估值，股价5年25倍，年化收益90+%。

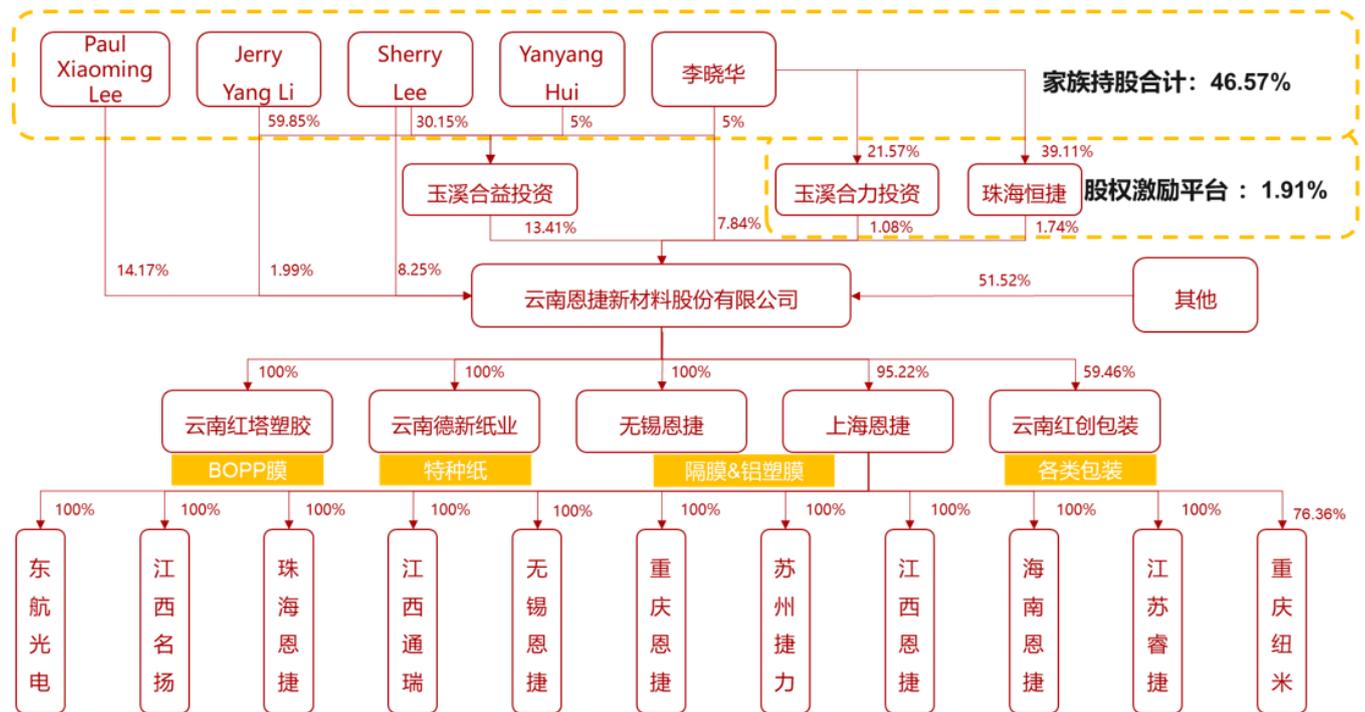
图 2：恩捷股份历史复盘



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

家族集中持股，注重股权激励：李晓明家族直接或间接持有恩捷股份 46.57% 股权，股权高度集中。注重股权激励，设立股权激励平台深度绑定核心技术人员，保障公司持续研发创新的能力，为公司降本提质，拓宽产品品类的技术保障。

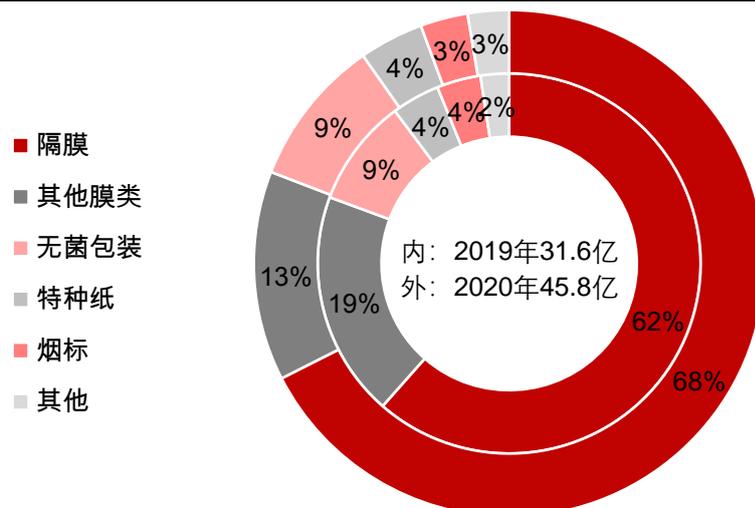
图 3：恩捷股份股权结构与业务布局



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所整理

五大子公司全面开花，膜类业务贡献主要收入：公司主营业务包含隔膜、BOPP 膜、无菌包装、特种纸、烟标、铝塑膜等；隔膜业务占比高增速快，其在公司营收中的占比由 2019 年的 62%，增长至 2020 年的 68%，为公司业绩增长的主要驱动力；公司积极布局铝塑膜领域，铝塑膜业务将贡献未来增长新动能。

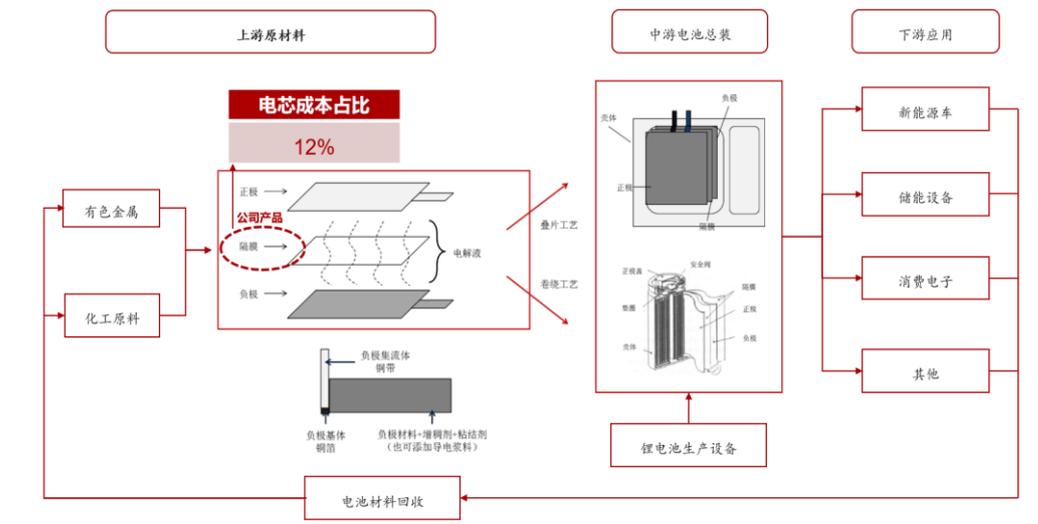
图 4：2019-2020 年恩捷股份营收构成



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

三元驱动催生需求，核心材料悦享其成：隔膜处于锂电产业链上游，为锂电池四大核心材料之一，约占电芯成本的 12%。下游新能源车、储能、消费电子三大应用领域共同催生锂电池需求高增长。

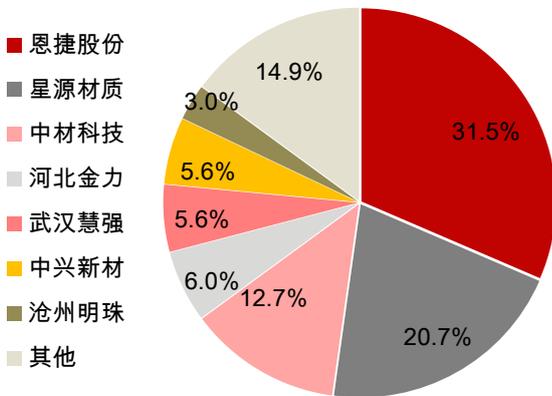
图 5：隔膜处于锂电产业链上游，占电池成本的 12%



资料来源：Batpac，公开资料，浙商证券研究所整理

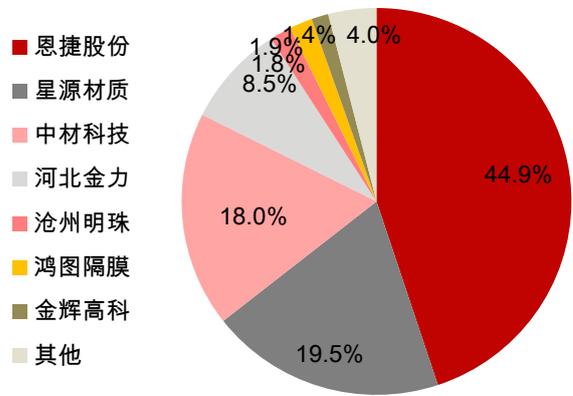
竞争格局高度集中，恩捷股份一骑绝尘：隔膜为锂电产业链竞争格局最优环节，2020 年国内隔膜行业 CR3 64.9%，其中湿法隔膜领域 CR3 82.4%。恩捷股份市占率分别为 31.5%、44.9%，大幅领先。

图 6：2020 年国内隔膜市场竞争格局



资料来源：EVtank，浙商证券研究所整理

图 7：2020 年国内湿法隔膜竞争格局



资料来源：EVtank，浙商证券研究所整理

1.2. 稳坐龙头优势彰显，财务指标趋势向好

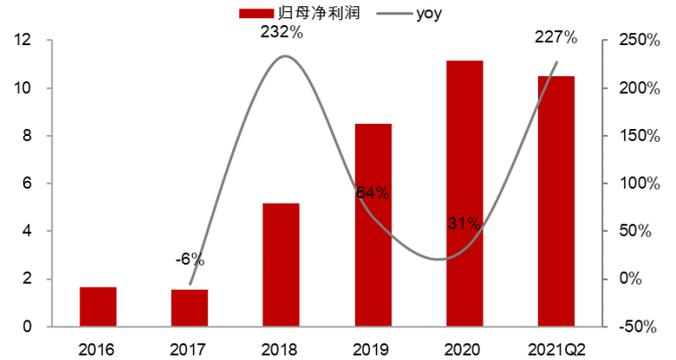
营业收入：膜类产品为公司营收主要来源，2018 年收购上海恩捷后营收迅速增长，2020 年其在营收中的占比提升至 80%+。**归母净利润：**20 年因疫情影响停工停产，增速有所放缓；21 年 H1 量利双升实现双倍增长。就原因来看，主要系下游订单充足叠加新建产线释放产能，出货量提升；以及客户结构改善单平售价提升结合多效降本带来的单凭盈利提升。

图 8：营收以膜类为主，18 年恩捷并表营收快速增长（亿元）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

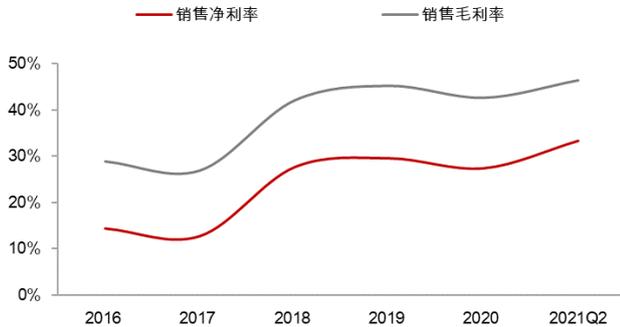
图 9：20 年归母净利润因疫情影响增速放缓，21Q2 双倍增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

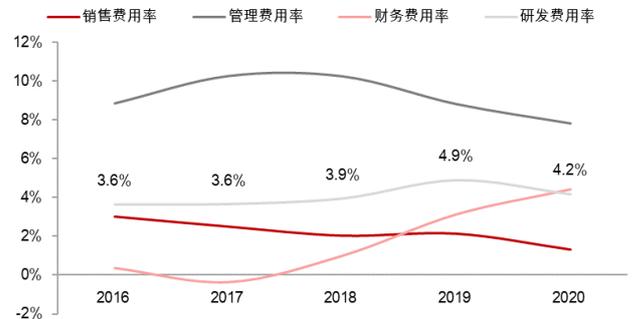
利润率：四大优势逐步显现，在隔膜售价大幅下降的背景下，公司利润率趋势上行，2020 年 Q2 公司净利率和毛利率分别达 33.4%、46.4%。**期间费用：**为满足下游市场需求，公司举债扩产财务费用率有所提升；于此同时，公司注重精细化管理，通过降低管理费用率和销售费用率对冲上升的财务成本，期间费用率大体保持稳定。重视技术，在营收大幅增长的情况下保持高位研发费用率；研发费用大幅增加。

图 10：技术、规模、客户、设备优势显现，利润率稳步上升



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

图 11：管理销售降本对冲财务支出，研发费用率维持高位



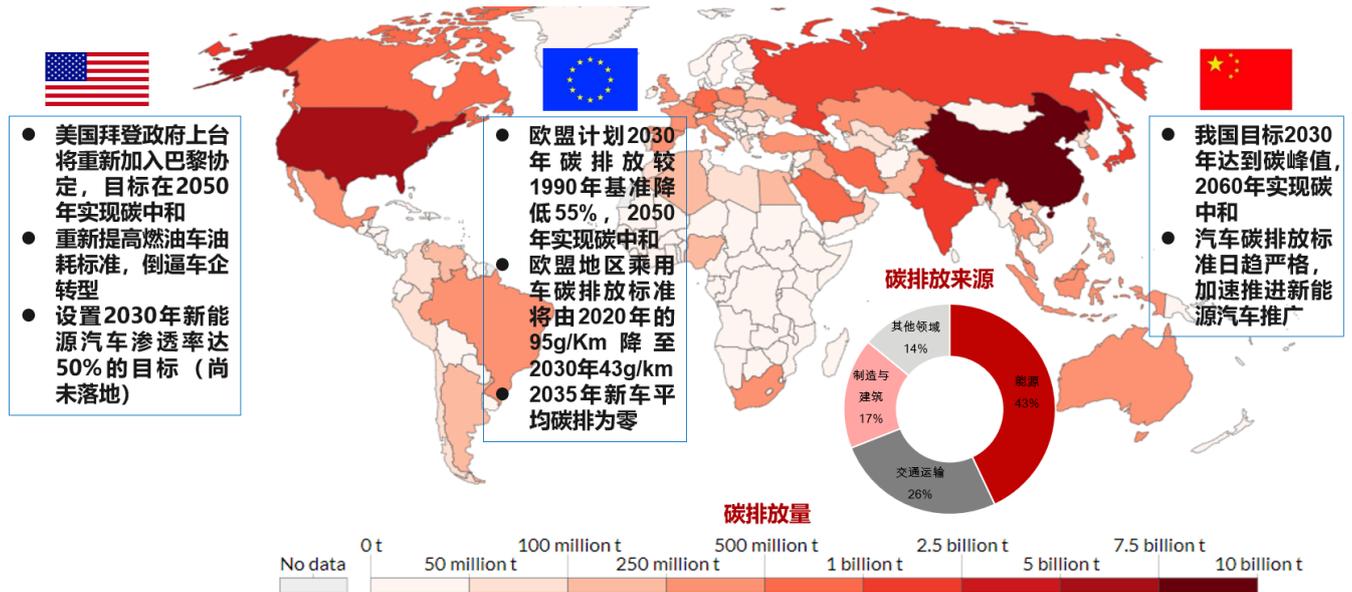
资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

2. 行业特性：供不应求结构改善,重技重资降本为矛

2.1. 碳中和之风促增长，扩产有限供不应求

“碳中和”已成全球经济发展主旋律：全球主要经济体均提出“碳达峰”及“碳中和”目标，能源与运输行业改革势在必行，拉动新能源车与光伏产业链迅速发展。（注：全球来自能源和交通运输的CO2排放占比分别为43%/26%）。

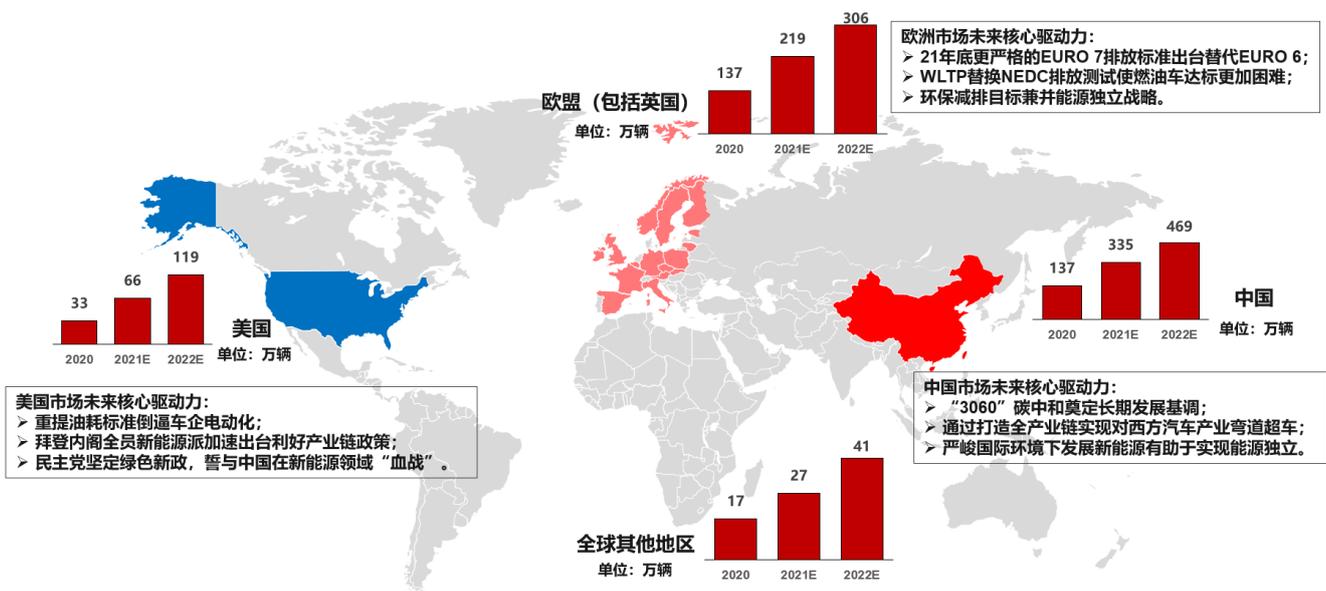
图 12：各国碳排放量、排放来源与碳中和相关政策



资料来源：EPA，各国政府官网，国际能源署，浙商证券研究整理

三大经济体联合发力，电动车需求高歌猛进：中美欧三大经济体电动车需求高速增长，我们预计2022年全球电动车销量将达934.7万辆，同比增长45%。

图 13：各国新能源车销量预测与对应核心驱动力



资料来源：EPA，各国政府官网，国际能源署，浙商证券研究整理

三元驱动需求高增，扩产有限供不应求。需求角度：据我们测算，动力、储能、消费类锂离子电池在 2025 年产量分别为 1719.1/263.4/262.9GWH，根据单 GWH 隔膜需求 1667 万平测算，对应 25 年隔膜总需求 374.2 亿平，5 年 CAGR45%+。

表 1：25 年隔膜需求 374.2 亿平，5 年 CAGR45%+

	单位	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国电动车销量	万辆	136.7	335.0	468.6	606.7	784.9	978.0
欧洲电动车销量	万辆	136.7	218.7	306.2	413.4	537.4	698.6
美国电动车销量	万辆	33.0	66.0	118.8	178.2	249.5	349.3
其他	万辆	16.7	27.0	41.1	58.6	83.4	117.1
全球电动车销量	万辆	323.1	646.7	934.7	1256.9	1655.2	2143.0
国内单车带电量	KWh	46.6	50.0	53.0	56.0	59.0	62.0
海外单车带电量	KWh	42.5	48.0	54.0	58.0	62.0	66.0
全球动力电池装机量	GWh	142.8	317.1	500.1	716.9	1002.6	1375.3
动力电池产装比	%	125%	125%	125%	125%	125%	125%
全球动力电池产量	GWh	178.5	396.4	625.1	896.1	1253.3	1719.1
全球消费电池产量	GWh	103.5	126.8	152.2	182.6	219.1	262.9
全球储能电池产量	GWh	43.3	57.8	88.1	142.9	190.9	263.4
全球锂电池产量	GWh	325.3	580.9	865.4	1221.6	1663.3	2245.4
锂电池隔膜单耗	万平/GWH	1667	1667	1667	1667	1667	1667
全球锂电池隔膜需求	亿平	54.2	96.8	144.2	203.6	277.2	374.2
yoy	%		79%	49%	41%	36%	35%

资料来源：GGII，浙商证券研究所测算

供给角度：受制于设备供给，22 年隔膜新增产能有限，对应供给增量仅 29.1 亿平，且主要集中在国内头部企业。公司深度绑定隔膜设备龙头制钢所，并开始与日本东芝与布鲁克纳展开合作拓宽设备供应渠道。公司突破设备供应瓶颈加速扩产，22 年新增有效母卷产能 15 亿平，全球占比 52%，市占率将进一步提高。

供需平衡角度：据我们测算 22 年全球锂电隔膜需求 144.2 亿平，优质供给 135.2 亿平，存在 9.0 亿平供需缺口，优质产能供不应求，售价有望触底反弹。

图 14：新增产能有限，22 年优质隔膜供不应求

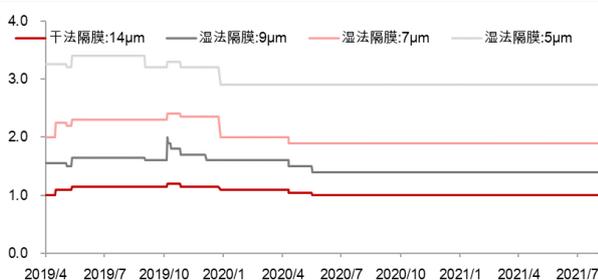
项目名称	单位	2020	2021E	2022E	有效母卷产能市占率变动
恩捷股份	亿平	29.0	40.0	55.0	
星源材质	亿平	15.0	15.0	20.5	
中材科技	亿平	9.6	13.4	17.7	
沧州明珠	亿平	2.9	2.9	2.9	
河北金力	亿平	6.5	6.5	6.5	
慧强新能源	亿平	6.0	6.0	6.0	
辽源鸿图	亿平	3.8	3.8	3.8	
江苏安瑞达	亿平	2.7	2.7	2.7	
金辉高科	亿平	1.0	1.0	1.0	
中科科技	亿平	2.4	2.4	2.4	
国内有效母卷产能合计	亿平	78.9	93.7	118.5	
SKIET	亿平	8.6	10.7	13.7	
旭化成	亿平	11.0	13.0	15.5	
东丽	亿平	8.5	9.0	10.2	
W-scope	亿平	5.0	5.5	6.0	
住友化学	亿平	1.8	3.0	4.0	
国外有效母卷产能合计	亿平	34.9	41.2	49.4	
国内外隔膜母卷产能合计	亿平	113.8	135.0	167.9	
国内外隔膜成品出货合计	亿平	86.1	106.1	135.2	
隔膜需求	亿平	54.2	96.8	144.2	
隔膜供需缺口（供给-需求）	亿平	31.8	9.3	(9.0)	

资料来源：公司公告、官网，浙商证券研究所测算

2.2. 湿法隔膜成为主流，涂覆替代放量在即

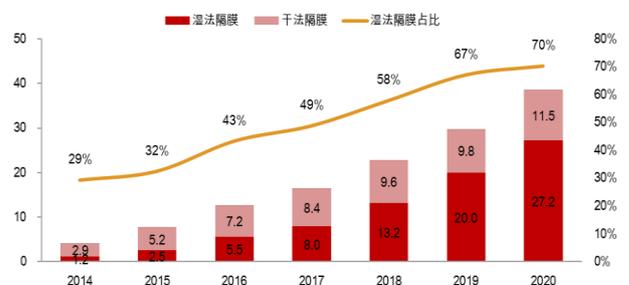
性能优越价差缩小，湿法隔膜成为主流：性能优越：湿法隔膜在孔径大小、孔隙率、拉升强度、抗穿刺能力等方面均显著优于干法隔膜；能使锂电池具有更高的能量密度以及更好的安全性能。**价差缩小：**随着湿法技术的成熟以及规模效应的显现，湿干法隔膜的价格由 19 年年初的 0.55 元/平方米缩小至 0.4。**湿法成为主流：**湿法隔膜凭借其不断优化的性价比，出货量占比自 2014 年起逐步提升，2018 年首次超过干法成为市场主流，预计未来湿法隔膜市占率会进一步提升。

图 15：湿干法隔膜价差缩小（单位：元/平方米）



资料来源：Wind，百川，浙商证券研究所整理

图 16：湿法隔膜占比提升成为市场主流（单位：亿平米）



资料来源：EVTank，浙商证券研究所整理

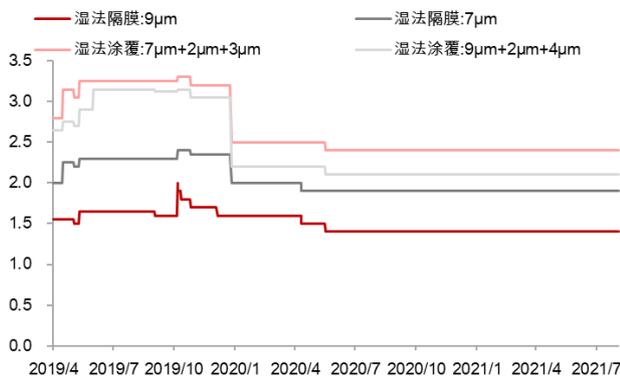
表 2：湿法隔膜性能显著优于干法隔膜

项目		干法隔膜	湿法隔膜	各指标对性能的影响
工艺	工艺原理	晶片分离	相位分离	-
	主要工艺流程	投料-流延-拉升-萃取-定型-分切	投料-流延-热处理-拉伸-分切	-
原材料		聚乙烯 (PE) or 聚丙烯 (PP)	聚乙烯 (PE)	PP: 耐热性高、硬度大 PE: 柔韧性强、抗穿刺能力强
产品性能	孔径大小	0.01-0.3 微米	0.01-0.1 微米	保证离子透过的情况下, 孔径越小安全性越高
	孔隙率	30-40%	35-45%	孔隙率越大, 安全性越好
	横向拉升强度	<100	130-150	拉升强度越大, 可配套电池的
	纵向拉升强度	130-160	140-160	能量密度越高
	闭孔温度	145 度	130 度	熔断温度-闭孔温度的差值越大, 电池安全运行的范围越大
	熔断温度	170 度	150 度	
	穿刺强度	200-400	300-550	数值越大, 短路率越低

资料来源：公司公告、官网，浙商证券研究所整理

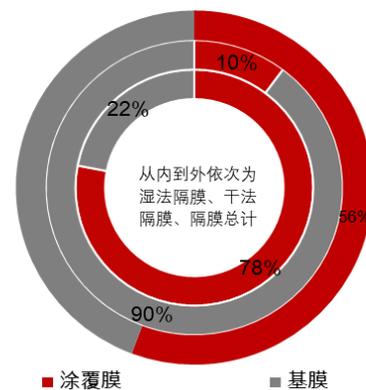
技术突破配方完善，涂覆替代放量在即：涂覆膜的核心在于浆料（涂覆颗粒+树脂材料+水）的配方。随着涂覆材料品类的不断拓展，各类涂覆膜性能增益点能满足不同品类电池性能的要求，精准适配下游需求。同时技术的成熟推动良品率的提升，原材料利用率上升大幅降低涂覆成本；涂覆膜与基膜价差由 19 年中旬的 1.5 元/平降至当前的 0.5 元每平，价差缩小涂覆膜性价比凸显，我们预计涂覆膜占比将进一步提升。从具体的数据上来看，2019 年湿法涂覆膜占比约 78%，远大于干法隔膜的 10%，随着湿法隔膜占比的提升，涂覆膜渗透率也将进一步上升。

图 17：涂覆膜与基膜价差缩小，性价比提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 18：2019 年涂覆膜渗透率情况



资料来源：EVTank，浙商证券研究所整理

表 3：多样化涂覆材料满足各类电池需求

涂覆隔膜种类	涂覆材料	性能特点
无机涂覆	氧化铝	提高隔膜耐热性与抗穿刺能力，提升电池安全性
	勃姆石	功能同氧化铝，高价高质
有机涂覆	PVDF	提升隔膜粘结性、提升电池硬度和循环寿命
	芳纶混合物	提升隔膜浸润性、降低材料质量，提升电池能量密度、充放电性能
多层涂覆 (有机+无机)	陶瓷+PVDF 陶瓷+芳纶	结合各类材料优质性能，多样化组合应对各类需求环境

资料来源：壹石通招股说明书，浙商证券研究所整理

2.3. 精细化性能要求，技术壁垒高铸

高性能要求对应精工艺标准：锂电池隔膜作为锂电池中的核心材料之一，其性能直接影响锂电池的放电容量、循环使用寿命与安全性能。锂电池制造对隔膜产品的特性如隔膜微孔的尺寸和分布的均匀性、一致性等要求极高，因此，隔膜在四大材料中技术壁垒最高，最晚实现国产化。

表 4：隔膜性能指标受工艺影响，高性能对应优工艺

性能分类	衡量指标	要求	作用	对工艺和材料的要求
稳定性	电子绝缘性	绝缘性良好	隔离正负极，防止电池短路	主要受基体材料影响，实现难度相对较低
	化学稳定性	足够的化学、电化学稳定性	耐电池液腐蚀（电解液的溶剂为强极性的有机化合物），保证隔膜寿命	
	电化学稳定性			
	拉伸强度	足够的拉伸强度	防止隔膜变形	
收缩率	较小的收缩率			
一致性	孔径	保证在良好透过性的情况下满足不同电池性能的需求	保证较低的电阻和较高的离子导电性，提高电池能量密度，提升充放电性能	主要受工艺影响，实现难度较高
	孔隙率	保证在一定孔径的情况下孔隙率尽可能大		
	浸润性	对电解液的浸润能力		
	厚度	在一定机械强度下尽可能小，越厚穿刺强度越好		
安全性	穿刺强度	足够的穿刺强度	防止锂枝晶、极片毛刺刺穿隔膜造成短路	主要受基体材料和工艺共同影响，实现难度较高
	融化温度	尽可能高的温度	防止隔膜融化造成电池内部再短路	
	闭孔温度	高于电池正常使用温度，低于融化温度	防止电池过热	

资料来源：星源材质招股说明书，浙商证券研究所测算

2.4. 重资产盈利为核，多效降本是关键

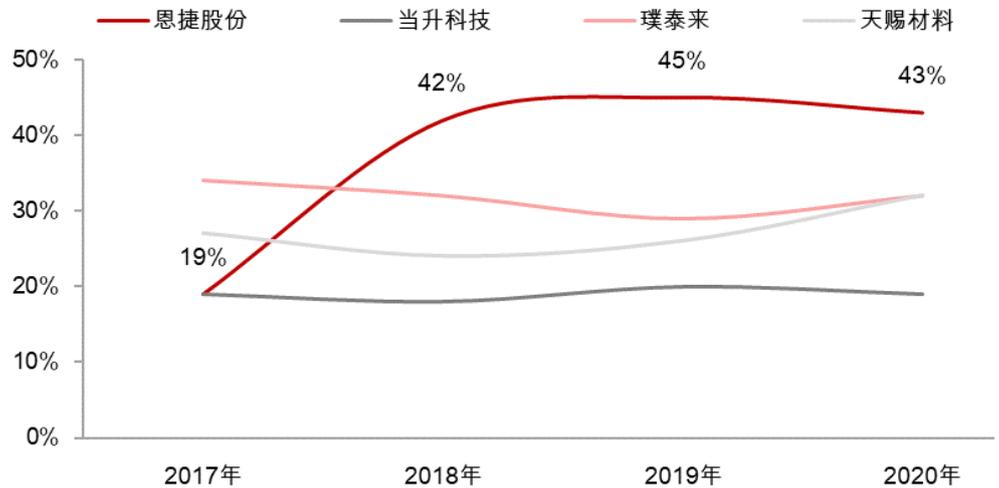
隔膜为典型重资产行业，高净利率为其价值投资源泉：重资产：隔膜头部公司过去三年平均资产周转率仅为 0.26，在锂电中游材料中资产周转率最低，为典型的重资产行业。
高毛利率：18 年以来恩捷股份销售毛利率为中游四大材料之首，连续三年维持 40%+。

表 5：隔膜为重资产行业，资产周转率最低

环节	公司名称	2018	2019	2020	资产周转率平均值	各环节资产周转率均值
正极	当升科技	0.92	0.51	0.60	0.68	0.74
	容百科技	0.94	0.83	0.63	0.80	
负极	璞泰来	0.60	0.65	0.47	0.57	0.56
	贝特瑞	0.60	0.55	0.47	0.54	
隔膜	恩捷股份	0.50	0.32	0.26	0.36	0.26
	星源材质	0.20	0.13	0.17	0.17	
电解液	天赐材料	0.48	0.54	0.73	0.58	0.53
	多氟多	0.52	0.45	0.45	0.48	
铜箔	嘉元科技	1.27	0.79	0.43	0.83	0.57
	诺德股份	0.34	0.30	0.29	0.31	

资料来源：各公司年报，浙商证券研究所测算

图 19：中游四大材料龙头中，隔膜环节毛利率最高

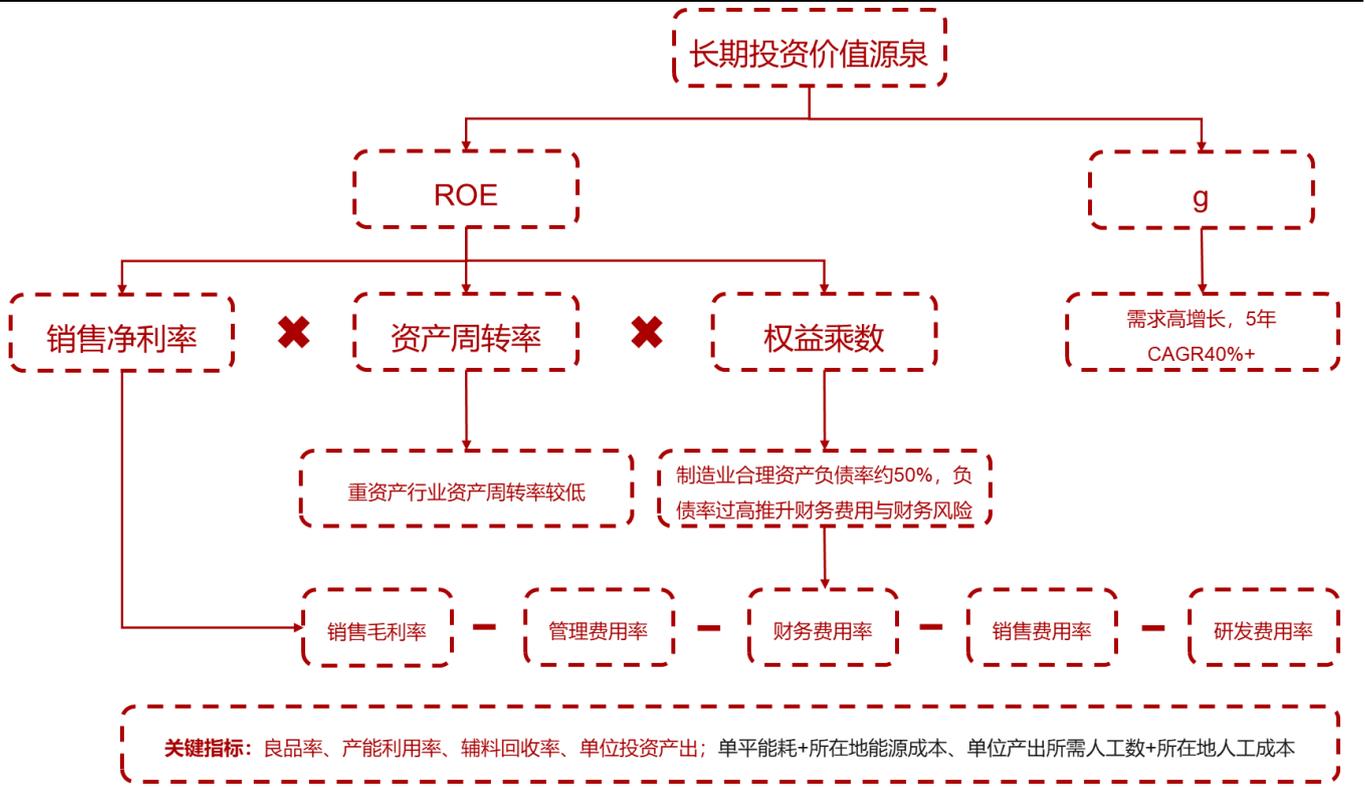


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

高净利率为核心：多指标降本是关键所在。企业价值投资的源泉来自于权益收益率 ROE 以及增速 g 。从增速 g 来看，隔膜行业需求高增，5 年 CAGR45%+。从 ROE 来看，隔膜为重资产行业，其资产周转率较低，且制造业在财务风险可控的前提下权益乘数受负债率所制约，因此提升隔膜行业的 ROE 关键在于提升销售净利率水平。进一步分析，在隔膜售价长期趋势向下的大背景下，降低成本是提高净利率的关键，包括降低生产成本以及管理销售成本。在生产上，公司可以通过提升良品率、产能利用率、辅料回收率、单位

投资产出，降低单平能耗+单位能耗成本、单位产出所需人数+所在地人工成本来降低生产成本；经营上，公司可以提升数字化、自动化、智能化运营能力，进行精细化管理，降低管理成本与销售成本。

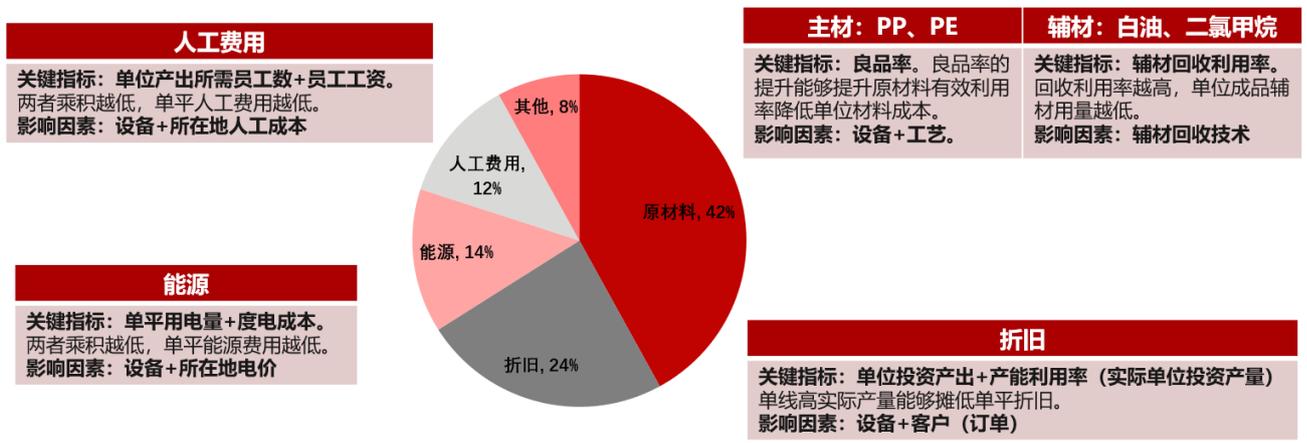
图 20：重资产行业的投资价值来自于高销售净利率



资料来源：浙商证券研究所整理

规模、设备、技术、客户为降本关键所在。
规模：规模扩张能够提升产业链议价能力，降低原材料采购价格；分摊固定费用，降低期间费用率。
设备：设备影响产品品质和产线效率，单线有效产出的提升能够降低原材料+折旧+能源+人工成本，为降本重中之重。
技术：技术的优化能够提升良品率和辅料回收率，降低原材料用量。
客户：优质客户持续的大订单能够提升产能利用率，降低折旧成本；降低产线切换频率，降低原材料损耗量。

图 21：影响隔膜成本的关键指标与其影响因素

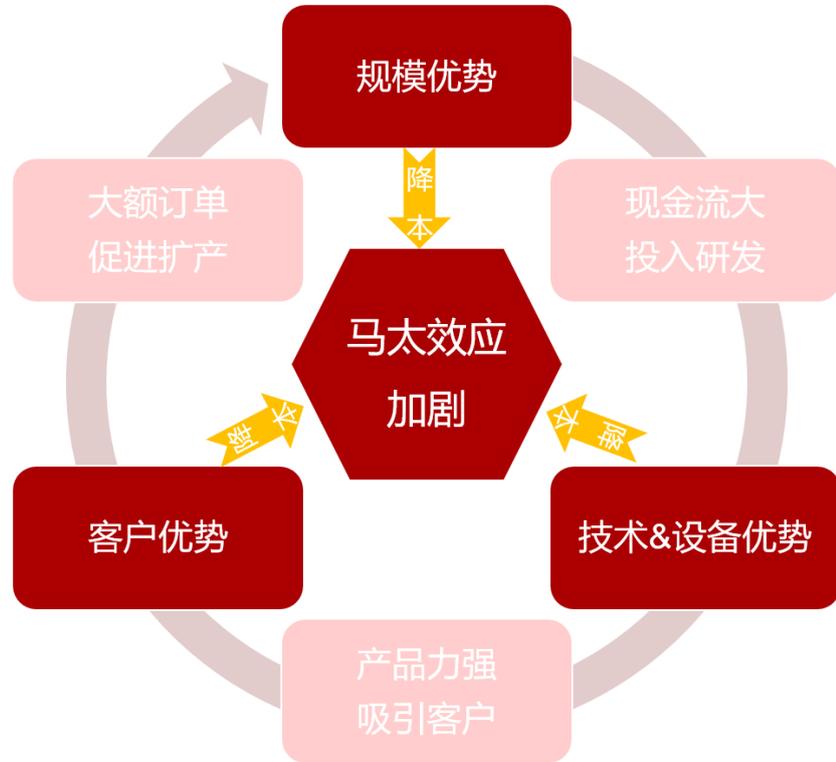


资料来源：星源材质可转债募集说明书，浙商证券研究所整理

3. 竞争优势：四大优势构筑闭环，降本加剧马太效应

公司具备规模、设备、技术、客户等四大核心优势，优势互相构筑闭环，联合降本加剧马太效应。

图 22：四大优势构筑闭环，降本加剧马太效应



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

3.1. 规模：产能扩张激进，市占率持续提升

内生扩产叠加外延并购，全球市占率持续提升：公司通过 6 大基地内生扩产叠加并购、合资外延扩产，目前已规划湿法隔膜产能超 100 亿平。我们测算其全球市占率将从 2020 年的 27%，持续上升至 2023 年的 35%+，预计 2025 年公司全球市占率有望达 50%。

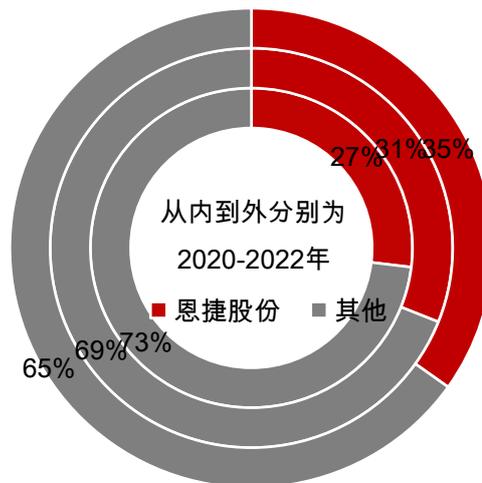
规模效应强化，四大优势凸显：公司规模效应的强化将带来以下四大优势：改善上下游相对集中度，提升上下游议价能力；掌握市场定价权，主动压价促使落后产能出清优化竞争格局；做大营收摊低研发费用率；提升产能利用率降本平折旧。

表 6: 恩捷股份 2018-2025 年年底母卷产能

隔膜类型	基地	规划产能		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
		产线(条)	产能(亿平)									
	上海恩捷	6.00	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	
	上海恩捷重庆基地	16.00	16.0					12.0	16.0	16.0	16.0	
	珠海恩捷一期	12.00	10.0	8.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	
	珠海恩捷二期	4.00	3.3			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
	无锡恩捷一期	8.00	5.2			5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	
	无锡恩捷二期	8.00	5.2				5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	
湿法隔膜	江西通瑞一期	8.00	8.0		4.0	4.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
	江西通瑞一期扩建	10.00	10.0				2.0	8.0	10.0	10.0	10.0	
	匈牙利基地	4.00	4.0						4.0	4.0	4.0	
	苏州捷力	8.00	4.2			4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	
	常州基地	16.00	16.0						4.0	8.0	16.0	
	重庆纽米	6.00	3.0			1.5	1.5	3.0	3.0	3.0	3.0	
	(76.35%)											
	亿纬合资(55%)	-	16.0					7.0	16.0	16.0	16.0	
	湿法隔膜合计	106.00	104.1	11.5	17.2	31.4	42.6	69.1	92.1	96.1	104.1	
	干法隔膜	江西明扬(51%)	10.00	10.0					5.0	10.0	10.0	10.0
东航光电(70%)		-	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	
干法隔膜合计		10.00	11.8	1.8	1.8	1.8	1.8	6.8	11.8	11.8	11.8	
年底母卷产能合计			115.9	13.3	19.0	33.2	44.4	75.9	103.9	107.9	115.9	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所整

图 23: 恩捷股份全球市占率持续提升



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所测算

备注: 市占率根据有效母卷产能测算

3.2. 技术：底蕴优良持续研发，工艺领先产品力强

管理层技术出生产业积淀深厚，奠定优良技术底蕴。公司管理层以及和核心研发人员在相关领域具有深厚的研究及产业经历，既具备隔膜领域的开发经验，也了解下游电池客户需求，能研制出性能更优且与电池厂商更适配的隔膜产品。

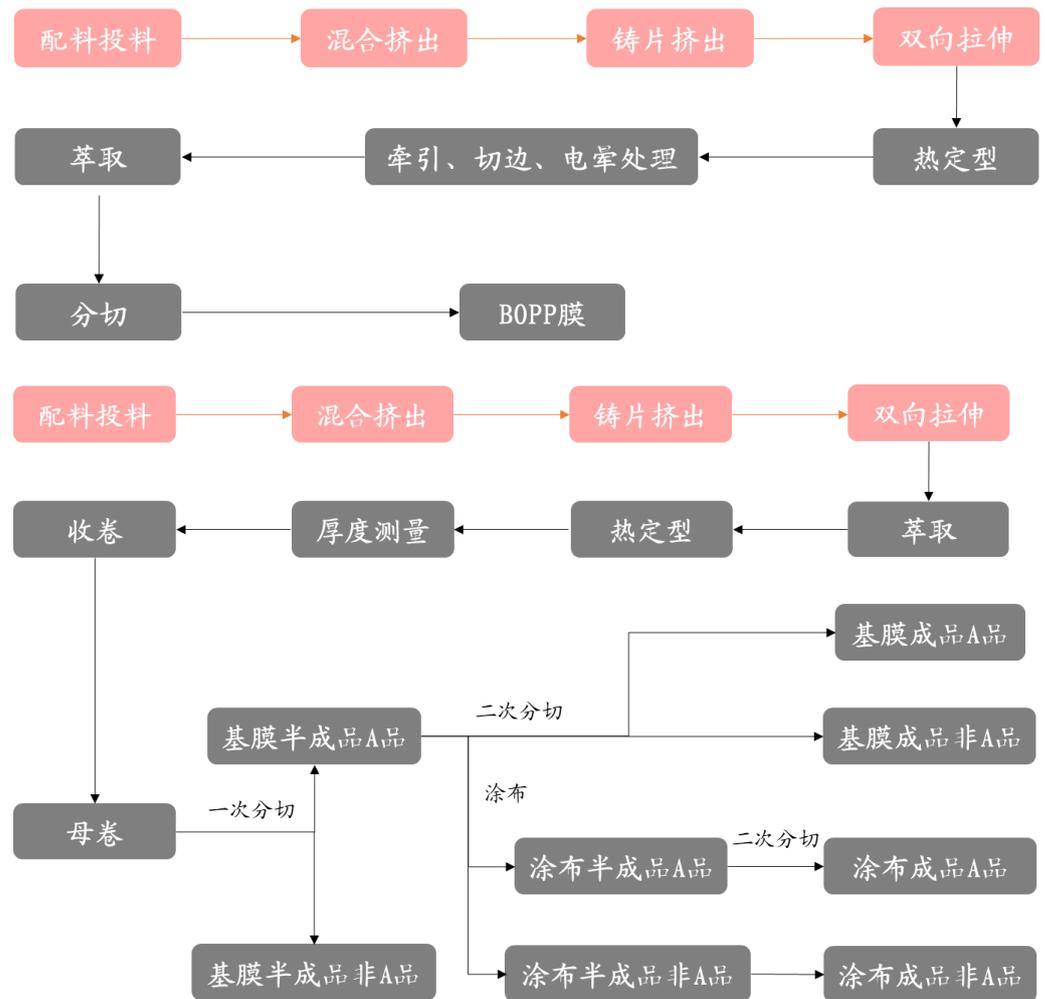
表 7：管理层技术出生，团队实力雄厚，奠定技术基础

姓名	学历	职位	专业领域	从业履历
Paul Xiaoming Lee	University of Massachusetts 高分子化学硕士	董事长	高分子化学领域及膜行业多年从业经验	Inteplast Corporation 技术部经理
李晓华	University of Massachusetts 高分子化学硕士	副董事长，总经理	高分子化学领域及膜行业多年从业经验	World-Pak Corporation
Alex Cheng	University of Massachusetts 塑料工程硕士，东北农业大学博士	研究院院长	塑料工程学、高分子化学领域	Inteplast Corporation 技术经理
邓洪贵	华东理工大学材料化学工程博士	总经理助理、无机涂布组组长	新型隔膜的制备与应用、倍率型锂离子电池材料的开发与使用和锂离子电池隔膜功能型涂层开发及工艺研究	通用电气（中国）与宝钢化工研究员
王伟强	兰州交通大学应用化学学士	技术中心副主任，应用小组组长	锂离子电池	比克电池一级工程师、飞毛腿电池技术部经理
陈永乐	国立华侨大学高分子化学与物理硕士；中级工程师职称	研发主管，有机涂布组组长	锂离子电池正负极配方研究、锂离子电池隔离膜涂层开发、隔膜用浆料搅拌工艺研究、PVDF 粉碎方法研究和锂离子电池用高粘性 PVDF 涂覆隔膜开发	宁德时代研发工程师
熊磊	南京理工大学材料科学与工程博士	研发副主任，基膜组组长	功能高分子材料	上海长园维安研发项目经理，科特新材料重点项目部经理
刘艳梅	南京工业大学化学工程博士；研发工程师职称	研发工程师，能源回收组组长	白油及萃取剂回收处理	

资料来源：公司公告，公开资料整理，浙商证券研究所整理

具有相关产品研发生产经验，加速技术进步。投料、挤出、拉升为隔膜和 BOPP 膜制备时所共有的环节，虽隔膜相较于 BOPP 膜在产品精密度、一致性上有更高的要求，但具有 BOPP 膜等相关研发生产经验的公司在隔膜领域具有一定的先发优势。恩捷股份深耕 BOPP 膜领域十余年，拥有丰富的相关技术储备，有助于减少其隔膜工艺探索时间，加速技术进步。

图 24：相关产品研发生产经验，加速技术进步



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

注重股权激励，提升技术人员稳定性与积极性，保障持续研发能力。虽相关技术专利归公司所有，但技术人员仍是对工艺与配方精准把控的关键所在。公司注重对核心技术人员的激励，母公司与子公司累计进行3次股权激励，使技术人员利益与公司绩效挂钩，提升人员稳定性与工作积极性，使公司具有持续高效的研发能力，不断降本提质增强产品竞争力。

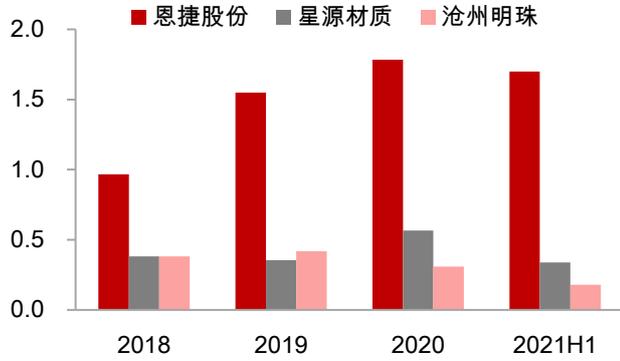
表 8：注重股权激励，保障技术人员稳定，持续研发能力

实施主体	实施时间	股权激励对象	激励数量
创新股份	-	公司核心员工	通过合力投资持股，约占当时上市公司总股本的 2.11%
上海恩捷	2017 年 4 月	中高层管理、核心技术与生产人员 40 人	截至 19 年中报，通过珠海恒捷持有上市公司总股本的 1.93%
创新股份	2017 年 6 月	董事、中高层管理、核心技术与业务人员 84 人	占当时创新股份总股本的 1.92%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

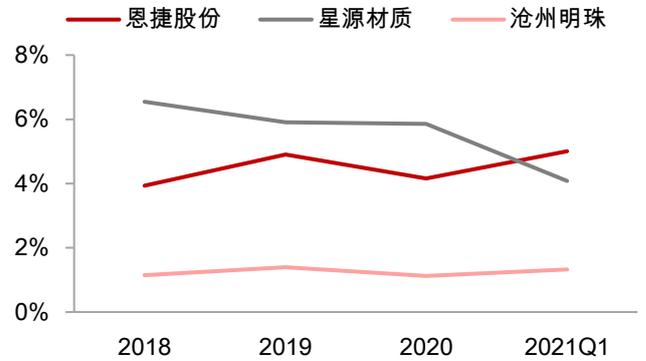
研发投入大幅领先同行，为技术进步提供资金支持。公司凭借其规模优势，在研发费用率与同行接近的情况下研发支出大幅领先同行，强研发能力+高资本投入=技术大幅领先。

图 25：注重研发，研发投入大幅领先同行



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 26：研发费用率稳步上升



资料来源：EVTank，浙商证券研究所整理

良品率大幅领先同行，涂覆配方多样。公司技术优势的外在表现主要体现在以下两个方面：（1）良品率高：公司各类产品良品率迅速提升，大幅领先同行。更高的良品率降低了公司的单平原材料用量从而降低单平原材料成本。（2）涂覆配方多样：公司掌握无机、有机、混合多类型涂覆配方，拓宽产品品类适配下游电池客户的多样化需求。

表 9：良品率迅速提升，大幅领先行业

公司	产品	2015	2016	2017	2018	2019
恩捷股份	基膜半成品	71%	85%	89%	88%	85%
	基膜成品	48%	60%	69%	72%	68%
	涂布膜	52%	65%	69%	66%	72%
辽源鸿图	综合良品率	53%	73%	78%	77%	78%
	综合良品率	77%	77%	69%		
星源材质	供货给 LG	56%	57%	55%		
	综合良品率	59%	64%			

资料来源：恩捷股份问询函，浙商证券研究所整理

表 10：良品率迅速提升，大幅领先行业

产品种类	基膜	涂覆膜							
		陶瓷涂覆 CCS		聚合物涂覆 PCS		混合涂覆 MFS			
溶剂类型	-	水性	油性	水性	油性	水性	油性	水性	油性
涂覆材料	-	陶瓷+PMMA	陶瓷+耐高温聚合物	PVDF/AFL	PVDF/AFL/HTP	陶瓷+PVDF 混涂	陶瓷+PVDF 混涂	陶瓷 /AFL/PVDF	陶瓷 /PVDF
涂覆结构	-	1层		2层		2层		3层	
特性	-	高耐热 高安全性	高耐热、低水分 高安全性	强粘接力		强粘接力、高安全性 高性价比		强粘接力、高安全性	
应用领域	普通锂电池	高容量高倍率电池	高容量高倍率高安全全电池	高安全聚合物电池			高容量聚合物电池		
生产情况	量产	量产	量产	量产	量产	量产	量产	量产	量产

资料来源：恩捷股份问询函，浙商证券研究所整理

3.3. 客户：绑定头部客户，强强联合互利共赢

国内外主流电池厂商均为公司客户，强强联合互利共赢。

对公司：1) **降成本：**充足的需求提升公司产能利用率（降低单位折旧成本）+大订单降低产线切换频率减少产线调试损耗（降低原材料成本）2) **保需求：**电池厂客户的优势竞争地位和装机量持续快速增长保证隔膜的需求。

对电池厂：1) **提性能：**大规模批量供货提升产品一致性，优质产品性能提升电池品质，增强公司竞争力。2) **保供给：**在优质隔膜供应偏紧时，能保证隔膜的供应，降低隔膜供需情况变动对产量和利润率的冲击。

未来变化：海外客户出货占比有望提升，订单高售价高毛利，增厚公司利润。

图 27：全球主流电池厂商均为公司客户，客户优势明显

隔膜厂商	中国电池厂商	韩国电池厂商	美国电池厂商	欧洲电池厂商	日本电池厂商
	宁德时代 比亚迪 国轩高科 亿纬锂能 中航锂电 蜂巢科技 孚能科技 天津力神	三星 SDI SKI	LG化学 特斯拉	Northvolt	松下
恩捷股份	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
星源材质	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
中材科技	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
沧州明珠	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
中国隔膜供应商	慧强新能源	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	河北金力	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	辽源鸿图	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	中科科技	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	东丽	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
日本人隔膜企业	旭化成	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	住友化学	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
韩国隔膜企业	W-Scope	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «
	SKI	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «	« « « « « « « « « «

资料来源：GGII，观研产经研究院，B3，各公司公告浙商证券研究所整理

3.4. 设备：绑定设备龙头，掌握整合调试能力

隔膜设备的关键在于设备与工艺的适配。恩捷与全球隔膜设备龙头制钢所深度绑定十年有余，与制钢所共同研发设备并自主掌握产线整合调试能力，设备精密度和工艺适配性领先行业，单线有效产出高，单平投资成本低。

表 11：优质设备联合顶尖的产线整合调试能力，设备优势明显

公司	设备供应商	供应商介绍	设备设计/整合/调试能力
恩捷股份	日本制钢所	世界领先的机械制造商，提供全球顶尖的挤出、流延铸片、双向拉伸设备。注重设备精密程度，产品的良品率较高。	与制钢共同研发设计产线，掌握自主知识产权，具有产线整合与自主调试迭代能力。
星源材质	德国布鲁克纳	全球领先的薄膜设备制造商，擅长制造薄膜挤出与拉升设备。设备具有大幅宽和高车速的优势。	掌握干湿法设备的设计和整合能力。
中材科技	中国大橡塑、法国 ESSOP	大橡塑为国内橡胶塑料机械设备专业供应商，擅长吹塑和拉升设备。Essop 擅长双向塑料薄膜生产线的生产。	国内外设备混用，具有一定的设备整合和调试能力
湖南中锂（中材）	日本东芝	传统隔膜龙头旭化成设备供应商，设备精密度高。供应整套设备，调试较为容易	全套引进日本先进的生产线和检测设备。
苏州捷力（恩捷）	日本制钢所	-	由恩捷协助
重庆纽米（恩捷）	日本制钢所	-	由恩捷协助
辽源鸿图	韩国明胜	产品精度较高，但设备集成能力较弱。	具有一定的设备整合和调试能力
沧州明珠	日本国际先进同步企业	-	具有一定的设备整合和调试能力

资料来源：各公司公告，中国储能网，浙商证券研究所整理

表 12：单线产能领先行业，单平投资成本低

公司名称	项目名称	单线产能 (万平)	单线投资额 (亿元)	单平设备投资额 (元/平)
恩捷股份	珠海恩捷一期 8-13 条生产线	8340	1.80	2.70
	珠海恩捷第二期	8325	2.25	3.38
星源材质	年产 3.6 亿平湿法隔膜项目	4500	1.50	4.44
	年产 20000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目	10000	1.52	2.03
中材科技	山东滕州一期 2.4 亿平米锂电池隔膜生产线项目	6000	2.02	4.82
金冠股份	年产 2.7 亿平米湖州锂离子电池隔膜生产基地建设项目	6750	3.04	6.44
沧州明珠	年产 10500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目	3500	1.37	5.58

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所整理

备注：单线产能=规划产能/规划产线数；单平设备投资额=单线投资额/单线预计出货量；单线预计出货量=单线规划产能*各公司直通率；此处假设恩捷股份直通率为 80%；星源材质直通率为 75%；其余隔膜厂商直通率为 70%。

4. 边际增长点：铝塑膜为新增长点，前瞻布局领航未来

市场空间：铝塑膜主要运用于具有高能量密度高安全性的软包电池，随着软包技术的逐步成熟以及半固态电池的发展，铝塑膜需求放量将至。基于我们对锂电电池需求的预测，我们假设 25 年软包动力电池渗透率达 35%，铝塑膜单耗维持 120 万平/GWH 不变；25 年软包 3C 电池渗透率达 85%，单耗维持 150 万平/GWH 不变。我们预计 25 年铝塑膜需求将达 10.57 亿平，5 年 CAGR45%+。

表 13：铝塑膜需求放量在即，25 年 10.57 亿平，5 年 CAGR45%+

项目	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球动力电池需求量	GWH	178.5	396.4	625.1	896.1	1253.3	1719.1
软包动力电池渗透率	%	12%	15%	20%	25%	30%	35%
软包动力电池需求量	GWH	21	59	125	224	376	602
软包动力电池铝塑膜单耗	万平/GWH	120	120	120	120	120	120
动力电池铝塑膜需求量	亿平	0.26	0.71	1.50	2.69	4.51	7.22
全球 3C 电池需求量	GWH	103	127	152	183	219	263
软包 3C 电池渗透率	%	80%	81%	82%	83%	84%	85%
软包 3C 电池需求量	GWH	83	103	125	152	184	223
软包 3C 电池铝塑膜单耗	万平/GWH	150	150	150	150	150	150
3C 电池铝塑膜需求量	亿平	1.24	1.54	1.87	2.27	2.76	3.35
全球铝塑膜需求合计	亿平	1.50	2.25	3.37	4.96	7.27	10.57

资料来源：新纶科技公告，浙商证券研究所测算

盈利测算：公司 21 年 6 月公告扩产铝塑膜 2.8 亿平，累计规划产能超 4 亿平。铝塑膜业务技术壁垒高，验证周期长，公司凭借其在膜类材料中的技术优势，在该领域需求和产能布局尚未放量时前瞻布局，具有一定的先发优势。**量：**我们预计公司 24 年全球铝塑膜市占率约 40%，对应出货约 3 亿平。**价：**wind 数据显示，当前 3C 端铝塑膜售价约 23.5 元/平，动力端铝塑膜售价约 35 元/平，我们预计随着技术的进步与产能的不断释放，铝塑膜综合售价降逐步下降至 20 元/平左右。**盈利能力：**由于铝塑膜行业的高技术壁垒，当前其毛利率维持在 30%+，高端动力铝塑膜的毛利率更是高达 50%+。恩捷股份凭借其深厚的技术积累以及优异的精细化管理能力，我们预计其将拥有高于行业利润率水平；参考其在隔膜领域的净利率情况，我们认为其铝塑膜量产后净利率将达 30%左右。基于以上假设，我们以售价 20 元/平，净利率 30%为中值对其铝塑膜业务的盈利进行弹性测算，在中值情况下将为公司带来 18 亿净利润。

表 14：铝塑膜盈利能力弹性测算表（单位：亿元）

净利率（%）/铝塑膜售价 （元/平）	12	14	16	18	20	22	24	26	28
22.00%	7.92	9.24	10.56	11.88	13.2	14.52	15.84	17.16	18.48
24.00%	8.64	10.08	11.52	12.96	14.4	15.84	17.28	18.72	20.16
26.00%	9.36	10.92	12.48	14.04	15.6	17.16	18.72	20.28	21.84
28.00%	10.08	11.76	13.44	15.12	16.8	18.48	20.16	21.84	23.52
30.00%	10.8	12.6	14.4	16.2	18	19.8	21.6	23.4	25.2
32.00%	11.52	13.44	15.36	17.28	19.2	21.12	23.04	24.96	26.88
34.00%	12.24	14.28	16.32	18.36	20.4	22.44	24.48	26.52	28.56
36.00%	12.96	15.12	17.28	19.44	21.6	23.76	25.92	28.08	30.24
38.00%	13.68	15.96	18.24	20.52	22.8	25.08	27.36	29.64	31.92

资料来源：浙商证券研究所测算

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

出货量假设：全球头部电池厂商均为公司客户，公司订单充足供不应求，我们假设公司满产满销，出售产品种类根据下游客户需求出货，涂覆膜占不断提升。

表 15：各品类隔膜出货量假设（单位：万平）

客户类型	隔膜类型	2019	2020	2021E	2022E	2023E
国内客户	基膜半成品	39200	55000	119448	147000	134832
	基膜成品	9500	31000	65000	71500	83025
	涂覆膜	13338	15000	60000	186856	349669
海外客户	基膜成品	13000	20000	25000	32350	42208
	涂覆膜	4000	9000	31000	56500	84750
出货合计		79038	130000	300448	494206	694483
涂覆膜占比		22%	18%	30%	49%	63%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所测算

售价假设：各类隔膜价格总体呈现下降趋势，2022 年优质隔膜供不应求，我们假设国内隔膜价格上升 10%，海外订单由于签订价格年降协议，售价年降 10%。

表 16：各品类隔膜售价假设（单位：元/平）

客户类型	隔膜类型	2019	2020	2021E	2022E	2023E
国内客户	基膜低价品	1.74	1.24	1.24	1.30	1.20
	基膜高价品	2.00	1.76	1.76	1.85	1.66
	涂覆膜	-	2.50	2.50	2.75	2.34
海外客户	基膜高价品	4.00	3.52	3.24	2.91	2.62
	涂覆膜	-	7.05	6.35	5.71	5.14

资料来源：公司年报，浙商证券研究所测算

成本假设：四大优势促进降本，隔膜成本整体成下降趋势，2021 年起在线涂覆技术开始规模使用，技术调试优化后，涂覆膜成本下降 20%。

表 17：各品类隔膜成本假设（单位：元/平）

隔膜类型	2019	2020	2021E	2022E	2023E
基膜低价品	0.82	0.78	0.70	0.68	0.66
基膜高价品	1.08	0.88	0.75	0.73	0.69
涂覆膜	1.29	1.34	1.07	0.96	0.92

资料来源：公司年报，浙商证券研究所测算

表 18：恩捷股份 2019-2023 细分业务营收拆分

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
隔膜业务	营业收入（亿元）	19.52	28.91	61.70	110.63	145.22
	yoy	-	48%	113%	79%	31%
	毛利（亿元）	11.65	14.49	36.84	69.64	87.91
	毛利率	60%	50%	60%	63%	61%
BOPP 烟膜&BOPP 平膜	营业收入（亿元）	6.06	5.73	6.59	7.24	7.97
	yoy	-	-5%	15%	10%	10%
	毛利（亿元）	1.23	1.04	1.32	1.45	1.59
	毛利率	20%	18%	20%	20%	20%
铝塑膜	营业收入（亿元）	-	-	2.00	4.00	8.00
	yoy	-	-	-	100%	100%
	毛利（亿元）	-	-	0.2	0.6	1.6
	毛利率	-	-	10%	15%	20%
无菌包装	营业收入（亿元）	2.89	4.04	4.44	4.88	5.37
	yoy	-	40%	10%	10%	10%
	毛利（亿元）	0.70	0.93	1.02	1.12	1.24
	毛利率	24%	23%	23%	23%	23%
特种纸	营业收入（亿元）	1.29	1.75	1.92	2.11	2.33
	yoy	-	36%	10%	10%	10%
	毛利（亿元）	0.26	0.35	0.38	0.42	0.47
	毛利率	21%	20%	20%	20%	20%
烟标	营业收入（亿元）	1.17	1.29	1.42	1.56	1.72
	yoy	2%	10%	10%	10%	10%
	毛利（亿元）	0.54	0.64	0.71	0.78	0.86
	毛利率	46%	50%	50%	50%	50%
其他	营业收入（亿元）	0.67	1.12	1.23	1.36	1.49
	yoy	-	68%	20%	15%	10%
	毛利（亿元）	(0.09)	0.81	0.49	0.41	0.45
	毛利率	-	73%	40%	30%	30%
合计	营业收入（亿元）	31.60	42.83	79.30	131.79	172.09
	yoy	-	36%	85%	66%	31%
	毛利（亿元）	14.29	18.26	40.96	74.42	94.11
	毛利率	45%	43%	52%	56%	55%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所测算

5.2. 可比公司估值

相对估值比较: 公司为锂电中游材料的隔膜龙头企业, 因此选取具有相同业务的星源材质、锂电中游材料龙头公司: 天赐材料、当升科技、璞泰来作为可比公司。2021-2023年可比公司平均 PE 分别为 82.23/50.67/36.05, 平均 ROE 水平在 18.89%/21.81%/22.76%; 恩捷股份未来三年 ROE 与 P/E 均高于行业平均。

表 19: 锂电板块可比公司 2021-2023 盈利及估值对比 (基于 Wind 一致预期, 股价取 2021 年 10 月 29 日收盘价)

简称	净利润 (亿元)			销售收入 (亿元)			P/E			ROE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
星源材质	3.08	5.92	9.57	17.68	26.47	39.48	133.86	69.63	43.06	8.45%	12.53%	16.93%
天赐材料	22.28	36.83	46.59	95.87	162.88	219.16	70.72	42.78	33.82	34.36%	37.56%	33.53%
当升科技	8.21	10.59	13.83	69.63	102.21	137.11	49.05	38.00	29.11	17.04%	18.16%	19.38%
璞泰来	16.40	23.61	32.31	88.53	128.38	177.20	75.30	52.29	38.22	15.73%	18.98%	21.21%
平均值							82.23	50.67	36.05	18.89%	21.81%	22.76%
恩捷股份	25.21	49.98	61.56	79.30	131.79	172.09	102.56	51.73	42.00	19.51%	29.71%	27.16%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.3. 投资建议

预计恩捷股份 2021-2023 年归母净利润将达 25.21/49.98/61.56 亿元, 对应 EPS2.84/5.64/6.95 元/股, 三年同比增长 112%/98%/23%, 2020-2023 年业绩复合增长率 73%, 高出市场一致预期约 2%。2021 年 10 月 29 日股价对应估值 103/52/42 倍。我们认为恩捷股份估值仍处于合理偏下水平的的原因主要有以下几点: 1) 隔膜为锂电中游材料壁垒最高, 竞争格局最好环节, 恩捷股份龙头地位稳固; 2) 隔膜价格连续多年下降, 22 年供需转紧价格有望触底反弹, 不存在价格大幅回落量升利减的逻辑; 3) 恩捷股份前瞻布局铝塑膜领域, 即将引来第二增长曲线, 并增强公司未来业绩确定性。因此, 我们给予公司 2022 年 65 倍 PE, 对应 2022 年目标价 366.60 元/股, 上涨空间 27%, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

下游新能源车销量、光伏储能配套量不及预期：新能源车产销与光伏新增储能配套量，是中游锂电材料成长的核心驱动力，若整体市场的电动化与储能锂电化趋势不及预期，将对公司的成长性造成较大影响。

竞争加剧，市场份额拓展不及预期：隔膜供需转紧，价格底部企稳有望反弹，部分石化公司进军隔膜领域，新进入者产能释放后或将加剧市场竞争，恶化市场竞争格局。

固态电池量产时间大幅提前，降本速度超预期：纯固态电池采用固态电解质，将不再使用隔膜；若其大幅量产，且成本、性能等各项指标均优于现有液态电池，将大幅冲击动力以及3C端锂电隔膜需求。

铝塑膜量产进度、动力端客户拓展不及预期：公司铝塑尚处于起步阶段，目前仅有少量3C端产品出货。动力端产品尚未进入量产阶段，由于动力铝塑膜对产品质量要求严格，公司产品验证能否通过尚且存在不确定性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8708	8844	13285	19006
现金	2375	1695	2050	4233
交易性金融资产	1341	447	596	794
应收账款	3108	4094	6997	9358
其它应收款	11	19	32	42
预付账款	181	439	656	892
存货	1157	1616	2361	3131
其他	537	535	593	555
非流动资产	11864	15154	17522	20054
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3	5	5	5
固定资产	8421	11198	13667	16150
无形资产	462	585	686	811
在建工程	1628	1446	1215	1032
其他	1350	1920	1949	2056
资产总计	20572	23998	30807	39059
流动负债	4290	4800	6515	8051
短期借款	1796	1799	2088	1894
应付款项	1167	1730	2647	3676
预收账款	8	21	32	39
其他	1320	1251	1748	2442
非流动负债	4687	4952	4893	5081
长期借款	2667	3378	3378	3378
其他	2020	1574	1515	1703
负债合计	8976	9752	11408	13132
少数股东权益	493	632	787	1160
归属母公司股东权	11103	13614	18611	24767
负债和股东权益	20572	23998	30807	39059
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1055	1674	3563	6241
净利润	1250	2660	5152	6529
折旧摊销	562	596	779	964
财务费用	189	305	328	317
投资损失	(9)	(7)	(6)	(7)
营运资金变动	548	(467)	(1914)	(684)
其它	(1486)	(1413)	(775)	(876)
投资活动现金流	(5276)	(2102)	(3326)	(3660)
资本支出	(3570)	(3190)	(3015)	(3261)
长期投资	1	(1)	(0)	0
其他	(1706)	1089	(310)	(399)
筹资活动现金流	5560	(252)	118	(398)
短期借款	(875)	3	290	(194)
长期借款	699	711	0	0
其他	5735	(967)	(172)	(204)
现金净增加额	1339	(680)	355	2183

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4283	7930	13179	17209
营业成本	2457	3834	5737	7798
营业税金及附加	32	55	84	120
营业费用	56	145	231	281
管理费用	156	365	533	705
研发费用	178	344	589	743
财务费用	189	305	328	317
资产减值损失	(18)	(27)	(77)	(77)
公允价值变动损益	11	4	5	6
投资净收益	9	7	6	7
其他经营收益	140	117	126	128
营业利润	1391	3037	5890	7464
营业外收支	(4)	3	(2)	(3)
利润总额	1388	3040	5888	7461
所得税	138	380	736	933
净利润	1250	2660	5152	6529
少数股东损益	60	140	155	373
归属母公司净利润	1190	2521	4998	6156
EBITDA	2164	3933	6985	8729
EPS (最新摊薄)	1.34	2.84	5.64	6.95
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	35.56%	85.14%	66.19%	30.58%
营业利润	23.57%	118.34%	93.92%	26.71%
归属母公司净利润	30.35%	111.84%	98.26%	23.17%
获利能力				
毛利率	42.63%	51.66%	56.47%	54.69%
净利率	29.19%	33.55%	39.09%	37.94%
ROE	14.44%	19.51%	29.71%	27.16%
ROIC	8.72%	14.58%	21.62%	21.83%
偿债能力				
资产负债率	43.63%	40.64%	37.03%	33.62%
净负债比率	55.58%	56.95%	51.86%	43.58%
流动比率	2.03	1.84	2.04	2.36
速动比率	1.76	1.51	1.68	1.97
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.36	0.48	0.49
应收帐款周转率	2.06	2.57	2.86	2.56
应付帐款周转率	5.76	5.75	5.25	4.94
每股指标(元)				
每股收益	1.34	2.84	5.64	6.95
每股经营现金	1.19	1.89	4.02	7.04
每股净资产	12.52	15.36	21.00	27.95
估值比率				
P/E	217.26	102.56	51.73	42.00
P/B	23.30	18.99	13.89	10.44
EV/EBITDA	59.11	66.98	37.68	29.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>