

# 恩捷股份 (002812.SZ)

## 买入(首次评级)

### 扩产进度快于预期，湿法龙头格局稳固

当前价格： 201.55 元  
 目标价格： 302 元

#### 投资要点：

➤ **推荐逻辑。**公司是湿法隔膜行业龙头，在动力电池和储能快速增长的情况下，充分享受行业带来的β属性，基于自身产能、工艺带来的优势，相对同行具备更高的α，产能和隔膜价格超预期将成为直接催化因素。公司在稳定湿法隔膜领域的同时，横向扩展铝塑膜和干法隔膜，有望为公司带来更高的边际收益。

➤ **全球汽车电动化势头已无法阻挡，高成长性以及较高的确定性赋予了全产业链足够的β属性。**全球罕见地就新能源汽车的发展达成共识，受未来新能源汽车的渗透率快速提升以及储能放量的影响，锂电池、锂电池材料、上游原料等全产业链均处于持续高增的状态。

➤ **隔膜行业格局优异，龙头将充分享受高成长红利。**隔膜行业竞争格局优异，公司通过设备、工艺等优势实现产能快速扩张并降本增利，市占率50%，形成隔膜行业一超多强格局。同时，供需关系趋紧带来价格改善，在新能源汽车和储能快速增长的情况下，隔膜行业作为高β行业，公司得以充分享受到高成长红利。

➤ **两大边际增长点不容忽视。**公司在线涂覆产能的扩张和导入，在一定程度上进一步获取涂覆客户，降低涂覆环节的潜在成本，提升单平利润，强化公司的核心竞争力。此外，横向发展铝塑膜和干法隔膜有望为公司带来边际收益。

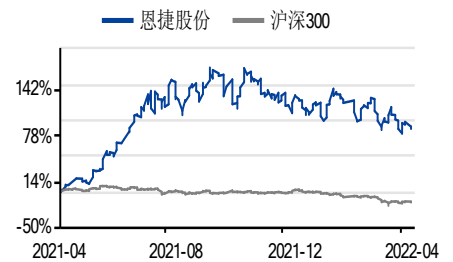
➤ **盈利预测：**我们预计2022-2024年公司营业收入为144/202/267亿元，归母净利润54/80/105亿元，对应当前估值分别为33/22/17倍。鉴于公司作为隔膜板块龙头，充分享受行业高成长红利，业绩有望迎来量价齐升，给予公司2022年50倍PE，对应目标价302元，有50%上行空间，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**新能源汽车销量不及预期风险、固态电池进度加快风险、公司扩产进度不及预期风险、宏观经济和政策风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	892/742
流通A股市值 (百万元)	149,800
每股净资产 (元)	15.44
资产负债率 (%)	44.35
一年内最高/最低 (元)	319.00/110.90

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 林荣运  
 执业证书编号：S0210514110001  
 电话：021-20655167  
 邮箱：LRY7093@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 《电力设备及新能源定期周报:上游涨价不改下游韧性，新能源逻辑持续向好》— 2022.03.20
- 《电力设备及新能源定期周报:上游原料持续上涨，长协价格暂时可控》— 2022.03.13
- 《新能源之动力电池中游篇:涨价预期高企，重点关注未来隔膜行业投资机会》— 2021.10.08

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,283	7,982	14,440	20,202	26,707
增长率 (%)	35.56	86.37	80.90	39.90	32.20
净利润 (百万元)	1,116	2,718	5,401	7,991	10,492
增长率 (%)	31.27	143.60	98.75	47.95	31.30
EPS (元/股)	1.34	3.05	6.05	8.95	11.76
PE	160.17	66.18	33.29	22.47	17.12
PB	16.09	13.00	11.76	8.41	6.39

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设

**假设 1:** 新能源汽车加速放量带动锂电池材料需求大幅上涨，预计 2025 年全球新能源车渗透率达到 18%（对应新能源车销量约 2300 万辆）；到 2030 年，渗透率提升至 40%以上（对应新能源车销量超 4000 万辆），复合增速超 20%。

**假设 2:** 公司扩产计划稳步进行，产能爬坡加快，我们预测公司 2022 年-2024 年隔膜总体销量分别为 53/80/115 亿平米，毛利率随着工艺改善和在线涂覆的应用走高，分别为 53%/56%/57%。

**假设 3:** 国内整体隔膜市场供需趋紧，未来国内隔膜价格因供需关系紧张上行，随着海外大单的签订，海外供货占比小幅上升，但海内外价差收窄。

### 我们区别于市场的观点

软包电池扩产加速的情况下，铝塑膜的需求快速增长，当前铝塑膜的毛利在 30%以上，市场潜力较大，我们看好铝塑膜国产化率的快速提升，公司布局铝塑膜有望占据较为充足的国内份额。同时，磷酸铁锂电池占比提升以及未来几年储能的快速放量将带来干法隔膜市场价值的进一步提升，公司在稳定湿法隔膜地位的同时反向介入干法隔膜，也有望为公司带来边际创收。

### 股价上涨的催化因素

产线投产和调试进度快于预期，隔膜价格底部反弹。

### 估值和目标

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 145/201/282 亿元，归母净利润 53/79/112 亿元，对应当前估值分别为 34/22/16 倍。鉴于公司作为隔膜板块龙头，充分享受行业高成长红利，业绩有望迎来量价齐升，给予公司 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 302 元，有 50%上行空间，给予“买入”评级。

### 风险提示

新能源汽车销量不及预期风险、固态电池进度加快风险、公司扩产进度不及预期风险、宏观经济和政策风险。

## 正文目录

一、	公司概况：锂电池湿法隔膜龙头稳固 .....	5
1.1	膜类材料起家，抓住湿法隔膜国产化浪潮 .....	5
1.2	股权结构清晰稳定，暂未出现实控人大规模减持 .....	5
1.3	盈利能力强大，业绩成长性凸显 .....	6
二、	高成长性给予行业充足的 $\beta$ 属性 .....	7
2.1	行业高速增长的主要底气来源于新能源汽车 .....	7
2.2	高 $\beta$ 属性之下，湿法隔膜行业格局优异 .....	10
2.3	动力电池向上，供需格局趋紧 .....	12
三、	高产能叠加工艺优化创造公司 $\alpha$ 属性 .....	15
3.1	工艺优化，良品率领先行业 .....	15
3.2	绑定设备商，扩产不确定性大幅降低 .....	16
3.3	加速扩产，配套优质客户 .....	16
四、	两大边际增长点不容忽视 .....	17
4.1	在线涂覆契合行业特性，持续降本增利 .....	17
4.2	横向外延，铝塑膜+干法隔膜有望获得边际创收 .....	17
4.2.1	铝塑膜国产化助力公司边际创收 .....	17
4.2.2	反向涉足干法隔膜，享受储能行业增长 .....	17
五、	盈利预测与估值 .....	17
5.1	关键经营假设和拆分 .....	17
5.2	盈利预测和估值 .....	18
六、	风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司股权结构 .....	5
图表 3：股东减持情况 .....	6
图表 4：2013-2021 年 Q3 营业收入 .....	6
图表 5：2013-2021 年 Q3 净利润 .....	6
图表 6：公司主营业务构成 .....	7
图表 7：2013 年-2021 年 Q3 毛利率和净利率 .....	7
图表 8：公司分业务毛利 .....	7
图表 9：国内新能源汽车月度销量 .....	8
图表 10：新能源汽车季度渗透率 .....	8
图表 11：欧洲新能源汽车销量 .....	8
图表 12：美国新能源汽车销量 .....	8
图表 13：2025 年全球新能源汽车销量预期 .....	9
图表 14：中国储能市场装机量预测 .....	9
图表 15：2021-2025 年锂电池装机需求 .....	10
图表 16：中国隔膜出货量 .....	10
图表 17：隔膜类型占比 .....	10
图表 18：干、湿法隔膜性能比较 .....	11
图表 19：涂覆膜种类和性能特点比较 .....	11
图表 20：2020 年湿法隔膜市占率 .....	12
图表 21：2021 年 H1 湿法隔膜市占率 .....	12

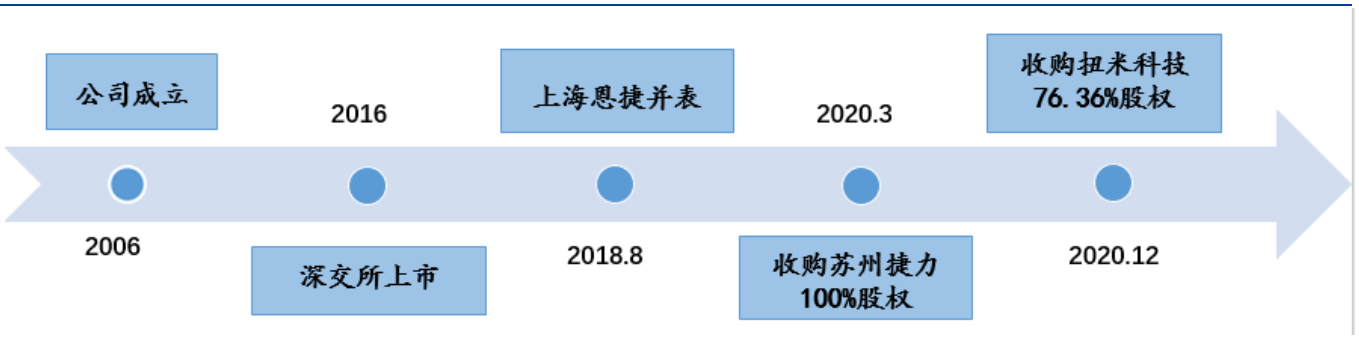
图表 22: 2020 年干法隔膜市占率 .....	12
图表 23: 2021 年 H1 干法隔膜市占率 .....	12
图表 24: 隔膜企业扩产计划 .....	13
图表 25: 一线电池厂产能扩产计划 .....	13
图表 26: 隔膜供需关系 .....	14
图表 27: 隔膜价格 .....	15
图表 28: 良品率对比 .....	15
图表 29: 单平投资额 .....	16
图表 30: 下游客户情况 .....	16
图表 31: 公司业务拆分 .....	18
图表 32: 财务预测摘要 .....	20

## 一、公司概况：锂电池湿法隔膜龙头稳固

### 1.1 膜类材料起家，抓住湿法隔膜国产化浪潮

公司早年以包装膜和包装印刷业务起家，2018年湿法隔膜业务并入上市公司，逐步成为现在的主营业务。公司于2006年成立，2011年完成股改，2016年9月在深交所上市。2018年，公司收购上海恩捷90.08%的股权，公司主营业务正式切换为湿法隔膜，后续通过成立无锡恩捷，收购苏州捷力、江苏扭米等公司股权，进一步扩大公司产能，奠定其在湿法隔膜行业的地位。

图表 1：公司发展历程



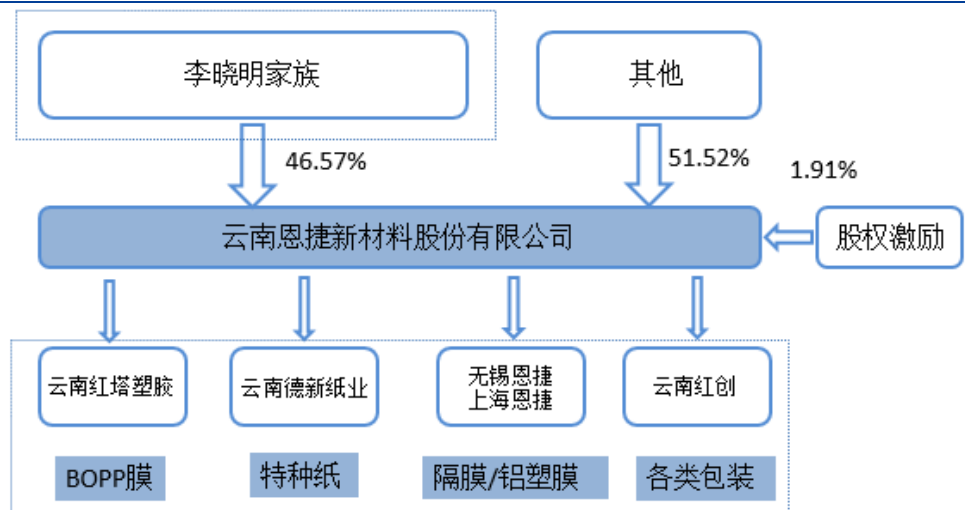
数据来源：公开资料、华福证券研究所

2015年之前隔膜国产化率仅为40%，随着全球新能源汽车高速发展，2018年以后隔膜国产化率快速提升，至今已达95%左右。公司2015年第一条产线试生产，收购上海恩捷之后，业务发展方向明确，通过提升市占率及降本升利，奠定隔膜龙头的地位，可谓搭乘东风、扶摇直上。

### 1.2 股权结构清晰稳定，暂未出现实控人大规模减持

公司股权结构清晰，实际控制人为李晓明家族。李晓明家族直接或间接持有恩捷股份46.57%股权，股权集中度高，股权结构清晰。

图表 2：公司股权结构



数据来源：公司公告、华福证券研究所

近3年，公司家族成员、董事和创投企业存在减持行为，主因系个人资金需要和创投退出行为，未出现其它机构大额减持的情况，股权结构保持稳定。

图表 3：股东减持情况

时间	数量	占比	减持方
2021年11月	2200万股	2.47%	家族成员
2020年11月	878万股	1.00%	家族成员
2019年12月	1699万股	2.11%	董事
2019年9月	244万股	0.30%	董事
2018年3月	273万股	2.00%	创投企业
2018年1月	136万股	1.00%	创投企业
合计	5430万股	8.88%	

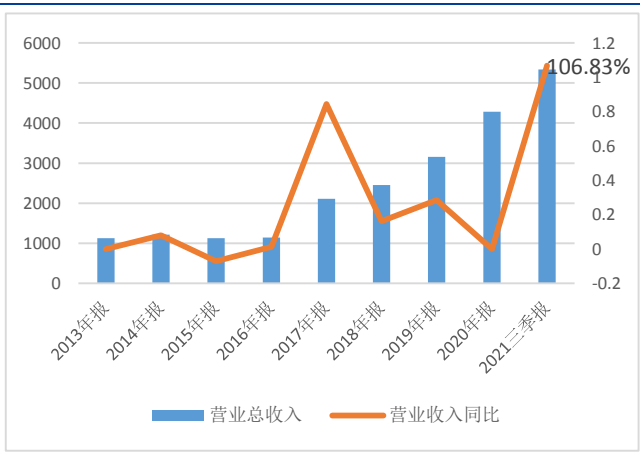
数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 1.3 盈利能力强大，业绩成长性凸显

伴随新能源汽车销量的高速增长，公司2018年以后营收和净利润增速进入快车道。公司2018-2020年营业收入分别为24.6/31.6/42.8亿元，3年复合增速32%，归母净利润分别为5.2/8.5/11.2亿元，复合增速为46.8%。

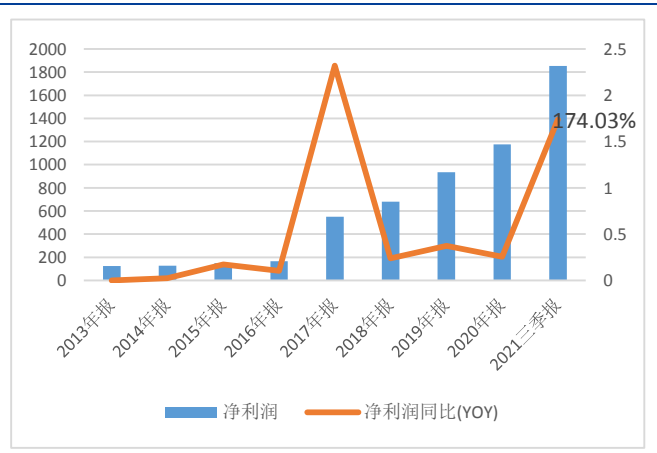
根据2021年业绩快报显示，公司2021年实现归母净利润27.2亿，同比增长143%，环比增长36.4%，公司业绩再超市场预期，总体盈利能力快速提升，显示出强大的成长性。

图表 4：2013-2021 年 Q3 营业收入



数据来源：wind、华福证券研究所

图表 5：2013-2021 年 Q3 净利润

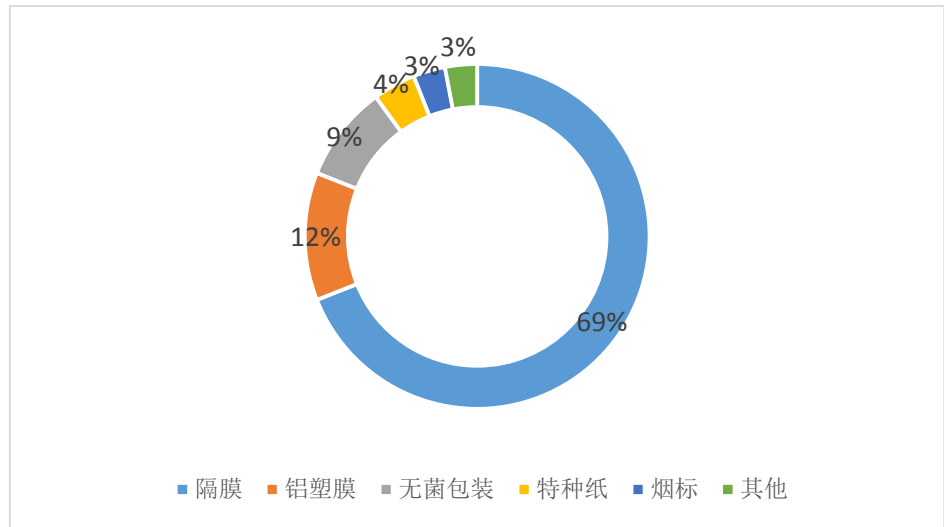


数据来源：wind、华福证券研究所

锂电池隔膜为公司营收的主要来源，占比近70%。公司主营业务包括锂电池隔膜（主要为湿法隔膜）、传统膜类业务（包括烟标、特种纸、无菌包装等），后续部分新业务也将在公司发展发挥重要角色（包括铝塑膜、干法隔膜等）。其中，2020年隔膜类业务营收28.9亿元，占比近70%。公司自2018年将上海恩捷并表后已经成功转型为锂电池材料供应商。



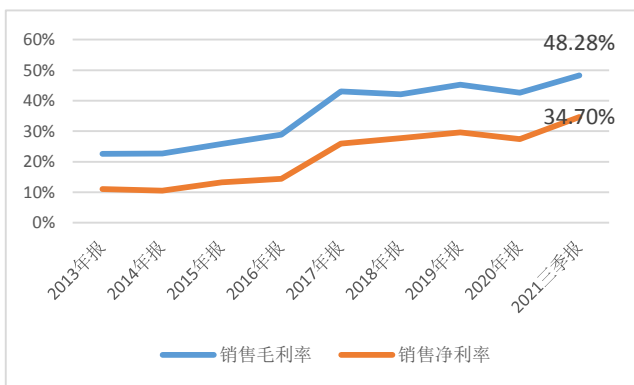
图表 6：公司主营业务构成



数据来源：wind、华福证券研究所

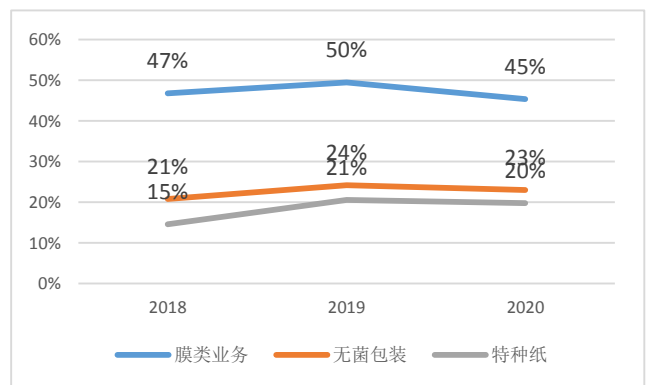
公司锂电池隔膜业务毛利率和净利率显著高于同行业并稳步走高。2021 年 Q3 公司毛利率达 48.28%，净利率达 34.7%，凸显公司强大的盈利能力。从分业务毛利来看，传统业务的毛利在 20%左右，高毛利的膜类业务拉动公司整体盈利能力。

图表 7：2013 年-2021 年 Q3 毛利率和净利率



数据来源：wind、华福证券研究所

图表 8：公司分业务毛利



数据来源：wind、华福证券研究所

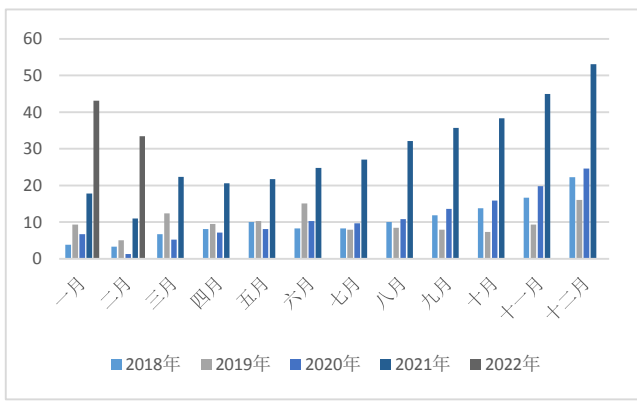
## 二、高成长性给予行业充足的β属性

### 2.1 行业高速增长的主要底气来源于新能源汽车

国内外新能源汽车产销两旺，渗透率再创新高。2021 年中国新能源汽车继续保持产销两旺，全年渗透率约 13.4%，再创新高。其中四季度渗透率超 20%，市场逻辑已经从政策转向市场驱动。一个行业渗透率超过 10%会进入一个加速阶段，未来 5-10 年新能源市场的增速将显著提升，巨大的需求保证了行业的成长性。

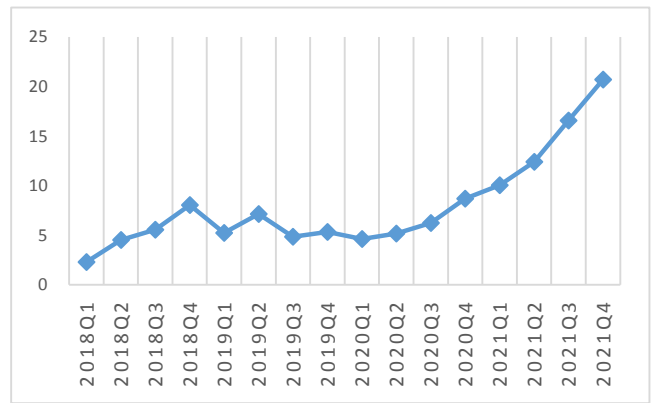
2022 年 1-2 月，国内新能源汽车销量 76.5 万辆，同比增长 1.5 倍，单月环比降幅处于近几年低位，开局淡季处于相对有利的局面，提振市场对完成全年 550 万辆预期目标的信心。

图表 9：国内新能源汽车月度销量（万辆）



数据来源：中汽协、华福证券研究所

图表 10：新能源汽车季度渗透率（%）

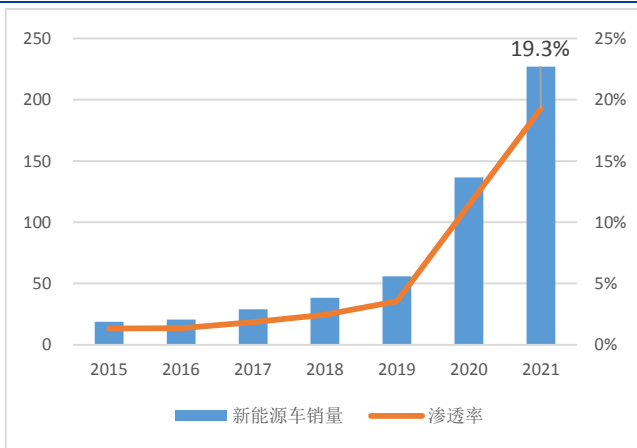


数据来源：中汽协、华福证券研究所

**欧洲新能源汽车同比高增，美国或为新增长点。**从海外来看，中国高速增长的同时，欧洲的新能源汽车销量同比保持高增，叠加欧洲严厉的碳排放政策以及持续推进新能源补贴计划，欧洲新能源车中短期内销量连续超预期。2021 年欧洲新能源汽车销量 227 万辆，总体渗透率达到 19.3%，多个国家渗透率均超过 20%。

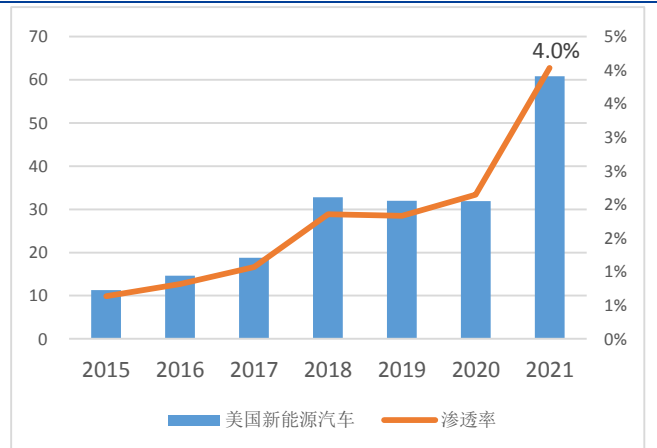
在中国和欧洲新能源汽车爆发式增长的同时，美国也逐步认识到新能源车的重要性，美国总统拜登在 21 年 8 月初签署行政令，给美国新能源车产业设定一项目标：2030 年实现美国境内一半新售汽车为可“零排放”汽车，包括蓄电池电动车、插电式混合动力车、燃料电池车。

图表 11：欧洲新能源汽车销量（万辆）



数据来源：ACEC、华福证券研究所

图表 12：美国新能源汽车销量（万辆）



数据来源：Marketline、华福证券研究所

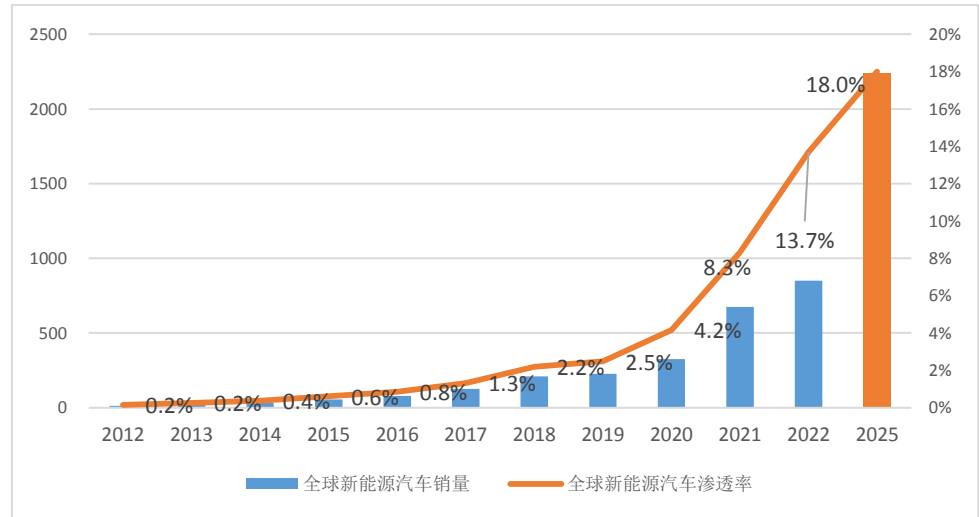
当前美国的新能源汽车渗透率大约只有 4%，拜登给出的目标是到 2030 年渗透率达到 50%，年均增幅在 5% 以上，这是一个极快的增长速度，未来有望给新能源汽车市场增速注入强大的动力。

**新能源车销量预期不断抬升，给予行业高β属性。**当前时点看，虽然上游原材料价格因供需关系趋紧导致大幅上涨，叠加补贴退坡等因素，影响了下游电池和整车企业的利润，但从 2020 年一季度产业链排产情况可以看到新能源车下游韧性十足，未明显影响销量，行业确定性暂未受到影响。



未来 5-10 年，新能车的稳定高增或将持续，长期空间被打开，而新能车销量和渗透率的大幅上行是新能车以及电池产业链业绩高速增长的底气之一。预期到 2025 年，全球新能源车渗透率达到 18%（对应新能源车销量约 2300 万辆），至 2030 年，受传统燃油车禁售、汽车智能化普及等影响，预计渗透率加速提升，全球新能源车渗透率有望超 40%（对应新能源车销量达超 4000 万辆），复合增速仍有 20%。

**图表 13：2025 年全球新能源汽车销量预期（万辆）**



数据来源：EV VOLUMES、EVTank 华福证券研究所

**新能源汽车叠加储能放量大幅推升锂电池需求。**新能源汽车高景气度的持续，带动了动力电池的旺盛需求。以目前的动力电池产量，预计到 2022 年动力电池供需就达到了紧平衡关系。从当前的数据上看，并没有很严重的供不应求，但电池产能结构性不足，高端供应紧张、低端产能过剩现象较为严重，2023 年后动力电池的供需紧张的状况将更加严重。

储能产业的发展能大幅带动磷酸铁锂电池的装机量（储能电池对成本敏感性较高，目前三元电池性价比比较低，未来钠离子电池有望成为新一代的储能电池）。预计到 2023 年，国内储能装机量会达到 210GW，海外储能装机将达到 234GW，累计装机量 444GW。

**图表 14：中国储能市场装机量预测（GW）**

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
海外市场	17	44	83	144	234
国内市场	15	40	70	112	210
合计	32	84	153	254	444

数据来源：GGII、华福证券研究所

预计到 2025 年，预计锂电池总体装机需求在高速增长的新能源车和储能的带动下将达到 1891GW。

**图表 15：2021-2025 年锂电池装机需求**

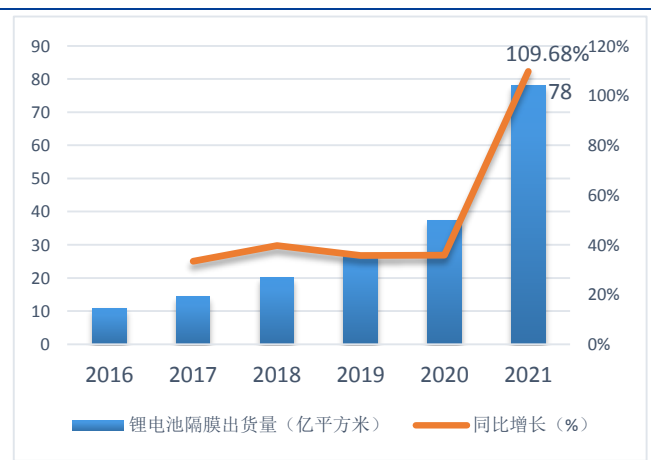
需求 (Gwh)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	296	480	700	960	1280
动力电池 YoY	119%	62%	46%	37%	33%
消费电池	81	87	95	100	105
消费电池 YoY	8%	8%	9%	5%	5%
储能电池	32	84	153	254	444
储能电池 YoY	20%	161%	60%	60%	60%
电动工具	11.0	13.2	15.2	17.5	20.1
电动工具 YoY	15%	20%	15%	15%	15%
两轮车	17.4	22.0	28.3	34.6	41.6
两轮车 YoY	41%	27%	29%	22%	20%
合计：装机需求	438	687	991	1366	1891
合计：装机需求 YoY	69%	57%	44%	38%	38%

数据来源：GGII、真理数据、华福证券研究所

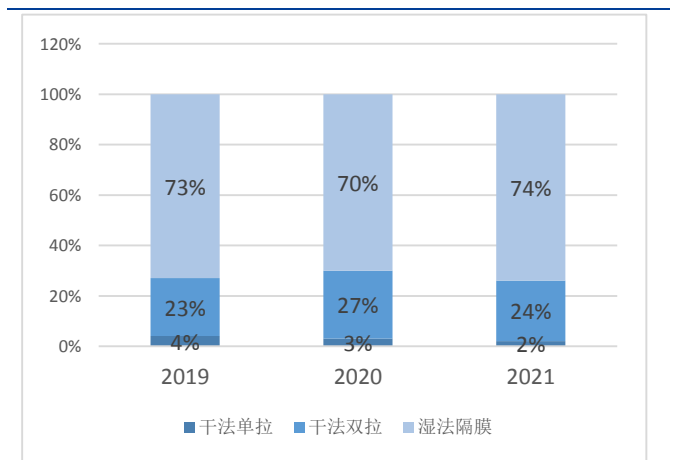
综合来看，全球罕见地就新能源汽车的发展达成共识，受未来新能源汽车的渗透率快速提升以及储能放量的影响，锂电池、锂电池材料、上游原料等全产业链均处于持续高增的状态。全球汽车电动化势头已无法阻挡，高成长性以及较高的确定性赋予了全产业链足够的 $\beta$ 属性。

## 2.2 高 $\beta$ 属性之下，湿法隔膜行业格局优异

干法转向湿法源于电池品质提升，低端车及储能稳住干法隔膜。占比 2021 年中国锂电隔膜合计出货量 78 亿平方米，同比增长超 100%。从行业选择来看，湿法隔膜仍占据主导地位，市场占比 74%；干法隔膜占比 24%，相对 2020 年的 27%略有萎缩。

**图表 16：中国隔膜出货量**


数据来源：GGII、华福证券研究所

**图表 17：隔膜类型占比**


数据来源：GGII、华福证券研究所

当前市场对动力电池品质需求较高，随着湿法隔膜和干法隔膜价差的不不断缩小，三元锂电池几乎全部使用是湿法隔膜，部分一线电池厂为了提升磷酸铁锂电池性能，在其磷酸铁锂电池上亦使用湿法隔膜。

从综合性能来看，湿法隔膜综合性能优于干法隔膜，其在一致性、拉升强度、抗穿刺等方面均有不小的优势。

**图表 18：干、湿法隔膜性能比较**

指标	湿法隔膜	干法隔膜
主要原料	聚乙烯 (PE)	聚丙烯 (PP)
拉升强度 (kg/cm <sup>2</sup> )	1500	150
抗穿刺 (gf)	600	250
厚度 (μm)	5 μm-30 μm	12 μm-30 μm
厚度一致性	较好	较差
孔隙一致性	较好	较差
热稳定性	较差	较好
生产工艺	难度较高	难度较低
应用领域	高端动力电池、3C 电池	中低端动力电池、3C 电池、储能电池等
成本	较高	较低
制备方式	化学	物理

数据来源：GGII、华福证券研究所

此外，湿法涂覆进一步提高隔膜性能，可提高隔膜热稳定性和穿刺强度，但价格也相对普通湿法隔膜高，目前多用于中高端车型。

**图表 19：涂覆膜种类和性能特点比较**

	种类	特点
无机涂布	陶瓷、勃姆石、氧化铝等	提升热稳定性，大幅提升湿法隔膜安全性能
有机涂布	PVDF、芳纶等	提升隔膜安全性能，提高耐腐蚀性，增加隔膜寿命
复合涂布	有机+无机符合涂布	提高隔膜安全性和循环寿命

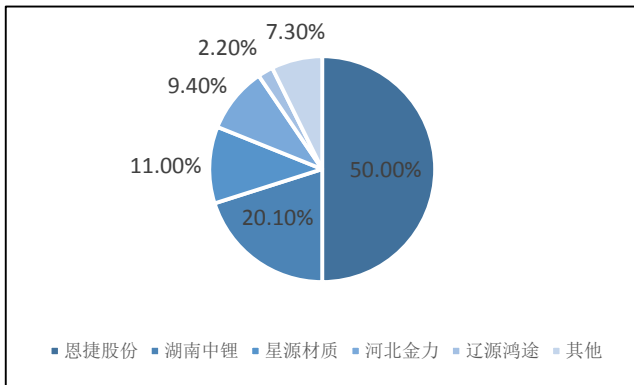
数据来源：GGII、华福证券研究所

综上，目前中低端磷酸铁锂车型多数使用干法隔膜，同时储能电池由于其成本要求较高，多数使用干法隔膜，未来隔膜行业有望形成动力电池拉动湿法及湿法涂覆隔膜增长、储能拉动干法隔膜增长的局面。

**湿法隔膜赛道竞争格局优异，形成一超多强局面。**隔膜行业竞争格局是锂电池四大材料中最好的，尤其是湿法隔膜，已经形成了一超多强的格局。2020 至 2021 年 H1，湿法隔膜 CR3 从 81.10%提升至 84.90%，行业集中度进一步提高，这与头部企业产能大幅增长有关。

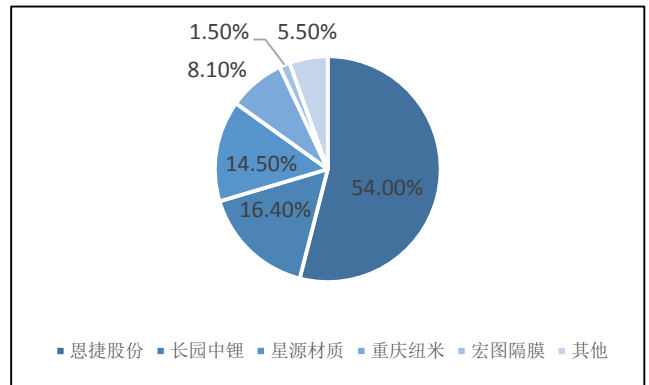
近年来隔膜价格的不断下滑叠加疫情因素影响，很多中小隔膜企业被淘汰，头部企业利用产能、技术和成本优势与国内外大型电池企业进行深度绑定，进一步稳固和提升市占率。

图表 20：2020 年湿法隔膜市占率



数据来源：GGII、华福证券研究所

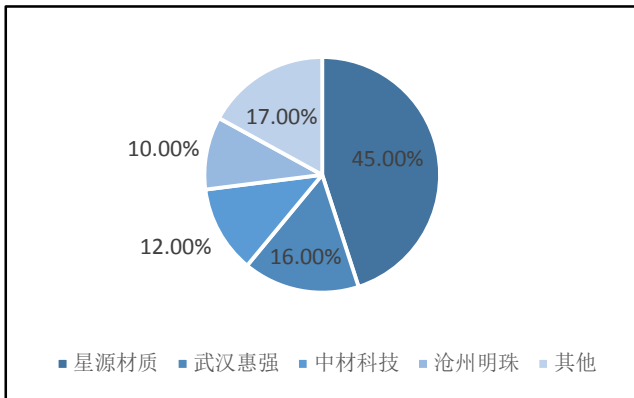
图表 21：2021 年 H1 湿法隔膜市占率



数据来源：GGII、华福证券研究所

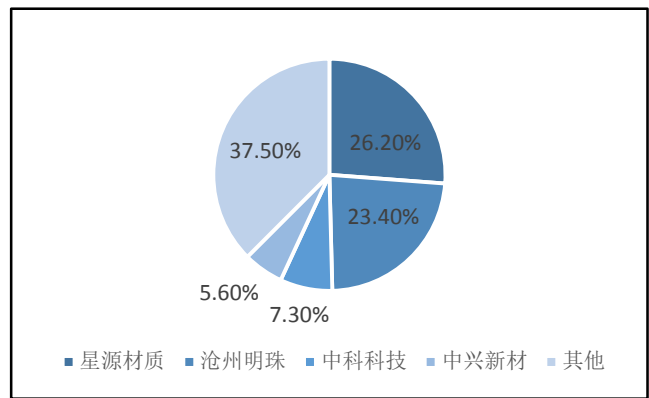
2020 至 2021 年 H1，干法隔膜 CR3 从 73%下滑至 56.90%，行业集中度有所下滑，与传统干法隔膜龙头逐步向湿法隔膜转型有关。

图表 22：2020 年干法隔膜市占率



数据来源：GGII、华福证券研究所

图表 23：2021 年 H1 干法隔膜市占率



数据来源：GGII、华福证券研究所

综合来看，恩捷股份通过设备、工艺等优势实现产能快速扩张并降本增利，市占率 50%，形成一超多强格局。

### 2.3 动力电池向上，供需格局趋紧

**供给端：**为了应对下游电池厂的大幅扩产，隔膜企业也积极加入扩产大潮。2021 国内隔膜龙头均有新建产能计划，其中不乏部分化工企业龙头跨界扩产。

但隔膜行业扩产周期长，扩产对资金和技术的要求较大，有效产能释放需要 2 年以上，时间较长。具体来说，首先，隔膜设备厂商产能有限，订单排队时间较长，如果没有提前预定，2 年内很难拿到隔膜设备。其次，隔膜良品率显著影响产品的单品利润，所以新设备经常达不到良品率的预期，需要较长的调试时间，同时产能爬坡也需要一定的时间。再次，新进入者如果想进入大型电池企业的供应链，还需要较长的认证期。

**图表 24：隔膜企业扩产计划（GW）**

扩产企业	时间	项目
恩捷股份	2021-2027 年	拟投 20 亿元建设年产 10 亿平干法隔膜项目
恩捷股份	2022 年	拟投资 58 亿元建设 16 条高性能微孔隔膜生产线及 39 条涂布产线
星源材质	2022 年	拟于江苏常州建设年产 2 亿平方米锂电池湿法隔膜项目
中材科技	2021 年底	拟投资 15.47 亿扩建 4.08 亿隔膜产能
沧州明珠	2023 年	拟在沧州投资建设年产 2 亿平方米湿法锂离子电池隔膜项目，项目投资 6.2 亿元。
恒力石化	2025 年	拟建立湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米。

数据来源：公司公告、华福证券研究所

因此，短期来看，隔膜产能短期很难有效释放，隔膜企业大量公布的扩产协议对改善供需关系帮助不大。除恩捷股份外，其余企业达到公告的实际产能所需的时间会更长，未来 1-2 年内隔膜企业产能大量释放的难度比较大。

**需求端：**为了应对下游新能源汽车巨大的需求，龙头电池企业扩产速度也大幅提高。如果扩产顺利，预计到 2023 年以后动力电池的产能可达到 TW 时代；若扩建速度超预期，这个时间点有可能提前。而电池的大幅扩产将带动锂电材料需求的大幅上涨，其中也包括对隔膜材料的需求。

**图表 25：一线电池厂产能扩产计划（GW）**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2025E
宁德时代	29	53	78	131	302	438	736
LG	30	68	120	155	200	250	300
比亚迪	28	40	60	75	100	140	300
松下	33	65	75	88	136	151	215
三星	15	24	32	34	45	50	95
SKI	10	10	30	40	65	85	145
合计	145	260	395	523	832	1084	1791

数据来源：公司公告、GGII、华福证券研究所

**供需关系：**新能源汽车销量的高速增长叠加锂电自行车和电动工具的替换、3C 行业的稳定增长以及储能行业的爆发式增长，将导致隔膜需求的大幅增加，即便龙头隔膜企业持续满产的情况下供应仍然紧张，第二、三梯队隔膜企业的产能利用率也将随之出现大幅提升。

从 2021 年开始，国内隔膜供需关系逐步转变为供不应求，由于隔膜行业认证期长，大型电池企业几乎都使用头部隔膜企业的隔膜，因此 CR3 隔膜的供需状况更能直观的反应隔膜市场的供需状况。

**图表 26：隔膜供需关系（亿平方米、万辆、KW/辆、GW）**

湿法隔膜供给端	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
上海恩捷	27.0	37.0	47.0	70.0	93
星源材质	4.6	6.0	9.6	22.0	38
中材科技	9.6	14.0	18.5	25.0	32
沧州明珠	1.9	1.9	1.9	2.9	3.9
其他	6.6	7.6	8.6	10.6	28
合计产能（亿平米）	49.7	66.5	85.6	130.5	194.9
母卷产能（亿平米）	39.8	53.2	68.5	104.4	155.9
产成品供给（亿平米）	27.8	37.2	47.9	75.2	112.3
国内供给（亿平米）	22.3	29.4	36.9	56.4	84.2
CR3 供给（亿平米）	14.7	21.8	27.3	42.3	67.4
湿法隔膜需求端	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中国新能源汽车销量	121.0	137.0	340.0	550.0	800.0
单车带电	45.0	52.0	60.0	60.0	60.0
中国动力电池需求	54	71	204	330	480
中国 3C 电池需求	33.4	37.8	40.5	44.5	49.0
中国储能电池需求	3.8	16.0	22.0	38.0	60.0
其他需求	8.2	14.5	20.4	26.3	30.0
合计锂电池需求	99.4	139.3	286.9	438.8	619.0
隔膜需求	17.9	25.1	51.6	79.0	111.4
湿法隔膜需求	11.6	15.9	34.7	54.0	76.9
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
国内供给	22.3	29.4	36.9	56.4	84.2
国内湿法隔膜需求	11.6	15.9	34.7	54.0	76.9
整体供需（需求-供给）	-10.7	-13.5	-2.2	-2.4	-7.3
CR3 供给	14.7	21.8	27.3	42.3	67.4
CR3 供需（需求-供给）	-3.1	-5.9	7.4	11.7	9.5

数据来源：中汽协、中国产业信息网、GGII、公司公告、IFIND、wind、华福证券研究所

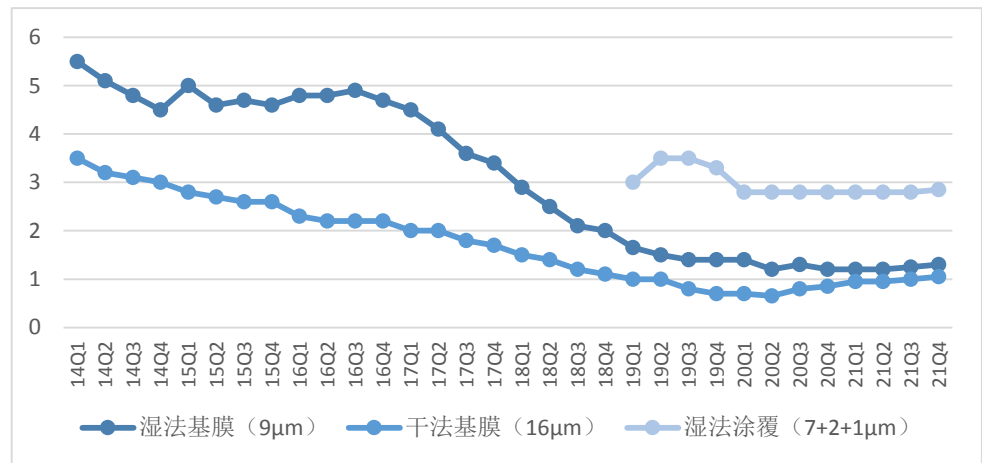
通过测算可知，从 2021 年开始隔膜整体供需关系开始改善，逐步形成紧平衡的供需格局，而 CR3 供给则出现了供不应求的情况，供需关系紧张。

**涨价预期：**隔膜价格从 2014 年以后一路下跌，但 2019 年之后随着新能源汽车行业的高速发展，隔膜行业的需求大幅增加，从而隔膜价格下跌趋势终止，处于低位徘徊，湿法隔膜基膜的报价基本处于 1.2 元/平方米，干法隔膜基膜则处于 0.7-1.0 元/平方米，同期海外隔膜溢价较高。

2021 年下半年，隔膜厂相继提价，湿法隔膜和干法隔膜报价相对之前的 1.2 元/平方米、0.95 元/平方米均有不同程度的上涨；海外售价由于其本身具备较大的溢价，涨价幅度并不明显，隔膜涨价将对隔膜行业以及公司带来更大的业绩弹性。



图表 27：隔膜价格（元/平方米）



数据来源：wind、华福证券研究所

综合来看，供需关系趋紧带来价格改善，在新能源汽车和储能的带领下，隔膜行业作为高β行业，格局优异的行业龙头得以充分享受到高成长红利。

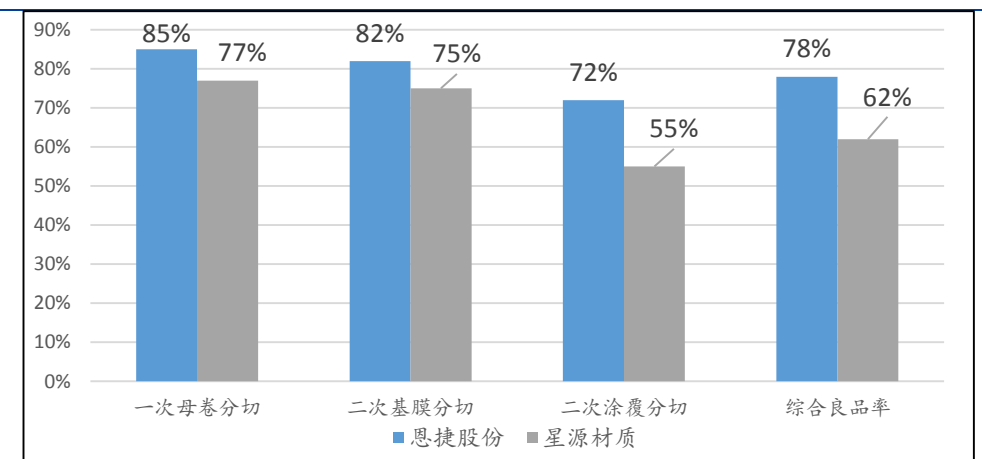
### 三、 高产能叠加工艺优化创造公司α属性

公司所处新能源行业因新能源汽车和储能的高速发展具有较强的β属性，在竞争格局和供需格局相对优异的隔膜行业，公司具备设备、工艺、调试等优势，在稳定扩张、高利润率下或将持续跑赢行业，为公司带来更高的α属性。

#### 3.1 工艺优化，良品率领先行业

湿法隔膜工艺复杂，提升良品率是公司提升盈利能力的重点。锂电池四大材料中，湿法隔膜的制造工艺最为复杂，有一定的技术壁垒，综合良品率与生产工艺流程息息相关。隔膜母卷在收卷之后要进行分切，分切得到的基膜半成品良品还要进行第二次分切才能最终形成基膜成品良品；若要进行涂覆，则需要对基膜半成品良品进行涂覆，并对涂覆半成品良品进行第二次分切，涂覆半成品非良品及废品则产生损耗，计入总成本中。

图表 28：良品率对比



数据来源：公司公告、公开资料、华福证券研究所

公司深耕隔膜行业多年,与设备商的深度合作以及调试上的工艺水平积累导致公司良品率逐年提升,综合良品率领先同行,因此,公司得以从快速增长的隔膜需求中获得更高的利润率。

### 3.2 绑定设备商,扩产不确定性大幅降低

隔膜行业设备对产能扩张的限制极大。上游日本、欧洲几大主流设备供应商交付能力有限,设备供应存在缺口,隔膜行业设备从订单到设备交付需要 1.5-2 年时间,间接导致隔膜行业产能释放速度较慢。

公司 2021 年实际产能近 50 亿平,由于其与日本制钢所深度合作,保证其每年新增产线 15-20 条,是所有隔膜企业中扩产确定性最高的。在供需紧平衡的状态下,确定性产能扩产保证了公司充分享受行业向上带来的红利。

同时,公司与制钢所共同研发设备,设备的调试和适配都处于行业领先地位,新产线产能效率高、产能爬坡快,公司单线产能高于行业平均水平而单平投资额低于行业平均水平,更低的单平折旧也是公司单平利润显著高于同行的原因之一。

图表 29: 单平投资额 (平方米、亿元、元/平方米)

公司	项目名称	单线产能	单线投资额	单平投资额
恩捷股份	珠海恩捷产线	8340	1.8	2.7
星源材质	3.6 亿平项目	4500	1.5	4.44
中材科技	2.4 亿平隔膜项目	6000	2.02	4.82
沧州明珠	1.05 亿平隔膜项目	3500	1.37	5.58
金冠股份	2.7 亿平隔膜项目	6750	3.04	6.44

数据来源:公司公告、华福证券研究所

### 3.3 加速扩产,配套优质客户

公司作为隔膜龙头、下游客户优质。当前主流动力电池企业均有较为稳定的隔膜供应商,公司作为产能最大的细分龙头,是全球主流电池厂的主供,订单充足,产能利用率极高。

图表 30: 下游客户情况

	国内电池厂	国外电池厂
恩捷股份	宁德时代、比亚迪、国轩高科、中航锂电、亿纬锂能、蜂巢能源、孚能科技、天津力神	LG、三星、特斯拉、松下
星源材质	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、孚能科技、天津力神	LG、三星、SKI
中材科技	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神	
河北金力	宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神	
沧州明珠	宁德时代、比亚迪、天津力神	

数据来源:公司公告、华福证券研究所

根据公司公开信息，公司主要客户 2025 年电池产能相对 2020 年末增长超 1000GW，对应每年新增 150 亿平米隔膜需求，公司具备稳定承接大客户订单的产能优势。

#### 四、 两大边际增长点不容忽视

##### 4.1 在线涂覆契合行业特性，持续降本增利

在线涂覆可以减少一次分切损耗，变相提高良品率，同时生产效率和产品一致性也将得到进一步提升。相较于离线涂覆技术，在品质相同的情况下，在线涂覆膜的效率高且成本将大大降低。目前公司已经拥有 10 条以上的在线涂覆产线，实现稳定的出货。

目前，龙头隔膜公司产能以基膜为主，主流电池厂倾向于将收到的基膜交由第三方企业进行涂覆，以此来降低成本。而当前公司在降本增利方面已领先同行，在线涂覆产能的扩张和导入，进一步获取涂覆客户，降低涂覆环节的潜在成本，提升单平利润，强化公司的核心竞争力。

##### 4.2 横向外延，铝塑膜+干法隔膜有望获得边际创收

###### 4.2.1 铝塑膜国产化助力公司边际创收

随着汽车轻量化的需求，高能量密度和高安全性的软包电池有望成为趋势，其使用的铝塑膜有望放量。而铝塑膜作为软包电池的封装材料，具备一定的技术壁垒，对电池质量有明显影响。

根据 GGII 统计，21 年全球铝塑膜需求量在 2.8 亿平，25 年达 9.0 亿平，其 70-80% 的市场份额被海外企业垄断，国产替代空间广阔。若铝塑膜充分国产化，行业复合增速有望超过 50%，且进一步降低电池成本。

公司在湿法隔膜领域进一步深化的同时进行横向外延，2021 年 11 月 22 日，公司发布公告，拟定增 128 亿元建设相关项目，其中包括 2.8 亿平铝塑膜项目。目前公司已经启动江苏睿捷动力电池铝塑膜项目，整体规划产能超 4 亿平，2021 已进入小批量供货，预计 2022 年可以供应动力电池客户，是公司收入和利润的一个有力补充。

###### 4.2.2 反向涉足干法隔膜，享受储能行业增长

干法隔膜占比被湿法隔膜压缩，但随着动力电池上升，低端动力电池和储能依然使用干法隔膜，市占率减少的同时市场空间绝对值仍较大，2021 年干法隔膜出货量超 18 亿平米。

2021 年，公司与旭化成旗下隔膜业务孙公司 Polypore Hong Kong Limited 签署合作协议，布局干法隔膜市场。目前公司在江西已经启动干法隔膜生产基地，预计达产时间为 2021-2026 年，年均达产超 1 亿平米。公司布局湿法隔膜的同时反向进入干法隔膜领域，利用磷酸铁锂电池和储能电池快速增长的契机适当增厚公司利润。

#### 五、 盈利预测与估值

##### 5.1 关键经营假设和拆分

**湿法隔膜业务：**公司扩产计划稳步进行，产能爬坡加快，我们预测公司 2022 年-2024 年隔膜总体销量分别为 53/80/115 亿平米，毛利率随着工艺改善和在线涂覆应用持续走高，分别为 52%/55%/56%。随着海外大单的签订，海外供货占比小幅上升，国内单平米价格因供需关系紧张小幅上行，海内外价差收窄。

**非隔膜业务：**公司聚焦锂电池隔膜业务，预期非隔膜营收和毛利大体上保持往年的增速，2022 年-2024 年公司铝塑膜和干法隔膜业务提供少量营收和利润。

图表 31：公司业务拆分（亿平方米、亿元）

项目	2021A	2022E	2023E	2024E	
湿法隔膜	国内销量	26	45	64	82
	海外销量	5	9.6	15.6	24.15
	出货合计	31	53	78	105
	占比	17%	18%	20%	23%
	国内均价	1.77	1.98	1.94	1.9
	海外均价	3.65	3.50	3.20	3.10
	营业收入	<b>64.3</b>	<b>122.7</b>	<b>174.1</b>	<b>230.7</b>
	YOY (%)	123%	91%	42%	33%
	毛利率	53%	55%	57%	58%
	铝塑膜	营业收入	<b>0.00</b>	<b>3.00</b>	<b>6.00</b>
YOY (%)		-	-	100%	67%
毛利率		-	20%	20%	25%
BOPP 膜	营业收入	<b>4.80</b>	<b>5.04</b>	<b>5.29</b>	<b>5.56</b>
	YOY (%)	8%	5%	5%	5%
	毛利率	20%	20%	20%	20%
特种纸	营业收入	<b>2.03</b>	<b>2.23</b>	<b>2.46</b>	<b>2.70</b>
	YOY (%)	16%	10%	10%	10%
	毛利率	20%	20%	20%	20%
烟标	营业收入	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>	<b>1.15</b>
	YOY (%)	-10%	0%	0%	0%
	毛利率	50%	50%	50%	50%
无菌包装	营业收入	<b>5.78</b>	<b>6.94</b>	<b>8.67</b>	<b>10.84</b>
	YOY (%)	43%	20%	25%	25%
	毛利率	23%	23%	23%	23%
其他	营业收入	<b>1.81</b>	<b>2.17</b>	<b>2.61</b>	<b>3.13</b>
	YOY (%)	60%	20%	20%	20%
	毛利率	50%	50%	50%	50%
干法隔膜	营业收入	<b>0.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.80</b>	<b>3.00</b>
	YOY (%)	-	-	50.0%	66.7%
	毛利率	-	42%	45%	45%
合计	营业收入	<b>79.8</b>	<b>144.4</b>	<b>202.1</b>	<b>267.0</b>
	YOY (%)	86.4%	80.9%	39.9%	32.2%
	毛利率	49%	52%	55%	55%

数据来源：公司公告、IFIND、wind、华福证券研究所

## 5.2 盈利预测和估值

我们预计 2022-2024 年公司营业收入为 144/202/267 亿元，归母净利润 54/80/105 亿元，对应当前估值分别为 33/22/17 倍。鉴于公司作为隔膜板块龙头，充分享受行业高成长红利，业绩有望迎来量价齐升，给予公司 2022 年 50 倍 PE，对应目标价 302 元，有 50%上行空间，给予“买入”评级。

## 六、 风险提示

**新能源汽车销量不及预期风险。**公司主营业务湿法隔膜与新能源汽车销量关联度较高，若新能源汽车销量不及预期将显著影响公司营收和利润。

**固态电池进度加快风险。**固态电池变革对原有的隔膜体系存在一定的冲击，其上线进度加快将为公司主营业务增速带来较大的不确定性。

**公司扩产进度不及预期风险。**公司量价齐升的关键在于公司优于同行的扩产能力，若扩产进度不及预期，将会对公司营收和利润增速带来负面影响。

**宏观经济和政策风险。**





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn