



鼎胜新材 603876.SH

电池铝箔龙头：受益钠电+涂碳箔厚积薄发

基础数据：

截至 2024 年 1 月 10 日

当前股价	11.40 元
投资评级	首次
评级变动	买入
总股本	8.90 亿股
流通股本	8.86 亿股
总市值(亿元)	101.43
流动市值(亿元)	100.99

相对市场表现：



分析师：

分析师 黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：010-68080680

研究助理 张烨童

zhangyeting@gwgsc.com

执业证书编号：S0200122050003

联系电话：010-68099390

研究助理 朱高天

zhugaotian@gwgsc.com

执业证书编号：S0200123030001

联系电话：010-68099392

公司地址：

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层

主要观点：

◆深耕铝压延制品加工，是国内铝箔市场规模最大的企业。2003 年公司成立于江苏镇江，成立之初即从事铝板带箔的研发、生产与销售业务。2010 年公司新产品新能源动力电池箔投入市场，2018 年 4 月于上交所上市。经过十几年的不断耕耘，公司铝压延加工产品种类齐全，按功能及用途可分为包装用铝箔、家电印刷用铝箔、基建用铝材、新能源材料用铝箔四大类，新能源材料用箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，2019 年至 2022 年，公司铝箔产销量、市场占有率均位居国内第一。

◆2023 年电池铝箔加工费下降，关注 2024-25 年行业产能释放进度。

需求端：1) 受新能源汽车销量增长需求推动，全球锂电池出货量大幅提升，带动电池铝箔需求迅速增长；2) 钠离子电池正极、负极均可使用电池铝箔，相比锂电池正极铝箔使用量倍增。供给端：新建产能受限设备采购安装、客户认证周期长，完全达产周期需 2 年以上，部分厂商转产动力不足，预计供给或将于 2024-25 年集中释放。

◆具备客户+技术优势，延伸涂碳箔产品增厚利润。1) 客户：公司与国内外主流电池客户龙头合作绑定，紧跟下游主流电池厂商的全球化布局，与宁德时代、LG 新能源等世界领先电池制造厂商签订合作框架协议。2) 技术：依托长时间工艺沉淀，公司自主研发“铸轧—冷轧断流程绿色制造技术”，持有电池箔相关发明专利数量行业领先；设备创新设计能力提高了生产的自由度与灵活度，可快速实现电池箔转产；3) 涂碳箔：高盈利水平的涂碳箔已与下游客户签订供货框架协议。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 6.30 亿元、9.17 亿元、9.94 亿元，EPS 分别为 0.71、1.03 和 1.12 元，对应 P/E 分别为 16.11、11.05 和 10.21 倍。考虑到公司在建内蒙古逐步建成投产，持续拓展下游海外电池厂商达成供货协议，出货量有望逐年增加，因此首次覆盖



给予其“买入”评级。

风险提示：

公司产能建设不及预期风险；行业产能过剩、竞争加剧的风险；上游材料价格波动及供应的风险；境外经营环境恶化的风险。

主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21,605.25	19,815.42	20,684.63	21,757.98
增长率(%)	18.92	-8.28	4.39	5.19
归母净利润（百万元）	1,381.56	629.65	917.48	993.86
增长率(%)	221.26	-54.42	45.71	8.32
EPS（元）	1.55	0.71	1.03	1.12
市盈率（P/E）	7.34	16.11	11.05	10.21
市净率（P/B）	1.61	0.88	0.81	0.72

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目录

一、专注铝箔制造，业绩快速增长	6
1. 长期扎根铝压延加工行业，产品矩阵齐全.....	6
1.1 深耕行业多年，成就锂电铝箔龙头.....	6
1.2 股权结构集中，股权激励计划绑定人才.....	6
2. 业绩平稳回升，财务基本面稳健.....	7
二、电池铝箔需求强劲，设备及转产能力影响供给释放	10
1. 电池铝箔应用于正极集流体，减薄趋势明显.....	10
2. 需求端：新能源车驱动电池箔需求，钠离子电池带来新增量.....	11
3. 供给端：电池铝箔竞争格局稳定，行业扩产后需求紧张缓解.....	13
3.1 “设备+建设+认证”共筑行业壁垒.....	13
3.2 市场供给受新建产能及转产影响，25年末有效产能有望超过150万吨.....	14
3.3 头部企业集中度提升，产能逐步释放后加工费下行.....	16
三、具备客户+技术等多重优势，涂炭箔增厚利润空间	17
1. 绑定下游优质客户，产能全球化布局.....	17
2. 具备独特铝箔加工工艺，可快速实现电池箔转产.....	18
3. 延伸涂碳环节工艺，新品增加铝箔盈利空间.....	20
四、风险提示	22
五、盈利预测	23



图目录

图 1 : 鼎胜新材发展历程	6
图 2 : 鼎胜新材股权结构	7
图 3 : 公司 2018 年-2023Q3 营收及增速 (亿元)	8
图 4 : 公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速 (亿元)	8
图 5 : 公司 2018 年-2023Q3 毛利率及净利率	9
图 6 : 公司 2018-2022 年各产品毛利率	9
图 7 : 公司 2018-2023H1 年各产品营收占比	9
图 8 : 公司 2018-2022 年各产品销量情况 (万吨)	9
图 9 : 2018 年-2023Q3 公司期间费用率	10
图 10 : 新能源锂电池相关的铝板带箔产品示意图	11
图 11 : 全球新能源汽车销量及预测 (单位: 万辆)	12
图 12 : 全球锂电池出货量及预测 (单位: GWh)	12
图 13 : 电池铝箔需求预测 (万吨)	13
图 14 : 电池箔产能建设周期	14
图 15 : 2020 年至 2023H1 中国电池铝箔市场竞争格局	16
图 16 : 电池铝箔加工费 (元/吨)	17
图 17 : 哈兹列特连铸连轧生产工艺流程示意图	19
图 18 : 各主要铝箔厂商相关有效发明专利数量 (个)	19
图 19 : 公司主要产品的生产工艺流程	20
图 20 : 涂碳箔与光箔表面形态对比	21
图 21 : 涂碳箔与光箔匹配不同正极平均内阻 (毫欧)	21
图 22 : 涂碳铝箔与光箔放电容量对比	21
图 23 : 涂碳铝箔与光箔不同倍率恒流对比	21



表目录

表 1：公司、个人层面股权激励考核要求	7
表 2：铝箔种类及具体应用场景	10
表 3：电池箔行业壁垒及扩产周期	13
表 4：各公司电池铝箔产能规划	15
表 5：公司供货协议	17
表 6：公司电池箔核心技术	18
表 7：公司涂碳铝箔产能建设	22
表 8：盈利预测	23

一、专注铝箔制造，业绩快速增长

1. 长期扎根铝压延加工行业，产品矩阵齐全

1.1 深耕行业多年，成就锂电铝箔龙头

鼎胜新材深耕铝制品加工，持续丰富产品种类，是国内铝箔市场规模最大的企业。公司前身为镇江鼎胜铝业有限公司，成立之初即从事铝板带箔的研发、生产与销售业务。2010年公司新产品新能源动力电池箔投入市场，2015年公司名称变更为江苏鼎胜新能源材料股份有限公司，2018年4月于上交所上市。公司铝压延加工产品种类齐全，按功能及用途可分为包装用铝箔、家电印刷用铝箔、基建用铝材、新能源材料用铝箔四大类，覆盖大部分铝板带箔产品，并逐步完成从生产普板带到最薄的双零箔产品的多品种铝压延产品业务布局。

公司抓住机遇发展新能源铝箔产品，迅速成长为锂电铝箔行业龙头。2019年至2022年，公司铝箔产销量、市场占有率均位居国内第一。公司电池箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，包括宁德时代、比亚迪、ATL集团、LG新能源、国轩高科、蜂巢能源等，已与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系。

图 1：鼎胜新材发展历程



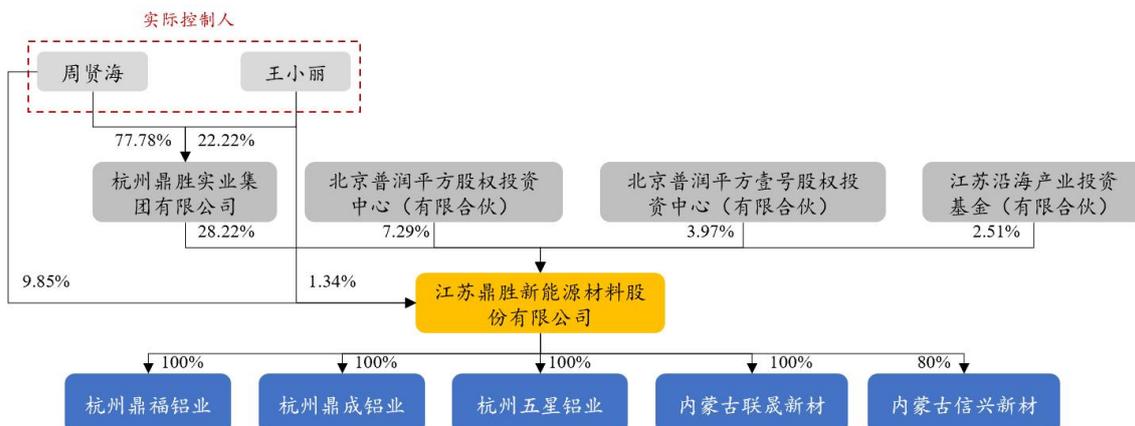
资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

1.2 股权结构集中，股权激励计划绑定人才

公司股权结构集中，实控人周贤海夫妇直接和间接合计持股比例为 39.41%。公司第一大股东杭州鼎胜实业集团有限公司，持有比例为 28.22%，向上穿透周贤海、王小丽夫妇合计持股 100%。周贤海、王小丽二人为公司实际控制人并具有一致行动关系，分别直接持有公司 9.85%、1.34%的股份。公司下设多家全资及控股子公司，其中五星铝业、鼎福铝业负责铝箔业务的生产销售，子公司泰鼎立与鼎亨位于泰国，专注于东南亚铝板带箔业务的生产销售；位于意大利的

欧洲轻合金负责欧洲市场铝板带箔业务的研发、生产及销售。

图 2：鼎胜新材股权结构



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

说明：截至 2023 年三季报股权结构，图中未体现海外基地

股权激励绑定核心员工，第一个限售期解除限售条件已达成。股权激励计划在公司、个人层面设置业绩考核要求，公司层面解除限售条件为 2022-2024 年净利润分别不低于 7.2 亿元、9 亿元和 12 亿元；个人层面解除限售条件根据考核评分确定对应的解除比例，最终个人当年实际解除限制额度=计划解除限售额度×个人层面标准系数，因未达标而无法解除限售的限制性股票，由公司以授予价格回购注销。预留授予部分第一个限售期已于 2023 年 7 月 5 日届满，业绩指标等解除限售条件已达成，此次解除限售人数共 8 人解除限售 43.20 万股，占总股本的 0.05%。

表 1：公司、个人层面股权激励考核要求

公司层面业绩考核要求				
解除限售期	业绩考核目标			
第一个解除限售期	2022 年度净利润不低于 7.2 亿元			
第二个解除限售期	2023 年度净利润不低于 9 亿元			
第三个解除限售期	2024 年度净利润不低于 12 亿元			
公司层面业绩考核要求				
评价等级	A (优秀)	B (良好)	C (合格)	D (不合格)
评价分数	$S \geq 90$	$90 > S \geq 80$	$80 > S \geq 60$	$S < 60$
标准系数	100%	100%	60%	0%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2. 业绩平稳回升，财务基本面稳健

公司近年收入增长稳健，受益电池箔市场需求旺盛，2021 年实现扭亏为盈，2022 年业绩持续增长。2018-2022 年公司营业收入从 102.91 亿元增长至 216.05 亿元，年复合增速为 20.37%；2021 年公司扭亏为盈实现归母净利润 4.30 亿，2022 年实现营业收入 216.05 亿元，同比增长



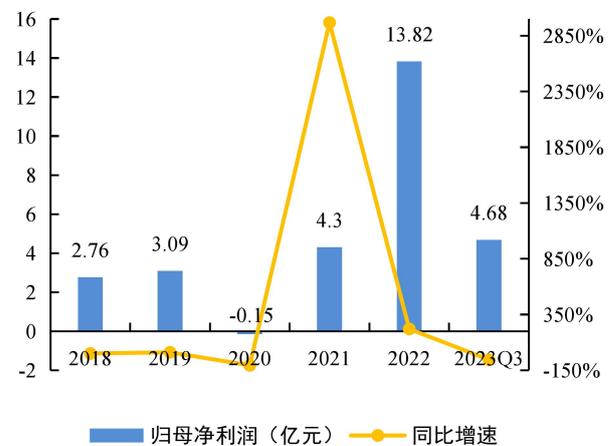
18.92%；归属于母公司的净利润 13.82 亿元，同比增长 221.26%。主要原因为：（1）2021-2022 年，全球新能源汽车市场火热，动力电池需求增长带动了动力电池铝箔需求量攀升，公司调整产品结构，将低附加值产线转生产动力电池铝箔；（2）传统类包装铝箔下游市场需求旺盛，经过多轮上调产品加工费，盈利水平有所提升。

2023 年前三季度，公司实现营业收入 142.38 亿元，同比减少 14.46%，实现归母净利润 4.68 亿元，同比减少 54.69%。主要系公司收购的境外 Slim 铝业在 2023Q3 完成并表，受海外市场食品包装箔需求较弱及工人假期影响等导致亏损。

图 3：公司 2018 年-2023Q3 营收及增速（亿元）



图 4：公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

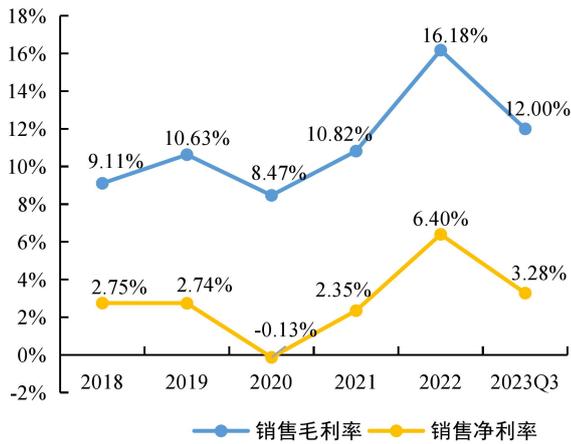
资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司毛利率和净利率在 2021-2022 年实现回升，电池箔和双零箔贡献较大。由于 2020 年部分子公司受疫情影响产能利用率未达预期，叠加以美元结算的出口产品因美元贬值造成汇兑损益，导致公司当年毛利率和净利率分别下滑至 8.47%和-0.13%；公司产品定价采用“铝锭价格+相应加工费”的模式，2021-2022 年系电池箔需求高涨，加工费上行，公司毛利率和净利率呈现上升态势，2022 年公司毛利率和净利率分别 16.18%和 6.40%。受海外包装箔需求较弱影响，2023 年前三季度毛利率为 12.00%，较 2022 年末下降 4.18pct，净利率为 3.28%，较 2022 年末下降 3.12pct，盈利水平略降。

分产品来看，电池箔和双零箔毛利率水平较高，各产品毛利率较为稳定。2018-2021 年，电池箔毛利率保持在 25%-30%，2021 年达到 29.64%，明显高于公司其他种类的箔类产品；双零箔毛利率保持在 10%-15%，2021 年达到 13.15%；其他产品毛利率基本维持在 5%-10%左右。2022 年公司不再区别细分箔类产品毛利率，公司定价模式决定了各铝板带箔产品毛利率受原材料铝锭价格波动影响较大，各产品毛利率变化趋势较为一致。

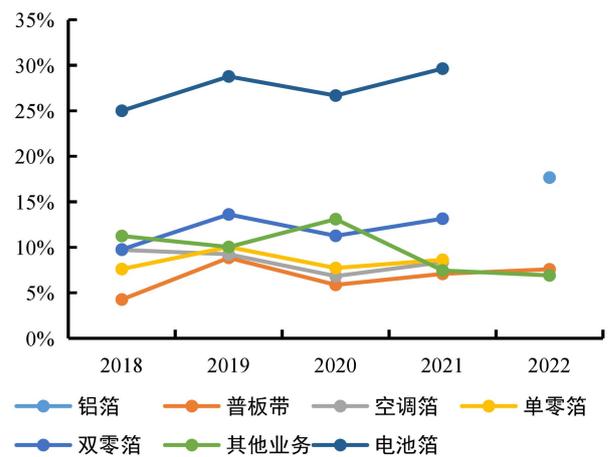


图 5：公司 2018 年-2023Q3 毛利率及净利率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

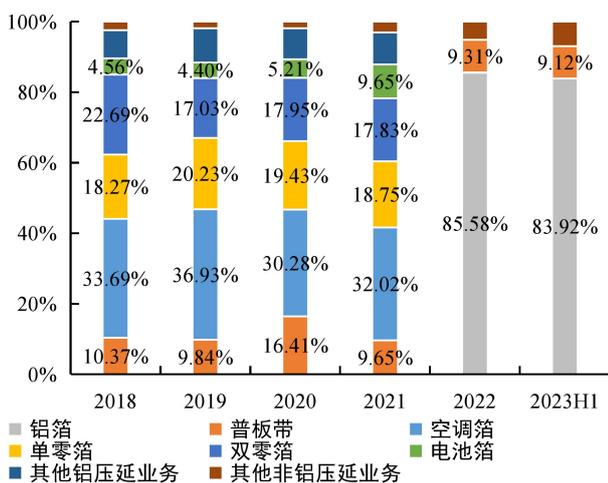
图 6：公司 2018-2022 年各产品毛利率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

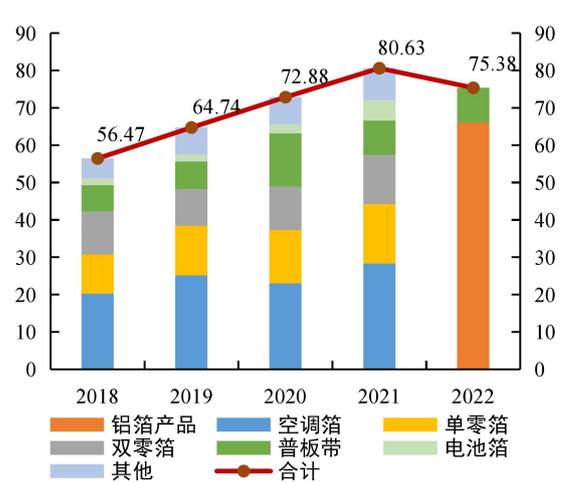
空调箔和单零箔业务贡献主要收入，2021 年起电池箔收入占比增大。2020 年及以前，公司的产品收入结构较为稳定，主要产品普板带、空调箔、单零箔、双零箔及电池箔占营收比例波动较小。2021 年，空调箔业务实现营业收入 58.17 亿元，占比 32.02%，为公司营收的主要来源；普板带业务实现营业收入 17.53 亿元，占比由 2020 年的 16.41% 降低至 9.65%；电池箔业务实现营业收入 17.53 亿元，占比由 2020 年的 5.21% 提升至 9.65%。2022 年后公司不再区别细分铝箔产品收入贡献，整体铝箔产品收入超 80%。

图 7：公司 2018-2023H1 年各产品营收占比



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 8：公司 2018-2022 年各产品销量情况（万吨）

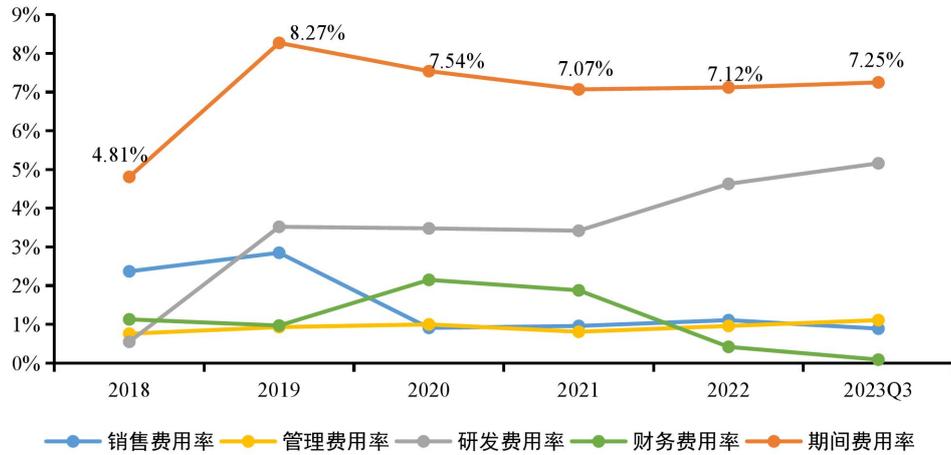


资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司费用率结构优化，研发费用率不断提升。自 2020 年起，公司期间费用率基本稳定在 7%-8% 左右，公司 2023 年前三季度期间费用率为 7.25%。细分来看，近年公司管理费用率基本维持在 0.9%-1.1%，销售费用率和财务费用率整体呈现下降趋势。公司的研发费用率持续提升，2023 年前三季度研发费用率为 5.16%，表明公司不断加大核心技术的投入，整体费用结构逐步

得到优化，费用管控能力突出。

图 9：2018 年-2023Q3 公司期间费用率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

二、电池铝箔需求强劲，设备及转产能力影响供给释放

1. 电池铝箔应用于正极集流体，减薄趋势明显

由于铝板带箔的质轻、耐腐蚀、包覆性好等特性，广泛应用于家电、建筑、食品、电力电子等外壳包覆材料。铝板带是指以铝为主要原料，并且掺杂部分合金元素制造出来的铝板或者铝带，具有质轻、包覆性、屏蔽性好、耐腐蚀、强度高等优点。铝箔一般是指厚度小于 0.2mm、断面为长方形的轧制产品，按厚度可分为厚箔（0.1-0.2mm）、单零箔（0.01mm-0.1mm）、双零箔（0.001-0.01mm）。铝箔早期主要应用于建筑装饰领域，随着下游家电、锂电等领域消费的逐步兴起，在锂电池、电视、手机、电脑等领域均得到广泛应用。

表 2：铝箔种类及具体应用场景

行业	铝箔		
	厚箔	单零箔	双零箔
家电行业	空调箔，中央空调通风管道等	中央空调通风管道	中央空调通风管道
包装行业	瓶罐包装	医药、瓶罐等包装、日化用品包装	食品、烟草、医药、化妆品等产品包装等
建筑行业	铝塑管、装饰板	绝缘隔热材料、装饰板	绝缘隔热材料
电力电子	电缆箔、电子垫片	电解电容器、电力电容器	电力电容器
交通运输	复合箔，汽车等运输工具装饰材料	新能源锂电池、汽车、火车、飞机等装饰材料，液体燃料箱，飞机蜂窝材料等	
家用	食品与礼品包装	家用食品包装、器皿	
其他	工业绝缘屏蔽材料、航空航天铝箔制品、铝箔胶粒、磁性材料、通讯电缆护套及各种复合材料等		

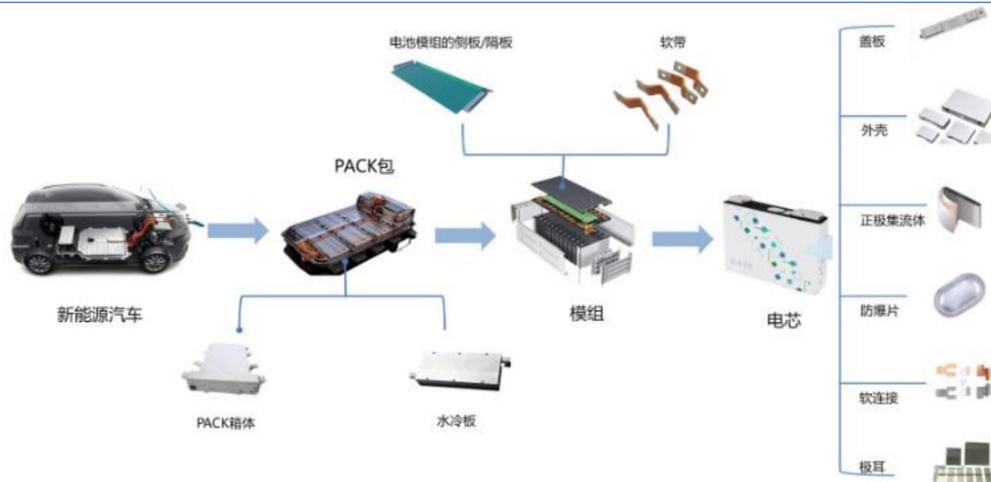
资料来源：公司招股书，长城国瑞证券研究所

电池铝箔即为锂电池集流体铝箔，新能源电池用铝产品包括电池铝箔、铝塑膜、电池 pack

包用铝及电池水冷板等。电池铝箔指的是作为锂离子充电电池正极集电体的铝箔，可以大幅度降低正极材料和集流体间的接触电阻，提高两者之间的附着能力，从而显著提升纯电动汽车及混合动力汽车续航能力。其他合金铝板带产品主要应用于动力锂电池的结构件（含电芯外壳、盖板、防爆片、软连接、极耳、PACK 箱体等）。

随着新能源汽车续航里程的要求逐渐扩大，对电池能量密度的要求也越来越高，正极集流体铝箔材料厚度进一步减薄。2023 年 5 月，鼎胜新材公布专利“一种 1N00 高性能超薄动力锂电池正极用集流体及其制备方法”，通过优化合金的配比、热处理工艺、调整油品参数等方式，在铝箔厚度降低的同时提升其抗拉强度和伸长率，正极铝箔已经从数年前的 15 μm 减薄至 8-10 μm 及以下，减薄程度超过 30%。目前大部分电池厂商在集流体中使用 9-10 μm 的铝箔，未来仍有继续减薄的空间。

图 10：新能源锂电池相关的铝板带箔产品示意图



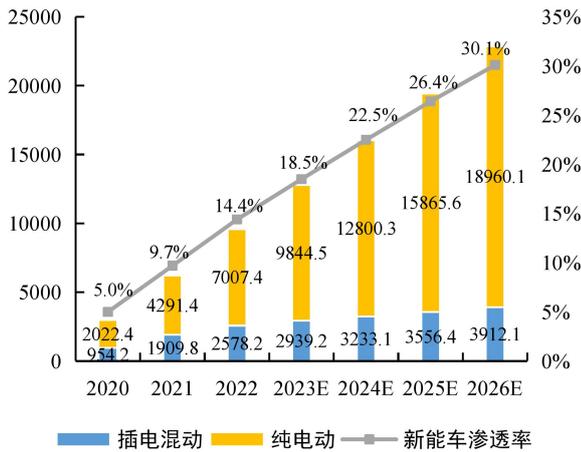
资料来源：Wind，永杰新材招股书，长城国瑞证券研究所

2. 需求端：新能源车驱动电池箔需求，钠离子电池带来新增量

受新能源汽车销量增长需求推动，全球锂电池出货量大幅提升。据弗若斯特沙利文预测，2026 年全球新能源汽车销量将达到 2,287.2 万辆，以新能源汽车为下游的动力电池放量带动电池箔需求高涨。此外，光伏、风电等清洁能源配套储能需求不断上升，为电池箔需求提供增长动力。据 EVtank 预计，2026 年全球锂电池出货量将达到 2,413.1GWh，2022-2026 年 CAGR 为 22.8%。

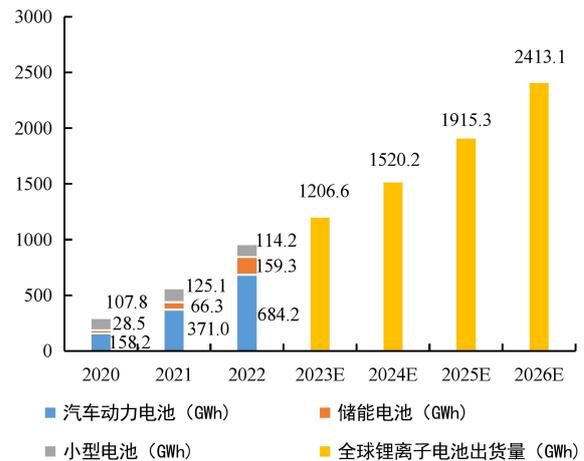


图 11：全球新能源汽车销量及预测（单位：万辆）



资料来源：中创新航招股书，弗若斯特沙利文，长城国瑞证券研究所

图 12：全球锂电池出货量及预测（单位：GWh）



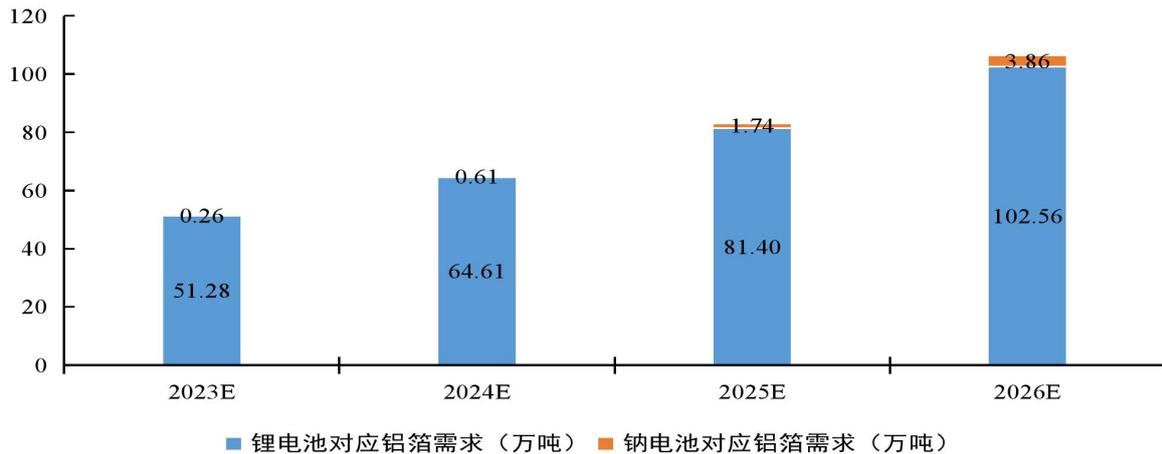
资料来源：EVtank，长城国瑞证券研究所

据 EVtank 统计，2022 年全球锂离子电池出货量 957.7GWh，预计 2023-2026 年全球锂电池出货量分别为 1,206.6/1,520.2/1,915.3/2,413.1GWh，CAGR 为 22.8%。根据起点研究院（SPIR）数据显示，单 GWh 三元电池铝箔用量约为 350 吨，单 GWh 磷酸铁锂电池铝箔用量约为 500 吨，假设三元电池和磷酸铁锂电池的出货量各占 50%，按单位 GWh 锂电池铝箔耗用量为 425 吨计算，2023-2026 年锂电池铝箔需求分别为 51.3/64.6/81.4/102.6 万吨。

钠离子电池正负极均可使用铝箔作为集流体，2023-2026 年对应钠电池铝箔需求为 0.3/0.6/1.7/3.9 万吨。EVtank 在《中国锂离子电池行业发展白皮书（2023 年）》中表示，钠离子电池未来应用场景包括：两/三轮车、A00 级电动车及储能等，预计 2023-2026 年全球钠离子电池出货量分别为 3.0/7.2/20.5/45.4GWh。根据万顺新材投资者问答公司回复，钠离子电池正极、负极均可使用电池铝箔，相比锂电池正极铝箔使用量倍增，按单位 GWh 钠离子电池铝箔耗用量为 850 吨计算，2023-2026 年钠电池铝箔需求分别为 0.3/0.6/1.7/3.9 吨。

综合以上测算，2023-2026 年全球电池铝箔市场需求预计分别为 51.5/65.2/83.1/106.4 万吨。

图 13：电池铝箔需求预测（万吨）



资料来源：Wind，EVtank，长城国瑞证券研究所

3. 供给端：电池铝箔竞争格局稳定，行业扩产后需求紧张缓解

3.1 “设备+建设+认证”共筑行业壁垒

电池铝箔扩产主要通过新建产能及现有铝箔产线转产实现：

从新建产能来看，受限于设备采购安装、客户认证周期长，完全达产周期需 2 年以上。业内企业多引进德国阿亨巴赫公司的箔轧机、分切机，设备厂商产能有限，由公司招股书中募投项目规划进度显示，设备制造与交付周期约 1 年，安装调试需半年，产能施工建设流程部分可同时进行。此外，只有供应商通过资质认定，双方才会形成长期的合作关系，汽车零部件原材料供应商必须进行资格认证，审定过程中将对供应商的产品品质、生产流程、质量管理甚至经营状况等多方面提出严格的要求，一般审定时间多达半年及以上。因此，设备交付、产能建设及下游认证时长将影响供给释放进程，整体达产周期超过 2 年。

从转产来看，其他厂商受制于转产后良率较差及较高机会成本，转产动力不足。电池铝箔与双零箔在厚度范围和技术上接近，因此电池箔通常由双零箔产线进行转产。鼎胜新材使用国产设备，多年持续钻研设备及工艺技术，不仅避免了进口设备卡脖子风险，更能实现快速转产。从良品率来看，鼎胜新材电池箔产品优于同行，同行需投入大量成本和时间来进行提升，对应经济性较差。此外，考虑到双零箔产线转产意味着放弃原有产线带来的收益，不具备设备和技术支撑的厂商转产动力不足。

表 3：电池箔行业壁垒及扩产周期

壁垒	建设产能要求
资金壁垒	1、电池箔生产需投入大量资金引进先进设备，产能越大规模效应越明显 2、公司上游为铝锭行业，采购原材料需要占用大量的资金



设备交货与调试	设备制造与交货需约 1 年，后续安装也需 6 个月
产能建设	根据业内电池箔产线建设披露的情况看，总产线建设周期约 1.5-2 年，过程中经历设备考察与订货、土建施工、生产准备与培训等环节，此外，产线建设完毕后新设备磨合还需一定爬坡期
工艺技术	生产过程中对合金成分控制、除杂过滤、精密切割、轧制速度等均有严格要求。领先的生产技术可以保证企业快速应对市场发展
合计	全面达产需 2 年以上

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图 14：电池箔产能建设周期



资料来源：鼎盛新材招股书，长城国瑞证券研究所

3.2 市场供给受新建产能及转产影响，25 年末有效产能有望超过 150 万吨

各铝箔加工厂商纷纷加码电池铝箔项目，未来电池铝箔全球总供给预计将于 2024-2025 年逐步释放。原有厂商：**鼎胜新材**：根据“以销定产”策略，内蒙年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目（含 20 万吨电池箔）部分产能已根据市场需求投入建设，我们预计到 24 年底能实现完全投产，公司电池箔产能达到 40 万吨；**华北铝业**：6 万吨新能源电池箔项目于 2023 年 3 季度全面竣工，二期工程正在加速推进；**永杰新材**：2.5 万吨锂电池铝箔项目预计验收后第二年实现 100% 产能；**万顺新材**：电池铝箔产能以旗下安徽中基为主，7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目中一期 4 万吨项目于 2021 年底投产；二期 3.2 万吨计划于 2023 年 8 月建成；年产 10 万吨动力及储能电池箔项目预计 2024 年全面完成建设；**常铝股份**：年产 3 万吨电池箔项目于 2022 年 9 月开工，预计 24 年实现完全投产；国外的主要电池铝箔供货商是日本 UACJ 和韩国乐天铝业。

新进入者：**天山铝业**：规划江阴 20 万吨新建产线和 2 万吨技改，其中技改项目生产情况稳定，20 万吨新建项目已有 6 台箔轧机安装完毕进入带料调试阶段，另有 10 台箔轧机正在安装，预计 2024 年可实现大规模出货；**东阳光**：规划 10 万吨低碳高端电池铝箔项目分两期分别于 23 年和 25 年底投产；**神火股份**：神隆宝鼎二期 6 万吨新能源电池铝箔项目预计 2024 年 H2 达产；**众源新材**：2022 年 3 月公告 5 万吨电池箔项目分二期 24 个月建设。



根据我们不完全统计，截至 2023 年各大企业主要在建和已规划的电池铝箔产能合计超过 100 万吨。从产能节奏来看，预计国内电池铝箔产能将于 2024-2025 年逐步释放，2025 年底将达到 201.6 万吨。考虑到产能爬坡影响，预计 25 年末有效产能有望超过 150 万吨。

表 4：各公司电池铝箔产能规划

公司名称	产能项目	投资金额 (亿元)	资金来源	开始日期	规划建设周期
鼎胜新材 (603876.SH)	年产 80 万吨电池箔及配套坯料项目	30 亿元	自有资金	2022 年 7 月	36 个月
天山铝业 (002532.SZ)	江阴年产 20 万吨电池铝箔&年产 2 万吨电池铝箔技改项目	29 亿元	自有资金、定增募集资金	2022 年 7 月	23 年度完成安装，Q4 实现坯料自给
万顺新材 (300057.SZ)	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔项目（一期 4 万吨，二期 3.2 万吨）	两期合计 14.19 亿元	自有资金、转债募集资金	项目二期 2022 年 8 月 已启动建设	一期已完成，二期计划 2023 年 8 月建成
	年产 10 万吨动力机储能电池箔项目	20.82 亿元	自有资金、定增募集资金	23 年 1 月发布定增预案	计划 2024 年完成
东阳光 (600673.SH)	年产 10 万吨低碳高端电池铝箔项目	≤27.1 亿元	自筹资金	2022 年 1 月	36 个月，一期 23 年投产，二期 25 年投产
常铝股份 (002160.SZ)	3 万吨电池箔项目	3.5 亿元	自筹资金	2022 年 9 月	24 个月
神火股份 (000933.SZ)	神隆宝鼎二期 6 万吨新能源电池铝箔项目	-	-	-	24 年 H2 达产
华峰铝业 (601702.SH)	年产 15 万吨新能源汽车用高端铝板带箔项目	19.8 亿元	自筹资金	-	36 个月
	已建成 2.5 万吨的新能源电池材料产线，其中电池箔设计产能为 8000 吨				
众源新材 (603527.SH)	年产 5 万吨电池箔项目	7 亿元	自筹资金	2022 年 3 月	总周期 24 个月，分两期建设
南山铝业 (600219.SH)	子公司投资建设高性能高端铝箔生产线项目	4.53 亿元	自有资金	2019 年 3 月	
明泰铝业 (601677.SH)	年产 25 万吨新能源电池材料项目	40.35 亿元	自有资金、定增募集资金	-	
丽岛新材 (603937.SH)	年产 8.6 万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目	一期约 3.63 亿元，二期约 8.38 亿元	自筹资金、募集资金	2022 年 9 月	
云铝股份 (000807.SZ)	3.5 万吨电池箔项目		自筹/金融贷款	2019 年	2022 年末进度 98%
华北铝业（未上市）	年产 6 万吨电池箔项目	19 亿元	-	2021 年 8 月	2023Q3 竣工
龙鼎铝业（未上市）	产 10 万吨电池箔/双零箔项目及 50 万吨再生资源项目	16 亿元	-	2022 年 3 月	-
优箔（洛阳）	年产 15 万吨电池箔项目	30 亿元	-	全部四期项目计划 2024 年 12 月	



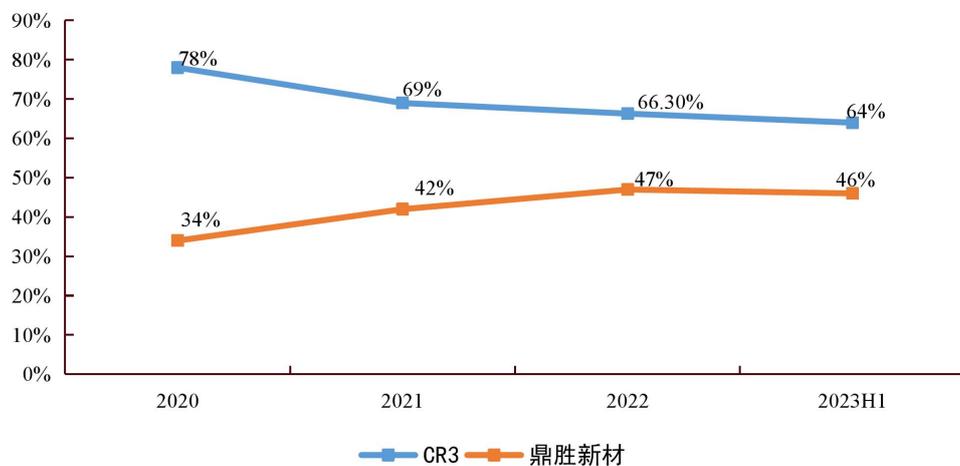
(未上市)		竣工投产			
永杰新材 (A22529.SH)	年产 4.5 万吨锂电池高精铝板带箔技改项目 (新增 2.5 万吨锂电池铝箔产能)	7.3738 亿元	募集资金	-	24 个月
潮力新材料 (未上市)	年产 5 万吨高精度新能源电池铝箔及年产 10 万吨铝合金精密零件制造项目	19 亿元	-	-	-
厦顺铝箔 (未上市)	在建 2 万吨电池箔产能	-	-	-	-
南南铝业 (未上市)	新能源电池 20 万吨技改项目	-	-	一期年产 5 万吨 23 年 6 月投产,二期 10 万吨和三期 20 万吨电 2026 年前完成	
韩国乐天	拟在美国肯塔基州投建 3.6 万吨产能	2.387 亿美元	-	2022 年	2025 年达产

资料来源: Wind, SMM, 鑫椏锂电, 中国有色网, 长城国瑞证券研究所

3.3 头部企业集中度提升, 产能逐步释放后加工费下行

行业竞争格局较为集中, 鼎胜新材市占率连续领先。电池铝箔行业 CR3 从 2020 年的 78% 逐年下降至 2023 年上半年的 64%, 竞争格局相对集中。主要系 2021 年全球新能源汽车市场火热, 带动动力电池铝箔需求量攀升, 加工费上调吸引更多的企业涌入电池箔赛道。2021 年在电池箔加工费大幅上涨的背景下, 鼎胜新材及时调整产品结构, 将低附加值产线陆续转产生动力电池箔, 使得公司凭借先发优势巩固并扩大了电池箔领域市场份额, 市占率从 2020 年的 34% 增长至 2023 年 H1 市占率的 46%。随着多家企业新增和技改产能的逐步释放, 业内各家厂商将迎来产能、产品良率、国内外客户结构等综合实力的比拼, 2024 年的电池铝箔市场仍旧可期。

图 15: 2020 年至 2023H1 中国电池铝箔市场竞争格局

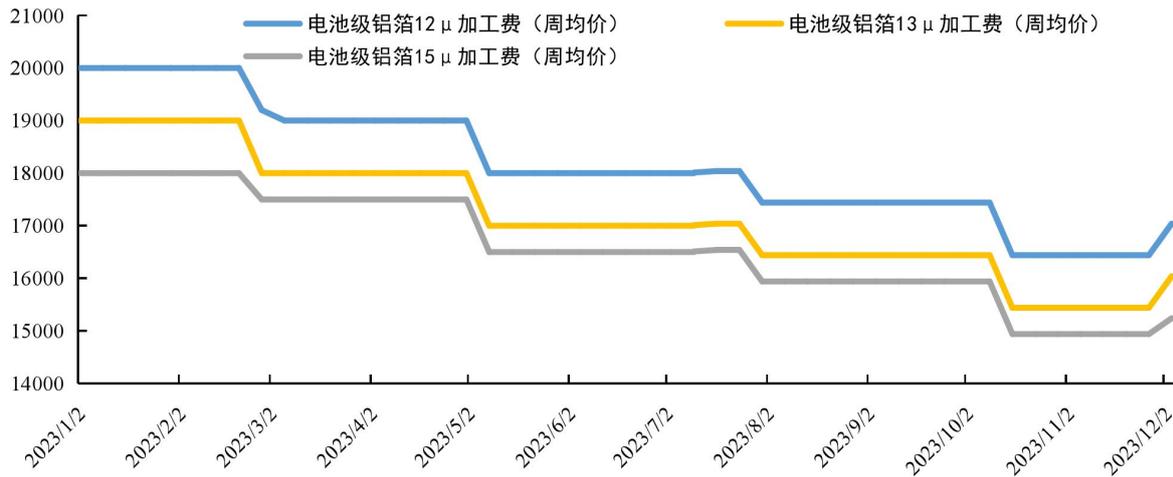


资料来源: 鑫椏锂电, 华经产业研究院, 长城国瑞证券研究所



多家企业电池箔产能逐步释放，加工费价格下移。由于电池箔投产周期一般长达2年以上，2021年下半年起，在新能源汽车销量迅速攀升的背景下，电池箔供给紧缺导致加工费从1.1万元/吨左右一路上涨至近2万元/吨。随着更多电池铝箔厂商产能逐步释放及下游需求放缓，2023年电池箔加工费持续下滑，截至2023年12月末，电池铝箔12 μ m/13 μ m/15 μ m加工费分别约为1.7/1.6/1.5万元/吨。

图 16：电池铝箔加工费（元/吨）



资料来源：百川盈孚，长城国瑞证券研究所

三、具备客户+技术等多重优势，涂炭箔增厚利润空间

1. 绑定下游优质客户，产能全球化布局

加强全球战略，有望充分受益海外市场高增长。公司分别在江苏镇江、浙江杭州、内蒙通辽及“一带一路”沿线国家泰国及意大利共建设5个生产基地，是目前国内唯一一家走出去的铝箔加工企业。其中，子公司欧洲轻合金位于意大利，专注于欧洲包装箔和电池箔市场。海外市场电动化率低，长期空间广阔，国内电池龙头宁德时代、比亚迪、亿纬锂能等积极出海建厂抢占海外市场，海外龙头LG、特斯拉等也纷纷加码。公司在意大利、泰国具有铝箔工厂，宁德时代在欧洲拥有德国14GWh和匈牙利100GWh产能规划。公司通过海外布局，有望率先供给其欧洲114GWh产能，此外公司与比亚迪、LG等龙头合作紧密，紧跟下游主流电池厂的全球化布局，进一步提升海外乃至全球市占率。

表 5：公司供货协议

公告日期	合作客户	供应产品	供货量（万吨）	供货期限	供货基地
2023年5月	SK 新能源	锂电池铝箔	3.24	2023H2-2027	意大利
2023年3月	宁德时代	动力电池箔	国内：不低于其需求的50%	2023-2025	杭州、内蒙、镇江
			海外：根据海外基地需求	2024-2026	意大利
2023年2月	LG 能源及3家国	锂电池铝箔	6.1	2023-2026	杭州、镇江



	内子公司				
2022年6月	蜂巢能源	锂电池铝箔及锂电池涂炭铝箔	8.08	2022-2025	杭州

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

2. 具备独特铝箔加工工艺，可快速实现电池箔转产

公司具备较强的合金研发能力，在多种产品中创新性运用新的合金成分与配比，满足客户的不同需求。铝箔生产工艺流程复杂，对合金成分配比、轧制速度、退火等参数等均有严格要求，最终影响产品的组织均匀性、延展性、强度、深冲性能、平直性等各项性能。公司自主研发的电池箔，采用公司特有的合金配制工艺，通过合理调整铁硅比，控制铜钛等其他微量元素的手法，促进产品内部有利于性能指标的第二相化合物的产生和固溶体的析出，从而有效控制产品的机械性能。而新进厂商需较长时间累积生产技术，以提高产品成品率及改善性能。

公司具备生产工艺优势，电池箔相关专利数量行业领先。近年来公司自主研发的新一代动力电池用铝箔/薄板系列产品，用的是“铸轧—冷轧短流程绿色制造技术”，该技术从成分优化、熔炼工艺、连续铸轧工艺和冷轧/箔轧过程工艺的优化以及性能检测、质量精控技术进行全产业链创新，使用了铸轧法代替热轧法生产动力电池用铝箔/薄板，降低了动力电池用铝箔/薄板生产企业的生产成本，提高了市场竞争力，在很大程度上推动了国内电池铝加工行业的发展。截至2023年6月30日，公司共获得专利172项，其中发明专利87项，经查询国家知识产权局显示，公司已获取电池铝箔相关有效发明专利31项，专利数量行业领先。

表 6：公司电池箔核心技术

核心技术	技术内容
板型和厚度控制	公司采用先进的厚度自动控制系统和板形实现了对板形和厚度的精确控制
在线除油技术	在保证铝箔机械强度的基础上，保证铝箔的清洁度
胚料质量控制	在生产过程需严格控制坯料的氢含量、非金属夹杂和晶粒度等，从而确保产品品质

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图 17：哈兹列特连铸连轧生产工艺流程图

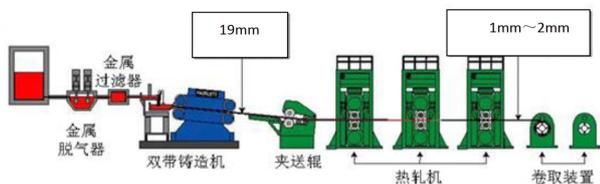
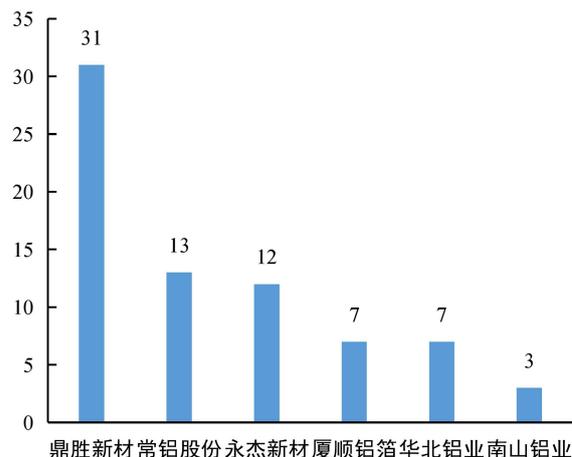


图 18：各主要铝箔厂商相关有效发明专利数量（个）



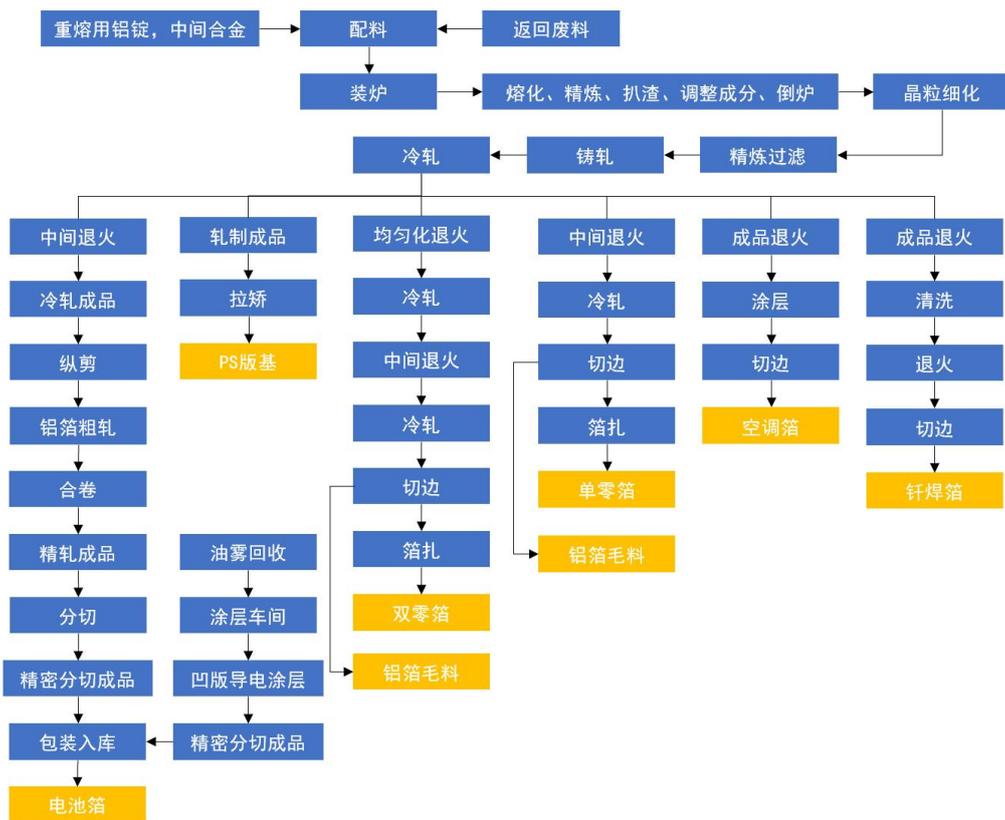
资料来源：《铝及铝合金哈兹列特连铸连轧技术规范》，长城国瑞证券研究所

资料来源：国家知识产权局，长城国瑞证券研究所
说明：截至 2023 年末统计

设备创新设计能力及丰富的产品矩阵提高了生产的自由度与灵活度，公司可快速实现电池箔转产。公司在对国际先进设备研究学习的基础上，逐步掌握设备制造与操作工艺，与设备供应商合作，供应商根据公司先进的设计理念生产相应设备，同时公司辅以领先的板型仪、测厚仪等检测系统，在保证设备先进性的基础上一方面降低了固定资产投资成本，另一方面通过对设备的自主创新设计大幅提高生产效率。电池铝箔与单双零箔在厚度范围和技术上较为接近，原有设备能够快速转产切入电池铝箔，为市场份额持续扩大及提升产品附加值奠定基础。



图 19：公司主要产品的生产工艺流程



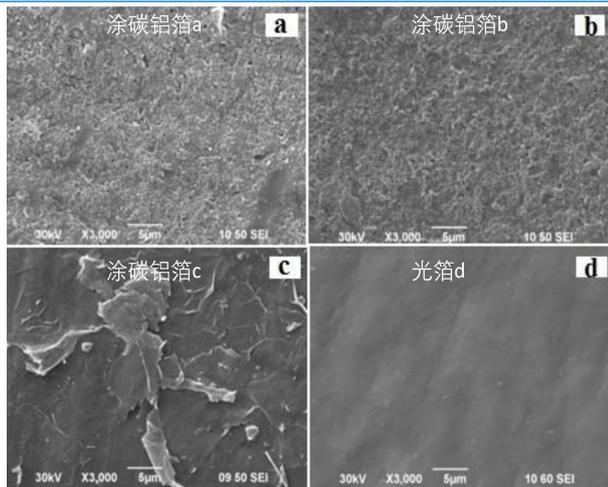
资料来源：鼎胜新材招股书，长城国瑞证券研究所

铝废料可回收利用做性能要求低的产品。不同于同业打折进行废品出售，废料可回收做普板带，也可以与铝锭搭配做包装箔或单零箔以摊薄原材料成本。

3. 延伸涂碳环节工艺，新品增加铝箔盈利空间

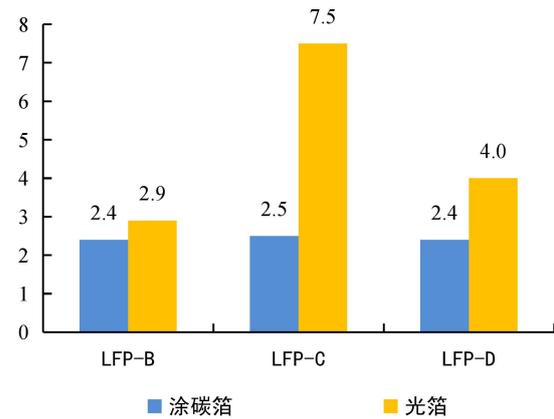
涂碳铝箔作为改性正极集流体，可降低集流体之间接触电阻，收集活性物质的微电流进而改善电池的倍率充放电性能、循环性能。涂碳铝箔是通过在光箔表面涂覆一层均匀的导电性材料（如炭黑、石墨片和石墨烯）而制得，对比涂碳铝箔与光箔，涂碳铝箔表面形态更加均匀。涂碳铝箔表面涂覆层作为桥梁可提升正极片的导电性、降低电池内阻；此外，可提高活性物质与集流体的粘附力，目前主要用于磷酸铁锂电池。

图 20：涂碳箔与光箔表面形态对比



资料来源：《软包装磷酸铁锂电池包装膜与涂碳铝集流体性能研究》，长城国瑞证券研究所

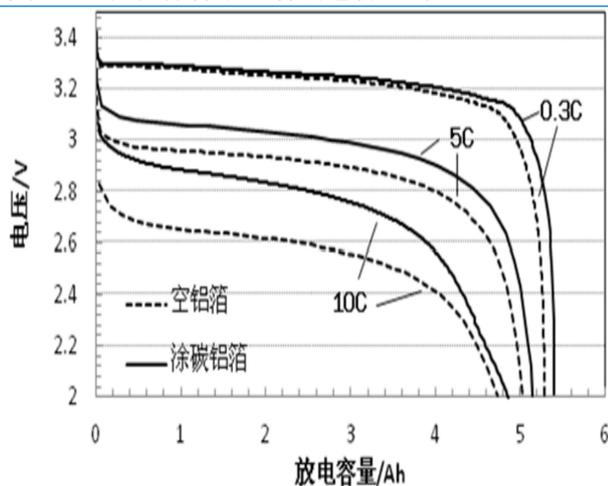
图 21：涂碳箔与光箔匹配不同正极平均内阻（毫欧）



资料来源：《软包装磷酸铁锂电池包装膜与涂碳铝集流体性能研究》，长城国瑞证券研究所

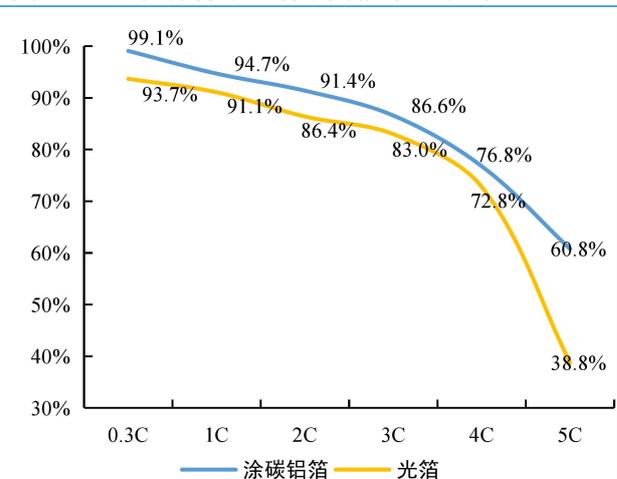
搭载涂碳铝箔的电池具有更佳的充放电倍率性能，适合电池大倍率快充技术。涂碳铝箔表面均匀的导电涂层可增加活性物质与集流体之间的接触面积，从而在大电流快速充放电时更快的传递电子、收集电流。倍率放电主要研究电池的放电速率及电压平台，C 表示放电快慢的一种量度，所用的容量 1 小时放电完毕，称为 1C 放电；5 小时放电完毕，则称为 1/5=0.2C 放电。在较低倍率放电时，两种铝箔的放电曲线几乎重合，但 5C 时，空箔较涂碳铝箔电压平台开始降低，当倍率达到 10C 时，空箔放电电压明显低于涂碳铝箔。相同容量的电池，电压平台越高，则电池的有效使用时间越长；倍率充电主要研究电池不同充电倍率下电池的恒流比，5C 充电时，涂碳铝箔恒流时间明显比空铝箔时间长，更适用于大倍率充电用途。

图 22：涂碳铝箔与光箔放电容量对比



资料来源：《软包装磷酸铁锂电池包装膜与涂碳铝集流体性能研究》，长城国瑞证券研究所

图 23：涂碳铝箔与光箔不同倍率恒流对比



资料来源：《软包装磷酸铁锂电池包装膜与涂碳铝集流体性能研究》，长城国瑞证券研究所
说明：涂碳铝箔取实验组铝箔 2



已与下游客户签订供货框架协议，高附加值涂碳箔将为公司业务增厚盈利空间。由于不同涂碳铝箔使用的粘结剂浆料有所差异，且浆料研发成本较高，涂碳环节一般由动力电池厂商自主进行。鼎胜新材在 2017 年即建设“年产 8,000 吨动力电池涂碳铝箔建设项目”，在 IPO 募投项目中也包含年产 10,000 吨的涂碳箔，合计已建成 1.8 万吨涂碳箔产能。涂碳环节成本主要是浆料研发及外购、电费成本，公司与外部机构合作突破浆料以及工艺配方的技术壁垒，具备内蒙电价优势和光箔供应优势，已于 2022 年 6 月与蜂巢能源签订涂碳箔框架协议。涂碳铝箔加工费约为光箔的 1.5 倍，公司延伸高附加值涂碳铝箔产品将进一步增厚电池铝箔盈利空间。

表 7：公司涂碳铝箔产能建设

涂碳铝箔项目	涂碳箔产能规划（吨）	投产日期
年产 8000 吨动力电池涂碳铝箔建设项目	8000	2020 年
动力电池电极用铝合金箔项目（光箔 4 万吨和涂层箔 1 万吨）	10000	2022 年
合计	18000	

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

四、风险提示

公司产能建设不及预期风险。公司在建电池铝箔生产线项目进度不及预期，导致电池铝箔销量不及预期，影响公司主营营业收入。

行业产能过剩、竞争加剧的风险。我们对全球拟建、在建的电池铝箔项目的统计或不够全面，未来行业释放产能或将高于新增需求量，导致电池铝箔的加工费下降，行业竞争加剧。

上游材料价格波动及供应的风险。公司主要产品单零箔、双零箔、电池箔等铝压延加工产品采取“铝锭价格+加工费”定价方式，若原材料价格出现较大波动，则可能会对公司毛利率及排产情况造成影响。

境外经营环境恶化的风险。公司单零箔、双零箔等包装箔产品以海外销售为主，若未来出现国际贸易关系波动、加息抑制海外居民消费需求，将会影响公司海外业务收入。

五、盈利预测

表 8：盈利预测

资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E	利润表	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,153.73	6,561.10	6,848.90	7,204.30	营业收入	21,605.25	19,815.42	20,684.63	21,757.98
应收账款	2,090.18	2,533.41	1,833.34	2,760.01	营业成本	18,108.93	17,460.61	18,020.96	18,926.54
预付账款	242.22	88.66	252.84	105.82	营业税金及附加	83.04	79.26	72.40	76.15
存货	3,452.33	4,016.93	2,991.22	4,369.10	营业费用	239.92	178.34	186.16	195.82
其他	1,883.72	1,935.52	1,830.74	1,941.45	管理费用	207.09	198.15	206.85	217.58
流动资产合计	14,822.19	15,135.61	13,757.04	16,380.68	财务费用	999.52	990.77	1,034.23	1,087.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	研发费用	90.42	19.82	20.68	21.76
固定资产	5,279.01	5,627.40	5,846.80	5,844.64	资产减值损失	-68.48	-30.00	-30.00	-30.00
在建工程	1,216.22	1,341.36	1,288.95	1,112.26	公允价值变动收益	-4.00	-62.11	0.00	0.00
无形资产	328.62	328.13	327.34	326.23	投资净收益	-245.33	-100.00	-100.00	-100.00
其他	308.02	262.70	261.21	260.17	其他	1,602.24	1,312.55	1,231.80	1,285.47
非流动资产合计	7,131.87	7,559.59	7,724.29	7,543.30	营业利润	1,591.42	758.79	1,075.77	1,164.66
资产总计	21,954.06	22,695.21	21,481.34	23,923.98	营业外收入	25.85	4.00	4.00	4.00
短期借款	4,244.27	3,892.55	3,557.74	3,579.50	营业外支出	7.96	30.00	12.00	12.00
应付账款	1,455.14	1,431.11	947.07	1,550.62	利润总额	1,609.30	732.79	1,067.77	1,156.66
其他	7,696.16	3,545.48	3,704.17	3,863.72	所得税	226.54	102.59	149.49	161.93
流动负债合计	13,395.57	8,869.15	8,208.98	8,993.84	净利润	1,382.77	630.20	918.29	994.73
长期借款	1,471.99	1,471.99	0.00	0.00	少数股东损益	1.21	0.55	0.80	0.87
应付债券	390.87	390.87	390.87	390.87	归属于母公司净利润	1,381.56	629.65	917.48	993.86
其他	379.99	379.99	379.99	379.99	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债合计	2,242.85	2,242.85	770.86	770.86	成长能力（同比增速）				
负债合计	15,638.42	11,111.99	8,979.84	9,764.70	营业收入	18.92%	-8.28%	4.39%	5.19%
少数股东权益	11.43	11.54	12.34	13.21	营业利润	225.66%	-52.32%	41.77%	8.26%
股本	490.46	889.69	889.69	889.69	归属于母公司净利润	221.26%	-54.42%	45.71%	8.32%
资本公积	2,488.39	6,754.23	6,754.23	7,417.28	获利能力				
留存收益	5,786.50	10,681.99	11,599.47	13,256.39	毛利率	16.18%	11.88%	12.88%	13.01%
其他	-2,461.15	-6,754.23	-6,754.23	-7,417.28	净利率	6.39%	3.18%	4.44%	4.57%
股东权益合计	6,315.64	11,583.21	12,501.50	14,159.28	ROE	21.91%	5.44%	7.35%	7.03%
负债和股东权益总计	21,954.06	22,695.21	21,481.34	23,923.98	ROIC	15.79%	13.46%	8.91%	10.85%
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
经营活动现金流	1,822.00	-3,799.18	3,127.69	489.03	资产负债率	71.23%	48.96%	41.80%	40.82%
资本支出	1,400.20	1,074.87	912.41	696.68	流动比率	1.11	1.71	1.68	1.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.85	1.25	1.31	1.34
其他	-2,134.46	-2,134.16	-1,924.81	-1,493.37	营运能力				
投资活动现金流	-734.26	-1,059.29	-1,012.41	-796.68	应收账款周转率	10.74	8.57	9.47	9.47
债权融资	6,383.97	6,032.25	4,225.45	4,247.21	存货周转率	6.26	5.31	5.90	5.91
股权融资	9.25	4,618.00	-20.68	641.30	总资产周转率	1.13	0.89	0.94	0.96
其他	-7,605.96	-6,384.42	-6,032.25	-4,225.45	每股指标（元）	2022	2023E	2024E	2025E
筹资活动现金流	-1,212.74	4,265.84	-1,827.48	663.05	每股收益	1.55	0.71	1.03	1.12
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	2.05	-4.27	3.52	0.55
现金净增加额	-125.01	-592.63	287.80	355.40	每股净资产	7.09	13.01	14.04	15.90

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。