

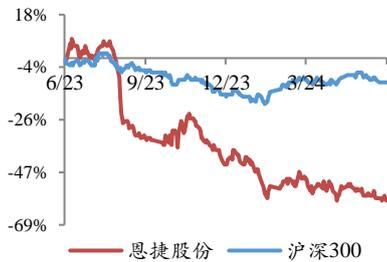
湿法隔膜站位稳固，海外布局持续推进

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-20

收盘价（元） 36.06
近12个月最高/最低（元） 101.35/35.60
总股本（百万股） 978
流通股本（百万股） 825
流通股比例（%） 84.39
总市值（亿元） 353
流通市值（亿元） 298

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzb@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：恩捷股份发布2023年年报和2024年一季报

公司23年营收120亿元，同减4%；归母净利25亿元，同减37%；扣非净利24.6亿元，同减36%；其中23Q4营收29亿元，同减11%，归母净利4亿元，同减52%，扣非净利4.1亿元，同减44%。24Q1营收23亿元，同减9%，归母净利1.6亿元，同减76%，扣非净利1.5亿元，同减76%，主系隔膜盈利承压，同时公司Q1大额计提奖金。

● 单位盈利有所承压，出货量仍维持行业高增。

公司23/24Q1单平净利预计约为0.45/0.15元/平，23年公司单位盈利承压系供需错配行业价格下行，同时公司开工率有所下滑。24年Q1为传统淡季，同时公司产线检修叠加降价让利策略执行，整体盈利继续承压。我们预计公司23Q4+24Q1隔膜发货共25亿平，其中23/23Q4/24Q1 A品膜出货49.5、12.5、12.5亿平，分别同增5/4/25%，出货量稳健增长。

● 单线产能突破1亿平，海外客户加速拓展

24年国内预计新增17条产线，分别是湖北8条，江苏8条和重庆1条；海外产能亦稳步推进，匈牙利工厂已建成，24Q3已投入量产，美国工厂正加速建设，预计25年投入量产。设备方面，单线产能已突破1亿平，新产线宽幅8米，机速120米。

● 多元化优化产品结构，持续适应锂电新需求

公司开发非氟体系混涂隔膜，并针对快充需求扩大基膜和涂覆膜产量；固态方面，公司为蔚蓝定制化开发的半固态隔膜以及对全固态硫化物固态电解质相关材料的研发。

● 投资建议

我们预计24、25年归母净利分别约为15/26亿元，对应PE分别为23/13X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，主要原材料价格波动，技术进步和产品替代。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12042	13890	17119	19567
收入同比（%）	-4.4%	15.3%	23.2%	14.3%
归属母公司净利润	2527	1515	2578	3961
净利润同比（%）	-36.8%	-40.0%	70.2%	53.6%
毛利率（%）	37.4%	24.0%	26.5%	31.8%
ROE（%）	9.4%	5.6%	8.8%	11.9%
每股收益（元）	2.68	1.55	2.64	4.05
P/E	21.20	22.56	13.26	8.63
P/B	2.06	1.27	1.16	1.02
EV/EBITDA	13.79	13.54	9.58	7.22

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 起步包装印刷业，积极开拓锂电池隔膜	4
1.1 包装印刷起家，股权集中利于公司发展	4
1.2 营收出现波动，业务短期承压	5
2 隔膜行业需求旺盛，公司竞争优势明显	7
2.1 隔膜需求方兴未艾，四大壁垒铸就公司优势	7
2.2 锁定制钢所设备产能，加速多元化研发布局	8
2.3 加强下游客户合作，出海发展打造新增长极	9
3 拓宽新产品产能，发展壁垒护城河	10
3.1 积极拓宽产线产能，打造新型竞争力	10
3.2 研发为基优化产品结构，持续适应锂电池新趋势	11
财务报表与盈利预测	13

图表目录

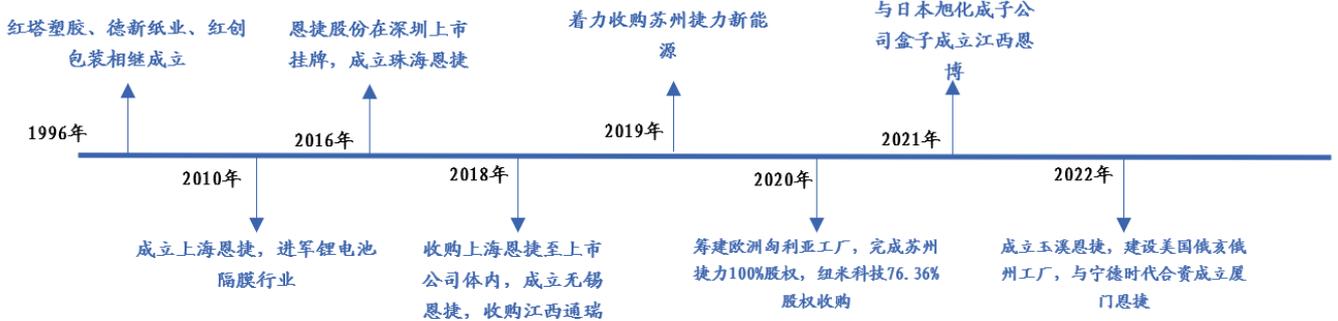
图表 1	公司股权结构	4
图表 2	公司主营业务	4
图表 3	公司股权结构图	5
图表 4	2018-2024Q1 营业收入及同比增长率 (亿元, %)	6
图表 5	2018-2024Q1 年归母净利及同比增长率 (亿元, %)	6
图表 6	2018-2024Q1 毛利率 (%)	7
图表 7	2018-2024Q1 四项费用率 (%)	7
图表 8	锂电池隔膜工作原理图	7
图表 9	四大优势加剧行业马太效应	8
图表 10	设备供应盘点	8
图表 11	江西恩博吹塑法成膜工艺产线	9
图表 12	可比公司毛利率情况	9
图表 13	恩捷股份海外毛利情况 (亿元, %)	10
图表 14	恩捷股份海外营收情况 (亿元, %)	10
图表 15	恩捷锂电隔膜项目进展情况	10
图表 16	恩捷股份 PMMA 隔膜 SEM (扫描电子显微镜) 图	11
图表 17	高孔隙结构调控示意图	11
图表 18	高安全芳纶涂布膜	12

1 起步包装印刷业，积极开拓锂电池隔膜

1.1 包装印刷起家，股权集中利于公司发展

公司早期从事包装印刷品业务，1996 年李晓明创立了红塔塑胶，2010 年上海恩捷新材料科技公司成立，并于 2016 年 9 月公司以“创新股份”在中国 A 股上市，主营 BOPP 膜、特种纸、无菌包装以及烟标。2016-2017 后烟标收入下滑，BOPP 膜的收入停滞，转向主营隔膜业务。公司于 2018 年收购上海恩捷，成立无锡恩捷。后续于 2018 年 11 月收购江西通瑞，规划基膜生产线 16 条；于 2019 年 9 月收购苏州捷力新能源材料有限公司，规划基膜生产线 10 条；于 2020 年 12 月并购重庆云天化纽米科技股份有限公司，切入消费电子电池隔膜领域。2021 年与日本旭化成子公司合资成立江西恩博，进军干法领域。2022 年成立玉溪恩捷，建设美国俄亥俄州工厂，与宁德时代成立厦门恩捷。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司以锂电池隔离膜发展核心，同时积极开拓铝塑膜、BOPP 薄膜、烟标、无菌包装和特种纸产品等领域。公司主要产品有三类：膜类产品、包装印刷产品以及特种纸。一、膜类产品：主要包括锂电池隔离膜以及 BOPP 薄膜，目前已成功进入全球主流电池厂商的供应链。二、包装印刷产品：主要包括烟标以及无菌包装，是云南省非专卖卷烟材料 A 级供应商以及诸多知名乳企的供应商。三、特种纸：主要生产特种纸产品、全息防伪电化铝产品和转移膜。自 2020 年至 2023 年，膜类产品的营业收入又从 34.64 亿元上升至 107.63 亿元，占公司营业收入由 81% 上升至 89%。

图表 2 公司主营业务

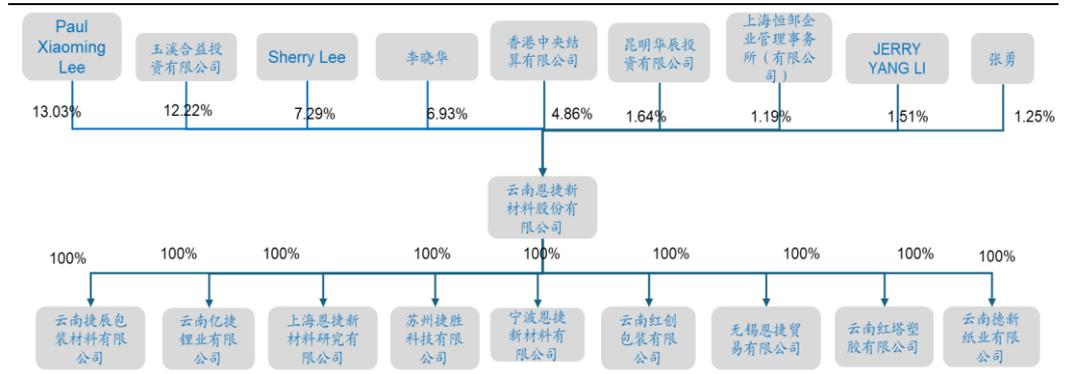
产品名称	主要应用领域	主要合作企业	产品图例
锂电池隔膜	新能源汽车锂电池制造领域、3C 类产品及储能领域	松下、LGES、三星、宁德时代、中创新航、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪、孚能、力神等	

BOPP 膜	卷烟、印刷、食品、化妆品	云南中烟物资有限责任公司、四川中烟、重庆中烟、湖南中烟、安徽中烟等	
烟标	卷烟包装	云南中烟物资有限责任公司、四川中烟和重庆中烟等	
无菌包装	牛奶盒、饮料盒	伊利、蒙牛、新希望乳业、光明乳业、皇氏集团等	
特种纸	于烟草、食品、医药、化妆品、食品	云南纸烟厂、红塔烟草有限责任公司等	

资料来源：公司 2022 年年报，华安证券研究所

公司股权较集中，利于公司稳定发展。公司最大股东为李晓明，控股比例 13.03%，实际控制人为李晓明家族。依照控股比例依次分别为 SherryLee (7.29%)，李晓明 (6.93%)，JerryYangLi (1.51%)。其中控股中的合益投资 (12.22%) 以及上海恒邹企业管理事务所 (1.19%) 也为李晓明家族基本控股。

图表 3 公司股权结构图



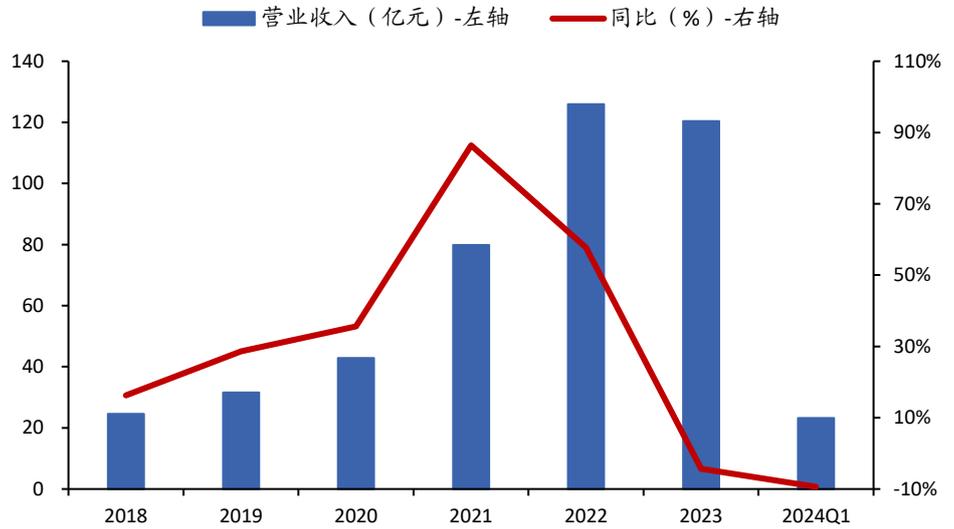
资料来源：公司 2023 年报，华安证券研究所

1.2 营收出现波动，业务短期承压

2018 年公司主营业务转型，盈利水平大幅上涨，24Q1 营收略有下滑。自 2018

年公司并购上海恩捷，正式进入锂电隔膜领域，业绩开始明显提升。公司 2018 年营收为 24.6 亿元，2019/2020/2021/2022/2023 营收分别为 31.6/42.8/79.8/125.9/120.4 亿元，24Q1 营收 23.28 亿元。2023 及 24Q1 锂电行业供需错配需求疲软，公司营收增速有所承压。

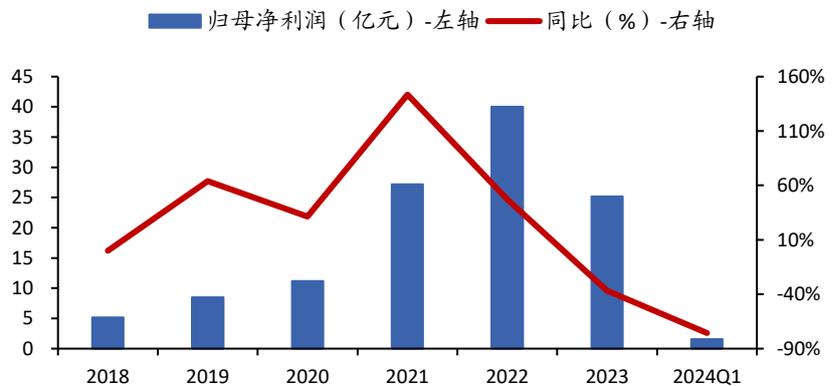
图表 4 2018-2024Q1 营业收入及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

隔膜业务单位盈利下行，公司积极拓展海外布局。公司 2023 年实现归母净利润 25.27 亿元，同减 36.84%。2023 年隔膜业务盈利下滑，主要系隔膜价格下行所致。2024Q1 归母净利润 1.58 亿元，同减 75.64%。其中核心业务隔膜行业具有高利润，高壁垒，高集中度的特点，使公司可以保持相对行业平均水平高盈利水平。公司 23 年锂电隔膜类收入 101 亿元，同减 5%，毛利率 39.83%，同比小幅下降；海外营收 20 亿元，占比 17%，同增 6%，海外毛利率 41%，同降 12pct。

图表 5 2018-2024Q1 年归母净利润及同比增长率 (亿元, %)

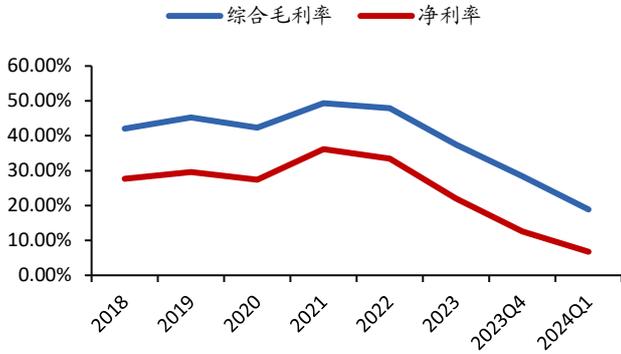


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司经营效率提升，研发投入增加。23 年期间费用 14 亿元，同增 8%，费用率 12%，同减 1pct，其中 23Q4 期间费用 3.03 亿元，同环比-43%/-20%，费用率 10%，

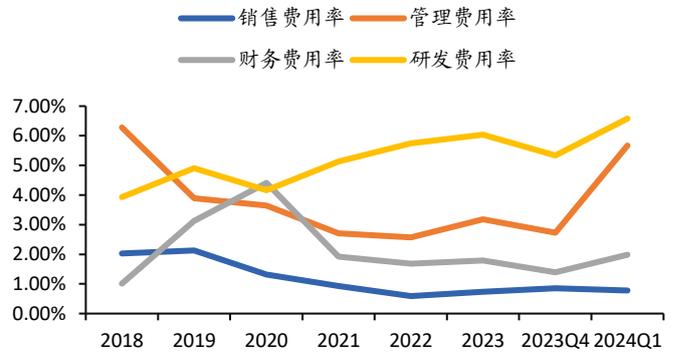
同环比-6/-0.4pct, 24Q1 期间费用 3.49 亿元, 同环比-17.49/+15.18%, 费用率 15%, 同环比-2/+5pct。2018-2023 年研发费用分别 0.97/1.55/1.78/4.09/7.24/7.27 亿元, 主要系公司配合市场需求, 研发新产品, 研发投入增加在锂电池隔膜业务生产效率、产品品质以及新产品上取得了一系列成果。

图表 6 2018-2024Q1 毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 2018-2024Q1 四项费用率 (%)



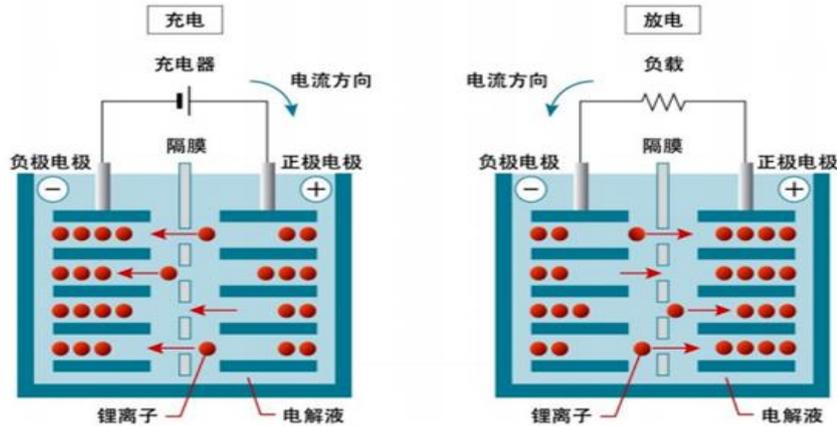
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 隔膜行业需求旺盛, 公司竞争优势明显

2.1 隔膜需求方兴未艾, 四大壁垒铸就公司优势

隔膜主要作用是分隔正负极, 防止其直接接触造成短路, 同时 Li⁺可穿过微孔形成充放电回路, 保障电池正常工作。其性能决定了电池的界面结构及内阻, 直接影响电池的容量、循环及安全性能。

图表 8 锂电池隔膜工作原理图

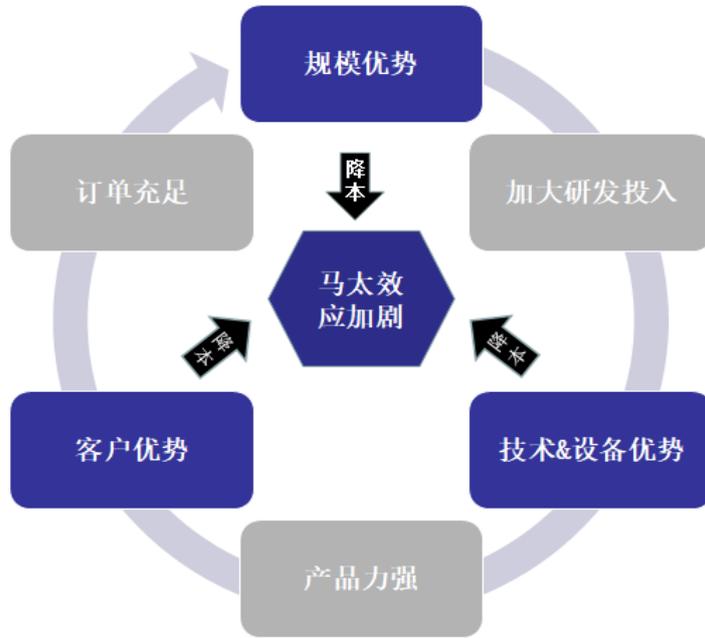


资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

四大优势共筑行业竞争力。主要有以下: **1) 设备优势:** 隔膜行业的产能扩张受限于上游设备的产能, 同时设备设计、研发、调试能力会影响生产良率及产品质量; **2) 技术优势:** 体现在隔膜生产工艺、良率、基膜涂敷、辅料回收以及轻薄化等; **3) 客户优势:** 对于技术成熟、供应稳定的一线企业, 下游客户的数量与结构具备优势, 海外客户占比高能够提升企业盈利水平; **4) 规模优势:** 隔膜行业是重资产行业, 设备折旧成本占比高, 充足的订单, 高产能利用率以及合理的排产计划将显著降低企

业生产成本。

图表 9 四大优势加剧行业马太效应



资料来源：华安证券研究所整理

2.2 锁定制钢所设备产能，加速多元化研发布局

隔膜设备价格高昂，交付周期较长。单米隔膜产能投资在 3.6 元左右，也就是一亿平方米隔膜项目投资在 3.6 亿元左右。恩捷股份的“年产 4 亿平方米锂离子电池隔膜项目（一期）”，总投资金额为 17.5 亿元，其中设备投入占比达 81%。此外，设备选型必须根据工艺特点定向匹配，对设备商的制造水平要求很高。全球范围内的隔膜设备供应商并不多，年产量在 8 条线以上的不足 5 家，全球生产线年总供给量也就 40 多条，且交付周期都比较长，一般需要 20 个月。目前电池隔膜产线的短缺是隔膜产能扩张的主要制约因素之一。

图表 10 设备供应盘点

企业	设备供应商	详情
恩捷股份	日本制钢所	制钢所为世界领先机械制造商，设备精密度高、产品良率高，恩捷与制钢所共同开发设计产线
苏州捷力	日本制钢所	恩捷子公司
纽米科技	日本制钢所	恩捷子公司
星源材质	德国布鲁克纳	布鲁克纳为全球领先薄膜设备供应商，设备具有大幅宽和高车速优势，星源有干湿法设备的整合能力
中材科技	法国 ESSOP	法国 ESSOP 具有吹塑、拉伸设备和双向塑料薄膜的生产能力，中材具备一定设备整合和调试能力
沧州明珠	日本国际先进同步企业	公司具备一定的设备整合和调试能力

资料来源：头豹研究所、华安证券研究所

与 Celgard 共研吹塑法生产线，加速多元化研发布局。恩捷股份旗下江西恩博（与 Celgard 合资成立）10 条锂电池干法隔膜生产线全线贯通。其中所采用的吹塑法生产线是国内唯一一家获授权的，吹塑法是将聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）等改性塑料熔体经过挤出机挤出，通过高压气流将其吹成薄膜，然后对吹膜进行热处理、冷拉、热拉、定型，最终形成吹塑膜的加工工艺。相比传统流延法，吹塑法在产品的生产效率、收率、收卷质量、收卷长度等方面更具优势。

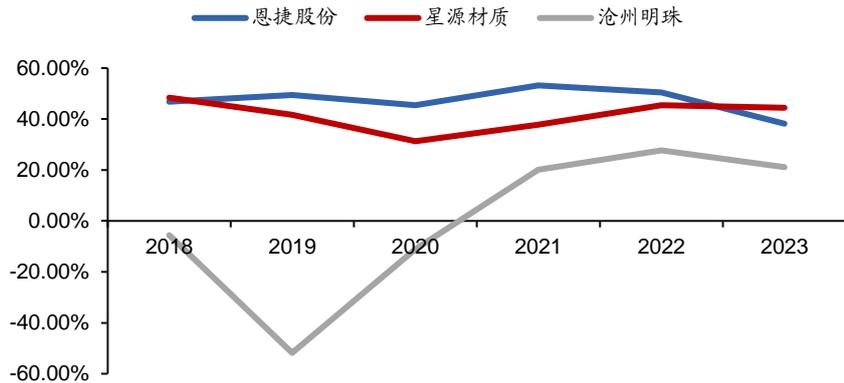
图表 11 江西恩博吹塑法成膜工艺产线



资料来源：恩捷股份微信公众号，华安证券研究所

公司锁定日本制钢所产能，自研设备持续降本。公司第一条产线来自日本制钢所，双方合作关系深厚，在反向产线改造和设备国产化自研方面均有合作。优良的设备有助于公司摊销成本，提升毛利率。

图表 12 可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 加强下游客户合作，出海发展打造新增长极

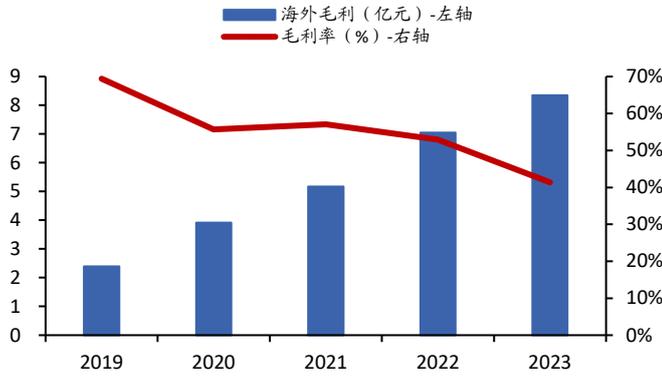
电池厂认证标准高、周期长，认证后业绩确定性强。隔膜验证过程包括合格供应商资格的验证、新建基地和产能的验证和工艺等方面调整的验证。国内客户的验

证周期一般需要 1-2 年，国外客户较慢，一般需要 2 年以上。对于国内隔膜销售，一般每年签订一次供货协议；国外销售根据客户不同存在差异，一般签订多年期框架协议，确定合作期、大致采购量、价格及限制条件等。

公司与下游一线企业合作紧密，持续拓宽业绩增长渠道。国内部分，公司的主要客户包括中创新航、国轩高科、亿纬锂能、比亚迪、孚能、力神等国内主流锂电池企业。并且自 2022 年以来与多家高端客户如宁德时代、中创新航、蜂巢能源、国轩高科，2023 年度隔膜保供协议，拓宽业绩增长源。国外部分，公司主要客户包括松下、LGES、三星。

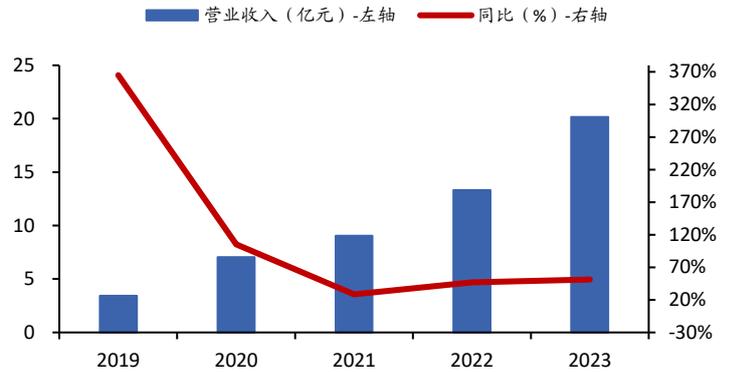
加强海外客户拓展，海外业绩高歌猛进。珠海恩捷 2024 年至 2028 年拟向 PPES 供应不含税总金额约为人民币 25.90 亿元的锂电池隔离膜产品；子公司 SEMCORPHungaryKft 与 AutomotiveCellsCompanySE 签订合同约定 2024 年至 2030 年 SEMCORPHungaryKft 向 ACC 供应约 6.55 亿欧元的锂电池隔离膜产品；匈牙利工厂在 2023 年与全球某大型锂电池厂商签订《产能锁定协议》，2025-2033 年向其供应不少于 9.6 亿平方米的锂电池隔膜材料。

图表 13 恩捷股份海外毛利情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 恩捷股份海外营收情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

3 拓宽新产品产能，发展壁垒护城河

3.1 积极拓宽产线产能，打造新型竞争力

公司有效产能突破 1 亿平，海外客户有望加速突破。24 年国内预计新增 17 条产线，分别是湖北的 8 条，江苏的 8 条和重庆的 1 条；海外产能也在稳步推进，匈牙利工厂已建成，预计 24Q3 投入量，美国工厂正加速建设，预计 25 年投入量产。目前单线产能已突破 1 亿平，新产线宽幅 8 米，机速 120 米，产线产能 2-2.5 亿

图表 15 恩捷锂电隔膜项目进展情况

在建项目	产线数量	完成进度
无锡恩捷新材料产业基地第二期项目	8 条基膜产线、16 条涂布生产线 年产锂电池隔膜基膜 5.2 亿平方米，涂覆膜 3 亿平方米	98.66%
匈牙利锂电池隔离膜项目	4 条基膜生产线和 30 余条涂布生产线，基膜年产能约为 4 亿平方	76.50%

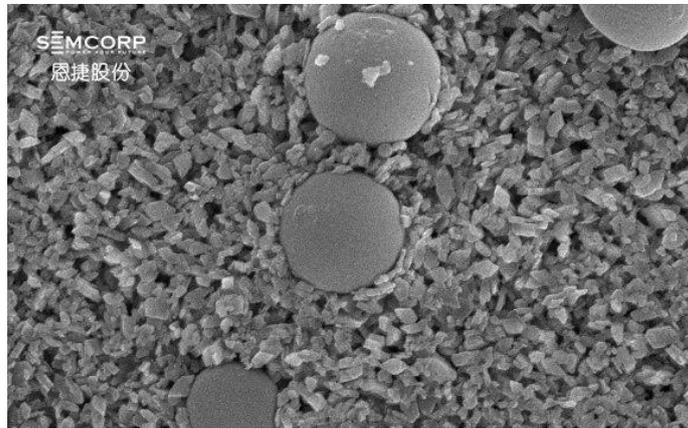
	米	
重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（一期）	4 条锂离子电池隔膜生产线 12 条涂布线	100%
重庆恩捷高性能锂离子电池微孔隔膜项目（二期）	12 条锂离子电池隔膜生产线 27 条涂布线	85%
江苏恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目	20 亿平方米锂电池隔膜年产能	60%
玉溪恩捷年产 16 亿平方米锂电池隔离膜生产线建设项目	16 亿平	5.40%
锂电池隔离膜干法项目	10 亿平	50%
湖北恩捷动力汽车锂电池隔膜产业化项目	16 条锂电池隔膜生产线	40.78%

资料来源：恩捷 2023 年年报，巨潮资讯网，华安证券研究所整理

3.2 研发为基优化产品结构，持续适应锂电池新趋势

开发非氟混涂体系隔膜，优化 PVDF 隔膜体系。公司研制非氟体系大颗粒 PMMA 混涂隔膜，利用非氟体系优化 PVDF 混涂隔膜体系，令此款隔膜产品同时兼具耐热性和粘接性，有效提高了电池的安全性和循环寿命，受客户青睐。

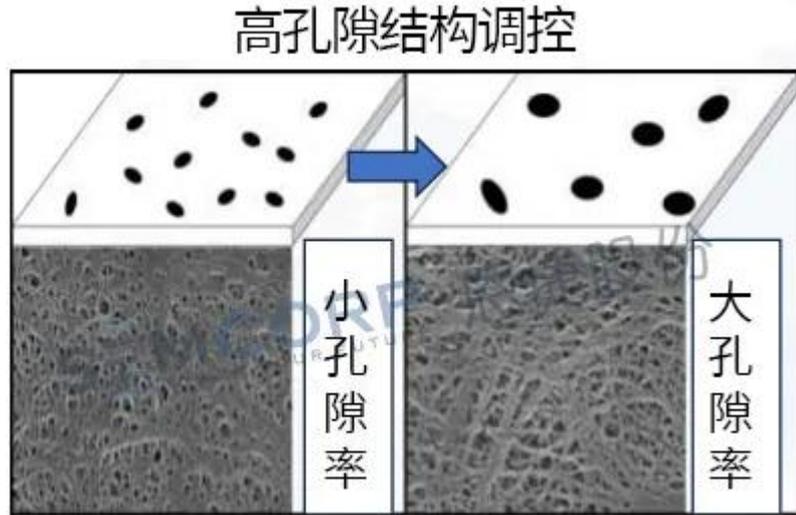
图表 16 恩捷股份 PMMA 隔膜 SEM（扫描电子显微镜）图



资料来源：恩捷股份微信公众号，华安证券研究所

布局高孔隙率基膜，适应大倍率充放电需求。公司自主研发的动力用超高强度高孔隙率基膜 HSV7 和 HSV9，较常规的 ND 系列隔膜产品提升 20% 以上，在大幅度地提升了孔隙率的同时依然可以保证较高的机械强度，在助力电池实现大倍率充放电的同时也保证了电芯加工过程中的良品率，目前已进入了推广阶段。

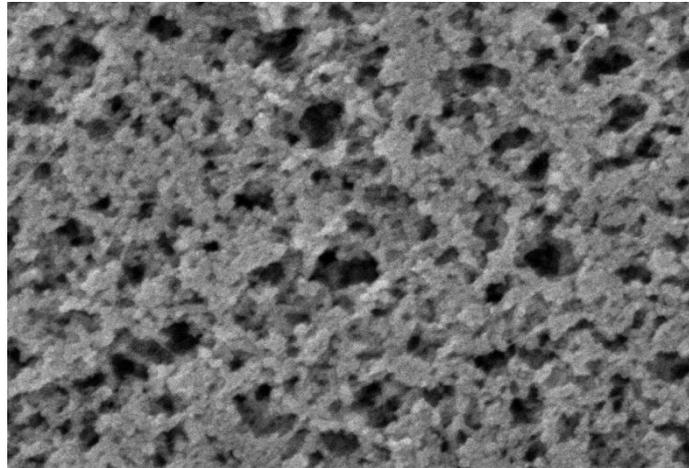
图表 17 高孔隙结构调控示意图



资料来源：恩捷股份微信公众号，华安证券研究所

突破高安全性芳纶涂覆隔膜，为全国首创。恩捷高安全芳纶涂布膜是在 PE 基膜上涂覆间位芳纶材料制成的，从而赋予隔膜出色的热收缩性能和极高的破膜温度。与此同时，该产品采用特殊的低闭孔基膜，降低了闭孔温度，有效提高了锂电池在高温环境下的安全性。此外，隔膜与电解液浸润性优异，可有效提升锂电池的循环和倍率性能。目前该产品已取得海外客户的量产许可，成功应用于某客户圆柱电池上。

图表 18 高安全芳纶涂布膜



资料来源：恩捷股份微信公众号，华安证券研究所

合作蔚蓝布局固态与半固态体系。公司还参与为蔚蓝定制化开发的半固态隔膜以及对全固态硫化物固态电解质相关材料的研发;在薄膜方面，低成本高性能新一代的水处理薄膜预计 24 年下半年上市，第三代低闭孔温度高安全性基膜已完成客户审核，具备量产能力。更多新型产品加快创新竞争优势。

风险提示：

市场竞争加剧，主要原材料价格波动，技术进步和产品替代。

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦 华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

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

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。