

# 传统主业稳健，复合箔材打造新增长极

## 英联股份（002846.SZ）深度报告

分析师：张文臣 S0910523020004

申文雯 S0910523110001

周涛 S0910523050001

- ◆ **持续推进双主业协同发展。**公司成立于2006年，主要产品是食品、饮料、日化用品的金属包装易开盖，是国内易开盖领域领跑者。2023年，成立江苏英联复合集流体子公司，未来将持续推进金属包装制品板块与复合集流体板块协同发展，落实“双主业”驱动战略。
- ◆ **主营业务稳定增长。**公司易开盖的产能将继续扩张，销量有望稳步增长，2017-2022年干粉易开盖、罐头易开盖和饮料易开盖销量的CAGR分别达到了20.6%、28.8%和43.1%。罐头、啤酒罐等在中国渗透率远低于全球，市场空间广阔。
- ◆ **复合集流体有望成为第二增长曲线。**复合铜箔主要优势：1) 提升能量密度。以三元电芯、电池系统能量密度分别为250wh/kg、200wh/kg为基准，若以复合箔材替代传统铜箔和铝箔，电芯能量密度、电池系统能量密度可以分别提高11.2%、8.8%；2) 降低生产成本。物料成本理论下降幅度约65%和75%，在行业逐步成熟后将明显体现；3) 提高电芯安全性。公司高举高打，复合箔材项目在2023-2026年预计投资30.89亿元，拟建设134条复合铜箔和10条复合铝箔生产线，据公司测算，总项目达产后，年创收逾36亿元（含税）。
- ◆ **投资建议：**在未来几年，公司将形成易开盖和复合箔材双主业运营。考虑到当前复合箔材产业化已经取得明显进步，我们认为复合铝箔将率先批量出货，公司作为行业内少有的同时布局复合铜箔和复合铝箔的公司，将率先受益。我们预期公司传统业务将恢复稳步增长，复合箔材业务将快速扩张，成为第二增长曲线。预测2024-2026年公司归母净利润分别为0.32、0.39、0.48亿元，对应的PE分别为89.1、74.4、60.3，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**复合箔材进展不及预期；快消品市场需求不及预期；市场竞争加剧；产能释放不及预期。

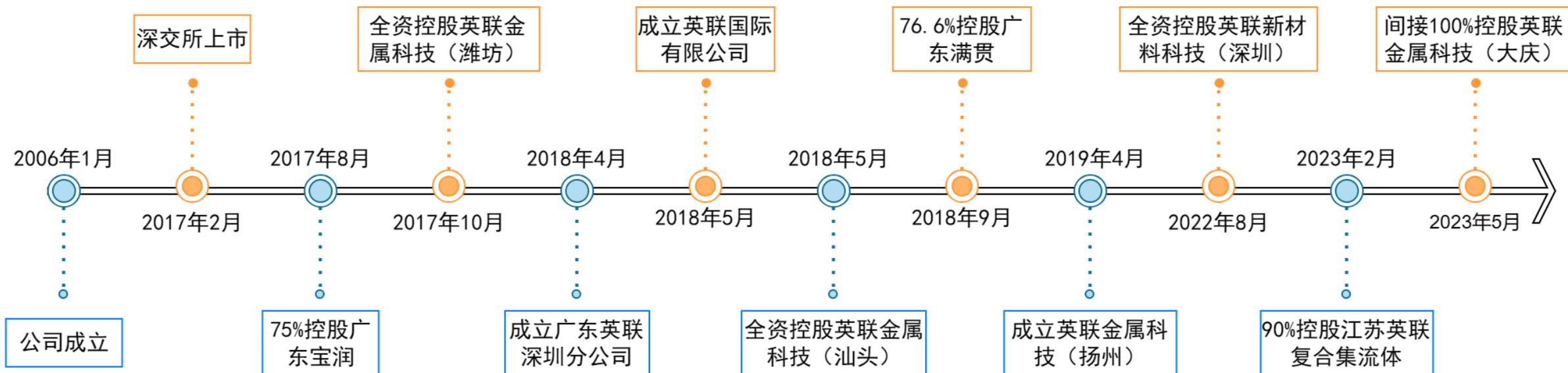
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,935	1,747	2,116	2,626	3,253
YoY (%)	5.7	-9.7	21.1	24.1	23.9
归母净利润(百万元)	-43	14	32	39	48
YoY (%)	-221.7	132.9	126.6	19.7	23.3
毛利率(%)	9.1	11.9	14.6	15.4	16.5
EPS(摊薄/元)	-0.10	0.03	0.08	0.09	0.11
ROE (%)	-5.7	0.8	2.0	2.4	2.9
P/E(倍)	-66.5	201.8	89.1	74.4	60.3
P/B(倍)	3.8	2.0	2.0	1.9	1.9
净利率(%)	-2.2	0.8	1.5	1.5	1.5

-  01 深耕快消金属包装业务，规模持续扩张
-  02 易拉盖产能稳步扩张，未来市场空间广阔
-  03 复合集流体性能优，有望成为第二增长曲线
-  04 盈利预测与投资建议
-  05 风险提示

# 1.1 国内易开盖领域领跑者，实施“双主业”驱动战略

- ◆ 英联股份成立于2006年，深耕金属易开盖领域的研发、生产和销售，拥有全品类的产品线，主要产品覆盖食品（含干粉）、饮料、日化用品等多应用领域，经过多年发展已成为国内易开盖领域的领跑者。
- ◆ 公司于2023年成立江苏英联复合集流体子公司，未来将持续推进金属包装制品板块与复合集流体板块协同发展，落实“双主业”驱动战略，继续夯实在原主业金属制品包装业务的稳定发展，大力推进复合集流体业务的研发和产业化进程。

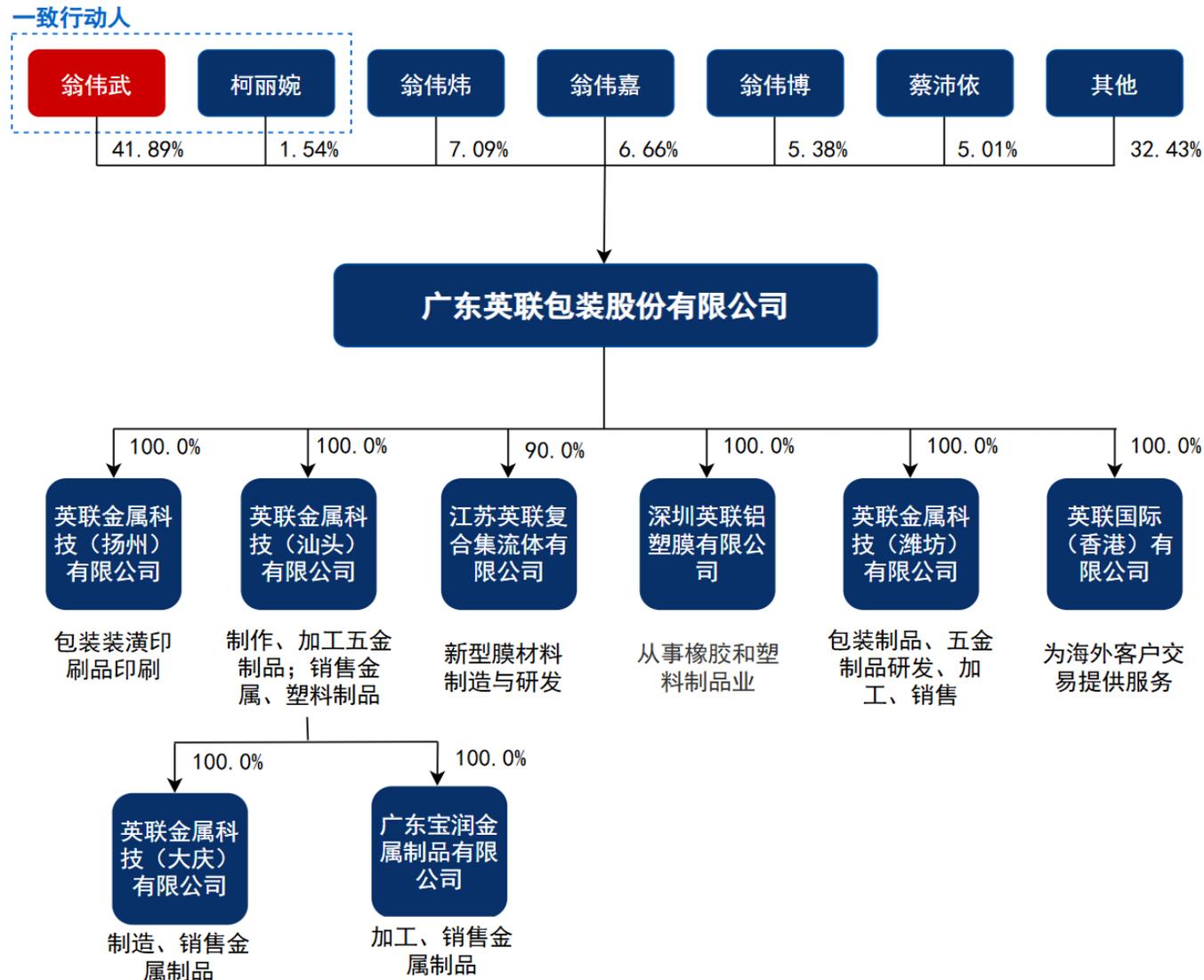
## 公司发展历程



## 1.2 股权集中，翁伟武为实际控制人

◆ 截止2024年3月31日，公司第一大股东为翁伟武，持有公司41.89%的股份，为公司实际控制人，第二大股东为翁伟炜，持有公司7.09%的股份。柯丽婉持有公司1.54%的股份，与翁伟武为一致行动人，二人合计持股43.43%。

### 公司股权结构



# 1.3 管理层经验丰富

◆ 公司董事长翁伟武先生早年担任过采购部经理、销售部经理、副总经理、总经理等职务，具有丰富的行业经验和企业管理经验。公司技术研发负责人武俊伟先生深耕磁控溅射领域多年，研发团队专业实力强劲。

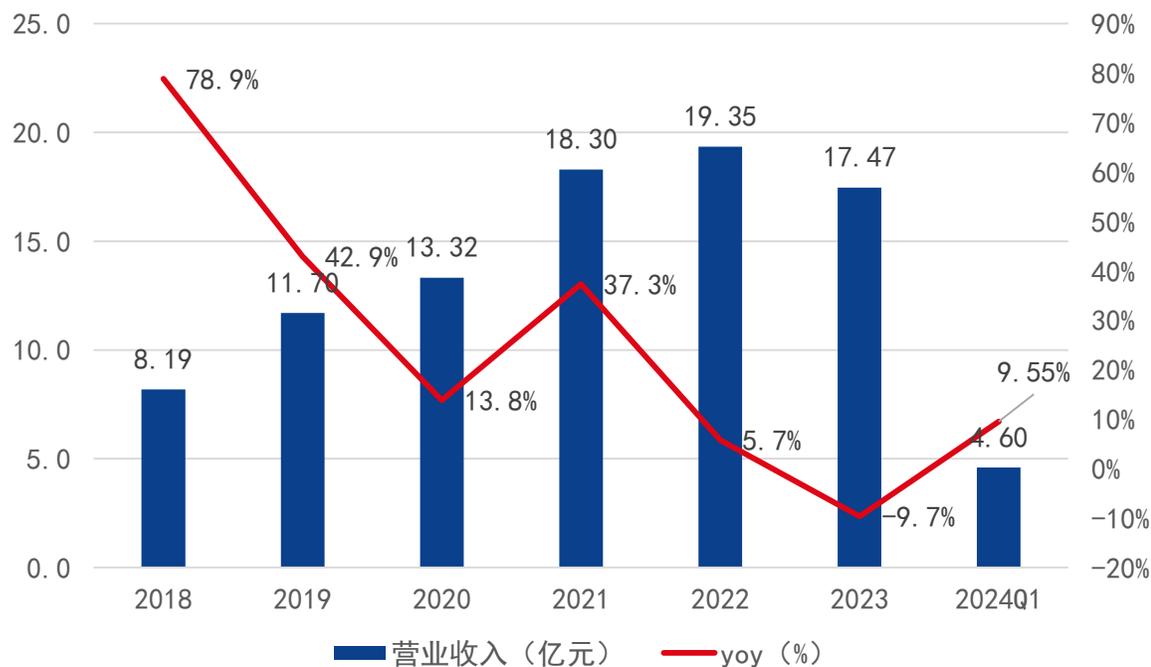
## 公司管理层工作经历

姓名	职位	工作经历
翁伟武	董事长	清华大学EMBA；1992年7月至2004年5月先后担任汕头市汕樟五金工艺厂采购部经理、销售部经理、副总经理、总经理职务；2004年6月至2005年12月担任东莞市广诚包装材料有限公司总经理职务；2006年1月至2013年10月担任汕头市英联易拉盖有限公司执行董事、总经理职务；2013年11月起担任广东英联包装股份有限公司董事长、总经理；2017年8月起担任子公司广东宝润金属制品有限公司董事长；2017年12月至2020年6月担任子公司英联金属科技（汕头）有限公司执行董事、经理；2018年5月至2020年1月担任子公司英联国际（香港）有限公司董事；2019年4月至今担任子公司英联金属科技（扬州）有限公司董事长。2023年1月至今担任广东新联企业管理合伙企业（有限合伙）有限合伙人。2023年2月至今担任江苏英联复合集流体有限公司执行董事。
翁伟嘉	董事、总经理	2006年1月至2013年10月任汕头市英联易拉盖有限公司国内销售部经理；2013年11月至2019年1月任广东英联包装股份有限公司董事、副总经理；2017年10月至2020年4月担任全资子公司英联金属科技（潍坊）有限公司执行董事；2019年1月至今担任广东英联包装股份有限公司董事；2022年8月至今担任岭峰投资（汕头）有限公司监事；2023年2月至今担任江苏英联复合集流体有限公司总经理。
郑涛	董事，副总经理	1993年9月至2007年6月先后任浙江昌鸿制盖有限公司销售部业务员、销售部经理、总经理助理；2007年7月至2017年9月任杭州泰海易开盖科技有限公司、杭州泰迪包装材料有限公司总经理；2017年11月至2019年1月担任广东英联包装股份有限公司总经理助理；2019年1月至今任广东英联包装股份有限公司副总经理。2022年9月至今任广东英联包装股份有限公司董事。
柯丽婉	副总经理	1994年至1999年任汕头市鮑滨制药厂属下汕头市华茵生物技术有限公司植物室副主任；2000年至2005年任平安保险汕头分公司高级业务主任；2006年至2013年10月任汕头市英联易拉盖有限公司总经理助理；2013年11月至2017年6月任广东英联包装股份有限公司总经理助理；2017年6月至今任广东英联包装股份有限公司副总经理。2023年1月至今担任广东新联企业管理合伙企业（有限合伙）普通合伙人。
黄咏松	财务总监	2004年2月至2005年9月任广州天地纵横物流服务有限公司总账会计；2006年1月至2010年4月任大华会计师事务所高级项目经理；2010年5月至2013年9月任广东名鼠股份有限公司财务总监；2013年9月至2017年11月任仙宜岱股份有限公司财务总监；2017年12月至2018年1月任广东英联包装股份有限公司财务部副总监；2018年1月至今任广东英联包装股份有限公司财务总监。
武俊伟	技术研发负责人	教育经历：1997.9-2001.7北京科技大学腐蚀与防护专业本科；2001.9-2004.3北京科技大学材料学硕士；2006-2009西弗吉尼亚大学机械工程博士；工作经历：2004.4-2006.7在富士康科技集团工作；2010.2-2013.7任哈尔滨工业大学深圳研究生院助理教授；2013.8至今任哈尔滨工业大学深圳研究生院副教授；专业资质：2014.8至今任中国腐蚀与防护学会理事，2017.12-2020.12任深圳市真空技术行业协会副秘书长，2017.11-2022.11任深圳市真空学会常务理事。

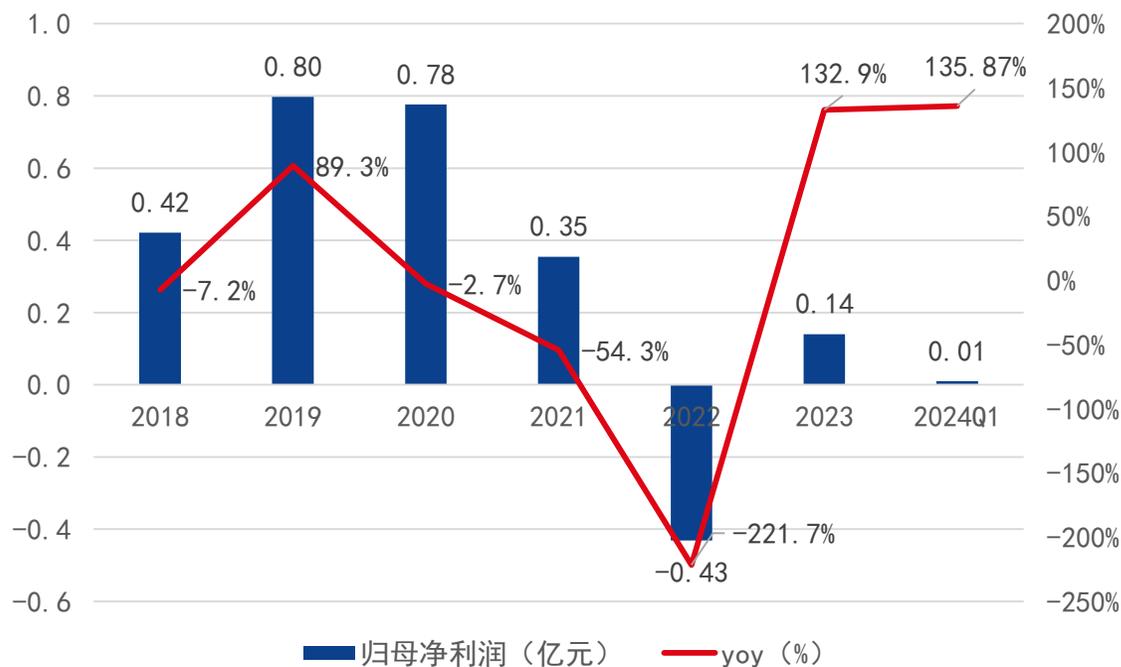
# 1.4 营收稳健

◆ 公司营收较为稳健，净利润有望持续正向贡献。2018-2022年公司营收持续增长，主要得益于公司多年在金属包装制品板块的产能扩张、产品规格和型号日趋完善；2020-2022年公司净利润逐年下降，主要系综合毛利率下降、管理费用及研发费用上升等影响，2023年净利润扭亏为盈，主要系原材料价格下降，综合毛利率明显回升。2024年一季度公司营收4.60亿元，同比增长9.55%，归母净利润0.01亿元，同比增长135.87%。

2018-2024Q1公司营业收入及同比



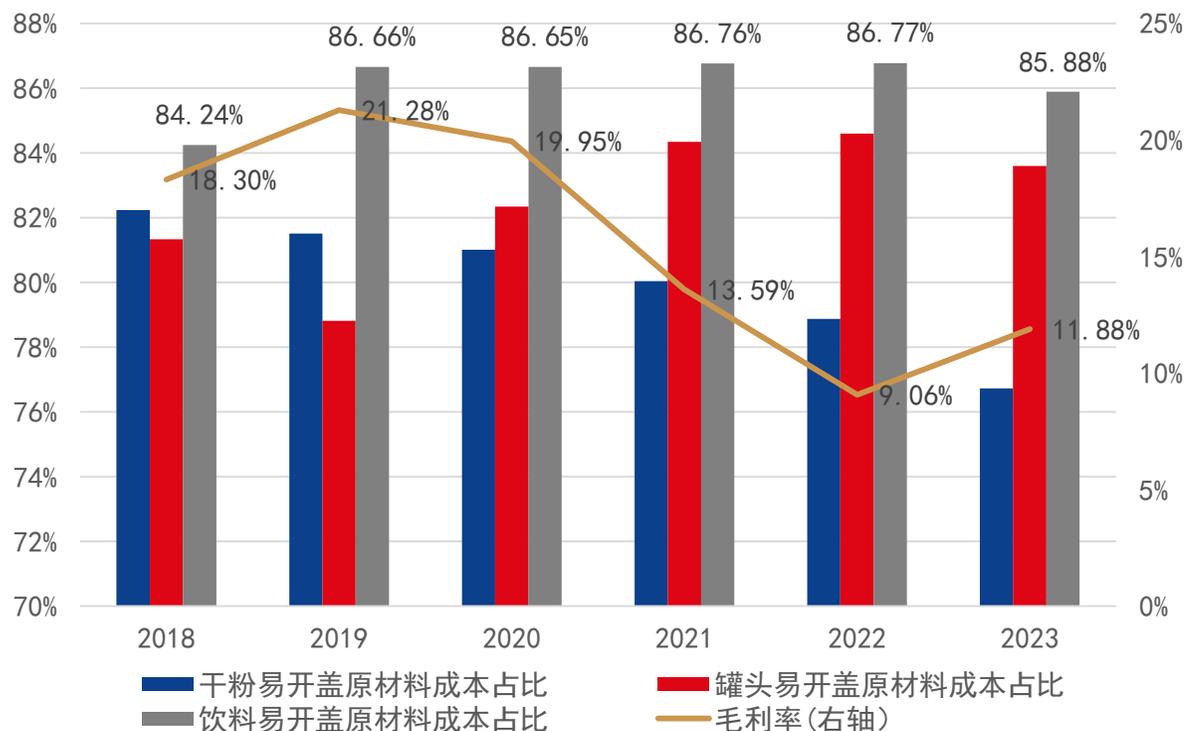
2018-2024Q1公司归母净利润及同比



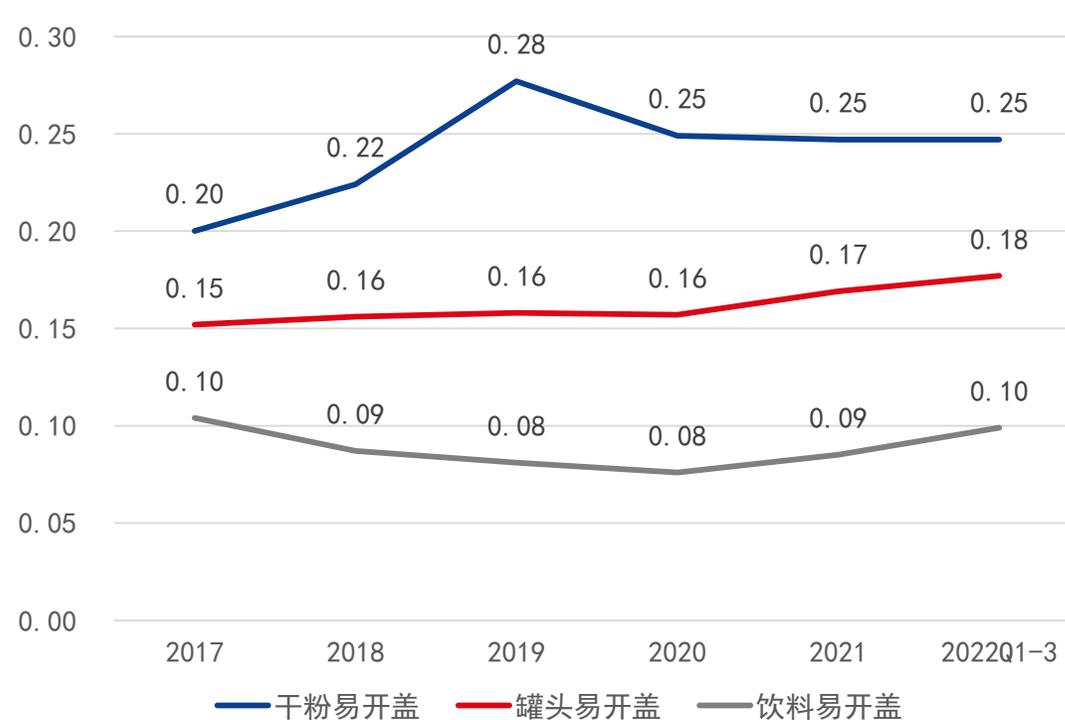
# 1.5 2023年公司毛利率恢复

◆ 2019-2022年，公司毛利率呈现下滑态势，综合毛利率从2019年的21.28%下降至2022年的9.06%，主要系终端消费品市场需求下滑、原材料价格持续上涨以及上下游议价能力偏弱所致。2023年随着原材料价格企稳并小幅回落，以及4月起调整部分固定资产折旧年限，公司综合毛利率有所提升。2023年公司综合毛利率为11.88%，同比增加2.82pct。

2018-2023公司原材料占比及毛利率 (%)



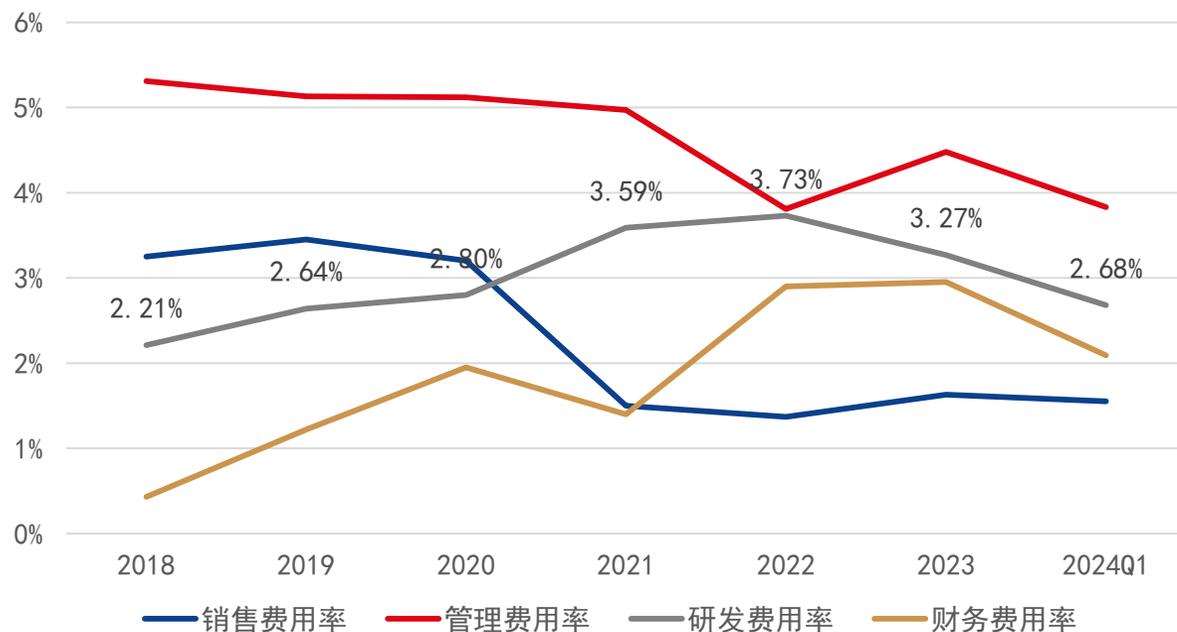
2017-2022年前三季度公司主营产品单位售价 (元/片)



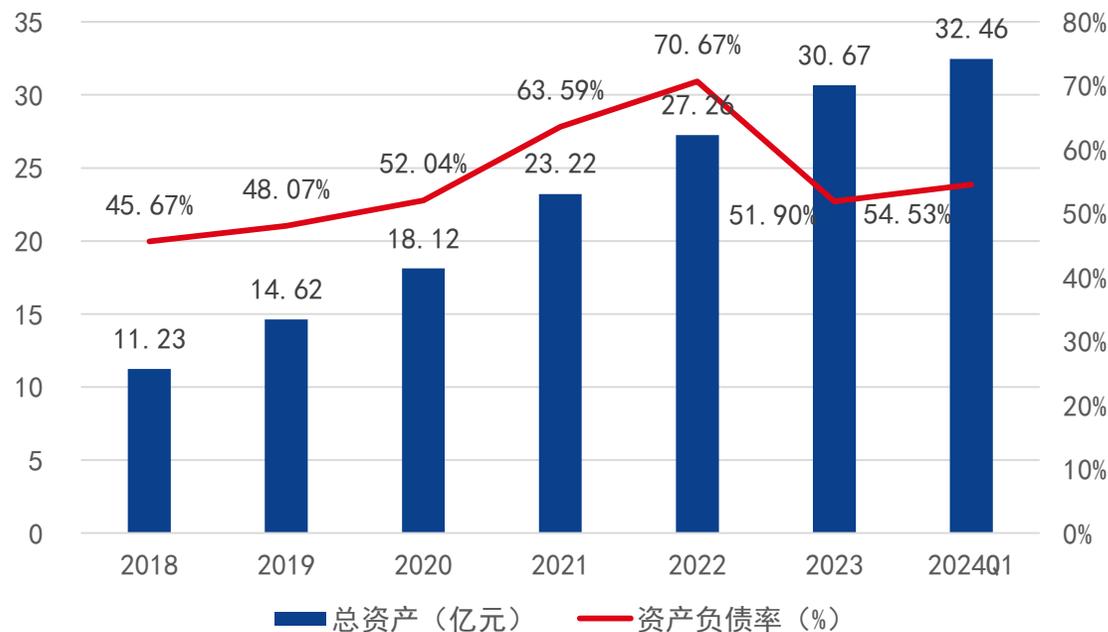
# 1.6 研发费用持续增加，资产规模稳定扩张

- ◆ 期间费用管控效果良好。公司研发费用率从2018年的2.21%提高至2023年的3.27%，增幅明显；销售费用率和管理费用率稳步下降，费用管控效果明显。
- ◆ 公司资产规模近年稳定扩张，2023年公司资产合计30.67亿元，5年间复合增长率为22.3%。2018-2022年公司产能持续扩张，带来资产负债率的逐年攀升，2022年资产负债率达到70%以上，随后2023年下降至51.90%。

2018-2024Q1公司费用率 (%)



2018-2024Q1公司资产及资产负债率



## 1.7 多次募集资金，助力产能建设

- ◆ 公司多次定增募集资金，助力公司产能建设。公司三次募资项目分别筹集资金2.18亿元、2.14亿元、4.95亿元，主要投入生产基地建设，助力公司产能布局整合优化。公司最近一次定向增发（A股）于2023年8月17日上市，帮助公司极大地补充流动资金，财务状况得到一定程度改善，增强抵御财务风险能力。

### 公司募集资金情况

证券类型	上市时间	发行数量	发行价格	募集资金	限售期	发行对象	发行目的	备注
普通股 (A股)	2017年2月7日	3000万股	8.33元/股	2.18亿元	公司前六大股东自股票上市之日起36个月内，不得转让或委托他人管理其发行前所持公司股份	符合资格的询价对象和在深圳证券交易所开户的境内自然人、法人等投资者	投入1.98亿元用于生产基地建设；0.2亿元用于干粉易开盖技术改造项目	发行后公司总计股本为12000万股；2020年2月7日解除限售股份，共计1.344亿股
可转换公司债券	2019年10月21日	214万张	100元	2.14亿元	/	原股东享有优先配售权，优先认购后的余额向社会公众投资者发售	收购满贯包装76.6%的股权；投入智能生产基地土建工程建设	债券期限为6年；转股期限为发行结束满6个月始至可转债到期日；2023年8月10日可转换债券全部赎回，“英联转债”摘牌
普通股 (A股)	2023年8月17日	8347万股	5.99元/股	4.95亿元	自上市之日起36个月内不得转让	翁伟武（公司实际控制人）	补充流动资金，缓解资金压力	本次发行后翁伟武持股比例由27.48%增加至41.89%

## 1.8 传统业务仍在扩产，新业务产能建设持续推进

- ◆ 传统业务方面，公司在汕头和扬州两大基地产能持续释放；其中汕头基地主要生产干粉易开盖和罐头易开盖，扬州基地主要生产饮料易开盖。此外，当前众多奶粉企业逐步北移，为贴近客户并扩展新客户，公司计划分阶段出资5000万元在黑龙江大庆设立生产基地，将现有干粉易开盖产线搬迁至此。复合集流体业务方面，公司拟投资30.98亿元建设134条复合铜箔生产线和10条复合铝箔生产线，预计达产后年产能复合铜箔5亿m<sup>2</sup>，复合铝箔1亿m<sup>2</sup>；当前公司已建成5条复合铜箔产线，并完成2条复合铝箔产线的安装调试，项目进展顺利。

### 公司产能规划

地区	子公司	项目权益比例	项目时间	项目名称	项目进度	总投资额（亿元）	产品类型	规划产能
江苏扬州	扬州英联	100%	2019年2月	扬州生产基地建设项目	100.00%	5.58	饮料易开盖	131亿片
			2021年12月	扬州生产基地建设（二期）项目	82.42%	4.42		/
广东汕头	汕头英联	100%	2018年9月	智能生产基地建设项目	100.00%	5.7	金属制品业	52.8亿片
			2020年4月	智能生产基地建设（二期）项目	61.16%	4.11		42.2亿片
江苏高邮	江苏英联	90%	2022年12月	复合集流体项目（一期）	18.93%	15.68	复合集流体	1亿m <sup>2</sup> 复合铝箔；5亿m <sup>2</sup> 复合铜箔
				复合集流体项目（二期）	0.00%	15.21		

-  01 深耕快消金属包装业务，规模持续扩张
-  02 易拉盖产能稳步扩张，未来市场空间广阔
-  03 复合集流体性能优，有望成为第二增长曲线
-  04 盈利预测与投资建议
-  05 风险提示

## 2.1 金属包装制品板块产品主要为易开盖

- ◆ 金属包装制品板块是公司传统主营业务，核心产品为金属易拉盖、金属易撕盖等金属易开盖，应用于快速消费品包装，按应用领域划分主要包括干粉易开盖、罐头易开盖和饮料易开盖等。

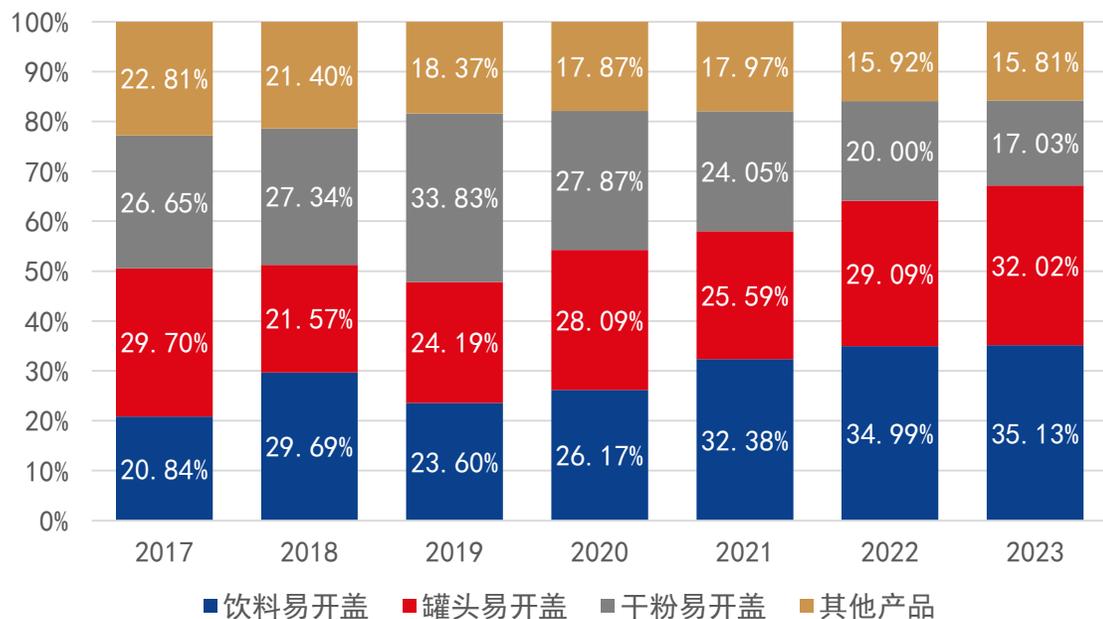
### 金属包装制品板块产品情况

产品类别	主要应用领域	性能特点	部分产品图例
干粉易开盖	奶粉、营养粉、调味品、干果、糖果等封盖后不需进行高温杀菌程序的各种固态、干性食品包装	多为铝质全开式产品，外径尺寸基本在209#以上，其中奶粉类产品多采用易撕盖	
罐头易开盖	水果、蔬菜、肉类、海产品、八宝粥、番茄酱等食品及宠物食品包装	多为铁质全开式产品，需经高温杀菌程序，耐压性好；其中八宝粥类食品采用铝质全开式产品	
饮料易开盖	蛋白饮料、茶饮料、功能饮料、碳酸饮料、果蔬汁等软饮料以及啤酒包装	多为铝质拉环式产品，外径尺寸基本不超过209#。	
其他产品	应用于上述领域外的易开盖产品、用于三片罐及非金属罐的配套金属底盖		

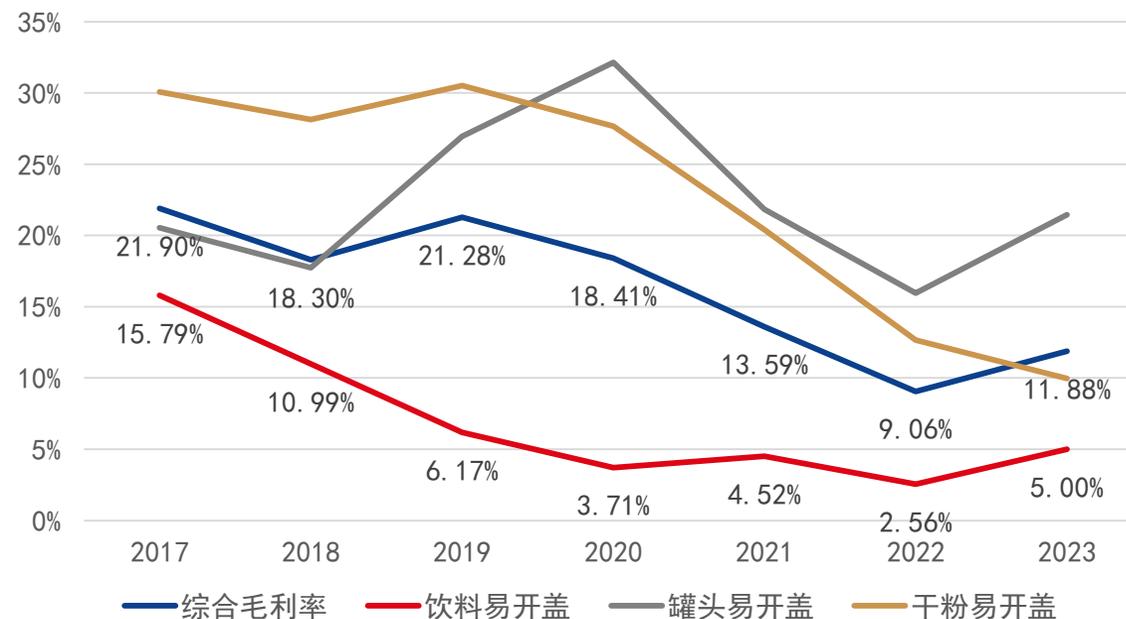
## 2.2 易开盖为公司核心收入来源

- ◆ 公司主营业务占据公司营业收入的85%左右，其中饮料易开盖占比逐年上升，2023年饮料易开盖占比达到35.13%，逐渐成为公司主营收入核心业务；干粉易开盖占比不断下降，2023年营收占比仅为17.03%。
- ◆ 公司毛利率逐步恢复。公司2020-2022年三大主营产品的毛利率均下滑，主要系原材料铝材持续上涨、下游消费品需求下降和议价能力偏弱所致；2023年随着铝材、马口铁高价影响逐渐消失，除干粉易开盖外，其他产品毛利率有所回升。

### 公司营收构成



### 公司主营产品毛利率



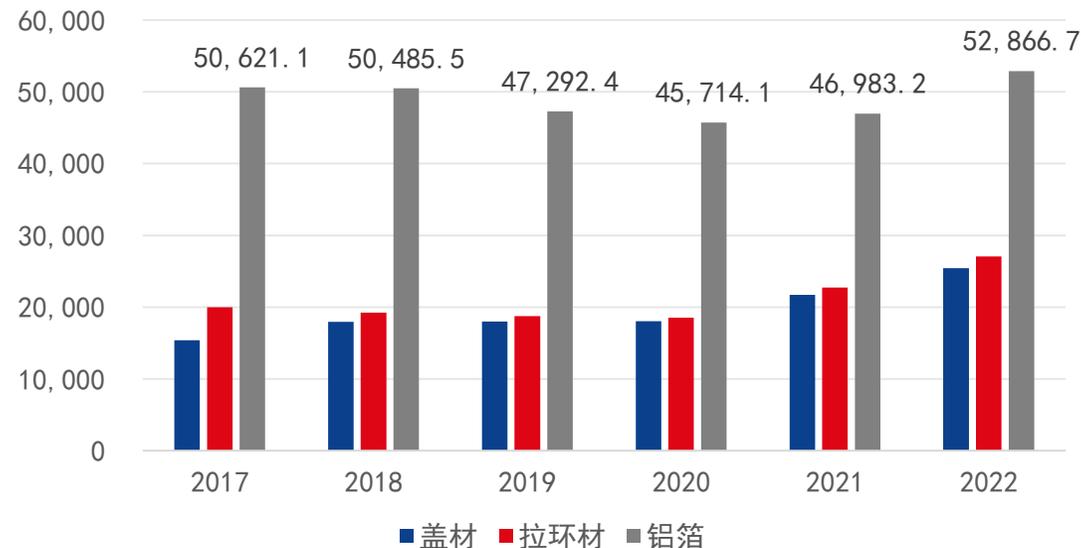
## 2.3 原材料：铝材采购价格波动趋势与市场波动一致

- ◆ 公司产品主要原材料为铝材和马口铁（镀锡板卷）等大宗商品，供应商多为大型国企，且价格多受到国家宏观调控、供需关系等影响，公司上游议价能力较弱。铝材按用途可细分为盖材、拉环材和铝箔三类。
- ◆ 公司铝材采购以上海长江现货铝锭均价或上海期货交易所铝锭加权均价为参考基准，再加上加工费以确定采购价格，其中盖材和拉环材的加工费在4000-10000元/吨不等，铝箔因加工难度大，加工费更高。铝材价格在2022年达到最高点，公司三种铝材盖材、拉环材和铝箔的采购均价在2022年分别同比上涨17.0%、19.2%和12.5%，铝材采购价格波动趋势和公开市场价格变化基本保持一致，符合市场行情。

2017年至今铝锭（A00）市场价走势



公司铝材采购均价（元/吨）



## 2.4 原材料：马口铁采购价格近两年迅速上涨

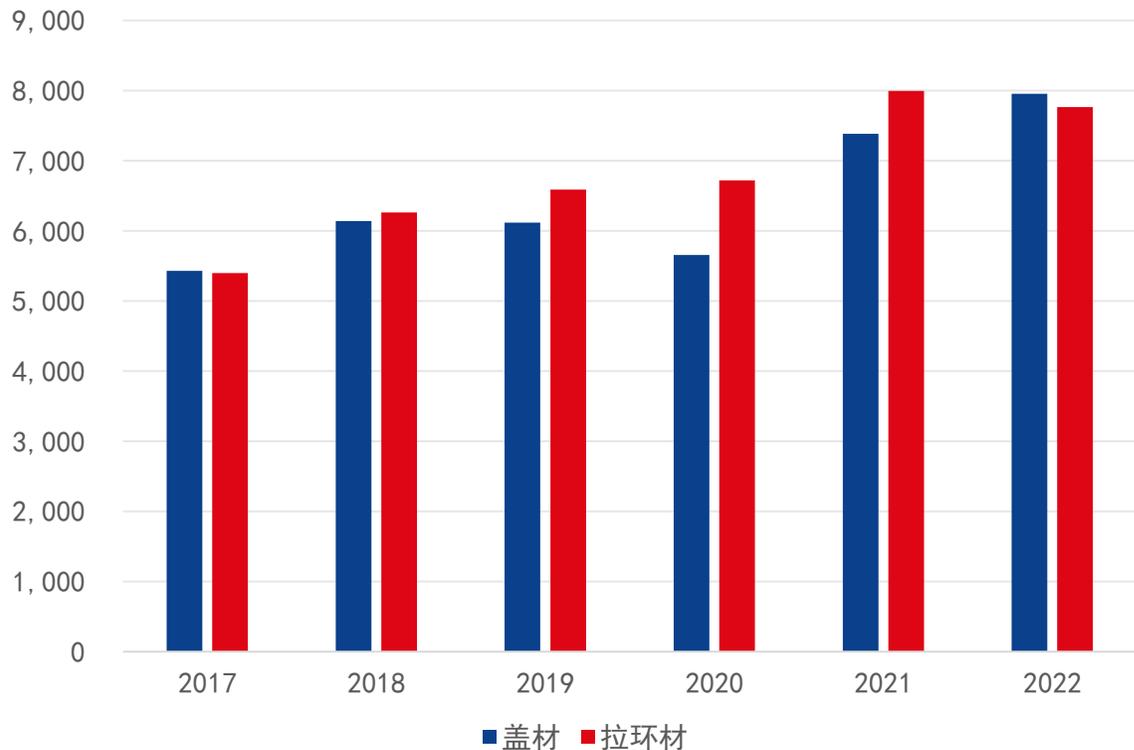
- ◆ 马口铁由冷轧钢板通过一/二次冷轧后镀锡得到，生产成本受铁矿石和锡等价格影响较大，马口铁按用途可细分为盖材和拉环材。
- ◆ 公司马口铁采购以主要供应商向公司的月度报价作为参考协商确定采购价格。2019-2021年，拉环材的采购价格相对盖材更高，主要系拉环材工艺更高，贴合公司的供应商较少；2022年随着新拉环材供应商加入，公司议价能力得到提升，拉环材采购价格低于盖材。马口铁市场价格在2021年迅速上涨，带动公司采购均价快速增长。

镀锡板卷价格走势（元/吨）



数据来源：Wind

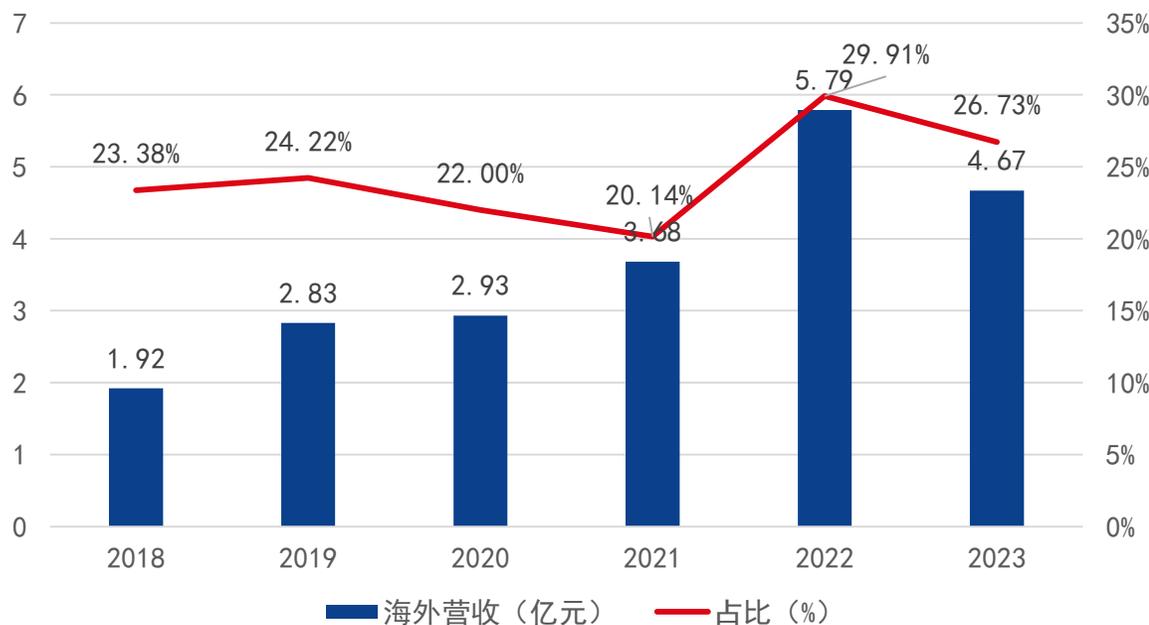
公司马口铁采购均价（元/吨）



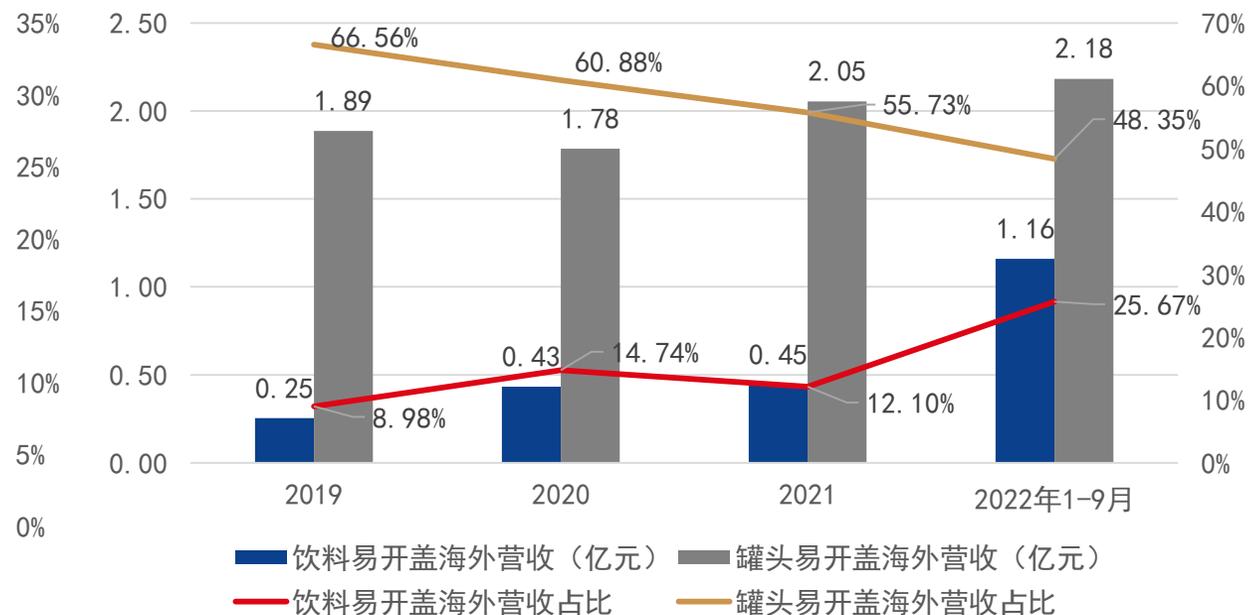
## 2.5 饮料易开盖海外业务稳步推进

- ◆ 公司加大海外市场拓展力度，2018-2022年海外营收逐年上升，其中2022年实现海外营收5.79亿元，同比增长57.34%，贡献接近30%的营收。2023年公司实现海外营收4.67亿元，占总体营收比例为26.73%，同比下降3.18pct。
- ◆ 公司抓住饮料易开盖行业复苏的风口，加快了饮料易开盖产品的产能建设和出口，同时扩充产品型号开发新海外客户，饮料易开盖海外收入迅速增长。据公司公告，2022年1-9月，公司饮料易开盖实现外销收入1.16亿元，相较2021年全年饮料易开盖外销收入增长160.0%，占总体外销收入比例为25.67%。

### 公司海外营收及占比



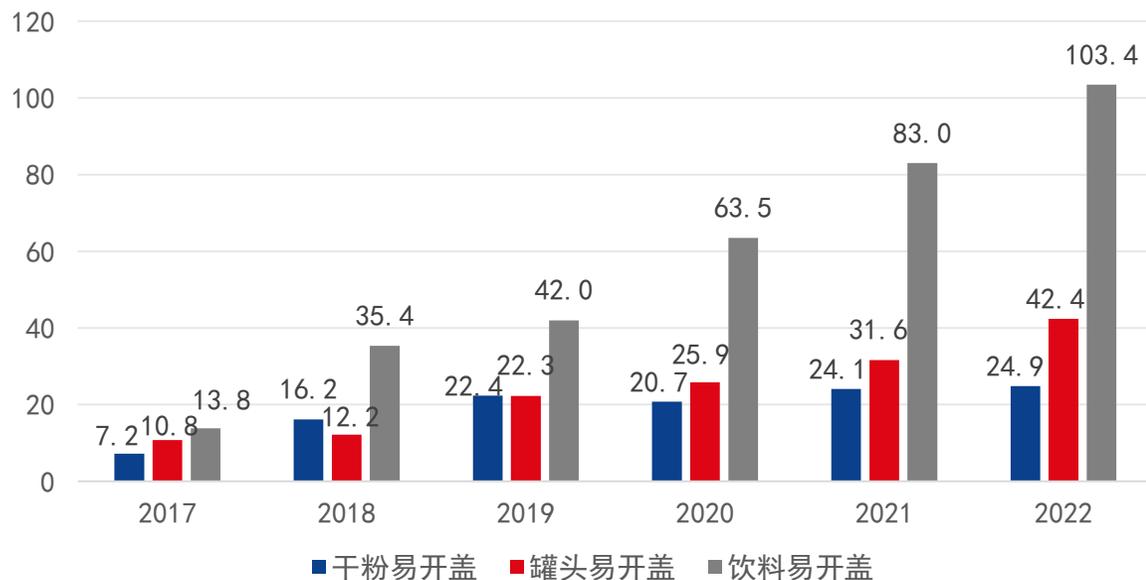
### 公司主要产品海外营收及占比



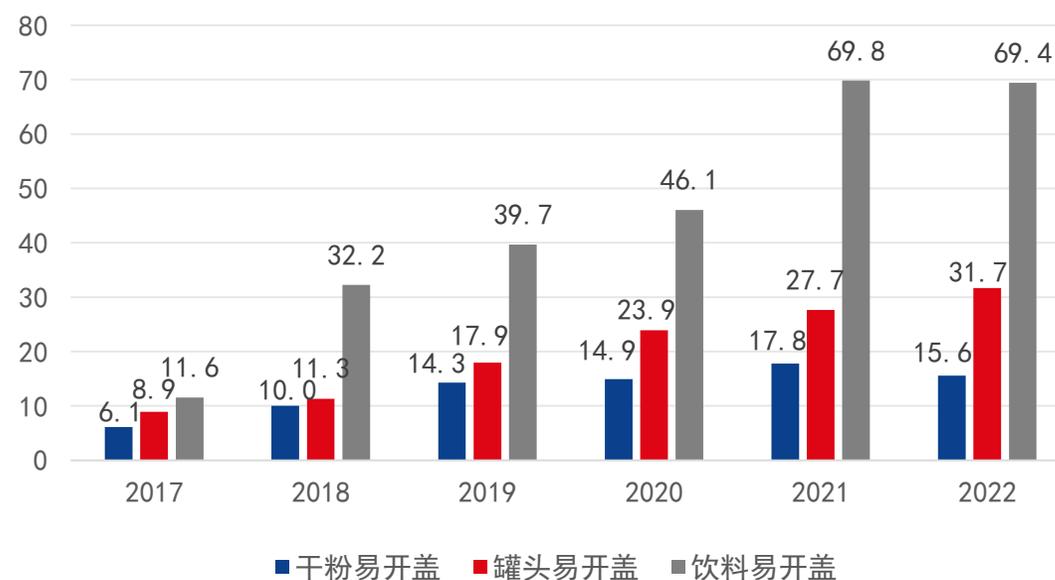
## 2.6 传统业务持续扩产

- ◆ 传统业务扩产计划稳步实施中。公司近年积极推进生产基地建设，截止2023年底，公司扬州一期项目、智能生产基地一期项目已建设完毕，扬州二期项目、智能生产基地二期项目进度分别达到82.4%、61.2%，进展顺利。得益于此，公司传统业务产能迅速扩张，特别是饮料易开盖产品，产能从2017年的13.81亿片增长至2022年的103.44亿片，复合增长率达到49.6%，主要得益于扬州饮料易开盖生产基地的建设。同时期干粉易开盖和罐头易开盖的复合增长率分别为28.3%、31.5%。
- ◆ 公司产品销量呈现增长趋势。2017-2022年干粉易开盖、罐头易开盖和饮料易开盖的复合增长率分别达到了20.6%、28.8%和43.1%。2022年干粉易开盖和饮料易开盖销量略有下滑，主要系市场需求不足。

公司主营业务产品产能（亿片）



公司主营业务分产品销量（亿片）



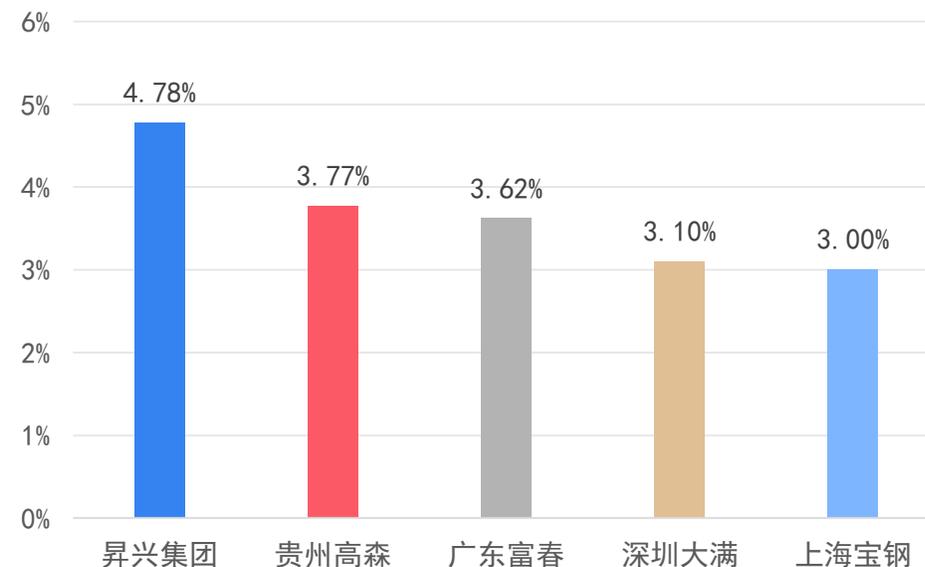
## 2.7 客户结构优秀，集中度低

- ◆ 公司获得了知名品牌客户的认可，包括古龙、王老吉、雀巢、飞鹤、伊利、联合利华、实耐格、养元、青岛啤酒、雪花啤酒、可口可乐等，与其建立了良好的合作关系，为企业持续健康发展打下了良好的基础。
- ◆ 2022年公司第一大销售客户为昇兴集团，销售占比仅为4.78%；前五名累计销售占比为18.28%，公司客户集中度较低，有利于分散经营风险。公司向前三位客户销售的产品均为饮料易开盖，饮料易开盖逐渐成为公司收入核心。2023年公司第一名销售客户销售占比为5.34%，前五名累计销售占比为19.96%。

### 公司主要大客户



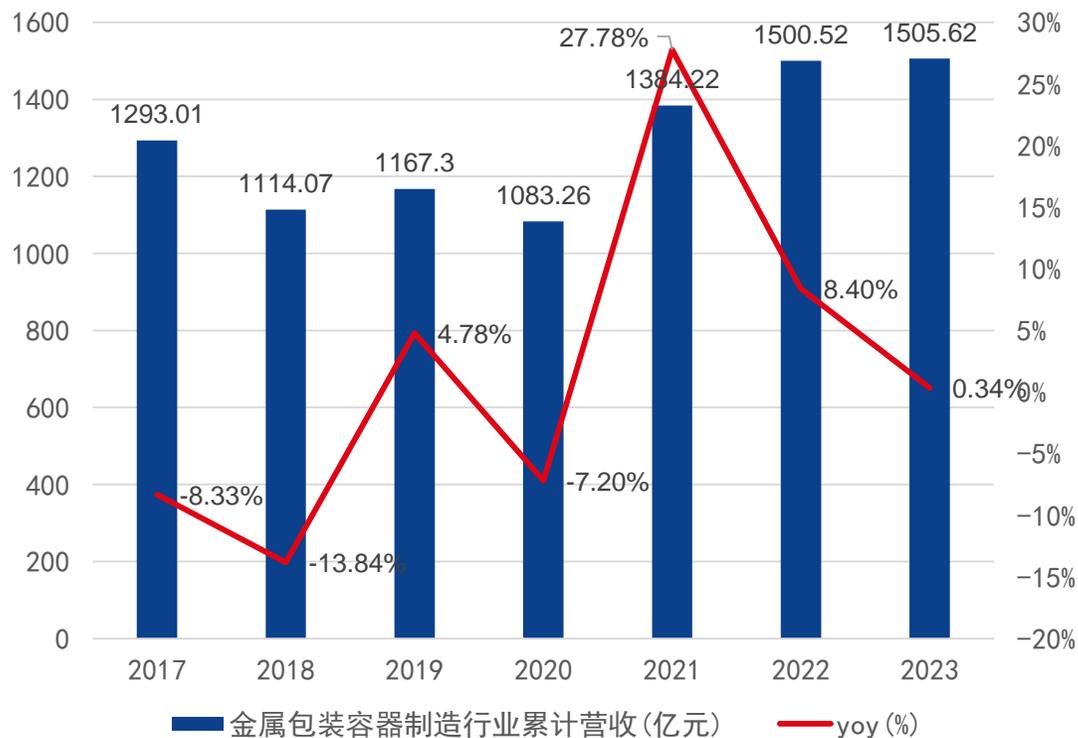
### 公司2022年前五名销售客户营收占比



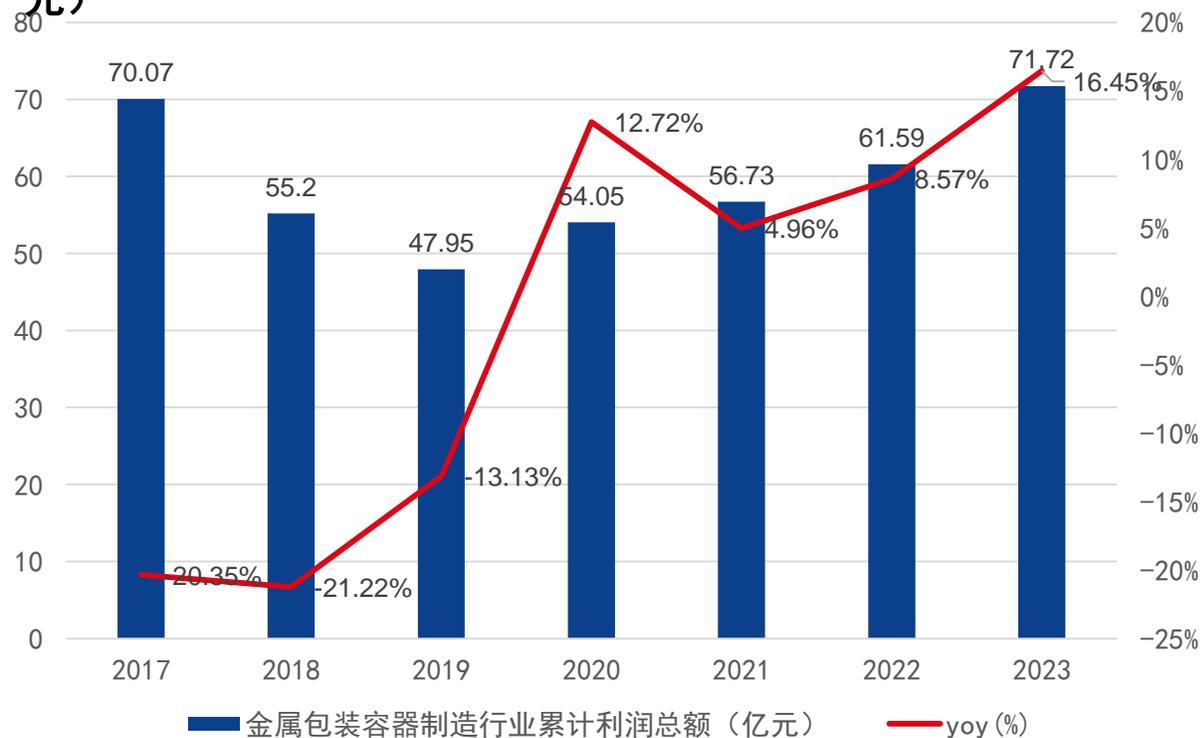
## 2.8 快速消费品金属包装市场规模稳定增长

- ◆ 随着经济发展和环保意识的增强，国家先后推出一系列食品安全法规，推动产业全面绿色升级，快速消费品金属包装市场近三年迎来稳定增长。2023年我国金属包装容器制造行业累计营收实现1505.62亿元，同比增长0.34%；累计利润总额达71.72亿元，同比增长16.45%。

### 金属包装容器制造行业累计营收（亿元）



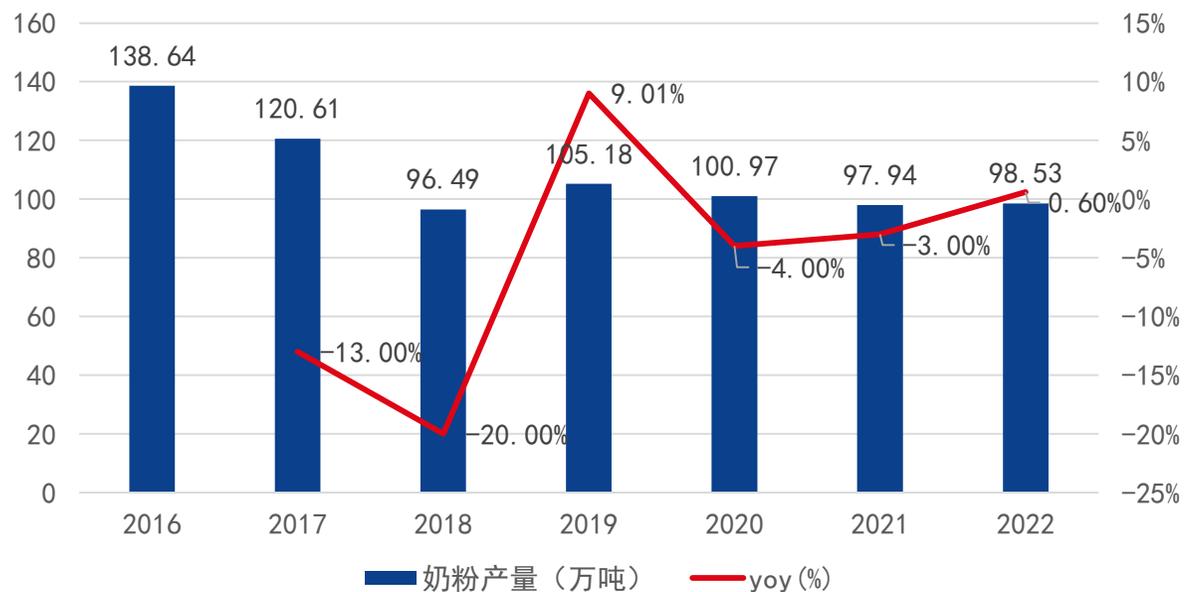
### 金属包装容器制造行业规模以上企业累计利润总额（亿元）



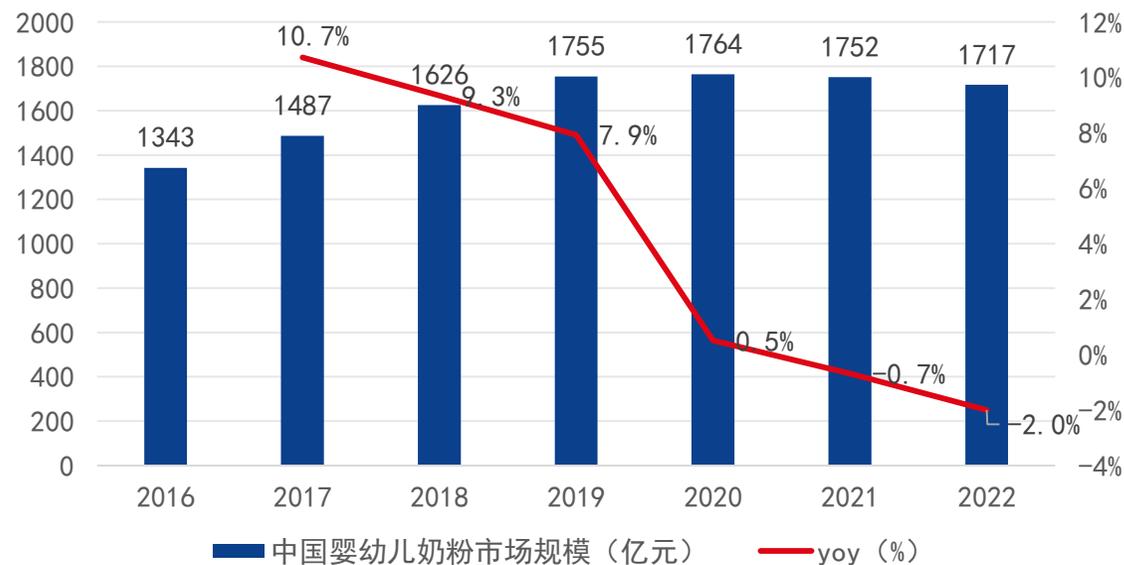
## 2.9 干粉易开盖：金属包装奶粉性能优异，市场空间广阔

- ◆ 我国是全球最大的奶粉消费市场，也是增长速度最快、最有潜力的市场，据statista数据显示，2021年我国奶粉消费量达到226.1万吨，位居全球第一；近年来我国奶粉产量稳定，随着“全面二胎”政策的实施以及人们保健意识的不断增强，预计国内奶粉市场仍会继续保持较高需求。
- ◆ 现有市场上销售的奶粉包装主要有金属包装、塑料软包装以及纸盒包装。金属包装的阻气性、防潮性、遮光性和保香性远远超过塑料、纸张等其他类型包装材料，金属包装奶粉的市场空间较为广阔。

### 中国奶粉产量



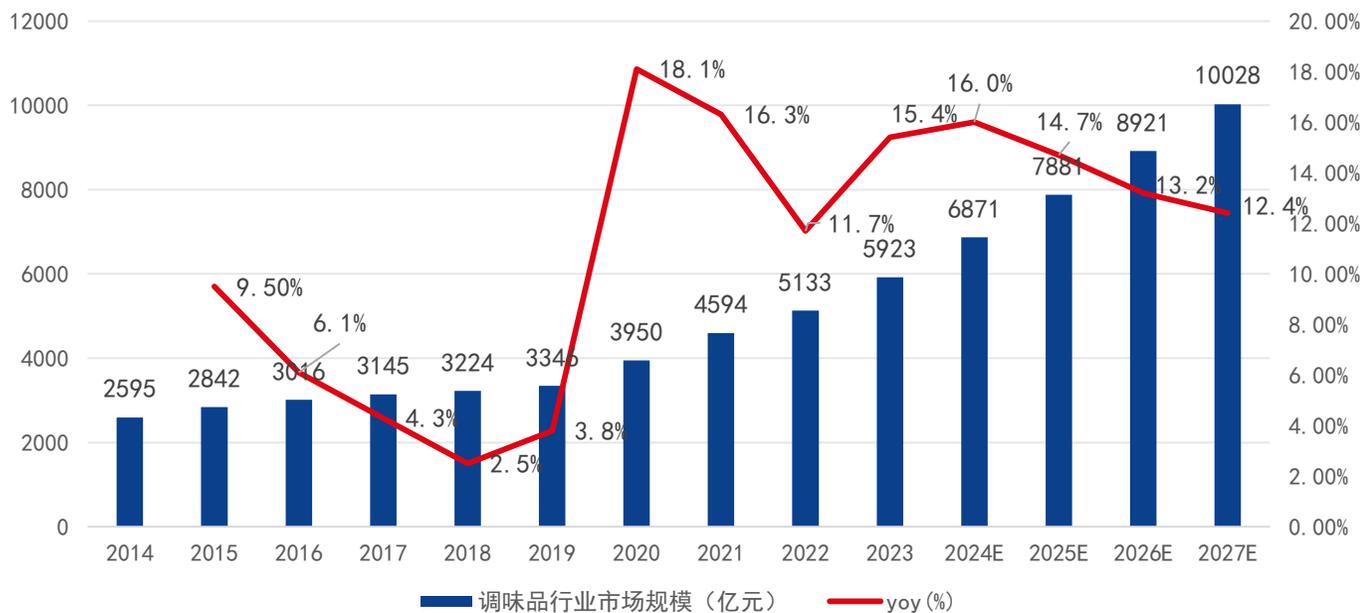
### 中国婴幼儿奶粉市场规模



## 2.10 干粉易开盖：调味品“小产品、大市场”格局

- ◆ 近年来我国调味品行业特别是复合调味料行业正取得了突破性的发展，产量销量迅速增长，品种日益丰富，“小产品、大市场”的格局已经形成。随着消费者对饮食多样化、健康化等多层次需求的提升，调味品市场规模将会持续扩张，这将大大带动调味品金属易开盖的市场需求。
- ◆ 中国调味品市场规模持续扩张。据艾媒咨询数据统计，2023年中国调味品市场规模5923亿元，同比增长15.4%，2014-2023年复合增长率为9.6%；预计2027年中国调味品市场规模将达到10028亿元，2023-2027年复合增长率将达到14.1%。

### 中国调味品市场规模



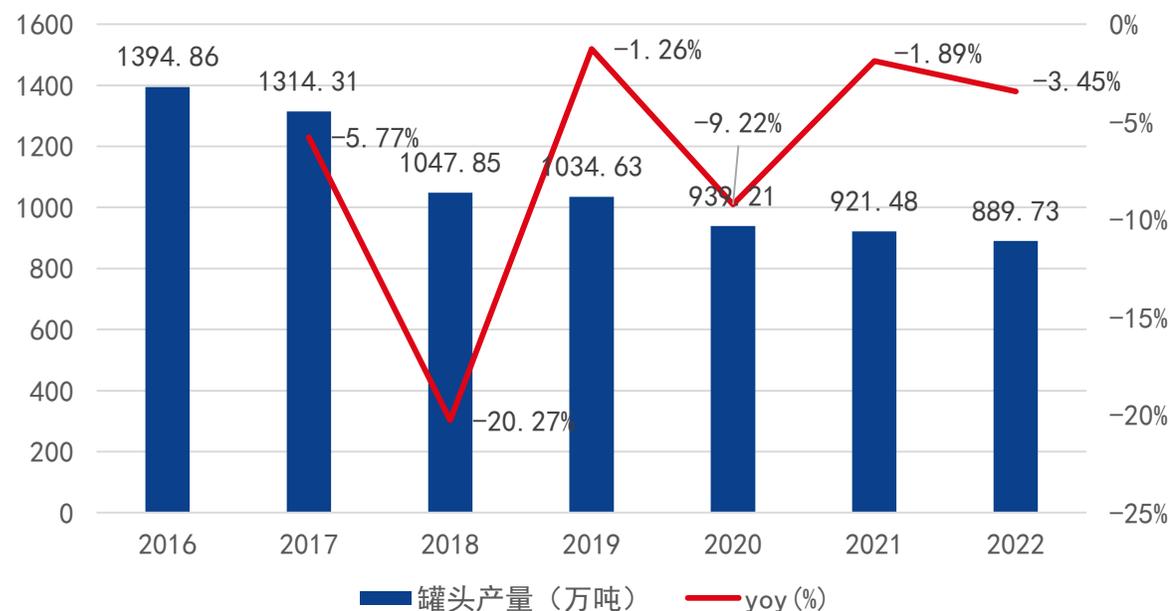
### 公司易开盖制造工厂



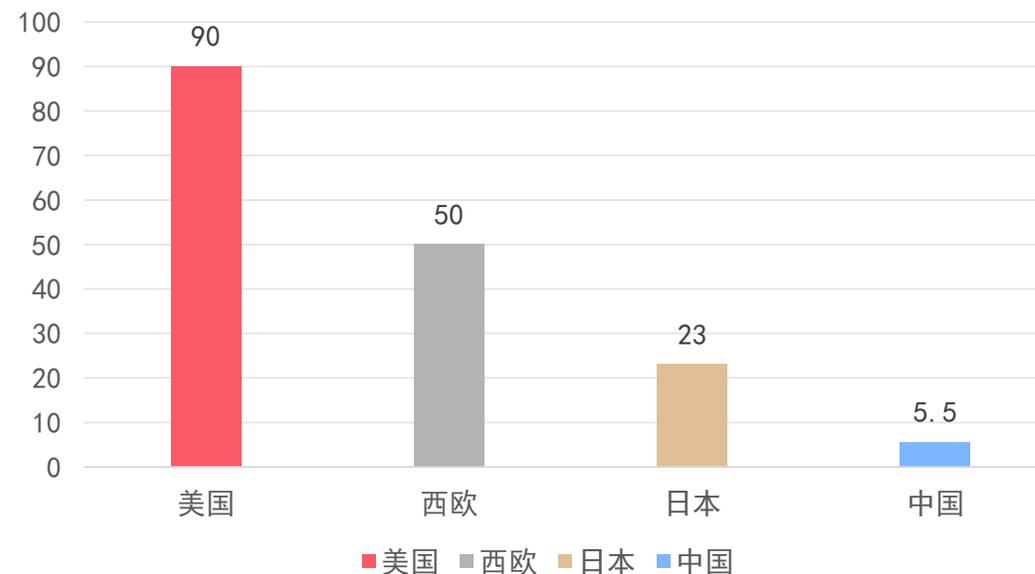
## 2.11 罐头易开盖：中国罐头市场空间潜力极大

- ◆ 我国罐头消费不断减少，产量也逐年下降。据国家统计局数据显示，2022年我国罐头产量为889.73万吨，同比下降3.45%。
- ◆ 罐头行业是相对典型的出口型产业，中国供应了全球1/4的罐头，其需求主要依赖于国际市场，国内市场的开拓仍处于初级阶段，我国人均年罐头消费量仅为5.5公斤，远低于其他国家；但随着消费观念转变以及国内对罐头食品认知更加全面，罐头内销市场极具潜力。

规模以上罐头食品制造行业年产量（万吨）



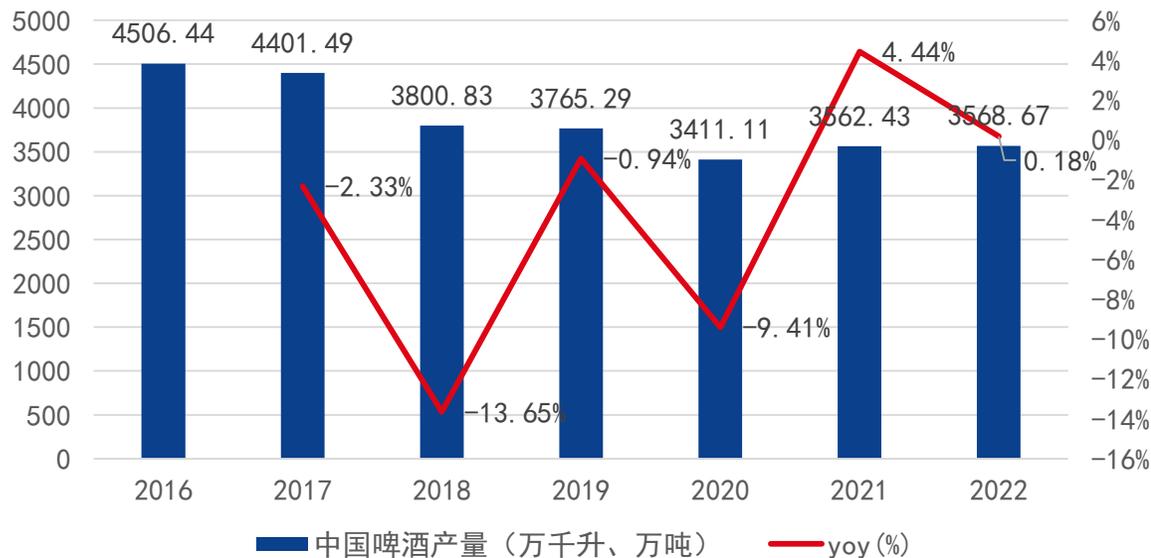
不同国家人均罐头年消费量（公斤）



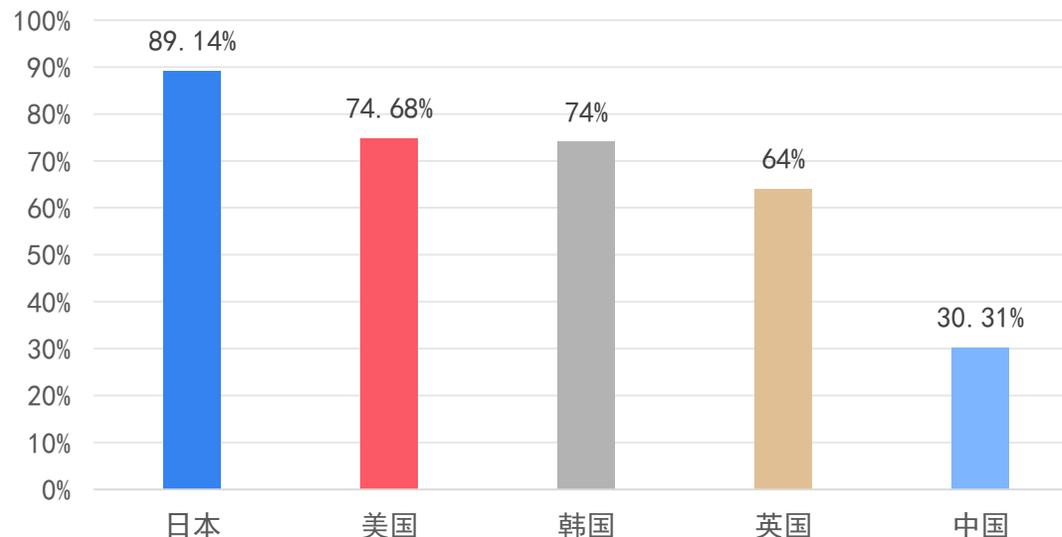
## 2.12 饮料易开盖：中国啤酒罐化率低，市场空间广阔

- ◆ 据国家统计局数据显示，2022年我国啤酒产量达3568.67万千升，同比增长0.18%。经过多年的深度市场培育，我国啤酒已形成了较为固定的消费群体，人均饮用量已超过世界平均水平，与日韩水平相当，预计未来需求保持稳定增长态势。
- ◆ 啤酒包装有多种形式，其中金属罐包装的啤酒密封性能优越，同时金属罐材料较轻，便于运输、携带和开启。2009至2022年，我国啤酒罐化率由16.2%提升至32.5%，但仍远低于全球其他市场，我国啤酒金属罐包装未来市场空间广阔。

### 中国啤酒产量及同比



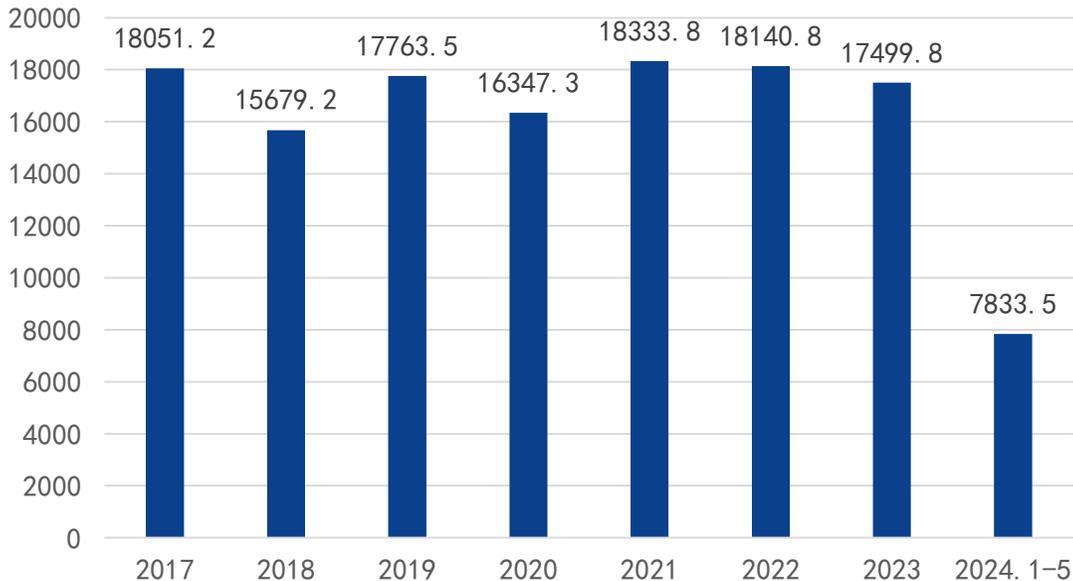
### 2021年不同国家啤酒罐化率



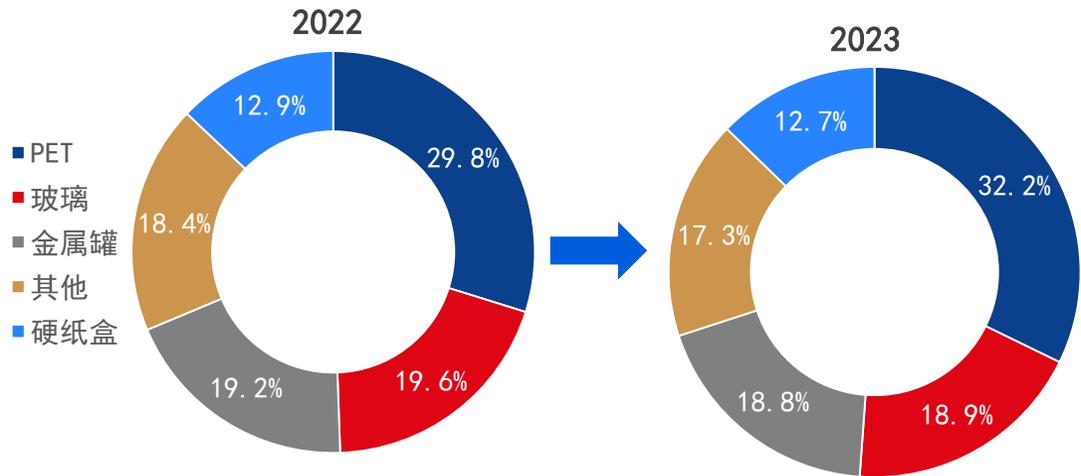
## 2.13 饮料易开盖：金属罐包装饮料环保，上升潜力大

- ◆ 中国饮料行业产量维持稳定。2023年中国饮料产量17499.8万吨，2024年1-5月中国饮料累计产量7833.5万吨，同比增长8.0%。随着各类碳酸饮料、茶饮料和功能型饮料投入市场，饮料行业呈现良好发展态势。
- ◆ 从饮料包装来看，PET塑料瓶为市场主流，2023年市场份额达到32.2%，同比增加2.4pct；金属罐市场份额从2022年的19.2%略降至2023年的18.8%。随着新《环保法》出台后，PET瓶回收带来的环保费用增加以致PET瓶的成本优势逐渐下降，金属罐替代PET瓶的趋势将加速，金属罐未来市场空间广阔。

中国饮料行业产量（万吨）



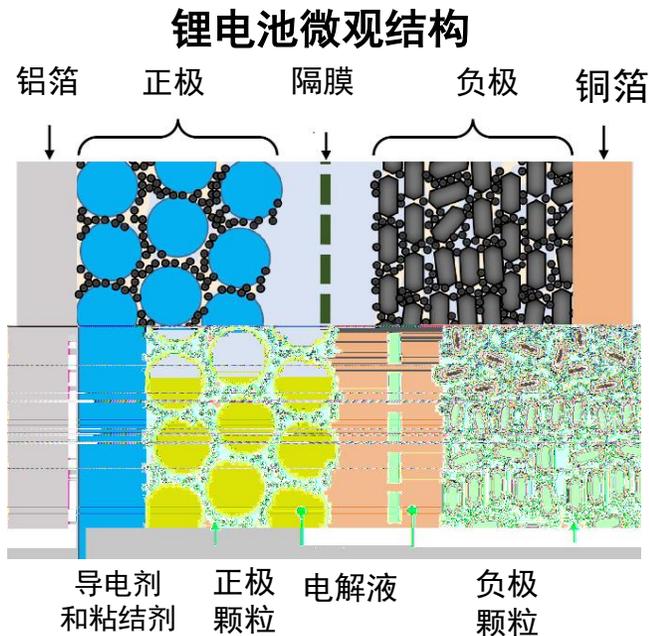
2022、2023年全球饮料包装结构



-  01 深耕快消金属包装业务，规模持续扩张
-  02 易拉盖产能稳步扩张，未来市场空间广阔
-  03 复合集流体性能优，有望成为第二增长曲线
-  04 盈利预测与投资建议
-  05 风险提示

### 3.1 复合箔材为“金属-高分子层-金属”的三明治结构

- ◆ 锂电池是一个复杂的系统，主要由正极材料、负极材料、电解液和隔膜等四大主材，以及铜箔、铝箔、导电剂、粘结剂、结构件等辅材组成。铜/铝箔是锂电池的重要组成部分，作为锂电池正负极的集流体和正负极活性物质的载体，对锂电池的循环寿命、能量密度、安全性等重要性能都有较大影响。
- ◆ 传统箔材基本上是由纯铜/铝组成，而复合铜箔/铝箔为三明治结构，中间层为PET膜或者PP膜，上下两面均为厚度约为1微米的铜/铝层。



传统铜箔



厚度 ~6 微米

传统铝箔



复合铜箔



铜，厚度 ~1 微米

复合铝箔



铝，厚度 ~1 微米

PET膜/PP膜  
厚度 ~4 微米

PET膜/PP膜  
厚度 ~6 微米

## 3.2 复合箔材优势明显

- ◆ 复合箔材相较传统箔材，可提高安全性、提升电池能量密度、降低电池材料成本。

### 传统箔材 VS 复合箔材属性对比

属性对比	传统箔材	复合箔材
常见箔材	传统铝箔、传统铜箔	PET 复合箔材、PP 复合箔材、PI 复合箔材
原材料	铝材、铜材	金属靶材、基膜材料、粘结剂
制作工艺	辊压（传统铝箔）、 电解法和延压法（传统铜箔）	核心工序：蒸镀、水电镀
优势	金属含量高、电阻小、导热性好； 制作工艺成熟	材料成本低； 安全性较好； 重量轻，可提升电池能量密度； 寿命长
劣势	作为电池材料时安全性较差；单位面积重量较高； 材料较厚会增加电池成本、影响电池能量密度，较薄会增加电池短路风险	内阻较高，影响电池快充性能； 工艺复杂

### 3.3 复合箔材优势一：高能量密度

- ◆ 已知铜、铝、PET膜材的密度分别为8.96、2.7、1.37g/cm<sup>3</sup>，假设1GWh锂电池正极、负极箔材用量均为800万平方米，铜箔、铝箔厚度分别为6、12微米，对应的铜箔、铝箔用量分别为430、259吨。若替换成复合箔材，设PET层厚度为4.5微米，金属层厚度为2微米，则1GWh锂电池需要的正极、负极箔材相比传统箔材分别减重55%和64%。
- ◆ 三元电池中，以电芯能量密度、电池系统能量密度分别为250wh/kg、200wh/kg为基准，若将正极、负极箔材全部替换为复合箔材，则电芯能量密度、电池系统能量密度可以分别提高11.2%、8.8%。

#### 1GWh锂电池箔材用量

		负极集流体		正极集流体		备注
		铜箔	复合铜箔	铝箔	复合铝箔	
型号		6	1+4.5+1	12	1+4.5+1	微米
1GWh用量		800	800	800	800	万平方米
金属层	厚度	6	2	12	2	微米
	密度	8.96	8.96	2.7	2.7	g/cm <sup>3</sup>
	用量	430	143	259	43	吨
PET层	厚度	-	4.5	-	4.5	微米
	密度	-	1.37	-	1.37	g/cm <sup>3</sup>
	用量	-	49.32	-	49.32	吨
1GWh用量		430	193	259	93	吨
减重幅度			-55%		-64%	

#### 三元电芯和电池系统中，复合箔材对能量密度的影响

	方案1	方案2	方案3	方案4	备注
负极箔材	铜箔	复合铜箔	铜箔	复合铜箔	-
正极箔材	铝箔	铝箔	复合铝箔	复合铝箔	-
负极箔材重量	430	193	430	193	吨
正极箔材重量	259	259	93	93	吨
其他电池材料重量	3,311	3,311	3,311	3,311	吨
电芯重量合计	4,000	3,763	3,833	3,596	吨
电芯能量密度	250	265.8	260.9	278.1	wh/kg
<b>提高幅度</b>	-	<b>6.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>11.2%</b>	相对方案1
电池系统重量	5,000	4,763	4,833	4,596	吨
电池系统能量密度	200	210.0	206.9	217.6	wh/kg
<b>提高幅度</b>	-	<b>5.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>8.8%</b>	相对方案1

## 3.4 复合箔材优势二：物料成本降低

- ◆ 根据近日铜、铝金属的价格，假设铜、铝金属的价格分别为8.0万元/吨和2.0万元/吨，则1GWh锂电池需要的传统铜箔、铝箔原材料成本分别为3436万元和525万元，铜箔原材料成本是铝箔的6倍左右，且铜箔的加工费一般高于铝箔，考虑加工费用后，铜箔成本将更高。若以复合箔材替代传统铜箔和铝箔，1GWh电池的箔材原材料成本分别可以下降2251万元和398万元，下降幅度为66%和76%。

传统箔材 VS 复合箔材原材料成本对比

		铜箔	复合铜箔	铝箔	复合铝箔	备注
型号		6	1+4.5+1	12	1+4.5+1	微米
金属层	单价	8.0	8.0	2.0	2.0	万元/吨
	原材料成本	3436	1145	525	88	万元
PET层	单价	0.8	0.8	0.8	0.8	万元/吨
	原材料成本	-	39.5	-	39.5	万元
原材料成本合计		3,436	1,185	525	127	万元
相对传统箔材成本变化			-2251		-398	万元
相对传统箔材成本变化			-66%		-76%	
1GWh用量		800	800	800	800	万平米
原材料成本合计		4.3	1.5	0.66	0.16	元/平米

### 3.4 复合箔材优势二：复合铜箔有望大幅降本

- ◆ 复合铜箔单位投资额比传统铜箔高一倍以上。根据中一科技和嘉元科技的公告，我们假设其项目均为厚度6微米的铜箔，则1万吨铜箔面积为1.86亿平米，测算后传统高性能铜箔的单位投资额约3元，复合铜箔约7元。
- ◆ 复合铜箔主要用超声波焊接。假设1GWh电池需要新增6台超声波设备、并按5年折旧；考虑超声波焊接有耗材，假设1GWh每年新增200万元耗材，合计复合铜箔成本有望下降40%。

传统箔材 VS 复合箔材单位投资额

公司	项目	产品	产能	产能	投资金额	单位投资额
			万吨	亿m <sup>2</sup>		
中一科技	新建2.4万吨高性能电子铜箔生产基地项目	铜箔	2.4	4.46	12.0	2.7
嘉元科技	新增年产1.6万吨高性能铜箔技术改造项目	铜箔	1.6	2.98	10.0	3.4
	年产3万吨高精度超薄电子铜箔项目二期	铜箔	3.0	5.58	8.9	1.6
宝明科技	复合铜箔生产基地一期	复合铜箔	-	1.50	11.5	7.7
重庆金美	重庆綦江项目一厂	复合铜箔	-	0.24	1.5	6.3

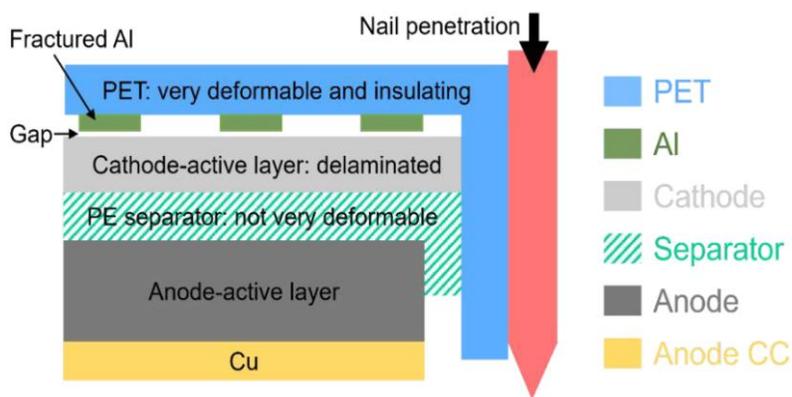
传统箔材 VS 复合箔材成本对比

		铜箔	复合铜箔	备注
原材料	材料成本	3.5	1.2	元/平米
PET铜箔制造	投资金额	3.0	7.0	元/平米，设备、厂房等
	折旧	0.3	0.7	元/平米，假设十年折旧
电芯环节	超声波设备	-	6	台，1GWh
	单价	-	200	万元/台
	合计	-	1200	万元
	折旧	-	240	万元，假设5年折旧
	耗材	-	200	万元
	合计	-	440	万元
	单平米成本	-	0.4	元/平米，1GWh对应1200万平
<b>成本合计</b>		<b>3.8</b>	<b>2.3</b>	<b>元/平米</b>
相对传统铜箔变化		-	-40%	%

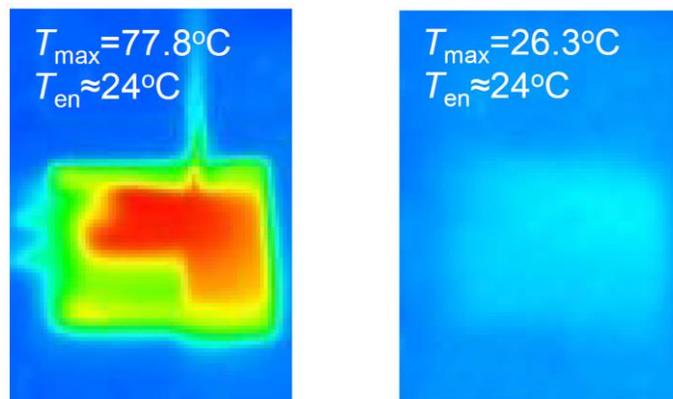
### 3.5 复合箔材优势三：高安全性

- ◆ 电池自燃主要是因为发热失控导致的内短路，采用复合箔材可提高电芯安全性，主要因为：1) 复合箔材的高分子材料在150°C以上高温下会发生熔缩，在电池热失控前切断电流回路，并且不会因短路产生高温燃爆，因此可有效防止电池热失控，提升安全性能。2) 复合箔材中金属层更薄，在电芯受到冲击时，金属层不易刺穿隔膜，降低内短路发生。3) 针刺测试时，PET膜能起到一定的隔离作用。
- ◆ 针刺测试时，采用传统箔材的电芯容易发生内短路，电芯电压瞬间降低到0V，电芯内部自放电，温度快速上升；采用复合箔材后的电芯温度并没有明显变化。

针刺测试时复合箔材的保护机理



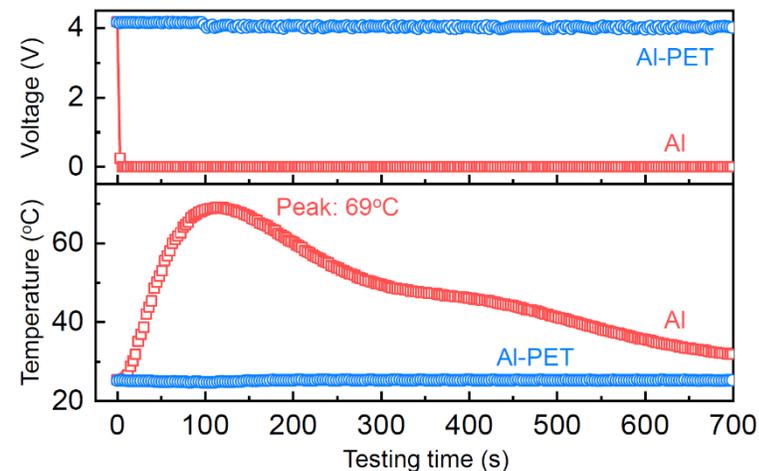
采用不同箔材，针刺100秒后电芯温度分布



传统箔材方案

复合箔材方案

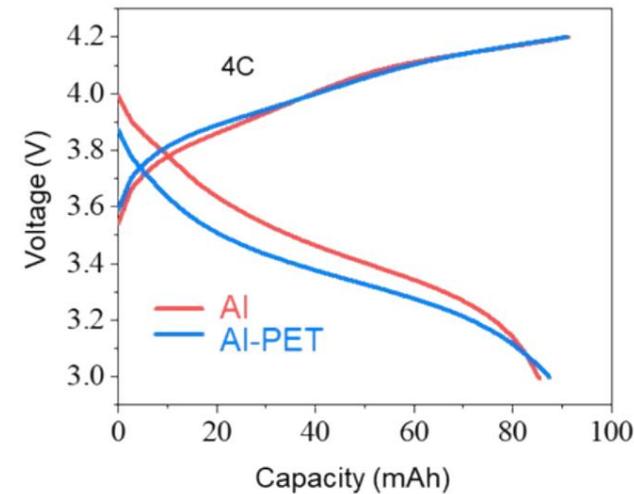
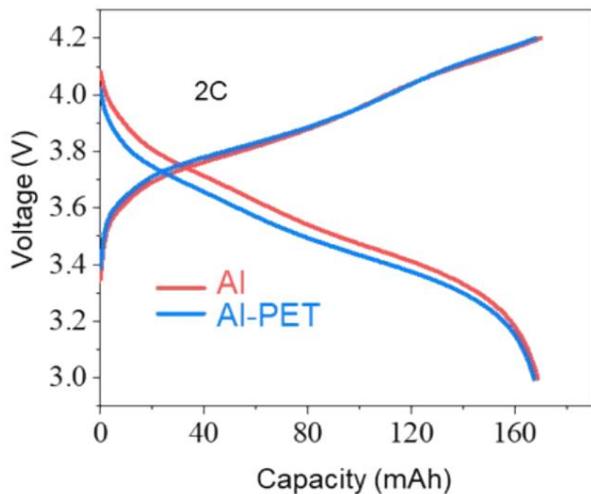
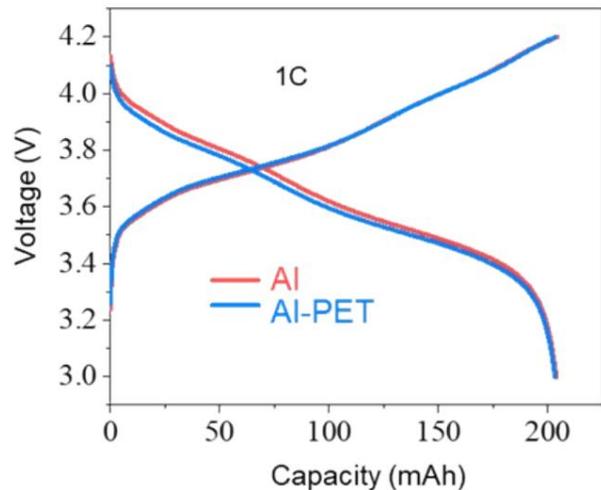
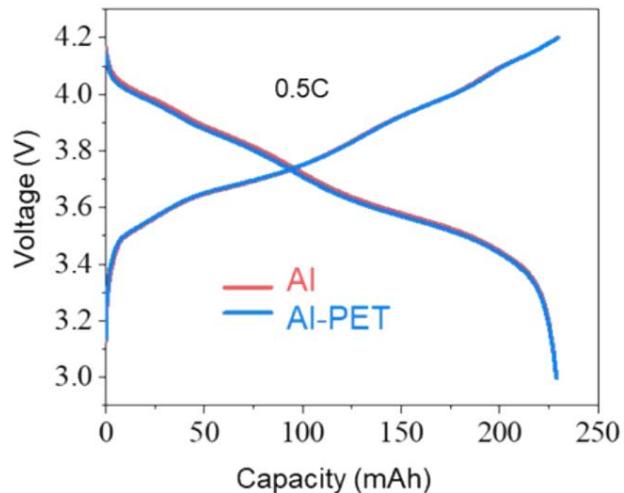
采用不同箔材，针刺测试时电芯电压和温度变化



## 3.6 复合箔材劣势：快充性能有待提高

- ◆ 由于复合箔材两侧的金属层厚度一般只有1微米，导致复合箔材的过流能力有限。在低倍率充放电时候，采用传统箔材或者复合箔材，电芯的充放电曲线一般没有明显的差异。而到了2C、4C高倍率充放电时，复合箔材性能表现有可能低于传统箔材。但是，快充性能有解决方案，可以通过提高一定的铜层厚度来解决，未来快充性能基本不会影响产品的推广。

不同箔材&不同倍率下，锂电池充放电曲线



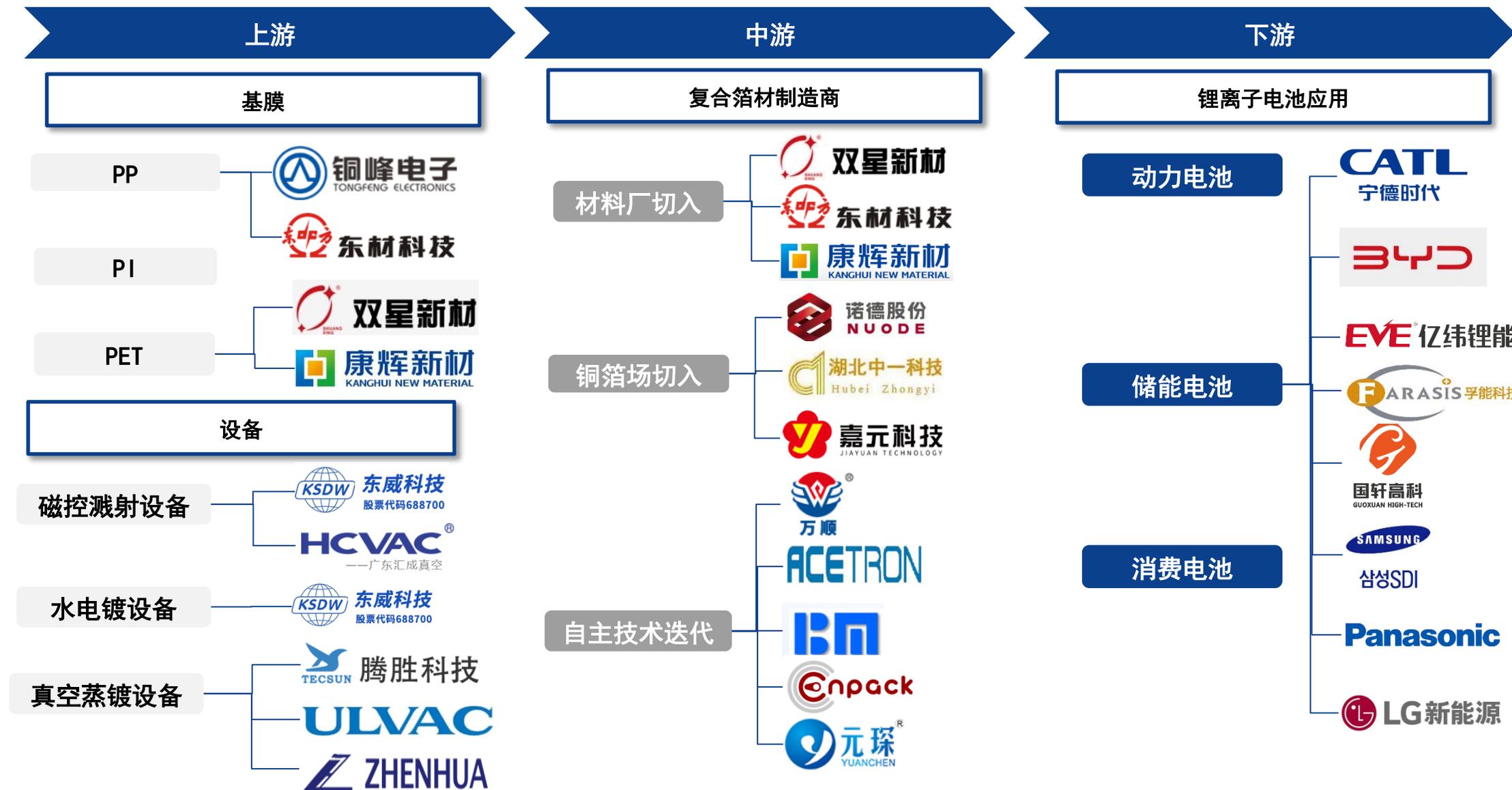
## 3.7 复合箔材空间广阔，各企业扩产进程加快

◆ 复合集流体未来市场空间广阔，各企研究和扩产进程加快。2023年多个企业宣布复合箔材扩产计划，复合集流体行业将从验证期迅速进入量产期。

	公司	项目时间	生产基地	投资金额（亿元）	固定资产投资	产品	规划产能	项目情况
扩产规划	金美新材	2023/5/24	四川宜宾	55	-	复合集流体	12亿平方米	分三期建设，占地430亩，生产复合集流体MA和MC。
	宝明科技	2022/7/28	江西赣州	60	50	复合铜箔	7.8亿平方米	分两期建设，占地约300亩。一期投资11.5亿元，其中固定资产投资10亿元，建设期不超过12个月，年产约1.5亿平米复合铜箔；二期投资48.5亿元，其中固定资产投资40亿元，建设期不超过18个月。
	英联股份	2022/12/23	江苏省高邮经济开发区	30.89	23	复合集流体	复合铜箔5亿m <sup>2</sup> ，复合铝箔1亿m <sup>2</sup>	投资建设134条复合铜箔和10条复合铝箔生产线。当前已建设完成5条复合铜箔生产线，复合铝箔产线已完成2条产线安装调试。
	诺德股份	2023/9/20	湖北黄石	25	20	复合集流体	4.2亿平方米	分两期建设，一期建设期6个月，投资2.5亿元，建设6条复合集流体生产线，计划2024.6月底前至少建成一条线投产。生产设备产线为柔性设备，兼容生产复合铜箔和复合铝箔。
	璞泰来	2023/4/4	江苏溧阳	20	-	复合铜箔	1.6万吨	6-12个月建成投产，占地约100亩。当前厂房基地已基本完成，部分产线已完成设备的安装调试工作。
	安迈特	2023/8/8	浙江湖州	30	-	复合集流体	7亿平方米	一期投资8.5亿元，年产2亿平方米。
研究进度	金美新材	8微米复合铝箔产品于2022年10月正式进入量产爬坡阶段；2024年4月推出的新一代量产复合集流体各项性能显著提升，成本下降近30%；6μm MC产品将于2024年下半年向客户正式开启规模化供应装车。						
	宝明科技	PP复合铜箔已具备量产交付能力。						
	英联股份	已完成PP复合铜箔、PET复合铜箔、复合铝箔的产品研发；复合铜箔已批量向下游电池客户送样，目前客户正在进行测试和反馈的过程中；复合铝箔于5月中旬开始进行送样。						
	方邦股份	已布局PET复合铜箔产线，目前产能较小，后续可根据市场需求进行投入。						
	璞泰来	复合铝箔已实现小批量生产并已面向消费类客户形成订单，第二代产品正在开发，处于客户送样阶段；10月9日与宁德时代签订协议，在复合集流体的研发、生产和销售等方面达成合作；江苏卓立复合铜箔项目的厂房基地已基本完成，相关的产品正在与下游客户进行送样认证工作，后续将与客户协同配合，力争尽快实现量产。						
	双星新材	23年6月签订首张PET铜箔订单，客户对首张PET铜箔订单交货质量通过检验合格；PP基材的铜箔研发稳步推进中。复合铜箔首条量产线运行正常，一期产能有序建设中。						
	嘉元科技	已建成以二步法为工艺路线的复合铜箔中试线，掌握了以PET、PP、PI为基膜的复合铜箔生产技术，已送样测试并具备量产能力；同时开展复合铜箔一步法工艺流程设计。						
	万顺新材	主要开发复合铜膜，包括PP铜膜和PET铜膜，并储备了复合铝膜专利；2021年Q3复合铜箔首次开始送样；首张复合铜箔订单已完成交付。						
	诺德股份	采用干法工艺，复合铜箔和复合铝箔可共享产线；当前可生产小批量3微米等极薄铜箔产品和复合铜箔产品样品，并持续送往下游客户试用。						
	胜利精密	复合铜箔产品采用二步法的工艺路线，现已有三台磁控设备和三条水镀线，PP复合铜箔已取得头部企业的供应商代码以及少量订单；复合铝箔产品正在送样中，产品采用pet基膜。						

注：宝明科技江西赣州项目规划产能根据投资额与一期规划产能测算得到。

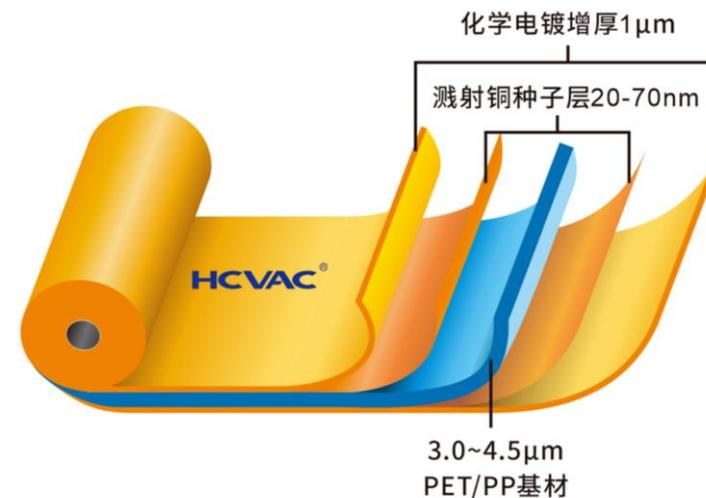
### 3.8 复合箔材产业链



### 3.9 英联股份复合箔材业务概况

- ◆ 英联股份从2022年7月开始进行复合铜箔研发立项并进行复合铜箔关键生产工艺的技术攻关，于2022年9月确定公司复合铜箔采用主流技术路线“磁控溅射-水电镀”（两步法）并采购相关设备。后于2023年2月设立控股子公司江苏英联复合集流体有限公司（简称“江苏英联”），持股比例90%，主要从事复合集流体业务。
- ◆ 复合箔材团队方面，管理团队由董事长翁伟武带领，通过外部吸收引进技术团队人员。目前公司已组建一支覆盖真空物理、光学膜、柔性材料等方面专业经验的技术开发团队，开展研发工作。多名团队成员在电子行业从事过本项目核心工艺磁控溅射、水电镀相关的技术工作。

复合铜箔产品结构示意图



#### 公司复合铜箔生产流程



### 3.10 公司PP、PET铜箔均有使用

- ◆ 目前可用于复合铜箔的膜材有PET膜、PP膜和PI膜等。由于PI膜售价35~100万元/吨，售价过高，目前行业的主流选择是PET膜与PP膜。英联股份目前PET和PP基膜均有使用，运行复合铜箔产线良率达到80%，良率水平仍在持续提升中。

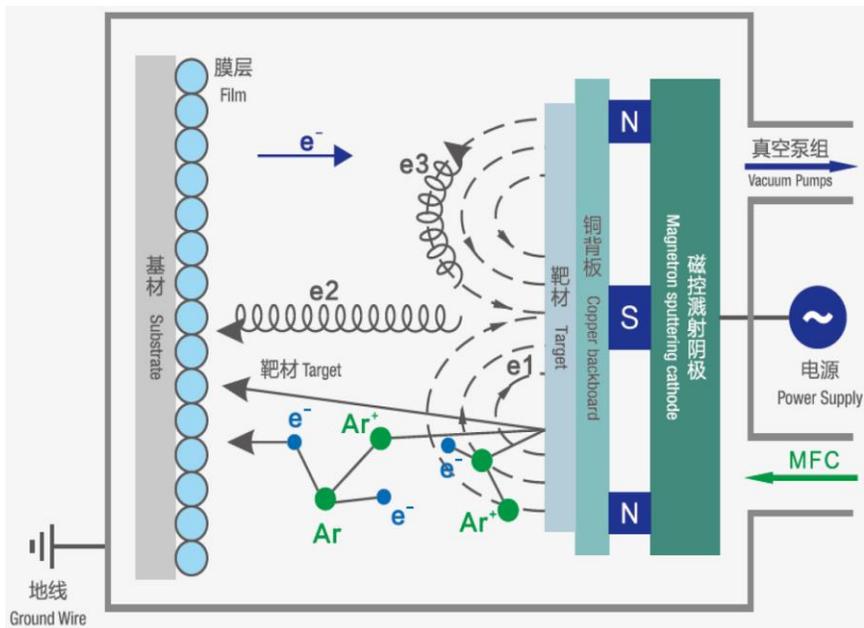
#### PET、PP、PI性能比较

	PI	PP	PET
稳定性	很好	一般	好
力学性能	很好	一般	好
使用温度	-269~280℃	-15~100℃	-60~120℃
售价（万元/吨）	35~100	0.7~1	0.7~1.1
优点	性能好、耐热性最好	化学稳定性强	韧性最优
缺点	成本高	热性能差，结合力小	化学性能较差
应用	航空、航海、宇宙飞船、火箭导弹、原子能、电子电器工业等领域	印刷、热封膜、食品级镀铝热封膜、高透明胶带、纸类复合的高透明膜	印刷、真空镀铝产品、激光防伪基膜、反光广告牌及标识、工业安全标志

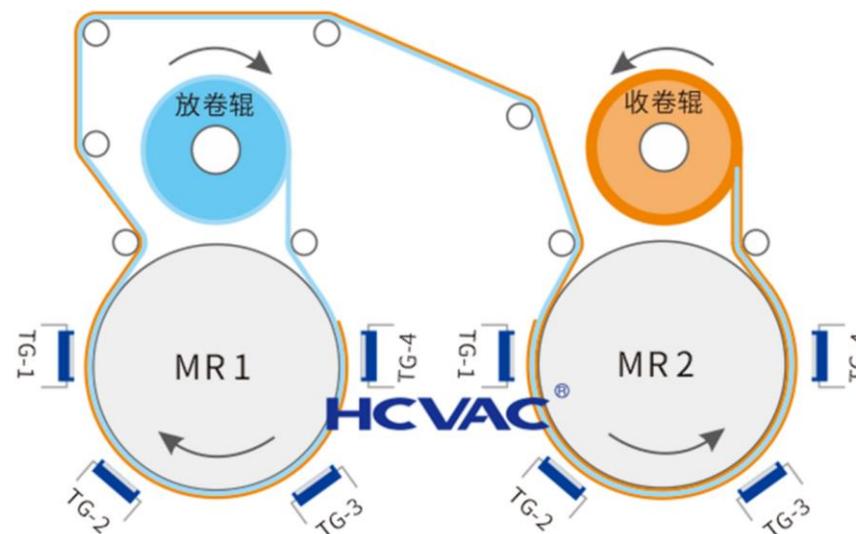
### 3.11 复合铜箔磁控溅射设备

- ◆ 磁控溅射是用高能等离子体轰击靶材，并使表面组分以原子团或离子形式被溅射出来，并沉积在基片表面。与蒸镀相比，磁控溅射形成的镀膜层与基材结合力更强，并且镀膜层更致密、更均匀。不过磁控溅射镀膜效率相对有所下降，一般设备工艺的走速是0.5~30m/min。目前复合铜箔的制备工艺中，一般是先通过磁控溅射，或者先磁控溅射然后蒸镀的方法，形成纳米级厚度的铜层。
- ◆ 公司目前使用的真空镀膜设备公司有：广东腾胜科技、广东汇成真空。

磁控溅射工作原理



复合铜箔双面镀铜（磁控溅射）



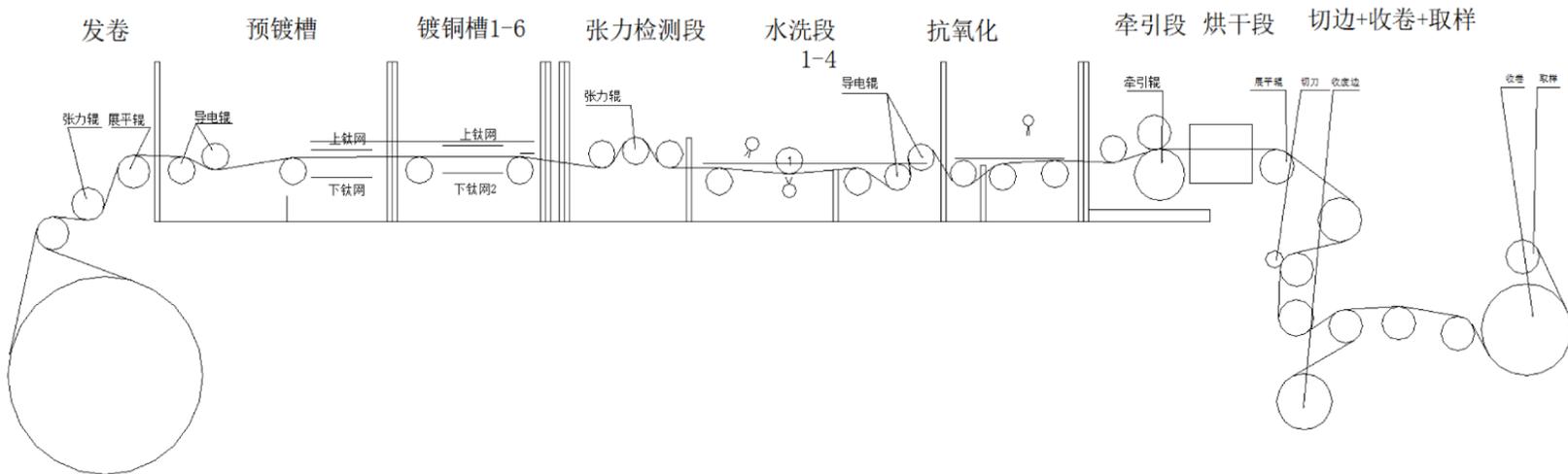
## 3.12 复合铜箔水电镀设备

- ◆ 经过磁控溅射处理过后的膜材，已经形成纳米级厚度的铜层，并具备一定的导电能力。在水平连续电镀设备中，在电场作用下，铜离子在膜材表面进一步沉积，形成约1微米厚的铜层。由于铜层主要部分是在水平镀环节形成，因此水平镀工艺对铜层性能有重要影响，包括铜层的厚度、厚度均匀性、表面密度、表面粗糙度、抗拉强度等。
- ◆ 公司复合铜箔的水电镀设备来自东威科技。

### 东威科技双边夹卷式水平连续镀膜设备



### 水平镀设备主要工艺



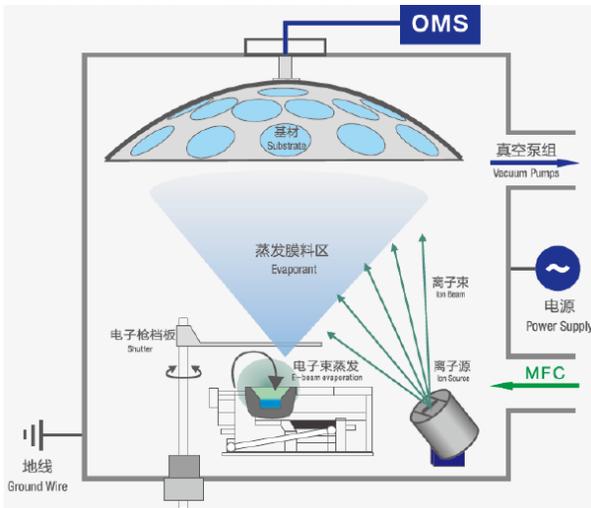
### 3.13 复合铝箔采购爱发科设备

- ◆ 蒸发镀膜工作原理是先加热膜材，使表面组分以原子团或分子团形式被蒸发出来，并沉降在基材表面。蒸镀主要优点是效率高，1分钟可以形成0.1~75nm厚的镀膜层，设备工艺走速30~100m/min。但是蒸镀的主要缺点是，镀膜层与基层的结合力较弱，并且镀膜层密度低。
- ◆ 公司复合铝箔设备来自爱发科（株式会社ULVAC）。2023年9月公司与爱发科签订复合铝箔生产线采购合同，购买10套用于复合铝箔卷绕蒸发设备（型号：EWG-165）、对应10条复合铝箔生产线，将于2025年2月前完成发货。该设备是爱发科目前技术最先进的设备。爱发科为成立于1952年、位于日本，主要为液晶显示，半导体，电子，锂电池等行业提供真空设备及售后服务技术支持。双方在本协议中获得的知识产权，除双方独立开发的发明的东西外，设备和成膜相关工艺的所有权归爱发科所有，蒸镀膜结构和集流材料的所有权归英联所有。同时，2024年7月，公司与爱发科签订协议，共同成立联合研究院，致力于共同研发电池复合集流体、固态电池复合集流体及新生代际电池周边技术。

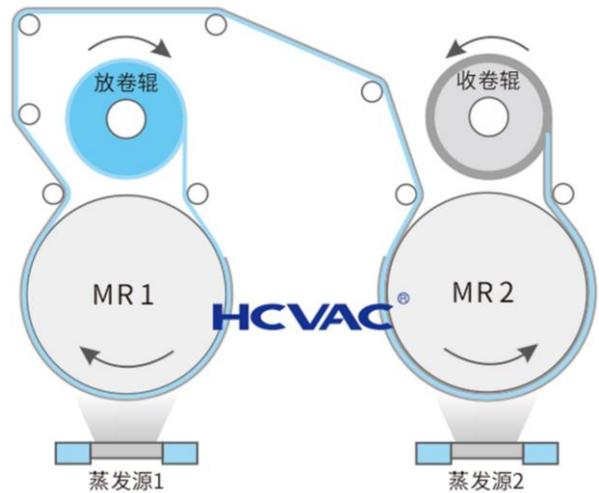
#### 真空镀膜技术比较

	蒸发镀膜	磁控溅射	离子镀膜
粒子能量 eV	0.1-1	1-10	>100
镀膜理论密度	95%	98%	98%
晶粒大小	大	小	非常小
膜的附着力	小	中	大
镀膜速率 nm/min	0.1-75	0.01-0.5	0.1-50

#### 蒸发镀膜工作原理



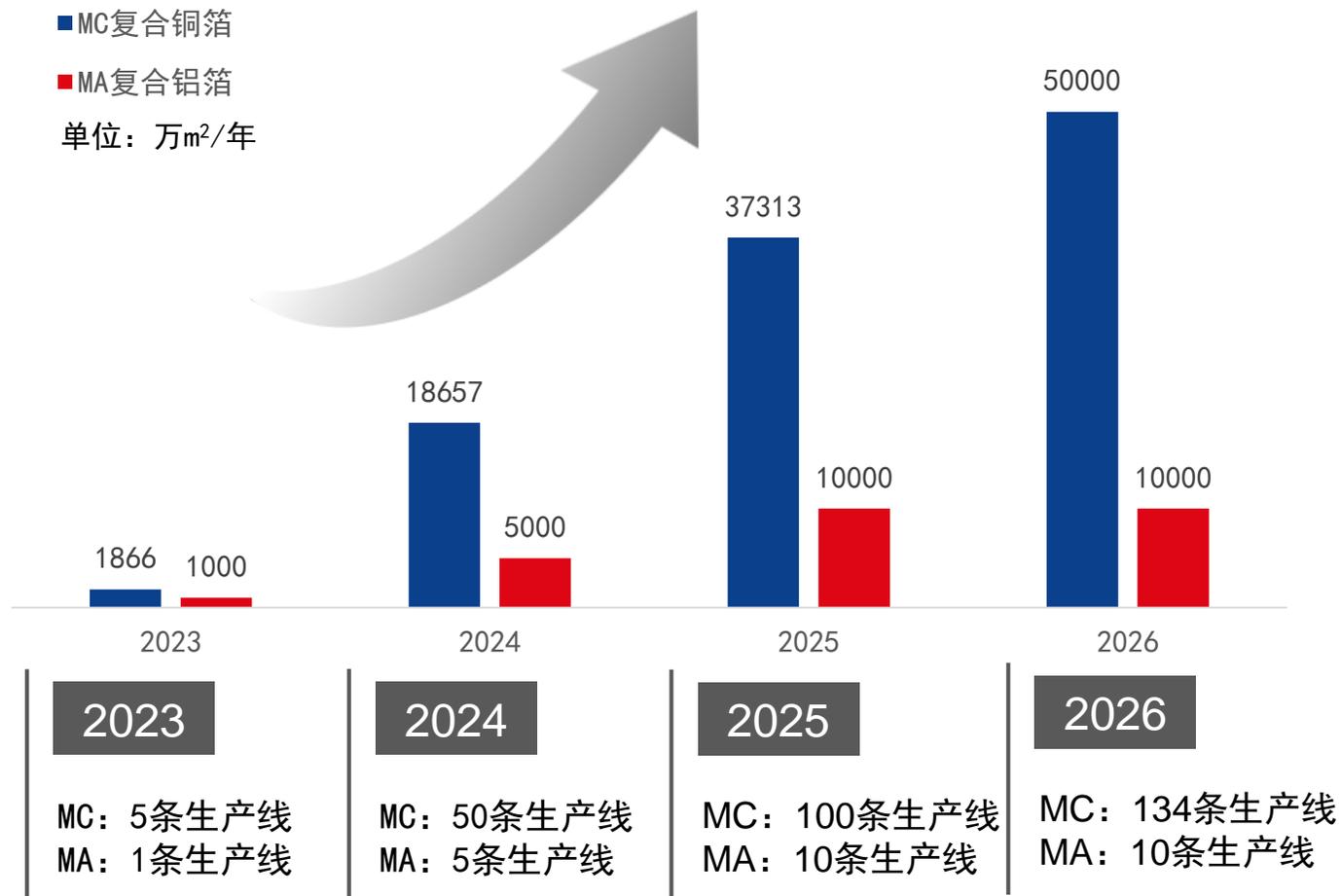
#### 复合铜箔双面镀铜（蒸镀）



### 3.14 规划建设134条复合铜箔+10条复合铝箔产线

- ◆ 公司复合集流体项目总规划投资30.89亿元，其中设备投资约23亿元，规划至2026年完成建设134条复合铜箔和10条复合铝箔生产线，总项目建成达产后产能可达复合铜箔5亿m<sup>2</sup>、复合铝箔1亿m<sup>2</sup>。根据公司测算，总项目建成后，至达产年预计可为公司年创收逾36亿元（含税）。
- ◆ 截止目前，公司已建成5条复合铜箔生产线，2条复合铝箔已完成产线安装测试，后续产线仍在持续有序推进建设中。

#### 公司产能规划



- 01 深耕快消金属包装业务，规模持续扩张
- 02 易拉盖产能稳步扩张，未来市场空间广阔
- 03 复合集流体性能优，有望成为第二增长曲线
- 04 盈利预测与投资建议
- 05 风险提示

- ◆ 我们预测2024-2026年公司整体营收21.2、26.3、32.5亿元，毛利率14.6%、15.4%、16.5%。传统业务稳步增长，随着主要原材料成本下行和下游消费市场回升向好，以及公司产能逐步释放，盈利能力有望明显改善，预计2024-2026年营收分别为20.96、25.16、28.93亿元；复合箔材业务期待2024年开始供货，预计2024-2026年营收分别为0.2、1.1、3.6亿元。

日期		2022年	2023年	2024E	2025E	2026E	备注
传统业务	收入	19.35	17.47	20.96	25.16	28.93	亿元
	yoy	5.70%	-9.70%	20%	20%	15%	%
复合箔材	收入	-	-	0.2	1.1	3.6	亿元
	yoy	-	-	-	450%	227%	%
总收入		19.35	17.47	21.16	26.26	32.53	亿元
yoy		5.70%	-9.70%	21.14%	24.06%	23.89%	%
毛利率		9.10%	11.88%	14.55%	15.36%	16.48%	%

# 可比公司情况

- ◆ 奥瑞金主营业务为以金属易拉罐为主的包装产品的制造和灌装服务等；昇兴股份的主要产品为饮料罐和食品罐，包含三片罐、二片罐、铝瓶产品；宝钢包装的产品包含金属两片罐及配套易拉盖、包装印铁产品和新材料包装等。随着原材料价格的下降，英联股份传统业务的盈利能力有望持续改善，叠加复合箔材新业务有望从2024年开启新增量，期待公司后续估值修复。

公司名称及代码		市值/亿元	归母净利润/亿元				PE			
			2023年	2024E	2025E	2026E	2023年	2024E	2025E	2026E
002701. SZ	奥瑞金	105	7.75	8.48	9.94	11.40	13.59	12.41	10.59	9.23
002752. SZ	昇兴股份	44	3.33	3.41	4.10	4.93	13.26	12.96	10.78	8.96
601968. SH	宝钢包装	50	2.19	2.92	3.39	3.79	22.65	16.94	14.63	13.05
平均			4.42	4.94	5.81	6.71	16.50	14.11	12.00	10.41
002846. SZ	英联股份	29	0.14	0.32	0.39	0.48	201.84	89.07	74.41	60.33

备注：英联股份采用华金证券盈利预测数据，其他公司选自wind一致预期，截止日期为2024年7月26日。

-  01 深耕快消金属包装业务，规模持续扩张
-  02 易拉盖产能稳步扩张，未来市场空间广阔
-  03 复合集流体性能优，有望成为第二增长曲线
-  04 盈利预测与投资建议
-  05 风险提示

- ◆ 快速消费品市场需求不及预期：快速消费品的市场需求受国家宏观经济和国民收入水平的影响较大，若经济增长不确定性加大，可能导致快速消费品包装市场需求随之萎缩。
- ◆ 原材料价格上行风险：主要原材料铝材（包括盖材和拉环材）、马口铁（包括盖材和拉环材）等价格波动对公司产品成本和毛利率影响明显，若原材料价格进入上行周期，可能导致原材料采购成本上升而影响盈利。
- ◆ 市场竞争加剧风险：国内快速消费品市场获得较快增长，正吸引新的企业进入本行业，若公司不能在日趋激烈的市场竞争环境中及时拓展新客户、提高产品质量和服务水平，将处于不利的市场竞争地位，面临产品市场份额下降的风险。
- ◆ 复合箔材商业化应用低于预期：复合箔材商业化应用需要产业链上下协同发展，未来可能出现技术突破难度较大的风险。
- ◆ 新建产能释放速度低于预期：产能释放可能受复合箔材商业化应用，和核心设备产能的影响。若设备产能有限，或复合箔材商业化应用低于预期，新建产能增速可能放缓。
- ◆ 铜价超预期下跌风险：铜箔成本受铜价影响较大，若铜价大幅下跌，复合铜箔的成本优势可能不够突出，可能导致复合箔材商业化应用低于预期。
- ◆ 其他不可抗力因素。

# 财务报表预测与估值数据汇总

英联股份 (002846.SZ) 股价 (2024-7-26) : 6.83元 投资评级: 买入-A

资产负债表	单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	982	960	1563	1704	2304
现金	91	126	332	418	521
应收票据及应收账款	437	402	614	647	916
预付账款	37	58	58	86	92
存货	370	300	486	479	701
其他流动资产	47	73	73	74	74
<b>非流动资产</b>	1744	2108	2333	2659	3039
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1239	1329	1543	1839	2191
无形资产	105	160	164	171	174
其他非流动资产	399	618	626	649	675
<b>资产总计</b>	2726	3067	3896	4363	5344
<b>流动负债</b>	1429	1268	2094	2520	3466
短期借款	560	525	1262	1607	2279
应付票据及应付账款	455	442	611	684	899
其他流动负债	414	300	221	229	288
<b>非流动负债</b>	498	324	306	330	327
长期借款	406	211	217	229	232
其他非流动负债	92	112	90	101	95
<b>负债合计</b>	1927	1592	2400	2849	3793
少数股东权益	8	33	31	29	26
股本	318	420	420	420	420
资本公积	158	735	735	735	735
留存收益	273	288	310	337	368
归属母公司股东权益	791	1442	1464	1485	1525
<b>负债和股东权益</b>	2726	3067	3896	4363	5344

利润表	单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1935	1747	2116	2626	3253
<b>营业成本</b>	1759	1540	1808	2222	2717
营业税金及附加	10	11	11	14	18
营业费用	27	29	30	40	53
管理费用	74	78	90	112	149
研发费用	72	57	70	90	121
财务费用	56	52	52	81	110
资产减值损失	-13	-10	-12	-14	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-65	-14	44	52	66
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	-66	-14	44	52	66
所得税	-20	-25	13	16	21
<b>净利润</b>	-45	12	30	36	44
少数股东损益	-2	-3	-2	-2	-3
<b>归属母公司净利润</b>	-43	14	32	39	48
EBITDA	110	145	237	309	394

# 财务报表预测与估值数据汇总

英联股份 (002846.SZ) 股价 (2024-7-26) : 6.83元 投资评级: 买入-A

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	100	136	27	299	131
净利润	-45	12	30	36	44
折旧摊销	117	117	139	174	217
财务费用	56	52	52	81	110
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-9	-10	-194	8	-240
其他经营现金流	-19	-34	-0	-0	-0
投资活动现金流	-225	-503	-364	-499	-597
筹资活动现金流	136	371	-194	-59	-101
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.10	0.03	0.08	0.09	0.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.32	0.06	0.71	0.31
每股净资产 (最新摊薄)	1.79	3.43	3.49	3.53	3.63

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	5.7	-9.7	21.1	24.1	23.9
营业利润 (%)	-305.2	79.2	424.1	19.5	25.9
归属于母公司净利润 (%)	-221.7	132.9	126.6	19.7	23.3
获利能力					
毛利率 (%)	9.1	11.9	14.6	15.4	16.5
净利率 (%)	-2.2	0.8	1.5	1.5	1.5
ROE (%)	-5.7	0.8	2.0	2.4	2.9
ROIC (%)	-0.3	-1.0	2.2	2.7	2.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.7	51.9	61.6	65.3	71.0
流动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.5	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	4.3	3.4	3.4	3.4	3.4
估值比率					
P/E	-66.5	201.8	89.1	74.4	60.3
P/B	3.8	2.0	2.0	1.9	1.9
EV/EBITDA	37.0	26.0	17.6	14.5	12.9

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)