

*ST 威尔 (002058)

收购紫江跻身国内铝塑膜头部企业，受益于固态时代

证券研究报告

2025 年 10 月 08 日

ST 威尔收购紫江新材：困境企业借优质资产实现战略转型

面对仪器仪表业务持续亏损及退市风险，*ST 威尔 (002058) 于 2025 年 5 月剥离亏损业务，拟以 5.46 亿元收购紫江新材 51% 股权，切入高增长的锂电池铝塑膜赛道。紫江新材作为国内铝塑膜龙头 (2024 年国内市占率 22.2%)，深度绑定比亚迪、ATL 等头部客户，此次关联交易有望帮助 ST 威尔实现业务转型与盈利能力重塑，以降低退市风险，摆脱现有困境。

固态电池驱动下，铝塑膜市场迎来深刻变革

固态电池因高安全性和能量密度成为产业趋势，其软包封装形式依赖铝塑膜性能大幅升级，因此对铝塑膜的需求量进一步提升。据 EVTank 预测，2030 年全球铝塑膜出货量达 13.9 亿平，市场规模达 160.7 亿元，其中动力与储能领域需求为核心驱动力。

当前日企 (DNP、昭和电工) 垄断高端市场，但国产化率不足 40%，国产替代空间广阔。紫江新材凭借技术突破与规模化产能位居全球第二。

紫江新材：铝塑膜业务高增+固态电池布局领先，核心竞争力凸显

紫江新材 2024 年出货量超 5000 万平，YOY+26%，产能利用率 50.6%，毛利率 9.5%。公司的固态电池用铝塑膜已突破耐高温材料 (改性 PP/PE 复合内层) 和新型封装结构专利，冲深性能、AL/PP 粘结性等关键指标达国际先进水平。深度绑定清陶能源、ATL 等客户，并积极拓展海外市场，技术储备与产能扩张为其增长提供持续动能。

盈利预测：衡量若收购紫江新材后威尔的价值

基于固态电池产业高速发展、技术端瓶颈不断突破提及政策强力支持，同时受益于国产替代的趋势，紫江新材产能持续扩张。紫江新材凭借固态电池产品技术优势，2024 年铝塑膜销售量为 5,127.7 万平方米，中国国内市场占有率达到 22.2%，全球市场占有率达到 14.6%，销量排名国内第一、全球第二，继续保持着行业内的龙头地位。

ST 威尔通过收购紫江新材切入高增长铝塑膜赛道，有望实现从“亏损困境”到“高成长优质企业”的彻底转型，成为固态电池产业链核心受益标的，盈利增长具备广阔前景。

我们预计公司 25-27 年的收入分别为 8.84/10.06/13.55 亿元，YOY+444%/+14%/+35%，实现归母净利润 2.28/0.49/1.21 亿元，YOY-1420%/-79%/+149%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：收购整合风险显著、市场竞争风险、技术替代风险、客户&供应商集中风险、公司市值规模小，长期未能盈利、假设和测算不及预期风险

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	156.60	162.54	884.49	1,006.06	1,355.03
增长率(%)	6.06	3.79	444.17	13.74	34.69
EBITDA(百万元)	10.50	18.06	283.28	105.31	204.16
归属母公司净利润(百万元)	(17.06)	(17.24)	227.52	48.74	121.33
增长率(%)	(18.75)	1.07	(1,419.60)	(78.58)	148.92
EPS(元/股)	(0.12)	(0.12)	1.59	0.34	0.85
市盈率(P/E)	(225.03)	(222.64)	16.87	78.76	31.64
市净率(P/B)	26.81	30.52	4.75	4.48	3.93
市销率(P/S)	24.51	23.62	4.34	3.82	2.83
EV/EBITDA	187.55	83.68	9.15	29.92	13.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用设备
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	26.76 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	143.45
流通 A 股股本(百万股)	143.12
A 股总市值(百万元)	3,838.68
流通 A 股市值(百万元)	3,829.83
每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	29.63
一年内最高/最低(元)	29.66/8.06

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. ST 威尔收购紫江新材：困境企业借优质资产实现战略转型	4
1.1. ST 威尔传统业务持续亏损，拟转型摆脱退市风险	4
1.2. 紫江新材是铝塑膜领域龙头，迎合 ST 威尔转型需求	4
1.3. 收购方案围绕“保壳 + 控风险”设计，关键节点清晰且资金可控	5
2. 固态电池驱动下，铝塑膜市场迎来深刻变革	5
2.1. 固态电池性能提升，依赖铝塑膜性能大幅升级	5
2.2. 铝塑膜 ASP 提升，市场空间扩张显著	7
2.2.1. 生产工艺与材料升级，驱动 ASP 提升	7
2.2.2. 多领域需求叠加，市场空间广阔	7
2.3. 铝塑膜竞争格局分化，国内外企业各展实力	9
2.3.1. 海外企业技术领先，占据高端市场	9
2.3.2. 国内企业奋起直追，紫江新材优势突出	9
3. 紫江新材：铝塑膜业务高增+固态电池布局领先，核心竞争力凸显	10
3.1. 出货量稳居龙头，积极化解盈利端压力，业务增长动能强劲	10
3.1.1. 出货量趋势：需求驱动+产能释放，出货量稳居行业前列	10
3.1.2. 盈利水平：客户结构优化 + 产品结构升级，努力化解盈利承压局面	11
3.2. 固态电池端产品储备充足，技术与产品双领先	11
3.2.1. 技术研发：高投入 + 精准布局，突破固态电池核心技术壁垒	11
3.2.2. 产品创新：多渠道提升产品性能，优势经客户验证	12
3.3. 深度绑定头部电池大厂，合作模式升级 + 市场口碑领先	13
3.3.1. 合作模式：稳定头部客户生态，拓展下游客户销路	13
3.3.2. 市场口碑：性能出色 + 响应迅速，树立国产铝塑膜标杆	13
4. 盈利预测：紫江新材具备高增长潜力	13
4.1. 盈利预测基于行业趋势与公司规划，核心假设具备合理性	13
4.1.1. 全球固态电池需求增长，驱动铝塑膜市场发展	14
4.1.2. 紫江新材产能、份额协同提升，业务拓展路径清晰	14
4.2. 公司收购成功落地后的备考盈利预测	14
5. 风险分析	15

图表目录

图 1：2025-2030 年全球及中国铝塑膜出货量预测	4
图 2：2025-2030 年全球及中国动力电池出货量预测	7
图 3：2025-2030 年全球及中国储能电池出货量预测	8
图 4：2025-2030 年全球及中国小型锂电池出货量预测	8
图 5：铝塑膜主要企业毛利率	10
图 6：备考盈利拆分预测表	15

表 1：铝塑膜制备工艺对比	6
表 2：固态电池对铝塑膜性能要求高	6
表 3：同行业可比公司的铝塑膜产能、产量及产能利用率（单位：万平方米）	9
表 4：紫江新材在 24 年经营层面略有压力	11
表 5：紫江新材与同行业可比公司在产品性能指标方面的对比	12

1. ST 威尔收购紫江新材：困境企业借优质资产实现战略转型

1.1. ST 威尔传统业务持续亏损，拟转型摆脱退市风险

ST 威尔作为老牌工业自动化企业，近年经营端需转型破局。

（一）企业基本盘：业务与股权结构明确

ST 威尔前身为 1992 年成立的上海威尔泰仪表有限公司，2006 年在深交所上市，核心业务长期聚焦“自动化仪器仪表 + 汽车检具”：前者主打电磁流量计、压力变送器等产品，应用于电力、冶金等传统工业；后者为汽车厂商提供定制化车身检测设备。

股权方面，截至 2025 年 6 月 30 日，公司股东户数 7798 户，前十大股东合计持股 7753.84 万股（占总股本 54.04%），实际控制人为沈雯，持股比例为 5.47%，而本次收购标的紫江新材正是沈雯旗下紫江企业（600210.SH）的控股子公司，构成关联交易。

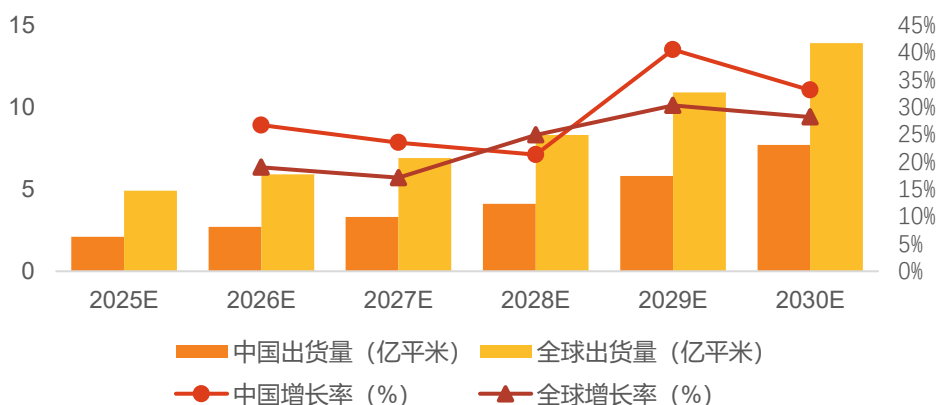
（二）经营困境：业绩连续亏损，触发退市风险

2024 年公司营收仅 1.63 亿元（同比 + 3.79%），归母净利润 - 1724.17 万元（亏损同比扩大 18.28 万元），扣非净利润 - 1905.03 万元；2025 年一季度颓势加剧，营收 2442.77 万元（同比 - 26.44%），归母净利润 - 564.03 万元（亏损同比收窄 34.27 万元）。公司的仪器仪表业务面临的行业竞争加剧，同行业企业的各项产品方案趋于同质化，市场竞争尤其是价格方面的竞争更加激烈，毛利率从 2019 年 29% 降至 2024 年 22.75%。受此影响，公司整体经营业绩欠佳。2025 年 4 月 29 日，公司因“扣非营收低于 3 亿元 + 净利润为负”被实施退市风险警示（*ST 威尔）。

（三）转型必要性：新兴赛道与传统业务增长潜力差距显著

公司仪器仪表与汽车检具业务增长乏力，而锂电池材料赛道增长强劲。以铝塑膜为例，EVTank 数据显示，2024 年全球铝塑膜出货 4.5 亿平米，预计 2030 年达 13.9 亿平米（市场规模 160.7 亿元），2024-2030 年复合增长率 20.69%，切入该赛道是 ST 威尔保壳与可持续发展的选择之一。

图 1：2025-2030 年全球及中国铝塑膜出货量预测



资料来源：EVTank，上海威尔泰工业自动化股份有限公司关于深圳证券交易所并购重组问询函的回复，天风证券研究所

1.2. 紫江新材是铝塑膜领域龙头，迎合 ST 威尔转型需求

紫江新材凭借市场份额、客户矩阵与技术储备，能够迎合 ST 威尔转型需求，核心优势体现在三方面：

（一）市场地位：国内第一、全球第二，产量持续提升

2024 年紫江新材铝塑膜国内市占率 22.2%、全球市占率 14.6%，稳居国内龙头、全球第二（仅次于日本 DNP）；产量从 2023 年 5121.07 万平方米增至 2024 年 5443.58 万平方

米 (同比 + 6.30%)。

(二) 客户结构：覆盖全场景头部企业，固态电池客户提前布局

公司前五大客户分别为 ATL、比亚迪、欣旺达、鹏辉能源、新能安，2024 年前五大客户销售收入合计占营业收入比例为 60.16%。公司主动拓展下游客户，降低单一客户依赖风险，2024 年度和 2025 年 1-3 月对比亚迪销售比例已降低至 22.69%和 25.62%。公司还将不断努力开拓新客户，2024 年度，公司较 2023 年新增形成收入的客户超过 80 家，客户拓展情况良好。未来重点拓展的新客户包括清陶能源、珠海冠宇、远景动力、孚能科技及海外韩国市场等，上述客户开拓均已取得一定进展。

(三) 技术实力：专利储备丰富，产品适应固态电池需求

截至 2025 年 8 月 26 日，公司拥有境内专利 68 项 (发明专利 18 项)，核心技术成果包括：耐腐蚀亚光型黑色数码用铝塑膜外层着色技术 (实现铝塑膜外层耐热性树脂膜高复合强度的油墨着色)、耐腐蚀型动力电池用铝塑膜技术 (既保证铝塑膜的冲深性能，也使铝塑膜表层具有了防水、耐溶剂、耐电解液、防刮擦的功能)，不锈钢箔与热塑性聚烯烃复合技术 (主要应用于动力电池领域使动力电池具有更高的安全性)，不断提升铝塑膜的性能水平，形成差异化竞争力，以适应未来固态电池行业发展带动的新增需求。

1.3. 收购方案围绕 “保壳 + 控风险” 设计，关键节点清晰且资金可控

ST 威尔收购紫江新材的过程经过周密规划，从节点推进到资金安排均服务于 “快速转型” 目标，具体特点如下：

(一) 时间链条：节奏紧凑，收购从筹划到推进逻辑连贯

2024 年 12 月 19 日，公司公告筹划重大资产重组，明确拟收购紫江新材控制权；2025 年 7 月 15 日，公布具体方案 —— 以 5.46 亿元现金收购紫江新材 51% 股权 (3028.53 万股)；2025 年 8 月 26 日，回复深交所问询函，就其收购紫江新材相关事宜，从标的公司核心竞争力、业绩趋势、估值合理性、资金来源等问题进行详细回应。

(二) 决策考量：资金来源安全，关联交易降低整合风险

资金层面，5.46 亿元收购款采用 “自有资金 + 并购贷款” 组合：通过出售仪器仪表资产组、收购上海紫燕机械 49% 股权，公司可归集自有资金 2.67 亿元 (覆盖 49% 收购款)；剩余 2.79 亿元缺口，已与上海银行白玉支行达成 4 亿元并购贷款意向，根据该行出具的《贷款意向书》，其同意为上市公司提供不超过 4 亿元人民币的贷款支持，有效期至 2026 年 7 月 2 日。目前该行已启动并购贷款申报程序，预计于 2025 年 9 月上旬前完成审批并可随时提款。同时，关联交易属性 (实控人旗下企业) 降低估值争议与整合难度。

2. 固态电池驱动下，铝塑膜市场迎来深刻变革

2.1. 固态电池性能提升，依赖铝塑膜性能大幅升级

固态电池的兴起促使铝塑膜性能标准急剧提升，与传统液态电池用铝塑膜相比，二者在生产工艺、材料成本及性能指标上均存在显著差异，这是固态电池用铝塑膜 ASP (平均售价) 上扬的重要原因，而另一关键驱动因素在于铝塑膜在两类电池中的应用属性截然不同。

目前市场上化学电池的形态主要为液态锂电池，液态锂电池由于使用液态电解质，存在有机溶剂接触空气燃烧、低温下结冰无法运作等缺点。相比之下，固态电池不含易燃易爆、易挥发等成分，可基本消除因漏液引发的冒烟、起火以及在充放电过程中生成锂枝晶造成的安全隐患，被认为是更为安全的电池体系。能量密度方面，固态电池可提供的能量密度约为 300-400Wh/kg，远远超出传统电池。因此，固态电池作为一种较为前沿的电池技术，能够在提高电池安全性的同时提升电池能量密度，逐步取代传统液态电池的确定性较高。

不同于传统液态电池，固态电池采用软包的封装形式。从技术路径看，1) 相较于圆柱或方形电池采用的卷绕工艺，由于无机固态电解质膜柔韧性较差，无法卷绕，只能采用软包

叠片工艺；2) 铝塑膜的高延展性更能够适应锂离子在迁徙过程中会形成整体的涨缩；3) 固态电池和软包都具备高能量密度特点，两者匹配可进一步强化电池续航和使用时长。

铝塑膜是软包锂电池电芯封装的关键材料，主要应用于 3C 数码、动力、储能等领域。铝塑膜由外层尼龙层、中间铝箔层、内层热封层通过胶粘剂粘合而成。相较于钢壳、铝壳或塑料壳等包装材料，铝塑膜具备质量轻、厚度薄、外观设计灵活等优势。铝塑膜需要具备极高的阻隔性、良好的热封性能、耐电解液剂强腐蚀性，以及较强的延展性、柔韧性和机械强度。这能够保证软包锂电池的稳定运行，不会产生鼓包、漏液等问题。

目前新能源汽车、低空经济、人形机器人、家庭储能等应用领域对固态电池需求潜力较大，据 EVTank 预测，到 2030 年固态电池在全球锂电池市场中的渗透率约为 10%，出货量超 600GWh，市场规模超过 2500 亿元，相关固态电池需求将持续攀升，将为铝塑膜市场带来较大的增量空间。

•铝塑膜制备工艺复杂，生产成本高：

铝塑膜的制备工艺主要有干法和热法两种。干法工艺最早由昭和电工与日本索尼公司共同研发，采用 PP（聚丙烯）和阻透层中间加胶粘剂直接复合，无需高温处理。干法的优势在于冲深性能好、防短路性能优、外观较好，同时生产工艺简单，缺点是耐电解液和抗水性能不及热法。日本索尼公司的软包锂电池电芯采用聚合物电解质，对铝塑膜耐电解液性能要求较低，但是早期的干法工艺铝塑膜应用于含电解液锂电池电芯，就存在铝塑膜层间剥离力迅速降低的风险，从而缩短锂电池使用寿命。

热法工艺最早是由日本 DNP 和日本尼桑公司为生产汽车动力用软包锂电池，在共同开发铝塑膜产品过程中实现的先进工艺，主要将阻透层和 PP 层之间用 MPP（改性聚丙烯）熔融挤出并在一定温度下压合合成。热法优势在于耐电解液和抗水性能优异，缺点是工艺复杂且稳定性要求高。

表 1：铝塑膜制备工艺对比

昭和干法	DNP 热法
外阻层 (25μm)	外阻层 (25μm)
胶水层 (2—3μm)	胶水层 (2—3μm)
阻透层 (40μm)	阻透层 (40μm)
胶水层 (2—3μm)	改性聚丙烯 (15μm)
热封层 (40μm)	热封层 (25μm)

资料来源：紫江新材招股说明书，天风证券研究所

•原材料品质要求提升，成本水涨船高：

固态电解质（特别是硫化物）对水分、氧气极为敏感，因此水氧阻隔成为刚性需求，铝塑膜水蒸气透过率要求低于 10^{-6} g/m²·d·atm，以保障固态电解质稳定性；在封装可靠性上有着更深冲深的封装需求，冲深能力需达 8-10mm，并具备优异的耐穿刺性，避免因体积变化导致的封装失效；同时要求极高的耐腐蚀性，内层 CPP 需能抵抗氢氟酸腐蚀，长期浸泡后粘接力不能衰减，日企产品在电解液中浸泡后粘接力下降率 < 10%，而国产产品衰减严重，这是保障长期寿命的重要因素；铝塑膜封装支持热失控时仅鼓包，其高安全性是匹配固态电池安全理念的优势之一；铝塑膜的柔韧性解决了固态电解质脆性的核心痛点，其对叠片工艺的兼容性是固态电池理想的生产方案；相比钢壳重量减轻 40%，容量提升 50%；相比铝壳重量减轻 20%，容量提升 20-30%，贡献较大增量价值。总而言之固态电池需求的铝塑膜性能提高，同时带来成本升高。

表 2：固态电池对铝塑膜性能要求高

核心维度	固态电池应用要求
阻隔性能	要求极高的阻隔性
封装可靠性	冲深能力需达 8-10mm，并具备优异的耐穿刺性
化学稳定性	要求极高的耐腐蚀性，内层 CPP 需能抵抗氢氟酸腐蚀，长期浸泡后粘接力不能

衰减

安全性能	要求热失控时仅鼓包，不爆炸
适配与制造	必须适配固态电解质的脆性，并支持叠片工艺
能量密度	极致轻量化以直接提升电池能量密度

资料来源：玖歌投资公众号，天风证券研究所

2.2. 铝塑膜 ASP 提升，市场空间扩张显著

2.2.1. 生产工艺与材料升级，驱动 ASP 提升

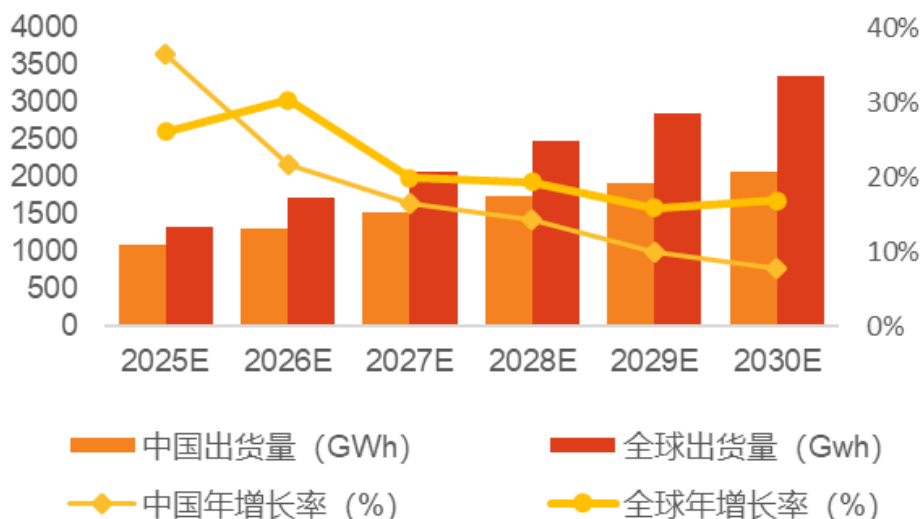
固态电池用铝塑膜因生产工艺复杂度、材料成本及性能指标上的显著差异，ASP 提升具备充分合理性。1) 从生产工艺看，其需先进设备与工艺，无论是干法还是热法制备工艺流程复杂，生产效率低，成本大幅增加。2) 材料成本方面，对原材料质量要求极高，高性能原材料价格贵且部分依赖进口，成本远超传统液态电池用铝塑膜。3) 性能指标上，需具备更优异的阻隔、封装、化学稳定性等性能，生产时需采用优质原材料与精细工艺，进一步推高成本，促使 ASP 较传统进一步提升。

2.2.2. 多领域需求叠加，市场空间广阔

铝塑膜下游应用领域主要是动力软包电池、储能软包电池以及 3C 消费电子软包电池，下游需求是促进行业发展的核心动力。我国铝塑膜行业下游应用领域整体需求旺盛，能够促进我国铝塑膜市场规模的进一步提升。随着下游需求放量，根据 EVTank 数据，预计到 2030 年，全球铝塑膜出货量将会达到 13.9 亿平方米，其中中国铝塑膜出货量达到 7.7 亿平方米，行业具有广阔的未来市场空间。

•**动力领域**：软包锂电池在动力领域渗透率不断提升，未来铝塑膜市场的驱动核心之一将来自动力软包电池，主要下游应用需求端为新能源汽车领域。在利好政策驱动下，我国新能源汽车由“培育期”进入成长期，产销量不断攀升。根据 EVTank 在《中国锂电池行业发展白皮书（2025 年）》的测算，预计到 2030 年，全球动力电池出货量有望达到 3,340GWh，CAGR 达到 20.3%。软包电池安全性能好、重量轻、容量大、内阻小，符合动力电池高能量高密度的发展趋势，国内多家主流电动车企已开始布局软包动力电池车型。

图 2：2025-2030 年全球及中国动力电池出货量预测

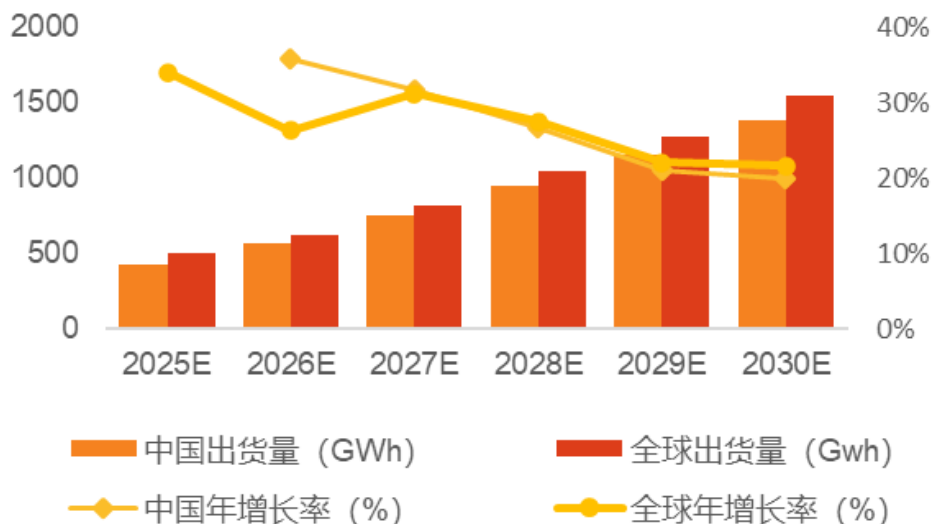


资料来源：EVTank，紫江新材 2025 年半年报，天风证券研究所

•**储能领域**：软包锂电池在储能领域渗透率较低，市场处于发展初期。随着锂电池制造成本的降低以及国家储能支持政策的相继落地，未来受益于清洁能源政策推动，储能市场也将加速迈入规模化阶段。全球能源结构转型背景下，光储能产业发展迅猛。“十三五”规划后，我国分布式能源和储能领域出台了一系列细化政策并推动落地，将进一步推动家庭储能市场的发展，为分布式家庭储能（软包）领域创造更大的市场空间，根据 EVTank 预测，

到 2030 年，全球储能电池出货量有望达到 1,550GWh。随着锂电池制造成本的降低以及国家储能支持政策的相继推出落地，储能市场未来发展前景广阔，软包锂电池能量密度高、安全性具有优势，未来能够受到储能应用的进一步青睐，铝塑膜在储能电池领域的应用将进一步深化。

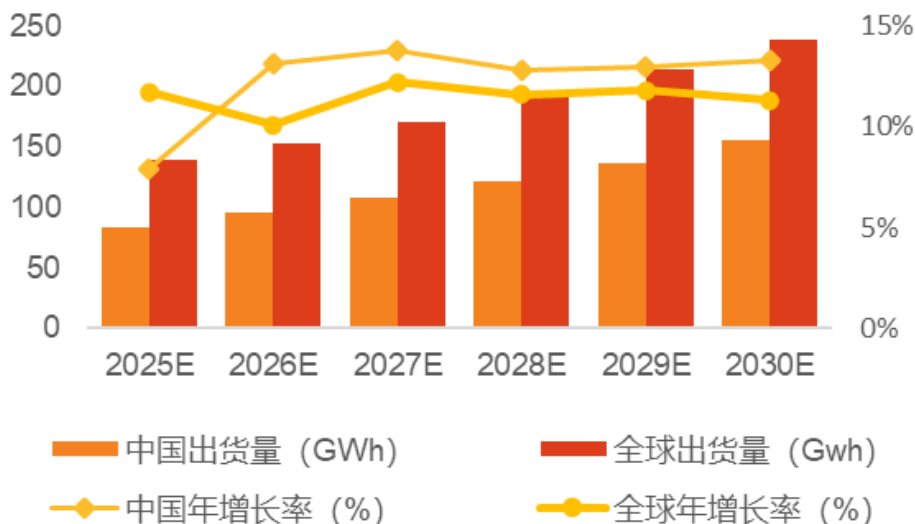
图 3：2025-2030 年全球及中国储能电池出货量预测



资料来源：EVTank，紫江新材 2025 年半年报，天风证券研究所

•**3C 数码领域：**软包锂电池在 3C 数码领域渗透率最高，市场已经处于增长平缓期。随着数码电池的内部集成进程而快速发展，目前市场规模较为稳定，软包已成为主流技术路线，目前软包锂电池渗透率已经超过 80%。随着消费电子对高续航、便携化的需求增加，下游电池厂商对电池容量、设计灵活性以及循环寿命提出了更高要求，预计软包电池在智能手机、平板电脑以及智能可穿戴设备市场的渗透率将继续提升。未来，随着智能终端市场逐步复苏带动产业链上下游持续向好，叠加频频出台的刺激电子消费的诸多利好政策，市场需求持续回暖，再加上 AI 赋能、无人机、机器人领域的批量应用，以及全球经济复苏等多因素共振，消费电子市场在到中长期内有望迎来复苏。根据 EVTank 预测，到 2030 年，全球小型电池出货量将达到 238GWh。消费类锂离子电池应用场景不断拓宽、产品技术更新迭代加快的背景下，对电池的轻薄度、容量和安全性要求越来越高，软包电池在 3C 数码领域的渗透率也将保持稳定增长，推动铝塑膜市场需求的进一步增加。

图 4：2025-2030 年全球及中国小型锂电池出货量预测



资料来源：EVTank，紫江新材 2025 年半年报，天风证券研究所

2.3. 铝塑膜竞争格局分化，国内外企业各展实力

2.3.1. 海外企业技术领先，占据高端市场

竞争格局来看，全球铝塑膜长期被日韩企业垄断，目前日本 DNP 和昭和电工的市场占有率超过 50%，市场优势地位明显。

• **日本头部铝塑膜企业呈现出大集团小业务的特征**，并且主业多为印刷、膜业务出身。大集团折射出海外企业大力发展铝塑膜业务驱动力有限，以印刷、膜业务为主业和铝塑膜有协同相关性。

• **日本供应商在铝塑膜领域专利积累早而深**，反映出铝塑膜具有一定壁垒且注重工艺 know-how 积累。昭和电工 1997 年提出了 4 项相关申请，并和索尼合作开发的第一代铝塑膜产品；1998 年凸版印刷提出了第一项申请。截至 2020 年，大日本印刷铝塑膜专利数 210+、凸版印刷 180+、昭和电工 108+。

• **栗村化学是韩系完成国产替代的典型**。公司 2008 年突破铝塑膜技术，打破了日本厂商垄断，我们认为实现韩系国产替代原因如下：1) 包装膜、BOPP 膜与铝塑膜业务有协同性，且自产 CPP 膜，CPP 膜是生产铝塑膜的核心原材料。2) 铝塑膜主流下游 LG、SKI 均为韩国本土电池厂，对韩系铝塑膜企业突破日本垄断有促进作用。

2.3.2. 国内企业奋起直追，紫江新材优势突出

国产铝塑膜占比不到 40%，相比于锂电池其他材料 90%以上的自给率，存在行业进口替代空间。近年来，随着铝塑膜国产替代需求日益增大，越来越多的国内企业开始着手布局铝塑膜行业，并逐渐在铝塑膜技术上取得进展与突破，部分国产铝塑膜的性能和可靠性也已经达到与进口产品相当的水平，实现了批量生产。

紫江新材为国内铝塑膜行业的龙头企业，根据中国化学与物理电源行业协会数据显示，2024 年紫江新材铝塑膜销售量为 5,127.7 万平方米，中国国内市场占有率达到 22.2%，全球市场占有率达到 14.6%，连续多年销量排名国内第一、全球第二，继续保持着行业内的龙头地位。

一、产能产量持续领跑，保持行业龙头地位

紫江新材 2024 年产能达 10760 万平方米，产量 5444 万平方米，产能利用率 50.59%，均显著高于同业。尽管其产能利用率较 2023 年的 72.54%有所下降，但仍远高于同行，主要系由于子公司新材应用的铝塑膜产线于 2023 年陆续投产，使得紫江新材整体设计产能出现较大幅度提升；而实际生产中标的公司采用以销定产和需求预测相结合的模式，实际产量提升幅度低于设计产能提升幅度。紫江新材在产能规模、实际产出及运营效率方面持续领先，巩固了其在铝塑膜领域的领跑地位。其产能规模较 2023 年增长超 50%，体现出公司在产能建设与市场布局上的前瞻性，进一步强化了其行业龙头地位和规模壁垒。具体出货量对比数据如下：

表 3：同行业可比公司的铝塑膜产能、产量及产能利用率（单位：万平方米）

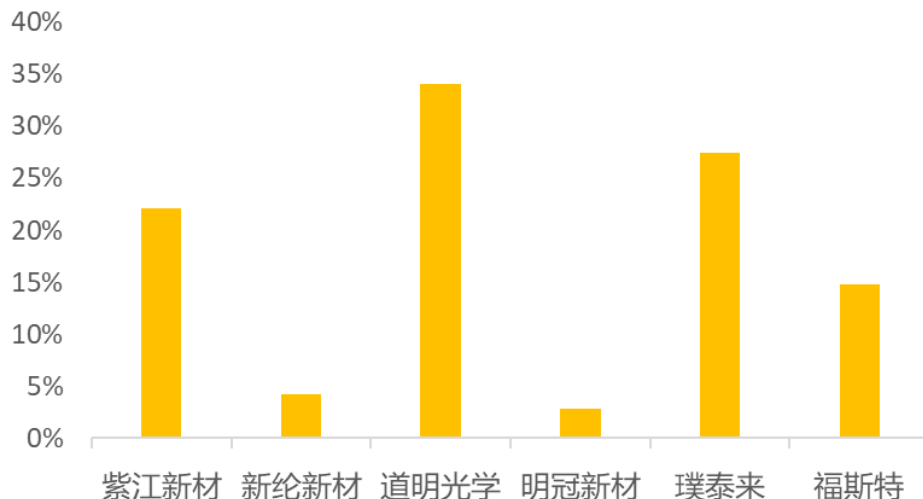
公司名称	2024 年度			2023 年度		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
紫江新材	10760	5444	50.59%	7060	5121	72.54%
明冠新材	1300	357	27.49%	1300	419	32.24%
璞泰来	未披露	近 1800	-		1575	-
福斯特	未披露	1300	-	未披露	1040	-
新纶新材	未披露	-	-	7200	2300	31.94%

资料来源：ST 威尔关于深交所并购重组问询函的回复，新纶新材关于深交所对公司 2023 年年报问询函的回复，新纶新材业绩说明会，璞泰来投资者互动平台回复，天风证券研究所

二、一体化能力驱动盈利优势，毛利率处于行业较高水平

紫江新材作为行业龙头，其规模优势、技术优势等因素使其能够有效控制成本，毛利率处于行业较高水平。2024 年国内主要铝塑膜企业毛利率对比如下：

图 5：铝塑膜主要企业毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

三、产品力契合固态电池需求，构筑技术壁垒

紫江新材铝塑膜产品在关键性能指标上展现出显著的行业领先优势。在冲壳深度方面，其产品表现出优异的冲深性能，有助于提升电芯能量密度，测试结果处于行业较高水平。在 AL/PP 粘结性能上，公司采用严于行业标准的测试方法（在标准电解液中加 1000ppm 水），产品在 $\geq 8\text{N}/15\text{mm}$ 条件下的耐电解液腐蚀浸泡时间不低于 60 天，在行业内处于领先水平。热封性能方面，无论是初始封装还是带电解液封装，产品均表现出良好且稳定的密封强度。经中国电子材料行业协会鉴定，其产品整体性能达到国际先进、国内领先水平。

3. 紫江新材：铝塑膜业务高增+固态电池布局领先，核心竞争力凸显

3.1. 出货量稳居龙头，积极化解盈利端压力，业务增长动能强劲

紫江新材 2024 年凭借需求、产能、订单三重驱动，出货量稳居国内行业龙头、全球第二位，经营质量持续优化。

3.1.1. 出货量趋势：需求驱动+产能释放，出货量稳居行业前列

2024 年紫江新材铝塑膜出货量高位波动，连续多年处于行业领先水平，核心依赖三大驱动因素：

下游需求增长提供增长基础：2023-2024 年全球新能源汽车销量从 1465.3 万辆增至 1823.6 万辆；2024 年全球已投运电力储能项目累计装机规模 372.0GW，同比增长 28.6%；软包动力电池装机量达 120GWh，储能用软包电池产量达 50GWh，同比增长 90%，下游需求直接拉动铝塑膜需求增长，为公司出货提供广阔市场空间。

产能有序扩张保障供应能力：2020 年 5 月公司锂电池用铝塑膜智能制造生产基地建设项目在上海闵行区紫竹科学园区开工投产，项目分三期建设，占地面积 2.3 万平方米，目前该基地总产能可达 6800 万平方米；2023 年成立安徽马鞍山基地，一期厂房面积约为 8507.74 平方米，年产能 5000 吨/年，主要从事铝塑膜基膜及新型膜材料的研发、生产与销售。

拓展下游新客户拉动出货增长：在维护好现有 ATL、比亚迪、欣旺达、鹏辉能源、新能安

等客户的基础上，积极开拓新客户，2024 年新增形成收入的客户超过 80 家，成为出货增长核心引擎。

具体数据来看，2023 年紫江新材铝塑膜产能为 7060 万平方米，销量 5,166.36 万平方米；2024 年紫江新材铝塑膜产能达 10760 万平方米，同比增长 52.4%，销售量为 5,127.7 万平方米，在中国国内市场占有率为 22.2%，全球市场占有率为 14.6%，虽然 2024 年销售量相较 2023 年略有回落，但保持在行业领先水平。

3.1.2. 盈利水平：客户结构优化 + 产品结构升级，努力化解盈利承压局面

2024 年紫江新材收入端表现承压，但公司积极应对，通过调整客户结构、积极拓展下游客户并不断推进产品迭代升级等措施，力求扭转局面，化解压力：

表 4：紫江新材在 24 年经营层面略有压力

财务指标	2023 年	2024 年	同比变化	核心驱动因素
营业收入	7.11 亿元	6.23 亿元	-12.37%	产品销售价格下降
归母净利润	0.90 亿元	0.54 亿元	-40.69%	新能源车市场竞争加剧，动力类铝塑膜产品降价所导致的利润下降
毛利率	15.0%	9.5%	-5.5pcts	产品销售价格下降、原材料铝箔采购价同比下降 2.15%、新能源车市场竞争加剧，动力类铝塑膜产品降价所导致的利润下降
净利率	12.7%	8.6%	-4.1pcts	净利率下降考虑研发投入增加的影响（研发支出占营业收入的比例从 3.65% 升至 5.02%）

资料来源：紫江新材 2024 年年度报告，天风证券研究所

进一步拆解盈利逻辑：

客户结构优化：紫江新材积极拓展下游客户以降低对大客户的依赖。2023 年其对比比亚迪销售占比达 48.93%，占比较高；2024 年该占比降至 22.69%，且新增 80 余家创收客户，客户拓展成效显著。

产品结构升级：凭借铝塑膜产品的多次迭代升级，紫江新材形成自主知识产权技术体系，主要产品铝塑膜生产工艺和技术均已成熟，并形成了规模化生产能力。通过深耕研发、迭代工艺、拓展应用及布局固态电池产品，公司产品在耐电解液腐蚀、热封稳定性等方面的关键指标已达到国际先进水平。

3.2. 固态电池端产品储备充足，技术与产品双领先

紫江新材自 2021 年以来不断拓展产品在固态电池领域的应用，积极布局固态电池用铝塑膜产品，以适应未来固态电池行业发展带动的新增需求；持续提高研发投入、在长期自主研发的过程中形成了独特的专有技术和制备工艺，为后续业绩增长储备强劲动能。

3.2.1. 技术研发：高投入 + 精准布局，突破固态电池核心技术壁垒

紫江新材通过构建全流程研发体系、加大研发投入与团队建设，在固态电池用铝塑膜关键技术领域实现突破：

研发体系与资源投入：在长期自主研发过程中形成了独特的专有技术和制备工艺，2023 年研发投入 2596.56 万元，占营业收入比重 3.65%；2024 年研发投入 3129.73 万元，占营业收入比重 5.02%。2024 年研发团队从 44 人扩充至 46 人，研发人员占员工总量的比例为 13.69%，技术人才储备充足。

核心技术突破方向：

干式复合技术：选用低熔点酸改性树脂将其溶解后制成均一型溶剂型胶粘剂；之后在铝塑膜的 AL 层（铝箔层）与 PP 层（聚丙烯层）之间，利用该胶粘剂进行干式复合操作；最后在复合完成后通过低温熟化工艺进行处理。该技术可有效降低 PP 层的结晶度，减少其高温热氧老化现象，显著提高产品的冲深性能；同时在绝缘性、耐电解液持久性方面也具备

较好表现。公司已针对该项技术取得相关专利，专利名称为《一种锂电池软包装膜的干法制备工艺》。

新型封装结构设计：在传统铝塑膜结构外侧表面添加新的多层树脂结构，能够使得铝塑膜的耐候性、高耐老化、高耐化学品性、可弯曲性强、抗穿刺强等性能得到提升；自行研究开发外层胶粘剂，用于产品外侧新结构与 AL 层之间的粘结，提高产品整体的耐穿刺强度，已取得名为“一种固态锂电池用铝塑包装膜”的专利授权。

耐电解质腐蚀材料研发：在 3C 数码领域，自主研发的耐腐蚀亚光型黑色数码用铝塑膜外层着色技术在国内率先实现了黑色铝塑膜的量产，满足了高端数码领域头部客户的定制化需求，实现了对 DNP 等日本厂商的替代。

3.2.2. 产品创新：多渠道提升产品性能，优势经客户验证

锂电池用铝塑膜产品性能主要从“冲壳深度”、“AL/PP 性能”以及“热封性能”三方面进行衡量。

冲壳深度：通过成型模具冲深铝塑膜至边角破裂以确定成型深度，得到的指标数值越高，意味着铝塑膜可封装的电芯材料越多，电芯能量密度也越高，产品性能越好。紫江新材此指标测试结果已处于行业较高水平，未来将持续研发优化。

AL/PP 性能：铝塑膜由 PA 层、AL 层和 PP 层构成，“AL/PP 性能”用于评估 AL 层与 PP 层的粘结性能，测试时需将样条浸泡于标准电解液并在 85℃下放置 24 小时，再测剥离强度。紫江新材通过在标准电解液中加入 1000ppm 水以生成腐蚀性氢氟酸，营造更严苛环境，其产品在此条件下可保证>8N/15mm 剥离强度的最大浸泡天数不小于 60 天，处于行业领先。

热封性能：初始封装需将铝塑膜对折（PP 面相对）后热封，再测封装强度；带电解液封装则是注入电解液并高温烘烤后热封，同样测试封装强度。从测试结果来看，紫江新材铝塑膜产品的热封性能表现良好。

表 5：紫江新材与同行业可比公司在产品性能指标方面的对比

序号	项目	单位	指标							
			紫江	DNP	昭和电 工	新纶新 材	璞泰 来	福斯 特	明冠 新材	
1	尺寸外观	厚度	%	±4	±15.3	±15	±15.2	±5	±10	±5
		宽度	mm	±1	±0.5	±0.5	±1	±2	±2	±1
2	冲壳深度	冲壳深度	mm	≥6.0	无指标	无指标	≥4.4	≥5.0	≥6.0	≥6.0
3	AL/PP 性能	初始剥离力	N/15mm	≥16	≥5	≥5	≥7	≥7	≥18	≥15
		标准电解液浸泡 剥离力 (24h/85℃)	N/15mm	≥12	≥4	无指标	≥4	≥6	无指 标	≥10
		≥8N/15mm 天数	天	≥60 天	无指标	无指标	无指标	无指 标	无指 标	无指 标
		初始剥离力	N/15mm	≥4.0	≥3.0	≥2.0	≥3.0	无指 标	无指 标	≥4.0
5	热封性能	初始热封	N/15mm	≥100	≥50	≥29.4	≥40	≥30	≥90	≥70
		电解液热封	N/15mm	≥80	无指标	无指标	无指标	无指 标	≥70	无指 标

资料来源：ST 威尔关于深交所并购重组问询函的回复，天风证券研究所

从客户实际应用效果看，公司与 ATL、比亚迪、天津力神、鹏辉能源、多氟多等知名锂电池厂商建立了稳定的合作关系，获得了市场高度认可和业界良好口碑。2021 年，公司产品进入比亚迪 DM-专用功率型刀片电池供应链，并与国轩高科等头部软包动力电池客户展

开合作。

3.3. 深度绑定头部电池大厂，合作模式升级 + 市场口碑领先

紫江新材在巩固维持和头部电池大厂合作的同时，不断开拓下游新客户，凭借优异的产品与服务，树立国产铝塑膜标杆口碑，客户粘性持续增强。

3.3.1. 合作模式：稳定头部客户生态，拓展下游客户销路

紫江新材在维护好现有 ATL、比亚迪、欣旺达、鹏辉能源、新能安前五大主要客户的基础上，还不断努力开拓下游新客户、比如清陶能源、天津力神等：

比亚迪：紫江新材作为国内企业上游原材料国产化程度比较高、产品供应有保障，且在产品性能参数和日韩差距不大的前提下，价格比外国竞争对手低出 20%，凭借上述优势拿下比亚迪的订单；在 2021 年，公司产品进入比亚迪 DM-i 专用功率型刀片电池供应链；为降低单一客户依赖风险，紫江新材主动拓展下游客户，2024 年度对比亚迪销售比例已从 2023 年度的 48.93% 降低至 22.69%。

ATL：2014 年，紫江铝塑膜业务落地第 10 年，第三代产品才打入全球最大聚合物锂电池企业 ATL 的供应链。在 2014 年花巨资启动 TPM 精益生产，推进铝塑膜的品质稳定性，以满足 ATL 在品质管理上的严苛要求。2024 年，紫江新材对 ATL 的销售收入占其营业收入的 16.84%，ATL 成为紫江新材的第二大客户。

清陶能源：紫江新材通过对固态电池铝塑膜的研发，为固态电池的封装等环节提供材料支持，由于其铝塑膜封装技术适配固态电池柔性封装要求，已应用于清陶能源等固态电池中试线，成为清陶能源的合格供应商，也是战略合作伙伴。

3.3.2. 市场口碑：性能出色 + 响应迅速，树立国产铝塑膜标杆

紫江新材的产品在“性能、创新、应用”三大核心维度表现突出，连续多年产品销量位居全国首位，获得市场高度认可和业界良好口碑：

产品性能优：凭借多年技术积累及对铝塑膜生产工艺的持续研发创新，紫江新材的产品核心竞争力突出。在关键性能指标上，公司生产的铝塑膜在耐电解液腐蚀、热封稳定性等方面表现优异，且该性能已通过中国科学院上海科技查新咨询中心认证，被认定为达到国际先进水平。

产品应用广：铝塑膜是软包电池电芯进行封装的关键材料，下游应用领域主要是 3C 消费电子软包电池、动力软包电池以及储能软包电池，能够广泛应用于 3C 数码、动力储能等领域。紫江新材不断拓宽产品下游应用场景，涉及手机锂电池、平板电脑锂电池、电子烟、二轮车锂电池、汽车动力锂电池、储能电池、低空飞行器、机器人、固态电池等多个领域，应用范围广、市场空间大。

技术更新快：紫江新材于 2004 年开始专注铝塑膜产品的研发，于 2012 年起实现产业化，先后完成了冲深性能改善、“银纹现象”解决、涂布方式环保升级等课题，不断增强产品阻隔性、冲深、耐穿刺耐电解液和绝缘性等特性，历经多次迭代升级，形成了具有自主知识产权的铝塑膜生产技术体系。

此外，公司还获得了多项荣誉：高新技术企业、工信部专精特新小巨人企业、工信部绿色工厂、上海市专精特新中小企业、上海市创新型中小企业、上海市科技小巨人企业、上海市新材料首批次应用示范专项支持项目单位、2024 年上海市制造业单项冠军等，体现了其在国产铝塑膜领域的标杆地位。

4. 盈利预测：紫江新材具备高增长潜力

4.1. 盈利预测基于行业趋势与公司规划，核心假设具备合理性

盈利预测的核心逻辑是“行业需求高增 + 公司能力匹配”，通过对市场需求、业务拓展两大维度设定假设，确保预测结果贴合实际发展规律。

4.1.1. 全球固态电池需求增长，驱动铝塑膜市场发展

在 CLNB 2025（第十届）新能源产业博览会-全固态电池前瞻技术论坛上，SMM 高级咨询项目经理朱健表示，在全球全固态电池渗透率方面，2025 年全固态电池渗透率在 0.1%左右，2030 年预计全固态电池渗透率或达 4%左右，2035 年全固态电池渗透率有望达到 9%上下，全球固态电池市场发展前景广阔：

政策端强力扶持：中国《“十四五”新型储能发展实施方案》明确“2025 年加大固态电池研发力度”，欧盟《新电池法规》提供再生技术研发补贴，引导行业资源向固态电池倾斜；2024 年上海对固态电池研发企业给予最高 5000 万元补贴，广东对固态电池研发企业给予最高 1000 万元补贴加速技术从实验室走向商业化。

技术端突破瓶颈：半固态电池已进入量产倒计时（蔚来 ET9 搭载的 150kWh 半固态电池 2025 年交付），全固态电池实验室能量密度突破 400Wh/L（远超液态电池 200-300Wh/L 水平），根据全国政协常委、经济委员会副主任，工业和信息化部原部长苗圩预测，固态电池预计 2027 年前后实现小批量生产；同时随着技术的进步，根据中国科学技术大学的马骋教授的最新研究成果，硫化物固态电解质成本能够从传统制备方法的高于 195 美元/kg 降至 14.42 美元/kg，成本下降将打开需求放量空间。

市场端需求旺盛：新能源汽车与储能双领域共同拉动，2024 年全球新能源汽车销量超过 1700 万辆，预计 2030 年达 4500 万辆；储能领域 2028 年新型储能装机规模预计达 220.9GWh，双领域叠加推动铝塑膜需求同步高增。

4.1.2. 紫江新材产能、份额协同提升，业务拓展路径清晰

结合紫江新材公开产能规划及 ST 威尔资本支持，假设 2025-2028 年公司核心经营指标稳步提升，假设依据如下：

产能扩张逐步推进：2020 年 5 月，公司在上海闵行区紫竹科学园区启动锂电池用铝塑膜智能制造基地建设并实现投产，项目分三期推进，占地 2.3 万平方米，当前该基地合计产能达 6800 万平方米。2023 年，公司在安徽马鞍山设立新基地，一期厂房面积约 8507.74 平方米，年产能 5000 吨，聚焦铝塑膜基膜及新型膜材料的研发、生产与销售。

市场份额受益国产替代：2024 年全球铝塑膜出货量 4.5 亿平米，预计 2030 年全球铝塑膜的出货量将达到 13.9 亿平米，总体市场规模将达到 160.7 亿元，全球市场国产铝塑膜产品的渗透率约 34%，国内市场国产铝塑膜产品的渗透率约为 60.3%。紫江新材凭借固态电池产品技术优势，2024 年铝塑膜销售量为 5,127.7 万平方米，中国国内市场占有率达到 22.2%，全球市场占有率达到 14.6%，销量排名国内第一、全球第二，继续保持着行业内的龙头地位。

4.2. 公司收购成功落地后的备考盈利预测

我们预计 25-27 年分别实现收入 8.84/10.06/13.55 亿元，YOY+444%/+14%/+35%，实现归母净利润 2.28/0.49/1.21 亿元，YOY-1420%/-79%/+149%。核心假设如下：

- (1) 收入：基于紫江新材在铝塑膜应用领域的优势及出口需求，2025-2027 年传统业务将继续保持稳定增长。2027 年固态电池铝塑膜进入小幅放量期，公司凭借技术先发优势和客户验证，固态产品收入占比提升，驱动 2027 年收入增速提高（YOY+38%）。同时保持假设紫江新材国内市占率维持在 22%以上（2024 年为 22.2%），全球市占率约 15%（2024 年为 14.6%）；假设固态产品单价较传统产品溢价，带动 2027 年毛利率升至 27%（2024 年为 9.5%）；假设产能利用率从 2024 年 50.6%逐步提升至 60%以上，支撑销量增长。我们预计公司 25-27 年紫江新材的收入有望达 7.7/8.7/12.1 亿元
- (2) 毛利率：近两年紫江新材的毛利率预计在 20%-30%之间（参考紫江新材 23、24 年财报数据），27 年起伴随固态用铝塑膜放量，对应价值量更高，毛利率水平有望提升。

图 6：备考盈利拆分预测表

单位：亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1.48	1.57	1.63	8.84	10.06	13.55
yoy		6%	4%	444%	14%	35%
1、威尔原主业	1.48	1.57	1.63	1.2	1.35	1.5
YOY	0%	6%	4%	-26%	13%	11%
毛利率	29%	29%	33%	30%	30%	30%
2、紫江新材	0	0	0	7.67	8.74	12.09
YOY	0	0	0	23%	14%	38%
毛利率	0%	0%	0%	23%	24%	27%
整体毛利率	29%	29%	33%	24%	24%	27%
归母净利润	-0.21	-0.17	-0.17	2.28	0.49	1.21
YOY	0%	-19%	1%	-1420%	-79%	149%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，ST 威尔通过收购紫江新材切入高增长铝塑膜赛道，有望实现从“亏损困境”到“高成长优质企业”的彻底转型，成为固态电池产业链核心受益标的，盈利增长具备广阔前景。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险分析

收购整合风险显著，业务与文化协同难度大：收购后业务与文化的差异可能导致整合不及预期，直接影响运营效率。

市场竞争风险，技术替代风险不容忽视：若海外龙头为维持市场份额采取激进降价策略，紫江新材毛利率可能承压，预计将对净利润产生冲击。国内方面，璞泰来、福斯特、新纶新材等企业持续扩产，行业竞争日趋激烈；技术层面，固态电池对铝塑膜的耐高温性、阻隔性及冲深性能要求显著提升，若公司研发进度不及预期，可能面临技术迭代风险。

客户与供应商依赖度高，业绩稳定性受冲击：紫江新材前五大客户销售收入占比达 60.16%，若主要客户因供应链多元化策略分流订单，公司营收可能面临较大下滑压力。下游行业集中度较高导致需求波动，若全球新能源汽车销量增速不及预期，头部电池厂商可能削减铝塑膜采购量，进而影响公司产能利用率及毛利率水平。上游原材料方面，铝箔、特种塑料等关键材料供应商集中度较高，若出现供应短缺或价格剧烈波动，可能进一步压缩盈利空间。

公司市值规模小，长期未能盈利：ST 威尔市值规模小且长期未盈利，现金流可能持续紧张，经营与偿债压力较大；抗周期与竞争能力弱，业绩波动大，订单与议价受限；融资难度与成本高，股价波动与退市风险并存，股权稀释可能增加；内控与合规亦需关注。

假设和测算不及预期风险：本报告中的盈利预测核心逻辑均基于当前市场环境、技术进展等假设。若出现下游需求放缓、价格波动、研发进度延迟或项目投产不及预期等情况，业绩预测和估值测算可能不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	53.37	89.62	1,872.29	1,347.76	1,835.22	营业收入	156.60	162.54	884.49	1,006.06	1,355.03
应收票据及应收账款	52.55	46.54	444.84	114.08	638.71	营业成本	110.41	108.59	672.68	760.68	986.42
预付账款	0.74	1.44	14.25	5.92	17.77	营业税金及附加	1.32	1.72	3.54	3.02	4.07
存货	117.09	95.78	1,025.35	505.77	590.26	销售费用	16.34	17.45	53.07	50.30	54.20
其他	17.62	15.78	23.53	15.40	32.03	管理费用	27.54	26.95	88.45	60.36	67.75
流动资产合计	241.36	249.17	3,380.26	1,988.94	3,114.00	研发费用	9.18	9.62	44.22	40.24	54.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.29)	(0.19)	(0.40)	(0.40)	(0.40)
固定资产	22.37	21.21	69.11	116.36	162.25	资产/信用减值损失	(8.01)	(10.77)	(7.00)	(6.00)	(4.00)
在建工程	0.00	0.00	7.00	11.90	15.33	公允价值变动收益	0.13	0.00	0.11	(0.07)	0.01
无形资产	4.18	4.51	3.34	2.63	1.76	投资净收益	1.37	0.49	250.00	1.50	1.50
其他	40.87	41.69	38.58	36.13	33.24	其他	11.82	18.85	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	67.42	67.41	118.03	167.02	212.58	营业利润	(13.22)	(10.18)	266.04	87.28	186.30
资产总计	308.79	316.58	3,498.29	2,155.96	3,326.58	营业外收入	0.17	0.10	0.15	0.15	0.15
短期借款	24.02	52.03	100.00	100.00	100.00	营业外支出	0.04	0.02	0.08	0.08	0.08
应付票据及应付账款	25.10	23.61	1,097.52	464.86	466.76	利润总额	(13.09)	(10.10)	266.11	87.35	186.37
其他	19.63	22.23	928.80	138.09	1,133.44	所得税	(1.16)	(0.14)	26.61	6.11	13.05
流动负债合计	68.76	97.88	2,126.32	702.95	1,700.21	净利润	(11.93)	(9.96)	239.50	81.24	173.33
长期借款	0.00	0.00	500.00	500.00	500.00	少数股东损益	5.13	7.28	11.97	32.49	52.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(17.06)	(17.24)	227.52	48.74	121.33
其他	6.14	4.60	5.12	4.95	5.00	每股收益（元）	(0.12)	(0.12)	1.59	0.34	0.85
非流动负债合计	6.14	4.60	505.12	504.95	505.00						
负债合计	122.72	143.33	2,631.44	1,207.89	2,205.21	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	42.86	47.45	59.43	91.92	143.92	成长能力					
股本	143.45	143.45	143.45	143.45	143.45	营业收入	6.06%	3.79%	444.17%	13.74%	34.69%
资本公积	3.96	3.96	457.96	457.96	457.96	营业利润	-34.28%	-22.95%	-2712.24%	-67.19%	113.45%
留存收益	(4.38)	(21.62)	205.90	254.64	375.97	归属于母公司净利润	-18.75%	1.07%	-1419.60%	-78.58%	148.92%
其他	0.17	0.00	0.11	0.09	0.07	获利能力					
股东权益合计	186.06	173.24	866.85	948.07	1,121.37	毛利率	29.49%	33.19%	23.95%	24.39%	27.20%
负债和股东权益总计	308.79	316.58	3,498.29	2,155.96	3,326.58	净利率	-10.89%	-10.61%	25.72%	4.84%	8.95%
						ROE	-11.91%	-13.71%	28.18%	5.69%	12.41%
						ROIC	-10.15%	-8.77%	244.99%	-18.34%	103.06%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.74%	45.28%	75.22%	56.03%	66.29%
净利润	(11.93)	(9.96)	227.52	48.74	121.33	净负债率	-15.41%	-19.61%	-146.35%	-78.49%	-109.83%
折旧摊销	4.95	4.71	5.64	8.43	11.25	流动比率	2.07	1.80	1.59	2.83	1.83
财务费用	0.60	0.93	(0.40)	(0.40)	(0.40)	速动比率	1.07	1.11	1.11	2.11	1.48
投资损失	(1.37)	(0.49)	(250.00)	(1.50)	(1.50)	营运能力					
营运资金变动	(26.15)	5.96	594.93	(554.37)	362.62	应收账款周转率	2.56	3.28	3.60	3.60	3.60
其它	27.08	12.95	12.08	32.42	52.01	存货周转率	1.30	1.53	1.58	1.31	2.47
经营活动现金流	(6.82)	14.11	589.78	(466.68)	545.31	总资产周转率	0.46	0.52	0.46	0.36	0.49
资本支出	(3.94)	3.77	58.86	60.04	59.65	每股指标（元）					
长期投资	(6.20)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.12	-0.12	1.59	0.34	0.85
其他	6.53	(1.98)	131.55	(118.26)	(117.87)	每股经营现金流	-0.05	0.10	4.11	-3.25	3.80
投资活动现金流	(3.62)	1.79	190.41	(58.22)	(58.23)	每股净资产	1.00	0.88	5.63	5.97	6.81
债权融资	(17.59)	31.16	548.37	0.40	0.40	估值比率					
股权融资	(0.01)	(0.17)	454.11	(0.02)	(0.02)	市盈率	-225.03	-222.64	16.87	78.76	31.64
其他	(6.75)	(9.60)	0.00	0.00	0.00	市净率	26.81	30.52	4.75	4.48	3.93
筹资活动现金流	(24.35)	21.39	1,002.48	0.38	0.38	EV/EBITDA	187.55	83.68	9.15	29.92	13.31
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	278.32	100.79	9.33	32.52	14.09
现金净增加额	(34.79)	37.29	1,782.67	(524.53)	487.46						
资料来源：公司公告，天风证券研究所											

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com