

佛塑科技 (000973.SZ)

收购议案通过深交所审核，将在湿法隔膜领域实现新发展

佛塑科技早在 2011 年便布局锂电隔膜领域，是广新集团下新材料领域重要的上市平台，近十年主要聚焦于传统薄膜及高端材料，本次拟收购金力股份 100% 股权，发力锂电隔膜。金力股份是湿法隔膜领先企业，湿法隔膜出货量已跻身国内前二，高端 5 μ m 超薄高强膜 2023 年就已导入头部客户体系，24 年国内市占率 63%。伴随近几年锂电需求的持续增长，隔膜等环节供需态势不断修复，盈利也开始出现行业性的回升。如果该并购最终完成，公司有望在湿法隔膜领域实现新发展，首次覆盖，并给与增持评级。

□ **收购金力股份议案获得深交所审核通过。**公司 2024 年 11 月提出发行股份+现金方式收购金力股份 100% 股权的议案，今日获得深交所审核通过。金力是湿法隔膜主力供应商，收购完成将有望显著增厚公司业绩。

□ **未来有望体现出协同效应。**佛塑科技与金力股份同处高分子薄膜材料领域，有望在以下方面产生协同。(1) 技术协同：佛塑的薄膜改性、成膜工艺可与金力的隔膜技术结合，共同开发新材料。(2) 业务协同：金力可获上市公司融资平台支持以降低财务成本；而佛塑可借金力客户资源拓展新能源市场。(3) 采购协同：双方均采购聚烯烃产品及德日系薄膜设备，可整合需求，提升议价能力。

□ **金力股份湿法隔膜规模居前，有望在 5 μ m 超薄高强膜领域实现赶超。**金力股份是国内湿法隔膜主力参与者，2024 年中国市占率 18% (排名第二)，全球市占率 15.6% (排名第二)。公司聚焦发力超薄高强基膜，其 5 μ m 高穿刺强度产品 2024 年国内细分市场占有 63%，目前占公司出货比例近 4 成。5 μ m 产品技术壁垒高，有可能是未来技术路线的趋势，目前较 7、9 μ m 产品有 2~3 毛/平米溢价。公司 25H1 单平净利 0.05 元，考虑股份支付和财务费用差异，实际盈利水平已领先同行，伴随后续 5 μ m 隔膜渗透率提升，公司盈利优势可能进一步放大。

□ **湿法隔膜行业盈利有望持续修复，关注 5 μ m 超薄高强隔膜。**伴随近几年锂电需求的持续增长，隔膜等环节供需态势不断修复，盈利也开始出现行业性的修复。隔膜是资产周转率最低的锂电材料，目前盈利水平低，主要参与者扩产意愿较低，且隔膜扩产周期接近一年半周期较长，后续产能释放有限，预计明年到后年上半年总体供需与主流企业盈利有望持续修复。产品结构方面，下游车用快充电池、大容量储能对二代 5 μ m 超薄高强隔膜需求较迫切，5 μ m 产品渗透率快速提升，24 年超 5%，25 年有望达 20%，后续可能进一步平替 7、9 μ m 隔膜，是值得关注的技术路线变化，隔膜参与者可能在这个过程中拉开差距。

□ **投资建议：**看好公司整合金力股份后的发展前景，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**行业价格波动、业绩承诺与减值风险、收购整合不及预期、锂电行业竞争与技术变革风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2215	2228	2406	2571	2729
同比增长	-16%	1%	8%	7%	6%
营业利润(百万元)	224	165	176	223	235
同比增长	23%	-26%	6%	27%	5%
归母净利润(百万元)	214	120	125	159	167
同比增长	57%	-44%	5%	27%	5%
每股收益(元)	0.22	0.12	0.13	0.16	0.17
PE	55.2	98.6	94.4	74.3	70.6
PB	4.2	4.1	4.0	3.8	3.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (首次)

中游制造/电力设备及新能源

目标估值：NA

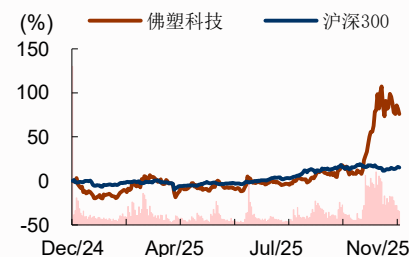
当前股价：12.2 元

基础数据

总股本(百万股)	967
已上市流通股(百万股)	967
总市值(十亿元)	11.8
流通市值(十亿元)	11.8
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	4.1
资产负债率	29.6%
主要股东 广东省广新控股集团有限公司	
主要股东持股比例	26.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	92	73
相对表现	26	73	57



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

吕昊 S1090524020002

lvhao1@cmschina.com.cn

正文目录

一、收购金力股份方案获得深交所通过.....	4
二、湿法隔膜领先企业，有望通过新产品实现赶超.....	6
2.1 湿法隔膜主流参与者.....	6
2.2 客户结构优异.....	7
2.3 5 μm 超薄高强膜实现赶超.....	8
2.4 收购有望发挥协同效应.....	9
三、湿法隔膜盈利将持续向好，关注 5 μm 结构性迭代.....	10
3.1 行业触底反转，产能释放有限.....	10
3.2 关注 5 μm 超薄高强隔膜应用.....	12
盈利预测.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图 1: 隔膜业务营业收入对比（单位：百万元）.....	7
图 2: 隔膜业务毛利率对比.....	7
图 3: 隔膜业务出货量对比（单位：亿平）.....	7
图 4: 公司 5 μm 超薄高强隔膜出货情况（单位：亿平）.....	8
图 5: 2022 以来湿法基膜价格（元/平）.....	10
图 6: 近期湿法基膜价格（元/平）.....	10
图 7: 2022 以来涂覆膜价格（元/平）.....	11
图 8: 近期涂覆膜价格（元/平）.....	11
图 9: 恩捷股份近 10 年固定资产与在建工程情况（单位：亿元）.....	11
图 10: 星源材质近 10 年固定资产与在建工程情况（单位：亿元）.....	11
图 11: 金力股份近 3 年固定资产与在建工程情况（单位：亿元）.....	11
图 12: 各公司资产负债率情况.....	11
图 13: 近 10 年隔膜企业毛利率情况（单位：%）.....	12
图 14: 近 10 年隔膜公司经营性净现金流（单位：亿元）.....	12
图 15: 2024 中国隔膜产量市场占比.....	12
图 16: 2025H1 中国隔膜产量市场占比.....	12

图 17：恩捷股份 5 μ m 超薄高强隔膜.....	13
图 18：恩捷股份 5 μ m 超薄高强隔膜发布会	13
图 19：佛塑科技历史 PE Band	14
图 20：佛塑科技历史 PB Band	14
表 1：交易方案概述.....	4
表 2：配套融资情况.....	4
表 3：标的资产估值情况	4
表 4：业绩承诺.....	5
表 5：交易前后（考虑募集配套资金）上市公司股权	5
表 6：收购后的备考业绩及估值情况估算（以 12 月 9 日收盘价计）	5
表 7：河北金力财务数据	6
表 8：分产品销量情况（单位：万平方米）	6
表 9：主要客户销售情况（合并口径）.....	7
表 10：公司产品单价（元/平方米）	8
表 11：公司销售模式占比	8
表 12：业绩预测.....	13
附：财务预测表	15

一、收购金力股份方案获得深交所通过

上市公司（佛塑科技）定位为控股股东广新集团旗下新材料领域重要上市平台，专注面向新能源、电工电气、光电显示、医疗卫生等战略性新兴产业高分子功能薄膜与复合材料的研发与生产。

标的公司（金力股份）专注于锂电池湿法隔膜研发、生产和销售，与上市公司同处于高分子薄膜材料领域。

收购议案获得通过：2024年11月公司提交议案，通过现金与发行股权收购河北金力100%股权，2025年12月9日，该议案已经获得深交所并购重组委员会审核通过。

佛塑科技拟通过“发行股份+支付现金”的方式，收购金力股份100%股权，标的资产作价50.8亿元。其中，现金对价4.0亿元，股份对价46.8亿元，发行价格为3.81元/股（除息后）。同时，公司拟向控股股东广新集团发行股份募集配套资金不超过10亿元，用于支付本次交易的现金对价、补充流动资金及偿还债务。

表 1: 交易方案概述

项目	内容
标的资产	河北金力新能源科技股份有限公司 100% 股份
交易作价	508,000 万元
支付方式	股份支付 468,000.00 万元；现金支付 40,000 万元
发行价格	3.81 元 / 股（除息后）
发行数量	1,228,346,404 股

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 配套融资情况

配套融资新增股份	不超过 100,000 万元	
发行对象	广新集团	
募集配套资金用途	拟使用募集资金金额（万元）	占比
支付本次交易现金对价	40,000	40%
补充流动资金、偿还债务	60,000	60%
合计	100,000	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

此次收购中，中联评估以 2024 年 12 月 31 日为评估基准日，分别采用资产基础法和收益法对金力股份 100% 股权于评估基准日的市场价值进行评估，经分析最终选取资产基础法的评估结果作为本次评估结论。

表 3: 标的资产估值情况

交易标的	基准日	评估方法	评估结果 (万元)	增值率 (合并口径)	拟交易比例	交易价格 (万元)
金力股份	2024 年 12 月 31 日	资产基础法	508,371.92	12.68%	100%	508,000.00

资料来源：公司公告、招商证券

本次交易完成后，广新集团合计控制上市公司 21.2% 的表决权，公司实控人没有变更。

为保障上市公司利益，标的核心股东袁海朝、华浩世纪 8 方承诺，标的公司在

2025、2026、2027 年度实现的扣非净利润分别不低于 2.3 亿元、3.6 亿元和 6.1 亿元，三年累计承诺净利润达 12 亿元。若未能在 2025 年底完成交割，业绩承诺期将顺延至 2028 年，2028 年承诺净利润不低于 4.0 亿元。

表 4: 业绩承诺

年度	2025E	2026E	2027E	三年合计
扣非净利润 (亿元)	≥ 2.30	≥ 3.60	≥ 6.10	≥ 12.00

资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 交易前后（考虑募集配套资金）上市公司股权

股东	本次交易前		发行股份购买资产新增股份 (股)	募集配套资金新增股份 (股)	本次交易后 (考虑募集配套资金)	
	持股数量 (股)	持股比例			持股数量 (股)	持股比例
广新集团	258,760,512	26.75%	-	262,467,191	521,227,703	21.20%
华浩世纪	-	-	176,487,943	-	176,487,943	7.18%
温州海乾	-	-	97,250,148	-	97,250,148	3.96%
安徽创冉	-	-	13,151,061	-	13,151,061	0.54%
河北佳润	-	-	2,518,780	-	2,518,780	0.10%
袁海朝	-	-	34,724,825	-	34,724,825	1.41%
袁海朝及其一致行动人小计	-	-	324,132,757	-	324,132,757	13.19%
标的公司原其他股东	-	-	904,213,647	-	904,213,647	36.78%
上市公司其他股东	708,662,659	73.25%	-	-	708,662,659	28.83%
合计	967,423,171	100.00%	1,228,346,404	262,467,191	2,458,236,766	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

表 6: 收购后的备考业绩及估值情况估算 (以 12 月 9 日收盘价计)

收购增发股本		1,228,346,404		
配套融资增发股本		262,467,191		
增发后的总股本		2,458,236,766		
并购增发后的市值 (亿元)		267.9		
考虑配套融资增发后的市值 (亿元)		299.9		
	2024	2025E	2026 假设 1	2026 假设 2
佛塑科技原有业务净利润假设 (亿元)	1.2	1.25	1.6	
金力出货量假设 (亿平方米)	27.68	45.9	65.0	
金力单平税后净利假设 (元)		0.06	0.2	0.3
并购实现后上市公司备考利润 (亿元)	-	4.0	14.6	21.1
并购后备考业绩对应 PE (倍)	-	66.9	18.3	12.7
考虑配套融资后备考业绩对应 PE (倍)		74.9	20.5	14.2

资料来源：公司数据、招商证券

二、湿法隔膜领先企业，有望通过新产品实现赶超

2.1 湿法隔膜主流参与者

河北金力新能源科技股份有限公司（简称金力股份）成立于 2010 年，专注于湿法隔膜研发。根据 GGII 数据，2024 年公司在中国湿法隔膜市场出货量排名第二（市占率 18%）。

截止 2025 年 6 月末，公司总产能已达约 58 亿平方米，2026 年初在建产能全部投产，逐步爬坡后，预计 2027 年公司产能超 70 亿平方米，其中超 7 成是 23 年之后投放的新产能，均为可生产超薄高强隔膜的大宽幅、高精度先进产线。

2024 年由于行业价格战、产能折旧、扩产带来的银行利息高企等原因，公司净利润为-0.91 亿元，同比转负。2025 年上半年，公司实现净利润 0.98 亿元，单平净利 0.05 元/平方米，考虑股份支付，单平净利超过 0.06 元/平方米。

公司 2025 年 1-10 月销量 37.5 亿平方米，估算 11 月销量 6.45 亿平米（按预示订单量），2025 年 H1 销量 20.1 亿平方米，预计全年销量超 45 亿平方米。2025 上半年公司产能利用率约 9 成，整体位于高位。

表 7：河北金力财务数据

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
主营业务收入（百万元）	184.4	213.7	688.6	1,799.4	2,030.9	2,638.6	1,753.5
净利润（百万元）	-129.0	-169.6	101.2	130.9	131.4	-91.4	98.2
净利率	-69.93%	-79.35%	14.70%	7.27%	6.47%	-3.47%	5.60%
销量（万平方米）	9,923.67	22,771.55	44,195.12	99,783.15	139,261.30	276,838.60	201,073.24
单价（元 / 平方米）	1.86	0.94	1.56	1.8	1.45	0.94	0.86
单平净利（元 / 平方米）	-1.30	-0.74	0.23	0.13	0.09	-0.03	0.05

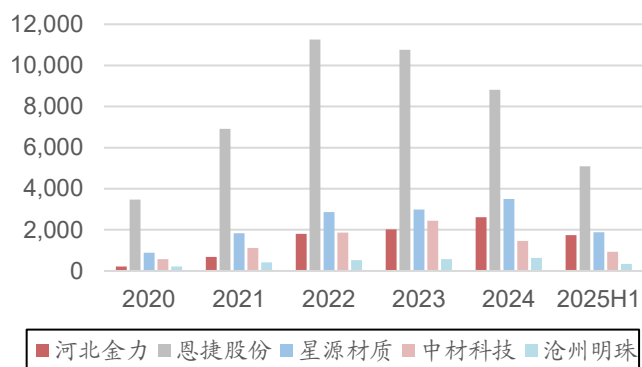
资料来源：公司公告、招商证券

表 8：分产品销量情况（单位：万平方米）

	2023	2024	2025E
湿法基膜销量	29,143.12	97,142.31	193,623.95
占比	20.93%	35.09%	42.22%
涂覆隔膜销量	99,977.75	167,971.22	246,982.53
占比	71.79%	60.67%	53.85%
总销量	129,120.87	265,113.53	440,606.48
占比	100%	100%	100%

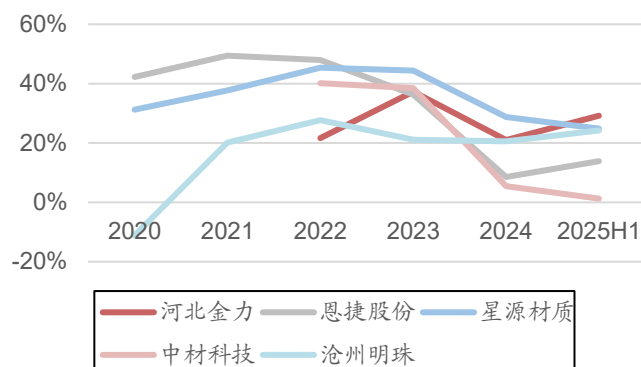
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 隔膜业务营业收入对比 (单位: 百万元)



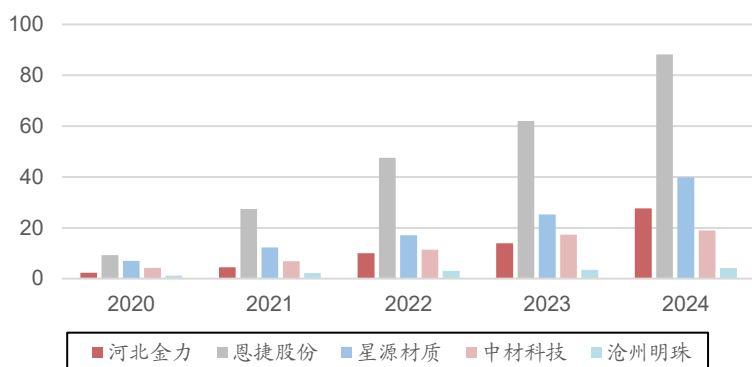
资料来源: 公司公告、招商证券, 其中恩捷股份采用膜类产品数据

图 2: 隔膜业务毛利率对比



资料来源: 公司官网、招商证券, 其中恩捷股份采用膜类产品数据

图 3: 隔膜业务出货量对比 (单位: 亿平)



资料来源: 公司公告、招商证券

2.2 客户结构优异

公司深度绑定下游头部电池厂商, 主要客户包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能等。2025 年上半年公司前五大客户营收占比 78.48%, 其中宁德时代及关联企业占比 38.52%, 是公司最大客户。

表 9: 主要客户销售情况 (合并口径)

客户名称 (单位: 万元)	2025 年 1-6 月	2024 年度	2023 年度
宁德时代及其关联企业	66,864.01	71,661.21	27,595.22
比亚迪股份有限公司及其关联企业	22,055.64	41,617.52	72,341.11
国轩高科股份有限公司及其关联企业	20,771.00	36,303.00	35,691.48
惠州亿纬锂能股份有限公司及其关联企业	15,810.73	30,028.02	24,734.08
瑞浦兰钧能源股份有限公司及其关联企业	10,718.18	20,699.53	5,335.98
合计	136,219.56	200,309.27	169,468.78
占主营业务收入比例	78.48%	76.73%	84.01%

资料来源: 公司公告、招商证券

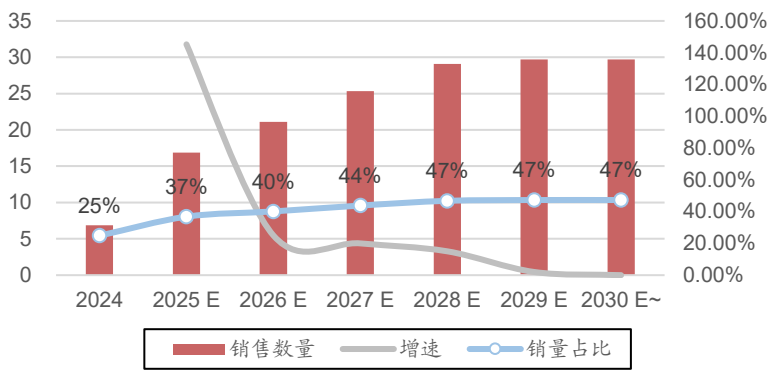
2.3 5 μm 超薄高强膜实现赶超

公司以客户需求为导向，积极开发新型隔膜，满足客户对强度、厚度要求的不断提升，**2023 年公司成功将 5 μm 超薄高强隔膜导入宁德时代产品体系，建立起深厚的客户和技术壁垒。**

2024 年，公司在“高穿刺强度 5 μm 湿法隔膜”国内出货量市占率高达 63%，位列第一。

公司湿法基膜以寄售模式为主，涂覆隔膜以非寄售模式为主，主要系公司的超薄高强基膜在产品迭代中占据先发优势，近年来出货占比提升。**2025 年上半年，公司超薄高强基膜销量为 7.69 亿平方米，占出货比例提升至 38.26%，已超过 2024 年全年销量 6.88 亿平方米，预计后续占比将持续提升。**

图 4：公司 5μm 超薄高强隔膜出货情况（单位：亿平）



资料来源：公司公告、招商证券

表 10：公司产品单价（元/平方米）

	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
超薄高强基膜	1.45	0.95	0.85
非超薄高强基膜	1.11	0.68	0.52
涂覆隔膜	1.55	0.99	0.95

资料来源：公司公告、招商证券

表 11：公司销售模式占比

产品类别	销售模式	2025 年 1-6 月		2024 年		2023 年	
		销售金额 (万元)	销售占比	销售金额 (万元)	销售占比	销售金额 (万元)	销售占比
湿法基膜	寄售模式	66,788.83	61.29%	71,351.53	49.24%	26,972.72	24.86%
	非寄售模式	10,744.12	16.63%	14,742.78	12.69%	8,561.87	9.18%
涂覆隔膜	寄售模式	42,188.81	38.71%	73,543.76	50.76%	81,507.50	75.14%
	非寄售模式	53,850.25	83.37%	101,408.05	87.31%	84,678.02	90.82%
合计	寄售模式	108,977.63	100.00%	144,895.30	100.00%	108,480.22	100.00%
	非寄售模式	64,594.37	100.00%	116,150.83	100.00%	93,239.90	100.00%

资料来源：公司公告、招商证券

2.4 收购有望发挥协同效应

佛塑科技很早就通过子公司切入锂电池隔膜领域，其控股的金辉高科是国内较早采用湿法工艺生产锂电池隔膜的厂家，2011年已有千万级产能，近十年来公司聚焦于传统薄膜业务优化及其他高端新材料尝试，锂电隔膜业务有所放缓。本次交易是佛塑科技作为广新集团新材料平台的重要布局，有力的加强了公司在隔膜领域布局。佛塑科技与金力股份同处高分子薄膜材料领域，协同效应明显：

- **技术协同：** 两家公司在高分子薄膜材料的生产流程方面存在相似性，同时佛塑科技在薄膜材料改性、精密成膜工艺上的积累，可与金力股份在超高分子量聚乙烯制膜、微孔制备等方面的核心技术结合，共同开发新材料并推动关键原料国产化。
- **业务及客户协同：** 佛塑科技可借助金力股份已进入的宁德时代、比亚迪等头部电池客户渠道，拓展自身在新能源车和储能市场的业务。
- **财务协同：** 金力股份可利用上市公司的平台优势和国资背景，拓宽融资渠道、降低因扩产导致的较高财务成本。
- **采购协同：** 设备方面，佛塑科技产线设备供应商德国布鲁克纳、日本制钢所等，金力股份主线设备供应商日本芝浦、日本市金、韩国 Master、合肥东昇等，均为头部薄膜生产设备供应商。本次交易完成后，上市公司与标的公司可以整合主要原材料（聚烯烃）及核心设备采购需求，增强对供应商的议价能力，降低采购成本。

三、湿法隔膜盈利将持续向好，关注 5 μ m 结构性迭代

3.1 行业触底反转，产能释放有限

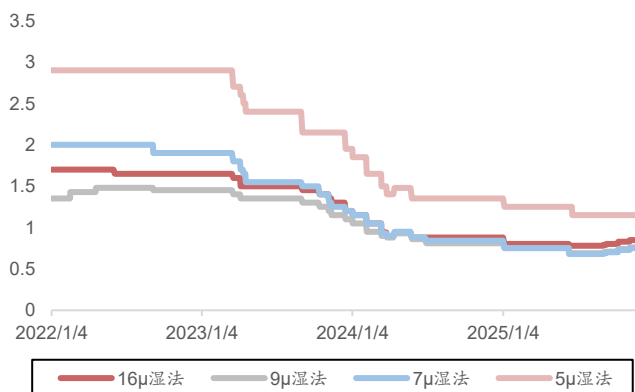
湿法隔膜价格整体进入上行通道。第三方价格显示已触底反转，其中 7、9 μ m 湿法隔膜 8 月以来涨价明显，5 μ m 隔膜由于前期溢价较多，近期有所收敛。2026 年预计行业实际产能释放有限，下游储能、车端快充电池需求旺盛，后续湿法隔膜价格或迎来进一步上涨。

企业资本开支下降。近十年来，隔膜行业经历了多个周期，最近一轮资本开支自 2023 年以来明显放缓，行业上市公司主要在建产能自 2021~2023 年公告启动，且主要集中于 2021 年及 2022 年，2024 年以来，行业上市公司无公告新建锂电池隔膜产能的计划。

头部公司盈利处于历史低位，行业扩产难。盈利方面，头部企业毛利率处于历史低位，2025Q2~Q3 恩捷、星源出现亏损。同时，各公司资产负债率处于高位水平，带息负债水平高，经营性现金流大幅缩减。隔膜是锂电产业链固定资产周转率最低环节，行业扩产难，扩产意愿低。2025 年 8 月，行业“反内卷”会议已达成不盲目扩产的共识，隔膜扩产周期接近一年半周期较长，预计后续行业产能释放有限。预计明年到后年上半年总体供需与主流企业盈利有望持续修复。

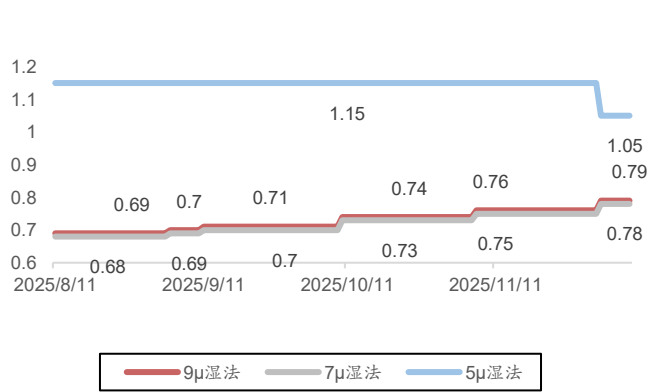
行业格局进一步集中，头部企业优势明显。2025H1 隔膜行业 CR4 超 70%，较 2024 年进一步提升。头部企业在客户、规模、技术、成本等方面都拥有较强的优势，在这一轮行业周期里保证了自己的份额，并且进一步绑定了海外大客户，签下了多个战略订单，未来产品销量有保障。

图 5：2022 以来湿法基膜价格（元/平）



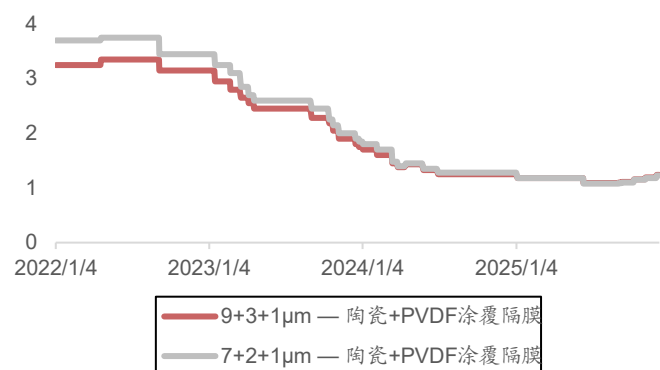
资料来源：鑫椏锂电、招商证券

图 6：近期湿法基膜价格（元/平）



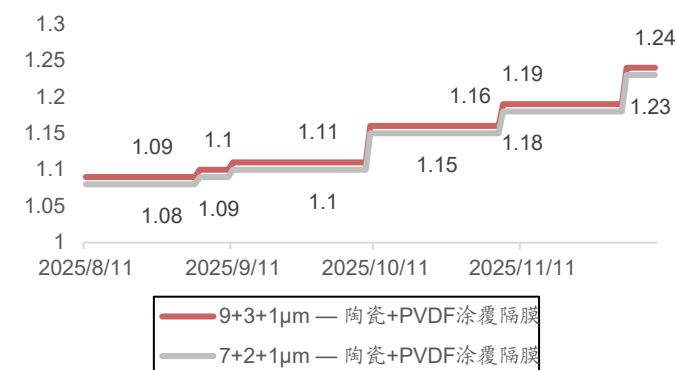
资料来源：鑫椏锂电、招商证券

图 7: 2022 以来涂覆膜价格 (元/平)



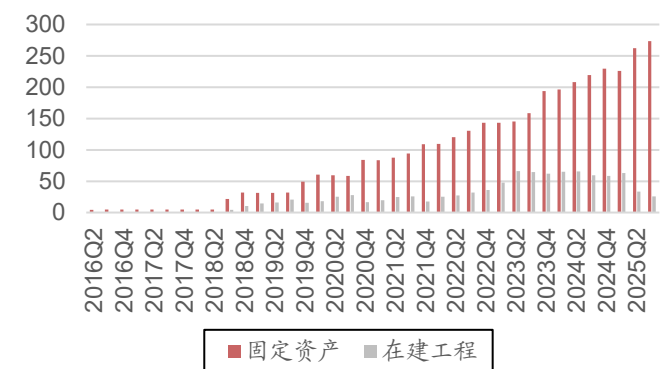
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 8: 近期涂覆膜价格 (元/平)



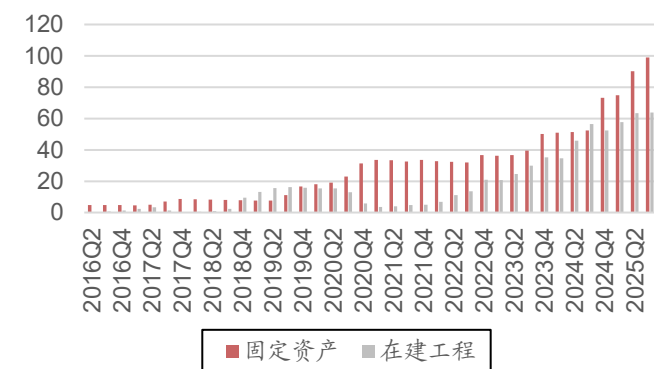
资料来源: 鑫椋锂电、招商证券

图 9: 恩捷股份近 10 年固定资产与在建工程情况 (单位: 亿元)



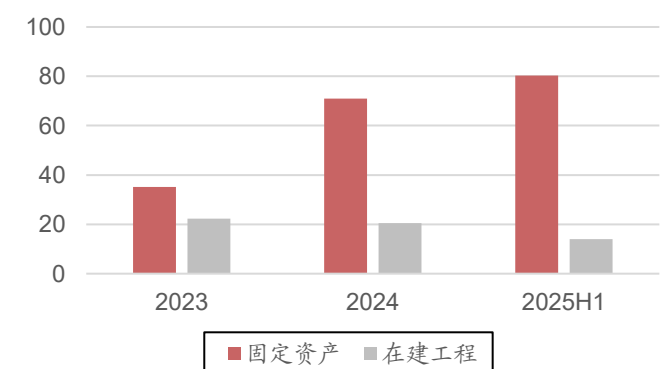
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 星源材质近 10 年固定资产与在建工程情况 (单位: 亿元)



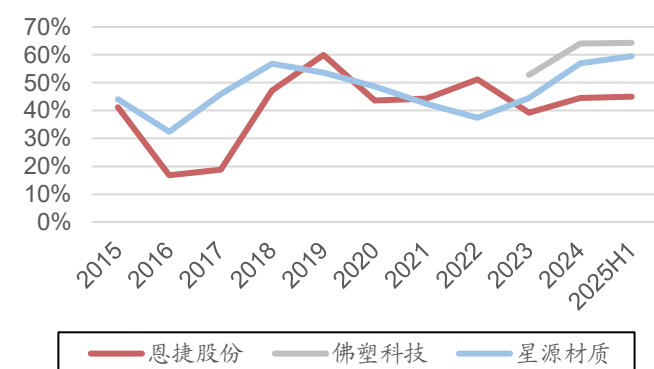
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 金力股份近 3 年固定资产与在建工程情况 (单位: 亿元)



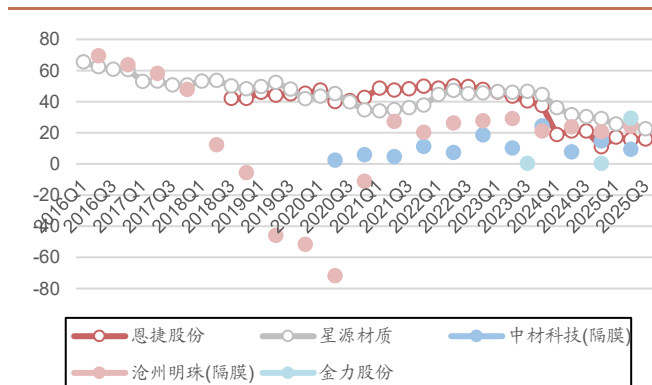
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 各公司资产负债率情况



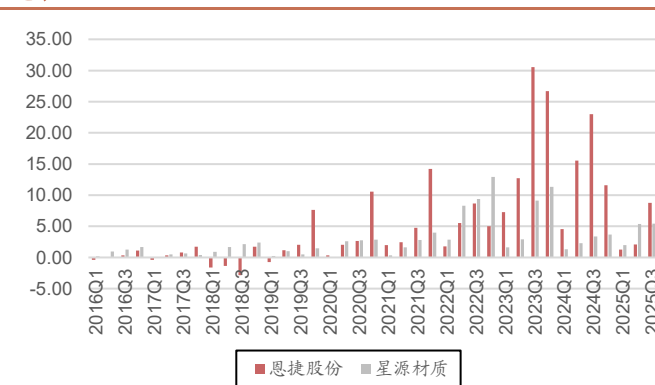
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 近 10 年隔膜企业毛利率情况 (单位: %)



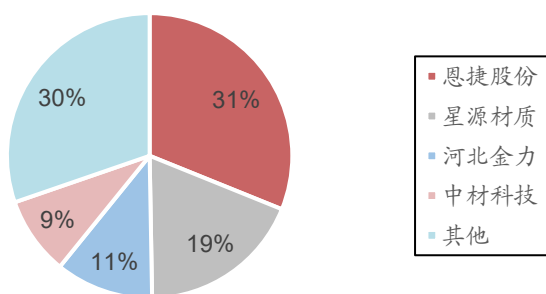
资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 近 10 年隔膜公司经营性净现金流 (单位: 亿元)



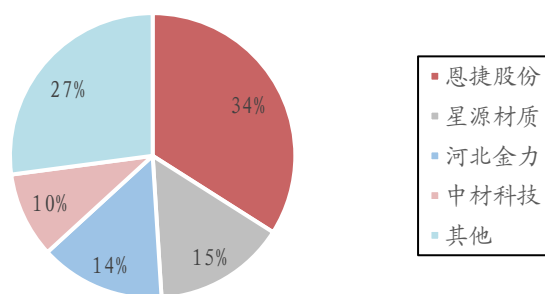
资料来源: 公司公告、招商证券

图 15: 2024 中国隔膜产量市场占比



资料来源: 鑫椏锂电、招商证券

图 16: 2025H1 中国隔膜产量市场占比



资料来源: 鑫椏锂电、招商证券

3.2 关注 5 μm 超薄高强隔膜应用

“薄强快”推动 5 μm 超薄高强隔膜应用。随着新能源车快充要求不断提升，储能电芯容量扩大对体积能量密度要求的提升，隔膜也在不断追求“薄强快”。同时在同等厚度下，隔膜的强度和耐热性需不断提升，例如 5 μm 基膜的穿刺强度从最初的 < 3N 逐步升级至 5N，产品迭代至第二代。5 μm 超薄高强膜平替 7、9 μm 湿法基膜的趋势逐渐清晰。

上市公司也纷纷布局，恩捷股份 25 年 8 月发布 5 μm 超薄高强平台化产品针刺强度高达 560gf，相较 7 μm 隔膜，针刺强度提升 16.7%，厚度减少 28.5%（在针刺强度相同的情况下），同时隔膜内阻下降 20.9%。

根据 GGII 的报告，2024 年高穿刺强度 5 μm 湿法隔膜的出货量为 11 亿平方米，占比已超 5%，2025 年出货量有望突破 40 亿平方米，占比达 20%，约为 2024 年出货量的 4 倍，2030 年有望达 70%。

图 17：恩捷股份 5 μm 超薄高强隔膜



资料来源：恩捷股份产品发布会、招商证券

图 18：恩捷股份 5 μm 超薄高强隔膜发布会



资料来源：恩捷股份产发布会、招商证券

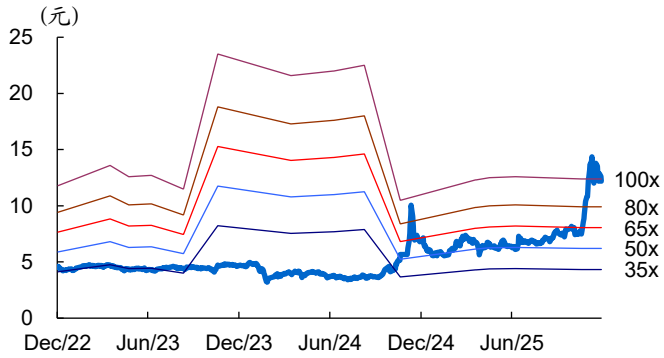
盈利预测

表 12：业绩预测

	百万元	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
双向拉伸 薄膜	营业收入	844	886	926	977
	YOY	25.22%	5.00%	4.50%	5.52%
	毛利率	22%	22%	24%	24%
渗析材料	营业收入	395	447	491	540
	YOY	23.82%	13.06%	10.00%	10.00%
	毛利率	15%	11%	15%	15%
编织阻隔 材料	营业收入	323	324	340	357
	YOY	1.57%	0.32%	5.00%	5.00%
	毛利率	23%	18%	18%	18%
光学薄膜	营业收入	217	263	302	317
	YOY	7.43%	21.16%	15.00%	5.00%
	毛利率	28%	27%	27%	27%
其他业务	营业收入	226	252	265	278
	YOY	0.44%	11.66%	5.00%	5.00%
	毛利率	35%	36%	36%	36%
其他主营 业务	营业收入	223	234	246	258
	YOY	-53.15%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22%	20%	20%	19%
合计	营业收入	2228	2406	2571	2729
	YOY	0.61%	8.00%	6.84%	6.14%
	毛利率	23%	21%	23%	23%

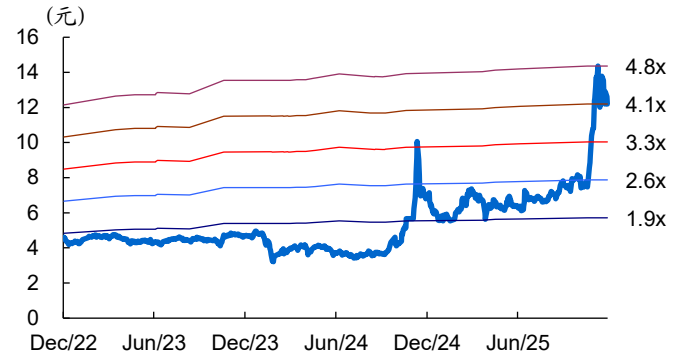
资料来源：公司公告，招商证券

图 19: 佛塑科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 20: 佛塑科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

- 1、行业价格波动风险: 若行业自律性协议实施不及预期, 或下游需求不及预期, 隔膜供需态势变化, 行业盈利水平可能不及预期。
- 2、业绩承诺与减值风险: 若产品价格恢复或出货不及预期, 标的资产存在无法完成业绩承诺的风险。
- 3、收购整合不及预期: 标的公司收购尚未完成, 若后续收购整合有变化, 进度可能不及预期。
- 4、行业竞争与技术变革风险: 若隔膜价格上涨较多, 新玩家进入或老玩家进一步扩产, 行业竞争可能加剧; 此外, 如果固态电池发展太快, 可能对隔膜行业需求带来不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2014	1951	1540	1592	1709
现金	834	733	228	212	254
交易性投资	210	160	160	160	160
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	260	284	307	328	348
其它应收款	28	15	16	17	19
存货	468	416	458	480	509
其他	214	343	372	396	420
非流动资产	2575	2846	3119	3366	3590
长期股权投资	736	761	761	761	761
固定资产	1199	1529	1823	2090	2331
无形资产商誉	225	216	194	175	157
其他	414	341	341	341	341
资产总计	4589	4796	4659	4958	5298
流动负债	754	857	597	696	827
短期借款	184	252	137	221	332
应付账款	258	251	277	290	308
预收账款	26	32	35	36	39
其他	286	322	148	149	149
长期负债	397	441	441	441	441
长期借款	297	256	256	256	256
其他	100	185	185	185	185
负债合计	1152	1298	1038	1137	1268
股本	967	967	967	967	967
资本公积金	394	394	394	394	394
留存收益	1455	1496	1587	1746	1913
少数股东权益	621	640	672	713	755
归属于母公司所有者权益	2817	2858	2949	3108	3275
负债及权益合计	4589	4796	4659	4958	5298

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	326	208	238	320	354
净利润	241	150	157	199	210
折旧摊销	121	125	169	196	220
财务费用	23	21	15	16	18
投资收益	5	(19)	(41)	(41)	(41)
营运资金变动	(62)	(72)	(68)	(55)	(56)
其它	(1)	3	6	5	5
投资活动现金流	(156)	(318)	(405)	(405)	(405)
资本支出	(299)	(208)	(446)	(446)	(446)
其他投资	143	(110)	41	41	41
筹资活动现金流	(308)	(2)	(338)	68	92
借款变动	(222)	(9)	(290)	84	110
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(42)	(65)	(34)	0	0
其他	(44)	71	(15)	(16)	(18)
现金净增加额	(138)	(112)	(505)	(16)	42

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2215	2228	2406	2571	2729
营业成本	1705	1717	1893	1982	2102
营业税金及附加	26	26	27	30	31
营业费用	31	32	35	37	39
管理费用	160	186	180	193	205
研发费用	124	124	128	136	145
财务费用	13	13	15	16	18
资产减值损失	54	(5)	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	20	23	23	23	23
投资收益	(6)	18	18	18	18
营业利润	224	165	176	223	235
营业外收入	28	2	2	2	2
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	251	164	174	222	234
所得税	10	14	17	22	24
少数股东损益	27	31	32	41	43
归属于母公司净利润	214	120	125	159	167

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-16%	1%	8%	7%	6%
营业利润	23%	-26%	6%	27%	5%
归母净利润	57%	-44%	5%	27%	5%
获利能力					
毛利率	23.0%	22.9%	21.3%	22.9%	23.0%
净利率	9.7%	5.4%	5.2%	6.2%	6.1%
ROE	7.8%	4.2%	4.3%	5.2%	5.2%
ROIC	5.6%	4.0%	4.1%	5.1%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	25.1%	27.1%	22.3%	22.9%	23.9%
净负债比率	12.3%	14.2%	8.4%	9.6%	11.1%
流动比率	2.7	2.3	2.6	2.3	2.1
速动比率	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.5	3.9	4.3	4.2	4.3
应收账款周转率	8.4	8.2	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	7.6	6.7	7.2	7.0	7.0
每股资料(元)					
EPS	0.22	0.12	0.13	0.16	0.17
每股经营净现金	0.34	0.21	0.25	0.33	0.37
每股净资产	2.91	2.95	3.05	3.21	3.39
每股股利	0.07	0.04	0.00	0.00	0.07
估值比率					
PE	55.2	98.6	94.4	74.3	70.6
PB	4.2	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA					

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。