

佛塑科技 (000973)

收购金力进军湿法隔膜，高端产品放量未来可期

买入 (首次)

2026年03月04日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|--------|----------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 2,215 | 2,228 | 2,273 | 8,398 | 10,994 |
| 同比 (%) | (15.96) | 0.61 | 2.00 | 269.54 | 30.92 |
| 归母净利润 (百万元) | 213.97 | 119.64 | 124.50 | 1,501.80 | 2,504.76 |
| 同比 (%) | 56.86 | (44.08) | 4.07 | 1,106.22 | 66.78 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.09 | 0.05 | 0.05 | 0.61 | 1.02 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 155.56 | 278.20 | 267.34 | 22.16 | 13.29 |

投资要点

- 佛塑科技收购河北金力，布局湿法隔膜：**佛塑科技为高分子功能薄膜与复合材料细分产业的领军企业，2025年Q1-Q3公司实现总营收16.6亿元，同比+1.6%；归母净利润0.8亿元，同比+0.8%，主营业务稳定增长。2026年1月，公司以交易对价50.8亿收购河北金力布局锂电湿法隔膜领域，河北金力为国内湿法隔膜龙二，25年国内市占率18%，同增5pct，市占率快速提升，25H1金力实现总营收17.5亿元，净利润0.98亿元，同比扭亏为盈，单位盈利处于行业领先水平。
- 26年隔膜供需拐点已现，27年供需进一步紧张，价格弹性显著：**隔膜行业25年价格见底，湿法隔膜龙头公司均微利，行业扩产意愿明显减弱，随着25Q4起储能需求大超预期，行业产能利用率明显提升，当前头部厂商湿法产能已满产，26年供需拐点明确。我们测算26年隔膜行业产能利用率提升至80%，且隔膜为重资产投资，投资周期1-2年，当前价格下投资回报周期仍大于8年，行业内公司扩产意愿仍较弱，我们预计27年行业产能利用率进一步提升至88%，紧平衡状态加剧。湿法25年价格触底，头部厂商挺价意愿显著，25Q4部分客户涨价落地10-20%，对应0.1元/平+，目前部分客户已在谈二次涨价，有望进一步上涨10%+，行业大客户也有望涨价落地，26H2行业旺季价格有望进一步上涨，27年进一步紧张，仍有涨价可能性，隔膜行业价格弹性显著。
- 金力5μm产品行业领先，新产品放量+全系涨价盈利弹性显著：**隔膜行业主流厚度为7-9μm产品，随着电池能量密度要求提升对隔膜超薄化提出更高要求，5μm产品逐步起量。当前金力在超薄高强隔膜占据绝对主导地位，2024年金力高穿刺强度5μm湿法隔膜市占率高达63%，当前仅宁德时代等少数公司大规模应用5μm产品，且满足头部电池企业要求的仅有金力和蓝科途，金力为宁德时代5μm隔膜主供，我们预计25年金力出货47亿平，26年出货70亿平，其中5μm分别出货20/50亿平，连续翻倍以上增长。价格端，5μm基膜均价0.8元/平+，高于普通产品60%，技术溢价明显，单位盈利我们预计高于普通产品0.1-0.2元/平。盈利端，公司25H1单平净利0.05元/平，7-10月单位净利已提升至0.09元/平，环比明显提升，且已明显领先同行，产品优势明显，公司25年5μm出货占比达35-40%左右，26-27年持续提升至80%，考虑公司5μm产品放量+普通产品陆续涨价，我们预计公司26年单位净利逐步提升至0.2元/平，27年预计提升至0.25元/平，盈利弹性显著。
- 盈利预测与投资评级：**佛塑科技主业经营稳健，金力隔膜涨价与5μm基膜放量驱动，我们预计公司2025-2027年归母净利1.25/15.02/25.05亿元，同比+4.1%/+1106.2%/+66.8%，对应PE分别为267/22/13倍，给予26年30xPE，目标价18.3元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**5μm产品放量不及预期、涨价不及预期、行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 13.07 |
| 一年最低/最高价 | 5.12/16.11 |
| 市净率(倍) | 4.35 |
| 流通A股市值(百万元) | 12,644.22 |
| 总市值(百万元) | 32,129.15 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 3.01 |
| 资产负债率(% ,LF) | 29.58 |
| 总股本(百万股) | 2,458.24 |
| 流通A股(百万股) | 967.42 |

相关研究

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 佛塑科技：定位高分子功能薄膜与复合材料，收购河北金力发力锂电湿法隔膜 | 4 |
| 1.1. 公司：高分子功能薄膜与复合材料的领军企业 | 4 |
| 1.2. 佛塑科技收购河北金力 100% 股权，发力锂电湿法隔膜 | 6 |
| 1.3. 河北金力：专注锂电池湿法隔膜，行业回暖盈利能力大幅改善 | 6 |
| 2. 隔膜：2026 年湿法隔膜供需拐点，2027 年进一步紧张，价格弹性明显 | 7 |
| 2.1. 供需：头部厂商扩产意愿较弱，隔膜行业供需拐点已现 | 7 |
| 2.2. 价格：湿法隔膜一轮涨价落地，二轮涨价谈判中，26H2-27 年价格有望进一步上涨 | 9 |
| 2.3. 产品：隔膜进入技术迭代周期，5 μ m 产品开始起量 | 11 |
| 3. 河北金力：国内湿法隔膜龙二，5 μ m 产品享先发优势 | 14 |
| 3.1. 公司：湿法锂电池隔膜龙二，率先布局 5 μ m 新产品 | 14 |
| 3.2. 客户：深度绑定宁德时代，支撑 5 μ m 产品快速放量 | 17 |
| 3.3. 产能：26 年产能预计 72 亿平，先进产能占比高达 70% | 18 |
| 4. 佛塑科技：高分子新材料领军企业，收入利润稳定增长 | 20 |
| 5. 盈利预测与估值 | 22 |
| 5.1. 盈利预测 | 22 |
| 5.2. 估值与投资建议 | 24 |
| 6. 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 佛塑科技股权结构 (截至 2026 年 2 月 28 日) | 4 |
| 图 2: 河北金力主营业务收入及增速 | 6 |
| 图 3: 河北金力净利润及增速 | 6 |
| 图 4: 河北金力毛利率与销售净利率 | 7 |
| 图 5: 河北金力期间费用率 | 7 |
| 图 6: 隔膜行业上市公司在手无息现金 (亿元) | 8 |
| 图 7: 隔膜行业上市公司资本性支出 (亿元) | 8 |
| 图 8: 2020 年年中至今湿法隔膜价格 (元/平) | 10 |
| 图 9: 25 年年初至今湿法隔膜价格 (元/平) | 10 |
| 图 10: 5 μ m 隔膜市场规模 | 12 |
| 图 11: 2024 年湿法隔膜行业市占率 | 13 |
| 图 12: 2025 年湿法隔膜行业市占率 | 13 |
| 图 13: 河北金力分产品单价 (元/平) | 14 |
| 图 14: 5 μ m 隔膜享受溢价 (元/平) | 14 |
| 图 15: 河北金力发展历程 | 14 |
| 图 16: 河北金力分产品销量 (亿平方米) | 16 |
| 图 17: 河北金力分产品销量占比 | 16 |
| 图 18: 河北金力 5 μ m 出货量测算 | 17 |
| 图 19: 河北金力在建与拟建产能 | 18 |
| 图 20: 2023-2025H1 河北金力基膜主线产能及产能利用率 | 20 |
| 图 21: 佛塑科技营收及增速 | 21 |
| 图 22: 佛塑科技归母净利润及增速 | 21 |
| 图 23: 佛塑科技毛利率及销售净利率 | 21 |
| 图 24: 佛塑科技期间费用率 | 21 |
| 图 25: 佛塑科技收入按产品拆分 | 22 |
| 表 1: 佛塑科技管理层 | 5 |
| 表 2: 佛塑科技收购河北金力 100% 股份 | 6 |
| 表 3: 国内隔膜市场主流厂商供给 | 8 |
| 表 4: 隔膜行业供需测算 | 9 |
| 表 5: 主流隔膜厂商单平盈利 (单位: 亿平, 元/平) | 10 |
| 表 6: 5 μ m 隔膜市场规模测算 | 11 |
| 表 7: 同业公司超薄高强度隔膜项目进展 | 13 |
| 表 8: 河北金力收购前管理层简介 | 15 |
| 表 9: 河北金力客户销售收入 | 18 |
| 表 10: 河北金力产线及设备 (截至 2025H1 末) | 19 |
| 表 11: 佛塑科技主营产品 | 20 |
| 表 12: 佛塑科技盈利预测 | 23 |
| 表 13: 可比公司估值表 (截至 2026 年 2 月 27 日) | 24 |

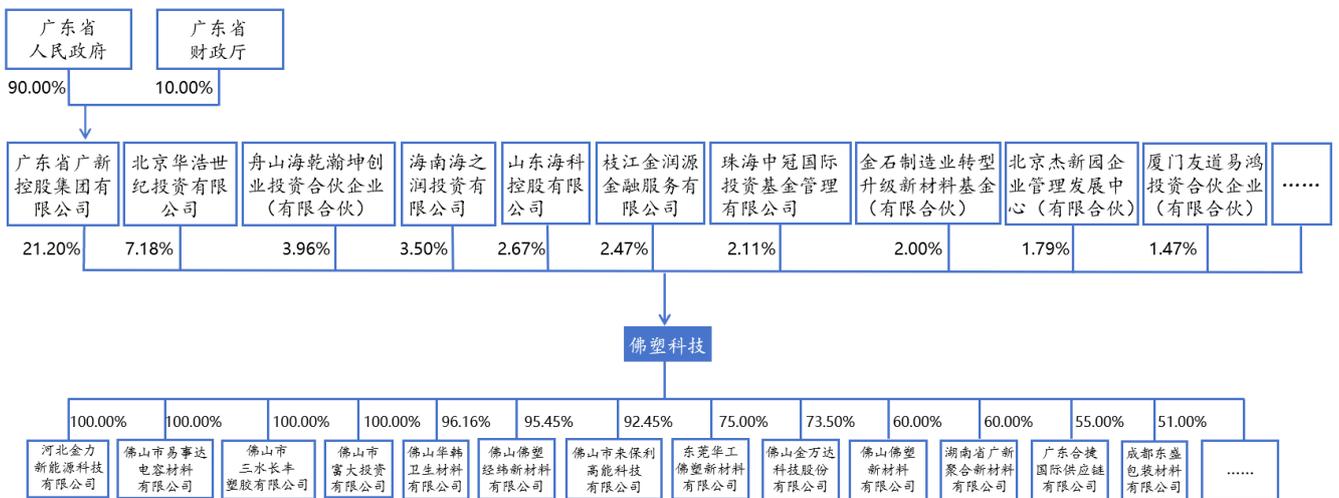
1. 佛塑科技：定位高分子功能薄膜与复合材料，收购河北金力发 力锂电湿法隔膜

1.1. 公司：高分子功能薄膜与复合材料的领军企业

佛塑科技主要从事各类先进高分子新材料的生产与销售。佛塑科技围绕新材料产业定位，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，已经形成以光学薄膜、双向拉伸薄膜、渗析防护材料和塑编阻隔材料为框架的产业布局，多种差异化产品包括偏光膜、粗化电工膜、超薄型电容膜、安全型电容器用金属化膜、透气膜、无孔防水透汽膜、复合塑料编织材料等在技术、质量、性能方面均具有先进性，是细分市场的领军企业。2025 年，公司计划收购河北金力 100% 股权，布局锂电池湿法隔膜；2026 年 1 月，河北金力已完成过户。

佛塑科技为广新集团旗下重要上市平台，实际控制人为广东省人民政府，股权结构稳定。截至 2026 年 2 月 28 日，公司控股股东为广东省广新控股集团有限公司，持股比例为 21.20%，控股股东控股权集中度较高，为广新集团旗下新材料领域重要上市平台，实际控制人为广东省人民政府，前十大股东股权占比合计 48.35%。

图1：佛塑科技股权结构（截至 2026 年 2 月 28 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司高管产业背景深厚，管理经验丰富。公司董事长兼董事唐强先生，兼任广东省广新控股集团有限公司党委委员、副总经理等职务；总裁兼董事马平三先生，兼任佛山麦拉鸿基薄膜有限公司董事、董事长等职务；公司副总裁、董事会秘书何水秀女士兼任广东省广新材智科技有限公司董事、董事长、法定代表人。公司高管管理经验丰富，从事膜材料行业多年，产业背景深厚。

表1: 佛塑科技管理层

| 姓名 | 职位 | 背景 |
|-----|-----------|--|
| 唐强 | 董事长、董事 | 硕士研究生，经济师，现任公司董事长、党委书记，广东省广新控股集团有限公司党委委员、副总经理；曾在深圳市能源集团有限公司工作，曾任广东省青年志愿者行动指导中心主任，共青团广东省委常委、办公室主任，广州广昊物业管理有限公司董事长，广东省土产进出口（集团）公司党委书记、董事长、总经理，广东广新盛特投资有限公司党总支书记、董事长（法定代表人），广东省广新控股集团有限公司总经理助理、综合办主任、董事会秘书。 |
| 马平三 | 总裁、董事 | 硕士研究生，现任佛山佛塑科技集团股份有限公司董事、党委副书记、总裁，兼任佛山麦拉鸿基薄膜有限公司董事、董事长、法定代表人，宁波麦拉鸿基薄膜有限公司董事、董事长、法定代表人，中国塑料加工工业协会副理事长；曾任康佳集团股份有限公司投资总监、分公司总经理，深圳市电母科技有限公司总经理，深圳前海华一资本管理有限公司管理合伙人，广新集团资本投资中心总监。 |
| 何水秀 | 副总裁、董事会秘书 | 工商管理硕士，经济师，现任公司党委委员、副总裁、董事会秘书，兼任广东省广新材智科技有限公司董事、董事长、法定代表人；曾任本公司证券事务代表、董事会秘书办公室副主任、主任、审计法务部副总经理、综合办公室主任、党委办主任，东方分公司负责人，东方包装膜分公司党总支书记，成都东盛包装材料有限公司董事长和法定代表人，佛山市合盈置业有限公司董事，佛山华韩卫生材料有限公司董事，广东省广新创新研究院有限公司董事，佛山纬达光电材料股份有限公司董事、董事长。 |
| 陈广艺 | 副总裁 | 计算机科学与技术专业本科学历，中级软件设计师，现任公司党委委员、副总裁，全资子公司佛山市富大投资有限公司党支部书记、董事、法定代表人、总经理，兼任佛山佛塑科技集团股份有限公司东方分公司负责人；曾任佛山佛塑科技集团股份有限公司团委副书记、综合办公室信息中心信息经理、综合办公室副主任、综合办公室主任。 |
| 向奕帆 | 副总裁 | 本科学历，历任广东省广告集团股份有限公司事业部策划副总监、总经理助理、总经理，省广集团副总经理。 |
| 张镜和 | 财务总监 | 大学本科，高级会计师，现任公司财务总监，兼任佛山市金辉高科光电材料股份有限公司董事、佛山市会计学会副会长；曾任本公司财务会计部财务经理、总经理助理、副总经理，财务资金中心总经理，外派财务经理、副总经理，经纬分公司副总经理，佛山市亿达胶粘制品有限公司、佛山纬业塑胶制品有限公司、东莞华工佛塑新材料有限公司、广东合捷国际供应链有限公司、佛山市合盈置业有限公司、佛山金智节能膜有限公司、佛山纬达光电材料股份有限公司、广东合捷国际供应链有限公司董事，佛山市来保利高能科技有限公司、佛山金智节能膜有限公司监事。 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 佛塑科技收购河北金力 100% 股权，发力锂电湿法隔膜

河北金力专注于锂电池湿法隔膜研发、生产和销售。金力主要产品为湿法基膜、涂覆隔膜，已与宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、瑞浦兰钧等国内知名锂电池厂商建立了稳定的业务合作关系，并向 LG 化学等海外新能源电池厂商供货。

佛塑科技收购河北金力 100% 股权，2026 年 1 月 22 日已完成资产过户。此次收购以发行股份及支付现金相结合的方式支付交易对价 50.8 亿元，其中，股份对价 46.8 亿元，现金对价 4.0 亿元。佛塑科技总股本 9.67 亿股，本次交易拟向交易对方发行股份购买资产新增股份 12.28 亿股，募集配套融资新增股份不超过 2.6 亿股，交易后总股本 24.58 亿股。

表2: 佛塑科技收购河北金力 100% 股份

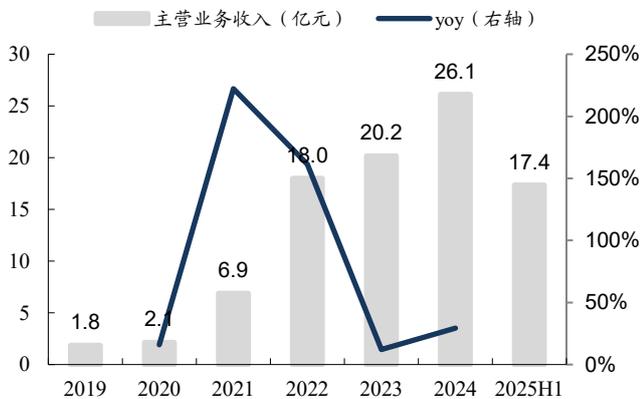
| 标的 | 金力股份100%股份 |
|-----------|---------------------------------|
| 增值率 | 20.78% (母公司口径) 12.68% (合并口径) |
| 现金对价 (亿元) | 4.0 |
| 股份对价 (亿元) | 46.8 |
| 总对价 (亿元) | 50.8 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 河北金力：专注锂电池湿法隔膜，行业回暖盈利能力大幅改善

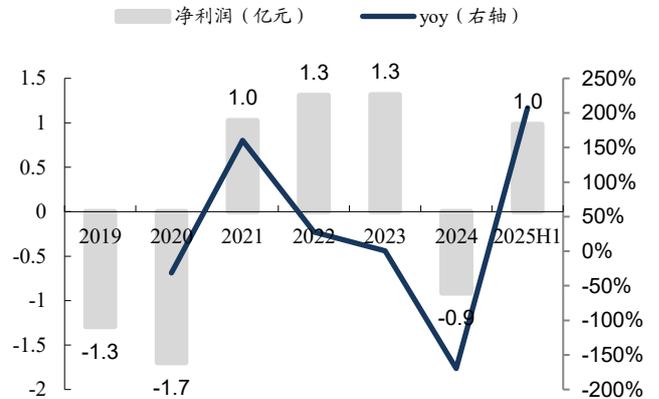
河北金力营收快速增长，2025H1 净利润扭亏为盈。2020-2024 年河北金力总营收快速增长，由 2.1 亿元增长至 26.4 亿元，复合增速 88%，其中 24 年公司营收 26.4 亿元，同比+29.9%，净亏损 0.9 亿元。2025H1，隔膜行业供需情况改善，金力实现总营收 17.5 亿元，公司净利润 0.98 亿元，实现扭亏为盈。

图2: 河北金力主营业务收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

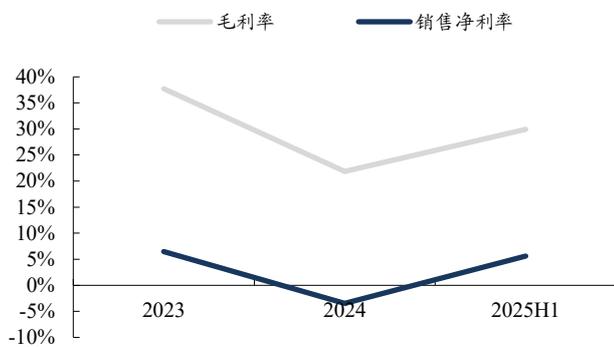
图3: 河北金力净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

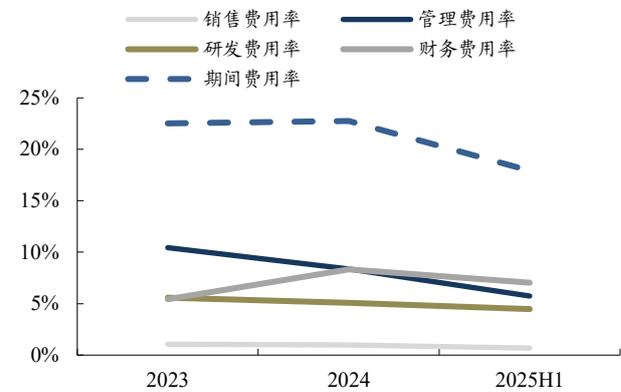
2025 年隔膜行业回暖，公司盈利水平回升。2023-2025H1，河北金力分别实现毛利率 37.72%/21.85%/29.91%，其中 2024 年毛利率同比下降 15.87pct，主要系受隔膜市场供需关系影响，行业竞争加剧，公司隔膜产品销售单价由 2023 年 1.45 元/平方米下滑至 0.94 元/平方米；2025H1，随着市场逐步回暖，以及金力毛利率较高的超薄高强隔膜销量占比提升，规模化效应进一步显现，同时叠加单位原材料成本下降等因素影响，毛利率较 2024 年增长 8.07pct。2023-2025H1，河北金力分别实现期间费用率 22.51%/22.75%/17.92%，其中，2025H1 期间费用率较 2024 年下降 4.83pct，规模效应与降本增效显现，2025H1 实现销售净利率 5.60%，较 2024 年扭亏为盈。

图4：河北金力毛利率与销售净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：河北金力期间费用率



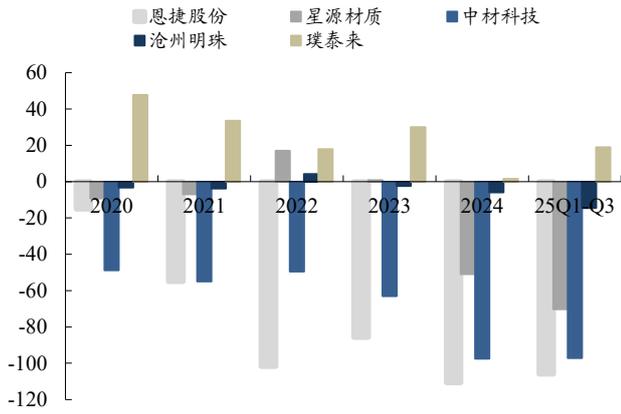
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 隔膜：2026 年湿法隔膜供需拐点，2027 年进一步紧张，价格弹性明显

2.1. 供需：头部厂商扩产意愿较弱，隔膜行业供需拐点已现

隔膜公司扩产具有耗时较长、重资产的特点。当前头部企业现金压力大，扩产意愿弱。从设备下单、厂房改造到稳定良率与客户认证，通常需要 1-1.5 年，且产线（尤其湿法/涂覆）重资产、现金回收周期长，1 亿平资本开支 1.5 亿左右。2024-2025 年头部隔膜企业在手现金多数为负值，现金压力较大，因此行业资本开支 2024-2025 年明显回落，头部公司扩产意愿明显减弱。

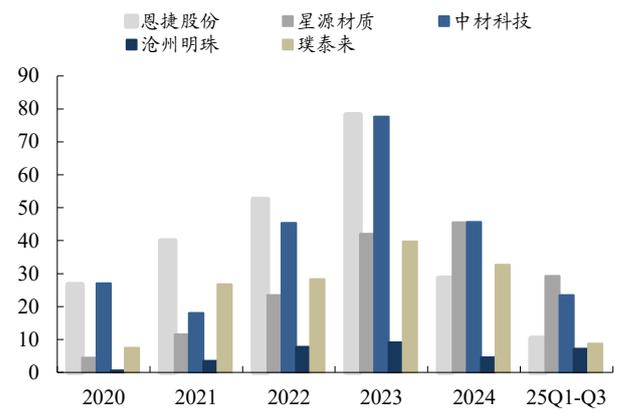
图6: 隔膜行业上市公司在手无息现金 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 在手现金计算方法为: 货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产-长期借款-应付债券-短期借款

图7: 隔膜行业上市公司资本性支出 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

行业扩产谨慎, 26年新增产能主要来自投产项目爬坡+海外项目投产。恩捷、星源当前湿法产能满产满销, 26年新增产能主要来自25年投产基地爬坡+海外产能投产, 龙三中材2025年60亿平无扩产计划, 其余二三线厂商扩产速度明显放缓。

表3: 国内隔膜市场主流厂商供给

| 企业名称 | 技术路线 | 2022有效产能 (基膜成品) (亿平) | 2023有效产能 (基膜成品) (亿平) | 2024有效产能 (基膜成品) (亿平) | 2025有效产能 (基膜成品) (亿平) | 2026E有效产能 (基膜成品) (亿平) |
|-------|------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| 上海恩捷 | 合计 | 55.8 | 72.3 | 86.8 | 124.8 | 135.8 |
| 星源材质 | 合计 | 16.9 | 27.8 | 40.8 | 50.8 | 64.8 |
| 中材科技 | 合计 | 14.8 | 20.8 | 44.8 | 60 | 60 |
| 沧州明珠 | 合计 | 2.8 | 3.3 | 4.9 | 9.9 | 12.4 |
| 璞泰来 | 合计 | 1.2 | 3 | 10 | 20 | 40 |
| 比亚迪 | 湿法 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 北大先行 | 湿法 | 1 | 4 | 12 | 12 | 12 |
| 天津东皋 | 湿法 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 鸿图隔膜 | 湿法 | 2.5 | 2.5 | 3.5 | 5.5 | 6.5 |
| 中科科技 | 合计 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 金辉高科 | 湿法 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 河南义腾 | 合计 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| 恒力石化 | 湿法 | | | 4.4 | 10 | 19 |
| 河北金力 | 湿法 | 14.7 | 19.8 | 35.7 | 58.9 | 72.0 |
| 东航光科 | 干法 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 中兴新材 | 干法 | 10.7 | 20 | 25 | 30 | 30 |
| 南通天丰 | 干法 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 美联新材 | 湿法 | | 1 | 3.5 | 3.5 | 3.5 |
| 中科华联 | 湿法 | 1.5 | 3 | 8 | 25 | 32 |
| 厚生新能源 | 湿法 | 5 | 10 | 20 | 20 | 20 |
| 博盛新材 | 干法 | | 6 | 9.4 | 12.4 | 15.4 |
| 盈博莱 | 干法 | 1.2 | 1.2 | 7 | 10 | 10 |
| 长阳科技 | 干法 | | 4 | 8 | 9.6 | 9.6 |
| 武汉惠强 | 干法 | 6 | 10 | 15 | 20 | 23 |
| 其他产能 | | 2 | 5 | 8 | 12 | 12 |
| 产能合计 | 干法 | 31.5 | 63.8 | 93 | 118.6 | 129.6 |
| | 湿法 | 110.1 | 152.0 | 227.2 | 320.0 | 370.2 |
| | 合计 | 141.6 | 215.8 | 320.2 | 438.6 | 499.8 |

数据来源: 鑫椏锂电, 东吴证券研究所测算

隔膜行业 26 年我们预计实现供需拐点，27 年产能利用率进一步提升。我们测算产能利用率预计从 2025 年的 68% 提升至 2026 年的 79%。当前头部厂商恩捷、星源等湿法产能已满产，中材产能利用率提升至 80%+，后续暂无新增产能投产计划，26 年供需拐点明确，当前价格下投资回报周期仍大于 8 年，行业内公司扩产意愿仍较弱，我们预计 27 年行业产能利用率进一步提升至 88%，紧平衡状态加剧。

表4：隔膜行业供需测算

| 隔膜 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全行业有效供给（亿平） | 78.8 | 110.9 | 188.7 | 282.3 | 411.8 | 579.8 | 660.4 |
| -同比 | | 41% | 70% | 50% | 46% | 41% | 14% |
| 需求（亿平） | 57.8 | 103 | 160.1 | 209.8 | 276.1 | 397.1 | 518.5 |
| -同比 | | 78% | 55% | 31% | 32% | 44% | 31% |
| 产能利用率 | 73% | 93% | 85% | 74% | 67% | 68% | 79% |

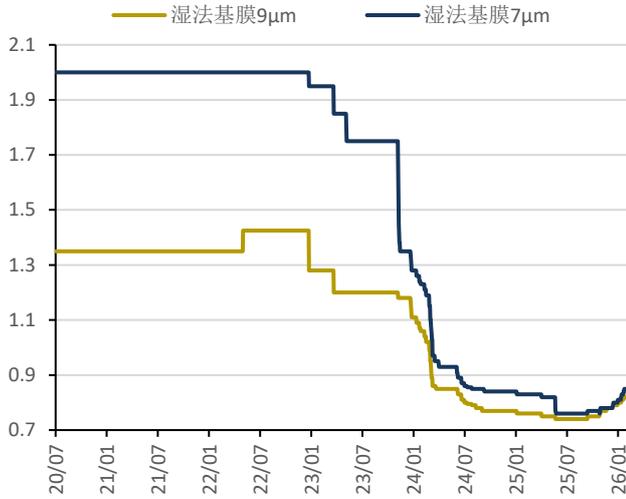
数据来源：鑫椏锂电，东吴证券研究所测算

2.2. 价格：湿法隔膜一轮涨价落地，二轮涨价谈判中，26H2-27 年价格有望进一步上涨

湿法 25 年价格触底，25Q4 起价格逐步修复，26H1 有望二次涨价。25 年 Q1 湿法价格小幅下跌，龙头公司均微利，其余厂商亏损，我们预计 25 年价格已到底部，头部厂商挺价意愿显著，25Q4-26 年 1 月，大部分客户涨价落地 10-20%，对应 0.1 元/平+，目前部分客户已在谈二次涨价，有望进一步上涨 10%+。

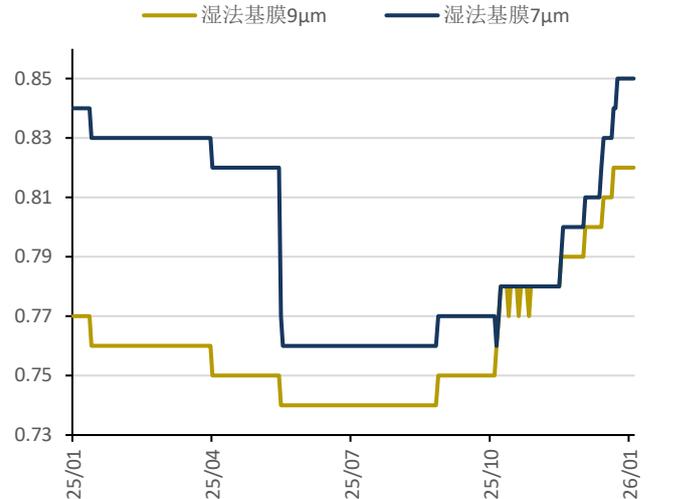
干法 25Q1、Q3 价格两次上行，行业内盈利修复。干法隔膜历经 2024 年的全面亏损，叠加成本上升，25Q1 厂商报价普遍上涨，上涨幅度平均在 10%-20%，个别最高涨幅超过 20%，25Q3 价格进一步上行 10%，对应行业内龙头厂商单位净利提升 0.05-0.1 元/平。

图8: 2020年年中至今湿法隔膜价格(元/平)



数据来源: SMM, 东吴证券研究所

图9: 25年年初至今湿法隔膜价格(元/平)



数据来源: SMM, 东吴证券研究所

2025年隔膜行业盈利见底, 25Q4起受益于涨价已逐步修复, 26-27年我们预计盈利弹性明显。我们测算25年Q3恩捷单平净利0.04元, 星源盈亏平衡, 金力受益于高端产品赚取技术溢价, 7-10月单位盈利0.09元, 其余厂商预计均亏损, 行业盈利见底。25Q4起行业受益于涨价, 恩捷股份披露业绩预告, 我们预计Q4单位净利恢复至接近0.1元, 弹性明显。考虑河北金力5μm产品放量+普通产品陆续涨价, 我们预计其26年单位净利逐步提升至0.2元/平, 27年预计提升至0.25元/平, 盈利弹性显著。

表5: 主流隔膜厂商单平盈利(单位: 亿平, 元/平)

| 代表公司 | 单位 | 2022A | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 |
|------|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|--------|--------|
| 恩捷股份 | 出货 | 46.5 | 10 | 12 | 15 | 12.5 | 12.2 | 15.3 | 20 | 20.5 | 21 | 25.2 | 32 |
| | 单价 | 2.33 | 2.9 | 2.83 | 2.66 | 2.67 | 2.16 | 1.82 | 1.52 | 1.48 | 1.47 | 1.36 | 1.33 |
| | 单位净利 | 0.84 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.13 | 0.09 | 0.08 | -0.25 | 0.01 | 0.04 | 0.04 |
| 星源材质 | 出货 | 17 | 4.2 | 6 | 7.8 | 7.3 | 6.4 | 10 | 11.5 | 12.6 | 11 | 11.5 | 12 |
| | 单价 | 1.9 | 1.79 | 1.3 | 1.24 | 1.25 | 1.27 | 1.06 | 0.94 | 0.88 | 0.91 | 0.99 | 1 |
| | 单位净利 | 0.45 | 0.4 | 0.33 | 0.33 | 0.05 | 0.15 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.03 | 0.01 | -0.02 |
| 标的公司 | 单位 | 2022A | 2023 | | | 2024 | | | 25年1-6月 | | 25年7-10月 | | |
| 金力股份 | 出货 | 9.98 | 13.93 | | | 27.7 | | | 20.11 | | 17.39 | | |
| | 单价 | 1.8 | 1.45 | | | 0.94 | | | 0.86 | | 0.87 | | |
| | 单位净利 | 0.13 | 0.09 | | | -0.03 | | | 0.05 | | 0.09 | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

2.3. 产品：隔膜进入技术迭代周期，5 μ m 产品开始起量

5 μ m 隔膜可提升电池能量密度及快充性能，已逐步起量。目前行业主流锂电池基膜产品为 7 μ m 及 9 μ m 规格，已有头部锂电池厂商开始逐步采购 5 μ m 基膜进行产品升级迭代。5 μ m 隔膜相较中厚规格隔膜，5 μ m 产品可有效降低内阻、提升电池能量密度与快充性能，5 μ m 隔膜能够在提升电池 5%-10% 能量密度的同时不牺牲电池的安全性。宁德时代主导隔膜从 7 μ m 向 5 μ m 迭代，其他头部电池厂也在跟进，已成为头部电池厂优先导入的隔膜方案。

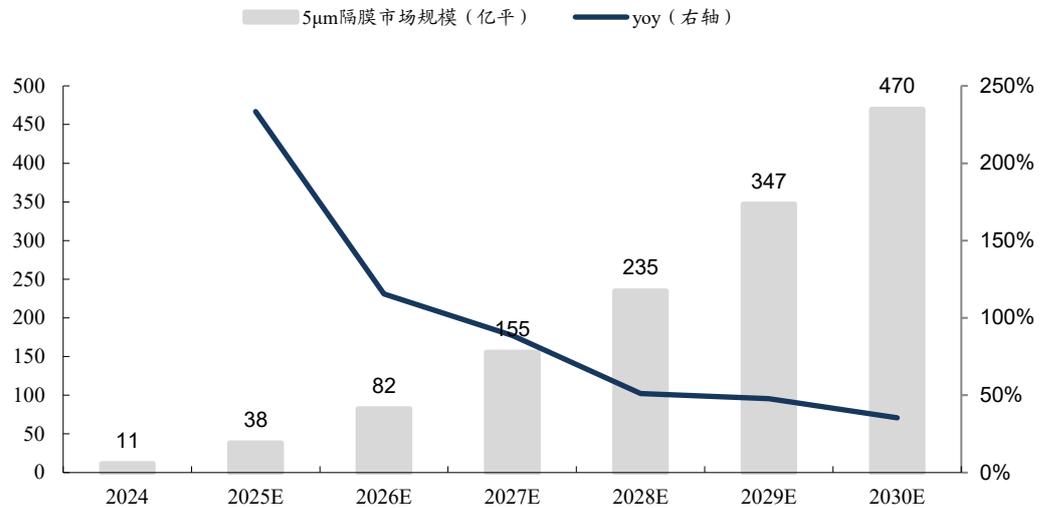
从生产端看，高穿刺强度 5 μ m 湿法隔膜具备显著技术壁垒：①超薄化显著放大制程稳定性难度，隔膜在拉伸、热处理过程中更易因张力与温控波动产生破膜，导致成膜良率大幅下降，对铸片精度、拉伸比例控制及设备张力反馈、辊系平整度等核心参数提出极高要求；②隔膜薄化天然削弱单位面积材料强度，在 5 μ m 及以下规格下仍需满足动力电池 $\geq 500\text{gf}$ 的高穿刺强度标准，对材料配方、分子链取向等提出系统性技术突破；③强度提升往往伴随热收缩率上升，高温（85 $^{\circ}\text{C}$ ）条件下需将热收缩率控制在 10% 以内，对拉伸工艺与热定型窗口的协同控制难度极高；④超薄高强隔膜通常依赖超高分子量聚乙烯材料（分子量 ≥ 150 万），其高熔体粘度显著抬升挤出、拉伸加工难度，对设备结构设计、温控精度及熔体输送稳定性提出特殊要求，普通产线难以适配。

我们预计 5 μ m 隔膜市场 26 年需求 82 亿平，同比翻倍以上增长。根据 GGII，2024 年高穿刺强度 5 μ m 湿法隔膜行业出货量为 11 亿平，考虑 5 μ m 隔膜 25 年在宁德时代渗透率快速提升，我们预计 2025 年出货量有望达 38 亿平，预计 26 年出货量 82 亿平，同比连续翻倍以上增长，预计至 2030 年行业出货量将达到 470 亿平。

表6：5 μ m 隔膜市场规模测算

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 宁德时代 | | | | | | | |
| 电池产量 (gwh) | 516 | 730 | 1000 | 1250 | 1500 | 1800 | 2160 |
| 隔膜需求 (亿平) | 93 | 131 | 180 | 225 | 270 | 324 | 389 |
| 5 μ m 渗透率 | 8% | 25% | 40% | 60% | 70% | 75% | 75% |
| 5 μ m 隔膜需求 (亿平) | 7 | 33 | 72 | 135 | 189 | 243 | 292 |
| 其他电池厂 | | | | | | | |
| 电池产量 (gwh) | 882 | 1309 | 1714 | 2074 | 2385 | 2732 | 3123 |
| 隔膜需求 (亿平) | 183 | 268 | 345 | 408 | 457 | 519 | 593 |
| 5 μ m 渗透率 | 2% | 2% | 3% | 5% | 10% | 20% | 30% |
| 5 μ m 隔膜需求 (亿平) | 4 | 5 | 10 | 20 | 46 | 104 | 178 |
| 电池需求合计 (gwh) | 1398 | 2039 | 2714 | 3324 | 3885 | 4532 | 5283 |
| 隔膜需求合计 (亿平) | 276 | 399 | 525 | 633 | 727 | 843 | 982 |
| 5μm 渗透率 | 4% | 10% | 16% | 25% | 32% | 41% | 48% |
| 5μm 市场规模 (亿平) | 11 | 38 | 82 | 155 | 235 | 347 | 470 |

数据来源：GGII，东吴证券研究所测算

图10: 5 μ m 隔膜市场规模

数据来源: GGII, 东吴证券研究所测算

5 μ 隔膜当前仅宁德大规模使用，合格供应商仅有金力与蓝科途，市场壁垒深厚。目前具备高穿刺强度 5 μ m 湿法隔膜应用能力企业仅宁德时代等少数企业，当前能够大批量生产满足高穿刺强度的 5 μ m 湿法隔膜、且满足头部电池企业要求的仅有河北金力和蓝科途，这两家为宁德时代 5 μ m 湿法隔膜主要供应商，考虑金力为宁德时代 5 μ 隔膜主供，且 4 μ 、3 μ 等新产品持续对接中，且进展领先，我们预计在宁德时代中可维持领先地位。

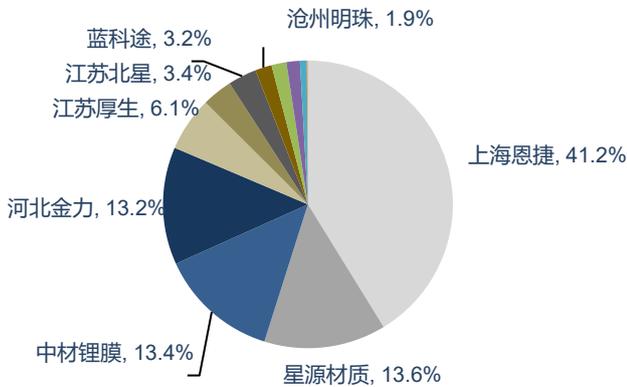
金力受益于 5 μ 放量，湿法隔膜市占率快速提升至 18%，成为行业龙二。得益于 5 μ m 产品持续放量，金力市占率迅速提升，隔膜市占率由 24 年的 13%提升至 25 年的 18%，排名第二，其中 24 年高穿刺强度 5 μ m 湿法隔膜产品市占率 60%+ 排名第一。

表7: 同行业公司超薄高强度隔膜项目进展

| 公司名称 | 项目名称 | 项目进展 | 拟达到目标 | 产量/产能 |
|------|-------------------------------|----------------------------|---|--|
| 河北金力 | 5 μm湿法隔膜 | 24年市占率63%第一 | 5 μm产品进一步放量 | 24年5μm出货7亿平, 25H1出货7.7亿平, 26年5μm产能我们预计达到50亿平 |
| 恩捷股份 | 收购蓝科途(25年有效产能10亿平), 5μm超薄隔膜开发 | 通过客户认证 | 实现量产出货 | 5μm超薄高强膜单月出货4000万平, 后续将集中于5μm高端基膜生产 |
| 星源材质 | 高强度超薄湿法隔膜开发 | 量产、客户导入 | — | |
| 中材科技 | 超薄超高强度 5 μm基膜 | 实现量产 | — | |
| | 动力用超薄4微米锂离子动力电池隔膜开发 | 完成上线中试, 达成技术指标要求, 并向客户提供样品 | 开发出 4 微米隔膜产品, MD 拉伸强度 4500 Kg/cm ² , TD 拉伸强度 4000 Kg/cm ² , 针刺强度 360 gf | |
| 沧州明珠 | 超薄低透气高强度隔膜工艺研究 | 已结项 | 1、降低透气, 提高孔隙率; 2、选用分子量布相对较窄的超高分子量 PE; 3、工艺条件改变, 增加油料比、提高拉伸; 4、产品指标达后与客户沟通进行送样测试, 通过客户验证并批量导入 | |

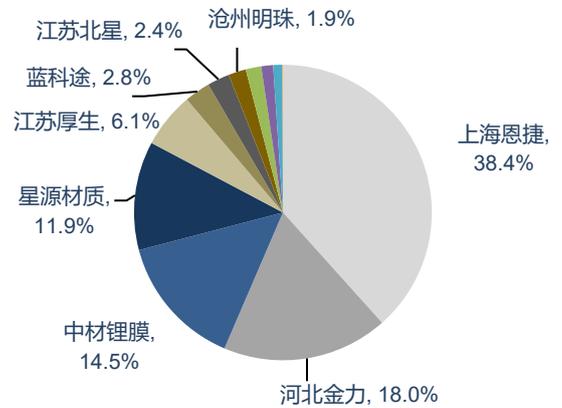
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 2024年湿法隔膜行业市占率



数据来源: 鑫椏锂电, 东吴证券研究所

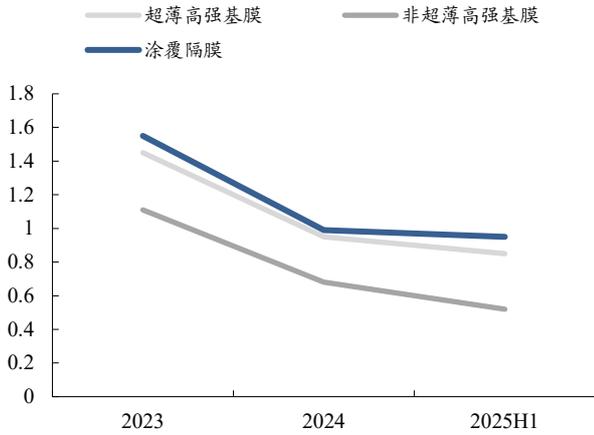
图12: 2025年湿法隔膜行业市占率



数据来源: 鑫椏锂电, 东吴证券研究所

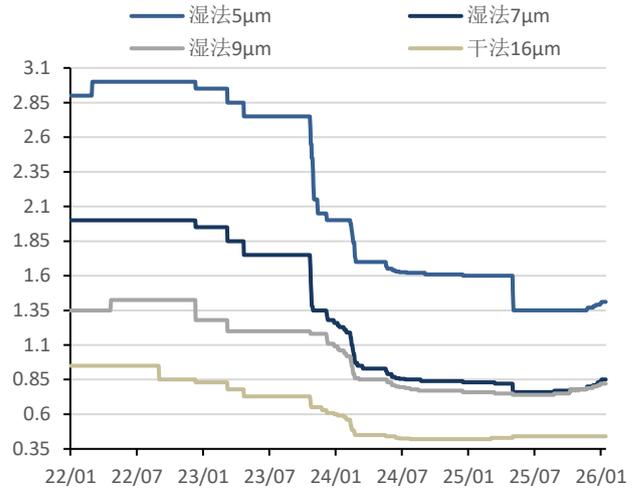
5 μm 隔膜享受价格溢价, 较普通基膜价格高 60%+。以金力基膜售价来看, 5 μm 价格 25H1 为 0.85 元/平, 7 μm 普通基膜价格为 0.52 元/平, 高于普通基膜 0.3 元/平+, 单位盈利我们预计高于普通产品 0.1-0.2 元/平, 且 26 年 5 μm 二代产品有望放量, 单价我们预计达 1 元/平+, 新产品享受技术溢价。

图13: 河北金力分产品单价 (元/平)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 5 μ m 隔膜享受溢价 (元/平)



数据来源: SMM, 东吴证券研究所

3. 河北金力: 国内湿法隔膜龙二, 5 μ m 产品享先发优势

3.1. 公司: 湿法锂电池隔膜龙二, 率先布局 5 μ m 新产品

河北金力成立于 2010 年, 通过湿法隔膜技术突破实现快速起步。2012 年公司首条湿法隔膜产线投产并推出超高分子量聚乙烯隔膜产品, 2013 年实现 6 μ m 超薄基膜及涂覆隔膜量产, 奠定技术基础。随后公司进入规模化发展阶段, 2015 年在新三板挂牌并借助资本市场加速扩张, 2017 年在河北新建多条宽幅高速产线并完成技术升级, 产能快速提升。2021-2022 年公司通过并购与股权整合完善产业布局, 陆续整合安徽、天津、湖北等地资产并实现多基地布局, 推动公司由单一生产基地向全国化锂电隔膜企业转型。

图15: 河北金力发展历程



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司管理层产业背景扎实、管理经验丰富。公司董事长袁海朝先生长期从事企业经营管理；总经理徐锋先生为硕士研究生学历，深耕锂电隔膜领域多年，历任公司隔膜事业部部长、总工程师、研究院院长等职务，具备深厚的技术与产业经验。整体来看，公司管理团队在产业运营、技术研发及财务管理等方面经验丰富，为公司长期发展提供了有力保障。

表8：河北金力收购前管理层简介

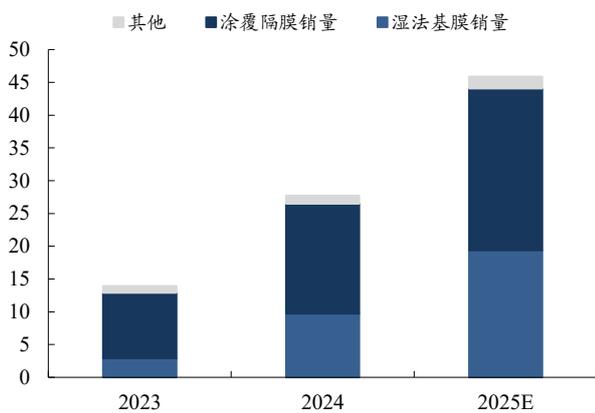
| 姓名 | 职位 | 背景 |
|-----|------------|--|
| 袁海朝 | 董事长, 董事 | 本科学历，河北金力新能源科技股份有限公司董事长。曾任河北省武安自强矿粉厂厂长、河北天海实业有限公司董事长、武安市金牛物资经贸有限公司执行董事兼经理、河北天海源工贸集团有限公司执行董事兼经理、任邯郸市王府花园酒店有限公司执行董事兼经理、武安市金海源房地产开发有限公司执行董事兼经理；任北京华浩世纪投资有限公司执行董事兼经理；曾任广东鸣远贸易有限公司执行董事、广东光大金控产业投资有限公司董事、武安市农村信用联社股份有限公司董事；任香港华浩控股有限公司董事；曾任河北九龙山旅游开发有限公司执行董事兼经理、金力有限执行董事；今担任河北金力新能源科技股份有限公司董事长。 |
| 马文献 | 监事会主席、职工监事 | 本科学历，公司监事会主席。曾任瀚宇博德科技（江阴）有限公司助理工程师、邯郸市德力达建材有限公司技术员，历任兼任河北金力新能源科技股份有限公司工艺主管、工艺部长、研究院副院长、监事，今任河北金力新能源科技股份有限公司研究院副院长、监事会主席。 |
| 徐锋 | 总经理 | 硕士研究生，河北金力新能源科技股份有限公司董事、总经理。曾历任日东电工（上海）电能源有限公司（现更名为“上海月泉电能源科技有限公司”）研发工程师、研发系长（主管）、研发副科长、研发科长兼物流采购科长；曾历任河北金力新能源科技股份有限公司隔膜事业部部长、总工程师、研究院院长，曾兼任金力有限副总经理；曾兼任河北金力新能源科技股份有限公司董事、副总经理；今任安徽金力董事长、河北金力新能源科技股份有限公司董事、总经理、研究院院长。 |
| 陈立叶 | 副总经理、董事会秘书 | 硕士研究生学历，公司副总经理、董事会秘书。曾历任山东大众出租汽车股份有限公司会计、主管会计、财务部经理、总会计师；曾任北京安泰公铁投资管理有限公司董事长兼总经理、北京红楼宴酒店有限公司董事，曾历任新奥能源控股有限公司税务经理、财务部主任、财务副总监、财务总监；曾任北京新源国能科技集团股份有限公司独立董事、云南菲尔特环保科技股份有限公司副总经理兼董事会秘书、财务总监；2016年7月入职侨银城市管理股份有限公司，并于2017年1月至2021年5月任副总经理、财务总监；今任广州禧旺商贸有限公司监事；曾任广州汇智兴业商务服务有限公司监事；今任河北金力新能源科技股份有限公司副总经理、董事会秘书。 |
| 郭海茹 | 财务总监 | 本科学历，公司财务总监。曾任邯郸市油脂总公司（现更名为“邯郸市海力油脂购销有限公司”）职员、河北中正信会计师事务所有限责任公司项目经理、河北天昊会计师事务所有限责任公司审计部主任、河北邯郸移动塑管科技有限公司财务总监；今任河北金力新能源科技股份有限公司财务总监。 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

河北金力经营规模持续扩大，盈利能力逐步改善。2020-2024年，公司营业收入实现快速增长，由2.1亿元提升至26.4亿元，对应年复合增速约88%。其中，2024年公司实现营收26.4亿元，同比增长29.9%，但受行业竞争以及供需结构影响，2024年净亏损0.9亿元。进入2025年，随着隔膜行业供需格局改善，公司经营表现明显回暖，2025H1实现营业收入17.5亿元、净利润0.98亿元，实现扭亏为盈。

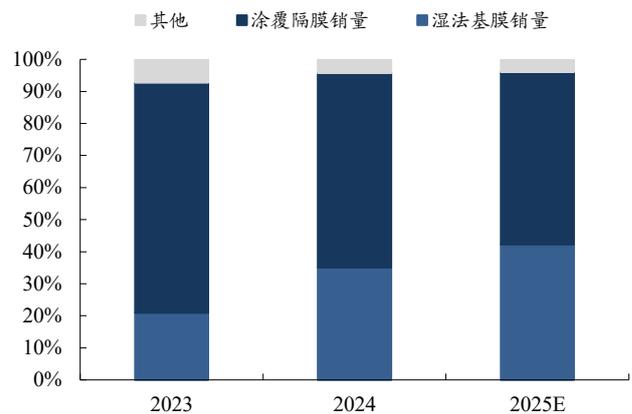
2025 年全年销量我们预计 45-50 亿平，同增 60%+。24 年金力销量 28 亿平，其中湿法基膜/涂覆隔膜销量为 9.7/16.8 亿平，同比+233%/+68%，占比 35%/61%；25H1 销量达 20 亿平，同比+94%，2025 年全年销量预计 45-50 亿平，同增 60%+，其中湿法基膜/涂覆隔膜销量分别预计为 19.4/24.7 亿平。根据鑫椏锂电，2025 年，金力在国内整体湿法隔膜市占率约为 18%。

图16: 河北金力分产品销量 (亿平方米)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

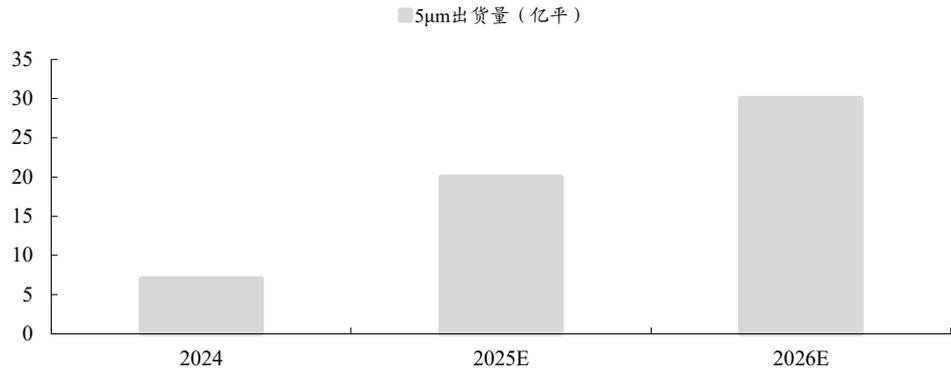
图17: 河北金力分产品销量占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

河北金力在超薄高强隔膜产品和细分市场布局领先，具有显著优势。河北金力作为头部隔膜企业，其拥有技术、工艺、产品、设备等领先优势，通过多年技术沉淀在超薄高强隔膜的生产上形成了技术突破，2024 年已实现大批量出货，在超薄高强隔膜细分市场中占有了主导性市场份额，根据 GGII，2024 年高穿刺强度 5 μ m 湿法隔膜的出货量为 11 亿平方米，其中河北金力市占率达 63%，金力 24 年 5 μ m 销售 7 亿平，具有突出的市场领先优势。未来随着细分市场增长，河北金力 5 μ m 隔膜产品销量我们预计也将保持较好的增长。

金力 24 年 5 μ m 销售 7 亿平，占比 25%，25 年我们预计接近 20 亿平，26 年我们预计占比进一步提升至 70%+。24 年公司在 5 μ m 行业市占率达到 63%，对应出货量约 7 亿平，占 24 年公司总出货量的 26%左右，25H1 金力 5 μ m 产品销量 7.7 亿平，已超过 24 年全年销量，我们预计 25 年全年销售近 20 亿平，26 年我们预计销售 50 亿平+，销量占比提升至 70%，产品结构快速改善。

图18: 河北金力 5 μ m 出货量测算

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

河北金力持续通过技术研发，具有隔膜行业超薄高强技术迭代先发优势。2021 年在超薄高强隔膜进行迭代更新前，公司通过与头部锂电池厂商宁德时代进行深度技术交流合作，成功于 2023 年将自身 5 μ m 超薄高强隔膜导入其系列电池产品。目前河北金力已能够生产出如 3 μ m、2 μ m 超薄高强隔膜，该类产品的技术门槛更高，对应单价也更高。

此外，河北金力持续创新开发新产品。公司积极布局如固态电池用超高孔支撑膜、水系 PMMA 涂覆隔膜、油系对位芳纶混涂隔膜、水系陶瓷+水系 PVDF 复合涂覆隔膜等优质产品，并在半固态锂电池隔膜、固态电解质、芳纶材料及隔膜、矩阵式点涂隔膜、燃料电池隔膜、锂硫电池隔膜等方面进行技术布局，如在半固态锂电池隔膜方面布局了凝胶电解质涂层隔膜、高电导率固态电解质涂层膜；在锂硫电池隔膜领域布局了非对称截硫导锂涂层隔膜、半固态截硫导锂涂层隔膜；在燃料电池领域布局了全氟磺酸膜等。

3.2. 客户：深度绑定宁德时代，支撑 5 μ m 产品快速放量

公司绑定宁德时代，宁德占比接近 40%，较 24 年明显提升。金力已与宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、瑞浦兰钧等国内知名锂电池厂商建立了稳定合作关系，并向 LG 化学等海外新能源电池厂商供货。2023 年-2025H1，金力前五大客户出货量分别为 11.7/21.3/15.8 亿平，对应销售收入分别为 16.9/20.0/13.6 亿元，分别占总收入的 84.0%/76.7%/78.5%。2023 年-2025H1，金力对宁德时代出货量分别为 1.9/7.6/7.8 亿平，2025H1 金力对宁德供货量已经超过 2024 年全年水平，对应销售收入分别为 2.8/7.2/6.7 亿元。

表9: 河北金力客户销售收入

| | 2025H1 | | | 2024 | | | 2023 | | |
|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|---------------|-------------|--------------|---------------|-------------|
| | 销售收入 (亿元) | 销售收入 占比 | 出货量 (亿平) | 销售收入 (亿元) | 销售收入 占比 | 出货量 (亿平) | 销售收入 (亿元) | 销售收入 占比 | 出货量 (亿平) |
| 宁德时代 | 6.7 | 38.5% | 7.8 | 7.2 | 27.5% | 7.6 | 2.8 | 13.7% | 1.9 |
| 比亚迪 | 2.2 | 12.7% | 2.6 | 4.2 | 15.9% | 4.4 | 7.2 | 35.9% | 5.0 |
| 国轩高科 | 2.1 | 12.0% | 2.4 | 3.6 | 13.9% | 3.9 | 3.6 | 17.7% | 2.5 |
| 亿纬锂能 | 1.6 | 9.1% | 1.8 | 3.0 | 11.5% | 3.2 | 2.5 | 12.3% | 1.7 |
| 瑞浦兰钧 | 1.1 | 6.2% | 1.2 | 2.1 | 7.9% | 2.2 | | | |
| 楚能新能源 | | | | | | | 0.9 | 4.5% | 0.6 |
| CR5合计 | 13.6 | 78.5% | 15.8 | 20.0 | 76.7% | 21.3 | 16.9 | 84.0% | 11.7 |
| 其他 | 3.9 | 21.5% | 4.3 | 6.4 | 23.3% | 6.4 | 3.4 | 16.0% | 2.2 |
| 总计 | 17.5 | 100.0% | 20.1 | 26.4 | 100.0% | 27.7 | 20.3 | 100.0% | 13.9 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 产能: 26年产能预计72亿平, 先进产能占比高达70%

金力26年总产能我们预计可达72亿平, 远期规划庞大支撑后续增长。25年金力总产能已达约59亿平, 合计42条线, 此外4条线公司预计将于26年年初全部投产, 总产能建成后我们预计可达72亿平方米, 合计产线46条, 其中能够生产超薄高强隔膜的大宽幅、高精度先进产线28条, 产能约50亿平方米, 占比近70%, 此外公司后续考虑技改项目、合肥金力等产能落地, 远期产能规划300亿平, 支撑公司后续增长。

图19: 河北金力在建与拟建产能

| | 主体 | 项目 |
|---|-------|------------------------|
| 在建项目 | 金力股份 | 点阵式涂覆隔膜项目 |
| | 湖北江升 | 高性能电池隔膜技改项目 |
| | 湖北金力 | 高性能电池隔膜项目(分一二期) |
| | 合肥金力 | 河北金力隔膜研发生产华东总部基地项目(一期) |
| 拟建项目 | 金力股份 | 多层复合共挤锂电池隔膜生产项目 |
| | 合肥金力 | 河北金力隔膜研发生产华东总部基地二期项目 |
| | 天津东皋膜 | 天津东皋膜技术有限公司产线设备更新项目 |
| | 天津东皋膜 | 2号产线智能化升级改造项目 |
| 总产能陆续建成后预计达72亿平方米, 合计产线46条, 其中, 能够生产超薄高强隔膜的大宽幅、高精度先进产线28条, 产能约50亿平方米, 占比超70%。 | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

金力新产能设备主要来自日本芝浦，较竞争对手具备领先优势。日本芝浦为日本老牌挤出机厂商，同为中材科技、美联新材、恒力石化等隔膜厂的设备供应商。截至 2025H1，金力共有 16 亿平产能来自日本芝浦，占到公司总产线的 58%。

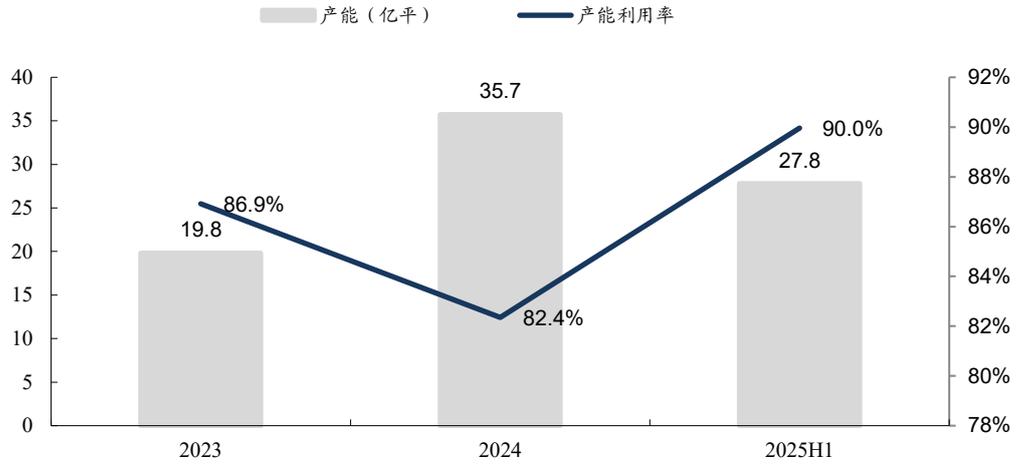
表10: 河北金力产线及设备 (截至 2025H1 末)

| 设备 | 生产产品 厚度 (μm) | 产能(万平方米) | | | 产量(万平方米) | | | 产能利用率 | | |
|-----------------|-----------------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|-----------|--------|--------|
| | | 2025年1-6月 | 2024年度 | 2023年度 | 2025年1-6月 | 2024年度 | 2023年度 | 2025年1-6月 | 2024年度 | 2023年度 |
| 桂林电器 | 9、12、14、16 | 3,706 | 7,069 | 6,206 | 3,208 | 6,005 | 5,761 | 86.56% | 84.95% | 92.83% |
| | 9、12、14、16 | 3,870 | 6,122 | 6,257 | 3,146 | 4,454 | 5,936 | 81.29% | 72.75% | 94.87% |
| | 12、14、16 | 3,437 | 5,806 | 7,321 | 2,971 | 4,711 | 7,036 | 86.42% | 81.14% | 96.11% |
| | 12 | 3,964 | 7,003 | 7,356 | 3,339 | 5,947 | 6,612 | 84.25% | 84.92% | 89.89% |
| | 合计 | 14,977 | 26,000 | 27,140 | 12,664 | 21,117 | 25,345 | | | |
| 桂林电器+ 布鲁克纳组装 | 12、16 | 582 | 1,149 | 3,273 | 500 | 805 | 3,003 | 85.95% | 70.06% | 91.76% |
| | 12、16 | 652 | 1,205 | 936 | 430 | 710 | 795 | 66.00% | 58.92% | 84.90% |
| | 合计 | 1234 | 2354 | 4209 | 930 | 1515 | 3798 | | | |
| 韩国Master | 9、12 | 5,581 | 11,221 | 11,652 | 4,451 | 9,700 | 10,628 | 79.76% | 86.45% | 91.21% |
| | 9、12 | 6,195 | 15,457 | 12,546 | 5,239 | 10,840 | 11,132 | 84.57% | 70.13% | 88.73% |
| | 7、9、12 | 6,064 | 12,733 | 12,976 | 5,235 | 11,748 | 11,805 | 86.34% | 92.26% | 90.98% |
| | 7、9、12 | 6,118 | 12,682 | 14,104 | 5,996 | 11,138 | 12,016 | 98.01% | 87.83% | 85.20% |
| | 7、9 | 10,025 | 19,468 | 3,883 | 8,989 | 15,724 | 3,399 | 89.67% | 80.77% | 87.54% |
| | 7、9、12 | 10,035 | 16,759 | 3,529 | 8,738 | 14,236 | 2,732 | 87.07% | 84.95% | 77.42% |
| | 合计 | 44,018 | 88,320 | 58,690 | 38,648 | 73,386 | 51,712 | | | |
| 韩国明胜 | 9、12 | 5,256 | 9,558 | 8,871 | 4,407 | 8,074 | 8,251 | 83.84% | 84.47% | 93.01% |
| | 7、9、12 | 3,822 | 8,114 | 7,542 | 3,227 | 7,299 | 6,680 | 84.43% | 89.96% | 88.57% |
| | 9、12 | 4,030 | 9,035 | 8,644 | 3,647 | 7,554 | 7,825 | 90.49% | 83.60% | 90.53% |
| | 12 | 4,228 | 8,750 | 8,845 | 3,594 | 7,427 | 7,873 | 85.00% | 84.87% | 89.01% |
| | 合计 | 17,336 | 35,457 | 33,902 | 14,875 | 30,354 | 30,629 | | | |
| 合肥东昇 | 12 | 4,129 | 6,712 | 7,490 | 3,208 | 4,371 | 6,584 | 77.70% | 65.12% | 87.91% |
| | 7、9、12 | 8,897 | 17,790 | - | 7,231 | 12,292 | - | 81.27% | 69.09% | - |
| | 7、9、12 | 8,510 | 18,754 | 6,308 | 7,251 | 15,442 | 5,569 | 85.21% | 82.34% | 88.28% |
| | 合计 | 21,536 | 43,256 | 13,798 | 17,690 | 32,105 | 12,153 | | | |
| 日本市金 | 7、9 | 9,266 | 11,431 | - | 6,938 | 8,568 | - | 74.88% | 74.95% | - |
| | 7、9 | 8,965 | 8,034 | - | 8,318 | 5,616 | - | 92.78% | 69.90% | - |
| | 合计 | 18,231 | 19,465 | - | 15,256 | 14,184 | - | | | |
| 日本芝浦 | 7、9 | 6,253 | 12,319 | 13,305 | 5,981 | 10,918 | 12,532 | 95.65% | 88.63% | 94.19% |
| | 9、12 | 4,018 | 7,665 | 8,455 | 3,777 | 7,280 | 7,671 | 94.02% | 94.98% | 90.73% |
| | 9、12 | 3,488 | 7,637 | 8,309 | 3,518 | 6,963 | 7,346 | 100.86% | 91.17% | 88.41% |
| | 5、7、16 | 8,646 | 16,212 | 12,109 | 8,034 | 15,233 | 10,302 | 92.93% | 93.96% | 85.08% |
| | 5、7、9、12、16 | 8,480 | 16,212 | 10,941 | 7,797 | 15,503 | 7,503 | 91.94% | 95.63% | 68.58% |
| | 5 | 8,744 | 16,034 | 4,009 | 8,292 | 13,609 | 1,204 | 94.83% | 84.88% | 30.03% |
| | 5、7 | 8,660 | 16,108 | 2,685 | 8,121 | 14,205 | 1,444 | 93.78% | 88.19% | 53.78% |
| | 5、7 | 9,077 | 5,489 | - | 9,226 | 4,865 | - | 101.64% | 88.63% | - |
| | 5、7 | 8,730 | 5,956 | - | 8,998 | 3,769 | - | 103.08% | 63.28% | - |
| | 5 | 8,658 | 4,243 | - | 8,480 | 2,931 | - | 97.95% | 69.08% | - |
| | 5 | 8,623 | 2,864 | - | 8,701 | 2,036 | - | 100.90% | 71.09% | - |
| | 5 | 8,008 | - | - | 7,736 | - | - | 96.60% | - | - |
| | 5 | 7,547 | - | - | 7,144 | - | - | 94.65% | - | - |
| | 5 | 8,983 | - | - | 8,589 | - | - | 95.61% | - | - |
| | 5、7、9 | 4,157 | - | - | 3,481 | - | - | 83.72% | - | - |
| | 5、7、9 | 7,694 | - | - | 5,204 | - | - | 67.64% | - | - |
| | 5、7、9 | 7,968 | - | - | 6,321 | - | - | 79.33% | - | - |
| | 5 | 8,256 | 6,678 | - | 7,937 | 4,562 | - | 96.14% | 68.31% | - |
| | 5、9 | 8,078 | 4,020 | - | 6,910 | 3,034 | - | 85.54% | 75.47% | - |
| | 5、12 | 8,209 | 9,576 | - | 7,841 | 8,057 | - | 95.52% | 84.14% | - |
| 5、9、12 | 8,212 | 11,187 | - | 7,783 | 8,400 | - | 94.78% | 75.09% | - | |
| | 合计 | 160,489 | 142,200 | 59,813 | 149,871 | 121,365 | 48,002 | | | |
| | 总计 | 277,821 | 357,052 | 197,552 | 249,934 | 294,026 | 171,639 | | | |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们预计 2025 年金力全年销量 45-50 亿平, 同增 60%+, 26 年预计 70 亿平, 同增 50%维持高增长。2023 年-2025H1, 金力产能利用率分别为 86.9%/82.4%/90.0%。考虑隔膜需求旺盛, 25 年金力全年销量预计超 45-50 亿平, 同增 60%+; 26 年预计出货量将达 70 亿平, 同增 50%。其中, 25H1 金力 5 μm 产品销量 7.7 亿平, 已超过 24 年全年销量, 预计 25 年全年销售近 20 亿平, 26 年预计销售 50 亿平, 连续翻倍增长。

图20: 2023-2025H1 河北金力基膜主线产能及产能利用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 佛塑科技: 高分子新材料领军企业, 收入利润稳定增长

佛塑科技围绕新材料产业定位, 科学谋划产业发展布局。公司所从事的高分子新材料行业属于国家战略性新兴产业, 已形成以光学薄膜、双向拉伸薄膜、渗析防护材料和塑编阻隔材料为框架的产业布局, 偏光膜、粗化工膜、超薄型电容膜、安全型电容器用金属化膜、透气膜、无孔防水透汽膜、复合塑料编织材料等多种差异化产品在技术、质量、性能方面均具有先进性, 是细分市场的领军企业。

表11: 佛塑科技主营产品

| 产品分类 | 主要产品和用途 |
|--------|---|
| 光学薄膜 | 包括染料系偏光片、碘系偏光片、3D 眼镜偏光片、防雾片、防爆膜等产品, 主要应用于液晶显示、3D 眼镜、护目镜等领域。 |
| 双向拉伸薄膜 | 包括粗化膜、金属化膜、BOPA 膜、BOPP 膜、BOPE 膜、BOPP 合成纸等, 主要应用于特高压输变电工程、电网工程、新能源汽车、新能源电力系统、工业设备及家用电器、食品包装、烟用包装、高端消费品、标签纸等领域。 |
| 渗析防护材料 | 包括透气膜、压花膜、无纺防水透气膜、贴合布、防水透汽膜延伸品等产品, 主要应用于母婴卫生护理、医疗防护用品、户外服装等领域。 |
| 塑编阻隔材料 | 包括复合包装布、农用编织布、篷布、彩条布、广告布、辐照管材等产品, 主要应用于水产养殖、种植大棚、建材包装、广告宣传等领域。 |
| 其他材料 | 包括新材料母料、功能母料、专用料、功能光切片、共聚改性母料、聚氨酯浇注胶、聚氨酯混炼胶、聚氨酯制品等产品, 主要应用于电子产品、汽车及农业机械配件、鞋材等领域。 |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

佛塑科技整体业绩稳定。2024 年，佛塑科技实现总营收 22.3 亿元，同比+0.6%；2025 年 Q1-Q3 实现总营收 16.6 亿元，同比+1.6%。2024 年公司实现归母净利润 1.2 亿元，同比-44.1%，主要系公司 2023 年确认经纬分公司地块征收补偿收益所致，2024 年扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+153.5%；2025 年 Q1-Q3 实现归母净利润 0.8 亿元，同比+0.8%。

图21：佛塑科技营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

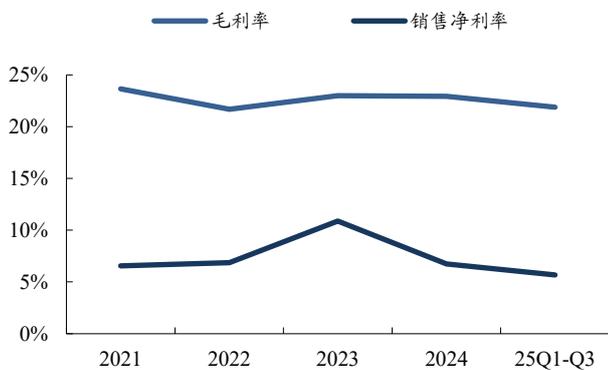
图22：佛塑科技归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

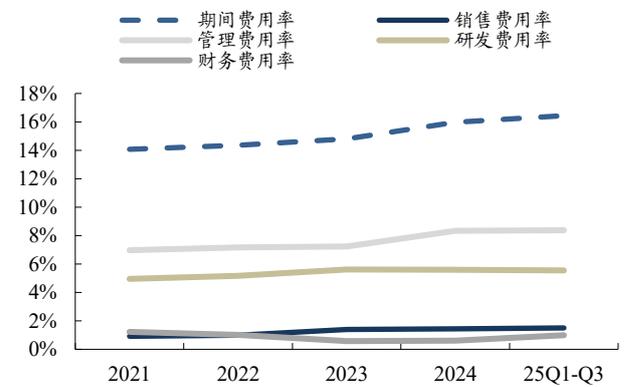
佛塑科技盈利能力较为稳定，2024 年至 2025 年 Q1-Q3 期间费用率微升。盈利端，2024 年，佛塑科技实现毛利率 22.9%，同比-0.1pct；销售净利率为 6.7%，同比-4.1pct。2025 年 Q1-Q3 公司实现毛利率 21.9%，同比-2.0pct；销售净利率为 5.7%，同比-0.7pct。费用端，2024 年/2025 年 Q1-Q3 佛塑科技期间费用率分别为 16.0%/16.4%，同比分别 +1.2pct/+0.85pct。

图23：佛塑科技毛利率及销售净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

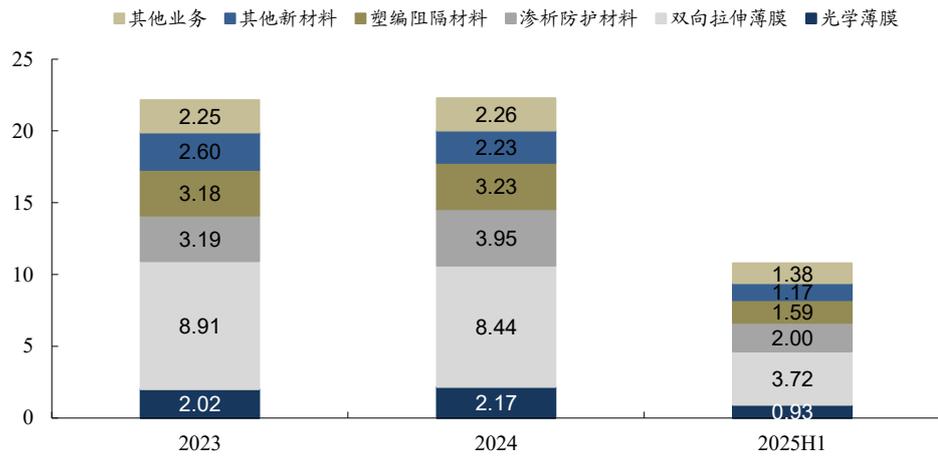
图24：佛塑科技期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025H1 新材料业务收入占比 80%+。收入拆分来看，2025H1 新材料业务收入占佛塑总营收的 87%，其中，双向拉伸薄膜/渗析防护材料/塑编阻隔材料/光学薄膜 2025H1 分别收入 3.7/2.0/1.6/0.9 亿元，同比分别-11.6%/+11.6%/+5.5%/-15.2%，分别占总营收的 34.5%/18.5%/14.7%/8.6%。

图25：佛塑科技收入按产品拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 22.73/83.98/109.94 亿元，同比增速分别为 +2.0%/+269.5%/+30.9%，毛利率分别为 22.0%/36.9%/41.8%，盈利能力显著提升。分业务来看：

佛塑科技：经营稳健，我们预计 2025-2027 年收入分别为 22.73/23.18/23.64 亿元，同比增速保持在 2%左右，毛利率稳定在 22%水平，为公司提供持续的现金流与利润支撑。

河北金力：涂覆膜与 5 μm 基膜驱动，贡献核心增长。并购后，河北金力成为公司业务增长的主要引擎，营收分别为 41.05/60.80/86.30 亿元，同比+57%/+48%/+42%，随隔膜行业涨价，叠加规模效应与降本增效，我们预计毛利率将上升，2025-2027 年毛利率分别为 31%/43%/47%。

- **涂覆膜业务:** 涂覆膜为金力传统优势产品,随公司产品结构向 5 μm 基膜升级,我们预计 2025-2027 年收入将达 23.75/14.70/14.70 亿元,隔膜涨价趋势下我们预计毛利率 25%/37%/38%左右。
- **5 μm 基膜业务:** 处于快速放量期,且享受溢价,毛利率高于其他隔膜产品。受益于行业需求增长与公司产能爬坡,预计 2025-2027 年出货量将达 18/51/80 亿平,对应收入 15.30/43.35/68.00 亿元,随新产能投产、规模效应以及产品溢价,我们预计 5 μm 基膜毛利率将提升,分别为 43%/46%/50%,成为重要的增长极。
- **非 5 μm 基膜业务:** 收入规模相对较小,预计保持稳定增长,预计 2025-2027 年出货量将达 4/5/6 亿平,对应收入 2.00/2.75/3.60 亿元,随规模效应释放,我们预计毛利率为 12%/21%/32%。

表12: 佛塑科技盈利预测

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1.佛塑科技主业 | | | | | |
| 收入 (百万) | 2,215 | 2,228 | 2,273 | 2,318 | 2,364 |
| 收入增速 | -16% | 1% | 2% | 2% | 2% |
| 毛利率 | 23.0% | 22.9% | 22% | 22% | 22% |
| 毛利 (百万) | 509 | 511 | 500 | 510 | 520 |
| 2. 河北金力 | | | | | |
| 主营业务收入 (百万) | 2,017 | 2,610 | 4,105 | 6,080 | 8,630 |
| 增速 | 12% | 29% | 57% | 48% | 42% |
| 毛利率 | 37.7% | 21.9% | 31.1% | 42.6% | 47.2% |
| 1.涂覆膜 (百万) | | | | | |
| 合计销量 (亿平) | 10.00 | 16.80 | 25.00 | 14.00 | 14.00 |
| 增速 | | 68% | 49% | -44% | 0% |
| 毛利率 | 40% | 20% | 25% | 37% | 38% |
| 2. 非5μ基膜 (百万) | | | | | |
| -出货量 (亿平) | 1.91 | 2.41 | 4.00 | 5.00 | 6.00 |
| 增速 | | 26% | 66% | 25% | 20% |
| 毛利率 | 10% | 7% | 12% | 21% | 32% |
| 3. 5μ基膜 (百万) | | | | | |
| -出货量 (亿平) | 1.00 | 7.30 | 18.00 | 51.00 | 80.00 |
| 增速 | | 630% | 147% | 183% | 57% |
| 毛利率 | 50% | 30% | 43% | 46% | 50% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们选取隔膜行业可比公司恩捷股份、星源材质、璞泰来和中材科技，对佛塑科技进行横向估值比较。结合隔膜行业供需格局改善、金力隔膜业务盈利能力修复及收购释放协同效应，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 1.25/15.02/25.05 亿元，同比分别+4.1%/+1106.2%/+66.8%，对应 PE 分别为 267/22/13 倍。从相对估值法看，2026 年可比公司平均 PE 约在 28x，考虑公司在 5 μ m 基膜细分领域具有突出的市场领先优势，隔膜业务结构持续优化、盈利弹性逐步释放，给予 2026 年 30x PE，目标价 18.3 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值表（截至 2026 年 2 月 27 日）

| 代码 | 名称 | 总市值 (亿元) | 股价 (元/股) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE | | | | 评级 | 来源 |
|-----------|------|-------------|-------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | | | |
| 002812.SZ | 恩捷股份 | 608 | 62 | -5.56 | 1.37 | 25.36 | 31.49 | -109 | 443 | 24 | 19 | 买入 | 东吴 |
| 300568.SZ | 星源材质 | 191 | 14 | 3.64 | 1.49 | 5.01 | 6.65 | 53 | 128 | 38 | 29 | 买入 | 东吴 |
| 603659.SH | 璞泰来 | 607 | 28 | 11.91 | 23.89 | 30.98 | 40.23 | 51 | 25 | 20 | 15 | 买入 | 东吴 |
| 002080.SZ | 中材科技 | 850 | 51 | 8.92 | 19.70 | 26.74 | 34.18 | 95 | 43 | 32 | 25 | 未评级 | Wind |
| 平均值 | | | | | | | | 22 | 160 | 28 | 22 | | |
| 000973.SZ | 佛塑科技 | 333 | 14 | 1.20 | 1.25 | 15.02 | 25.05 | 278 | 267 | 22 | 13 | 买入 | 东吴 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：恩捷股份、星源材质、璞泰来盈利预测为东吴测算，中材科技为 Wind 一致预测（截至 2026 年 2 月 27 日）

6. 风险提示

5 μ m 产品放量不及预期: 公司 5 μ m 超薄湿法隔膜主要面向动力电池及储能领域，对下游电池厂商认证进度和实际应用节奏依赖度较高。若下游客户 5 μ m 应用推进不及预期，可能导致公司 5 μ m 隔膜产品放量节奏放缓，从而影响公司隔膜业务收入增长及盈利释放。

涨价不及预期: 当前隔膜行业价格修复依赖供需关系改善及高端产品渗透率提升。若行业新增产能释放快于需求增长，或下游电池厂商议价能力增强，隔膜价格上涨幅度可能不及预期，进而影响公司隔膜业务盈利修复。

行业竞争加剧: 若行业竞争加剧，可能导致产品价格承压、客户结构稳定性下降，从而对公司市场份额及盈利能力造成不利影响。

佛塑科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 1,951 | 2,764 | 7,640 | 9,157 | 营业总收入 | 2,228 | 2,273 | 8,398 | 10,994 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 893 | 1,636 | 2,591 | 2,858 | 营业成本(含金融类) | 1,717 | 1,773 | 5,300 | 6,400 |
| 经营性应收款项 | 495 | 559 | 3,070 | 3,996 | 税金及附加 | 26 | 27 | 63 | 77 |
| 存货 | 416 | 423 | 1,579 | 1,896 | 销售费用 | 32 | 34 | 244 | 275 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 186 | 189 | 554 | 660 |
| 其他流动资产 | 148 | 146 | 401 | 408 | 研发费用 | 124 | 127 | 353 | 418 |
| 非流动资产 | 2,846 | 2,518 | 12,519 | 12,968 | 财务费用 | 13 | 19 | 94 | 183 |
| 长期股权投资 | 761 | 761 | 761 | 761 | 加:其他收益 | 23 | 23 | 42 | 55 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,537 | 1,189 | 10,014 | 10,307 | 投资净收益 | 18 | 34 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 58 | 128 | 977 | 1,186 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 193 | 158 | 479 | 425 | 减值损失 | (4) | (20) | (30) | (30) |
| 商誉 | 23 | 23 | 29 | 29 | 资产处置收益 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 165 | 141 | 1,803 | 3,007 |
| 其他非流动资产 | 274 | 259 | 259 | 259 | 营业外净收支 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 4,796 | 5,283 | 20,159 | 22,125 | 利润总额 | 164 | 141 | 1,803 | 3,007 |
| 流动负债 | 857 | 1,249 | 4,525 | 5,298 | 减:所得税 | 14 | 6 | 270 | 451 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 427 | 703 | 1,703 | 1,903 | 净利润 | 150 | 135 | 1,532 | 2,556 |
| 经营性应付款项 | 251 | 330 | 1,767 | 2,133 | 减:少数股东损益 | 31 | 11 | 31 | 51 |
| 合同负债 | 32 | 45 | 84 | 110 | 归属母公司净利润 | 120 | 125 | 1,502 | 2,505 |
| 其他流动负债 | 148 | 171 | 971 | 1,152 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.05 | 0.05 | 0.61 | 1.02 |
| 非流动负债 | 441 | 436 | 4,436 | 4,636 | EBIT | 161 | 160 | 1,897 | 3,190 |
| 长期借款 | 256 | 256 | 4,256 | 4,456 | EBITDA | 289 | 557 | 3,278 | 4,741 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.92 | 22.00 | 36.89 | 41.78 |
| 租赁负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 归母净利率(%) | 5.37 | 5.48 | 17.88 | 22.78 |
| 其他非流动负债 | 180 | 174 | 174 | 174 | 收入增长率(%) | 0.61 | 2.00 | 269.54 | 30.92 |
| 负债合计 | 1,298 | 1,685 | 8,961 | 9,934 | 归母净利润增长率(%) | (44.08) | 4.07 | 1,106.22 | 66.78 |
| 归属母公司股东权益 | 2,858 | 2,947 | 10,517 | 11,459 | | | | | |
| 少数股东权益 | 640 | 651 | 682 | 733 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,498 | 3,598 | 11,198 | 12,191 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4,796 | 5,283 | 20,159 | 22,125 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|----------|---------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 208 | 566 | 1,392 | 3,656 | 每股净资产(元) | 2.95 | 1.20 | 4.28 | 4.66 |
| 投资活动现金流 | (318) | (36) | (11,676) | (2,000) | 最新发行在外股份(百万股) | 2,458 | 2,458 | 2,458 | 2,458 |
| 筹资活动现金流 | (2) | 213 | 10,114 | (534) | ROIC(%) | 3.60 | 3.50 | 14.84 | 15.18 |
| 现金净增加额 | (110) | 743 | (170) | 1,121 | ROE-摊薄(%) | 4.19 | 4.22 | 14.28 | 21.86 |
| 折旧和摊销 | 128 | 398 | 1,381 | 1,551 | 资产负债率(%) | 27.07 | 31.89 | 44.45 | 44.90 |
| 资本开支 | (186) | (85) | (11,381) | (2,000) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 278.20 | 267.34 | 22.16 | 13.29 |
| 营运资本变动 | (80) | 24 | (1,675) | (707) | P/B (现价) | 4.58 | 11.29 | 3.16 | 2.90 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>