鼎胜新材 603876.SH

基础数据：

截至 2024 年 1 月 10 日	
当前股价	11.40 元
投资评级	首次
评级变动	买入
总股本	8.90 亿股
流通股本	8.86 亿股
总市值(亿元)	101.43
流动市值(亿元)	100.99

相对市场表现：



电池铝箔龙头：受益钠电+涂碳箔厚积薄发

主要观点：

◆深耕铝压延制品加工，是国内铝箔市场规模最大的企业。2003 年公司成立于江苏镇江，成立之初即从事铝板带箔的研发、生产与销售业务。2010 年公司新产品新能源动力电池箔投入市场，2018 年 4 月于上交所上市。经过十几年的不断耕耘，公司铝压延加工产品种类齐全，按功能及用途可分为包装用铝箔、家电印刷用铝箔、基建用铝材、新能源材料用铝箔四大类，新能源材料用箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，2019 年至 2022 年，公司铝箔产销量、市场占有率均位居国内第一。

◆2023 年电池铝箔加工费下降，关注 2024-25 年行业产能释放进度。需求端：1）受新能源汽车销量增长需求推动，全球锂电池出货量大幅提升，带动电池铝箔需求迅速增长；**2）**钠离子电池正极、负极均可使用电池铝箔，相比锂电池正极铝箔使用量倍增。**供给端：**新建产能受限设备采购安装、客户认证周期长，完全达产周期需 2 年以上，部分厂商转产动力不足，预计供给或将于 2024-25 年集中释放。

◆具备客户+技术优势，延伸涂碳箔产品增厚利润。1）客户：公司与国内外主流电池客户龙头合作绑定，紧跟下游主流电池厂商的全球化布局，与宁德时代、LG 新能源等世界领先电池制造厂商签订合作框架协议。**2）技术：**依托长时间工艺沉淀，公司自主研发“铸轧—冷轧断流程绿色制造技术”，持有电池箔相关发明专利数量行业领先；设备创新设计能力提高了生产的自由度与灵活度，可快速实现电池箔转产；**3）涂碳箔：**高盈利水平的涂碳箔已与下游客户签订供货框架协议。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 6.30 亿元、9.17 亿元、9.94 亿元，EPS 分别为 0.71、1.03 和 1.12 元，对应 P/E 分别为 16.11、11.05 和 10.21 倍。考虑到公司在建内蒙古逐步建成投产，持续拓展下游海外电池厂商达成供货协议，出货量有望逐年增加，因此首次覆盖

给予其“买入”评级。

风险提示：

公司产能建设不及预期风险；行业产能过剩、竞争加剧的风险；上游材料价格波动及供应的风险；境外经营环境恶化的风险。

主要财务数据及预测：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21,605.25	19,815.42	20,684.63	21,757.98
增长率(%)	18.92	-8.28	4.39	5.19
归母净利润（百万元）	1,381.56	629.65	917.48	993.86
增长率(%)	221.26	-54.42	45.71	8.32
EPS（元）	1.55	0.71	1.03	1.12
市盈率（P/E）	7.34	16.11	11.05	10.21
市净率(P/B)	1.61	0.88	0.81	0.72

资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

目录

一、专注铝箔制造，业绩快速增长 6

1. 长期扎根铝压延加工行业，产品矩阵齐全 6

1.1 深耕行业多年，成就锂电铝箔龙头 6

1.2 股权结构集中，股权激励计划绑定人才 6

2. 业绩平稳回升，财务基本面稳健 7

二、电池铝箔需求强劲，设备及转产能力影响供给释放 10

1. 电池铝箔应用于正极集流体，减薄趋势明显 10

2、需求端：新能车驱动电池箔需求，钠离子电池带来新增量 11

3、供给端：电池铝箔竞争格局稳定，行业扩产后需求紧张缓解 13

3.1 “设备+建设+认证”共筑行业壁垒 13

3.2 市场供给受新建产能及转产影响，25 年末有效产能有望超过 150 万吨 14

3.3 头部企业集中度提升，产能逐步释放后加工费下行 16

三、具备客户+技术等多重优势，涂炭箔增厚利润空间 17

1、绑定下游优质客户，产能全球化布局 17

2、具备独特铝箔加工工艺，可快速实现电池箔转产 18

3、延伸涂碳环节工艺，新品增加铝箔盈利空间 20

四、风险提示 22

五、盈利预测 23

图目录

图 1 ： 鼎胜新材发展历程 6
图 2 ： 鼎胜新材股权结构 7
图 3 ： 公司 2018 年-2023Q3 营收及增速（亿元） 8
图 4 ： 公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速（亿元） 8
图 5 ： 公司 2018 年-2023Q3 毛利率及净利率 9
图 6 ： 公司 2018-2022 年各产品毛利率 9
图 7 ： 公司 2018-2023H1 年各产品营收占比 9
图 8 ： 公司 2018-2022 年各产品销量情况（万吨） 9
图 9 ： 2018 年-2023Q3 公司期间费用率 10
图 10 ： 新能源锂电池相关的铝板带箔产品示意图 11
图 11 ： 全球新能源汽车销量及预测（单位：万辆） 12
图 12 ： 全球锂电池出货量及预测（单位：GWh） 12
图 13 ： 电池铝箔需求预测（万吨） 13
图 14 ： 电池箔产能建设周期 14
图 15 ： 2020 年至 2023H1 中国电池铝箔市场竞争格局 16
图 16 ： 电池铝箔加工费（元/吨） 17
图 17 ： 哈兹列特连铸连轧生产工艺流程示意图 19
图 18 ： 各主要铝箔厂商相关有效发明专利数量（个） 19
图 19 ： 公司主要产品的生产工艺流程 20
图 20 ： 涂碳箔与光箔表面形态对比 21
图 21 ： 涂碳箔与光箔匹配不同正极平均内阻（毫欧） 21
图 22 ： 涂碳铝箔与光箔放电容量对比 21
图 23 ： 涂碳铝箔与光箔不同倍率恒流对比 21

表目录

表 1 ： 公司、个人层面股权激励考核要求 7
表 2 ： 铝箔种类及具体应用场景 10
表 3 ： 电池箔行业壁垒及扩产周期 13
表 4 ： 各公司电池铝箔产能规划 15
表 5 ： 公司供货协议 17
表 6 ： 公司电池箔核心技术 18
表 7 ： 公司涂碳铝箔产能建设 22
表 8 ： 盈利预测 23

一、专注铝箔制造，业绩快速增长

1. 长期扎根铝压延加工行业，产品矩阵齐全

1.1 深耕行业多年，成就锂电铝箔龙头

鼎胜新材深耕铝制品加工，持续丰富产品种类，是国内铝箔市场规模最大的企业。公司前身为镇江鼎胜铝业有限公司，成立之初即从事铝板带箔的研发、生产与销售业务。2010 年公司新产品新能源动力电池箔投入市场，2015 年公司名称变更为江苏鼎胜新能源材料股份有限公司，2018 年 4 月于上交所上市。公司铝压延加工产品种类齐全，按功能及用途可分为包装用铝箔、家电印刷用铝箔、基建用铝材、新能源材料用铝箔四大类，覆盖大部分铝板带箔产品，并逐步完成从生产普板带到最薄的双零箔产品的多品种铝压延产品业务布局。

公司抓住机遇发展新能源铝箔产品，迅速成长为锂电铝箔行业龙头。2019 年至 2022 年，公司铝箔产销量、市场占有率均位居国内第一。公司电池箔客户涵盖了国内主要的储能和动力电池生产厂商，包括宁德时代、比亚迪、ATL 集团、LG 新能源、　　高科、蜂巢能源等，已与众多优质客户建立了长期稳定的合作关系。

图 1：鼎胜新材发展历程



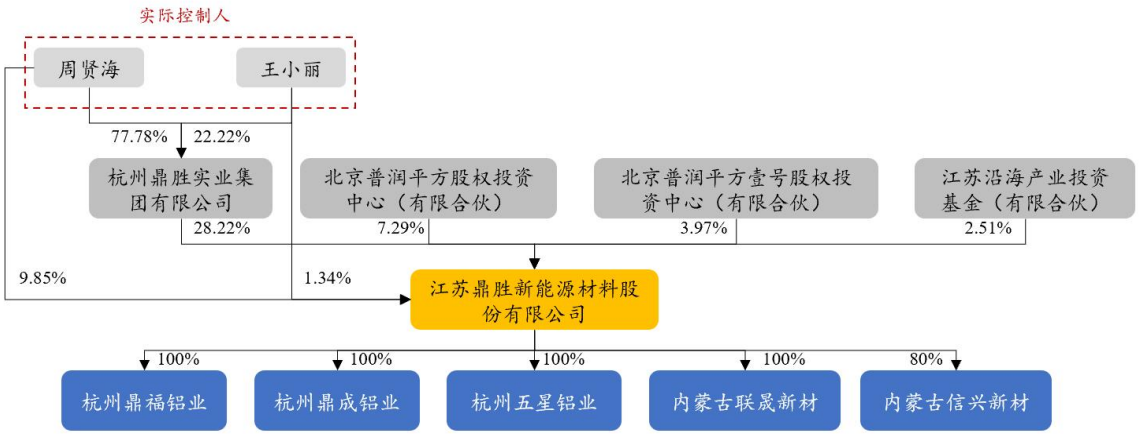
资料　　：公司官网，长城国瑞证券研究所

1.2 股权结构集中，股权激励计划绑定人才

公司股权结构集中，实控人周贤海夫妇直接和间接合计持股比例为 39.41%。公司第一大股东杭州鼎胜实业集团有限公司，持有比例为 28.22%，向上穿透周贤海、王小丽夫妇合计持股 100%。周贤海、王小丽二人为公司实际控制人并具有一致行动关系，分别直接持有公司 9.85%、1.34%的股份。公司下设多家全资及控股子公司，其中五星铝业、鼎福铝业负责铝箔业务的生产销售，子公司泰鼎立与鼎亨位于泰国，专注于东南亚铝板带箔业务的生产销售；位于意大利的

欧洲轻合金负责欧洲市场铝板带箔业务的研发、生产及销售。

图 2：鼎胜新材股权结构



资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所
说明：截至 2023 年三季报股权结构，图中未体现海外基地

股权激励绑定核心员工，第一个限售期解除限售条件已达成。股权激励计划在公司、个人层面设置业绩考核要求，公司层面解除限售条件为 2022-2024 年净利润分别不低于 7.2 亿元、9 亿元和 12 亿元；个人层面解除限售条件根据考核评分确定对应的解除比例，最终个人当年实际解除限制额度=计划解除限售额度×个人层面标准系数，因未达标而无法解除限售的限制性股票，由公司以授予价格回购注销。预留授予部分第一个限售期已于 2023 年 7 月 5 日届满，业绩指标等解除限售条件已达成，此次解除限售人数共 8 人解除限售 43.20 万股，占总股本的 0.05%。

表 1：公司、个人层面股权激励考核要求

公司层面业绩考核要求				
解除限售期	**业绩考核目标**			
第一个解除限售期	2022 年度净利润不低于 7.2 亿元			
第二个解除限售期	2023 年度净利润不低于 9 亿元			
第三个解除限售期	2024 年度净利润不低于 12 亿元			
公司层面业绩考核要求				
评价等级	A（优秀）	B（良好）	C（合格）	D（不合格）
评价分数	S≥90	90＞S≥80	80＞S≥60	S＜60
标准系数	100%	100%	60%	0%

资料　　：公司公告，长城国瑞证券研究所

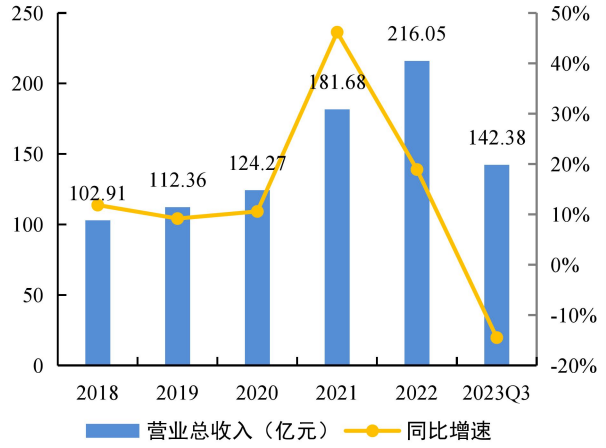
2. 业绩平稳回升，财务基本面稳健

公司近年收入增长稳健，受益电池箔市场需求旺盛，2021 年实现扭亏为盈，2022 年业绩持续增长。2018-2022 年公司营业收入从 102.91 亿元增长至 216.05 亿元，年复合增速为 20.37%；2021 年公司扭亏为盈实现归母净利润 4.30 亿，2022 年实现营业收入 216.05 亿元，同比增长

18.92%；归属于母公司的净利润 13.82 亿元，同比增长 221.26%。主要原因为：（1）2021-2022 年，全球新能源汽车市场火热，动力电池需求增长带动了动力电池铝箔需求量攀升，公司调整产品结构，将低附加值产线转产生产动力电池铝箔；（2）传统类包装铝箔下游市场需求旺盛，经过多轮上调产品加工费，盈利水平有所提升。

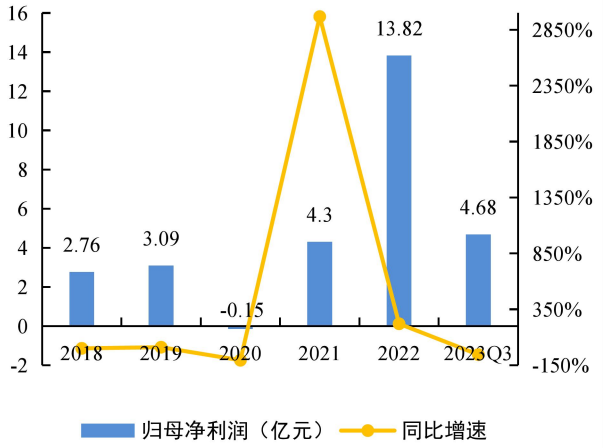
2023 年前三季度，公司实现营业收入 142.38 亿元，同比减少 14.46%，实现归母净利润 4.68 亿元，同比减少 54.69%。主要系公司收购的境外 Slim 铝业在 2023Q3 完成并表，受海外市场食品包装箔需求较弱及工人假期影响等导致亏损。

图 3：公司 2018 年-2023Q3 营收及增速（亿元）



资料　：Wind，长城国瑞证券研究所

图 4：公司 2018-2023Q3 归母净利润及增速（亿元）

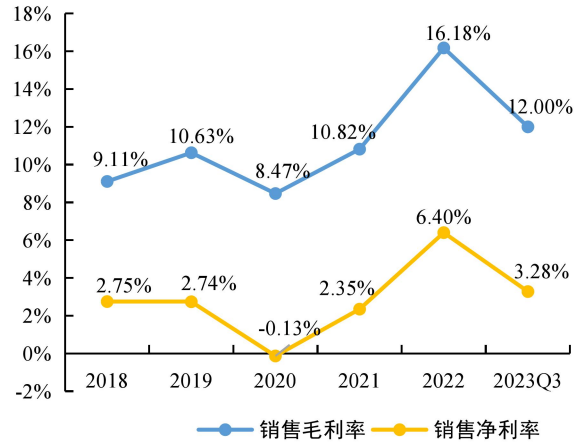


资料　：Wind，长城国瑞证券研究所

公司毛利率和净利率在 2021-2022 年实现回升，电池箔和双零箔贡献较大。由于 2020 年部分子公司受疫情影响产能利用率未达预期，叠加以美元结算的出口产品因美元贬值造成汇兑损益，导致公司当年毛利率和净利率分别下滑至 8.47%和-0.13%；公司产品定价采用“铝锭价格+相应加工费”的模式，2021-2022 年系电池箔需求高涨，加工费上行，公司毛利率和净利率呈现上升态势，2022 年公司毛利率和净利率分别 16.18%和 6.40%。受海外包装箔需求较弱影响，2023 年前三季度毛利率为 12.00%，较 2022 年末下降 4.18pct，净利率为 3.28%，较 2022 年末下降 3.12pct，盈利水平略降。

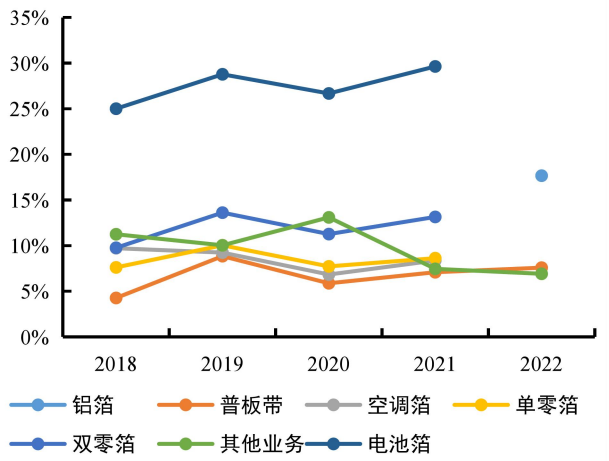
分产品来看，电池箔和双零箔毛利率水平较高，各产品毛利率较为稳定。2018-2021 年，电池箔毛利率保持在 25%-30%，2021 年达到 29.64%，明显高于公司其他种类的箔类产品；双零箔毛利率保持在 10%-15%，2021 年达到 13.15%；其他产品毛利率基本维持在 5%-10%左右。2022 年公司不再区别细分箔类产品毛利率，公司定价模式决定了各铝板带箔产品毛利率受原材料铝锭价格波动影响较大，各产品毛利率变化趋势较为一致。

图 5：公司 2018 年-2023Q3 毛利率及净利率



资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

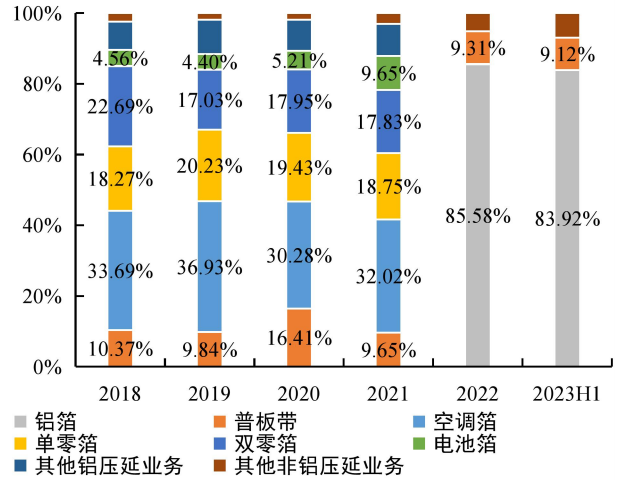
图 6：公司 2018-2022 年各产品毛利率



资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

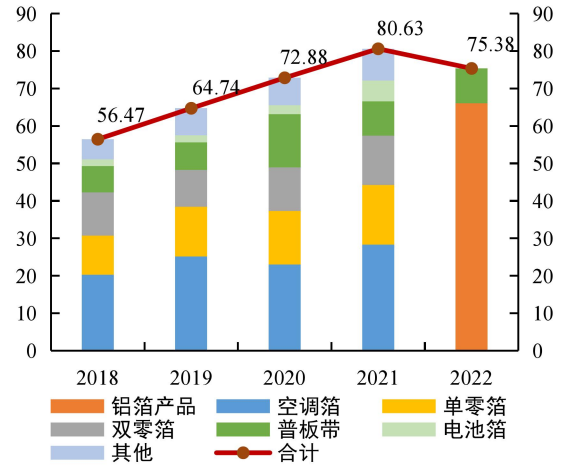
空调箔和单零箔业务贡献主要收入，2021 年起电池箔收入占比增大。2020 年及以前，公司的产品收入结构较为稳定，主要产品普板带、空调箔、单零箔、双零箔及电池箔占营收比例波动较小。2021 年，空调箔业务实现营业收入 58.17 亿元，占比 32.02%，为公司营收的主要　　；普板带业务实现营业收入 17.53 亿元，占比由 2020 年的 16.41%降低至 9.65%；电池箔业务实现营业收入 17.53 亿元，占比由 2020 年的 5.21%提升至 9.65%。2022 年后公司不再区别细分铝箔产品收入贡献，整体铝箔产品收入超 80%。

图 7：公司 2018-2023H1 年各产品营收占比



资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

图 8：公司 2018-2022 年各产品销量情况（万吨）

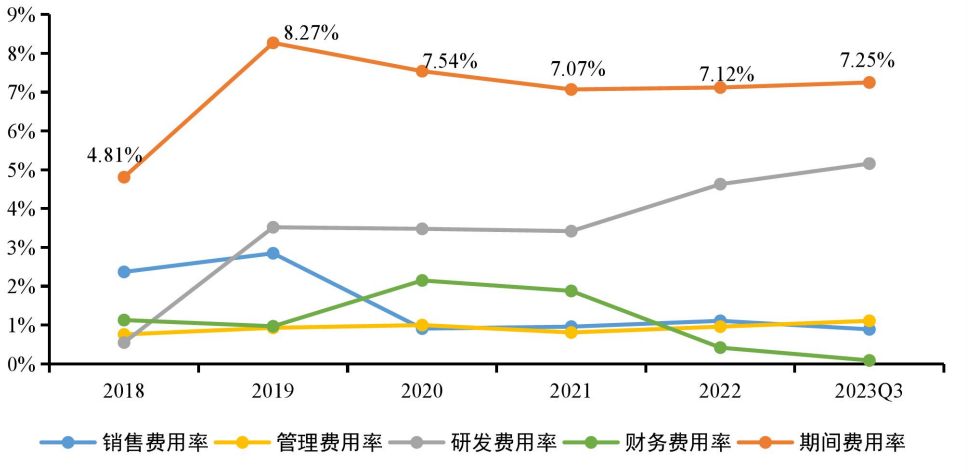


资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

公司费用率结构优化，研发费用率不断提升。自 2020 年起，公司期间费用率基本稳定在 7%-8%左右，公司 2023 年前三季度期间费用率为 7.25%。细分来看，近年公司管理费用率基本维持在 0.9%-1.1%，销售费用率和财务费用率整体呈现下降趋势。公司的研发费用率持续提升，2023 年前三季度研发费用率为 5.16%，表明公司不断加大核心技术的投入，整体费用结构逐步

得到优化，费用管控能力突出。

图 9：2018 年-2023Q3 公司期间费用率



资料　　：Wind，长城国瑞证券研究所

二、电池铝箔需求强劲，设备及转产能力影响供给释放

1. 电池铝箔应用于正极集流体，减薄趋势明显

由于铝板带箔的质轻、耐腐蚀、包覆性好等特性，广泛应用于家电、建筑、食品、电力电子等外壳包覆材料。铝板带是指以铝为主要原料，并且掺杂部分合金元素制造出来的铝板或者铝带，具有质轻、包覆性、屏蔽性好、耐腐蚀、强度高等优点。铝箔一般是指厚度小于 0.2mm、断面为长方形的轧制产品，按厚度可分为厚箔（0.1-0.2mm）、单零箔（0.01mm-0.1mm）、双零箔（0.001-0.01mm）。铝箔早期主要应用于建筑装饰领域，随着下游家电、锂电等领域消费的逐步兴起，在锂电池、电视、手机、电脑等领域均得到广泛应用。

表 2：铝箔种类及具体应用场景

行业	铝箔		
	厚箔	单零箔	双零箔
家电行业	空调箔，中央空调通风管道等	中央空调通风管道	中央空调通风管道
包装行业	瓶罐包装	医药、瓶罐等包装、日化用品包装	食品、烟草、医药、化妆品等产品包装等
建筑行业	铝塑管、装饰板	绝缘隔热材料、装饰板	绝缘隔热材料
电力电子	电缆箔、电子垫片	电解电容器、电力电容器	电力电容器
交通运输	复合箔，汽车等运输工具装饰材料	新能源锂电池、汽车、火车、飞机等装饰材料，液体燃料箱，飞机蜂窝材料等	
家用	食品与礼品包装	家用食品包装、器皿	
其他	工业绝缘屏蔽材料、航空航天铝箔制品、铝箔胶粒、磁性材料、通讯电缆护套及各种复合材料等		

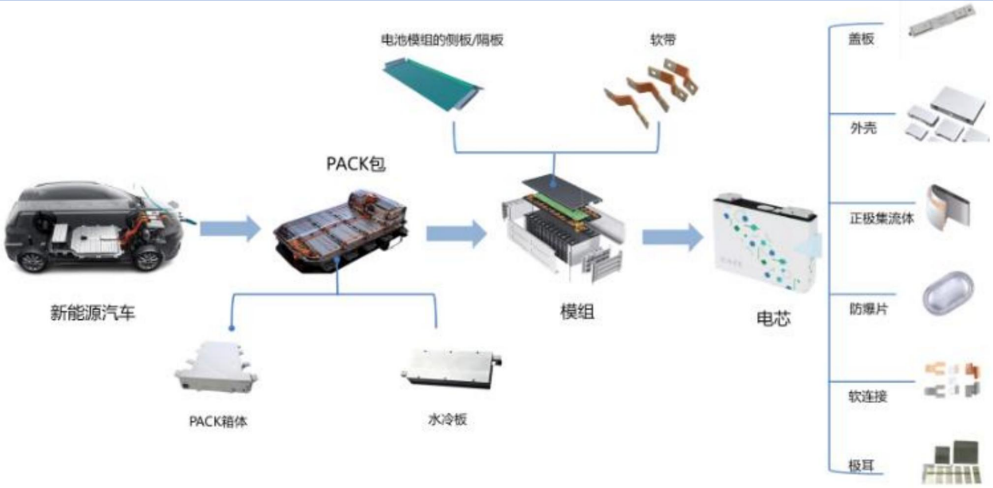
资料　　：公司招股书，长城国瑞证券研究所

电池铝箔即为锂电池集流体铝箔，新能源电池用铝产品包括电池铝箔、铝塑膜、电池 pack

包用铝及电池水冷板等。电池铝箔指的是作为锂离子充电电池正极集电体的铝箔，可以大幅度降低正极材料和集流体间的接触电阻，提高两者之间的附着能力，从而显著提升纯电动汽车及混合动力汽车续航能力。其他合金铝板带产品主要应用于动力锂电池的结构件（含电芯外壳、盖板、防爆片、软连接、极耳、PACK 箱体等）。

随着新能源汽车续航里程的要求逐渐扩大，对电池能量密度的要求也越来越高，正极集流体铝箔材料厚度进一步减薄。2023 年 5 月，鼎胜新材公布专利“一种 1N00 高性能超薄动力锂电池正极用集流体及其制备方法”，通过优化合金的配比、热处理工艺、调整油品参数等方式，在铝箔厚度降低的同时提升其抗拉强度和伸长率，正极铝箔已经从数年前的 15μm 减薄至 8-10μm 及以下，减薄程度超过 30%。目前大部分电池厂商在集流体中使用 9-10μm 的铝箔，未来仍有继续减薄的空间。

图 10：新能源锂电池相关的铝板带箔产品示意图



资料　　：Wind，永杰新材招股书，长城国瑞证券研究所

2. 需求端：新能车驱动电池箔需求，钠离子电池带来新增量

受新能源汽车销量增长需求推动，全球锂电池出货量大幅提升。据弗若斯特沙利文预测，2026 年全球新能源汽车销量将达到 2,287.2 万辆，以新能源汽车为下游的动力电池放量带动电池箔需求高涨。此外，光伏、风电等清洁能源配套储能需求不断上升，为电池箔需求提供增长动力。据 EVtank 预计，2026 年全球锂电池出货量将达到 2,413.1GWh，2022-2026 年 CAGR 为 22.8%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/316055125020010033