

股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	2.58
总股本/流通股本(亿股)	34.42 / 31.51
总市值/流通市值(亿元)	89 / 81
52周内最高/最低价	2.94 / 1.59
资产负债率(%)	50.4%
市盈率	224.35
第一大股东	高玉根
持股比例(%)	10.1%

研究所

分析师: 李帅华
 SAC 登记编号: S1340522060001
 Email: lishuaihua@cnpsec.com

胜利精密(002426)
复合铜箔星辰大海，不断走向新的胜利
● 投资要点

布局复合铜箔，切入新能源汽车锂电池业务。2019年以来胜利精密进行战略转型，积极处置各项非核心资产，聚焦消费电子和汽车零部件等核心主业。2022年9月29日，胜利精密公告计划在安徽舒城投资56亿元，建设复合铜箔、光学膜生产线。项目完成后，复合铜箔生产线总设计年产能12亿平方米，光学膜生产线总设计年产能85万平方米。公司布局复合铜箔业务等业务，成长可期。

复合铜箔优势明显，有望逐步推广。复合铜箔采用铜-高分子-铜复合结构，为以高分子为基材、两侧镀铜的新型铜箔材料，基材选取PET、PVC、PI、PP等高分子材料。复合铜箔是传统锂电池集流体（铜箔）的良好替代材料，相较传统锂电铜箔，在保证导电层导电性能和集流性能前提下，具有更安全、更高能量密度和低成本等优势，有望逐步替代传统锂电铜箔。

预计明年复合铜箔开始出货，未来高速增长。新能源汽车快速发展，预计随着复合铜箔技术成熟，明年有望开始出货，未来渗透率持续提升。假设2023-2025年复合铜箔的渗透率分别为1%、5%和10%，复合铜箔的平均售价分别为8、6、5元/平米。预计到2025年复合铜箔出货量有望达到16.2亿平米，对应的市场规模约为81亿元，年复合增长率为277%。

公司生产经营和业务发展已稳定恢复向好。2022Q3公司实现营业收入13.24亿元，同步增长4.8%，环比增长35.84%；归母净利润为0.95亿元，归母净利润转正。2022年前三季度虽然受到苏州及周边城市疫情导致人员和物流受阻等因素影响，但在公司的努力下，生产经营和业务发展在2022Q2已稳定恢复向好，Q3开始稳步增长。2020-2021年公司先后剥离掉南京德乐、富强科技、JOT Automation等子公司，公司盈利能力有望持续提升。

● 盈利预测

预计2022/2023/2024年公司归母净利润为1.49/3.77/7.66亿元，对应EPS为0.04/0.11/0.22元，对应PE为59.6/23.5/11.6倍。对比同行，公司目前估值较低，考虑到公司此前业务是消费电子结构件等产品，公司未来汽车结构件、复合铜箔、光学膜等业务产能相继释放，预计公司业绩有望较快增长，给予2023年40倍估值，对应股价4.4元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：

复合铜箔项目进度不及预期；消费电子复苏不及预期；新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5005	4573	5317	6311
增长率(%)	-47.8%	-8.6%	16.3%	18.7%
归属母公司净利润(百万元)	39	149	377	766
增长率(%)	-90.0%	284.4%	153.3%	103.0%
EPS(元/股)	0.01	0.04	0.11	0.22
市盈率(P/E)	229.07	59.59	23.53	11.59
市净率(P/B)	1.95	1.88	1.74	1.52
净资产收益率 ROE	0.8%	3.2%	7.4%	13.1%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 进军复合铜箔，切入新能源赛道	5
1.1 老牌智能制造企业，布局复合铜箔	5
1.2 轻装上阵，公司业务发展稳定向好	7
2 PET 铜箔产业化在即，预计 2025 年市场规模 81 亿	8
2.1 相较传统锂电铜箔，PET 铜箔优势明显	8
2.2 PET 铜箔快速渗透，预计年复合增长率 277%	11
3 公司加大镁合金研发，助力汽车轻量化	15
4 盈利预测	16
5 风险提示	17

图表目录

图表 1: 胜利精密的产品情况.....	5
图表 2: 胜利精密的股权结构及子公司情况 (截止到 2022 年 9 月 30 日)	6
图表 3: 公司 PET 铜箔的产品情况.....	6
图表 4: 公司季度营收及同比情况 (亿元)	7
图表 5: 公司季度归母净利润及同比情况 (亿元)	7
图表 6: 公司年度毛利率及净利率情况.....	7
图表 7: 公司年度期间费用率情况.....	7
图表 8: 公司季度毛利率及净利率情况.....	8
图表 9: 公司季度期间费用率情况.....	8
图表 10: 公司研发投入及占总营收比重 (亿元)	8
图表 11: 复合铜箔项目等固定资产累计完成额 (亿元)	8
图表 12: 锂电池的结构	9
图表 13: 某款 25Ah 三元锂电池中各项材料成本占比.....	9
图表 14: Soteria 复合集流体技术的优点.....	9
图表 15: 复合铝箔和复合铜箔对于集流体材料有着跨越式的提升	10
图表 16: 复合铜箔重量明显小于传统铜箔	10
图表 17: 复合铜箔材料成本明显小于传统铜箔	11
图表 18: 传统锂电铜箔的制作工艺流程.....	12
图表 19: 复合铜箔的制作工艺流程.....	12
图表 20: 国内新能源汽车销量情况 (万辆)	13
图表 21: 全球锂电铜箔出货量及增速 (万吨)	14
图表 22: PET 铜箔的市场规模 (亿元)	14
图表 23: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》对汽车轻量化提出了要求.....	15
图表 24: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中提出要提高镁合金的性能.....	15
图表 25: 不同车身用材的主要性能和规格	16
图表 26: 胜利精密在镁铝合金及汽车结构件的研发情况.....	16
图表 27: 行业内同类公司的估值比较 (wind 一致预期, 截至 2022/11/25)	17

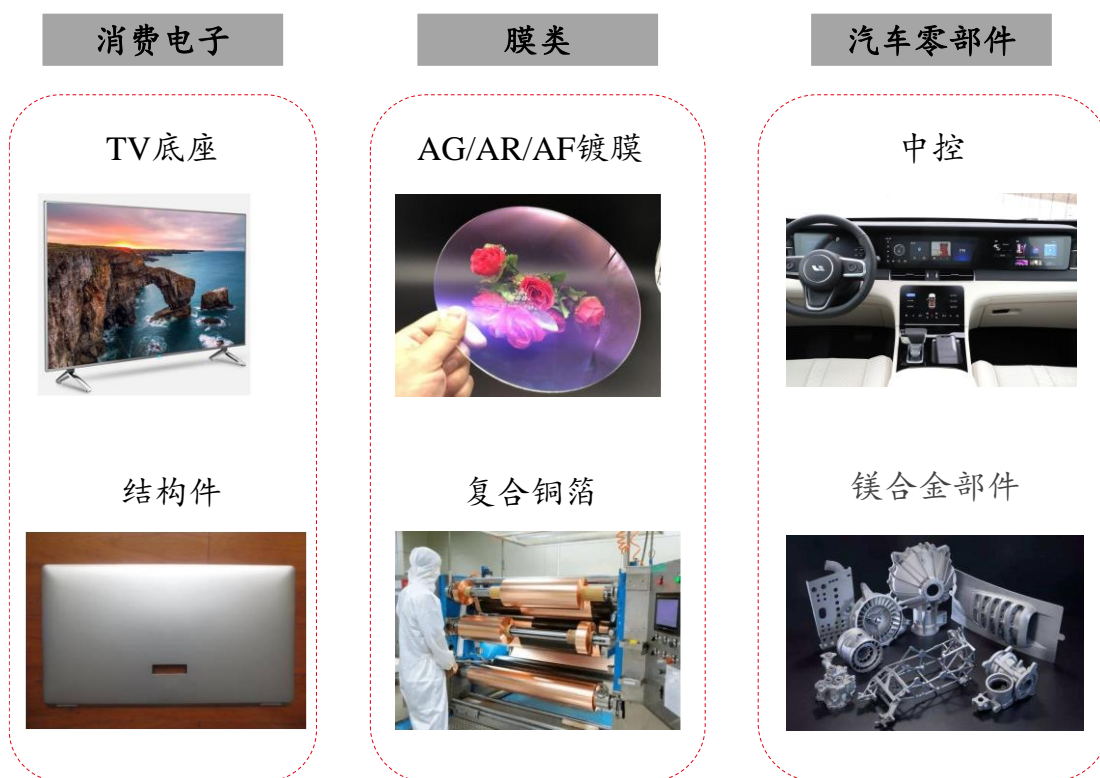
1 进军复合铜箔，切入新能源赛道

1.1 老牌智能制造企业，布局复合铜箔

胜利精密的主营业务为消费电子产品以及汽车零部件。2019 年以来胜利精密进行战略转型，积极处置各项非核心资产，聚焦消费电子和汽车零部件等核心主业。消费电子的产品主要包括精密金属结构件及结构模组、塑胶结构件及结构模组等，广泛应用于笔记本电脑、电视、智能手机以及智能穿戴设备等 3C 消费电子产品；

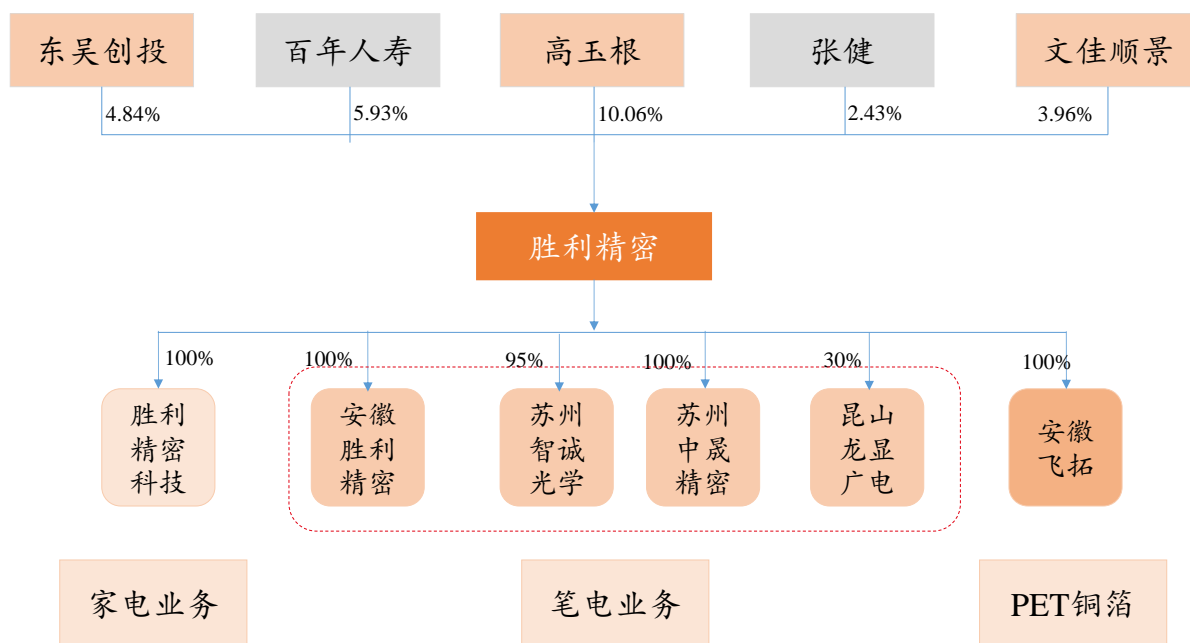
汽车零部件业务以光学玻璃盖板、复合材料显示盖板和镁合金结构件为主要产品，主要包括玻璃加工、复合板加工、AG/AR/AF 镀膜、干法 AG/AR/AF Film 制造及贴膜、3D 热弯玻璃、镁合金组件，以及全贴合等业务，为全球知名汽车品牌厂商及其核心供应商提供车载中控屏、仪表盘结构件等产品。

图表1：胜利精密的产品情况



资料来源：公司官网，百度，中邮证券研究所

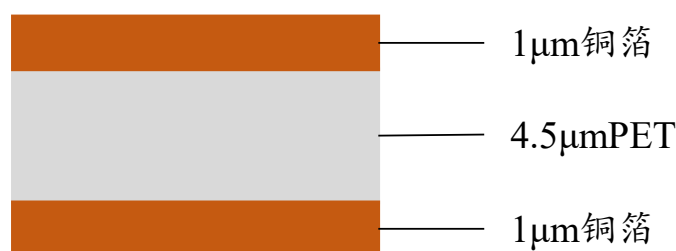
公司的实际控制人为高玉根，持股比例为 10.06%。截止到 2022 年 9 月 30 日公司的实际控制人为高玉根，持股比例为 10.06%。公司旗下苏州胜利光学玻璃主要负责玻璃真空镀膜，玻璃深加工；合肥胜利精密主要负责电视机底座、模具、冲压件等；苏州智诚光学、苏州中晟精密等主要负责笔电零部件等；安徽胜利精密主要负责金属结构件、玻璃真空镀膜、笔记本结构件等；安徽飞拓主要负责高性能复合铜箔、3A 光学膜等生产。

图表2：胜利精密的股权结构及子公司情况（截止到 2022 年 9 月 30 日）


资料来源：wind，中邮证券研究所

布局 PET 铜箔，切入新能源汽车锂电池业务。2022 年 9 月 29 日，胜利精密公告计划在安徽舒城投资 56 亿元，建设复合铜箔、光学膜生产线，其中一期计划投资 8.5 亿，建设 15 条高性能复合铜箔生产线、2 条 3A 光学膜生产线；二期计划投资 47.5 亿，建设 100 条高性能复合铜箔先进技术生产线。项目完成后，3A 光学膜生产线总设计年产能 85 万平方米，复合铜箔生产线总设计年产能 12 亿平方米。

复合铜箔开始送样，采用两步法“磁控溅镀-水电镀”。公司 PET 铜箔产品规格为 4.5 μm 的 PET 膜，双面各沉积 1 μm 铜膜，采用的是两步法“磁控溅镀-水电镀”，目前第一条全制程生产线已在安徽舒城产业园安装调试完成，PET 铜箔已二次送样。

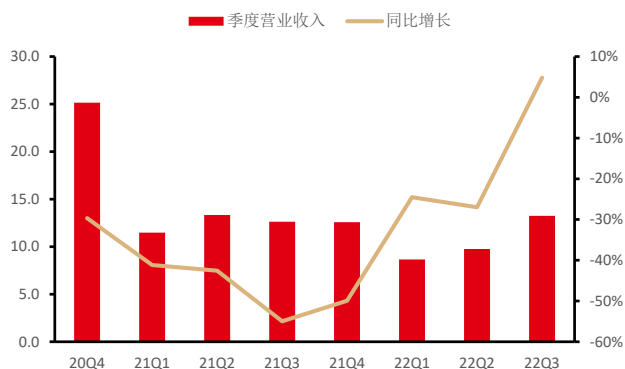
图表3：公司 PET 铜箔的产品情况


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 轻装上阵，公司业务发展稳定向好

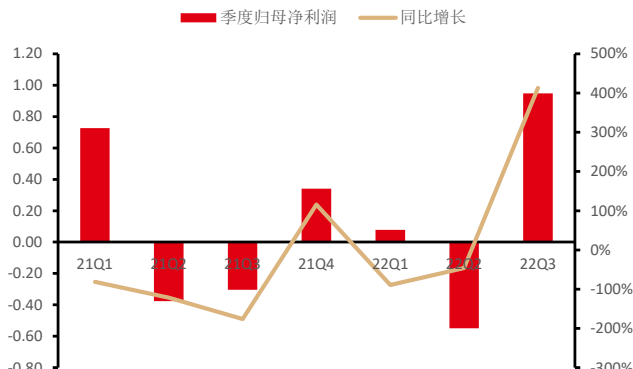
公司生产经营和业务发展已稳定恢复向好。2022Q3 公司实现营收 13.24 亿元，同步增长 4.8%，环比增长 35.84%；归母净利润为 0.95 亿元，归母净利润转正。2022 年前三季度虽然受到苏州及周边城市疫情导致人员和物流受阻等因素影响，但在公司的努力下，生产经营和业务发展在 2022Q2 已稳定恢复向好，Q3 开始稳步增长。

图表4：公司季度营收及同比情况（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

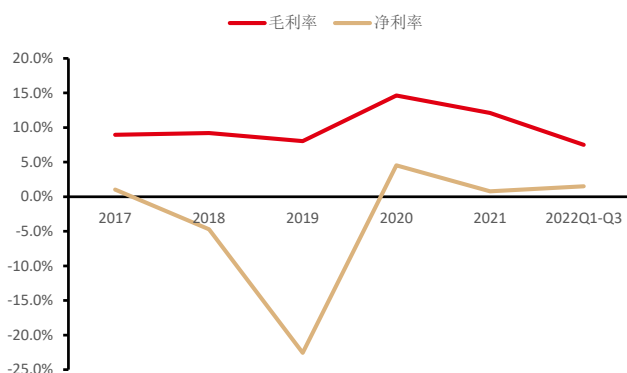
图表5：公司季度归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

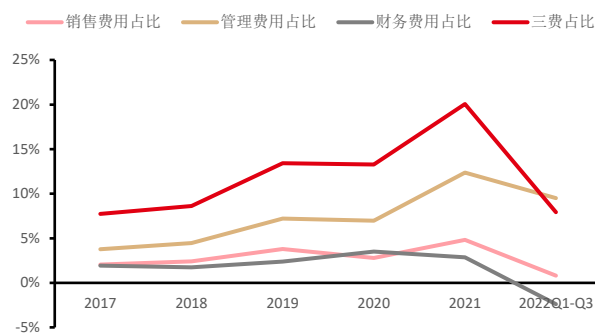
剥离资产聚焦主业，轻装上阵。2020-2021 年公司先后剥离掉南京德乐、富强科技、JOT Automation 等子公司，公司期间费用率不断下降。2022Q3 公司销售费用率为 0.6%，环比下降 0.3pct，管理费用率为 6.6%，环比下降 5.6pct，主要原因是由于公司剥离富强科技及 JOT。2022Q3 公司财务费用率为-4.0%，环比下降 0.2pct，主要原因是由于公司业务出口占比较大，2022Q2 以来人民币大幅贬值，汇兑收益增加。

图表6：公司年度毛利率及净利率情况

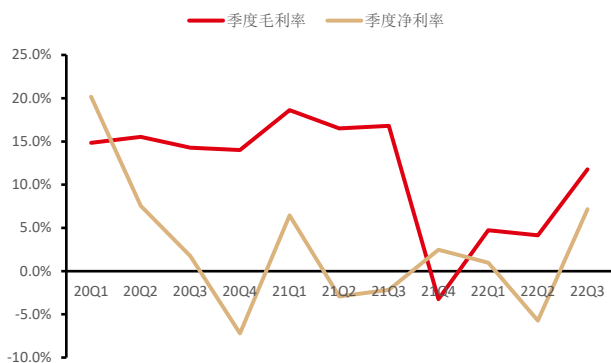


资料来源：Wind，中邮证券研究所

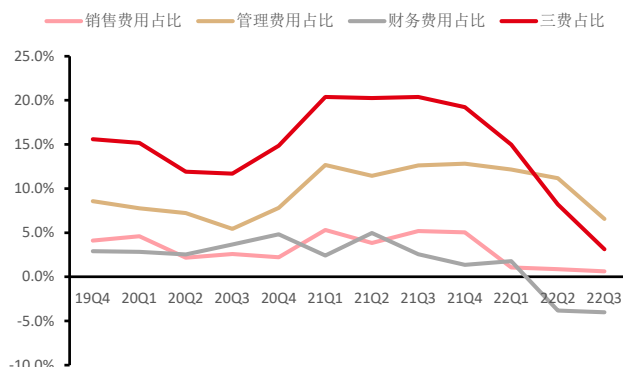
图表7：公司年度期间费用率情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

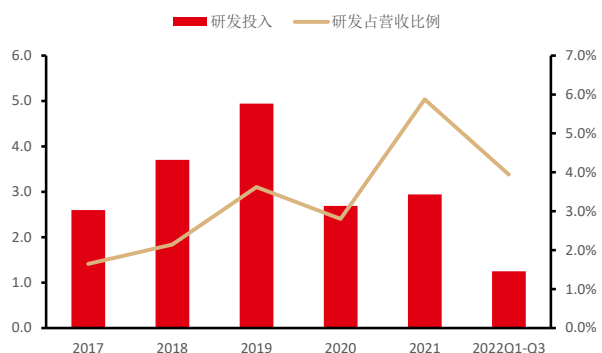
图表8：公司季度毛利率及净利率情况


资料来源：Wind，中邮证券研究所

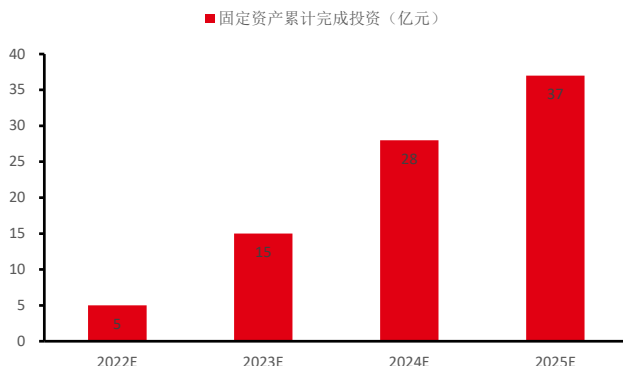
图表9：公司季度期间费用率情况


资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司十分重视研发，在 PET 铜箔研发有技术积累。2022 年前三季度公司研发投入为 1.2 亿元，占总营收比重的 4%，公司非常重视研发，截止到 2022 年 6 月 30 日公司拥有专利数量近 500 项，研发投入占比一直保持在 3% 以上。复合铜箔与公司现有产品在生产技术和工艺原理上相似相通，具有一定契合性，公司在真空溅镀、镀膜和复合材料加工等技术上拥有丰富的积累，在复合铜箔产品拓展上具有明显优势。

图表10：公司研发投入及占总营收比重（亿元）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：复合铜箔项目等固定资产累计完成额（亿元）


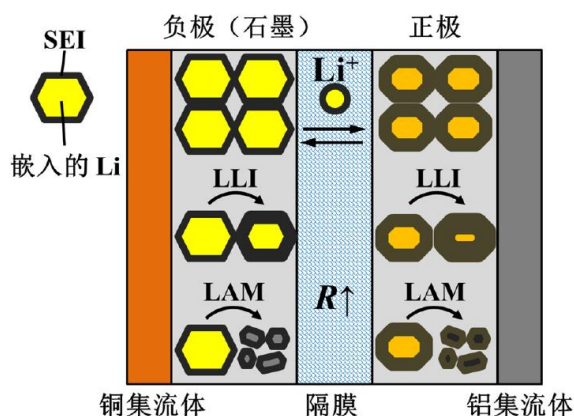
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 PET 铜箔产业化在即，预计 2025 年市场规模 81 亿

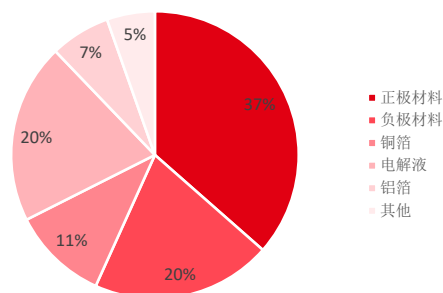
2.1 相较传统锂电铜箔，PET 铜箔优势明显

锂电铜箔是锂电池关键材料之一，影响锂电池的性能。锂电铜箔是锂电池关键材料之一，是作为负极集流体应用于锂电池中，集流体可以承载电极活性物质，并将其产生的电流汇集并输出。铜箔在锂电池电芯中质量占比约为 13%，仅次于正负极材料与电解液，成本占比约为 10%，仅次于正极和电解液。

图表12: 锂电池的结构



图表13: 某款 25Ah 三元锂电池中各项材料成本占比



资料来源: 车用锂离子动力电池热失控诱发与扩展机理、建模与防控, 中邮证券研究所

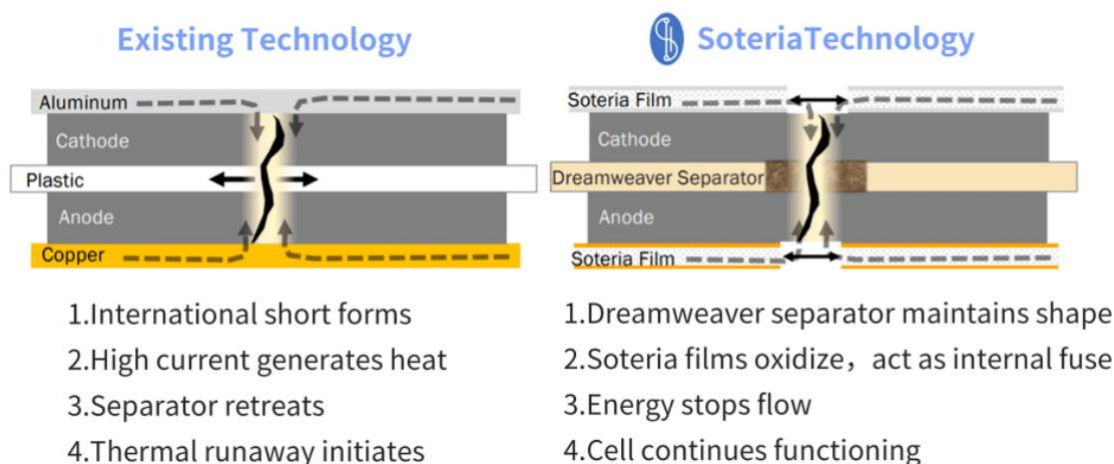
资料来源: 车用锂离子动力电池热失控诱发与扩展机理、建模与防控, 中邮证券研究所

复合铜箔优势明显, 有望逐步推广。随着新能源行业的高速发展, 其对电池能量密度、材料、性能等方面的要求也逐步提高, 锂电池向高能量密度、高安全性方向发展成为重要趋势。锂电池发展走势亦推动锂电铜箔朝着更薄、微孔、高抗拉强度和高延伸率方向发展, 基于上述情况, 复合铜箔作为新型锂电池负极集流体材料应运而生。

复合铜箔采用铜-高分子-铜复合结构, 为以高分子为基材、两侧镀铜的新型铜箔材料, 基材选取 PET、PVC、PI、PP 等高分子材料, 有机高分子材料具备绝缘性和柔韧性, 能够满足箔材的卷绕需求。复合铜箔是传统锂电池集流体 (铜箔) 的良好替代材料, 相较传统锂电铜箔, 在保证导电层导电性能和集流性能前提下, 具有更安全、更高能量密度和低成本等优势, 有望逐步替代传统锂电铜箔。

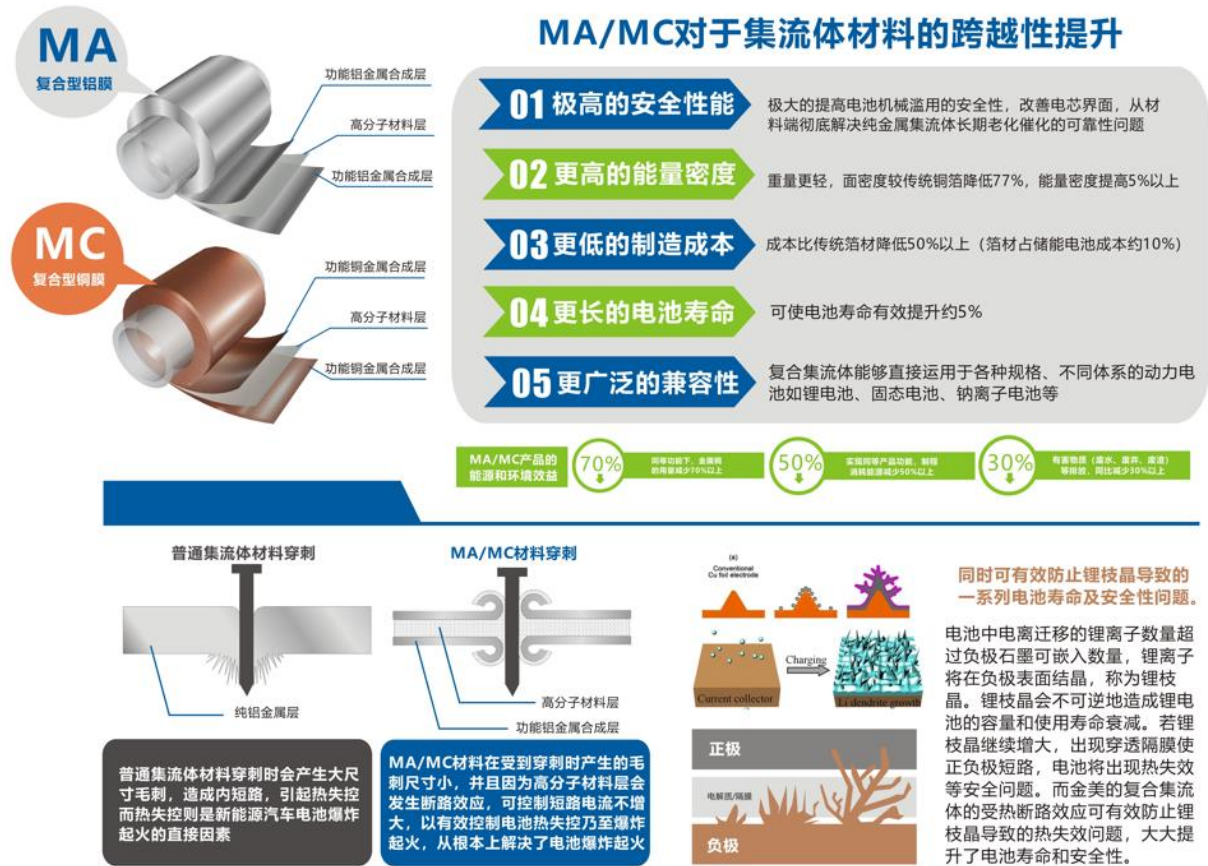
(1) 安全性高: 由于复合铜箔中铜层较薄, 短路时容易被烧断, 导致电流大幅减小, 温度提升小。同时由于铜层较薄, 产生锂枝晶较小, 提升了电池的循环稳定性。

图表14: Soteria 复合集流体技术的优点



资料来源: Soteria, 中邮证券研究所

图表15：复合铝箔和复合铜箔对于集流体材料有着跨越式的提升



资料来源：金美新材料官网，中邮证券研究所

(2) **重量轻**：假设1GWh锂电池负极集流体的用量为1200万平方米，对比6.5 μm 的铜箔和6.5 μm (PET4.5 μm , 铜箔2 μm)的PET铜箔，可以计算得到传统铜箔的重量为699吨，而PET铜箔的重量为289吨，减重58.7%。

图表16：复合铜箔重量明显小于传统铜箔

参数		铜箔	PET铜箔
厚度 (μm)		6.5	2+4.5
1GWh用量 (万 m^2)		1200	1200
铜层	厚度 (μm)	6.5	2
	密度 (g/cm^3)	8.96	8.96
	用量 (吨)	698.9	215.0
PET	厚度 (μm)	-	4.5
	密度 (g/cm^3)	-	1.37
	用量 (吨)	-	73.98
合计重量 (吨)		698.9	289.0

资料来源：Soteria，中邮证券研究所

(3) 成本低：假设铜价为 6.5 万元/吨，PET 的价格为 0.7 万元/吨，在不考虑加工费，制作成本等因素假设下，计算得到 1GWh 的锂电池中传统铜箔的材料成本为 4543 万元，PET 铜箔的材料成本为 1450 万元，材料成本下降 68%。

图表17：复合铜箔材料成本明显小于传统铜箔

参数		铜箔	PET铜箔
厚度 (μm)		6.5	2+4.5
1GWh用量 (万 m ²)		1200	1200
铜层	单价 (万元/吨)	6.5	6.5
	厚度 (μm)	6.5	2
	用量 (吨)	698.9	215.0
	成本 (万元/吨)	4543	1398
PET	单价 (万元/吨)	-	0.7
	厚度 (μm)	-	4.5
	用量 (吨)	-	73.98
	成本 (万元/吨)	-	52
合计成本 (万元)		4543	1450

资料来源：Soteria，中邮证券研究所

2.2 PET 铜箔快速渗透，预计年复合增长率 277%

传统电解铜箔的制造过程主要有四大工序：

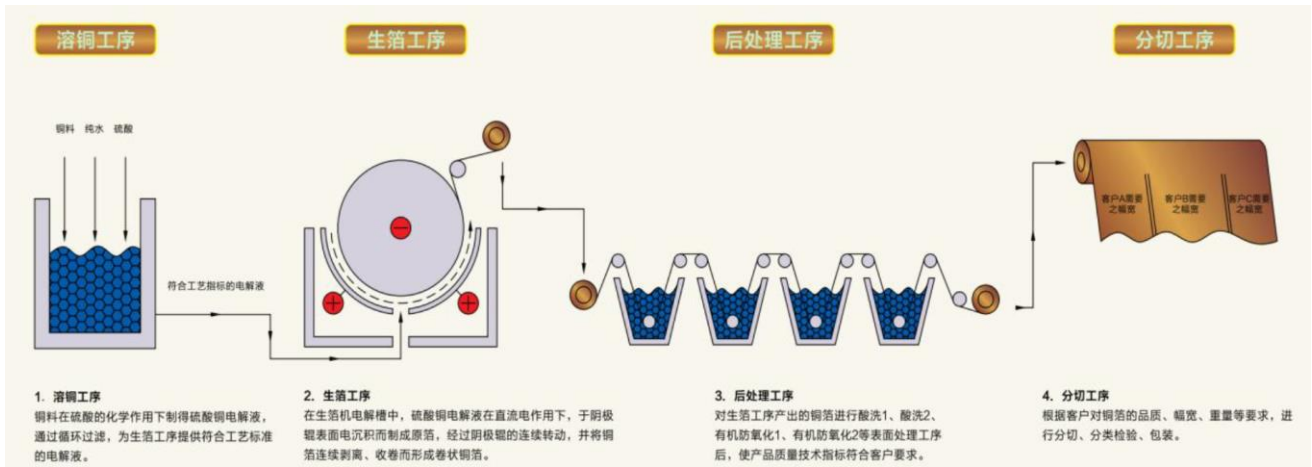
(1) 溶铜工序：电解液制备，在特种造液槽罐内，用硫酸、去离子水将铜料制成硫酸铜溶液，为生箔工序提供符合工艺标准的电解液。

(2) 生箔工序：在生箔机电解槽中，硫酸铜电解液在直流电的作用下，铜离子获得电子于阴极辊表面电沉积而制成原箔，经过阴极辊的连续转动、酸洗、水洗、烘干、剥离等工序，并将铜箔连续剥离、收卷而形成卷状原箔。

(3) 后处理工序：对原箔进行酸洗、有机防氧化等表面处理工序后，使产品质量技术指标符合客户要求。

(4) 分切工序：根据客户对于铜箔的品质、幅宽、重量等要求，对铜箔进行分切、检验、包装。

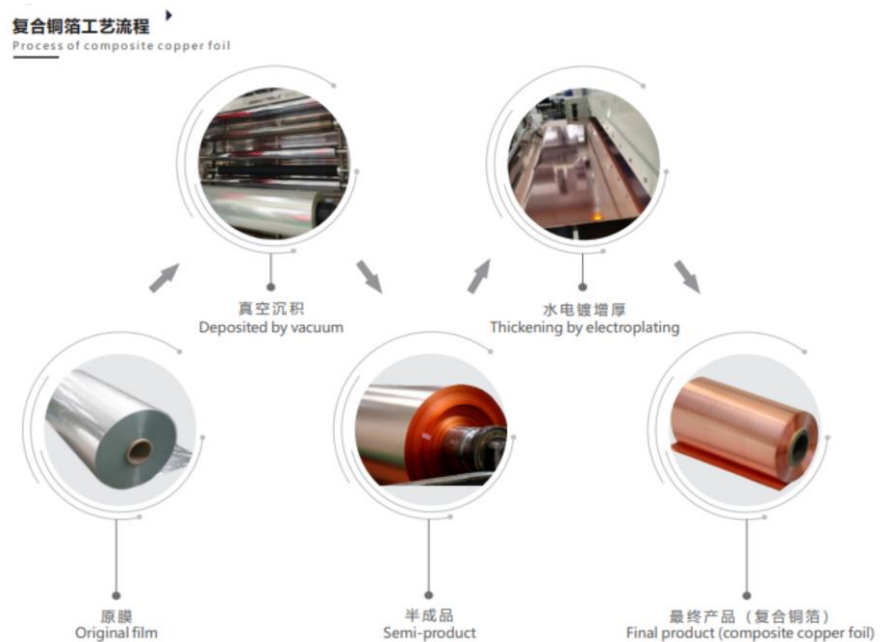
图表18：传统锂电铜箔的制造工艺流程



资料来源：嘉元科技招股说明书，中邮证券研究所

PET 铜箔的生产工艺最常用的是二步法，即“磁控溅射+水电镀”。复合铜箔的生产工艺主要包括一步法、二步法和三步法，其中一步法是直接在 PET 膜上沉积或溅射成铜金属层；二步法是通过 PVD（物理气相沉积）的方式，将铜溅射到 PET 膜上，然后再通过电镀的方式将铜金属层增厚至 1 μ m；三步法则是磁控溅射+真空镀膜+水电镀，真空镀膜是在真空条件下蒸发金属，使其冷凝在 PET 膜上。

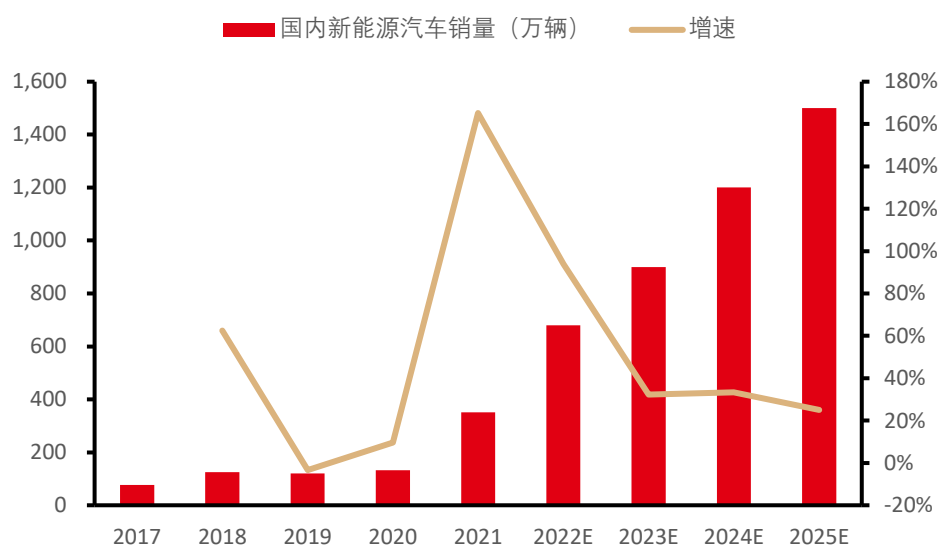
图表19：复合铜箔的制造工艺流程



资料来源：广东腾胜科技，中邮证券研究所

新能源汽车产量高速增长，预计 2022 年国内新能源销量 600-650 万辆。2021 年国内新能源汽车产量达 354.5 万辆，市场占有率达到 13.4%，同比增加 8pct。其中，纯电动汽车产销分别完成 294.2 万辆和 291.6 万辆，同比分别增长 1.7 倍和 1.6 倍；插电式混合动力汽车产销分别完成 60.1 万辆和 60.3 万辆，同比分别增长 1.3 倍和 1.4 倍。乘联会预计：2022 年新能源汽车将达到 600-650 万辆，同比增长 42%，市场占有率有望超过 18%。

图表20：国内新能源汽车销量情况（万辆）

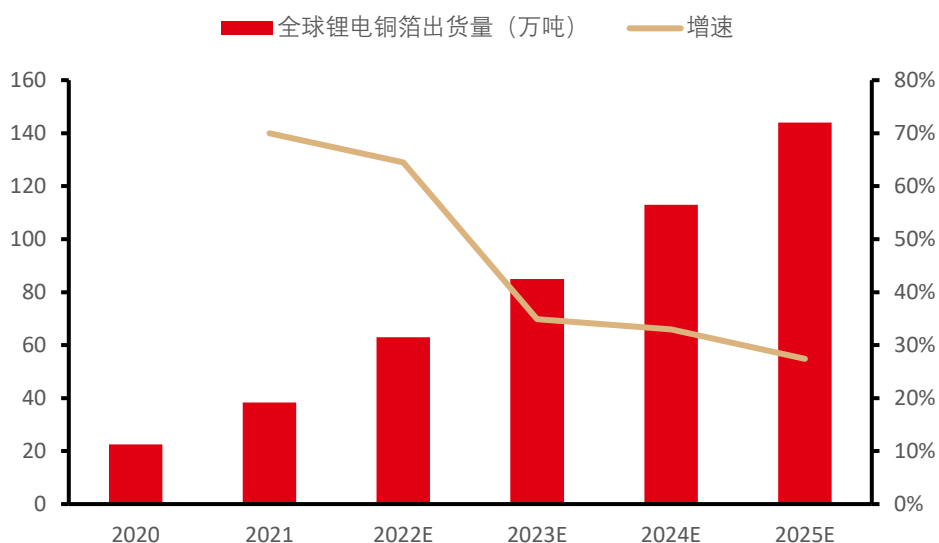


资料来源：中国汽车工业协会，乘联会，中邮证券研究所

2025 年全球新能源汽车产量预计突破 2700 万辆。为了推动碳中和，各国纷纷推出新能源汽车补贴政策，鼓励新能源汽车发展。美国加州计划 2035 年起禁止传统燃油车上市销售，德国也规定 2030 年后禁售传统汽车，计划上路 700 万至 1000 万辆电动汽车。据 EV-Volumes 的数据显示，2021 年全球新能源车型累计销量近 650 万辆，较去年同期增长 108%。我们预计全球新能源汽车销量将由 2021 年的 650 万辆增长至 2025 年的 2700 万辆。

锂电铜箔市场规模不断扩张。根据高工产研锂电研究所 (GGII) 数据显示，2021 年全球锂电池出货量为 543GWh，同比增长约 77.5%，预计 2025 年全球锂电池出货量将达到 2,140GWh，2021-2025 年平均复合增长率达 41.69%。锂电铜箔是锂电池的重要组成材料，锂电铜箔的市场规模随着锂电池行业的发展持续增长。根据 GGII 调研统计，2021 年全球锂电铜箔出货量为 38.3 万吨，同比增长 70.2%；GGII 预计，2025 年全球锂电铜箔出货量有望达到 144 万吨，2021-2025 年平均复合增长率预计为 39.2%。

图表21：全球锂电铜箔出货量及增速（万吨）



资料来源：GGII，中邮证券研究所

预计明年复合铜箔开始出货，未来高速增长。随着复合铜箔技术成熟，明年有望开始出货，预计 2023-2025 年复合铜箔的渗透率分别为 1%、5%和 10%，复合铜箔的平均售价分别为 8 元/平方米、6 元/平方米、5 元/平方米。预计到 2025 年复合铜箔出货量有望达到 16.2 亿平方米，对应的市场规模约为 81 亿元，年复合增长率为 277%。

图表22：PET 铜箔的市场规模（亿元）

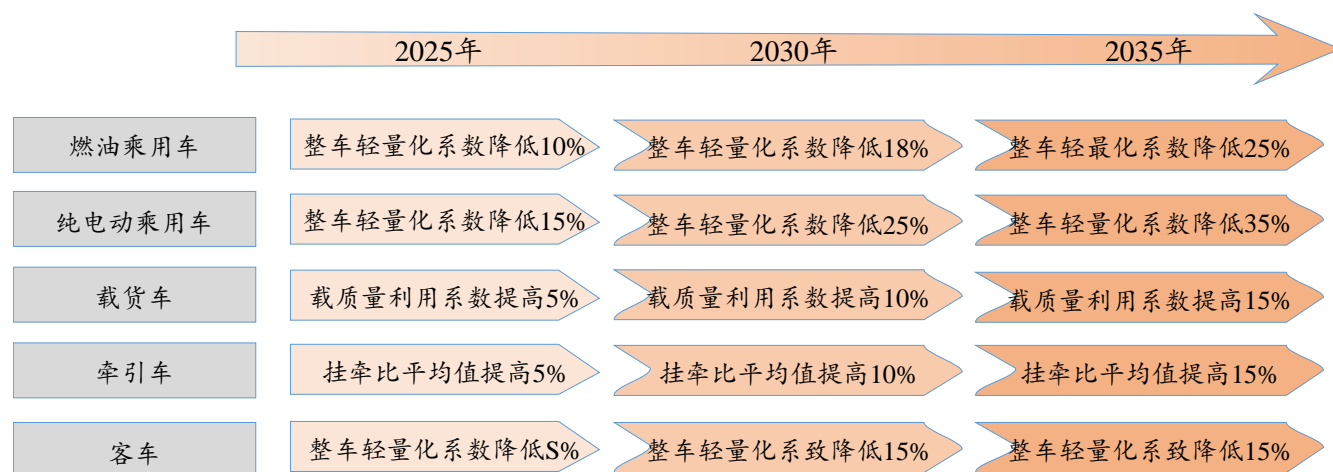
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内产量(万辆)	351	680	900	1200	1500
yoy	156.8%	93.7%	32.4%	33.3%	25.0%
海外产量(万辆)	299	400	600	1000	1200
yoy	60.4%	33.8%	50.0%	66.7%	20.0%
全球新能源汽车销量	650	1080	1500	2200	2700
对应电量(GWh)	154.5	540	750	1100	1350
负极集流体需求 (亿m ²)	18.54	64.8	90	132	162
PET铜箔渗透率	-	-	1%	5%	10%
PET铜箔需求 (亿m ²)	-	-	0.9	6.6	16.2
PET铜箔单价 (元/m ²)	-	-	8	6	5
PET铜箔市场规模 (亿元)	-	-	7.2	39.6	81
同比增长	-	-	-	450.0%	104.5%

资料来源：乘联会，中邮证券研究所

3 公司加大镁合金研发，助力汽车轻量化

近几年随着新能源汽车的不断发展，电动化、智能化、网联化、共享化成为汽车发展的新四化。部分企业也在新四化基础上加上轻量化作为新五化，并加以发展和推动。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中也确定了 9 个未来汽车技术重点发展方向：节能汽车、纯电动汽车和插电式混合动力汽车、燃料电池汽车、智能网联汽车、动力电池、电驱动总成系统、充电基础设施、轻量化以及智能制造和关键装备。

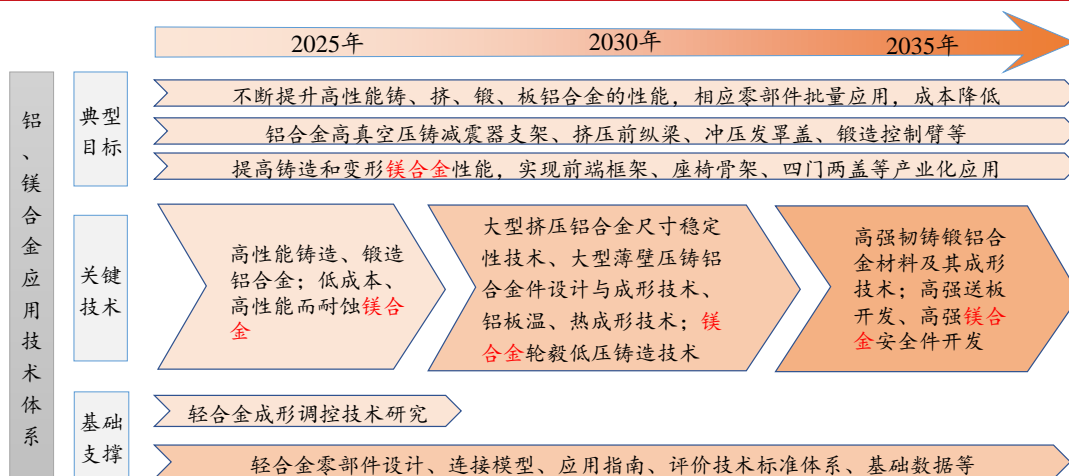
图表23: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》对汽车轻量化提出了要求



资料来源：节能与新能源汽车技术路线图 2.0，中邮证券研究所

研究表明：燃油汽车的质量每减少 10%，燃油经济性可提高 8%-10%，同时尾气的排放也会明显降低；纯电动汽车整车质量降低 10kg，续航里程可增加 2.5km。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中对燃油车以及新能源汽车轻量化进行了规划，计划 2025 年燃油乘用车整车轻量化系数降低 10%，2030 年降低 18%；计划 2025 年纯电动乘用车整车轻量化系数降低 15%，2030 年降低 25%

图表24: 《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中提出要提高镁合金的性能



资料来源：节能与新能源汽车技术路线图 2.0，中邮证券研究所

与铝合金相对比而言，镁合金具有良好的延展性和强度。因此，压铸成形的材料以及其他相关结构材料就具有明显的性质优势。从 20 世纪 80 年代以来，伴随着我国熔炼技术以及压铸技术的创新发展，镁合金不仅仅在航空航天领域得以应用，在计算机及通讯设备上更得到了较为广泛的应用。镁合金的应用充分解决了汽车轻量化需求，成为了汽车结构材料的新方向。

图表25：不同车身用材的主要性能和规格

材料	弹性模量(Gpa)	密度(g/cm3)	比刚度(Gpa*cm3/g)	厚度(mm)	抗拉强度(MPa)
钢	210	7.8	26.9	0.5-3.0	270-2000
铝	70	2.7	25.8	1.0-3.0	560
镁	45	1.7	26.5	1.0-2.0	290
塑料	1.2-13.4	1.0-2.0	0.6-13.4	2.0-5.0	100
碳纤维	228-490	1.4-1.6	130-280	1.5-5.0	2700-3200

资料来源：新能源汽车及其轻量化技术发展现状与趋势，中邮证券研究所

胜利精密积极布局汽车镁铝合金结构件。公司一方面加大对大尺寸汽车件结构件研发，通过研发生产汽车结构件来打入汽车行业领域，建设服务汽车相关配套业务的平台。另一方面也在加大镁铝合金的研发，凭借着之前在笔记本等消费电子外框的技术积累，公司切入汽车镁铝合金结构件上，已经为全球知名汽车品牌厂商及其核心供应商提供仪表盘镁铝合金结构件、车载中控屏等产品。

图表26：胜利精密在镁铝合金及汽车结构件的研发情况

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
大尺寸汽车件结构件研发	拓展新业务，布局汽车板块业务	目前已进入小批量试产阶段	形成稳定产能和新的利润贡献点并希望通过研发生产汽车结构件来打入汽车行业领域，为后续服务汽车相关配套业务的发展提供平台。	本项目是公司新开拓研发的一项稳健项目，是提高技术变现能力和推动商业盈利模式的一项突破。展望未来，汽车件可持续稳健的发展，逐步提升公司经营业绩及汽车件的市场占有率。
新型镁铝合金产品的研发	实现了产品以镁合金为主体的同时外圈可以做较宽幅面的高光效果。	先期调研，贴合治具制作，工艺制样，工艺制样，产品测试，试产已按计划开展。	在镁合金产品的基础上，通过外框与铝框进行结合，外圈实现原本镁合金无法制作的高光效果。	镁铝合金产品相较铝合金产品，同样可做高光工艺，且产品更轻便，更有竞争力。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 1.49/3.77/7.66 亿元，对应 EPS 为 0.04/0.11/0.22 元，对应 PE 为 59.6/23.5/11.6 倍。对比同行，公司目前估值较低。考虑到公司此前业

务是消费电子结构件等产品，公司未来汽车结构件、PET 铜箔、光学膜等业务产能相继释放，预计公司业绩有望较快增长，给予 2023 年 40 倍估值，对应股价 4.4 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表27：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/11/25）

公司	市盈率PE				市净率PB 2022E
	TTM	2021	2022E	2023E	
东威科技	114.0	62.3	96.6	58.1	23.2
骄成超声	127.2	0.0	117.7	70.0	10.3
宝明科技	-36.2	-6.8	578.9	124.1	-
阿石创	186.8	235.8	196.4	58.0	5.3
胜利精密	108.5	230.8	59.6	23.5	1.9
平均值	100.1	104.4	209.9	66.7	10.2

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 风险提示

复合铜箔项目进度不及预期；消费电子复苏不及预期；新能源汽车销售不及预期；上游原材料价格大幅波动。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	5,005	4,573	5,317	6,311	营业总收入增长率	-47.8%	-8.6%	16.3%	18.7%
营业成本	4,399	4,068	4,508	5,005	EBIT 增长率	-188.2%	81.2%	316.6%	258.2%
毛利润	606	505	809	1,306	归母净利润增长率	-90.0%	284.4%	153.3%	103.0%
税金及附加	38	23	27	32	总资产增长率	-17.9%	0.9%	8.7%	8.2%
销售费用	241	137	160	189	获利能力				
管理费用	325	274	319	379	净资产收益率	0.8%	3.2%	7.4%	13.1%
研发费用	294	183	213	252	总资产收益率	0.4%	1.6%	3.7%	7.0%
财务费用	143	0	0	0	投入资本收益率	-6.5%	-0.9%	1.8%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	-355	-67	144	517	偿债能力				
投资收益	495	229	266	316	资产负债率	50.4%	49.3%	49.6%	46.4%
营业利润	6	162	410	833	流动比率	0.87	0.90	0.99	1.15
营业外收支	25	0	0	0	速动比率	0.48	0.41	0.58	0.65
利润总额	30	162	410	833	营运能力				
所得税	-9	13	33	67	应收账款周转天数	115	100	100	100
少数股东损益	0	0	0	0	存货周转天数	96	100	100	100
归母净利润	39	149	377	766	总资产周转天数	733	726	655	598
资产负债表					每股指标 (元)				
货币资金	393	398	537	1,078	每股收益	0.01	0.04	0.11	0.22
应收票据	0	0	0	0	每股净资产	1.33	1.37	1.48	1.70
应收账款	1,305	1,235	1,719	1,787	估值比率				
其他应收款	320	61	382	144	PE	229.07	59.59	23.53	11.59
存货	928	1,331	1,173	1,607	PB	1.95	1.88	1.74	1.52
流动资产合计	3,786	3,872	4,677	5,504	现金流量表				
长期股权投资	288	288	288	288	净利润	39	149	377	766
固定资产	2,547	2,547	2,547	2,547	非现金支出	465	0	0	0
在建工程	580	580	580	580	非经营收益	-445	-229	-266	-316
无形资产	100	100	100	100	营运资金变动	-267	-144	-238	-224
商誉	39	39	39	39	经营活动现金流净额	-207	-224	-127	226
非流动资产合计	5,398	5,398	5,398	5,398	资本开支	-195	0	0	0
资产总计	9,184	9,271	10,075	10,902	投资	179	0	0	0
短期借款	2,144	2,144	2,144	2,144	其他	153	229	266	316
应付票据	82	302	123	349	投资活动现金流净额	137	229	266	316
其他流动负债	367	330	351	376	股权融资	7	0	0	0
流动负债合计	4,343	4,280	4,707	4,769	债务融资	-525	0	0	0
负债合计	4,630	4,568	4,995	5,056	其他	-268	0	0	0
股本	3,442	3,442	3,442	3,442	筹资活动现金流净额	-785	0	0	0
资本公积金	3,760	3,760	3,760	3,760	现金及现金等价物净增加额	-866	5	139	542
其他综合收益	70	70	70	70	期初现金	1,105	239	244	383
归母所有者权益	4,563	4,712	5,089	5,855	期末现金	239	244	383	925
少数股东权益	-9	-9	-9	-9					
所有者权益合计	4,553	4,702	5,080	5,846					
负债和所有者权益总	9,184	9,271	10,075	10,902					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048