

2023年07月25日

德福科技（301511.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周一（7月31日）有一家创业板上市公司“德福科技”询价。

◆ **德福科技（301511）：**公司主要从事各类高性能电解铜箔的研发、生产和销售；主营产品按照应用领域可分为电子电路铜箔和锂电铜箔，分别用于覆铜板、印制电路板和各类锂电池的制造。公司2020-2022年分别实现营业收入14.27亿元/39.86亿元/63.81亿元，YOY依次为88.84%/179.40%/60.08%，三年营业收入的年复合增速88.60%；实现归母净利润0.18亿元/4.66亿元/5.03亿元，YOY依次为-5.50%/2448.14%/8.01%，三年归母净利润的年复合增速101.37%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入12.78亿元，同比下降11.62%；实现归母净利润0.41亿元，同比下降66.89%。根据初步预测，2023年1-6月公司预计实现归母净利润6,150万元至7,150万元，同比变动-76.52%至-72.71%。

① **投资亮点：**1、公司是国内历史最悠久的内资电解铜箔企业之一，借助锂电铜箔及电子电路铜箔并行发展的战略布局，公司产品产销量稳居国内第一梯队。公司业务可追溯至成立于1985年的九江电子材料厂，发展初期以电子电路铜箔业务为主，积累了丰富的铜箔制造工艺经验，并于2015年开始导入锂电铜箔产品。借助着下游PCB产业向国内转移以及新能源汽车行业的发展机遇，公司在报告期间持续加速产能扩张，并陆续与宁德时代、生益科技等知名厂商建立了稳定的合作关系；其中，宁德时代更是与公司签署了《合作框架协议》，就2022-2025年承诺供应量进行了约定，对公司产品销售提供了一定保障。截至2022年末，公司已建成产能8.5万吨/年、在内资电解铜箔企业中仅次于龙电华鑫，同时公司电解铜箔出货总量及锂电铜箔出货量均位列内资企业第二，产销量稳居国内第一梯队。2023年度，公司在现有核心客户的基础上，持续开拓下游龙头企业；已成为LG化学合格供应商，于2023Q1取得首笔22吨的批量订单，预计Q2销量将增至100吨；新增开拓比亚迪，2023Q1对比比亚迪出货已超过300吨，预计Q2销量将增至1000吨，有望支撑公司今年业绩稳定。2、公司积极研发布局高端电子电路铜箔，进一步提升核心竞争力。随着国内5G通信产业的较快发展，适用于高频高速通信的高端电子电路铜箔市场需求日益增长，然而国内高端电子电路铜箔仍主要依赖进口、国产替代空间较大，尤其是应用最广、产量最大的低轮廓铜箔；公司积极布局高频高速等高端应用产品，其中，反面粗化处理电解铜箔（RTF）已处于终端验证阶段，低轮廓铜箔（VLP）、极低轮廓铜箔（HVLP）已进入规模试生产阶段。3、公司不断加强与上下游的战略合作关系。在上游材料端，阴极铜为公司最主要的生产原料，占公司主营业务成本的80%左右；2018年，公司与阴极铜的核心供应商白银有色、甘肃国投共同出资设立德福新材作为公司在兰州的生产基地，建立上下游产业链战略合作，德福新材选址甘肃兰州、毗邻白银有色，利好公司保障原材料供应的稳定及时。而在下游客户端，公司吸引宁德时代参投产业基金及LG化学等增资入股；其中，与LG化学的合作对于公司未来进入海外市场具有较为重要的战略意义。

② **同行业上市公司对比：**公司专注于电解铜箔领域；根据主营业务类型，选取诺德股份、嘉元科技、中一科技、以及铜冠铜箔等电解铜箔生产商为可比公司。从上述可比公司来看，2022年可比公司的平均收入规模为40.30亿元，

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	382.70
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.cn

相关报告

威力传动-新股专题覆盖报告（威力传动）
-2023年第158期-总第355期 2023.7.23
科净源-新股专题覆盖报告（科净源）-2023
年第159期-总第346期 2023.7.23
碧兴物联-新股专题覆盖报告（碧兴物联）-
2023年第160期-总第357期 2023.7.22
盟固利-新股专题覆盖报告（盟固利）-2023
年156期-总第353期 2023.7.21
华勤技术-新股专题覆盖报告（华勤技术）
-2023年第157期-总第354期 2023.7.21



可比 PE-TTM（算数平均）为 36.29X，销售毛利率为 17.57%；相较而言，公司营收规模处于同业的中高位区间，毛利率水平未及同业平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,426.6	3,986.0	6,380.8
同比增长(%)	88.84	179.40	60.08
营业利润(百万元)	1.4	654.6	716.7
同比增长(%)	-89.07	45,641.57	9.50
净利润(百万元)	18.3	466.1	503.4
同比增长(%)	-5.50	2,448.14	8.01
每股收益(元)	0.08	1.27	1.32

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、德福科技	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	7
（四）募投项目投入	8
（五）同行业上市公司指标对比	9
（六）风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2015-2021 年中国电子电路铜箔市场产量（单位：万吨）及同比增长	5
图 6：2015-2022 年中国电子铜箔进出口数据统计	6
图 7：2015-2022 年锂电铜箔出货量（万吨）及增长情况	6
图 8：2015-2022 年各终端锂电铜箔出货量（万吨）及增长情况	7
图 9：2018 年-2022 年锂电铜箔产品结构（万吨）	7
表 1：公司 IPO 募投项目概况	8
表 2：同行业上市公司指标对比	9

一、德福科技

公司主要从事各类高性能电解铜箔的研发、生产和销售；产品按照应用领域可分为电子电路铜箔和锂电铜箔，分别用于覆铜板、印制电路板和各类锂电池的制造。

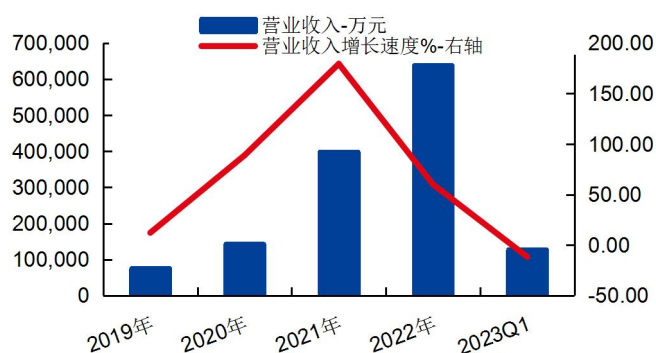
公司已建立起以“铜箔基础理论及微观研究”、“高性能铜箔性能提升”、“工艺关键过程参数测试与控制优化”、“产线设备设计与优化”以及“水处理测试与控制优化”等为核心的研发技术体系；是中国电子材料行业协会第七届理事会理事单位及其电子铜箔材料分会第一至三届理事会理事单位，在行业内具有突出的研发与技术优势。公司“高抗拉强度锂电池铜箔研发”、“5G 通讯用 12 微米反向处理铜箔（RTF）开发与产业化”、“12-35 μ mVLP 铜箔研发及产业化”项目分别入选江西省重大科技专项、甘肃省重大科技专项、甘肃省重点研发计划。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 14.27 亿元/39.86 亿元/63.81 亿元，YOY 依次为 88.84%/179.40%/60.08%，三年营业收入的年复合增速 88.60%；实现归母净利润 0.18 亿元/4.66 亿元/5.03 亿元，YOY 依次为-5.50%/2448.14%/8.01%，三年归母净利润的年复合增速 101.37%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 12.78 亿元，同比下降 11.62%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比下降 66.89%。

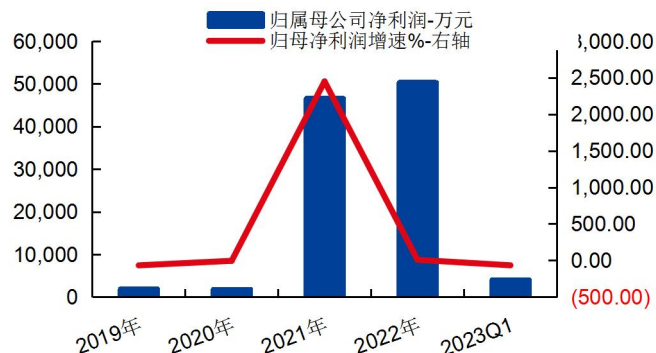
2022 年，公司主营收入按产品类型可分为两大板块，分别为电子电路铜箔（7.99 亿元，14.02%）、锂电铜箔（48.97 亿元，85.98%）；报告期内公司向锂电铜箔业务转型发展，陆续导入该等头部锂电池企业并放量，使得锂电铜箔产品收入贡献从 2020 年的 27.70%提升至 2022 年的 85.98%。

图 1：公司收入规模及增速变化



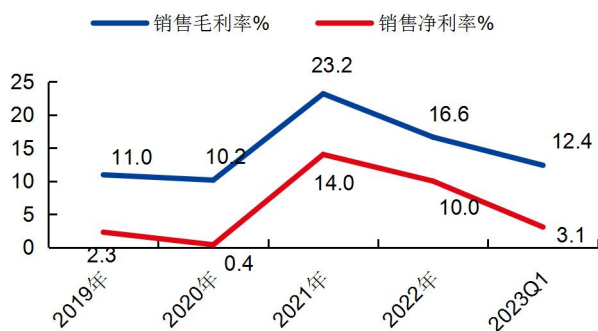
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



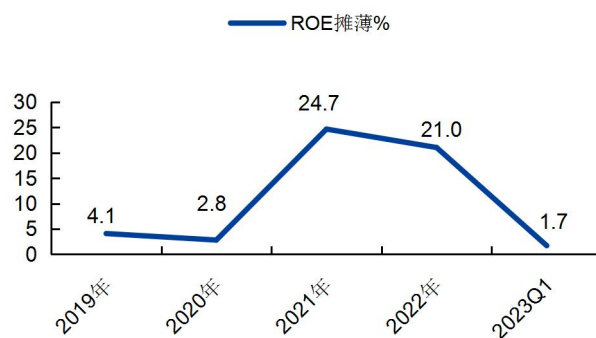
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

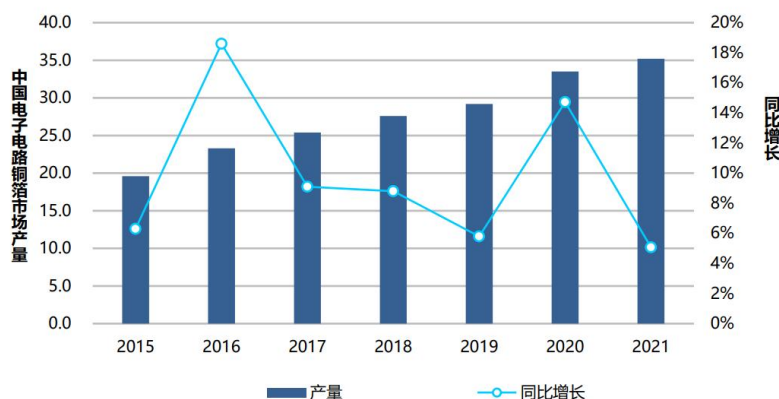
（二）行业情况

公司产品按照应用领域可分为电子电路铜箔和锂电铜箔；根据产品类型，公司可分属于电子电路铜箔行业和锂电铜箔行业。

1、电子电路铜箔行业

受益于中国 PCB 市场的蓬勃发展，中国电子电路铜箔行业近年来保持稳步增长，增速高于全球增速。CCFA 统计数据显示，2021 年中国电子电路铜箔产量为 35.2 万吨，同比增长 5.1%。

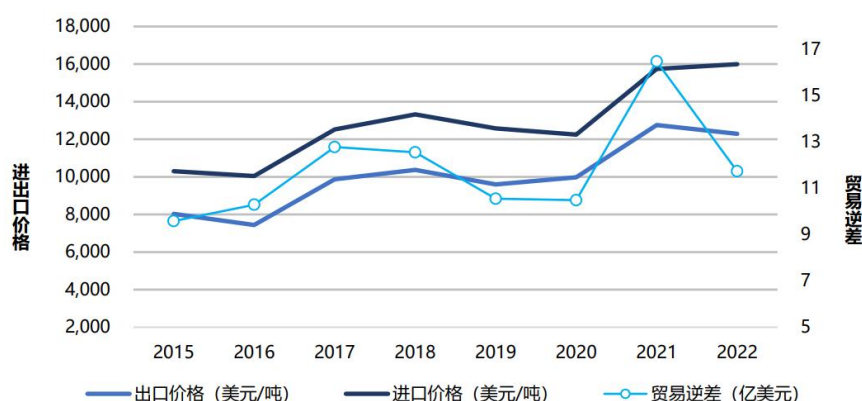
图 5：2015-2021 年中国电子电路铜箔市场产量（单位：万吨）及同比增长



资料来源：CCFA，高工产研 (GGII)，华金证券研究所

近年来我国电子电路铜箔在国际市场的竞争力虽然逐步提升，但高端产品与国际领先水平相比仍存在差距。海关进出口统计数据显示，2022 年我国电子铜箔的平均出口价格为 12,290.65 美元/吨，而平均进口价格为 15,991.90 美元/吨。目前，日本等外资铜箔企业在高端、高附加值产品上具有领先优势，2022 年我国向日本进口的电子铜箔产品进口平均单价为 23,551.96 美元/吨，远高于总体平均进口单价。总体而言，中国电子电路铜箔进出口单价差距和贸易逆差仍然较大，高档高性能电子电路铜箔进口替代市场空间较大。

图 6：2015-2022 年中国电子铜箔进出口数据统计

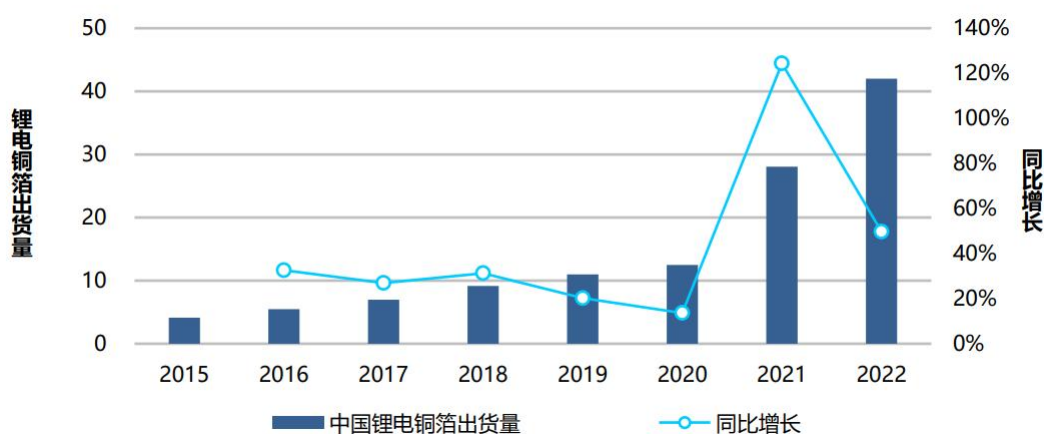


资料来源：海关统计数据在线查询平台，CCFA，华金证券研究所

2、锂电铜箔行业

近年来，铜箔作为锂电池的重要组成材料之一，受电池市场规模快速增长带动，锂电铜箔需求亦保持同步增长。2015-2019 年，我国锂电铜箔行业持续以 25% 以上增速快速发展。2019 年至 2020 年上半年，因新能源汽车补贴政策退坡以及经济低迷等因素影响，新能源汽车销量下降导致锂电铜箔需求疲软，同时 6 μ m 替代 8 μ m 进程加快，锂电铜箔出货量增长趋缓；2020 年 8 月以来，新能源汽车行业强势复苏，带动铜箔行业快速回暖，2020 年全年锂电铜箔实现 12.5 万吨出货量，同比增长 13.9%；2021 年下游市场高涨，全年锂电铜箔实现 28.05 万吨出货量，同比增长 124.0%；2022 年，国内新能源汽车市场发展延续高涨行情，全年锂电铜箔实现 42 万吨出货量，同比增长 49.7%。

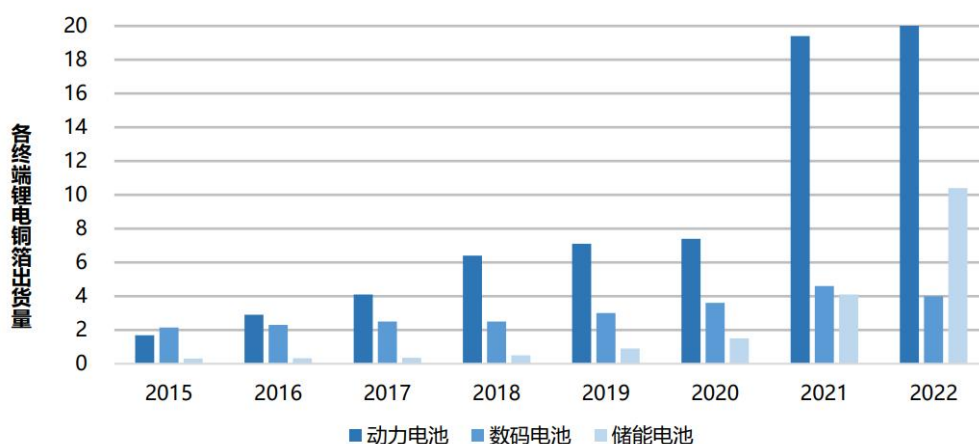
图 7：2015-2022 年锂电铜箔出货量（万吨）及增长情况



资料来源：高工产研 (GGII)，华金证券研究所

从细分应用领域来看，动力电池市场依旧是我国锂电铜箔最主要的应用领域。据 GGII 调研统计，2022 年动力电池用锂电铜箔出货量为 27.6 万吨，同比增长约 42.27%，在我国锂电铜箔市场中占比约 65.71%，未来几年，新能源汽车产业将继续带动中国锂电铜箔市场保持高速增长。同时，国内动力电池龙头企业技术布局也将引领着动力电池乃至整个锂电池行业技术走向，更影响了上游锂电铜箔行业的竞争态势与技术发展方向。

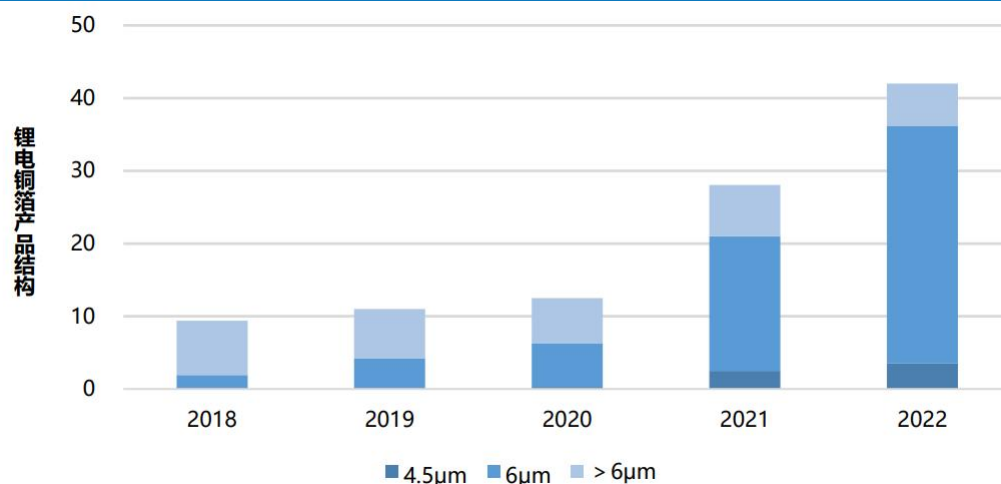
图 8：2015-2022 年各终端锂电铜箔出货量（万吨）及增长情况



资料来源：高工产研 (GGII)，华金证券研究所

从产品结构来看，近年来锂电铜箔明显呈现“轻薄化”趋势。根据 GGII 数据，2018 年以来 6 μ m 锂电铜箔开始逐渐替代 8 μ m 及以上锂电铜箔，早期主要是动力电池领域，而后延伸至数码领域部分头部企业。2020 年，6 μ m 及以下锂电铜箔占比为 50.4%；2021 年，6 μ m 及以下铜箔成为市场主流，渗透率上升至 74.9%；2022 年，6 μ m 及以下铜箔占比达到 86.2%。目前，存在部分技术发展相对谨慎的动力电池企业仍然主要应用 7 μ m、8 μ m 锂电铜箔，以及部分传统数码、储能、小动力、电动工具领域仍主要应用 8 μ m 及以上锂电铜箔。

图 9：2018 年-2022 年锂电铜箔产品结构（万吨）



资料来源：高工产研 (GGII)，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司是国内历史最悠久的内资电解铜箔企业之一，借助锂电铜箔及电子电路铜箔并行发展的战略布局，公司产品产销量稳居国内第一梯队。公司业务可追溯至成立于 1985 年的九江电子材料厂，是国内经营历史最悠久的内资电解铜箔企业之一；发展初期以电子电路铜箔业务为主，积累了丰富的铜箔制造工艺经验，并于 2015 年开始导入锂电铜箔产品。借助着下游 PCB 产业向国内转移以及新能源汽车行业的发展机遇，公司在报告期间持续加速产能扩张，并陆续与宁

德时代、国轩高科、生益科技等知名下游厂商建立了稳定的合作关系；其中，宁德时代更是与公司签署了《合作框架协议》，就 2022-2025 年承诺供应量进行了约定，对公司产品销售提供了一定保障。截至 2022 年末，公司已建成产能 8.5 万吨/年、在内资电解铜箔企业中仅次于龙电华鑫，同时公司电解铜箔出货总量及锂电铜箔出货量均位列内资企业第二，产销量稳居国内第一梯队。2023 年度，公司在现有核心客户的基础上，持续开拓下游龙头企业；已成为 LG 化学合格供应商，于 2023Q1 取得首笔 22 吨的批量订单，预计 Q2 销量将增至 100 吨；新增开拓比亚迪，2023Q1 对比亚迪出货已超过 300 吨，预计 Q2 销量将增至 1000 吨，有望支撑公司今年业绩稳定。

2、公司积极研发布局高端电子电路铜箔，进一步提升核心竞争力。随着国内 5G 通信产业的较快发展，适用于高频高速通信的高端电子电路铜箔市场需求日益增长，然而国内高端电子电路铜箔仍主要依赖进口、国产替代空间较大，尤其是应用最广、产量最大的低轮廓铜箔；公司积极布局高频高速等高端应用产品，其中，反面粗化处理电解铜箔（RTF）已处于终端验证阶段，低轮廓铜箔（VLP）、极低轮廓铜箔（HVLP）已进入规模试生产阶段。

3、公司不断加强与上下游的战略合作关系。在上游材料端，阴极铜为公司最主要的生产原料，占公司主营业务成本的 80%左右；2018 年，公司与阴极铜的核心供应商白银有色、甘肃国投共同出资设立德福新材作为公司在兰州的生产基地，建立上下游产业链战略合作，德福新材选址甘肃兰州、毗邻白银有色，利好公司保障原材料供应的稳定及时。而在下游客户端，公司吸引宁德时代参投产业基金及 LG 化学等增资入股；其中，与 LG 化学的合作对于公司未来进入海外市场具有较为重要的战略意义。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、28,000 吨/年高档电解铜箔建设项目：**本项目将新增年产 28,000 吨电解铜箔生产线，产线定位为高档锂电铜箔及电子电路铜箔，是公司扩大产能规模、保持市场占有率及竞争力的重要战略布局。经测算，本项目税后财务内部收益率 24.14%，静态投资回收期 5.84 年。
- 2、高性能电解铜箔研发项目：**公司拟利用现有研发体系开展前瞻性技术和产品研发工作。在锂电铜箔领域，公司将实施 4 μ m 超高模量铜箔、8 μ m 超高延伸率铜箔及多孔铜箔的开发；在电子电路铜箔领域，本项目将实施 5G 高频高速铜箔、可剥离型载体超薄铜箔的研发。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	28,000 吨/年高档电解铜箔建设项目	130,275.07	65,000.00	24 个月
2	高性能电解铜箔研发项目	15,914.00	15,000.00	36 个月
3	补充流动资金	40,000.00	40,000.00	-
	总计	186,189.07	120,000.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 63.81 亿元，同比增长 60.08%；实现归属于母公司净利润 5.03 亿元，同比增长 8.01%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-6 月营业收入为 255,000 万元至 265,000 万元，同比变动-3.08%至 0.72%；预计 2023 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润为 6,150 万元至 7,150 万元，同比变动-76.52%至-72.71%；预计 2023 年 1-6 月扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 6,000 万元至 7,000 万元，同比变动-76.62%至-72.72%。

公司专注于电解铜箔领域；根据主营业务类型，选取诺德股份、嘉元科技、中一科技、以及铜冠铜箔等电解铜箔生产商为可比公司。从上述可比公司来看，2022 年可比公司的平均收入规模为 40.30 亿元，可比 PE-TTM（算数平均）为 36.29X，销售毛利率为 17.57%；相较而言，公司营收规模处于同业的中高位区间，毛利率水平未及同业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊 薄
600110.SH	诺德股份	119.11	43.22	47.09	5.93%	3.52	-13.04%	20.33%	5.61%
688388.SH	嘉元科技	99.91	26.06	46.41	65.50%	5.21	-5.36%	19.85%	7.14%
301150.SZ	中一科技	60.34	17.16	28.95	31.81%	4.13	8.32%	20.11%	10.50%
301217.SZ	铜冠铜箔	113.16	58.72	38.75	-5.07%	2.65	-27.86%	9.98%	4.70%
301511.SZ	德福科技	/	/	63.81	60.08%	5.03	8.01%	16.63%	21.02%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 7 月 25 日），华金证券研究所

（六）风险提示

因技术升级导致的产品迭代风险、因新能源电池技术路线发展导致的风险、产能扩张较快致使产能利用率不足的风险、上游原材料价格波动风险、前五大客户变化及集中的风险、产品质量风险、与宁德时代《合作框架协议》的相关履约风险、内控风险、业绩波动较大和期后业绩大幅下滑的风险、关联采购占比较高的风险、税收优惠政策变化风险、资产权属瑕疵风险、资产抵押及质押借款风险、下游市场需求波动的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn