

并购切入锂电设备行业，复合铜箔设备再成长

 证券研究报告

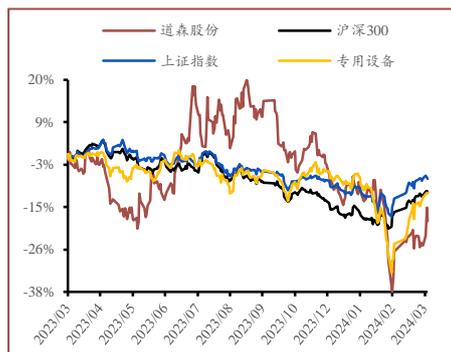
投资评级:增持(首次)

基本数据

2024-03-13

收盘价(元)	23.42
流通股本(亿股)	2.08
每股净资产(元)	3.24
总股本(亿股)	2.08

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **剥离油气设备，并购洪田，公司业务结构持续优化：**2022 年，公司并购洪田科技 51% 股权，洪田科技是专业的铜箔设备公司，是中一科技，诺德等头部铜箔公司的设备供应商，标的资产优质。并逐步剥离油气设备资产，先后出售子公司成都道森、美国道森、新加坡道森、道森阀门、江苏隆盛的股权，上市公司的资产结构和业务进一步优化。2023 年，公司增持洪田科技股权至 81%，持股比例进一步加大，公司盈利能力得到加强。
- ❖ **铜箔设备正在国产化替代，复合铜箔设备打开第二成长曲线：**早期铜箔设备依赖日本进口，特别是阴极辊。公司实现技术突破，对铜箔设备进行国产化，同时公司国产铜箔设备完成向海外出口，市场份额逐步提升；2023 年公司在南通新投资建设新能源高端装备制造项目，计划总投资 10 亿元建设年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套等，复合铜箔设备放量在即。
- ❖ **项目订单逐步落地，复合铜箔产业趋势确定：**2023 年 4 月，子公司洪田科技新一代“真空磁控溅射一体机”发布获得首批复合铜箔生产设备订单，订单金额约 7000 万元。2023 年 7 月公司公告与诺德股份订单复合铜箔一体机设备“卷绕磁控溅射镀膜机”(可双面镀金属材料)、“卷绕磁控溅射蒸镀复合镀膜机”(可双面镀铜镀铝)、“卷绕蒸发镀膜机”(可双面镀铝)订单，新订单达 1.84 亿元，复合铜箔一体机订单大幅增加。随着产业的成长，一体机设备出货量有望进一步增长。
- ❖ **投资建议：**公司作为业内领先的铜箔生产设备厂商，率先布局复合铜箔设备，成长性高。我们预计 2023-2025 年实现营业收入 21.45/22.98/25.42 亿元，归母净利润 1.83/2.78/3.48 亿元，对应 PE 24.41/16.09/12.86 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**铜箔行业发展不及预期；市场格局恶化；技术路线变化风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1175	2190	2145	2298	2542
收入增长率(%)	38.58	86.39	-2.03	7.13	10.62
归母净利润(百万元)	-36	106	183	278	348
净利润增长率(%)	-920.15	398.99	72.37	51.69	25.11
EPS(元/股)	-0.17	0.51	0.88	1.34	1.67
PE	—	52.31	24.41	16.09	12.86
ROE(%)	-4.10	10.68	21.63	25.72	24.35
PB	5.05	5.57	5.28	4.14	3.13

数据来源: wind 数据 2024.3.13, 财通证券研究所

内容目录

1	传统油气设备制造商并购切入复合铜箔领域.....	4
1.1	收购洪田科技、切入锂电铜箔领域.....	4
1.2	控股洪田科技、股权结构集中.....	4
1.3	洪田科技带给公司新动力.....	5
1.4	控股子公司洪田科技资产优质，成长性好.....	6
2	洪田科技电解铜箔设备实现国产化替代.....	6
2.1	电解铜箔市场广阔，行业发展迅速.....	7
2.2	“阴极辊”需求旺盛，国产化替代大势所趋.....	8
2.3	“电解铜箔高端生产设备”生产技术优势突出.....	11
2.4	加码产能扩张，盐城高端装备制造项目交付在即.....	13
3	复合铜箔新技术带来新的成长极.....	14
3.1	积极前瞻性布局复合铜箔设备，斩获大订单.....	15
3.2	客户结构优质，产品覆盖面广.....	16
4	盈利预测及投资建议.....	18
5	风险提示.....	21

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司股权结构（截止 2023 年 9 月 30 日）.....	5
图 3.	公司 2016-2023Q3 营收情况（百万元）.....	5
图 4.	公司 2016-2023Q3 盈利情况（百万元）.....	5
图 5.	2022 年度公司主营产品占比构成.....	6
图 6.	2018-2023H1 公司销售毛利率、销售净利率.....	6
图 7.	洪田科技营收持续增长（百万元）.....	6
图 8.	洪田科技净利润持续增长（百万元）.....	6
图 9.	全球锂离子电池出货量（GWh）.....	7
图 10.	2020-2025 年全球及中国 PCB 产值及预测（亿美元）.....	7
图 11.	电解铜箔分类.....	8
图 12.	铜箔产业链梳理.....	8

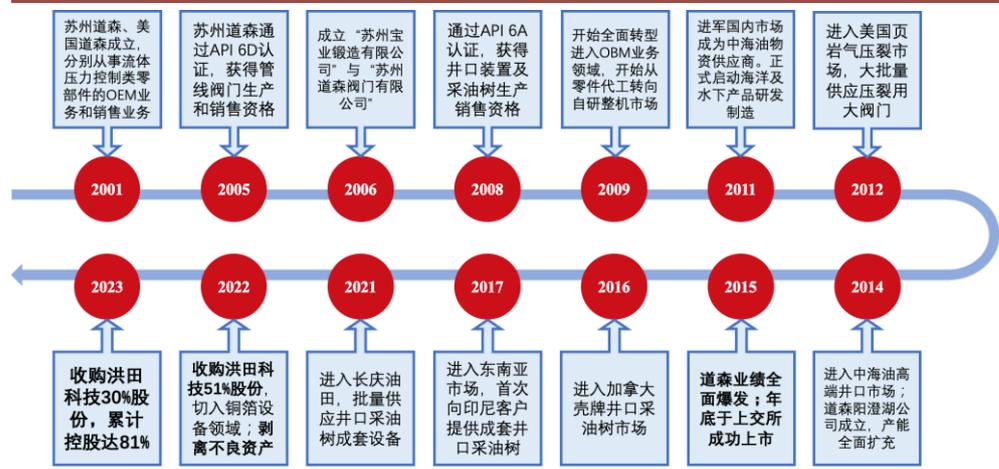
图 13. 电解铜箔生产工序.....	9
图 14. 电解法连续制造铜箔设备简图.....	10
图 15. 钛阴极辊结构示意图.....	10
图 16. 2019-2025E 年锂电铜箔国产市占率变化.....	11
图 17. 2019-2025E 年电子电路铜箔国产市占率变化.....	11
图 18. 洪田科技铜箔设备技术示意图.....	13
图 19. 复合集流体产品结构示意图.....	14
图 20. 传统铝箔与电子复合铝膜对比.....	15
图 21. 传统铜箔与电子复合铜膜对比.....	15
图 22. 洪田科技客户.....	17
表 1. 电解铜箔市场空间测算（万吨）.....	8
表 2. 国产阴极辊与进口阴极辊对比.....	10
表 3. 国内阴极辊研发生产情况.....	10
表 4. 洪田科技铜箔设备全布局.....	12
表 5. 定增项目表.....	14
表 6. 三种技术路线对比.....	15
表 7. 公司与诺德股份合作情况.....	17
表 8. 公司分业务收入及毛利率.....	19
表 9. 可比公司估值对比表（截至 2024/3/7 收盘）.....	21

1 传统油气设备制造商并购切入复合铜箔领域

1.1 收购洪田科技、切入锂电铜箔领域

公司原有业务为油气开采设备，2022 年收购洪田科技 51% 股份、正式切入锂电铜箔领域。公司成立于 2001 年，主营流体压力控制类零部件的 OEM 业务和销售业务。2015 年公司上交所上市。2022 年并购洪田科技 51% 股份切入锂电设备领域，洪田科技是国内铜箔设备知名制造商、创新性推出国内首台真空磁控溅射一体机等复合铜箔一体机设备，成为复合铜箔设备领先企业。

图1.公司发展历程

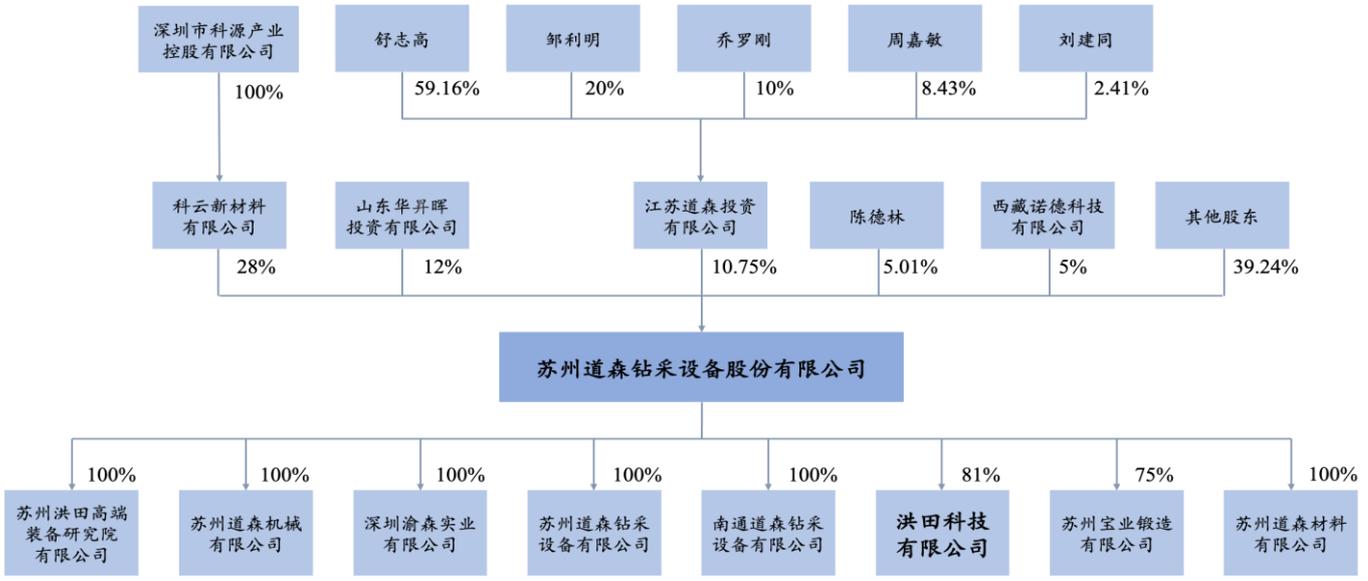


数据来源：公司公告、公司官网、Wind、财通证券研究所

1.2 控股洪田科技、股权结构集中

截至 2023 年 9 月 30 日，公司的第一大股东为科云新材料有限公司，持有股权比例 28%。截至 2023 年 9 月 30 日，公司持股洪田科技有限公司达 81%。同时，公司逐步剥离低效资产，不断优化上市公司资产结构，提高上市公司盈利能力。公司先后出售子公司成都道森、美国道森、新加坡道森股权和控股子公司苏州道森阀门有限公司、江苏隆盛 70% 的股权，上述出售资产均已完成交割。

图2.公司股权结构（截止2023年9月30日）

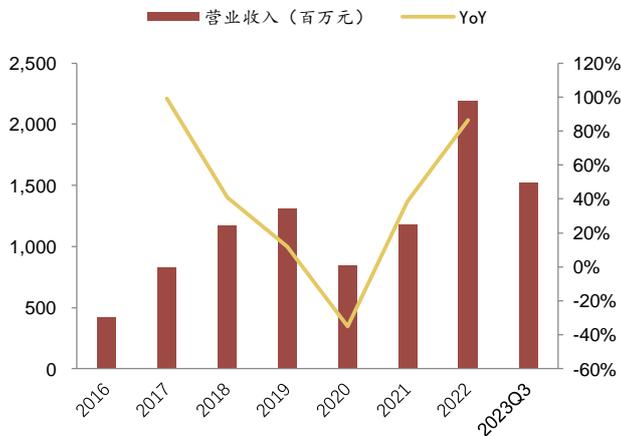


数据来源：公司公告、Wind、财通证券研究所

1.3 洪田科技带给公司新动力

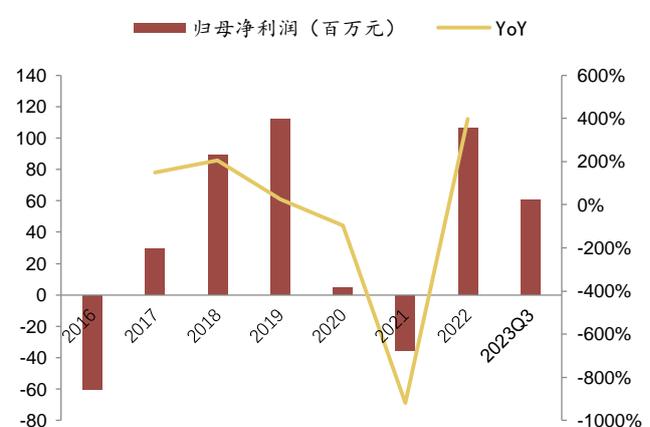
并购洪田科技，带来新的增长点。2016-2019年，公司经营稳步向上，主要受益于油气行业周期上行，2020-2022年，传统油气行业受到外部环境冲击等，市场下行对油服行业影响，业绩承压。2022年6月，公司收购洪田科技51%股权正式进入锂电设备行业。2022年公司实现营业收入21.90亿元，同比增长86%，实现归母净利润1.06亿元，同时扭亏为盈，主要原因系公司成功并购洪田科技，营收利润并表，母公司经营业绩的大幅改善。2023年公司前三季度营收15.20亿元，同比微增4.11%，前三季度归母净利润0.61亿元，同比小幅下滑3.93%，主要原因系剥离原有业务石油钻采业务所致，并且去年此业务汇兑收益高，当期发生亏损。

图3.公司 2016-2023Q3 营收情况（百万元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

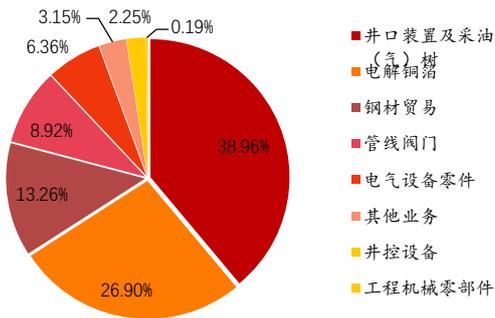
图4.公司 2016-2023Q3 盈利情况（百万元）



数据来源：Wind、财通证券研究所

优质资产注入，盈利能力得到提升。2022年洪田科技并表后，电解铜箔业务营收占比26.90%，成为公司的第二大业务。公司销售毛利率和净利率均转正，随着2023年公司持股洪田科技比重进一步加大，公司销售毛利率、销售净利率有望进一步提升。

图5.2022年度公司主营产品占比构成



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图6.2018-2023H1公司销售毛利率、销售净利率

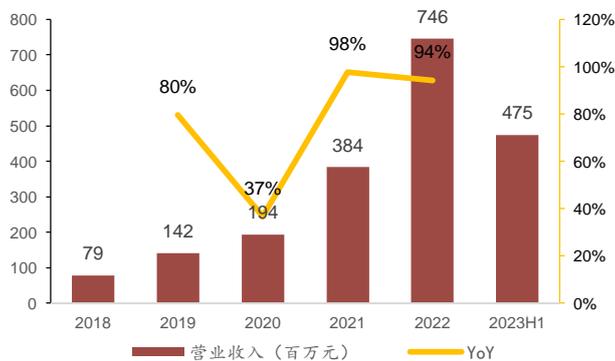


数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.4 控股子公司洪田科技资产优质，成长性好

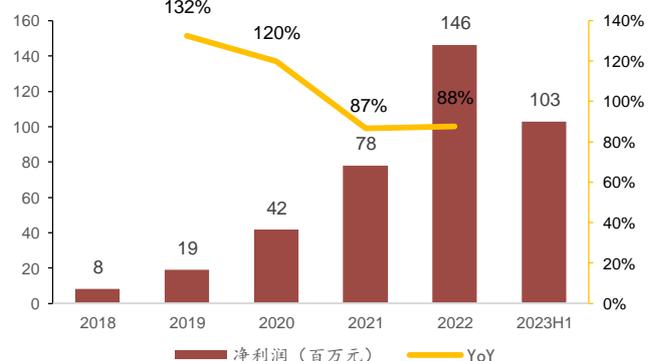
洪田科技业绩稳定持续增长。2022年实现营业收入7.46亿元，同比增长94%，实现归母净利润1.46亿元，同比增长88%。2018至2022年，洪田科技营收业绩保持稳定增长，主要原因系锂电行业的快速成长，公司的铜箔设备业务受益。

图7.洪田科技营收持续增长（百万元）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图8.洪田科技净利润持续增长（百万元）



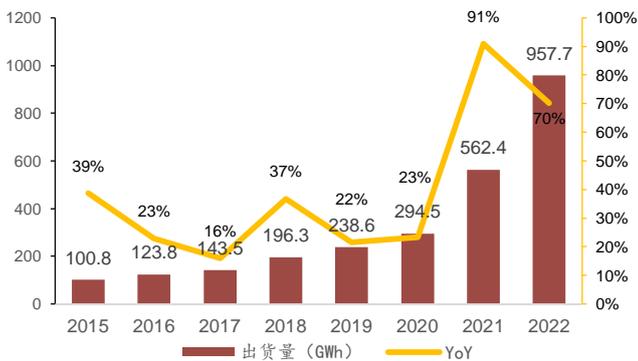
数据来源：公司公告、财通证券研究所

2 洪田科技电解铜箔设备实现国产化替代

2.1 电解铜箔市场广阔，行业发展迅速

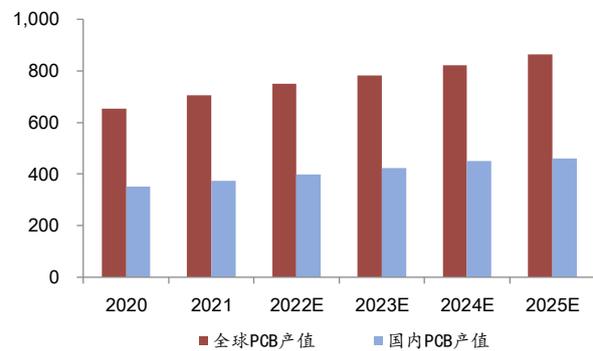
新能源和 PCB 两大市场对铜箔需求量巨大。新能源汽车和储能行业快速发展，带动锂电池市场快速增长。根据 EVTank 数据，2022 年全球锂电池出货量达 957.7GWh，同比增长约 70.3%，中国锂电池出货量为 660.8GWh，同比增长 97.7%；在 PCB 领域，受益于消费电子、通讯设备等电子信息产业的发展，PCB 行业稳定增长，根据亿渡数据预测，2025 年全球 PCB 产值将达 863.30 亿美元。

图9.全球锂离子电池出货量 (GWh)



数据来源：EVTank、伊维经济研究院、财通证券研究所

图10.2020-2025 年全球及中国 PCB 产值及预测 (亿美元)



数据来源：亿渡数据、财通证券研究所

电解铜箔是锂电池和 PCB 的关键材料。受益于新能源汽车与新型储能等锂电新能源产业长期可持续的需求、全球 PCB 产品需求稳健增长的积极影响、消费电子等电子信息产业稳健增长的积极带动，电解铜箔市场需求快速增长，下游产业持续升级，带动电解铜箔生产厂商纷纷扩大产能，自下而上推动电解铜箔高端生产装备市场需求。

(1) 锂电铜箔：锂电铜箔受益于新能源汽车与新型储能等锂电新能源产业的需求，出货量稳定提升。根据 GGII 数据，预计到 2025 年，全球锂电铜箔出货量将达到 135.0 万吨，2020-2025 年复合增速达 43.10%。其中 2022 年中国锂电铜箔出货量为 42.0 万吨，同比增长 50%，预计到 2025 年有望达 105.0 万吨，2020 年至 2025 年期间复合增速为 48.38%。

(2) 电子电路铜箔：电子电路铜箔受全球 PCB 行业稳健增长的带动，近年来产量亦处于稳步提升状态。根据 GGII 数据，预计到 2025 年，全球电子电路铜箔出货量将达到 73.0 万吨，2020-2025 年期间复合增速达 7.44%。其中，2022 年中国电子电路铜箔出货量为 39.5 万吨，同比增长 5%，预计到 2025 年有望达 45.0 万吨，期间复合增速为 7.39%。

表1.电解铜箔市场空间测算（万吨）

	2019	2020	2021	2022	2025E
全球锂电铜箔	17.0	22.5	38.3	56.0	135.0
yoy		32%	70%	46%	
全球电子电路铜箔	48.0	51.0	55.2	58.0	73.0
yoy		32%	70%	46%	
全球电解铜箔	65.0	73.5	93.5	114.0	208.0
yoy		13%	27%	22%	
中国锂电铜箔	9.3	14.6	28.1	42.0	105.0
yoy		57%	92%	50%	
全球占比	55%	65%	73%	75%	78%
中国电子电路铜箔	29.1	31.5	37.6	39.5	45.0
yoy		8%	19%	5%	
全球占比	61%	62%	68%	68%	62%
中国电解铜箔	38.4	46.1	65.6	81.5	150.0
yoy		20%	42%	24%	
全球占比	59%	63%	70%	71%	72%

数据来源：GGII、财通证券研究所

2.2 “阴极辊”需求旺盛，国产化替代大势所趋

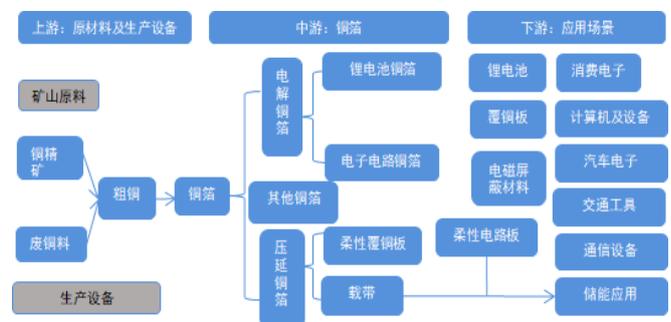
电解铜箔高端生产装备包括锂电铜箔与电子电路铜箔生产装备，前者生产3.5um-10um锂电铜箔产品，并应用于锂电池及其相关的新能源汽车、储能电池等新能源产业，后者生产9um-75um电子电路铜箔产品，并应用于PCB及其相关的消费电子、通讯设备等电子信息产业，下游应用与发展前景极为广阔。此外，锂电铜箔生产装备配置表面处理机后可用于生产电子电路铜箔。

图11.电解铜箔分类



数据来源：嘉元科技公告、财通证券研究所

图12.铜箔产业链梳理

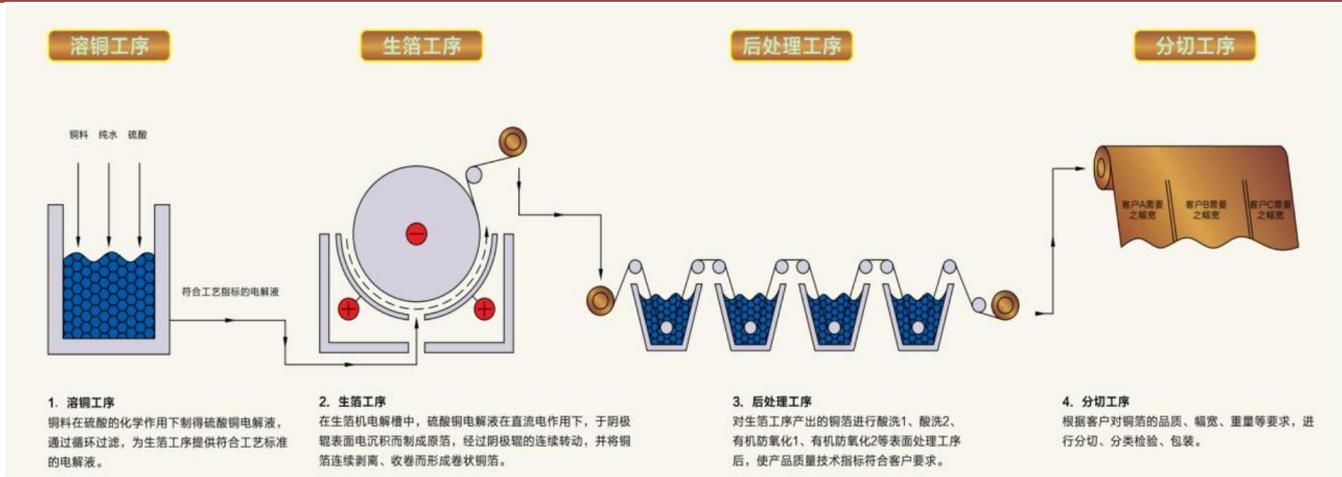


数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

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。

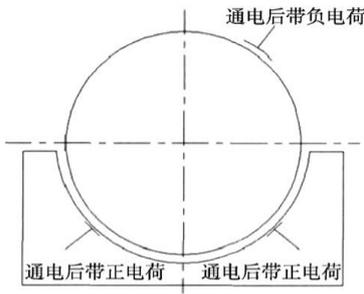
图13.电解铜箔生产工序



数据来源：嘉元科技招股说明书、财通证券研究所

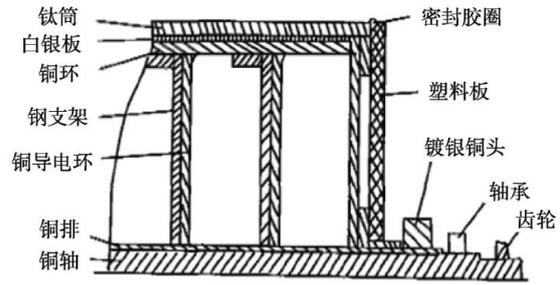
阴极辊是电解铜箔生产的核心关键部件。日本连续多年铜箔产量全球最大，在世界范围内，生产规模与技术居前的铜箔生产公司几乎都是日本公司或日资控股公司。早期阴极辊行业主要依赖日本进口。阴极辊主要来源于连续制造铜箔的思路，工作原理是铜离子电沉积在辊筒式阴极表面而生成电解铜箔，同时辊筒连续旋转，使铜箔连续生成，连续剥离，最终卷制箔材。日本阴极辊产能很小，行业的发展受限于日本阴极辊产能的制约。

图14.电解法连续制造铜箔设备简图



数据来源:《电解铜箔用阴极辊的研究进展及发展趋势》任利娜,侯智敏,牛靖,张建勋、财通证券研究所

图15.钛阴极辊结构示意图



数据来源:《电解铜箔用阴极辊的研究进展及发展趋势》任利娜,侯智敏,牛靖,张建勋、财通证券研究所

铜箔用阴极辊快速国产化。产品方面,国产阴极辊颗粒度提升,可到达 9-10 级,可导入 4.5 微米生产,逐渐满足锂箔轻薄化发展趋势。国产阴极辊良品率有所提升,产品交付周期较日本短。国内阴极辊与日本进口产品差距预计将逐渐降低,且成本端、生产交付周期方面优势显著,随着产品质量的不断提升,国产化市占率将持续增长。

表2.国产阴极辊与进口阴极辊对比

项目	国产阴极辊	进口阴极辊
1 晶粒度	9-10 级	12 级
2 铜箔类型	6 μ m 以上,少量 4.5 μ m	4.5 μ m 及以上铜箔
3 良品率	较高	高
4 生产效率	较高	高
5 费用	140-160 万元	240-250 万元
6 订单周期	订单排至 2024 年	订单排至 2024 年
7 生产企业	洪田、泰金、7414 厂	新日铁、三船

数据来源: SMM, 财通证券研究所

随着国内装备制造的技术进步和品质提升,国内一大批电解铜箔生产厂商已将装备采购目光从国外转向国内,电解铜箔高端生产装备国产替代空间巨大。国内装备制造与下游产业需求直接对接,在技术研发、产品迭代、售后服务等方面有较大优势。电解铜箔产品的进口替代成为行业发展趋势,国产化替代空间广阔,有望带动国内电解铜箔产业进入新的成长通道。

表3.国内阴极辊研发生产情况

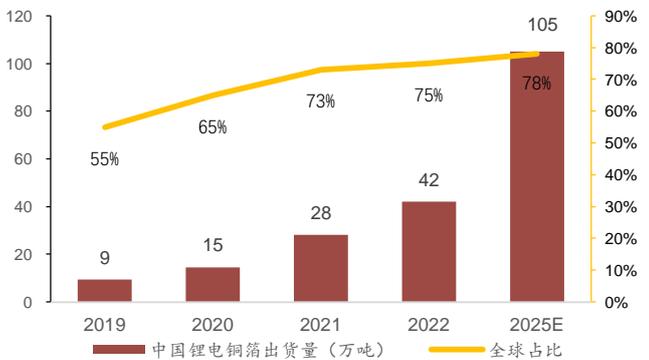
主要厂家	规格及参数
西安泰金	直径 3.6 米阴极辊的核心关键设备,于 2022 年 10 月份完成安装调试,并一次试车成功。该设备创造了三个行业之最: 1、工作直径可达 4 米,可加工直径国内最大; 2、单个旋轮径向旋压力 150 吨,旋压机轴向旋压力 300 吨,旋压力国内最大; 3、吸取了国内外先进旋压技术与经验,各项技术指标均为行业最高标准。

航天四院	<p>直径：2 米、2.7 米、3 米多规格 钛筒晶粒度：10 级以上 直径 3 米阴极辊新品：产品可稳定生产 4-6μm 高端锂电铜箔，工作电流达 6 万安培以上，辊面抗氧化性良好，收卷长度\geq30000 米，铜箔生产效率提升 14% 航天新科依托航天旋压设备和金属圆筒无缝旋压成形技术优势，近五年来累计销售铜箔装备产品 3000 多台套，销售额近 50 亿元，阴极辊产品在国内市场占有率排名第一，目前已具备月产 160 台阴极辊及其成套阳极产品的生产交付能力。</p>
洪田科技	<p>幅宽：1000~2000mm，生产规格：3.5~105μm，静平衡：$<$3N.m 直径：ϕ1500mm，ϕ2016mm，ϕ2700mm，ϕ3000mm，ϕ3600mm 钛圈材质：TA1，钛圈厚度：$>$10mm(+0.5,-0) 晶粒度等级：ASTM\geq12 级(钛圈厚度剩余 6mm 时 9.5 级) 阴极辊表面：无针孔，无压痕，无划伤，无色差，无花斑等缺陷，阴极辊出厂表面 Ra0.3μm 阴极辊边缘和平面保持直角及保持锐角 边部侧板采用 HPVC/CPVC，侧板无变形，侧板厚度 30mm 阴极辊圆弧同轴度：\pm0.05 阴极辊直线度：\pm0.05mm</p>

数据来源：西安泰金公告、航天四院公告、洪田科技公告、财通证券研究所

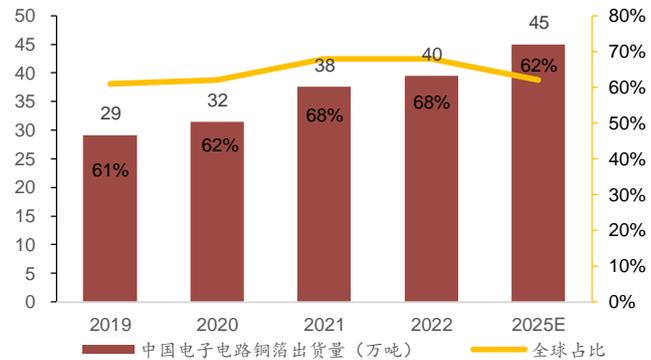
中国电解铜箔高端生产装备制造企业起步较晚，但随着我国新能源汽车市场的迅猛发展，依托全球装机量靠前的本土龙头锂电池制造商，我国锂电材料相关设备产业实现从“技术引进——自主创新——市场占领”的跨越式发展，产业综合竞争力得到显著增强，各项下游产品在国内外市场占有率不断提升。

图 16.2019-2025E 年锂电铜箔国产市占率变化



数据来源：GGII、财通证券研究所

图 17.2019-2025E 年电子电路铜箔国产市占率变化



数据来源：GGII、财通证券研究所

2.3 “电解铜箔高端生产设备”生产技术优势突出

公司抓住全球能源变革，“由传统油气能源设备制造商向新能源高端装备制造制造商转型”。经过二十余年的发展，道森股份已成为国内井口及井控等油气能源生产设备制造领域的知名企业之一。2022 年 6 月，公司收购洪田科技，开始布局电解铜箔高端生产装备制造业务。

洪田科技是国内领先的电解铜箔高端生产装备制造高新技术企业，主要从事锂电

铜箔高端生产装备的研发、生产和销售，满足锂电新能源产业快速发展对锂电铜箔材料的市场需求。洪田科技主要产品包括高效溶铜罐、生箔机与阴极辊(两者为生箔工序关键设备)、防氧化机(锂电铜箔后处理工序设备)与表面处理机(电子电路铜箔后处理工序设备)、分切机及其配套设备，产品线完整覆盖电解铜箔溶铜、生箔、后处理、分切四大核心生产工序。

表4.洪田科技铜箔设备全布局

产品	用途
高效溶铜罐	高效溶铜罐主要由溶铜罐体、送液系统和溶铜装置组成，溶铜罐体包括罐顶、罐盖以及与溶铜罐体外部管道；送液系统包括耐酸循环泵、进液管路、出液管路、液氧喷射混合器、进气管道；溶铜装置包括多层的旋涡流道，栅格筒体、抽风口、入孔装置、底部排液孔、中部出液孔、上部补液孔。主要用于原材料硫酸铜溶液的生产及储存。
生箔机	生箔机主要由阳极槽体、进液流量分配装置、阴极辊驱动装置、阴极辊导电装置、“O”形循环装置、边部密封装置、辅助阴极装置、张力控制装置、清洗装置、烘干装置、收卷装置、酸气水汽收集罩和防护罩、电气控制系统等组成。主要用于电解铜箔的生产。
阴极辊	阴极辊是由钢轴、钛端板、钛堵盖、钛环、塑料环、密封圈、钛筒、钢辊芯组焊而成。 阴极辊作为电解铜箔生产装备的核心及关键部件，其质量决定着铜箔的档次和品质，被称为电解铜箔生产的“心脏”。 主要用于使铜离子电沉积在其辊筒式阴极表面而生成电解铜箔，同时辊筒连续旋转做圆周运动，使铜箔能够在其上连续不断生成，连续不断剥离，最终卷制箔材。
防氧化机	防氧化机主要由剥离装置、张力控制装置、处理槽装置、烘干装置、收卷机构、控制系统及辅助操作平台等装置组成。主要用于解决锂电铜箔出现氧化的问题，改善铜箔氧化、发黑等品质缺陷，提高锂电铜箔的抗氧化性能。
表面处理机	表面处理机主要由收放卷装置、张力控制装置、动力控制装置、导电系统、屏蔽装置、喷洗干燥装置、有机耦联剂喷淋装置、安全/防护装置、电气控制系统、机架及辅助操作平台等装置组成。主要用于处理生箔机生产的毛箔，目的是为了提高铜箔的化学稳定性、热稳定性等性能。
阳极板	阳极板产品主要为钛阳极，由于其稳定性高的优势，将逐步取代传统的石墨阳极、铅合金阳极，广泛应用于电解铜箔生产、铝箔电化成、钢板连续电镀、PCB 电镀、五金电镀、贵金属电镀、电解提取有色金属等电解行业。在电解铜箔生产过程中，主要用于电解过程中富集正电荷，确保电解过程电流稳定流通。

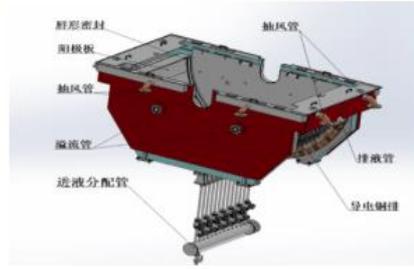
数据来源：公司公告、财通证券研究所

洪田科技大规格电解铜箔阴极辊、生箔机以及配套设备技术领先。公司铜箔设备技术领先，已经稳定出货。公司阴极辊设备能生产 3.5-105 μm 的铜箔产品，阴极辊表面无针孔、无压痕、无划伤、无色差、无花斑等缺陷，阴极辊表面 Ra0.3 μm 。

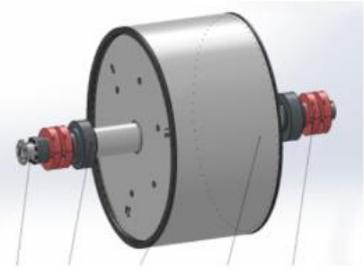
图18.洪田科技铜箔设备技术示意图



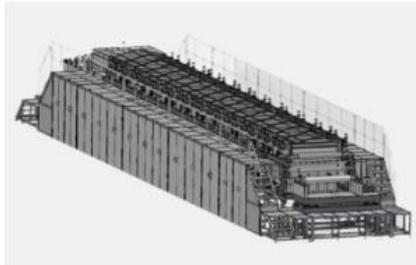
锂电生箔一体机



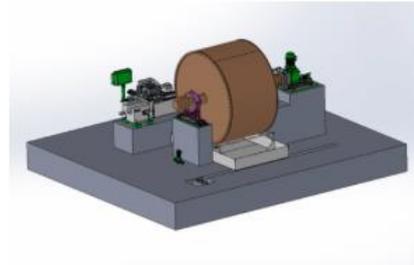
阳极槽



阴极辊



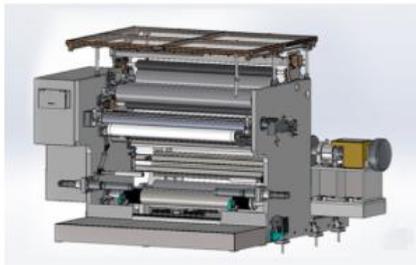
表面处理机



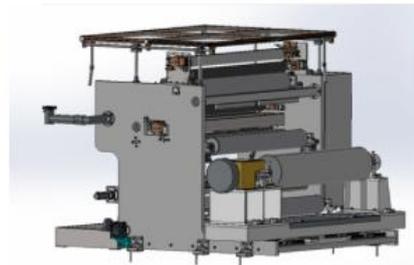
阴极辊抛磨机



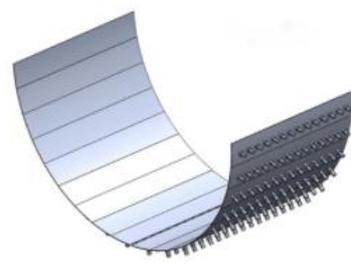
高效溶铜罐



锂电分切机



标箔分切机



钛阳极

数据来源：洪田科技官网、财通证券研究所

凭借先进的生产技术优势，洪田科技先后荣获“高工金球奖 2020 年度创新技术”、“高工金球奖 2022 年度快速成长企业”等荣誉。此外，道森股份为传统油气能源设备制造商，在行业中有着先进的生产技术和管理优势，现已建立成熟的生产管理体系，产品生产严格按照 ISO9001、APIQ1 质量管理体系控制。在生产管理方面，公司与洪田科技具有较强的协同关系，洪田科技可借鉴公司的生产标准，进一步完善生产管理体系，从而提升产品质量。

2.4 加码产能扩张，盐城高端装备制造项目交付在即

定增扩产加强行业龙头地位。子公司洪田科技于 2022 年 5 月在江苏省盐城新建高端成套设备产业园。

表5.定增项目表

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	电解铜箔高端成套装备制造项目 (一期)	100,176.88	100,000.00
2	先进材料及高端装备研发中心建设项目	24,815.00	24,800.00
3	补充流动资金	24,000.00	24,000.00
合计		148,991.88	148,800.00

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司控股子公司洪田科技签订《高端装备制造项目投资合作协议》，公司投资建设新能源高端装备制造项目。项目计划总投资 10 亿元，全面布局复合铜箔一体机，扩充复合铜箔及锂电铜箔设备产能。本项目拟新建厂房及配套设施、新增真空磁控溅射设备、真空蒸镀设备、复合铜箔一体机成套设备及锂电生箔机成套设备、阳极板等高端装备生产线，项目建设周期为取得土地使用权后的 18 个月内竣工，竣工后 6 个月内投产。本次“高端装备制造项目”项目达产后，将实现年产真空磁控溅射设备 100 套、真空蒸镀设备 100 套、复合铜箔一体机成套设备 100 套、锂电生箔机成套设备 200 套及阳极板 6000 套等。本次对外投资有利于提升公司在真空磁控溅射设备、真空蒸镀设备、复合铜箔一体机成套设备及电解铜箔成套设备等新能源高端装备领域的竞争优势，推动公司产业持续稳定健康发展。

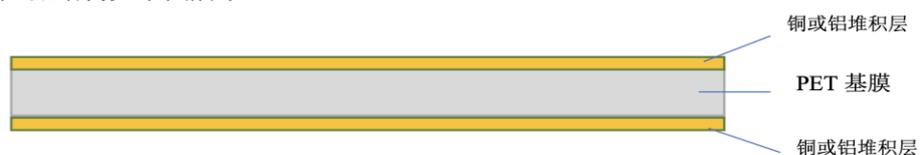
洪田科技通过借鉴日本先进技术、工业设计与精益生产理念，进行自主技术、装备设计和生产工艺的再创新，已实现 3.5um-75um 锂电极薄、电子超厚电解铜箔高端生产装备的国产化，打破了进口设备对国内高端电解铜箔市场的垄断，已具备为全球客户的软件系统和硬件系统提供规划、设计、制造及持续升级的一站式整体解决方案能力。

3 复合铜箔新技术带来新的成长极

复合铜箔优势突出，产业链趋势已经形成。随着新能源汽车行业的发展，新能源汽车对电池的安全和能量密度提出了更高的要求。复合集流体在电芯中应用，能提升电池安全性和能量密度，同时复合铜箔量产后的成本比传统铜箔更具优势，能降低电芯的单位成本。

图19.复合集流体产品结构示意图

产品结构如下图所示：



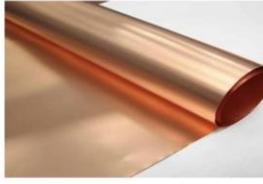
数据来源：重庆金美环评报告，财通证券研究所

图20.传统铝箔与电子复合铝膜对比

项目	传统铝箔	MA 镀膜
组成	99.5%的纯铝组成	高真空下将铝分子堆积到超薄型PET基膜上的一种膜
产品图		
特点	1、单位面积重量较重，金属铝材使用量高，成本高；2、导热性能较优，用于电池材料安全性差。	1、中间层为PET膜，单位面积重量轻，金属铝材使用量少，降低成本和金属用量。 2、中间层为绝缘层，用于电池材料安全性好

数据来源：重庆金美环评报告、财通证券研究所

图21.传统铜箔与电子复合铜膜对比

对比项目	传统铜箔	金美 MC 膜
工艺原理	溶铜电解+电镀	真空镀膜+离子置换
组成	99.5%的纯铜组成	高真空下将铜分子堆积到超薄型PP基膜上，再经过离子置换产出成品
产品图		
特点	1、单位面积重量较重，金属铜材使用量高，成本高； 2、导热性能高，用于电池材料安全性差。	1、中间层为PP膜，单位面积重量轻，铜材使用量少，降低成本和金属用量。 2、中间层为绝缘层，用于电池材料安全性好。

数据来源：重庆金美环评报告、财通证券研究所

复合集流体行业处于成长阶段，多种技术路线各具优势。复合铜箔制备工艺包括一步法（化学沉积、磁控溅射、蒸镀）、两步法（磁控溅射+水电镀）和三步法（磁控溅射+蒸镀+水电镀）等。

表6.三种技术路线对比

	干法 (胶粘)磁控溅射-蒸镀-去氧化	一步法 磁控溅射 水电镀一体化	两步法 磁控溅射-水电镀 法	三步法 磁控溅射-真空蒸镀- 水电镀法
优点	成本低	1.良品率高 2.效率有一定提升 3.一体成型，减少工序复杂度	1.成本较低 2.工艺成熟度最高	相比两步法提升了 镀层均匀性
缺点	工艺做出来内阻明显偏大	1.成本较高，工艺目前不成熟 2.良率和效率无法同时兼顾	1.工序较复杂 2.均匀性略差	1.工序复杂 2.存在基底穿孔问题，良率低
代表公司	璞泰来	道森股份、三孚新科	多数公司	少数公司

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.1 积极前瞻性布局复合铜箔设备，斩获大订单

全国首台“一步法”复合铜箔真空镀膜成套设备：2023年4月洪田科技研发的新产品真空磁控溅射一体机成功发布并斩获首张订单。公司积极前瞻性布局复合铜箔设备赛道，创新性推出真空磁控溅射一体机等复合铜箔一体机产品解决方案，同时公司在真空镀膜设备领域积极进行平台化布局，不断研发推出新产品，为公司

持续快速健康发展奠定坚实基础。

(1) 一步法“真空磁控溅射一体机”

洪田科技研发的“一步法”复合铜箔真空镀膜成套设备“真空磁控溅射一体机”已顺利通过客户测试验证，并已与客户签订正式订单合同，截至目前合同总金额已超过2亿元。

首批 7000 万订单：洪田科技的新一代的“真空磁控溅射一体机”一经发布，就引起广大客户的极大关注与认可。发布会现场，复合集流体资深制造企业、国家高新技术企业、专精特新企业——深圳市汉科新材料技术有限公司，与洪田科技签订了战略合作协议，订购首批复合铜铝箔生产设备，订单金额 7000 万。

第二批 1.84 亿订单：公司自 2023 年 4 月首次发布“真空磁控溅射一体机”后，经客户反复测试验证，7 月份公司首批复合铜箔一体机设备“卷绕磁控溅射镀膜机”、“卷绕磁控溅射蒸镀复合镀膜机”订单正式落地。随着公司新产品的不断送样以及客户的陆续验证，国际知名的锂电铜箔行业龙头企业诺德股份订购复合铜铝箔一体机设备“卷绕磁控溅射镀膜机”(可双面镀金属材料)、“卷绕磁控溅射蒸镀复合镀膜机”(可双面镀铜镀铝)、“卷绕蒸发镀膜机”(可双面镀铝)订单，新订单 1.84 亿元。

(2) “真空磁控溅射蒸发一体机”

公司真空磁控溅射蒸发一体机进展迅速。公司真空磁控溅射蒸发一体机目前已完成全部设计工作，并已进入零部件全球集采阶段，受个别进口零部件交期长影响，整体制作周期比磁控溅射一体机略长。目前该设备已获得客户正式订单，并同步拓展市场。

3.2 客户结构优质，产品覆盖面广

洪田科技客户资源丰富。其中国内上市公司客户有诺德股份、嘉元科技、中一科技、海亮股份、超华科技等，公司客户结构优质，有金川集团、豫光金铅、江西耶兹等，韩国日进等。经过多年发展，洪田科技已建立成熟的网络营销体系，并积极开拓国际市场。

图22.洪田科技客户

序号	单位名称	序号	单位名称
1	 广东盈华电子科技有限公司	16	 江东电子材料有限公司
2	 湖北中一科技股份有限公司	17	 南亚电子材料(昆山)有限公司
3	 豫光金铅股份有限公司	18	 禹象铜箔(浙江)有限公司
4	 广东超华科技股份有限公司	19	 南亚新材料科技股份有限公司
5	 惠州联合铜箔电子材料有限公司	20	 ALTUS 奥特斯(中国)有限公司
6	 广东嘉元科技股份有限公司	21	 赣州逸豪实业有限公司
7	 青海诺德新材料有限公司	22	 江西省江铜耶兹铜箔有限公司
8	 福建清景铜箔有限公司	23	 九江德福科技股份有限公司
9	 江苏铭丰电子材料科技有限公司	24	 甘肃德福新材料有限公司
10	 浙江华正新材料股份有限公司	25	 新疆亿日铜箔科技股份有限公司
11	 远东电缆有限公司	26	 ILJIN 韩国日进
12	 HOSHINE 合盛硅业股份有限公司	27	 HAILIANG 浙江海亮股份有限公司
13	 江西铜博科技有限公司	28	 CCP 长春集团
14	 台塑企业	29	 BYD 比亚迪
15	 圣达电气有限公司	30	 JINCHUAN 金川集团股份有限公司

数据来源：洪田科技官网、财通证券研究所

复合铜箔设备已与诺德股份等行业头部企业签订战略合作协议，双方有良好的上下游供需基础和产业技术一致性，可以实现产业协同、优势互补与合作共赢。

表7.公司与诺德股份合作情况

时间	合作内容
2022年7月	公司于2022年7月与诺德股份签订战略合作协议，双方共同在锂电铜箔领域开展以铜箔设备技术研发、3微米等极薄铜箔产品和复合铜箔产品的技术研发、设备技术改造、锂电铜箔设备供销等领域全面深度合作。
2022年9月	2022年9月22日公司与诺德铜箔和诺德锂电签署10.86亿元订单，包含阴极辊和生箔机，根据目前产能情况预计于2023年底前完成交付，收入确认预计于2023年-2024年间。
2023年9月	诺德股份订购复合铜铝箔一体机设备“卷绕磁控溅射镀膜机”(可双面镀金属材料)、“卷绕磁控溅射蒸镀复合镀膜机”(可双面镀铜镀铝)、“卷绕蒸发镀膜机”(可双面镀铝)订单，订单金额1.84亿元

数据来源：公司公告、洪田科技官网、财通证券研究所

复合铜箔的渗透率不断提升，对复合铜箔设备的需求增加。复合铜箔开始在生产中实施，在复合铜箔渗透率不断提高的推动下，未来复合铜箔磁控溅射设备和电镀设备的全球市场规模预计不断提升。

从成本端来看，根据华经产业研究院数据显示，2022年复合铜箔成本为3.74元/平方米，而传统铜箔为4.11元/平方米，未来随着复合铜箔良品率、生产效率的提升，复合铜箔单位成本预期存在下探空间。真空磁控溅射设备应用不仅在于复合铜箔，在多种应用场景均可满足需求，下游应用市场广阔。

自主研发和产学研合作双管齐下，进一步提升公司研发实力。2023年6月，公司与大连理工大学正式建立产学研一体化合作，双方共同建立联合研究中心，围绕技术战略咨询、科技创新、成果转化、产品研发、人才培养等方面展开长期合作，随着自主创新和产学研合作的深度推进，公司将加快开发新产品的结构类型，重点打造真空磁控溅射一体机业务平台，拓宽新业务赛道，完善公司整体业务产业布局的战略目标，全面提升公司的综合竞争能力。

公司先后被授予或批准设立苏州市企业院士工作站、博士后科研工作站、苏州市海洋及陆上油气井口设备工程技术研究中心、苏州市企业技术中心、盐城市工程技术研究中心，参与制定3项行业标准，荣获高工金球奖2020年度创新技术、高工金球奖2020年度快速成长企业、江苏省民营科技企业、2022年度江苏省专精特新中小企业、高工金球奖2022年度快速成长企业等荣誉，当前共有112项专利授权，其中发明专利8项。

洪田科技长期深耕高端铜箔设备的研发、生产和制造，在电解铜箔设备领域可以提供包括阴极辊、生箔机、溶铜罐、表面处理机等整厂全套设备定制服务，在产品规格尺寸、轻薄度、电流电压、收卷等多个核心指标上达到行业领先水平。同时，公司积极前瞻性布局复合铜箔设备赛道，创新性推出真空磁控溅射一体机等复合铜箔一体机产品解决方案，同时公司在真空镀膜设备领域积极进行平台化布局，不断研发推出新产品，为公司持续快速健康发展奠定坚实基础。

4 盈利预测及投资建议

关键假设：

电解铜箔业务：公司顺应全球能源变革趋势，坚定看好锂电新能源行业的发展，制定了“由传统油气能源设备制造商向新能源高端装备制造制造商迅速转型”的发展战略。洪田科技通过借鉴日本先进技术、工业设计与精益生产理念，进行自主技术、装备设计和生产工艺的再创新，已实现3 μ m-35 μ m锂电极薄、电子超厚电解铜箔高端生产装备的国产化，打破了进口设备对国内高端电解铜箔市场的垄断。因此我们预计公司2023-2025年度电解铜箔营业收入9.25/11.10/12.77亿元，毛利率30.92%/29.73%/28.97%，公司电解铜箔业务相对稳定，毛利率基本维持稳定，考虑部分年降，小幅调整。

复合铜箔真空镀膜设备业务：公司发布全国首台“一步法”复合铜箔真空镀膜成套设备，并接连斩获订单超2亿元。公司积极前瞻性布局复合铜箔设备赛道，创新性推出真空磁控溅射一体机等复合铜箔一体机产品解决方案，同时公司在真空镀膜设备领域积极进行平台化布局，不断研发推出新产品，为公司持续快速健康发展奠定坚实基础。因此我们预计公司2023-2025年度复合铜箔真空镀膜设备营业收入3.00/4.30/7.23亿元，毛利率50.00%/48.84%/47.72%，公司真空镀膜设备相对技术含量高，价值量大，毛利率比较高。

井口装置及采油（气）树业务：公司专注于油气钻采设备研发、生产、销售及服务，已经发展成为国内井口及井控设备领域的知名企业之一，在业内具有较高知名度和影响力。因此我们预计公司2023-2025年度井口装置及采油（气）树业务营业收入5.60/4.00/2.00亿元，毛利率21.43%/22.75%/21.00%，公司传统业务，相对稳定。

钢材贸易业务：公司钢材贸易业务小范围有序展开，依托客户优势，实现稳健前行。因此我们预计公司2023-2025年度钢材贸易业务营业收入2.80/2.90/2.70亿元，毛利率5.00%/4.70%/4.80%，公司传统业务，相对稳定。

盈利预测与估值：我们预计2023-2025年公司实现营业收入21.45/22.98/25.42亿元，归母净利润1.83/2.78/3.48亿元，对应PE24.41/16.09/12.86倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表8.公司分业务收入及毛利率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电解铜箔业务					
营业收入（亿元）		5.89	9.25	11.10	12.77
YoY			57.05%	20.00%	15.05%
毛利率		30.22%	30.92%	29.73%	28.97%
复合铜箔真空镀膜设备业务					
营业收入（亿元）			3.00	4.30	7.23
YoY				43.33%	68.14%
毛利率			50.00%	48.84%	47.72%
井口装置及采油（气）树业务					
营业收入（亿元）	5.03	8.53	5.60	4.00	2.00
YoY		69.58%	-34.35%	-28.57%	-50.00%
毛利率	10.93%	21.69%	21.43%	22.75%	21.00%
钢材贸易业务					
营业收入（亿元）	2.56	2.9	2.80	2.90	2.70
YoY		13.28%	-3.45%	3.57%	-6.90%
毛利率	5.08%	4.83%	5.00%	4.70%	4.80%
其他业务					
营业收入（亿元）	3.85	3.88	0.80	0.68	0.72
YoY		7.79%	-0.79%	-15%	5.88%
毛利率	7.53%	39.34%	10.00%	11.76%	12.50%

合计					
营业收入 (亿元)	11.44	21.20	21.45	22.98	25.42
YoY		86.38%	20.55%	51.67%	20.45%
毛利率	8.48%	25.00%	32.40%	33.58%	30.64%

数据来源: Wind、公司公告、财通证券研究所

可比公司及估值情况:

可比公司与公司业务类似,均从事铜箔或相关设备的研发、生产、销售业务,具有较强可比性,具体情况如下:

东威科技 (688700.SH): 凭借公司自主研发的垂直连续电镀等技术,公司 VCP 设备在电镀均匀性、贯孔率(TP)等关键指标上均达到了业内领先水平。其中柔性板片对片 VCP 在板厚 36 μ m-300 μ m 时电镀均匀性能够达到 10 μ m \pm 1 μ m,达到了国际同类设备的技术水平,通过了江苏省新产品新技术鉴定,并获评“江苏省首台(套)重大装备产品”、“江苏省高新技术产品”、“苏州市科学技术进步奖”;柔性板卷对卷 VCP 在板厚 24 μ m-100 μ m 时电镀均匀性能够达到 10 μ m \pm 0.7 μ m,优于国际同类设备的技术水平,通过了江苏省新产品新技术鉴定、中国电子电路行业协会科技成果评审(鉴定),并获评“安徽省首台(套)重大技术装备”。公司也先后获得“江苏省高新技术企业”、“昆山市细分领域隐形冠军”、“中国电子电路行业协会优秀民族品牌企业”等荣誉称号。公司的 VCP 设备已具有较强的市场竞争力及较高的品牌知名度。目前公司的下游客户涵盖大多数国内一线 PCB 制造厂商,同时也是目前国内少数几家可以整机出口日本、韩国、欧洲和东南亚的 PCB 电镀设备制造厂商之一。

三孚新科 (688359.SH): 公司是一家专门从事表面工程化学品研发、生产、销售的高新技术企业。依托对 PCB、手机通讯、通信设备、五金卫浴、汽车零部件等领域表面工程技术的研究,把握客户需求和行业发展趋势,推出无氟、无铬、无铅、无镉、无磷、无氮氮、低 COD 等一系列具有自主知识产权、自主品牌的新型环保表面工程专用化学品,公司产品广泛应用于 PCB、通信基站设备、手机零部件、五金卫浴产品及汽车零部件等工业产品的表面处理。经过多年的发展及积累,公司已经发展成为国内表面工程行业影响力较强的表面工程技术解决方案提供商之一。

骄成超声 (688392.SH): 经过多年的研发和技术积累,公司构建了完整的超声波技术平台,可以为不同行业的客户提供超声波工业应用整体解决方案。公司掌握了包括超声波电源、压电换能器、声学工具、控制器、在线监控系统和自动化系统在内的全套超声波设备核心部件的设计、开发和应用能力。公司通过自身的超声波技术平台,依靠以超声波技术为核心的基础研发技术和创新技术,拥有向不同行业应用拓展的能力,可根据下游不同行业的需求开发出满足应用要求的各类超声波设备。公司产品主要应用于新能源动力电池、橡胶轮胎、无纺布、汽车线

束、功率半导体等领域。

表9.可比公司估值对比表（截至 2024/3/13 收盘）

证券代码	股票简称	股价 元	市值 亿元	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
688700.SH	东威科技	39.89	92	1.45	1.05	1.69	2.37	98.79	90.53	23.56	16.81
001992.SH	诺德股份	4.76	83	0.20	0.14	0.19	0.25	39.40	34.72	25.50	19.27
688392.SH	骄成超声	58.23	67	1.35	1.24	1.70	2.46	107.12	130.87	34.32	23.65
	平均值							81.77	85.37	27.79	19.91
603800.SH	道森股份	21.53	45	0.51	0.88	1.34	1.67	52.31	24.41	16.09	12.86

数据来源：wind、财通证券研究所（可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，参考日期为 2024 年 3 月 13 日）

5 风险提示

- 1、铜箔行业发展不及预期。** 新能源行业增长速度可能不及预期，铜箔生产设备的增产与新能源等下游行业的发展密切相关，如果装机量和新增量低于市场预测，新能源领域成长速度低于预期速度，公司将会面临相应销售量下降从而影响业绩的风险。
- 2、市场格局恶化。** 公司电解铜箔设备是一个典型的技术密集型产业，国产设备逐步替代进口设备，若以后国内设备企业无序竞争，可能出现低价抢市场份额的布局，进而导致盈利能力下滑，同时也将进一步导致企业在获取市场份额时的难度加大。
- 3、技术路线变化风险。** 油气钻采设备属于传统能源设备行业，该行业经过长期发展已经非常成熟，面对新能源行业的技术进步及市场发展，传统能源行业扩张亦逐步受到冲击。电解铜箔设备，尤其是锂电铜箔设备，伴随着锂电行业的快速发展也迎来了爆发式增长的时期，但随着技术不断推陈出新，新兴技术层出不穷，虽然公司亦在不断进行技术升级，积极推出新产品，但依然存在被新产品抢占市场或新兴技术路线替代的风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1174.73	2189.55	2145.00	2298.00	2542.00	成长性					
减:营业成本	1031.49	1728.65	1450.00	1526.00	1763.00	营业收入增长率	38.6%	86.4%	-2.0%	7.1%	10.6%
营业税费	5.25	11.42	28.10	13.33	12.46	营业利润增长率	-475.5%	620.1%	93.0%	28.9%	20.8%
销售费用	56.35	78.41	106.39	98.81	81.34	净利润增长率	-920.2%	399.0%	72.4%	51.7%	25.1%
管理费用	57.93	78.02	120.12	108.01	76.26	EBITDA 增长率	-77.7%	1,345.3%	69.5%	29.4%	19.1%
研发费用	36.38	62.23	105.11	105.71	55.92	EBIT 增长率	-235.1%	572.8%	100.8%	31.0%	20.8%
财务费用	18.80	-3.09	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-253.4%	-538.0%	102.8%	31.3%	21.5%
资产减值损失	-13.62	-36.65	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-4.0%	46.4%	-2.4%	21.7%	24.2%
加:公允价值变动收益	-3.66	-0.20	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	-2.6%	36.7%	-1.3%	31.1%	32.3%
投资和汇兑收益	5.81	6.92	0.21	0.23	0.25	利润率					
营业利润	-37.65	195.81	377.97	487.28	588.86	毛利率	12.2%	21.1%	32.4%	33.6%	30.6%
加:营业外净收支	-3.44	3.70	-5.80	0.30	0.00	营业利润率	-3.2%	8.9%	17.6%	21.2%	23.2%
利润总额	-41.09	199.51	372.17	487.58	588.86	净利润率	-3.2%	7.7%	14.7%	18.1%	19.9%
减:所得税	-3.76	31.62	55.83	72.16	84.21	EBITDA/营业收入	1.5%	11.3%	19.6%	23.6%	25.4%
净利润	-35.60	106.45	183.48	278.33	348.21	EBIT/营业收入	-3.3%	8.5%	17.4%	21.2%	23.2%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	284.57	712.75	516.61	809.40	1258.23	固定资产周转天数	86	46	42	46	43
交易性金融资产	46.23	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	174	66	58	70	71
应收账款	511.19	611.58	619.67	683.02	762.60	流动资产周转天数	396	358	496	506	554
应收票据	65.44	212.08	208.54	236.18	268.32	应收帐款周转天数	122	92	103	102	102
预付帐款	36.59	131.69	113.10	122.08	144.57	存货周转天数	140	145	265	285	277
存货	430.06	964.05	1168.06	1250.47	1459.37	总资产周转天数	517	452	624	629	667
其他流动资产	6.54	98.14	98.14	98.14	98.14	投资资本周转天数	376	243	291	298	331
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-4.1%	10.7%	21.6%	25.7%	24.3%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.0%	2.9%	4.9%	6.5%	6.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-3.0%	8.9%	18.4%	19.9%	19.5%
固定资产	323.32	231.25	274.16	310.48	298.96	费用率					
在建工程	5.84	38.85	34.97	40.47	40.93	销售费用率	4.8%	3.6%	5.0%	4.3%	3.2%
无形资产	25.11	73.44	72.14	69.94	67.96	管理费用率	4.9%	3.6%	5.6%	4.7%	3.0%
其他非流动资产	2.23	43.65	21.85	21.85	21.85	财务费用率	1.6%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1795.30	3696.94	3737.93	4296.34	5128.74	三费/营业收入	11.3%	7.0%	10.6%	9.0%	6.2%
短期债务	274.91	275.22	275.67	276.17	276.77	偿债能力					
应付帐款	303.92	436.57	374.58	406.93	479.93	资产负债率	50.8%	67.3%	68.1%	63.6%	59.7%
应付票据	200.98	409.31	435.00	466.28	568.08	负债权益比	103.1%	206.0%	213.4%	174.8%	148.0%
其他流动负债	21.44	145.66	145.66	145.66	145.66	流动比率	1.63	1.31	1.29	1.40	1.54
长期借款	40.04	225.23	225.23	225.23	225.23	速动比率	1.08	0.76	0.66	0.77	0.89
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-2.01	9.00	—	—	—
负债总额	911.47	2488.60	2545.41	2732.76	3060.52	分红指标					
少数股东权益	15.19	211.53	344.40	481.49	637.93	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	208.00	208.00	208.00	208.00	208.00	分红比率					
留存收益	175.73	282.17	467.30	745.63	1093.84	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	883.83	1208.34	1192.52	1563.57	2068.23	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-0.17	0.51	0.88	1.34	1.67
净利润	-35.60	106.45	183.48	278.33	348.21	BVPS(元)	4.18	4.79	4.08	5.20	6.88
加:折旧和摊销	56.33	62.07	47.31	55.37	58.04	PE(X)	—	52.3	24.4	16.1	12.9
资产减值准备	30.93	69.52	0.00	0.00	0.00	PB(X)	5.0	5.6	5.3	4.1	3.1
公允价值变动损失	3.66	0.20	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	17.16	-6.12	0.00	0.00	0.00	P/S	3.7	2.5	2.1	1.9	1.8
投资收益	-5.81	-6.92	-0.21	-0.23	-0.25	EV/EBITDA	257.9	21.8	10.7	7.7	5.8
少数股东损益	-1.72	61.44	132.86	137.09	156.44	CAGR(%)					
营运资金的变动	-161.35	-213.38	-133.09	-39.13	-69.47	PEG	—	0.1	0.3	0.3	0.5
经营活动产生现金流量	-122.74	63.45	236.83	428.83	492.47	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	163.79	-85.83	-72.04	-92.17	-44.24	REP					
融资活动产生现金流量	-45.32	260.06	-362.57	-43.87	0.60						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。