

## PCB 业务向好，复合铜箔设备放量在即

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-19</b>
收盘价(元)	27.65
流通股本(亿股)	0.93
每股净资产(元)	5.37
总股本(亿股)	0.93

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛  
SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊  
SAC 证书编号: S0160522120001  
zhanglei02@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **PCB 行业下游需求复苏驱动电子化学品+设备业务增长:** PCB 行业受通讯电子和消费电子需求复苏以及 AI 浪潮驱动影响, 已开启新成长周期; 同时, 受国际政治格局变化影响, 国内 PCB 企业抱团“出海”, 在东南亚投资建厂分散政治风险。根据 Prismark 预测, PCB 行业 2028 年市场规模超 900 亿美元, 2024-2028 年 CAGR 为 5.4%。PCB 行业需求扩大及产能扩张有望带动公司电子化学品+设备业务快速增长。
- ❖ **复合铜箔市场快速扩大, 复合铜箔设备受益在即:** 复合铜箔能够有效防止电池热失控, 提高安全性; 同时, 减少铜用量, 6.5 微米复合铜箔成本比 6 微米传统铜箔低 11%; 增加循环稳定性; 重量减轻近 60%, 能量密度提升 5-10%。复合铜箔的优势能够充分满足下游电池厂商核心诉求, 随着全球锂电池销量增加和复合铜箔渗透率提升不断扩大, 复合铜箔产业化不断推进。受复合铜箔生产商储备产能需求影响, 上游设备将首先受益。
- ❖ **复合铜箔设备下游推进迅速, 已获得头部电池厂认证:** 公司一步法设备线速达 12-15m/min, 良率高达 95%; 二步法设备, 对比友商, 宽幅增至 1650mm, 能够实现单台年产能 1GWh, 助力复合铜箔降本。同时, 客户进展较快, 下游复合铜箔生产商已获得头部客户供应商代码及订单。同时, 公司专营上游设备和化学品, 可有效避开未来下游潜在的低价竞争, 保证长期高毛利。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 9.34/13.59/17.51 亿元, 归母净利润 0.88/1.43/2.43 亿元, 对应 PE 分别为 29.15/17.94/10.58 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 主要原材料价格波动风险; 复合铜箔市场不达预期及新业务市场开拓的风险; 宏观环境风险; 解禁风险。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	365	497	934	1359	1751
收入增长率(%)	-2.94	36.42	87.71	45.51	28.87
归母净利润(百万元)	-32	-37	88	143	243
净利润增长率(%)	-160.73	-14.12	339.77	62.43	69.66
EPS(元/股)	-0.35	-0.40	0.95	1.54	2.61
PE	—	—	29.15	17.94	10.58
ROE(%)	-6.82	-7.60	15.60	20.55	26.40
PB	13.24	13.23	4.55	3.69	2.79

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 19 日收盘价计算)

## 内容目录

1	专攻表面处理，内延外购扩大业务版图.....	5
1.1	自研+并购双轮驱动，持续扩大业务版图.....	5
1.2	股权集中，结构稳定.....	6
1.3	产品覆盖表面工程专用化学品和设备两大主类.....	7
1.4	收入保持增长态势，利润向好趋势明显.....	8
2	PCB 行业需求扩大驱动电子化学品业务增长.....	9
2.1	PCB 企业出海+AI 等下游驱动，行业开启新成长周期.....	9
2.1.1	PCB 行业下游需求复苏，仍具备一定增长空间.....	9
2.1.2	东南亚建厂潮流持续，PCB 厂商出海驱动上游原材料+设备需求高增.....	10
2.1.3	PCB 市场规模持续提升，驱动上游需求高增.....	11
2.2	PCB 工艺所需电子化学品种类繁多，高端市场仍具备国产替代空间.....	13
2.3	PCB 业务将随下游销量增加持续受益.....	14
2.3.1	业务范畴扩大，设备+药水协同发展.....	14
2.3.2	自研与并购双轮驱动，抢占国产替代空间.....	15
2.3.3	销售网络全面，深度绑定下游头部客户.....	15
3	产业化进程加速，复合铜箔设备放量在即.....	16
3.1	公司处于产业链上游，设备产品适用主流工艺路线.....	16
3.1.1	公司提供设备和配套化学品，处于产业链上游.....	16
3.1.2	复合铜箔机会和挑战并存，多种技术路线并存.....	17
3.2	铜价上涨趋势明确，复合铜箔降本后迎来放量.....	19
3.3	设备能力优异，复合铜箔目前进展顺利.....	20
3.3.1	设备生产能力优于同行，核心部件自主生产.....	20
3.3.2	公司客户获头部电池厂供应商代码.....	21
4	盈利预测与投资评级.....	22
4.1	盈利预测.....	22
4.2	投资建议.....	24
5	风险提示.....	24

## 图表目录

图 1. 公司横向并购扩大业务范畴.....	5
图 2. 公司研发费用率提升至 9-10% .....	6
图 3. 公司研发人员占比逐步提升.....	6
图 4. 三孚研究院架构.....	6
图 5. 公司股权结构集中（截至 2024 年 3 月 31 日） .....	6
图 6. 近五年，营收（亿元）占比最大的产品为电子化学品.....	8
图 7. 2023 年营业收入占比最高的产品为电子化学品.....	8
图 8. 公司营业收入波动向上增长.....	8
图 9. 2024Q1 公司归母净利润扭亏为盈.....	8
图 10. 毛利率和净利率回升.....	9
图 11. 期间费用率下降.....	9
图 12. 电子化学品毛利率显著提升.....	9
图 13. 当前经营性现金流净额为负，后期有望改善.....	9
图 14. 通讯电子市场规模（亿美元）稳步提升，2023-2028 年 CAGR 为 4.1%.....	10
图 15. AI 助力消费电子行业复苏，2023-2028 年市场规模（亿美元）CAGR 为 3.6%.....	10
图 16. 汽车电子市场规模（亿美元）稳步提升，2023-2028 年 CAGR 为 5.0%.....	10
图 17. 高端服务器市场需求激增，服务器&存储行业电子市场规模（亿元）稳步上升.....	10
图 18. 全球 PCB 市场规模有望在 2028 年超过 900 亿美元.....	12
图 19. 2024 年中国 PCB 市场规模有望超 3400 亿元.....	12
图 20. PCB 市场繁荣有望推动上游化学品+设备需求高增 .....	13
图 21. 公司子公司明毅电子产品.....	15
图 22. 复合集流体材料穿刺时产生的毛刺尺寸小，安全性更强.....	17
图 23. 复合铜箔结构示意图.....	17
图 24. 2003-2024 年铜价（万元/吨）持续上涨 .....	20
表 1. 公司主要产品&应用厂家&图例.....	7
表 2. 全球各地区 PCB 产值（亿美元）及增速.....	11
表 3. PCB 企业泰国选址&项目进展 .....	11
表 4. 外资厂商主导高端 PCB 工艺专用电子化学品市场.....	14
表 5. 公司下游客户群体覆盖众多头部企业.....	16
表 6. 复合铜箔产业链和相关公司.....	16
表 7. 复合铜箔有效降低铜成本.....	18
表 8. 复合铜箔 BOM 成本低于同规格传统铜箔 .....	18

表 9. 复合铜箔重量显著低于同规格传统铜箔.....	18
表 10. 一步法 vs 两步法 vs 三步法.....	19
表 11. 公司 vs 东威科技：复合铜箔设备性能指标对比，产能优势显著 .....	21
表 12. 公司客户获头部电池厂供应商代码情况.....	22
表 13. 公司分业务收入及毛利率.....	23
表 14. 可比公司估值.....	24

## 1 专攻表面处理，内延外购扩大业务版图

### 1.1 自研+并购双轮驱动，持续扩大业务版图

公司持续横向并购扩大业务范畴：**(1) 公司于1997年成立，公司专营表面处理业务；(2) 2016年，公司新增PCB电子化学品业务：2016年，公司成立皓悦新科，组件PCB团队，全力拓展PCB电子化学品业务；同年成立宁美新科，专注手机电子和塑胶电镀等业务；(3) 2023年，增资控股明毅电子，成立惠州毅领，丰富PCB电子化学品产品品类，新增复合铜箔化学品和设备业务：2023年，公司丰富了电子化学品板块的产品品类，通过进一步购买股权并控股江西博泉、康迪斯威，补齐了在脉冲电镀、填孔电镀等PCB或载板铜面表面处理的其他关键制程以及被动元器件表面处理所需的电子化学品产品；此外，公司新增设备及设备构件类业务，增资控股PCB及半导体电镀设备企业明毅电子，引进铜箔生产设备合作方成立控股公司惠州毅领，扩大并提升机械设备研发和制造能力。**

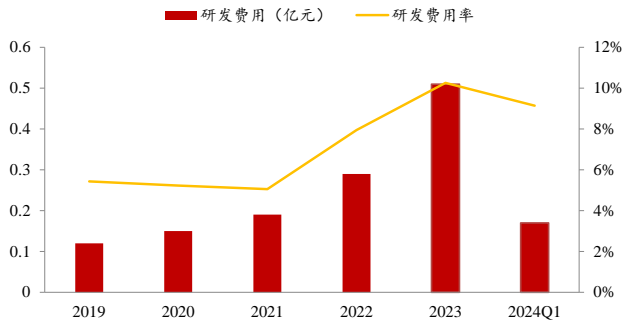
图1.公司横向并购扩大业务范畴



数据来源：wind，公司官网，公司公告，财通证券研究所

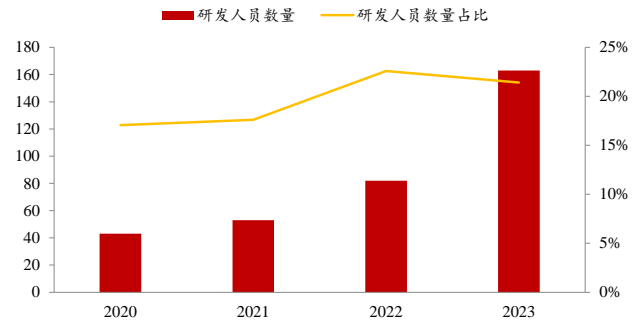
**研发投入大幅增加，成立三孚研究院构筑公司技术底座。**公司研发投入持续增加，近两年研发费用率提升至9-10%，主要系公司进一步加强研发平台建设，积极引进高学历研发人员，研发人员薪酬较上年同期增加所致。此外，公司成立了三孚研究院，下辖研发中心和检测中心。研究院承担公司产品研发与转化、人才引进与培养的核心任务，专家云集，构筑公司技术底座。

图2.公司研发费用率提升至 9-10%



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图3.公司研发人员占比逐步提升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图4.三孚研究院架构

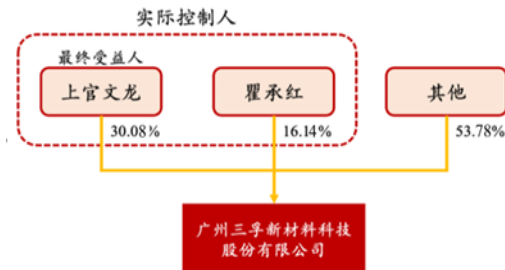


数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

## 1.2 股权集中，结构稳定

公司股权结构集中，实际控制人是上官文龙和瞿承红夫妇。公司最终受益人是公司创始人上官文龙先生，实际控制人是上官文龙和瞿承红夫妇，二人分别持有公司 30.08%和 16.14%的股权，其他单个股东持股比例均不超过 2.04%，公司股权较为集中。

图5.公司股权结构集中（截至 2024 年 3 月 31 日）




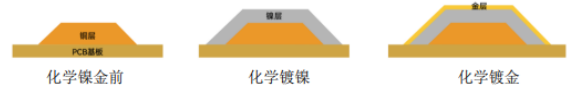
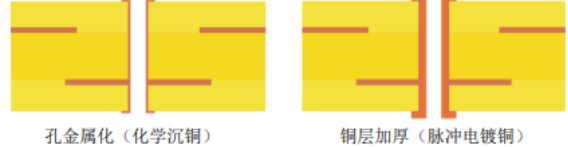
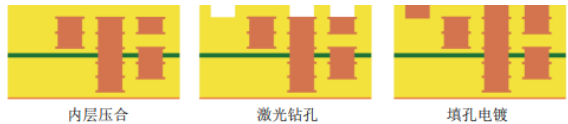



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所



### 1.3 产品覆盖表面工程专用化学品和设备两大主类

公司产品覆盖表面工程专用化学品和设备两大主类，下游应用覆盖 PCB、卫浴五金、电子通讯、汽车零部件行业。

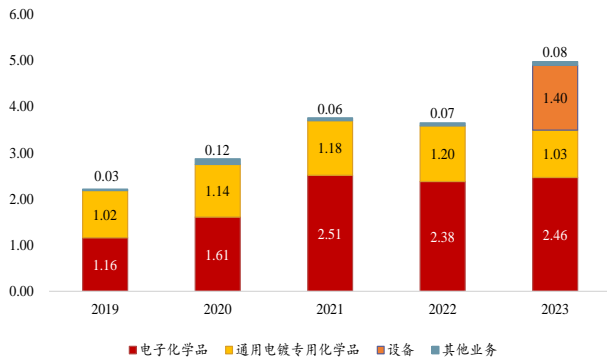
表1.公司主要产品&应用厂家&图例

大类	小类	名称	应用场景	应用图例/产品图
表面工程专用化学品	电子化学品	PCB 水平沉铜专用化学品	用于 PCB 孔金属化，在绝缘的基材孔壁上用化学方法沉积一层薄薄的化学铜层	 沉铜前（孔壁无铜）      沉铜后（孔壁有铜）
		PCB 化学镍金专用化学品	用于 PCB 表面处理，提升板材可焊性、耐腐蚀性、导电性	 化学镍金前      化学镀镍      化学镀金
		PCB 脉冲电镀铜专用化学品	用于负脉冲电镀技术的酸性电镀铜工艺；最适合用于高纵横比的线路板	 孔金属化（化学沉铜）      铜层加厚（脉冲电镀铜）
		PCB 填孔电镀专用化学品	用于电子行业中的导线、连线、电极以及导电板等高精度微细加工	 内层压合      激光钻孔      填孔电镀
		一步式全湿法复合铜箔电镀设备	应用于新能源领域动力电池、储能电池负极集流体用复合铜箔等的制造	
表面工程专用设备	新能源领域表面处理专用设备	二步式复合铜箔水电镀设备	应用于新能源领域动力电池、储能电池负极集流体用复合铜箔等的制造，与磁控溅射设备搭配使用	
		片式 VCP 电镀设备	应用于消费电子、通讯设备、5G 基站、服务器、汽车用电路板等的电镀工艺	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

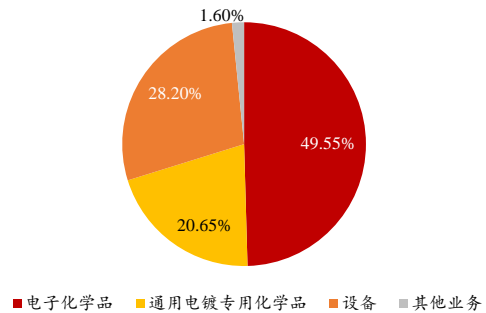
**电子化学品为主营产品，营收贡献近一半。**2023 年，电子化学品贡献 49.55% 营收，通用电镀专用化学品营收占比 20.65%，设备及设备构件类业务为新增业务，贡献 1.40 亿元营收，对应营收占比 28.20%。设备业务营收增加主要系公司在电子制造领域实现了 VCP 电镀设备、半导体电镀设备等的销售以及惠州毅领的铜箔设备机构件已形成规模化销售。此外，2023 年公司成功出货并验收了一步式全湿法复合铜箔电镀设备，“二步法”的辊式复合铜箔水电镀量产设备也已交付给国内知名客户使用。

图6.近五年，营收（亿元）占比最大的产品为电子化学品



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.2023 年营业收入占比最高的产品为电子化学品

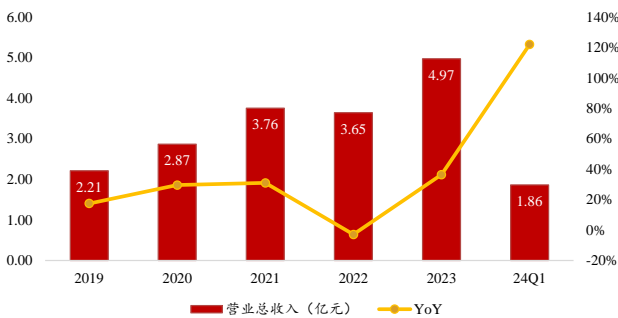


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 1.4 收入保持增长态势，利润向好趋势明显

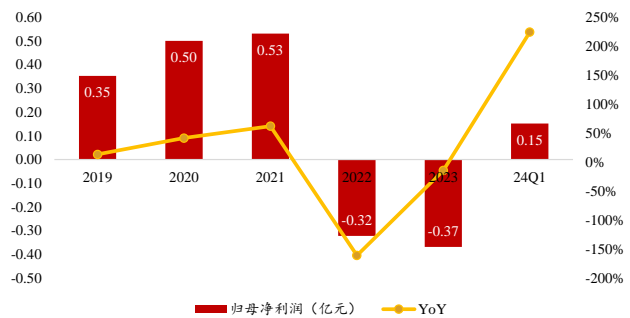
公司 2023 年收入增长强劲，2024Q1 利润转正。公司营收持续波动向上，2022 年同比下滑 2.94%后，2023 年大幅上涨 36.42%至 4.97 亿元，主要系购买康迪思威、江西博泉股权使电子化学品收入增加，同时新增设备和设备构件类收入所致。2024 年 Q1，新增设备业务+PCB 业务回暖驱动公司营收持续增长，达 1.86 亿元，同比+122.05%。2023 年，对外投资导致归母净利为负。2024 年 Q1 扭亏为盈，实现 0.15 亿元归母净利，同比+224.38%。

图8.公司营业收入波动向上增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

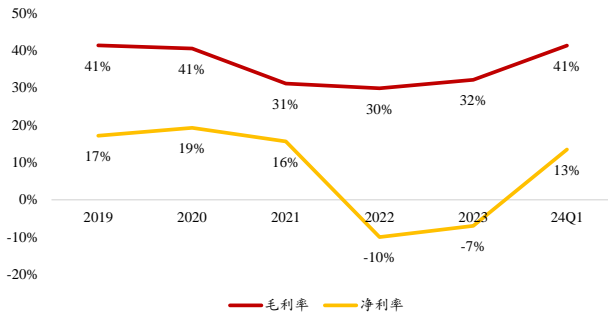
图9.2024Q1 公司归母净利润扭亏为盈



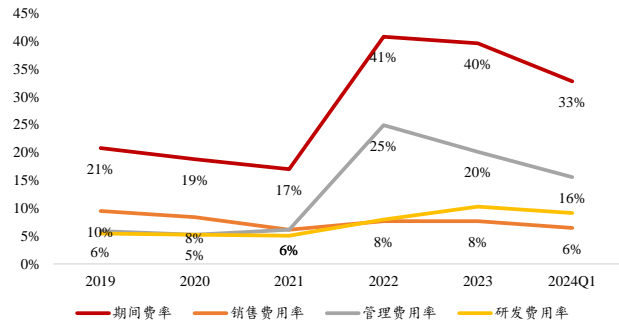
数据来源：Wind，财通证券研究所

毛利率和净利率回升，期间费用率下降。受下游景气度影响，2022 年公司毛利率承压，2023 年新增设备业务助力公司毛利率、净利率回暖。2024 年 Q1，公司盈利水平随营收增长极大改善，毛利率、净利率双双回升。同时，2023 年起公司持续降费，销售费用率、管理费用率均持续下降。



**图10.毛利率和净利率回升**


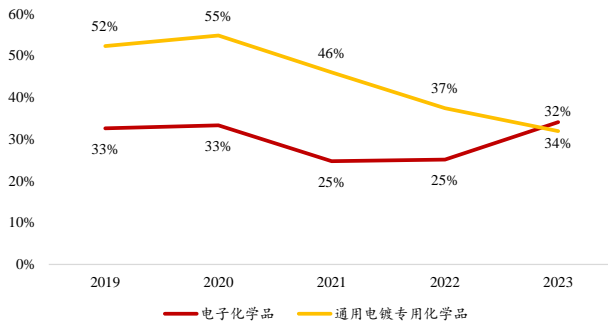
数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图11.期间费用率下降**


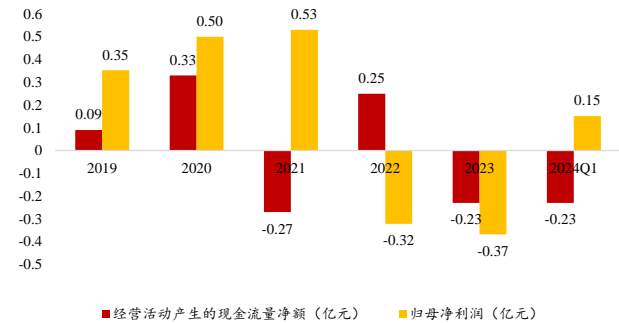
数据来源: Wind, 财通证券研究所

**电子化学品毛利率显著提升, 带动盈利增加。**2022年及以前, 通用电镀化学品毛利率显著高于电子化学品, 2022年分别为37.43%和25.13%。2023年, 公司新增的电子化学品产品品类毛利较好驱动电子化学品业务的毛利率提升至34.09%, 同比提升8.96pct。2023年, 公司新增设备类业务, 毛利率为29.64%, 有效增厚公司利润。

**当前正处业务扩张期, 现金流短期承压。**公司2023年至今经营性现金流为负, 主要系公司处于业务扩张期, 新增子公司较多, 对应的原材料和人工薪酬等日常现金支出较多, 相应税费增加所致。未来随着公司销售收入扩大、回款增加, 以及进一步控制开支, 公司经营性现金流有望转正。

**图12.电子化学品毛利率显著提升**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图13.当前经营性现金流净额为负, 后期有望改善**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

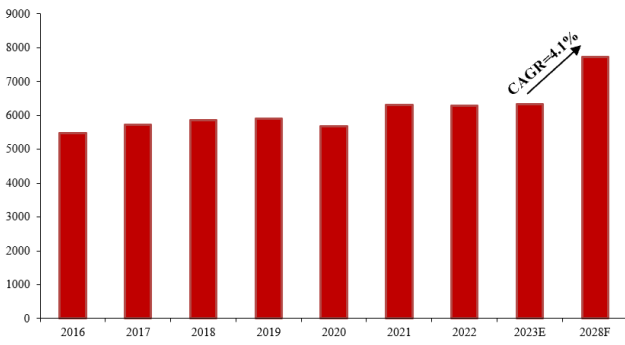
## 2 PCB行业需求扩大驱动电子化学品业务增长

### 2.1 PCB企业出海+AI等下游驱动, 行业开启新成长周期

#### 2.1.1 PCB行业下游需求复苏, 仍具备一定增长空间

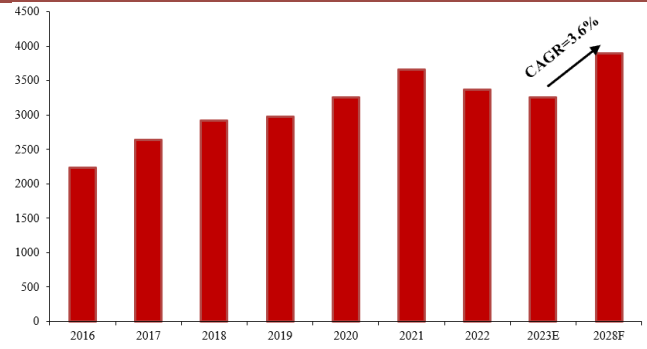
通讯电子、消费电子、汽车电子、服务器电子四大板块助力 PCB 行业下游需求增长。根据 Prismark 估算，PCB 下游通讯电子、消费电子、汽车电子、服务器领域市场 2023-2028 年规模 CAGR 分别为 4.1%、3.6%、5.0%、9.2%，仍具备一定增长空间，对应领域 PCB 产值 CAGR 分别为 5.1%、5.1%、5.1%、11%。

图14.通讯电子市场规模(亿美元)稳步提升,2023-2028年CAGR为4.1%



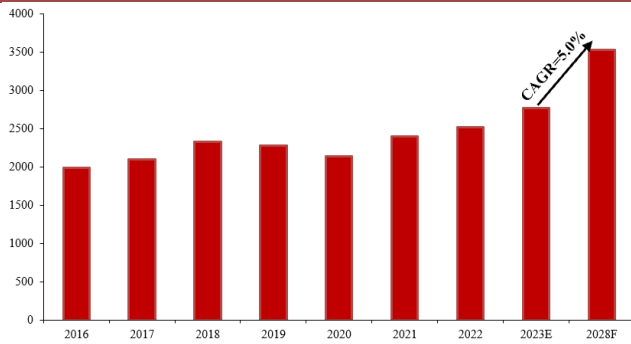
数据来源: Prismark, 鹏鼎控股年报, 财通证券研究所

图15.AI助力消费电子行业复苏,2023-2028年市场规模(亿美元)CAGR为3.6%



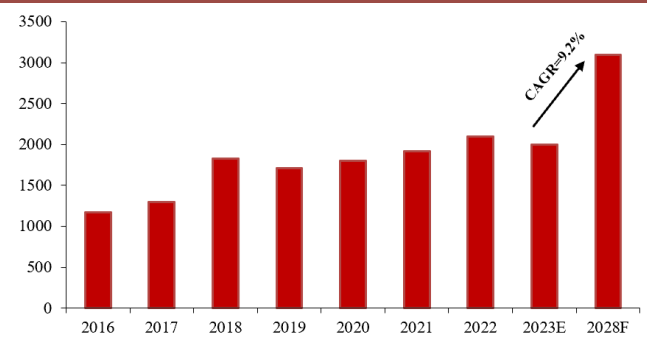
数据来源: Prismark, 鹏鼎控股年报, 财通证券研究所

图16.汽车电子市场规模(亿美元)稳步提升,2023-2028年CAGR为5.0%



数据来源: Prismark, 鹏鼎控股年报, 财通证券研究所

图17.高端服务器市场需求激增,服务器&存储行业电子市场规模(亿元)稳步上升



数据来源: Prismark, 鹏鼎控股年报, 财通证券研究所

### 2.1.2 东南亚建厂潮流持续, PCB 厂商出海驱动上游原材料+设备需求高增

国内 PCB 企业赴东南亚建厂需求明确。受中美贸易战、俄乌冲突、巴以冲突等因素影响, PCB 企业抱团“出海”, 在东南亚投资建厂来分散政治风险等。据不完全统计, 已有约 40 家企业向 BOI (The Board of Investment of Thailand) 申请促投项目, 主要是来自中国大陆、中国台湾和日本的企业, 2023 年投资总额超过 1000 亿泰铢。投资驱动下, 东南亚产值快速增长。根据 Prismark 预测, 2023 年, 亚洲除中国大陆和日本的其他地区 PCB 产值为 91 亿美元, 2028 年将达到 305 亿美元, 对应 2023-2028 年 CAGR 8.00%, 呈快速上涨趋势。

**表2.全球各地区 PCB 产值（亿美元）及增速**

地区	2023		2024	2028	2023-2028CAGR
	产值	同比			
美洲	34	-4.80%	32	39	3.80%
欧洲	19	-8.30%	17	20	3.00%
日本	73	-16.50%	61	79	5.40%
中国大陆	436	-13.20%	378	462	4.10%
亚洲其他	<b>91</b>	-19.30%	<b>207</b>	<b>305</b>	<b>8.00%</b>
合计	653	-15.00%	695	904	5.40%

数据来源：Prismark，电路板智造公众号，财通证券研究所

**泰国吸引众多中国 PCB 企业投资建厂。**东南亚国家中，泰国因与中国及 PCB 产品消费国欧美关系稳定，并且拥有完善的物流、交通和工业基础设施，低廉的人力和土地成本，以及良好的投资和税收政策支持，吸引众多中国 PCB 企业投资建厂。

**表3.PCB 企业泰国选址&项目进展**

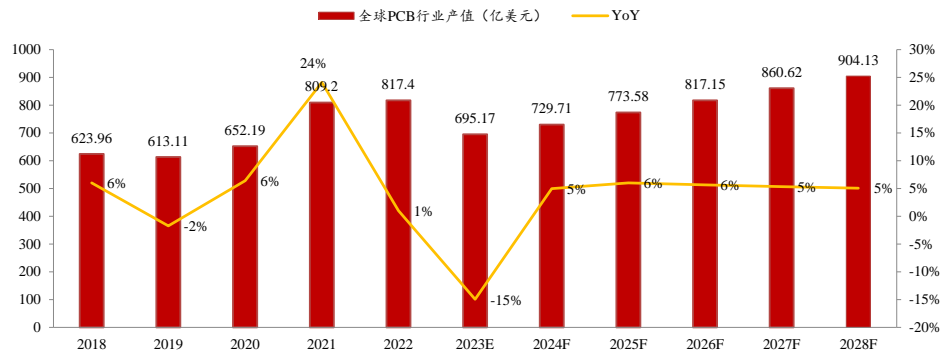
项目选址&企业	
巴真府	A 股：景旺电子、广合科技、方正科技、澳弘电子； 台资：定颖电子、金橡电、臻鼎、圆裕、联茂
大城府	深南电路、奥士康、中京电子、威尔高
北柳府	欣兴电子、生益电子（2025 年下半年试生产）
罗勇府	四会富仕
春武里府	东山精密
项目进展	
厂房封顶	奥士康、沪电股份、威尔高
开工建设	中富电路、中京电子、广合科技、东山精密、中富电路、鹏鼎控股

数据来源：广东省电路板行业协会 GPCA，财通证券研究所

### 2.1.3 PCB 市场规模持续提升，驱动上游需求高增

**全球 PCB 市场规模有望在 2028 年达到 904 亿美元。**2022 年以来，受智能手机、PC 等传统消费电子需求疲软等因素影响，PCB 整体需求转弱给整个行业发展带来较大挑战。2024 年以来，AI PC/AI 手机及 AI 终端问世带来的新一轮消费电子革新和重构将为 PCB 行业带来新一轮成长周期。根据 Prismark 预计，2028 年全球 PCB 市场规模有望超过 900 亿美元。

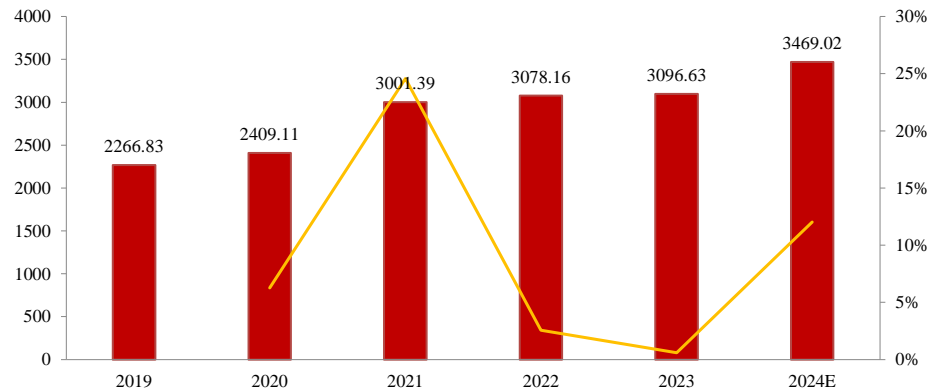
图18.全球 PCB 市场规模有望在 2028 年超过 900 亿美元



数据来源：Prismark，鹏鼎控股年报，财通证券研究所

**中国 PCB 市场 2024 年有望超 3400 亿元规模。**根据 Prismark 数据，2023 年受到行业需求下滑影响，中国 PCB 市场规模同比增速放缓，为 0.6%。AI 驱动 PCB 行业开启新一轮成长周期后，根据中商产业研究院预计，2024 年中国 PCB 行业市场规模达到 3469 亿元，同比+12%。

图19.2024 年中国 PCB 市场规模有望超 3400 亿元



数据来源：Prismark，中商产业研究院，财通证券研究所

**PCB 市场繁荣有望推动上游化学品+设备需求高增。**一方面，PCB 需求提升的同时生产所需化学品需求提升。另一方面，AI、高端服务器等新兴产业对 PCB 板规格等提出更高的要求，有望促进厂商投入更多产品，驱动设备需求提升。PCB 市场持续繁荣有望带动上游同步成长。

图20. PCB 市场繁荣有望推动上游化学品+设备需求高增



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 2.2 PCB 工艺所需电子化学品种类繁多，高端市场仍具备国产替代空间

不同 PCB 工艺所需电子化学品不同，外资厂商主导高端市场，国产厂商仍具备替代空间。从 PCB 工艺难度划分，线路图形技术水平最低，主要由国内厂商供应；铜面处理和最终表面处理次之，孔金属化和电镀制程专用电子化学品技术水平较高，其中外资厂商占主导地位。

**表4.外资厂商主导高端PCB工艺专用电子化学品市场**

PCB 工艺	主要的专用电子化学品	主要供应商
线路图形	显影液、蚀刻液、光阻去除剂、消泡剂等	非类载板和载板用药水：国内供应商为主； <b>类载板和载板用药水：外资厂商为主</b>
	闪蚀刻专用化学品	<b>外资主导</b> ，JCU、韩国纳勒电子、麦德美乐思、安美特等为主
钢面处理	酸性微蚀液	国内原物料供应商为主
	超粗化专用化学品、中粗化专用化学品、碱性微蚀液、有机键合剂等	类载板和载板用： <b>外资厂商为主</b> ，包括 MEC、安美特、麦德美乐思等；其他：内资厂商：板明科技、天承科技、光华科技等
孔金属化	垂直沉铜专用化学品	外资：陶氏杜邦、麦德美乐思；内资：贝加电子、深圳市正天伟科技有限公司等
	载板沉铜专用化学品	<b>外资主导</b> ，日本上村工业株式会社、安美特为主
	水平沉铜专用化学品	<b>外资主导</b> ，在高端应用市场上以安美特为主
	黑孔黑影专用化学品、高分子导电膜专用化学品等	麦德美乐思、安美特为主
电镀工艺	直流通孔电镀专用化学品、脉冲通孔电镀专用化学品等	应用于普通 PCB 的产品国产化程度较高； <b>应用于高端 PCB 的产品</b> 以麦德美乐思、安美特、陶氏杜邦为主
	不溶性阳极直流电镀填孔专用化学品、不溶性阳极水平脉冲电镀填孔专用化学品等	<b>外资主导</b> ，前者以 JCU、陶氏杜邦、安美特、麦德美乐思为主；后者以安美特为主
	电镀锡专用化学品	内外资厂商均有，陶氏杜邦、安美特、贝加电子、天承科技等
最终表面处理	OSP（有机预焊保护剂）、化学锡专用化学品、化学镍金专用化学品、化学镍钯金专用化学品、化学银专用化学品等	内外资厂商均有，日本上村工业株式会社、陶氏杜邦、安美特、麦德美乐思、光华科技、贝加电子、天承科技等多家供应商

数据来源：天承科技招股书，财通证券研究所

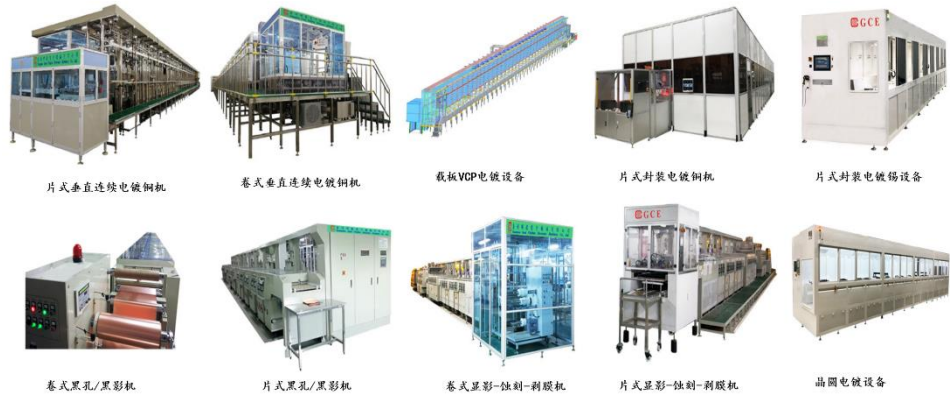
## 2.3 PCB 业务将随下游销量增加持续受益

### 2.3.1 业务范畴扩大，设备+药水协同发展

拓展表面工程专用设备板块，实现设备+药水配套销售。2023 年，公司完成对 PCB 及半导体电镀设备企业明毅电子的增资控股，拓展了 IC 载板、半导体晶圆电镀、先进封装电镀设备板块，在电子制造领域实现了 VCP 电镀设备、半导体电镀设备等的销售。设备与药水销售互相促进，共同助力公司业绩发展。



图21.公司子公司明毅电子产品



数据来源：明毅电子官网，财通证券研究所

### 2.3.2 自研与并购双轮驱动，抢占国产替代空间

**PCB 电子化学品技术壁垒较高。**PCB 电子化学品的配方设计和调整涉及多学科知识的综合运用，应用工艺的参数如药水浓度、药水搭配组合、生产设备运行参数等都会影响产品的应用效果，因此，电子化学品行业需要较长时间的经验积累。公司自 1997 年成立以来，持续专注表面处理领域，不断丰富 PCB 电子化学品产品品类，通过内延外购增厚技术壁垒。

**自研与并购实现品类拓展，抢占国产替代空间。**2023 年，公司通过控股江西博泉，拓展在脉冲电镀、填孔电镀、载板填孔镀铜等电镀核心制程的电子化学品产品线，进一步丰富公司的产品品类。同时，在被动元器件方面，公司布局了电容、电感领域的表面镀锡和镀镍等功能性湿电子化学品，且上述产品已在国内头部电子元器件厂商验证通过并实现规模销售，完成了对日韩美系产品的进口替代。

**产品相比国外竞对具有价格优势。**与安美特、罗门哈斯、麦德美乐思等行业国际巨头相比，国内生产要素成本低，使得公司产品成本低于行业国际巨头水平。因此，公司产品在性能指标均能达到客户要求的同时，具有明显的价格优势。

### 2.3.3 销售网络全面，深度绑定下游头部客户

**销售网络全面，本土化服务优势明显。**公司在广州、江西、南京、苏州、宁波、深圳、厦门、中山、惠州和重庆等地建有销售服务中心，销售服务网络能够覆盖珠江三角洲和长江三角洲等产业聚集区，能够为客户提供快速、便捷的售后服务。与外资企业相比，公司能够为国内客户提供便捷高效的技术服务。

**产品覆盖头部大客户，公司业绩有望随客户销量增加持续获益。**公司表面工程专用化学品覆盖 PCB 行业众多头部企业，包括沪电股份、崇达技术、方正科技、生

益电子、深南电路等，未来下游客户 PCB 产品销量增加将带动公司专用化学品销量提升，公司有望持续获益。

表5.公司下游客户群体覆盖众多头部企业

产品品类	客户
表面工程专用化学品	<b>PCB 行业：</b> 沪电股份、崇达技术、方正科技、生益电子、深南电路、胜宏科技、健鼎科技、建滔集团、中京电子、奥士康和依利安达等； <b>通讯电子行业：</b> 大富科技和瑞声科技等； <b>五金卫浴行业：</b> 恒洁卫浴、路达工业、海鸥住工、三花智控等
表面工程专用设备	景旺电子、瀚宇博德、华通精密、生益电子、嘉元科技等

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3 产业化进程加速，复合铜箔设备放量在即

#### 3.1 公司处于产业链上游，设备产品适用主流工艺路线

##### 3.1.1 公司提供设备和配套化学品，处于产业链上游

复合铜箔产业链企业众多。

(1) 上游为原材料和设备厂商：主要包括高分子基膜材料厂商，铜靶材厂商，真空镀膜设备、水电镀设备厂商。

(2) 中游为复合铜箔制造环节：新老企业积极入局，除自主研发厂商外，还包括上游材料厂、设备厂纵向切入，下游电池厂卡位赛道，集成铜箔生产、焊接及电池制造，传统铜箔厂商凭借镀铜技术先发优势顺势布局，光电薄膜、电磁屏蔽膜及其他功能性薄膜厂商依靠技术同源优势积极扩充产品矩阵。

(3) 下游为锂电池应用环节，包括动力、储能和消费电池厂商。公司提供设备和配套化学品，处产业链上游。

表6.复合铜箔产业链和相关公司

上游	中游	下游
<b>材料和设备</b>	<b>复合铜箔制造</b>	<b>锂电池应用</b>
基材 (双星新材、康辉新材等)	材料厂切入 (双星新材、阿石创等)	动力电池
铜靶材 (阿石创等)	铜箔厂切入 (诺德股份、嘉元科技等)	消费电池
设备 (东威科技、三孚新科等)	电池厂切入 (CATL、比亚迪等)	储能电池
化学品 (三孚新科等)	自主技术迭代 (宝明科技、万顺新材等)	

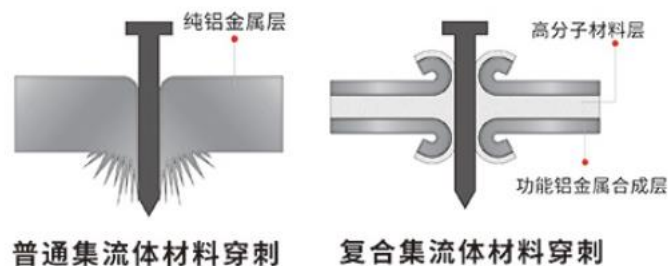
数据来源：观研报告网，财通证券研究所

### 3.1.2 复合铜箔机会和挑战并存，多种技术路线并存

对比电解铜箔，复合铜箔具备高安全性、低成本、高比容、高循环寿命等优势。具体如下：

- **复合铜箔有效防止电池热失控，安全性高。**普通集流体材料穿刺时会产生大尺寸毛刺，造成内短路，引起热失控，可能导致新能源汽车电池爆炸起火。复合集流体受到穿刺时产生的毛刺尺寸小，并且因为高分子材料层会发生断路效应，可控制短路电流不增大，以有效控制电池热失控乃至爆炸起火，从根本上解决了电池爆炸起火的安全性问题。

图22.复合集流体材料穿刺时产生的毛刺尺寸小，安全性更强



数据来源：金美新材料官网，财通证券研究所

- **复合铜箔有效降低用铜量，从而实现降本。**复合铜箔为“铜+高分子薄膜+铜”的三明治结构，对比传统铜箔，能够有效减少用铜量，降低原材料成本。根据测算，假设复合铜箔在4.5微米基膜两侧各镀1微米的铜，复合铜箔的铜成本为4.5微米传统铜箔成本的56%，为6微米传统铜箔成本的66%；加上基膜和化学品价格，复合铜箔比6微米传统铜箔降低11%成本。

图23.复合铜箔结构示意图



数据来源：德福科技公众号，财通证券研究所

**表7.复合铜箔有效降低铜成本**

	4.5 微米铜箔	6 微米铜箔	复合铜箔
单价 (元/kg)	71.62	71.62	71.62
密度 (kg/m <sup>3</sup> )	8900	8900	8900
厚度 (微米)	4.50	6.00	2.00
<b>铜成本 (元/ m<sup>2</sup>)</b>	<b>2.87</b>	<b>3.71</b>	<b>1.27</b>

数据来源: Wind, 长江有色金属网, 财通证券研究所

**表8.复合铜箔 BOM 成本低于同规格传统铜箔**

厚度	传统铜箔		复合铜箔
	4.5 微米	6 微米	6.5 (1+4.5+1) 微米
PP 基膜 (元/ m <sup>2</sup> )	/	/	0.04
铜 (元/ m <sup>2</sup> )	2.87	3.71	1.27
化学品 (元/ m <sup>2</sup> )	/	/	2.00
<b>BOM 成本 (元/ m<sup>2</sup>)</b>	<b>2.87</b>	<b>3.71</b>	<b>3.32</b>

数据来源: Wind, 长江有色金属网, chemical book, 财通证券研究所

- **复合铜箔高分子层弱化锂枝晶的形成, 增加循环稳定性。**由于铜箔表面比较光滑平整, 接触面积不够大, 且铜为金属材料, 而电池一般为非金属材料, 使得两种物质接触相容性差, 界面接触电阻较大, 导致电池充放电性能有所降低。复合集流体的高分子层进一步减少铜箔集流体与锂的反应, 形成致密的保护层, 从而弱化锂枝晶的形成, 可显著改善由平面锂金属镀层导致的锂电化学沉积, 提高锂金属阳极的循环稳定性。
- **复合铜箔重量更轻, 有效提升电芯能量密度。**铜箔在锂电池中的重量占比仅次于正负极, 其中铜箔集流体占比 8.1%。对比传统铜, 复合铜箔比同规模的传统铜箔质量轻近 60%, 能量密度提升 5-10%。由于铝密度低于铜, 复合铝箔减重效果略低于复合铜。

**表9.复合铜箔重量显著低于同规格传统铜箔**

厚度	传统铜箔		复合铜箔
	4.5 微米	6 微米	6.5 (1+4.5+1) 微米
PP 基膜密度 (吨/ m <sup>3</sup> )	0.90	/	/
PP 基膜厚度 (微米)	4.50	/	/
<b>PP 基膜重量 (g/ m<sup>2</sup>)</b>	<b>4.05</b>	/	/
铜密度 (吨/ m <sup>3</sup> )	8.90	8.90	8.90
铜厚度 (微米)	2.00	4.50	6.00
<b>铜重量 (g/ m<sup>2</sup>)</b>	<b>17.80</b>	<b>40.05</b>	<b>53.40</b>
<b>总重量 (g/ m<sup>2</sup>)</b>	<b>21.85</b>	<b>40.05</b>	<b>53.40</b>

数据来源: Wind, 长江有色金属网, chemical book, 东威科技公告, 财通证券研究所

复合铜箔目前多种技术路线并存。复合铜箔工艺包括一步法、两步法、三步法，一步法包含湿法化学沉积和干法磁控溅射或真空蒸镀两种，生产环节多种技术路线各有利弊。(1) 一步法：全湿法（化学镀）或全干法（磁控溅射、真空蒸镀）；(2) 二步法：磁控溅射+水电镀；(3) 三步法：磁控溅射+真空蒸镀+水电镀。目前生产工艺中，两步法成熟度最高，成本控制得相对较好。

表10.一步法 vs 两步法 vs 三步法

技术路线	方法	优点	缺点
一步法	通过真空磁控溅射或者真空蒸镀的方法，直接在高分子聚合物薄膜的两面形成指定厚度的铜层	所涉及到的工序最少，理论上成品率最高	成本非常高且相对技术还不成熟
两步法	通过真空磁控溅射的方法，将高分子聚合物薄膜的两面进行镀铜金属化，再通过水电镀的方式将铜层增厚到指定厚度	是目前成熟度最高，成本可以控制在最低的技术路线	
三步法	通过真空磁控溅射、真空蒸镀和水电镀的方式来制备复合铜箔	真空磁控溅射和真空蒸镀的搭配可以大大提高溅射效率，提高产能	工艺不够成熟

数据来源：艾邦锂电网，东威科技公告，财通证券研究所

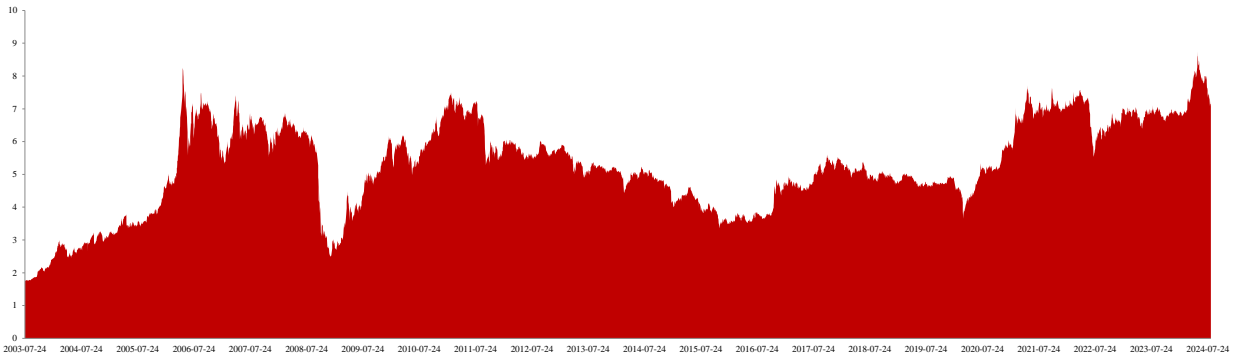
复合铜箔生产工艺复杂导致降本困难，良率控制较难，生产能耗较高。以二步法为例，磁控溅射+水电镀中，磁控溅射环节，良率、生产效率、连续性等指标之间存在互斥性。复合铜箔热量持续累计影响设备运行，难以保证大面积镀膜一致性；同时，降本需要提高设备生产效率和运行速率，然而更高功率能量对基膜造成伤害降低产品良率。

### 3.2 铜价上涨趋势明确，复合铜箔降本后迎来放量

铜价上涨趋势不可逆，下游动力电池厂降本迫切。铜价多年来维持波动上涨趋势，已从2003年7月的1.74万元/吨上涨至2024年8月7.25万元/吨。2024年初花旗银行发布的分析报告曾指出，预测到2025年，铜价可能达到每吨1.5万美元，再创历史新高。新能源汽车竞争激烈下，价格战愈演愈烈，车厂对上游动力电池厂商提出降本需求，铜箔降本需求迫切。



图24.2003-2024年铜价（万元/吨）持续上涨



数据来源：Wind，财通证券研究所

**复合铜箔有望进一步降本，迎来放量。**固定资产降低+良率提升下，复合铜箔成本单平成本有望继续下降。在目前成本优势相比传统铜箔不明显的情况下，复合铜箔可能首先在价格相对不敏感的消费电池和无人机电池上使用。随着公司进一步升级工艺及配方，在后续客户进入正式量产阶段后，将有可观的降本空间，这将极大促进复合铜箔的推广渗透。

**复合铜箔产业化将首先在设备端起量。**下游电池厂对复合铜箔的需求传导到中游复合铜箔厂商，中游厂商纷纷建厂加快产能布局，短期内复合铜箔设备订单将出现高速增长，复合铜箔设备厂商将在近几年内率先实现收入增加。

### 3.3 设备能力优异，复合铜箔目前进展顺利

#### 3.3.1 设备生产能力优于同行，核心部件自主生产

**设备生产能力指标优于同行，良率达到95%以上，具备量产潜力。**公司一步式全湿法复合铜箔电镀设备线速达到12-15m/min，单台设备年产能500-750万平方米，良率达到95%以上，具备量产潜力。公司二步法水电镀设备和同行业公司东威科技双边夹水电镀设备相比，在宽幅上更加出色，根据测算，设备加宽后年产能达到672万平方米，高于东威科技设备产能637万平方米的水平。



表11.公司 vs 东威科技：复合铜箔设备性能指标对比，产能优势显著

三孚新科				
<b>一步式全湿法复合铜箔电镀设备</b>				
线速	宽幅	单台年产能	单台年产能	良率
12-15m/min	/	500-750 万平方米	0.75-1GWh	>95%
<b>第二步法滚轮水电镀设备</b>				
线速	宽幅	单台年产能	单台年产能	良率
<b>加宽前</b>				
10m/min	1350mm	550 万平方米	/	>95%
<b>加宽后</b>				
10m/min	1650mm	672 万平方米	1GWh	/
东威科技				
<b>双边夹水电镀设备</b>				
线速	宽幅	单台年产能	单台年产能	良率
12-13m/min	1250mm	637 万平方米	/	/

数据来源：公司公告，东威科技投资者问答，财通证券研究所

复合铜箔设备核心部件自主生产，掌握核心技术。公司控股子公司 PCB 及半导体电镀设备企业明毅电子拥有设备自主研发及整线制造能力，从产线设计 3D 建模到下料、焊接、CNC 加工等都是自主完成，目前除了泵浦、电机、整流器等部件是从外部渠道购入外，其余部件尽量自主制作，核心零部件暂不存在受制于海外供应商的情况。公司掌握设备核心技术，构筑起强大壁垒。

### 3.3.2 公司客户获头部电池厂供应商代码

复合铜箔设备下游推广进展较快，公司客户已获头部电池厂供应商代码。我们认为，公司复合铜箔相关产品得到下游的认证，显示出公司产品极强的性能优越性和量产能力，未来有望加速获得更多下游客户的认可，持续开拓市场。

**表12.公司客户获头部电池厂供应商代码情况**

一步法设备	2023年9月，公司和嘉元科技进行复合铜箔战略合作签约。根据公司2023年报，嘉元科技向公司订购一步式全湿法复合铜箔电镀设备，合同总金额2.43亿元人民币； 根据公司披露，公司的线速10米/分钟“一步法”复合铜箔生产设备首台量产线已经在内部组装完成，并进入调试测试阶段。
两步法设备	公司的线速10米/分钟“两步法”复合铜箔水电镀生产设备已经在2家客户完成了安装测试，并顺利进入打样生产阶段； 根据公司披露，公司已经与多家客户陆续签订了战略合作框架协议，根据协议签订情况，意向订单超过50台（套）； 根据公司投资者关系活动记录，公司下游复合铜箔客户已经取得头部电池厂商的供应商代码并获得小批量订单。

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资评级

### 4.1 盈利预测

- 1) **电子化学品：**电子化学品下游PCB行业未来保持向好态势，公司内延外购扩大电子化学品产品品类，公司相关产品有望受益；此外，复合铜箔产业化推进，相关化学品将贡献收入。考虑到行业竞争激烈，因此预计2024-2026年公司该业务营收大幅度提升，毛利率稳中有降。
- 2) **通用电镀专用化学品：**公司在通用电镀化学品方面有多年生产经验，绑定下游较大客户。考虑到通用电镀专用化学品市场规模近期未见明显增长，竞争激烈，我们预计公司相关产品销售收入将维持稳定，毛利率略降。
- 3) **设备：**复合铜箔产业化进程推进，下游电池厂将首先要求复合铜箔生产商储备产能，复合铜箔设备将率先放量；未来随着复合铜箔渗透率提升，以及全球锂电池出货量逐步增加，公司复合铜箔设备收入将保持大幅增长态势。同时，复合铜箔放量前期产能不足，设备处于供不应求阶段，因此毛利率起初呈现较高水平后缓慢下降。此外，公司PCB设备也有望随PCB行业下游需求景气而扩大销量。

#### 费率与所得税率：

- 1) **费率：**公司2023年增资控股明毅电子，成立惠州毅领，同时购买股份控股江西博泉、康迪斯威，导致期间费用进一步上行。我们预计，公司持续减费下，2024-2026年销售费用率、管理费用率大幅度降低。
- 2) **所得税率：**2024-2026年，公司设备业务增长趋势明显，且为2023年新增业务，该业务主体子公司明毅电子享受高新技术企业减税政策，所得税率为15%，

惠州毅领税率为 25%，基于此，我们预计，公司 2024-2026 年所得税稳中略降。

考虑到 PCB 下游需求回暖，复合铜箔放量在即助力公司营收大幅提升，我们预计公司 2024-2026 年收入为 9.34、13.59、17.51 亿元，同比+87.87%、45.51%、28.87%；盈利能力随高毛利业务加持增长后稳中有降，我们预计 2024-2026 年公司毛利率为 36.01%、35.32%、34.11%，归母净利润 0.88、1.43、2.43 亿元。

**表13.公司分业务收入及毛利率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入 (亿元)</b>	3.65	4.97	9.34	13.59	17.51
YOY	-2.93%	36.16%	87.87%	45.51%	28.87%
<b>毛利率</b>	30.14%	32.19%	36.01%	35.32%	34.11%
销售费用率	7.59%	7.69%	6.00%	5.50%	5.00%
管理费用率	24.90%	20.18%	14.00%	12.00%	10.00%
研发费用率	7.88%	10.17%	7.00%	6.00%	6.00%
所得税率	24.12%	24.00%	23.50%	23.00%	22.50%
<b>归母净利润 (亿元)</b>	-0.32	-0.37	0.88	1.43	2.43
<b>电子化学品</b>					
收入 (亿元)	2.38	2.46	5.02	6.92	8.65
YOY	-5.18%	3.36%	103.94%	37.93%	25.00%
毛利率	25.21%	34.15%	33.53%	32.95%	32.95%
<b>通用电镀专用化学品</b>					
收入 (亿元)	1.20	1.03	1.17	1.20	1.22
YOY	1.69%	-14.17%	13.59%	2.22%	2.17%
毛利率(%)	37.50%	32.04%	36.92%	37.69%	37.69%
<b>设备</b>					
收入 (亿元)		1.40	3.08	5.39	7.55
YOY			120%	75%	40%
毛利率		29.29%	40%	38%	35%
<b>其他业务</b>					
收入 (亿元)	0.07	0.08	0.07	0.08	0.09
YOY	16.67%	14.29%	-12.50%	14.29%	12.50%
毛利率	71.43%	25.00%	22.86%	25.00%	22.22%

资料来源：Wind，财通证券研究所整理

## 4.2 投资建议

公司专营表面处理业务，自研+并购双轮驱动业务版图逐渐扩张。PCB 行业下游复苏驱动电子化学品+设备业务增长；复合铜箔设备下游客户推进迅速，有望率先受益。考虑到公司目前 PCB 电子化学品和设备领域营收贡献最大，同时新增复合铜箔化学品和设备业务，选择同样布局 PCB 设备和复合铜箔设备的东威科技，布局化学品的光华科技、天承科技作为可比公司，对应 2024-2026 年 PE 中位数为 33.03、23.51、16.73 倍，高于公司 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

表14.可比公司估值

可比公司	股票代码	股价 2024/8/19	市值 (亿)	EPS					PE				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
东威科技	688700.SH	22.83	68	1.45	0.66	0.85	1.28	1.58	98.79	92.53	26.87	17.89	14.48
光华科技	002741.SZ	9.99	40	0.29	-1.08	0.02	0.13	0.31	61.43	-	498.85	76.75	31.93
天承科技	688603.SH	51.36	30	1.25	1.01	1.55	2.18	3.07	-	74.42	33.03	23.51	16.73
中位数									80.11	74.42	33.03	23.51	16.73
三孚新科	688359.SH	27.65	26	-0.35	-0.40	0.95	1.54	2.61	-	-	29.15	17.94	10.58

资料来源：Wind，财通证券研究所（可比公司预测数据均来源于 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

**主要原材料价格波动风险：**原材料占公司主营业务成本的比例较高。公司生产的主要原材料包括硫酸钡、硫酸镍和次氯酸钠等。近年来，上述主要原材料的价格均出现了较大幅度的波动，未来主要原材料价格变化还存在一定的不确定性。如果未来公司主要原材料价格大幅增长，将会对公司的毛利率及利润总额产生不利影响。

**复合铜箔市场不达预期及新业务市场开拓的风险：**复合铜箔主要用于动力电池、储能电池等产品，最终应用场景涉及新能源和储能等领域。由于复合铜箔的市场状况将直接传导而影响上游复合铜箔设备制造及专用化学品生产及交付，且下游客户对不同技术路线的选择仍存在不确定性，从而使公司面临复合铜箔市场不达预期及新业务市场开拓风险。

**宏观环境风险：**公司的专用化学品及专用设备产品广泛应用于印刷电路板、新能源、通讯设备、手机零部件、五金卫浴和汽车零部件等领域，下游行业需求的变化将会对公司经营业绩产生一定的影响。中国宏观经济状况、中美贸易摩擦、房地产景气程度、汽车减税政策、环保政策等因素均会对公司下游行业产生影响，进而对公司产品的需求产生影响，给公司的经营业绩带来波动风险。

**解禁风险：**公司 2021 年 4 月 9 日首次公开发行股票完成后，总股本为 9,218 万股，其中有限售条件流通股为 7,128.34 万股，限售股股东数量为 2 名，该部分限

售股股东对应的股份数量为 4295.20 万股，占公司股本总数的比例为 46.22%，限售期为自公司股票上市之日起 36 个月。现限售期即将届满，于 2024 年 5 月 22 日起已上市流通。原本被限制的股份可以自由交易，可能导致供应量增加，从而对股价产生压力。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>364.62</b>	<b>497.41</b>	<b>933.70</b>	<b>1358.60</b>	<b>1750.80</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	255.71	337.37	597.50	878.70	1153.63	营业收入增长率	-2.9%	36.4%	87.7%	45.5%	28.9%
营业税费	2.51	4.24	5.60	8.15	8.75	营业利润增长率	-177.9%	0.5%	358.5%	59.3%	67.3%
销售费用	27.67	38.25	56.02	74.72	87.54	净利润增长率	-160.7%	-14.1%	339.8%	62.4%	69.7%
管理费用	90.78	100.38	130.72	163.03	175.08	EBITDA 增长率	-168.1%	70.9%	1,742.2%	42.1%	51.5%
研发费用	28.75	50.58	65.36	81.52	105.05	EBIT 增长率	-192.8%	5.5%	402.8%	53.3%	63.0%
财务费用	0.62	7.91	13.26	13.28	13.49	NOPLAT 增长率	-178.7%	-5.4%	-404.8%	54.3%	64.0%
资产减值损失	-1.58	-2.13	-2.55	-3.32	-4.32	投资资本增长率	-0.4%	62.4%	9.1%	13.1%	19.4%
加:公允价值变动收益	<b>0.35</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-16.3%	27.8%	13.8%	19.3%	27.2%
投资和汇兑收益	0.25	6.07	32.68	29.45	70.03	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-46.05</b>	<b>-45.81</b>	<b>118.40</b>	<b>188.62</b>	<b>315.54</b>	毛利率	29.9%	32.2%	36.0%	35.3%	34.1%
加:营业外净收支	-2.02	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-12.6%	-9.2%	12.7%	13.9%	18.0%
<b>利润总额</b>	<b>-48.07</b>	<b>-45.80</b>	<b>118.40</b>	<b>188.62</b>	<b>315.54</b>	净利率	-10.0%	-7.0%	9.7%	10.7%	14.0%
减:所得税	-11.59	-10.99	27.82	43.38	71.00	EBITDA/营业收入	-10.4%	-2.2%	19.4%	19.0%	22.3%
<b>净利润</b>	<b>-32.24</b>	<b>-36.79</b>	<b>88.22</b>	<b>143.30</b>	<b>243.11</b>	EBIT/营业收入	-12.6%	-8.7%	14.1%	14.9%	18.8%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	73.25	55.51	59.79	48.57	147.25	固定资产周转天数	115	168	112	79	61
交易性金融资产	0.00	1.24	0.24	0.24	0.24	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>238</b>	<b>170</b>	<b>108</b>	<b>90</b>	<b>86</b>
应收账款	190.66	274.91	384.04	477.61	560.60	流动资产周转天数	442	345	244	219	223
应收票据	33.52	46.74	51.87	77.36	102.13	应收账款周转天数	182	168	127	114	107
预付账款	15.12	3.15	5.38	8.08	10.84	存货周转天数	73	76	62	58	61
存货	51.81	91.10	113.63	169.86	220.53	总资产周转天数	690	711	510	416	387
其他流动资产	1.17	9.03	7.03	6.03	6.03	投资资本周转天数	574	551	380	290	262
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-6.8%	-7.6%	15.6%	20.5%	26.4%
长期股权投资	22.94	8.85	9.45	8.88	6.45	ROA	-4.3%	-3.0%	6.1%	8.4%	11.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-6.0%	-3.5%	9.8%	13.4%	18.4%
固定资产	178.75	285.75	294.65	298.54	297.43	费用率					
在建工程	3.54	0.82	0.81	0.79	0.77	销售费用率	7.6%	7.7%	6.0%	5.5%	5.0%
无形资产	66.76	190.66	185.30	179.08	172.50	管理费用率	24.9%	20.2%	14.0%	12.0%	10.0%
其他非流动资产	11.31	2.60	0.83	0.83	0.83	财务费用率	0.2%	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%
<b>资产总额</b>	<b>754.44</b>	<b>1210.99</b>	<b>1434.49</b>	<b>1706.11</b>	<b>2062.08</b>	三费/营业收入	32.7%	29.5%	21.4%	18.5%	15.8%
短期债务	63.13	199.26	201.26	202.26	203.26	<b>偿债能力</b>					
应付账款	29.34	76.49	141.08	214.79	288.41	资产负债率	36.9%	49.8%	51.7%	51.6%	49.0%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	58.6%	99.1%	107.2%	106.5%	96.2%
其他流动负债	14.13	20.42	30.42	35.42	37.42	流动比率	2.12	1.28	1.27	1.33	1.48
长期借款	15.82	64.71	64.71	64.71	64.71	速动比率	1.77	1.01	1.03	1.04	1.16
其他非流动负债	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	利息保障倍数	-22.14	-5.39	9.34	14.25	23.14
<b>负债总额</b>	<b>278.69</b>	<b>602.78</b>	<b>742.13</b>	<b>880.09</b>	<b>1011.13</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	<b>2.85</b>	<b>124.30</b>	<b>126.66</b>	<b>128.60</b>	<b>130.03</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.08	0.12	0.21
股本	92.81	92.92	92.99	92.99	92.99	分红比率	0.00	0.00	0.08	0.08	0.08
留存收益	136.94	100.14	181.24	312.97	536.47	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.4%	0.8%
<b>股东权益</b>	<b>475.76</b>	<b>608.21</b>	<b>692.35</b>	<b>826.03</b>	<b>1050.95</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	-0.35	-0.40	0.95	1.54	2.61
净利润	-32.24	-36.79	88.22	143.30	243.11	BVPS(元)	5.10	5.21	6.08	7.50	9.90
加:折旧和摊销	8.07	32.43	49.67	55.84	61.37	PE(X)	—	—	29.1	17.9	10.6
资产减值准备	6.68	14.55	7.55	11.32	14.32	PB(X)	13.2	13.2	4.5	3.7	2.8
公允价值变动损失	-0.35	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	2.08	8.12	14.10	14.17	14.22	P/S	17.2	12.9	2.8	1.9	1.5
投资收益	-0.33	-6.95	-32.68	-29.45	-70.03	EV/EBITDA	-165.9	-605.0	15.7	11.1	7.1
少数股东损益	-4.23	1.98	2.35	1.94	1.43	CAGR(%)					
营运资金的变动	56.91	-17.18	-40.51	-97.64	-85.76	PEG	—	—	0.1	0.3	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>24.84</b>	<b>-22.85</b>	<b>98.03</b>	<b>99.44</b>	<b>178.61</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-120.45</b>	<b>-156.65</b>	<b>-72.65</b>	<b>-85.93</b>	<b>-47.09</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>10.85</b>	<b>159.83</b>	<b>-21.10</b>	<b>-24.74</b>	<b>-32.84</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 19 日收盘价计算)



## 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。