

江南新材 (603124.SH)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周三 (3月5日) 有一家主板上市公司“江南新材”询价。
- ◆ 江南新材 (603124)：公司深耕铜基新材料领域，核心产品包括铜球系列、氧化铜粉系列及高精密铜基散热片系列三大产品类别。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 62.30 亿元/68.18 亿元/86.99 亿元，YOY 依次为-0.86%/9.43%/27.59%；实现归母净利润 1.05 亿元 /1.42 亿元 /1.76 亿元，YOY 依次为 -28.83%/34.83%/24.37%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年 1-3 月营业收入较上年同期增长 19.02%至 29.53%，归母净利润较上年同期增长 0.94%至 33.28%。
- ① **投资亮点：1、公司是电子电路行业铜基新材料领域龙头，头部行业客户覆盖率高。**公司位于誉有“世界铜都”之称的江西鹰潭，借助当地富集的铜资源及成熟完整的铜产业链，公司深耕电子电路铜基新材料十余载；主要应用于 PCB 镀铜制程领域的铜球为公司的核心产品、对应收入占比稳定在 80%以上。受益于优良的产品质量及客户服务，公司铜球系列等产品已在市场上取得较高的领先地位，下游客户覆盖大多数境内一线 PCB 制造企业；2023 年，中国电子电路行业主要企业榜单之综合 PCB 百强企业排名前 100 的 PCB 企业中有 83 家为公司客户。根据中国电子电路行业协会信息，公司收入规模领先、在 2023 年中国电子电路行业主要企业榜单的铜基类专用材料榜单中排名第一；同时，核心产品 PCB 用铜球在全球和国内市场的占有率分别达到 24%和 41%。**2、报告期间，公司氧化铜粉系列产品实现规模化量产，有望成为公司发展新的增长极。**公司氧化铜粉系列产品在 2021 年实现量产，并进入鹏鼎控股、深南电路、瀚宇博德等知名厂商供应链；2021 年至 2024H1 报告期间，来自氧化铜粉系列的收入分别为 2.59 亿元、6.11 亿元、7.95 亿元及 5.51 亿元，呈较快增长趋势。从产品性能来看，公司生产的氧化铜粉产品具有粒径分布均匀，粉体流动性好，溶解速度快等优点，在高阶 PCB 镀铜制程、锂电池 PET 复合铜箔制造等领域具有良好的应用前景：1) PCB 领域氧化铜粉适用于 HDI 板、IC 载板、FPC 等高集成、高精密电镀铜领域；据招股书推测，2023 年 PCB 电镀领域氧化铜粉全球需求规模约 11.3 亿美元；预计随着市场对高端 PCB 需求的逐步增加，电子级氧化铜粉需求或将进一步提升。2) PET 复合铜箔生产过程中镀铜铜源目前主要来自于铜球和氧化铜粉；目前，复合铜箔处于工艺认证中后期，制造环节正在积极验证，有望近期实现复合铜箔的批量生产，从而带动锂电领域氧化铜粉需求量的提升。报告期间，公司积极开展“氧化铜粉生产线二期工程”、“氧化铜粉半成品生产线工程”、以及“年产 1.2 万吨电子级氧化铜粉建设募投项目”，为预期向好的下游需求奠定产能基础。
- ② **同行业上市公司对比：**根据主营业务的相似性，选取铜冠铜箔、中一科技、德福科技为江南新材的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 45.77 亿元，平均 PS-TTM(剔除异常值/算数平均)为 1.19X，平均销售毛利率为 5.34%；相较而言，公司营收规模处于同业中高位区间，毛利率则未及同业平均。

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	109.31
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

报告联系人

戴铮铮
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (恒鑫生活)-2025 年第 13 期-总第 539 期 2025.3.1
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (弘景光电)-2025 年第 12 期-总第 538 期 2025.2.23
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (汉朔科技)-2025 年第 11 期-总第 537 期 2025.2.22
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (永杰新材)-2025 年第 10 期-总第 536 期 2025.2.21
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (常友科技)-2025 年第 9 期-总第 535 期 2025.2.16



◆ **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	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	6,230.2	6,817.5	8,698.7
同比增长(%)	-0.86	9.43	27.59
营业利润(百万元)	116.5	164.0	209.1
同比增长(%)	-36.01	40.82	27.48
归母净利润(百万元)	105.1	141.8	176.3
同比增长(%)	-28.83	34.83	24.37
每股收益(元)	0.96	1.30	1.61

数据来源: 聚源、华金证券研究所

内容目录

一、江南新材	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	8

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: 2010-2028E 中国电路板产值 (亿美元)	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、江南新材

公司主要从事铜基新材料的研发、生产与销售；核心产品包括铜球系列、氧化铜粉系列及高精密铜基散热片系列三大产品类别。目前，公司自主研发的铜球系列产品已应用于各种类型与工艺的 PCB 以及光伏电池板的镀铜制程等领域；氧化铜粉系列产品已应用于 PCB 镀铜制程、锂电池 PET 复合铜箔制造、有机硅单体合成催化剂等领域；高精密铜基散热片系列产品已应用于 PCB 埋嵌散热工艺领域；核心产品产业链终端涵盖通信、计算机、消费电子、汽车电子、工业控制和医疗、航空航天、新能源、有机硅等众多领域。

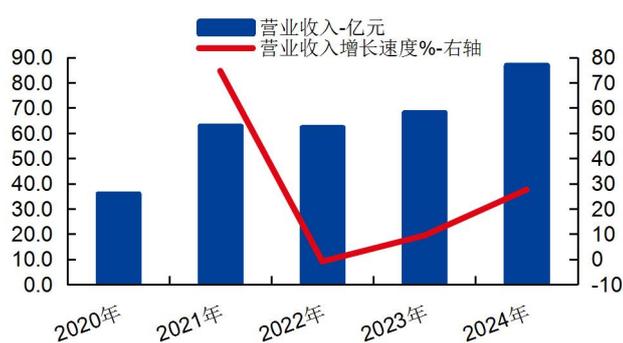
经过多年发展，公司下游客户覆盖了大多数境内外一线 PCB 制造企业，包括鹏鼎控股、东山精密、健鼎科技、深南电路、瀚宇博德、景旺电子、志超科技、奥士康、胜宏科技、崇达技术、定颖电子、博敏电子等。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 62.30 亿元/68.18 亿元/86.99 亿元，YOY 依次为 -0.86%/9.43%/27.59%；实现归母净利润 1.05 亿元/1.42 亿元/1.76 亿元，YOY 依次为 -28.83%/34.83%/24.37%。

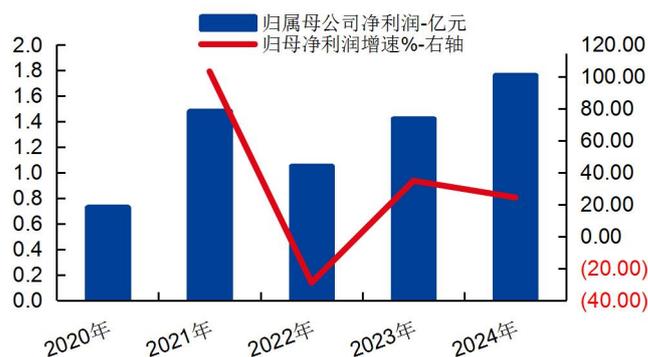
2024 年 1-6 月，公司主营收入按产品类型可分为五大板块，分别为铜球系列(34.73 亿元，84.58%)、氧化铜粉系列(5.51 亿元，13.43%)、高精密铜基散热片系列(0.12 亿元，0.29%)、铜材贸易(0.08 亿元，0.20%)、以及其他产品(0.61 亿元，1.49%)。2021 年至 2024H1 期间，公司以铜球系列产品为核心，对应收入占比稳定在 80%以上；同时，氧化铜粉系列产品收入增长较快，对应收入占比由 2021 年的 4.12%增至 2024H1 的 13.43%。

图 1：公司收入规模及增速变化



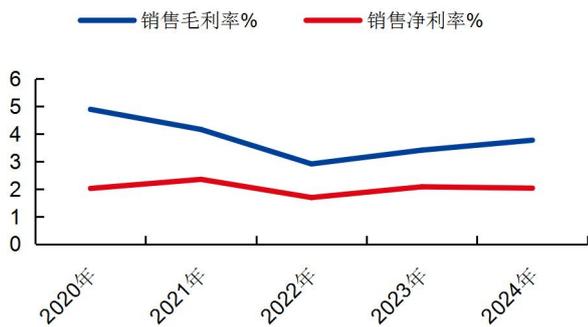
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



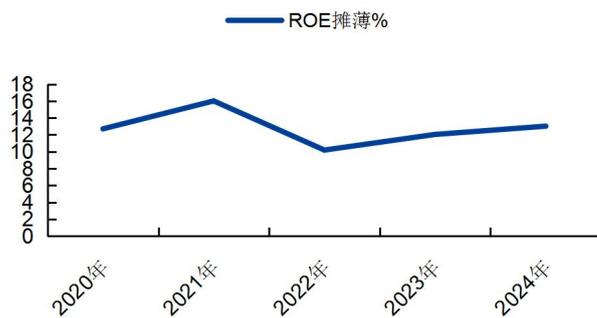
资料来源：wind，华金证券研究所

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

公司深耕铜基新材料领域，主要产品包括铜球和氧化铜粉；根据主营产品类别，公司可归属为铜球行业、氧化铜粉行业。

1、铜球行业

铜球是一种电镀材料，下游应用领域主要包括 PCB 制造、光伏电池板制造、五金电镀等，其中铜球实现的主要功能都是在铜电镀过程中作为阳极材料向镀液中补充铜离子。

1) PCB 电路板领域

目前，PCB 制造是铜球的最主要应用领域，也是对铜球产品技术要求最高的领域，PCB 行业较为成熟，公开的行业数据较为多，以 PCB 行业相关数据计算 PCB 制造用铜球市场空间如下：根据 PrismaMark 数据，铜球约占 PCB 成本的 6%；2023 年全球 PCB 产值为 695.17 亿美元，国内 PCB 产值为 377.94 亿美元。据此测算，2023 年全球铜球市场规模约为人民币 235.14 亿元，国内铜球市场规模约人民币 127.84 亿元。未来，随着终端应用的不断加深以及行业整体规模的提升，铜球产品的市场规模亦会不断增长。

我国 PCB 行业的整体发展趋势与全球 PCB 行业基本相同。受益于 PCB 行业产能不断向我国转移，加之通信、计算机、消费电子、汽车电子、工业控制和医疗、航空航天等下游领域的需求增长刺激，近年来我国 PCB 行业增速整体高于全球 PCB 行业增速。根据 PrismaMark 数据，中国作为全世界最大的 PCB 生产基地，2022 年度 PCB 产值达到 435.5 亿美元，2010-2022 年，中国 PCB 产值复合增长率达到 6.6%，增速超过全球增速平均水平；预计 2028 年中国 PCB 产值将增长至 464.7 亿美元，2023-2028 年复合增长率将达到 4.2%。中国 PCB 市场目前发展态势平稳，预计未来增速将与全球增速基本持平。

图 5：2010-2028E 中国电路板产值（亿美元）



资料来源：Prismark、华金证券研究所

2) 光伏电池板制造领域

根据中国光伏行业协会数据，2021 年全球光伏银浆消耗量约达 3,378 吨，耗银量占全球白银产量的 19%；2022 年我国光伏银浆消耗量预计 4,177 吨，同比增加 35.9%；浆料成本约占光伏电池成本的 10%~20%。根据中国光伏行业协会《中国光伏产业发展路线图（2022-2023 年）》，TOPCon 电池银浆消耗量约为 115mg/片，HJT 电池银浆消耗量约为 127mg/片，相比主流 PERC 技术银浆耗量 91mg/片，分别增加了 26.37%和 39.56%的银浆耗量。TOPCon、HJT 等 N 型电池技术的发展，光伏行业对银浆的耗用量会进一步增加。

电池片生产成本中的非硅材料具有很大的降本空间，其中，银浆的使用量大、价格高，银浆成本是非硅成本下降的关键。在不影响电池转化效率的前提下，可以减少贵金属银的使用量，利用价格较低的金属替代一部分银粉，从而达到降低成本的效果，具体操作方法包括铜电镀和银包铜。其中，铜电镀可实现铜替代银浆，并具有超细线宽、高可靠性、可量产性等优势。随着铜电镀等技术逐步成熟，光伏行业对铜球铜粉产品的需求将大大提升，铜球铜粉市场规模也将进一步扩大。

2、氧化铜粉行业

氧化铜粉是我国生产消耗量最大的有色金属粉末之一，主要作为催化剂及氧化剂应用于工业生产当中，但是随着近年来产品需求结构的不断变化，其下游产业链不断延伸，拓展了包括 PCB 制造、锂电池、有机硅单体合成催化剂等新兴领域。应用于电镀行业的氧化铜粉又称为电子级氧化铜粉，在 PCB 制造的电镀工艺中被广泛应用，具有纯度高杂质低、粒径分布均匀、粉体流动性好、溶解速度快等优点。使用氧化铜粉作为铜源工艺的电镀制程，具有可实现全自动化连续生产，稳定高效且环保安全，单位排放量低等优势。

以 PCB 行业相关数据计算 PCB 制造用铜粉市场空间如下：目前 PCB 行业使用氧化铜粉的产品主要为对线宽线距、镀层均匀性要求比较高的 PCB 产品上，包括 HDI 板、IC 载板、FPC 等高集成、高精密电镀铜领域。仅以 HDI 板、IC 载板和 FPC 板进行粗略测算，假设氧化铜粉占产品成本的 4%；根据 Prismark 的统计，2023 年全球 HDI 板、IC 载板和 FPC 板产值为 352.3 亿美元；据此测算，2023 年 PCB 电镀领域氧化铜粉全球需求规模约为 11.3 亿美元。

（三）公司亮点

1、公司是电子电路行业铜基新材料领域龙头，头部行业客户覆盖率高。公司位于誉有“世界铜都”之称的江西鹰潭，借助当地富集的铜资源及成熟完整的铜产业链，公司深耕电子电路铜基新材料十余载；主要应用于 PCB 镀铜制程领域的铜球为公司的核心产品、对应收入占比稳定在 80% 以上。受益于优良的产品质量及客户服务，公司铜球系列等产品已在市场上取得较高的领先地位，下游客户覆盖大多数境内一线 PCB 制造企业；2023 年，中国电子电路行业主要企业榜单之综合 PCB 百强企业排名前 100 的 PCB 企业中有 83 家为公司客户。根据中国电子电路行业协会信息，公司收入规模领先、在 2023 年中国电子电路行业主要企业榜单的铜基类专用材料榜单中排名第一；同时，核心产品 PCB 用铜球在全球和国内市场的占有率分别达到 24% 和 41%。

2、报告期间，公司氧化铜粉系列产品实现规模化量产，有望成为公司发展新的增长极。公司氧化铜粉系列产品在 2021 年实现量产，并进入鹏鼎控股、深南电路、瀚宇博德等知名厂商供应链；2021 年至 2024H1 报告期间，来自氧化铜粉系列的收入分别为 2.59 亿元、6.11 亿元、7.95 亿元及 5.51 亿元，呈较快增长趋势。从产品性能来看，公司生产的氧化铜粉产品具有粒径分布均匀，粉体流动性好，溶解速度快等优点，在高阶 PCB 镀铜制程、锂电池 PET 复合铜箔制造等领域具有良好的应用前景：1) PCB 领域氧化铜粉适用于 HDI 板、IC 载板、FPC 等高集成、高精电镀铜领域；据招股书推测，2023 年 PCB 电镀领域氧化铜粉全球需求规模约 11.3 亿美元；预计随着市场对高端 PCB 需求的逐步增加，电子级氧化铜粉需求或将进一步提升。2) PET 复合铜箔生产过程中镀铜铜源目前主要来自于铜球和氧化铜粉；目前，复合铜箔处于工艺认证中后期，制造环节正在积极验证，有望近期实现复合铜箔的批量生产，从而带动锂电领域氧化铜粉需求量的提升。报告期间，公司积极开展“氧化铜粉生产线二期工程”、“氧化铜粉半成品生产线工程”、以及“年产 1.2 万吨电子级氧化铜粉建设募投项目”，为预期向好的下游需求奠定产能基础。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目，以及补充流动资金项目。

- 1、年产 1.2 万吨电子级氧化铜粉建设项目：**本项目将提高公司电子级氧化铜粉产能，从而满足境内外日益增长的市场需求，提升规模效益。
- 2、研发试验中心建设项目：**本项目拟对铜基新材料系列产品的品质性能的前瞻性及应用技术等方面进行研究与开发。本项目建成后将承担公司系列产品的技术升级迭代，提高系列产品的研发效率，并提高生产制造的智能化程度。
- 3、营销网络建设项目：**项目计划在深圳建设集产品展示、营销推广、统筹管理、售后服务为一体的营销中心。

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	年产 1.2 万吨电子级氧化铜粉建设项目	17,914.03	17,914.03	36 个月
2	研发中心建设项目	4,223.50	4,223.50	36 个月
3	营销中心建设项目	5,299.35	5,299.35	12 个月
4	补充流动资金项目	11,000.00	11,000.00	-

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
	总计	38,436.88	38,436.88	-

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

2024 年度，公司实现营业收入 86.99 亿元，同比增长 27.59%；实现归属于母公司净利润 1.76 亿元，同比增长 24.37%。根据管理层初步预测，2025 年 1-3 月公司营业收入为 21.48 亿元至 23.38 亿元，较 2024 年同期增长 19.02%至 29.53%；归母净利润为 3,327.18 万元至 4,393.05 万元，较 2024 年同期增长 0.94%至 33.28%；扣非归母净利润为 2,778.70 万元至 3,844.57 万元，较 2024 年同期增长 2.72%至 42.13%。

公司专注于铜基新材料领域；根据主营业务的相似性，选取铜冠铜箔、中一科技、德福科技为江南新材的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 45.77 亿元，平均 PS-TTM（剔除异常值/算数平均）为 1.19X，平均销售毛利率为 5.34%；相较而言，公司营收规模处于同业中高位区间，毛利率则未及同业平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年营收 增速	2023 年归母 净利润 (亿元)	2023 年归母 净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE (摊 薄)
301217.SZ	铜冠铜箔	96.91	2.29	37.85	-2.33%	0.17	-93.51%	2.34%	0.31%
301150.SZ	中一科技	41.77	0.94	34.15	17.96%	0.53	-87.15%	6.13%	1.42%
301511.SZ	德福科技	100.28	1.45	65.31	2.36%	1.33	-73.65%	7.56%	3.11%
	平均值	79.65	1.19	45.77	0.06	0.68	-84.77%	5.34%	1.61%
603124.SH	江南新材	/	/	68.18	9.43%	1.42	34.83%	3.41%	12.04%

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 2 月 27 日），华金证券研究所

备注：PS-TTM 计算剔除 PS 值相对较高的铜冠铜箔。

（六）风险提示

产品较为单一的风险、新产品市场开拓不达预期的风险、下游需求变动导致的市场风险、铜材价格波动对收入影响较大的风险、产品和技术替代风险、实际控制人控制不当的风险、部分建筑物未取得权证的风险、存货跌价风险、业绩下滑的风险、毛利率较低的风险、经营活动现金流量持续为负的风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

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