

# 海亮股份 (002203)

## 全球规模最大铜管龙头，强大保供能力辐射全球供应链体系

买入 (首次)

2025年05月24日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书: S0600524110004

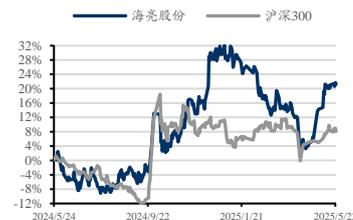
miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	75,749	87,545	101,975	114,343	128,332
同比 (%)	2.36	15.57	16.48	12.13	12.23
归母净利润 (百万元)	1,118.12	703.30	1,308.84	1,413.43	1,654.03
同比 (%)	(7.46)	(37.10)	86.10	7.99	17.02
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.56	0.35	0.65	0.71	0.83
P/E (现价&最新摊薄)	18.21	28.95	15.56	14.41	12.31

### 投资要点

- 全球规模最大、最具国际竞争力的铜管棒制造企业，积极布局全球供应链：**公司前身成立于1989年，发展至今三十余载，截至2024年底在全球设有23个生产基地，是全球规模最大、最具国际竞争力的铜管、铜棒加工企业。**1) 营收随规模增长稳健提升：**2009-2024年营收CAGR为19%，增速稳健，与公司铜加工行业销售量增长匹配，铜加工行业销售量从14.8万吨增长至100.6万吨，CAGR为14%，2024年公司铜加工行业和贸易营收占比分别为71%/29%。**2) 业绩端主要由铜加工产品贡献：**公司吨毛利较为稳定，2009-2019年期间吨毛利处于3000-4500元/吨，伴随体量扩张，公司归母净利从1.8亿增长至10.6亿，CAGR为20%，2020-2024年，受行业竞争加剧，吨毛利在2000-3000元/吨波动，截至2024年底公司归母净利7亿元，其中铜加工贡献毛利87%。
- 铜加工行业供给稳增，下游家电、新能源需求表现突出：1) 2024年铜箔/铜管材产量增速为铜材产品增速前二，**中国铜加工材产量近5年稳定在2000万吨以上，CAGR为3%。2024年我国全年实现铜加工材综合产量2125万吨，同比增长2%，其中铜线材产量超1000万吨，占比50%，铜带材/铜管材/铜棒材产量200万吨左右，分别占比9-11%，2024年整体铜加工材产量增速前二为铜箔及铜管材，增速分别为18%/5%；**2) 下游家电需求受政策补贴快速增长，铜箔伴随下游新能源汽车发展需求稳健。**公司铜管产品涉及主要下游为家电空调行业，受益于国内以旧换新政策空调需求快速增长，截至2024年11月，紫铜及黄铜管消耗量分别为92/55万吨，合计消耗147万吨，yoy+18%。公司铜箔产品伴随下游新能源汽车发展需求稳健，但现阶段产能过剩，吨毛利下降抑制产量释放，截至2024年12月中国4.5μm/6μm铜箔吨加工费分别为3.25/1.9万元/吨，较2021年高点7.65/4.5万元/吨降幅较大，抑制产量进一步释放。
- 铜管业务规模优势显著，积极出海全球，铜箔吨毛利有望触底回升：1) 铜管业务规模优势明显，充足产能保障公司全球供应链保供能力：**公司核心产品铜管产品2024年对公司营收贡献超一半，毛利贡献超80%，毛利率为4.9%，产能92万吨全球领先。**2) 积极出海推动全球业务增长，美国、印度市场蓄势待发：**公司持续加快海外制造基地的建设，2024年公司铜加工行业海外营收贡献41%，毛利贡献接近47%，海外毛利率高于国内3pct。2024年公司美国市场已有3万吨铜管产能，伴随美国基础设施更新铜管需求有望继续增长。印度市场方面，公司2025年年初已经取得BIS资格认证，成功供货印度，伴随印度城市化进程加快，铜管有望保持良好增长态势。**3) 锂电铜箔业务把握新能源发展机遇，吨毛利有望触底回升。**2024年公司铜箔销售收入28.6亿元，yoy+289%，销售量同比+264%，毛利亏损大幅缩减。2025年1月，印尼海亮产出中国企业在海外首条铜箔，同时2024年公司已启动摩洛哥项目，包含2.5万吨锂电铜箔，目标覆盖欧美、中东及非洲市场。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2025-2027年公司EPS分别为0.65、0.71、0.83元/股，对应PE分别为16/14/12倍。对应具体可比公司上，2025年可比公司平均PE为15.3倍，我们预计公司PE为15.6倍，基于公司作为全球铜管规模最大企业以及铜箔唯一出海企业，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争格局加剧，吨毛利下行；下游需求不及预期；地缘政治风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.15
一年最低/最高价	7.42/11.23
市净率(倍)	1.49
流通A股市值(百万元)	19,571.13
总市值(百万元)	20,282.95

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.79
资产负债率(%,LF)	64.41
总股本(百万股)	1,998.32
流通A股(百万股)	1,928.19

### 相关研究

- 《海亮股份(002203): 2022Q3 业绩点评: 汇兑损益影响扣非利润, 铜箔进展较快》  
2022-10-31
- 《海亮股份(002203): 2022H1 点评: 盈利符合预期, 关注铜箔放量》  
2022-09-01

## 内容目录

1. 全球铜管棒加工行业标杆，积极布局全球供应链 .....	5
1.1. 全球规模最大铜管加工企业，生产基地遍布国内外 .....	5
1.2. 公司股权结构稳定，实控人冯海良持有公司 29% 股份 .....	6
1.3. 铜加工行业吨毛利稳定，营收业绩伴随体量规模增长稳步提升 .....	8
2. 铜加工行业供给稳增，下游家电、新能源需求表现突出 .....	10
2.1. 铜加工材产量稳健增长，2024 年铜箔/铜管材产量增速前二 .....	10
2.2. 下游家电需求受政策补贴快速增长，铜箔伴随下游新能源汽车发展需求稳健 .....	11
3. 铜管业务规模优势显著，积极出海全球，铜箔吨毛利有望触底回升 .....	12
3.1. 铜管业务规模优势明显，充足产能保障公司全球供应链保供能力 .....	12
3.2. 积极出海推动全球业务增长，美国、印度市场蓄势待发 .....	15
3.3. 锂电铜箔业务把握新能源发展机遇，吨毛利有望触底回升 .....	18
3.4. 公司拥有行业人才密度最高的卓越团队，具备独立知识产权 .....	20
4. 盈利预测 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	公司股权结构 (截至 2025 年 Q1) .....	6
图 3:	2009-2024 年公司营收 (百万元) 及铜加工行业销售量 (万吨) .....	8
图 4:	2009-2024 年归母净利 (百万元) 及吨毛利 (元/吨) .....	8
图 5:	2018-2024 年公司营收拆分 (百万元) .....	9
图 6:	2018-2024 年公司毛利拆分 (百万元) .....	9
图 7:	2009-2024 年公司铜加工业务吨毛利 (元/吨) 及综合销售毛利率 (%) .....	9
图 8:	2009-2024 年公司净利率 (%) 及 ROE (%) .....	9
图 9:	1989-2024 年中国铜材产量 (万吨) .....	10
图 10:	2024 年我国铜加工材分品种产量 (万吨) 及 yoy.....	10
图 11:	2024 年我国铜加工材分品种产量占比 (%) .....	10
图 12:	2022-2024 年中国家电铜管月消费量 (万吨) 及 yoy (%) .....	11
图 13:	2022 年-2024 年中国电解铜箔月产量 (吨)、产能 (吨) 及产能利用率 (%) .....	12
图 14:	2021 年-2024 年中国铜箔吨加工费 (万元/吨) .....	12
图 15:	公司主要产品.....	13
图 16:	营业收入按产品分 (单位: 亿元) .....	13
图 17:	营收产品占比 (%) .....	13
图 18:	毛利按产品分 (单位: 百万元) .....	14
图 19:	毛利产品占比 (%) .....	14
图 20:	2014-2024 年各产品毛利率 (%) .....	14
图 21:	2018-2023 年各产品吨毛利 (元/吨) .....	14
图 22:	2018-2023 年公司产品产量 (单位: 万吨) .....	15
图 23:	2020-2024 年公司产品产能 (单位: 万吨) .....	15
图 24:	2020-2023 年公司各产品产能利用率 (%) .....	15
图 25:	公司全球基地及办事处分布情况.....	16
图 26:	铜加工海内外营业收入 (百万元) 及同比 (%) .....	17
图 27:	铜加工海内外毛利 (百万元) 及同比 (%) .....	17
图 28:	2015-2024 年公司铜加工境内及境外产品毛利率 (%) .....	17
图 29:	2024 年中国主要锂电铜箔企业市场份额 (按产量) .....	18
图 30:	2023 年海亮与可比公司铜箔产能 (万吨) .....	18
图 31:	海亮与可比公司铜箔销售量 (万吨) .....	18
图 32:	公司铜箔营业收入与毛利 (百万元) .....	19
图 33:	甘肃海亮新材实景.....	19
图 34:	甘肃海亮新材车间实景.....	19
图 35:	印尼项目效果图.....	19
图 36:	印尼工厂生箔机出箔.....	19
图 37:	研发支出与研发人员 .....	20
图 38:	海亮股份获得中国工业大奖.....	21
图 39:	海亮铜加工技术开发实验室.....	21
表 1:	盈利预测拆分.....	22

表 2: 可比公司估值表 (截至 2025 年 5 月 22 日) ..... 23

## 1. 全球铜管棒加工行业标杆，积极布局全球供应链

### 1.1. 全球规模最大铜管加工企业，生产基地遍布国内外

公司前身成立于 1989 年，发展至今三十余载，截至 2024 年底在全球设有 23 个生产基地，是全球规模最大、最具国际竞争力的铜管、铜棒加工企业。公司发展主要经历了三个阶段：

1) 逆周期扩张，规模迅速壮大 (1989-2008): 1989 年，创始人冯海良创办了海亮股份前身——诸暨县铜材厂，标志着公司在铜加工行业的起步，当年国家宏观调控抑制通货膨胀，铜价较低，伴随后续我国经济好转，铜材厂规模迅速壮大。2001 年，浙江海亮股份有限公司成立，2002 年，公司铜加工材产量达 12 万吨，为中国首家年产 10 万吨的铜加工企业。2007 年，公司首次在海外越南建立生产基地，开拓海外市场。2008 年，公司在深交所中小板上市。

2) 稳健开拓并举、提升国际影响力 (2008-2019): 2008 年，公司上市同时经历全球金融危机，铜加工企业经营艰难，海亮受益于“净库存”模式，只赚吨毛利，躲过了大幅贬值风险。之后伴随中国经济恢复，海亮规模从 2008 年铜管棒材销量 14.7 万吨增长至 2015 年 23.9 万吨，CAGR 为 7%，2015 年公司实施铜铝复合排及电子通讯项目，启动铝管、盘管扩产、广东江门等项目，进一步丰富了产品线。2016 年，公司成功收购 JMF 公司 100% 股权及 Luvata Group 下属 3 家公司，快速提升美国市占率及品牌全球知名度。2019 年，公司完成对 KME 旗下位于德国、法国、意大利的 3 家铜合金棒生产工厂及位于德国、西班牙的 2 家铜管生产工厂的收购，显著提升了公司的国际影响力。

3) 涉足铜箔新领域、积极布局全球供应链 (2019 年-至今): 2021 年，海亮股份与中色奥博特铜铝业有限公司共同设立合资公司。同年，甘肃海亮新能源材料有限公司年产 15 万吨高性能铜箔材料项目正式开工，在新能源材料领域深入布局。2022 年，甘肃海亮铜箔项目一期 1.25 万吨开始投产。2023 年，印尼海亮新材料有限公司正式设立，截至 2024 年底，公司印尼已经产出首条中国企业在海外生产铜箔，且摩洛哥工厂开始建设，继续加强全球化布局。

图1: 公司发展历程

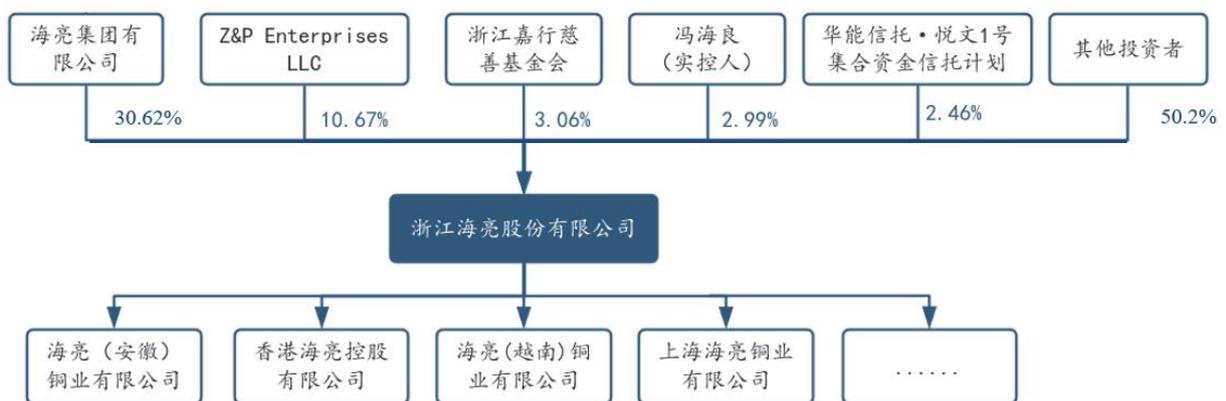


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 1.2. 公司股权结构稳定, 实控人冯海良持有公司 29%股份

公司股权结构稳定, 实控人冯海良持有公司 29%股份。截至 2025 年 Q1, 公司控股股东为海亮集团有限公司, 持股比例为 31%, 海亮集团有限公司实控人为冯海良, 冯海良合计持有本公司 29%股权。

图2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q1)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司总裁冯楷铭为创始人家族接班人, 管理层深耕行业多年, 经验丰富。曹建国董事长作为职业经理人, 接任集团创始人冯海良职位, 对公司的战略方向有着清晰的把握,

同时公司总裁冯櫓铭为创始人冯海良儿子，积极参与公司经营决策，对公司发展运行起到重要作用。其他高管均在金属加工行业深耕多年，拥有深厚背景，为公司提供了强有力的支持。

表 1: 公司管理层

姓名	职务	任职日期	性别	学历	出生年份	最新薪酬(万元)	最新持股数(万股)	简介
曹建国	董事长	2023-02-27	男	硕士	1962		1570.78	曾任西北铜加工厂副厂长(代厂长)，海亮集团有限公司副总裁、总裁、董事长、党委书记，浙江铜加工研究院院长，浙江海亮股份有限公司董事、总经理、董事长，国际标准化组织(ISO)铜及铜合金技术委员会(TC26)主席等职。现任公司控股股东海亮集团有限公司董事、海亮集团董事局主席等职务。
陈东	董事	2014-05-20	男	本科	1968	71.52	3,597.10	曾任诸暨市湄池供销社主办会计，浙江海亮股份总会计师、董事、财务总监，香港海亮铜贸易有限公司执行董事，海亮集团财务有限责任公司财务负责人兼财务计划部经理，现任浙江海博小额贷款股份有限公司(股票代码:831199)董事，海亮集团财务有限责任公司董事长。
蒋利民	董事	2019-09-16	男	中职	1974	87.52	8.12	曾任海亮集团有限公司财务副部长、浙江铭阳新材料有限公司总经理、海亮集团有限公司投资总监、内蒙古海亮房地产开发有限公司财务总监、海亮集团有限公司审计经理、采购管理中心总经理。
王树光	董事	2020-10-29	男	博士	1985	142.14		曾任乌鲁木齐高新区(新市区)财政局国库科科长、乌鲁木齐高新区(新市区)国有资产管理中心(PPP管理中心)主任、乌鲁木齐高新区(新市区)财经办(金融办、上市办)主任、乌鲁木齐高新区(新市区)区委办公室副主任、新疆中科援疆创新创业私募基金管理有限公司董事、副总裁、新疆高新招银基金有限公司董事长，现任公司控股股东海亮集团有限公司副总裁、甘肃海亮新能源材料有限公司执行董事。
邵国勇	董事	2022-09-20	男	硕士	1979	101.46		2001年参加工作，一直在海亮集团及其下属产业工作，先后担任海亮股份董事、董事会秘书，海亮集团团委书记、党委委员、投资与资本管理中心总监等职务。
冯櫓铭	董事、总裁	2023-02-27	男	硕士	1986	264.44	1,888.39	曾先后担任浙江海亮股份有限公司总经理助理、海亮集团有限公司副总裁、浙江省工商联常委、浙江海亮股份有限公司董事等职务；现任海亮集团有限公司董事、硕奥国际控股有限公司董事等职务；担任绍兴市政协委员、绍兴市工商联副会长等社会职务。
董志强	副总裁	2018-04-25	男	本科	1969	145.05		曾任金龙铜管、上海龙阳精密复合铜管生产主管，上海龙昂国际贸易副经理，江苏仓环铜业总经理，金龙铜管副总裁。先后获得多次地市级、省部级、国家级“五一劳动奖章”，其参与完成的“铜管高效短流程技术装备研发及产业化”获得国家科技进步二等奖。
王盛	副总裁	2018-04-25	男	本科	1969	143.57	28.91	曾任江苏太仓铜材厂副总经理、上海龙阳精密复合铜管生产副总经理、江西耐乐铜业总经理等职。
吴长明	副总裁	2023-02-27	男	本科	1976	139.73		曾任浙江海亮国际贸易有限公司销售部长、销售总监、浙江海亮股份有限公司上海越南营销中心总经理等职。现任浙江海亮国际贸易有限公司总经理、浙江海博小额贷款股份有限公司(股票代码:831199)监事等职。
朱晓宇	财务总监	2023-08-29	女	博士	1984	108.94		曾先后担任国融证券股份有限公司投资经理、东吴证券股份有限公司投资经理、碧桂园地产集团有限公司财务总监、坤舆房地产咨询有限公司联合创始人等职务。
童莹莹	董事会秘书	2025-01-20	女	硕士	1980			曾任厦门合兴包装、三湘印象董事会秘书等职位。2024年8月起担任公司投资者关系总监，现任公司董事会秘书。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

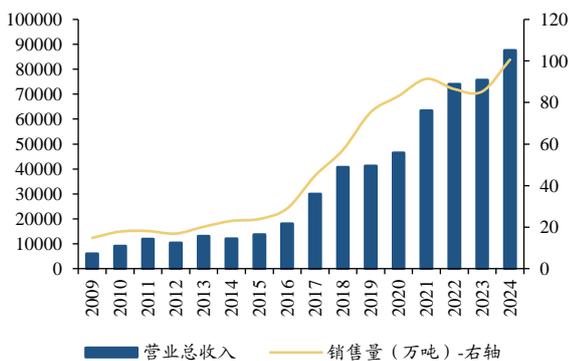
### 1.3. 铜加工行业吨毛利稳定，营收业绩伴随体量规模增长稳步提升

近年来公司营收业绩伴随规模增长稳步提升，吨毛利除 2020 年整体中枢在 3500 元/吨左右。

1)从营收角度来看,公司营收在 2009 至 2024 年期间呈现持续上涨态势。2009-2024 年 CAGR 为 19%, 增速稳健, 与公司铜加工行业销售量增长匹配, 2009-2024 年公司铜加工行业销售量从 14.8 万吨增长至 100.6 万吨, CAGR 为 14%。其中 2017 年销售量大幅增长主要受益于收购诺而达三个子公司和新建产线, 2021 年通过现有基地改造及与中色奥博特合资设立山东海亮, 铜管产能从 80 万吨增长至 131 万吨, 带动营收大幅增长。

2)业绩角度,公司吨毛利较为稳定,2009-2019 年期间吨毛利处于 3000-4500 元/吨, 伴随体量扩张, 公司归母净利润从 1.8 亿增长至 10.6 亿, CAGR 为 20%, 2020 年海外需求收到疫情冲击, 导致盈利较高订单占比减少, 国内竞争加剧, 吨毛利整体下滑严重, 带动公司业绩下滑, 但 2021 年公司积极应对, 通过境外业务量价齐升带动盈利快速反弹。截至 2023 年底公司归母净利润为 11.2 亿元, 业绩较为稳定, 2024 年由于竞争加剧、加工费下行显著, 叠加费用投入增加公司归母净利润同比受损 37%至 7 亿元左右, 单吨毛利为 2500 元/吨左右。

图3: 2009-2024 年公司营收(百万元)及铜加工行业销售量(万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

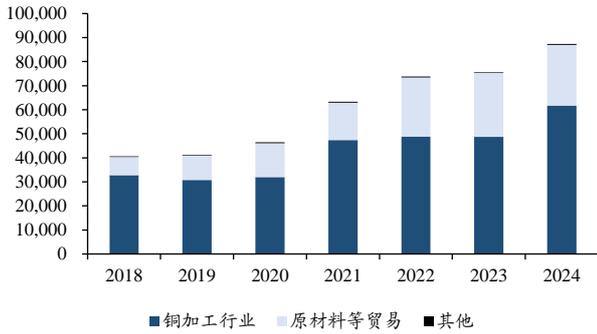
图4: 2009-2024 年归母净利润(百万元)及吨毛利(元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

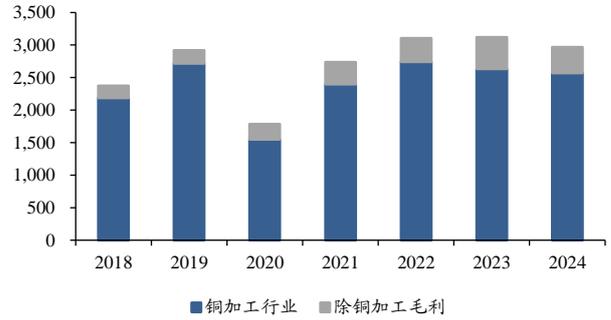
分业务来看, 2024 年公司铜加工行业和贸易营收占比分别为 71%/29%, 铜加工行业贡献毛利占比 87%。从业务划分来看, 2024 年公司主营营业收入 873.86 亿元, 其中铜加工和原材料贸易营收占比分别为 71%/29%, 主营业务较为集中。公司主要毛利由铜加工产品贡献, 2024 年铜加工行业毛利占比公司 87%, 贡献主要业绩来源。

图5: 2018-2024 年公司营收拆分 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

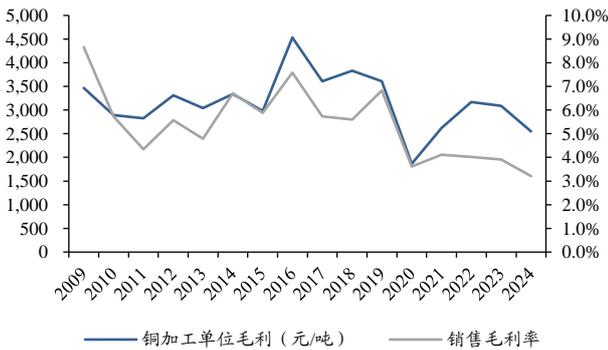
图6: 2018-2024 年公司毛利拆分 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2009-2024 年, 公司盈利能力与铜材吨毛利走势高度相关, 公司盈利能力稳健。作为铜加工企业, 由于近年来铜加工产能过剩, 竞争激烈, 行业毛利率略显低迷, 公司近 3 年毛利率稳定在 3-4% 左右, 净利率稳定在 1-2%。ROE 角度, 整体与净利率变动趋势相近, 2024 年公司 ROE (摊薄) 为 4.90%。

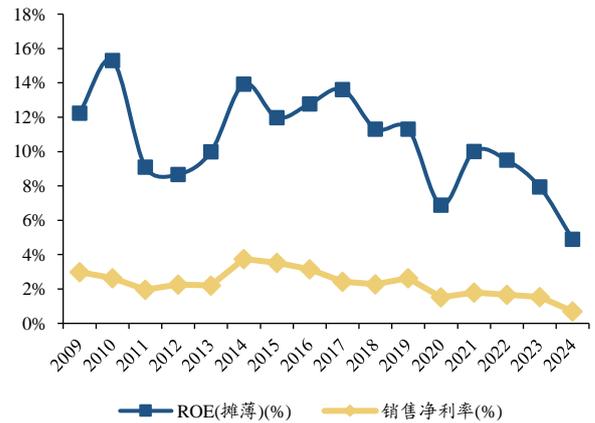
图7: 2009-2024 年公司铜加工业务吨毛利 (元/吨) 及综合销售毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 吨毛利仅为铜加工业务数据 (包含铜管、铜棒、铜排、铜箔等产品), 毛利率为综合销售毛利率。

图8: 2009-2024 年公司净利率 (%) 及 ROE (%)



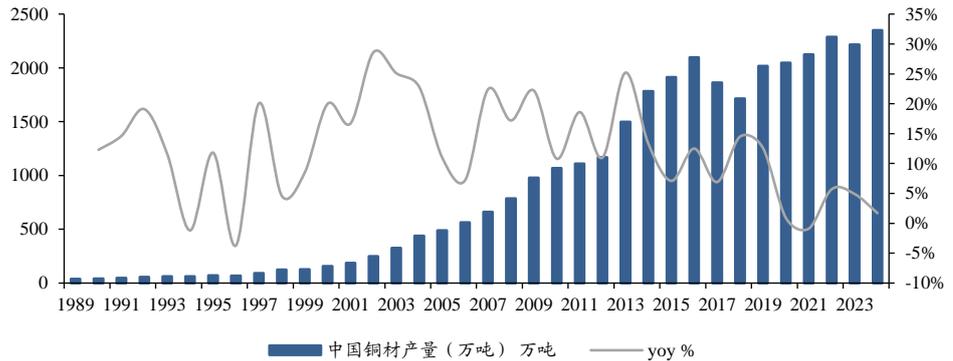
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 铜加工行业供给稳增，下游家电、新能源需求表现突出

### 2.1. 铜加工材产量稳健增长，2024 年铜箔/铜管材产量增速前二

中国铜加工材产量近 5 年稳定在 2000 万吨以上，CAGR 为 3%。2019 年以来中国铜加工材年产量超 2000 万吨，2019-2024 年中国铜加工材产量由 2017 万吨增长至 2350 万吨，CAGR 为 3%，稳健增长。

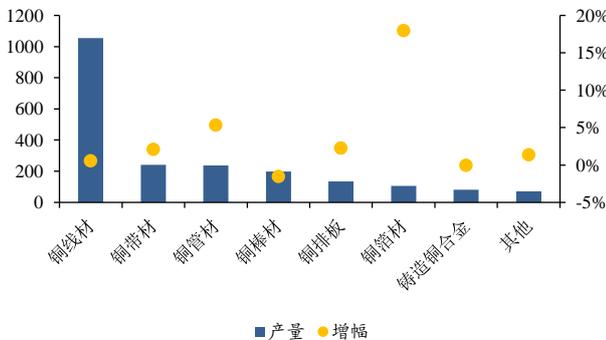
图9：1989-2024 年中国铜材产量（万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

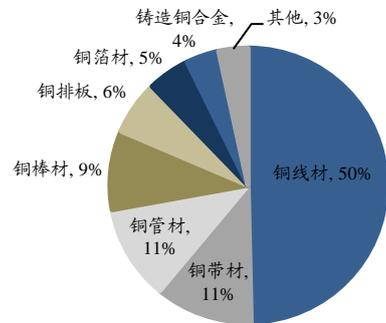
中国铜加工材主要包括板材、带材、排材、管材、棒材、箔材、线材七大类，2023 年铜线材产量占比 50%，铜箔/铜管同比增速最快。根据中国有色金属加工工业协会数据，2024 年我国全年实现铜加工材综合产量 2125 万吨，同比增长 1.9%，其中铜线材产量超 1000 万吨，占比 50%，铜带材/铜管材/铜棒材产量 200 万吨左右，分别占比 9-11%，2023 年整体铜加工材产量增速前二为铜箔及铜管材，增速分别为 18%/5%。

图10：2024 年我国铜加工材分品种产量(万吨)及 yoy



数据来源：中国有色金属加工协会，东吴证券研究所

图11：2024 年我国铜加工材分品种产量占比 (%)

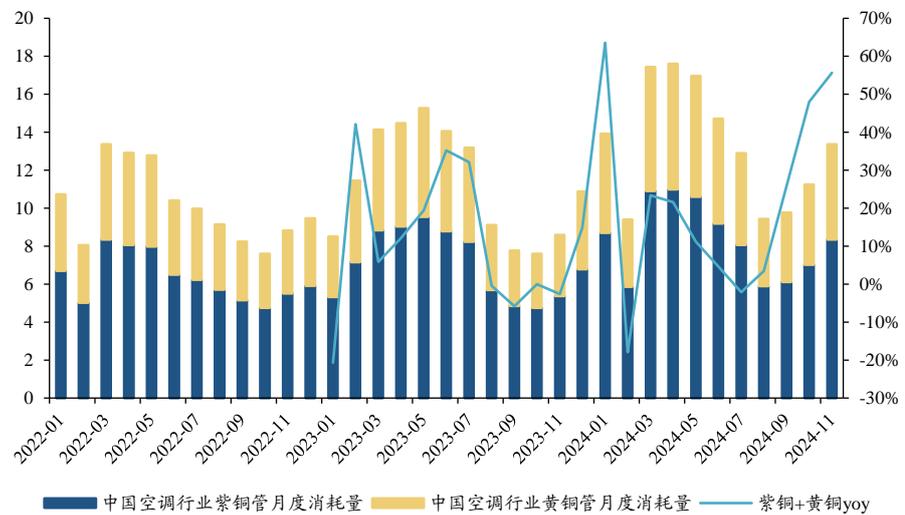


数据来源：中国有色金属加工协会，东吴证券研究所

## 2.2. 下游家电需求受政策补贴快速增长，铜箔伴随下游新能源汽车发展需求稳健

公司铜管产品涉及主要下游为家电空调行业，受益于国内以旧换新政策空调需求快速增长。2024 年空调行业需求受以旧换新政策刺激表现优异，截至 2024 年 11 月，紫铜及黄铜管消耗量分别为 92/55 万吨，合计消耗 147 万吨，yoy+18%。2025 年 1 月 13 日，商务部等 4 部门办公厅下发 2025 年家电以旧换新工作的通知，对空调给予 15%销售价格补贴，1 级以上能效或水效标准额外给予 5%销售价格补贴，空调最高补贴 3 件，我们预计 2025 年空调行业仍会有较高增速。

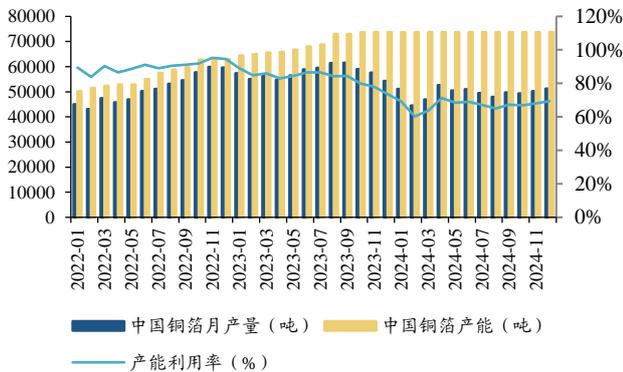
图12: 2022-2024 年中国家电铜管月消费量（万吨）及 yoy（%）



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

公司铜箔产品伴随下游新能源汽车发展需求稳健，但现阶段产能过剩，吨加工费下降抑制产量释放。近 3 年来铜箔产品需求伴随下游新能源汽车良好发展呈现稳健趋势，2024 年全国主要电解铜箔企业产量 59 万吨，产能利用率仅为 67%，产能过剩。在 2021 年至 2024 年期间，中国铜箔吨加工费先轻微上涨后持续下跌，目前处于近 3 年低位水平，截至 2024 年 12 月中国 4.5  $\mu$ m/6  $\mu$ m 铜箔吨加工费分别为 3.25/1.9 万元/吨，较 2021 年高点 7.65/4.5 万元/吨降幅较大，抑制产量进一步释放。

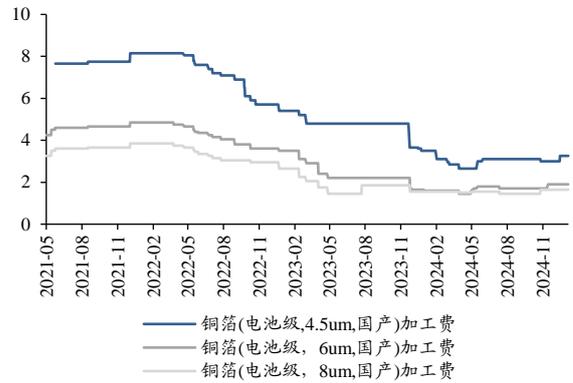
图13: 2022年-2024年中国电解铜箔月产量(吨)、产能(吨)及产能利用率(%)



数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

备注: 样本覆盖了全国主要电解铜箔生产企业, 样本产能占比为 78.06%。

图14: 2021年-2024年中国铜箔吨加工费(万元/吨)



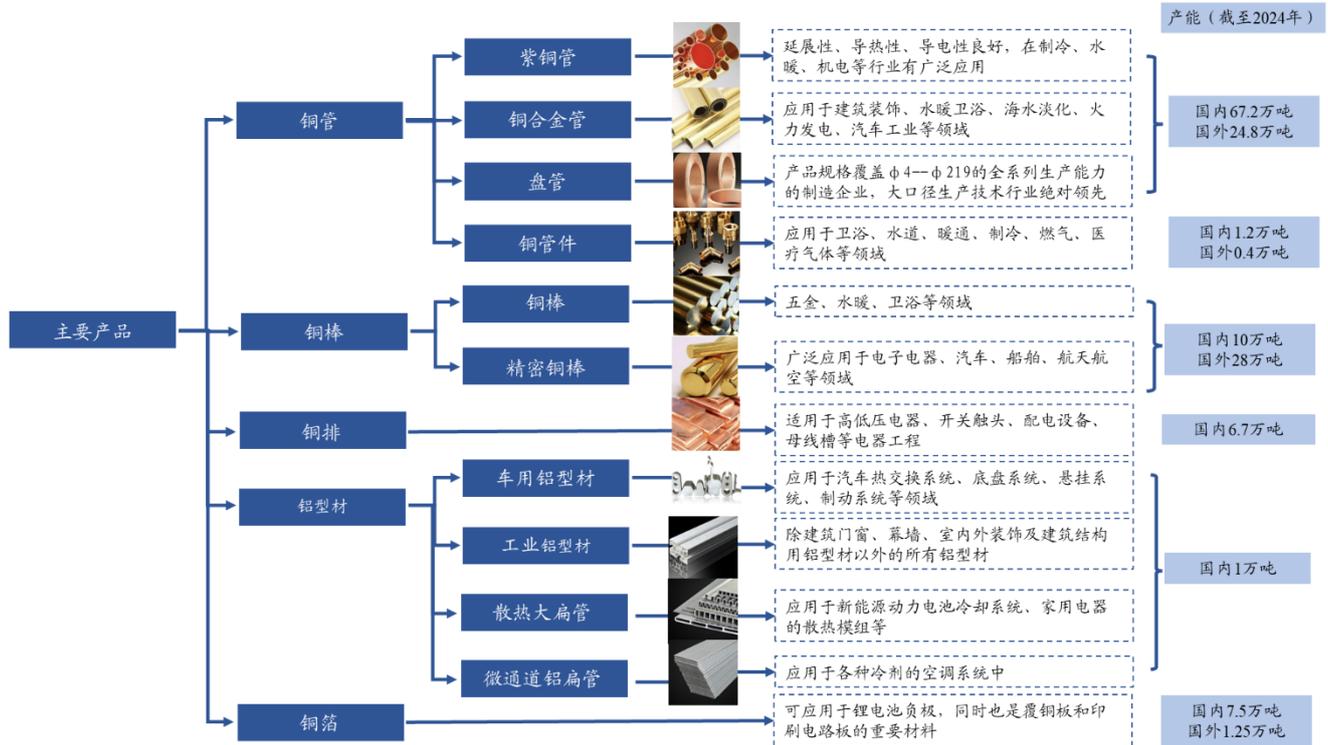
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 铜管业务规模优势显著, 积极出海全球, 铜箔吨毛利有望触底回升

#### 3.1. 铜管业务规模优势明显, 充足产能保障公司全球供应链保供能力

公司铜管棒行业规模全球领先, 市场覆盖面广阔。公司主要产品有铜管、铜棒、铜排、铜箔和铝型材, 截至 2024 年底, 公司铜管产能为 92 万吨, 规模全球领先, 其应用范围涵盖制冷、水暖、建材装饰等多个领域; 铜棒产能为 38 万吨, 主要用于建材五金、汽车、制冷、电子电器等领域; 铜排产能为 6.7 万吨, 主要应用于电力配电、工业配电和充电桩等; 铜箔产能为 8.75 万吨, 主要用于锂电负极等。截至 2024 年底, 公司总产能为 148 万吨, 其产品广泛应用于多个行业, 市场覆盖面广。

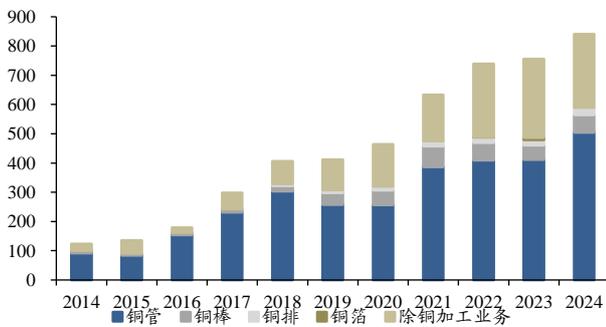
图15: 公司主要产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

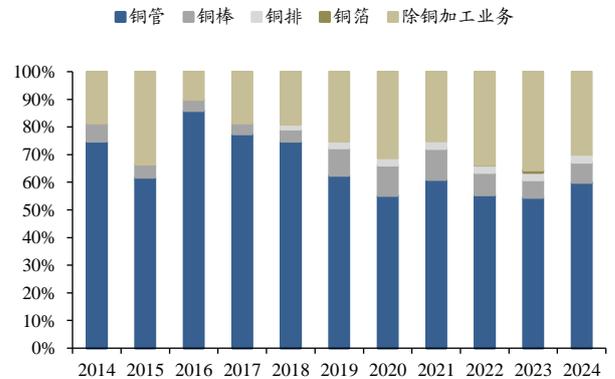
铜管作为公司核心产品, 2024 年对公司营收贡献超一半, 毛利贡献超 80%。公司近 10 年来营业收入持续增长, 分产品来看, 公司 2019-2024 年的铜管营业收入占比处于 55%-62%, 贡献营收超一半, 2024 年铜管营收 504 亿元, 2024 年铜管/铜棒/铜排/铜箔/除铜加工其他营收占比总营收分别为 58%/7%/3%/3%/29%。从毛利角度分析, 公司近 10 年除了 2020-2022 年受到因铜管市场需求减弱毛利下降影响外, 铜管均贡献毛利占比 80%-90%, 2024 年铜管毛利占比 84%, 贡献主要业绩。

图16: 营业收入按产品分 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 营收产品占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 毛利按产品分 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

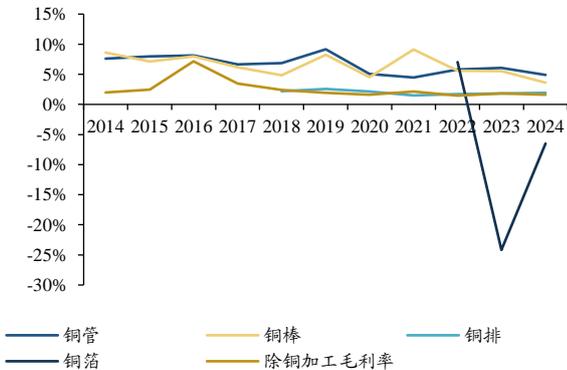
图19: 毛利产品占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

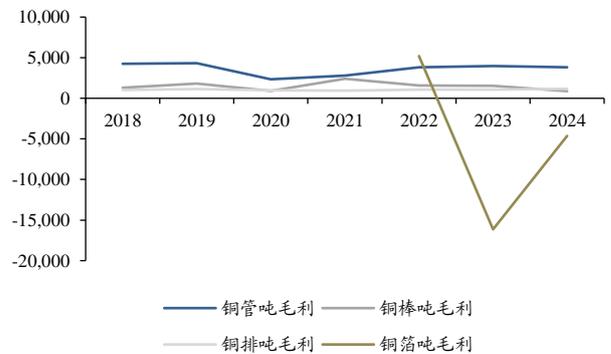
毛利率角度, 铜管产品毛利率 2024 年最高, 铜箔毛利率有所修复。从毛利率角度, 公司铜管及铜棒毛利率较高, 2024 年公司铜管/铜棒/铜排毛利率为 4.9%/3.6%/1.9%, 并且近 3 年来, 随着下游需求逐渐回暖以及公司产线改造升级工作的推进, 铜管毛利率呈现稳定趋势。吨毛利角度, 2024 年铜管吨毛利为 2488.5 元/吨, 相较其他产品有较强竞争优势, 同时铜箔吨毛利显著修复。

图20: 2014-2024 年各产品毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 2018-2023 年各产品吨毛利 (元/吨)

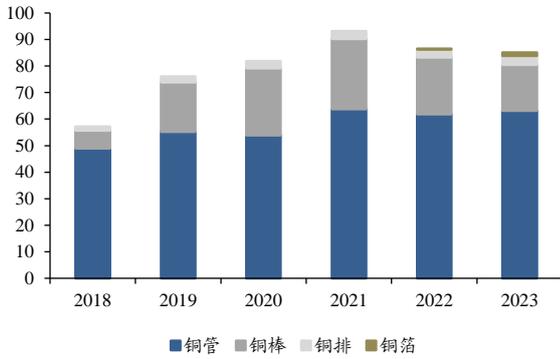


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 2024 年各产品销量数据为东吴证券研究所预测数据

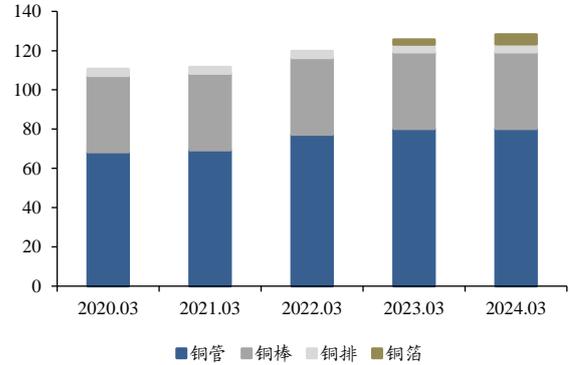
公司铜管产能利用率维持在 80% 左右, 产能利用情况良好。从公司产能利用率角度来看, 公司最核心产品铜管产能利用率较为良好, 从 2020 年以来保持在 80% 左右, 2020-2023 年产能利用率分别为 79%/92%/80%/79%。其他产品 2023 年铜棒/铜排/铜箔产能利用率分别为 45%/90%/45%, 仍有较大释放空间。

图22: 2018-2023 年公司产品产量 (单位: 万吨)



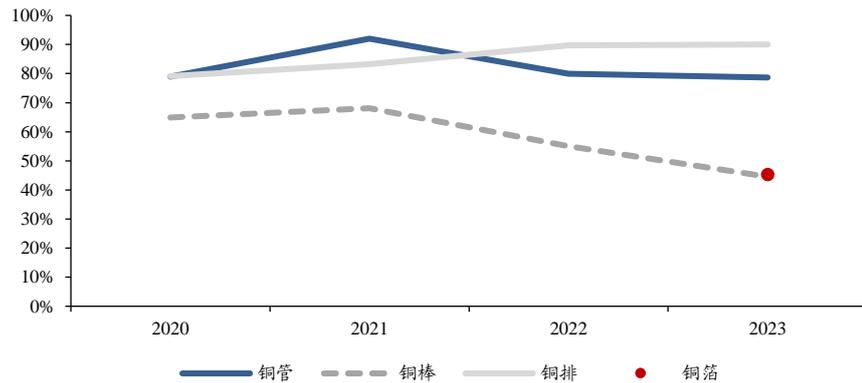
数据来源: 公司债券评级跟踪报告, 东吴证券研究所

图23: 2020-2024 年公司产品产能 (单位: 万吨)



数据来源: 公司债券评级跟踪报告, 东吴证券研究所

图24: 2020-2023 年公司各产品产能利用率 (%)



数据来源: 公司债券评级跟踪报告, 东吴证券研究所

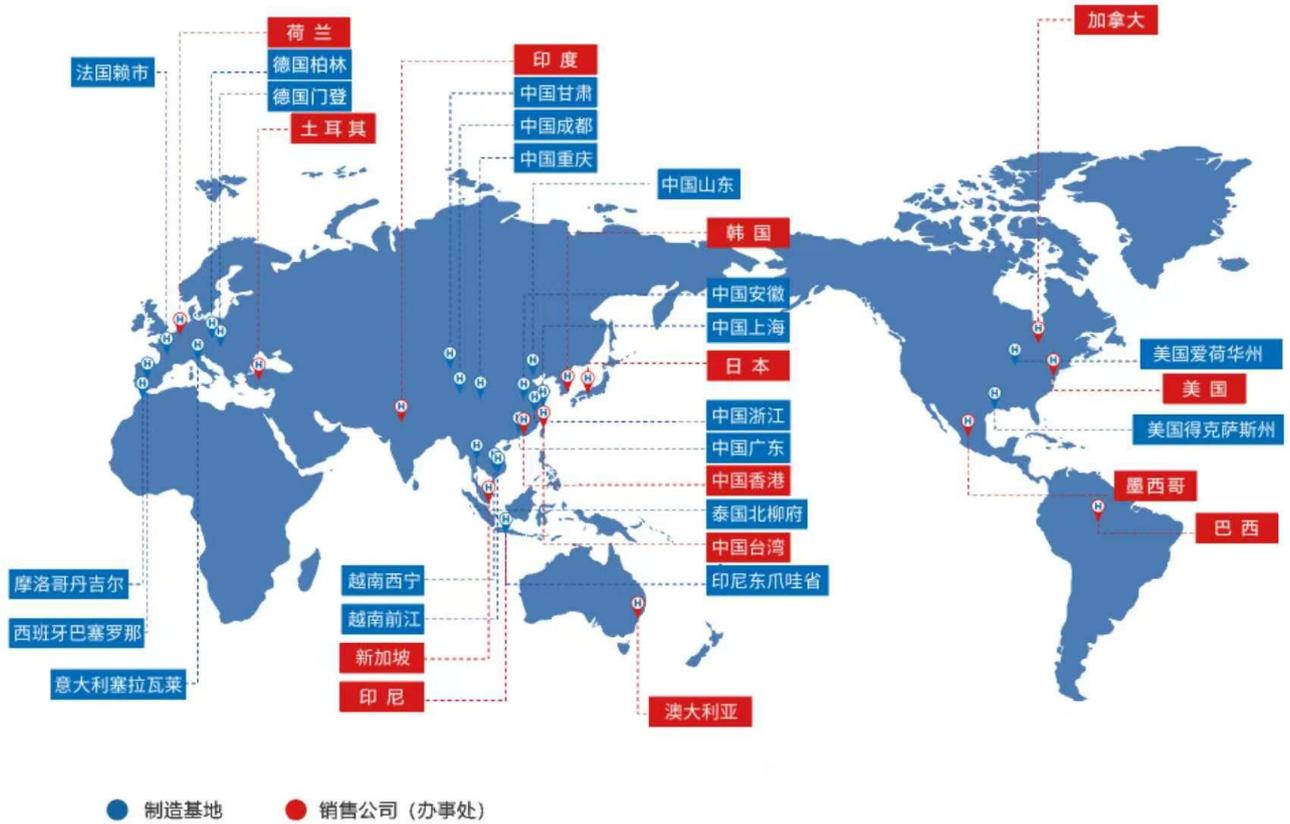
备注: 将每年 3 月产能当成当年产能。

### 3.2. 积极出海推动全球业务增长, 美国、印度市场蓄势待发

业务发展角度, 公司持续加快海外制造基地的建设, 以推动全球业务增长, 进一步提升市占率。公司目前在全球设有 23 个生产基地, 其中海外基地主要分布于美国、德国、法国、意大利、西班牙、越南、泰国、印度尼西亚等国。继公司在印尼的铜箔项目顺利产出第一条线后, 公司在摩洛哥投资建设海亮(摩洛哥)新材料科技工业园已经启动建设, 预计新建包括年产 5 万吨无锻轧铜及铜合金材的生产线、年产 3.5 万吨铜管的生产线、年产 4 万吨精密黄铜棒的生产线、年产 1.5 亿只精密铜合金管件、以及年产 2.5 万吨锂电铜箔等新能源材料的生产线。摩洛哥项目一旦建成投产, 不仅将充分利用当地的资源优势与政策优惠, 降低生产成本, 还能更好地贴近海外市场, 缩短产品交付周期,

快速响应客户需求，进一步完善公司在海外的产业布局，有助于市占率进一步提升。

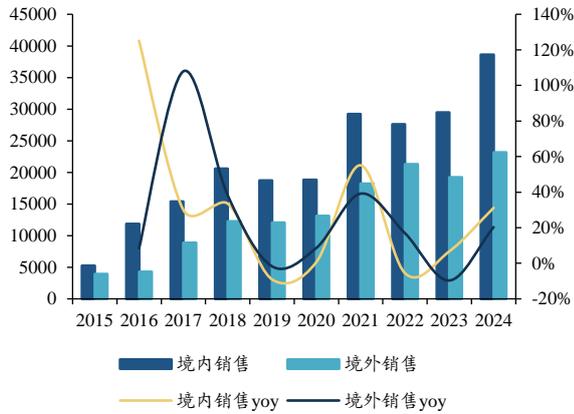
图25：公司全球基地及办事处分布情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

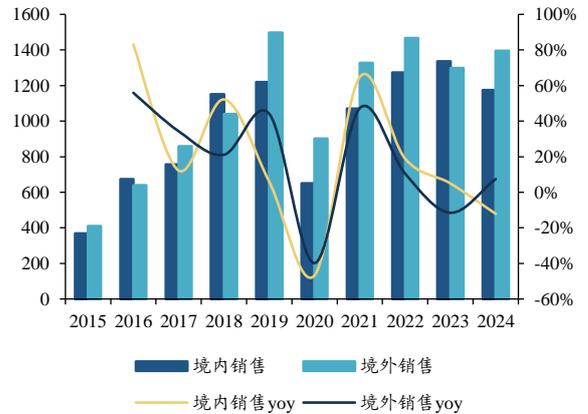
公司铜加工行业海外营收贡献 41%，毛利贡献接近 47%。公司铜加工行业的海外营业收入和毛利逐年增长，2024 年公司境外及境内营收分别 358 及 516 亿元，yoy+22%/+12%，境外营收占比 41%，毛利角度，2024 年公司铜加工行业拆分境外及境内毛利分别为 13.9 及 11.7 亿元，yoy+7%/-12%，境外贡献毛利占比 47%。

图26: 铜加工海内外营业收入(百万元)及同比(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

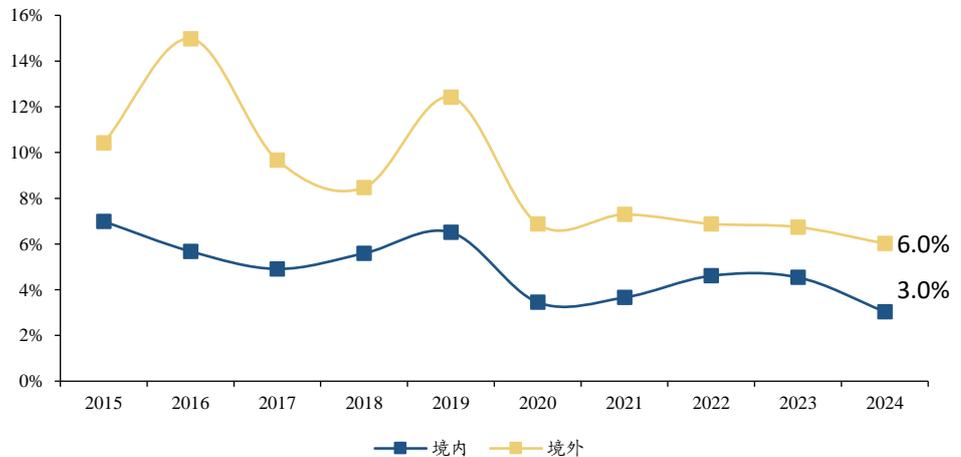
图27: 铜加工海内外毛利(百万元)及同比(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司铜加工行业海外毛利率高于境内毛利率约 2-6pct, 拓展海外业务利于公司业绩进一步提升。2015-2024 年间, 公司产品境外销售毛利率位于 6%-15%之间, 境内毛利率处于 3%-7%之间, 境外毛利率显著高于境内毛利率, 截至 2024 年底公司铜加工行业销售境外毛利率为 6.0%, 境内毛利率为 3.0%, 境外毛利率高于境内毛利率 3pct。

图28: 2015-2024 年公司铜加工境内及境外产品毛利率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

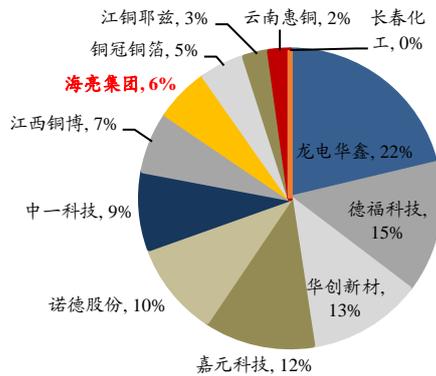
公司 2025 年美国及印度市场蓄势待发。1) 目前美国市场, 铜管下游需求主要集中在建筑业及 HVACR (供暖、通风、空调及制冷) 行业, 预计未来美国伴随基础设施更新及供水系统替换、建筑能耗标准提升铜管需求有望持续增长, 截至 2024 年底, 公司在美国市场已有 3 万吨铜管产能, 且公司 2016 年开始布局美国, 至今通过收购 JMF 品牌及美国生产基地能够满足美国市场对于不同品类铜管需求。2) 印度市场角度, 截至 2025 年年初, 公司越南、泰国工厂取得 BIS 资格认证, 成功供货印度市场, 后续基于印度城市化进程加快、基建及制造业的扩张等因素, 我们预计铜管

及管件需求有望保持良好增长态势。

### 3.3. 锂电铜箔业务把握新能源发展机遇，吨毛利有望触底回升

公司积极把握新能源发展机遇，发展锂电铜箔业务，2024年产量排名第8，市占率6%。中国锂电铜箔行业格局较为分散，2024年按产量占比计算CR4占比62%，前四家企业分别为龙电华鑫、德福科技、华创新材、嘉元科技。公司基于自身铜管产能的规模优势，于2021年底宣布进军锂电铜箔加工业，2023年新入围前十强企业，2024年公司产量排名第8，市占率为6%。

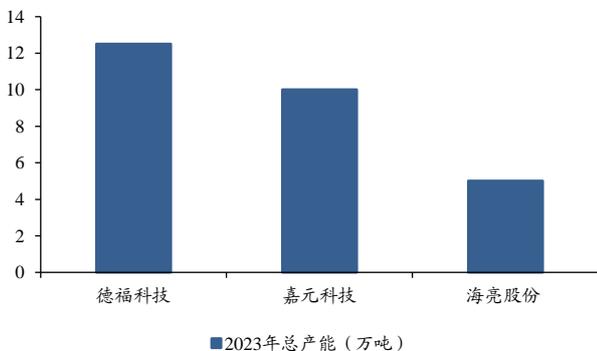
图29：2024年中国主要锂电铜箔企业市场份额（按产量）



数据来源：鑫椏锂电，东吴证券研究所

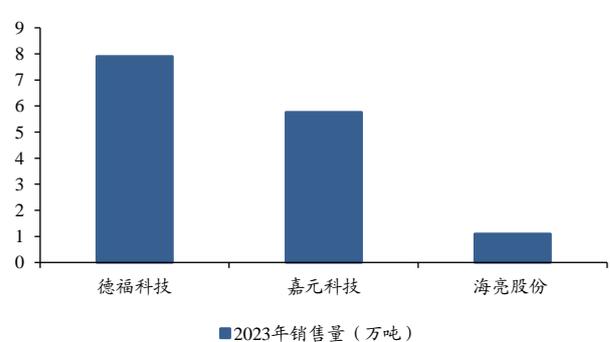
相较CR3中德福科技及嘉元科技来看，公司铜箔产能迅速接近第一梯队。截至2024年底公司铜箔产能为8.75万吨，相较2023年德福科技及嘉元科技的12.5及10万吨较为接近，销售量角度公司2024年销售量4万吨，较德福科技及嘉元科技7.9及5.8万吨提升空间显著。2024年公司铜箔销售收入28.6亿元，yoy+289%，销售量同比+264%，快速提升，有望尽早成为铜箔领先头部企业。

图30：2023年海亮与可比公司铜箔产能（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

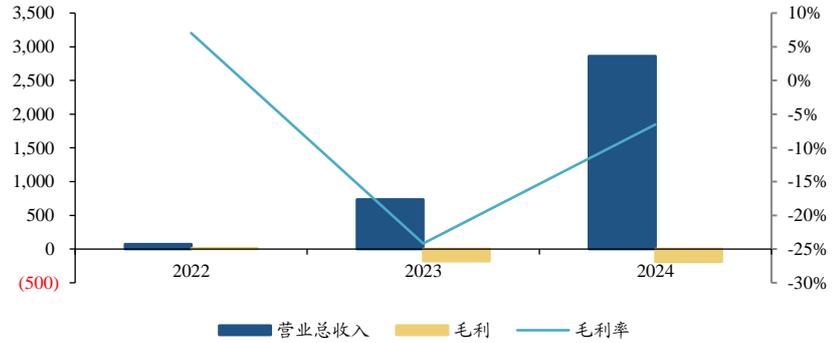
图31：海亮与可比公司铜箔销售量（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

铜箔业务吨毛利有望触底回升，发展前景可期。2022-2024 年兰州项目一期投产推动了公司铜箔业务的快速增长，虽然短期市场竞争激烈，铜箔暂时仍处于亏损状态，但我们预计伴随行业产能出清、公司铜箔业务生产量增加、分切环节良率提升以及持续的成本优化，铜箔有望尽快盈利。

图32: 公司铜箔营业收入与毛利 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

印尼铜箔项目 2025 年顺利产出，铜箔“三地项目”步入高速增长轨道。公司铜箔项目目前国内兰州铜箔项目一期 5 万吨高性能锂电铜箔 2021 年 12 月开工建设，一期整体已于 2023 年一季度全面投产，建设期明显快于行业平均水平，2025 年 1 月，印尼海亮产出中国企业在海外首条铜箔，再次验证公司落实速度，2024 年公司已启动摩洛哥项目，包含 2.5 万吨锂电铜箔，目标覆盖欧美、中东及非洲市场。2024 年公司已具备 3-4.5 微米差异化铜箔供应能力，同时公司在硅碳负极铜箔、固态电池铜箔等领域多款新品与客户联合开发，2025 年有望实现量产。

图33: 甘肃海亮新材实景



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图34: 甘肃海亮新材车间实景



数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

图35: 印尼项目效果图

图36: 印尼工厂生箔机出箔



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

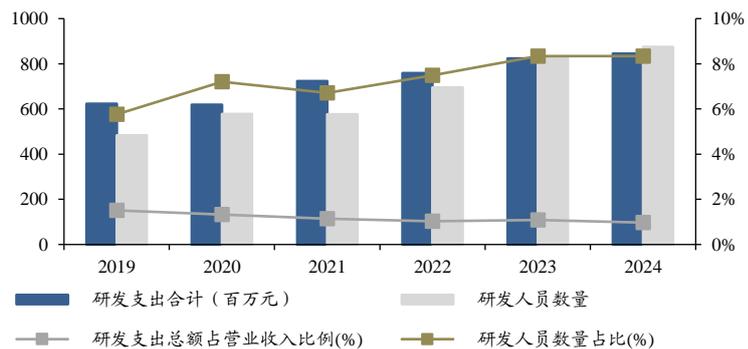


数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

### 3.4. 公司拥有行业人才密度最高的卓越团队，具备独立知识产权

公司重视人才培养与科技创新，拥有行业内人才密度最高的卓越团队。2019-2024年，公司的研发支出持续增加，从6.23亿元增长至8.45亿元，CAGR为6%，显示出公司对技术创新的高度重视。同时，研发人员数量从483人增长到875人，占员工总数的比例也从6%提升至8.34%。公司作为国家级博士后科研工作站设站单位及多个省级创新平台的领导者，通过实施百舸、千帆人才计划，公司积极引进和培养高层次及后备人才，形成了国际化、高学历的人才队伍。

图37：研发支出与研发人员



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司是全球领先的铜管加工企业，90%以上的铜管、铜棒制造设备由公司自主研发，拥有独立知识产权。公司在技术迭代和再生铜应用方面居同行前列。通过“精密铜管低碳智能制造技术及装备研究”项目的技术创新，公司赢得了第七届中国工业大奖，成为有色金属加工行业及绍兴地区首个获此殊荣的企业。公司通过自主研发的监控系统，标

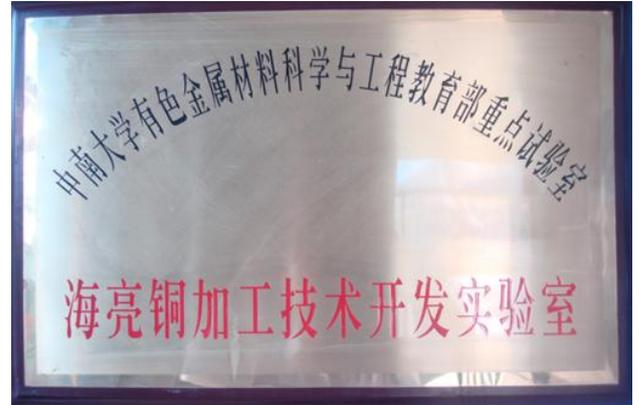
准化熔轧等重要工序，提升产品质量和生产效率，降低人力依赖。

图38: 海亮股份获得中国工业大奖



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图39: 海亮铜加工技术开发实验室



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测

**核心假设：**1) 假设公司未来主要增量来自于铜管、铜棒及铜箔产品产能释放，2025-2027年铜加工产品销售合计增量14.5、11.5、12万吨。目前公司铜管、铜棒作为全球龙头企业，且后续伴随收购金龙管业、摩洛哥工厂建设，预计铜管市占率会进一步提升，我们预计公司会加快项目建设进度，产能有望逐步得到释放。

2) 假设2025-2027年公司铜加工产品吨毛利有望稳中有升。目前铜加工企业竞争加剧，产能过剩，但低吨毛利难以维系低端产品企业运行，预计伴随公司海外美国、印度市场布局，公司吨盈利或有望触底回升。

### 公司层面：

- 1) 铜管产品：假设铜管产品2025-2027年收入为586/641/700亿元，由于公司市占率有望进一步提升，预计毛利率或稳中有升，假设毛利率水平为5.6%/5.6%/5.6%；
- 2) 铜棒产品：假设铜棒产品2025-2027年收入为71/86/98亿元，毛利率水平为5.5%/5.5%/5.5%；
- 3) 铜排产品：假设铜排产品2025-2027年收入为29/34/57亿元，毛利率水平为1.5%/1.5%/1.5%；
- 4) 铜箔产品：假设铜箔产品2025-2027年收入为63/99/130亿元，毛利率水平为1%/2%/3%；

**盈利预测：**根据以上假设，我们预计2025-2027年公司营业总收入分别为

1020/1143/1283 亿元，yoy+16%/12%/12%；公司归母净利润分别为 13/14/17 亿元，yoy+86%/+8%/+17%。

表1: 盈利预测拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	75748.8	87545.4	101974.7	114343.0	128331.6
yoy	2%	16%	16%	12%	12%
铜管	41,201.8	50,417.42	58,639.34	64,136.77	70,037.36
yoy	1%	22%	16%	9%	9%
销售量(万吨)	63.3	65.00	72	75	78
吨价(元/吨)	65,141.2	77,565.3	81,443.5	85,515.7	89,791.5
铜棒	4,818.0	6,067.36	7,135.21	8,562.25	9,833.21
yoy	-19%	26%	18%	20%	15%
销售量(万吨)	17.6	25.00	28	32	35
吨价(元/吨)	27,453.2	24,269.4	25,482.9	26,757.0	28,094.9
铜排	1,957.4	2,449.76	2,893.78	3,376.08	5,671.82
yoy	3%	25%	18%	17%	68%
销售量(万吨)	3.4	4.00	4.5	5	8
吨价(元/吨)	57,911.3	61,244.1	64,306.3	67,521.6	70,897.7
铜箔	734.8	2,860.68	6,293.49	9,912.24	13,009.81
yoy	894%	289%	120%	58%	31%
销售量(万吨)	1.1	4.00	8	12	15
吨价(元/吨)	66,802.3	71,516.9	78,668.6	82,602.0	86,732.1
除铜加工	26,876.7	25,591.57	26,861.60	28,199.03	29,623.93
yoy	8%	-5%	5%	5%	5%
毛利率	3.9%	3.2%	4.1%	4.2%	4.2%
yoy (pct)	(0.28)	(0.71)	0.92	0.03	0.05
铜管	6.1%	4.9%	5.6%	5.6%	5.6%
yoy (pct)	0.31	(1.15)	0.66	0.00	0.00
铜棒	5.5%	3.6%	5.5%	5.5%	5.5%
yoy (pct)	(0.06)	(1.93)	1.89	0.00	0.00
铜排	1.8%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
yoy (pct)	0.13	0.07	(0.41)	0.00	0.00
铜箔	-24.2%	-6.5%	1.0%	2.0%	3.0%
yoy (pct)	(31.20)	17.67	7.50	1.00	1.00
除铜加工毛利率	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
yoy (pct)	0.35	(0.25)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	1118	703	1309	1413	1654
yoy	-7.5%	-37.1%	86.1%	8.0%	17.0%
归母净利率	1.5%	0.8%	1.3%	1.2%	1.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

备注: 2024 年产品销量数据为东吴证券研究所预测

估值及投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年 公司 EPS 分别为 0.65、0.71、0.83

元/股，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。对应具体可比公司上，我们选取了铜加工龙头公司博威合金、金田铜业、楚江新材进行对比，截至 5 月 22 日，2025 年可比公司平均 PE 为 15.3 倍，我们预计公司 PE 为 15.6 倍，基于公司作为全球铜管规模最大企业以及铜箔唯一出海企业，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (截至 2025 年 5 月 22 日)

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601609.SH	金田股份	97	6.5	6.2	7.6	9.0	15.7	12.7	10.7
002171.SZ	楚江新材	128	8.5	6.5	8.0	9.3	19.7	16.1	13.9
601137.SH	博威合金	146	18.0	14.0	16.7	19.0	10.4	8.7	7.7
	<b>平均</b>						<b>15.3</b>	<b>12.5</b>	<b>10.8</b>
002203.SZ	海亮股份	204	10.2	13.1	14.1	16.5	15.6	14.4	12.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

备注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**市场竞争格局加剧，吨毛利下行:** 市场产能过剩导致竞争加剧，吨毛利下行。

**下游需求不及预期:** 家电、新能源行业需求不及预期，导致供需缺口进一步增大，或带动吨毛利下跌。

**地缘政治风险:** 地缘政治风险导致生产销售受阻，进而带来销售风险。

## 海亮股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>26,849</b>	<b>33,492</b>	<b>39,706</b>	<b>46,334</b>	<b>营业总收入</b>	<b>87,545</b>	<b>101,975</b>	<b>114,343</b>	<b>128,332</b>
货币资金及交易性金融资产	6,590	11,384	14,542	17,987	营业成本(含金融类)	84,583	97,622	109,436	122,776
经营性应收款项	10,560	11,224	12,838	14,433	税金及附加	138	161	181	203
存货	8,755	9,802	11,050	12,426	销售费用	241	281	315	354
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,039	1,211	1,358	1,524
其他流动资产	945	1,081	1,276	1,488	研发费用	140	163	183	206
<b>非流动资产</b>	<b>17,630</b>	<b>16,812</b>	<b>15,715</b>	<b>14,610</b>	财务费用	790	921	1,033	1,159
长期股权投资	2,023	2,061	2,087	2,107	加:其他收益	177	158	159	165
固定资产及使用权资产	9,716	8,742	7,770	6,793	投资净收益	(95)	(97)	(159)	(117)
在建工程	1,517	1,537	1,359	1,191	公允价值变动	60	(23)	22	20
无形资产	1,092	1,202	1,309	1,418	减值损失	(150)	(65)	(76)	(97)
商誉	269	234	194	153	资产处置收益	4	(1)	(2)	0
长期待摊费用	1	1	0	0	<b>营业利润</b>	<b>609</b>	<b>1,588</b>	<b>1,782</b>	<b>2,081</b>
其他非流动资产	3,013	3,034	2,994	2,948	营业外净收支	49	16	21	29
<b>资产总计</b>	<b>44,480</b>	<b>50,304</b>	<b>55,420</b>	<b>60,945</b>	<b>利润总额</b>	<b>658</b>	<b>1,604</b>	<b>1,803</b>	<b>2,110</b>
<b>流动负债</b>	<b>22,035</b>	<b>27,358</b>	<b>31,379</b>	<b>35,807</b>	减:所得税	47	321	361	422
短期借款及一年内到期的非流动负债	17,371	21,195	24,746	28,394	<b>净利润</b>	<b>611</b>	<b>1,283</b>	<b>1,442</b>	<b>1,688</b>
经营性应付款项	3,109	4,160	4,456	4,996	减:少数股东损益	(92)	(26)	29	34
合同负债	468	556	620	695	<b>归属母公司净利润</b>	<b>703</b>	<b>1,309</b>	<b>1,413</b>	<b>1,654</b>
其他流动负债	1,086	1,447	1,558	1,722	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.35	0.65	0.71	0.83
非流动负债	5,497	6,089	6,436	6,657	EBIT	1,488	2,525	2,836	3,269
长期借款	4,856	5,430	5,789	6,021	EBITDA	2,332	3,736	4,063	4,499
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	3.21	4.13	4.16	4.21
租赁负债	33	28	16	4	归母净利率(%)	0.80	1.29	1.24	1.29
其他非流动负债	609	632	632	632	收入增长率(%)	15.57	16.48	12.13	12.23
<b>负债合计</b>	<b>27,532</b>	<b>33,447</b>	<b>37,816</b>	<b>42,464</b>	归母净利润增长率(%)	(37.10)	86.10	7.99	17.02
归属母公司股东权益	14,366	14,301	15,020	15,862					
少数股东权益	2,581	2,556	2,584	2,618					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,948</b>	<b>16,856</b>	<b>17,605</b>	<b>18,481</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>44,480</b>	<b>50,304</b>	<b>55,420</b>	<b>60,945</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(2,300)	3,070	1,287	1,843	每股净资产(元)	6.90	6.87	7.23	7.65
投资活动现金流	(1,093)	(544)	(384)	(338)	最新发行在外股份(百万股)	1,998	1,998	1,998	1,998
筹资活动现金流	2,398	2,216	2,185	1,867	ROIC(%)	3.71	4.88	4.95	5.18
现金净增加额	(1,093)	4,740	3,088	3,372	ROE-摊薄(%)	4.90	9.15	9.41	10.43
折旧和摊销	844	1,211	1,227	1,230	资产负债率(%)	61.90	66.49	68.23	69.68
资本开支	(1,247)	(286)	(90)	(85)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.95	15.56	14.41	12.31
营运资本变动	(4,412)	(437)	(2,632)	(2,472)	P/B(现价)	1.48	1.48	1.41	1.33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>