

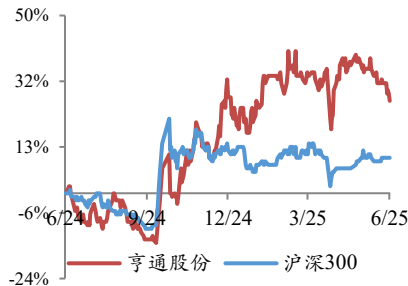
高端铜箔国产化先锋，打造第二成长曲线

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-06-16

收盘价(元) 2.68
近12个月最高/最低(元) 3.03/1.82
总股本(百万股) 2,974
流通股本(百万股) 2,974
流通股比例(%) 100.00
总市值(亿元) 80
流通市值(亿元) 80

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

分析师：牛义杰

执业证书号：S0010524050005

邮箱：niuyj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 亨通股份战略发展，双主业协同驱动业绩高增

亨通股份是一家以生物兽药、饲料添加剂、电解铜箔及热电联产为主营业务的多元化企业。截至2025年第一季度末，公司总资产46.57亿元，净资产34.88亿元，2025年第一季度实现营业收入3.82亿元，同比大幅增长86.36%，归母净利润0.7亿元，同比增长10.96%。业绩高增的核心驱动来自铜箔业务快速放量，该业务2024年贡献收入6.83亿元，占总营收比重51%，已成为公司战略转型的核心支柱。

● 新能源汽车与AI革命驱动下的铜箔产业

电解铜箔依应用场景划分为电子铜箔与锂电铜箔两大核心品类，共同构成集成电路、新能源等支柱产业的底层支撑。铜箔产业链上游包括电解铜、硫酸等原材料，以及磁控溅射等设备，原料成本与设备精度直接影响中游生产。铜箔分为电解铜箔和压延铜箔，其中电解铜箔分为锂电、电子电路两类，而锂电铜箔向极薄化发展，用于动力电池、储能等领域，近年复合铜箔等新工艺也在加速产业化；电子电路铜箔用于PCB、通信及汽车电子；压延铜箔则用于柔性电路、IC封装等高端场景。

● 产能持续推进，自主研发高附加值产品

产能建设上，德阳基地电解铜箔项目一期已于2023年投产，目前具备6 μ m及4.5 μ m极薄铜箔量产能力，掌握3.5 μ m铜箔制备技术，正在开展下游客户验证。通过自主研发，公司突破高温延伸铜箔（HTE）、低轮廓铜箔（LP）等高附加值产品技术，并完成市场认证，形成覆盖动力电池、储能等场景的高端产品矩阵。

● 投资建议：我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为

2.68/3.35/4.21亿元，对应PE分别为32/25/20倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：产能建设不及预期；电解铜箔行业竞争加剧；下游市场需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1335	1604	1964	2439
收入同比(%)	106.0%	20.2%	22.4%	24.2%
归属母公司净利润	189	268	335	421
净利润同比(%)	14.3%	41.4%	25.1%	25.5%
毛利率(%)	12.0%	16.3%	16.2%	16.3%
ROE(%)	5.5%	7.2%	8.3%	9.4%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.11	0.14
P/E	42.50	31.74	25.37	20.22
P/B	2.28	2.30	2.10	1.90
EV/EBITDA	63.82	48.74	46.79	43.14

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1、亨通股份：高端铜箔国产化先锋.....	4
1.1、亨通股份战略发展，双主业协同驱动业绩高增.....	4
1.2、实控人为崔巍先生，推行员工持股激励.....	4
1.3、铜箔放量驱动营收跃升，费用管控释放利润弹性.....	5
2、铜箔业务：电子铜箔高端化+锂电铜箔极薄化构筑增长双极.....	7
2.1、需求侧：AI 革命激发消费电子新周期，国产替代加速释放技术红利.....	7
2.2、供给侧：集群效应+资源禀赋构筑成本壁垒，产能爬坡强化客户粘性.....	9
2.3、技术路线：专利锚定极薄铜箔壁垒，复合集流体处于量产临界点.....	9
3 盈利预测、估值及投资评级.....	12
3.1 关键假设与业绩预测.....	12
3.2 估值与投资评级.....	12
风险提示：.....	13
财务报表与盈利预测.....	14

图表目录

图表 1 公司主要发展历程	4
图表 2 公司股权结构图	5
图表 3 公司营业收入及同比	5
图表 4 公司归母净利润及同比	5
图表 5 公司营业收入拆分（百万元）	6
图表 6 公司毛利拆分（百万元）	6
图表 7 公司期间费用率	6
图表 8 公司现金流变化（百万元）	6
图表 9 铜箔行业上下游体系	7
图表 10 新能源汽车销量及渗透率	8
图表 11 动力电池装机量及增速	8
图表 12 PCB 全球市场规模	8
图表 13 德阳高新区	9
图表 14 亨通精密铜箔科技	9
图表 15 锂电池铜箔产品特征对下游锂电池性能的影响	10
图表 16 亨通股份铜箔产品体系	10
图表 17 公司业务拆分	12

1、亨通股份：高端铜箔国产化先锋

1.1、亨通股份战略发展，双主业协同驱动业绩高增

亨通股份总部位于浙江省湖州市德清县，是一家以生物兽药、饲料添加剂、电解铜箔及热电联产为主营业务的多元化企业。截至 2025 年第一季度末，公司总资产 46.57 亿元，净资产 34.88 亿元，2025 年第一季度实现营业收入 3.82 亿元，同比大幅增长 86.36%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 10.96%。业绩高增的核心驱动来自铜箔业务快速放量，该业务 2024 年贡献收入 6.83 亿元，占总营收比重 51%，已成为公司战略转型的核心支柱。

公司通过控股与参股企业构建了“新材料+生物科技”双轮驱动的业务生态。旗下 11 家控股子公司覆盖铜箔制造、生物技术研发及资本运作等领域：全资子公司亨通铜箔科技（德阳）负责电解铜箔产能建设，江苏亨通铜铝箔研究院专注高端铜箔技术攻关，浙江拜克生物科技主导兽药与饲料添加剂业务，西藏瀚正科技和青岛瀚叶投资则分别承担区域市场拓展与资本整合职能。此外，公司参股的企业进一步强化产业链协同，例如青岛易邦生物工程（疫苗研发）、河北圣雪大成制药（原料药供应）为生物业务提供技术支持，财通基金管理则优化金融资产配置。

图表 1 公司主要发展历程

时间	事件
1993 年 12 月	瀚叶股份前身浙江德清拜克生物有限公司成立；
1999 年 5 月 11 日	浙江德清拜克生物有限公司整体变更为浙江升华拜克生物股份有限公司；
1999 年 11 月 12 日	浙江升华拜克生物股份有限公司在上海证券交易所上市交易，证券简称为“升华拜克”，证券代码为“600226”
2017 年 5 月 17 日	公司名称由“浙江升华拜克生物股份有限公司”变更为“浙江瀚叶股份有限公司”；
2017 年 6 月 15 日	公司股票简称由“升华拜克”变更为“瀚叶股份”，公司股票代码“600226”保持不变；
2022 年 4 月	公司控股股东变更为“亨通集团有限公司”；
2024 年 4 月	公司名称由“浙江瀚叶股份有限公司”变更为“浙江亨通控股股份有限公司”

资料来源：公司官网，华安证券研究所

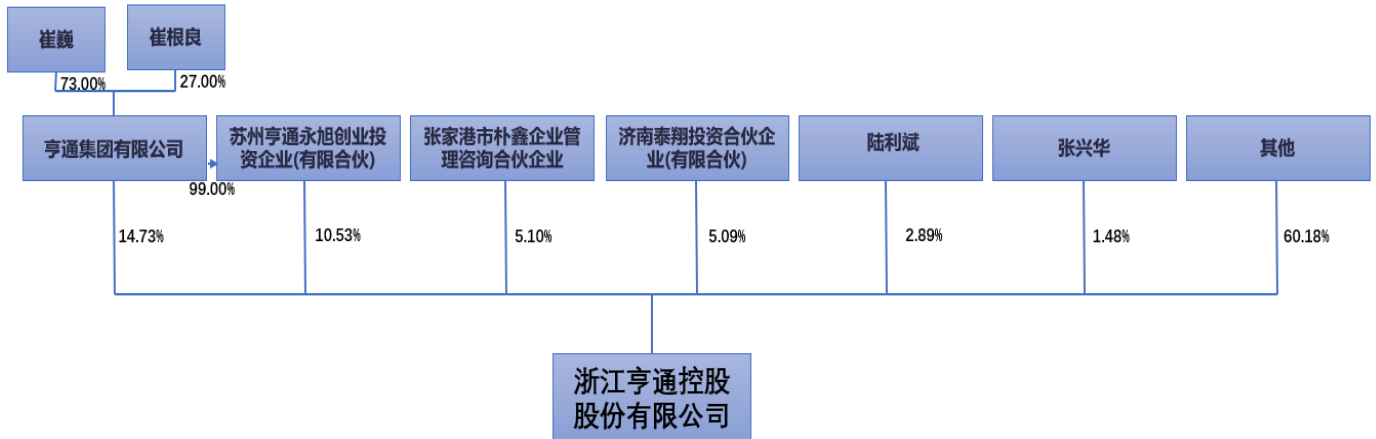
1.2、实控人为崔巍先生，推行员工持股激励

董事长崔巍作为亨通集团副总裁及多家核心子公司的掌舵者，凭借其在光电通信、新材料领域的丰富管理经验，主导构建了“产业整合+资本运作”双轮驱动模式，其个人荣获江苏省五一劳动奖章、苏州市劳动模范等荣誉，彰显管理层在战略执行与公司治理层面的专业性与行业影响力。这一股权架构既保障了控股股东对战略方向的把控力，又通过参股生态与员工激励实现了资源协同与内生动力激活。

为加速高端新材料布局，公司通过资产剥离与产业整合优化业务结构，例如转让炎龙科技等非核心资产，集中资源拓展功能性铜箔、铝箔研发生产，同步夯实生物科技与热电联产业务基本盘。参股企业生态持续完善，战略投资青岛易邦（生物疫苗）、圣雪大成（原料药）、财通基金（资本运作）及伊克拜克（动保）等优质标的，探索参股公司资本化路径，强化产业链协同与价值挖掘。

在激励机制上，公司于 2024 年推出 600 万股规模的员工持股计划，覆盖核心骨干并预留长期激励空间，通过“双维度考核+分期解锁”绑定战略目标：以 2023 年为基数，2024-2026 年营业收入增长率分别不低于 20%、30%、40%，归母净利润增长率分别不低于 10%、20%、40%。该计划与前期限制性股票激励形成互补，叠加无股权质押、经营性现金流稳健等财务安全垫，进一步强化“股东、员工、公司”利益共同体，为新能源材料赛道卡位及业绩持续释放注入动能。

图表 2 公司股权结构图

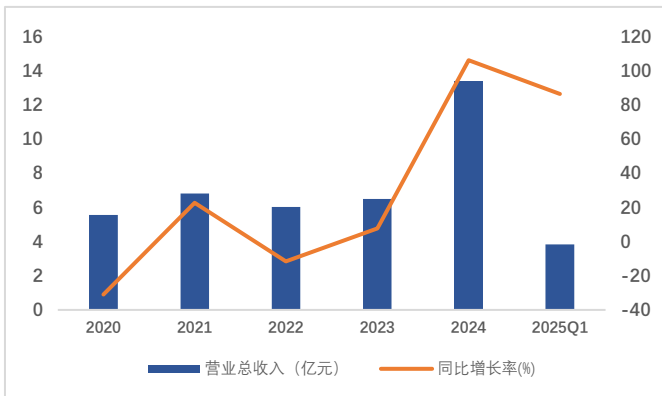


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3、铜箔放量驱动营收跃升，费用管控释放利润弹性

2024 年整体业绩高增，2025Q1 延续收入高位。亨通股份 2024 年实现营业收入 13.35 亿元，同比增长 105.98%；2025 年 Q1 收入为 3.82 亿元，同比增速 86.36%，依旧保持较快增长。公司自 2023 年以来，营收增速显著提升，已摆脱前期波动区间，主要受益于市场拓展、铜箔等新业务驱动。归母净利润方面，2024 年为 1.89 亿元，同比增长 14.29%；2025Q1 净利润 0.7 亿元，同比增速 10.96%。公司自 2021 年扭亏为盈后盈利能力得到改善。

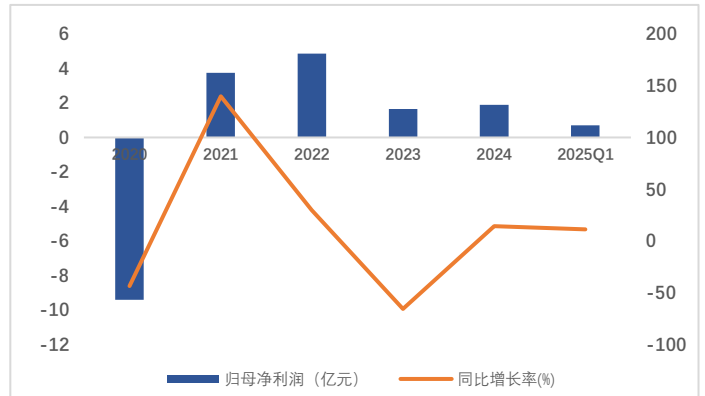
图表 3 公司营业收入及同比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：左轴为营业收入（亿元），右轴为同比增长率（%）

图表 4 公司归母净利润及同比

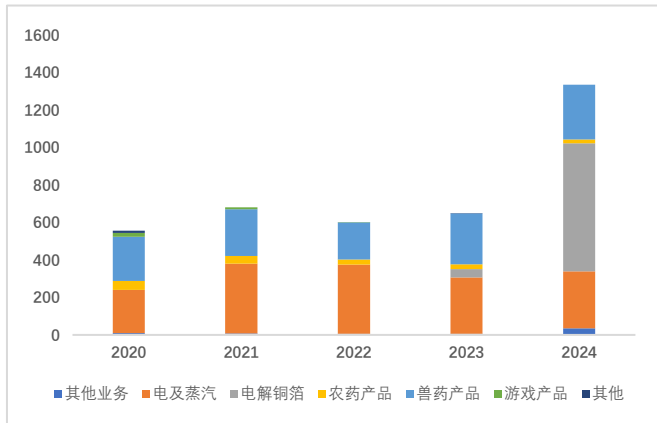


资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：左轴为归母净利润（亿元），右轴为同比增长率（%）

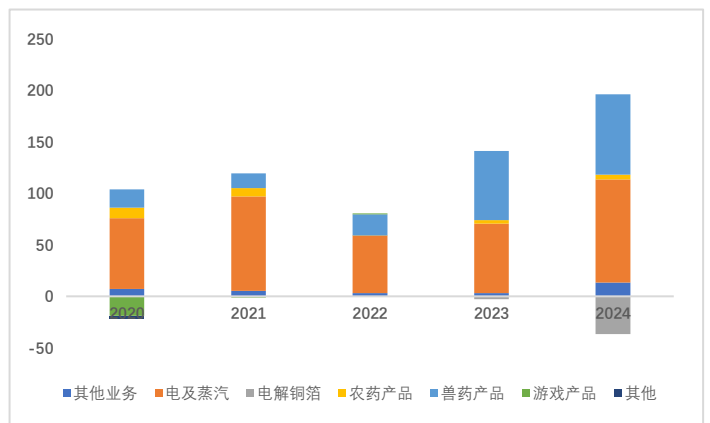
铜箔业务稳居主力营收，盈利能力有望逐步修复。2024 年公司电解铜箔业务实现收入 6.83 亿元，占总营收的 51.1%，稳居第一大主营业务。尽管该业务全年毛利为-3653 万元，仍处于明显亏损状态，但 2024 年该业务毛利率为-5.35%，较 2023 年有所改善。随着公司产能释放、成本结构优化以及市场需求恢复，铜箔业务的盈利能力有望逐步回升。

图表 5 公司营业收入拆分（百万元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 6 公司毛利拆分（百万元）

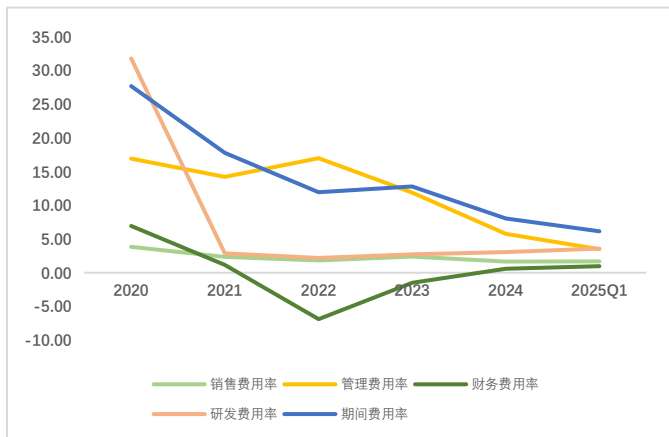


资料来源：iFinD，华安证券研究所

费用率进一步下降，管控能力持续释放利润。2024 年期间费用率下降至 8.03%，2025Q1 进一步降至 6.15%，公司费用管控持续见效。分项来看，2024 年销售费用率 1.65%，管理费用率 5.77%，财务费用率 0.61%，研发费用率 3.05%；2025Q1 销售费用率 1.67%，管理费用率 3.49%，财务费用率 0.99%，研发费用率 3.58%。整体期间费用率维持低位，有助于利润端释放。

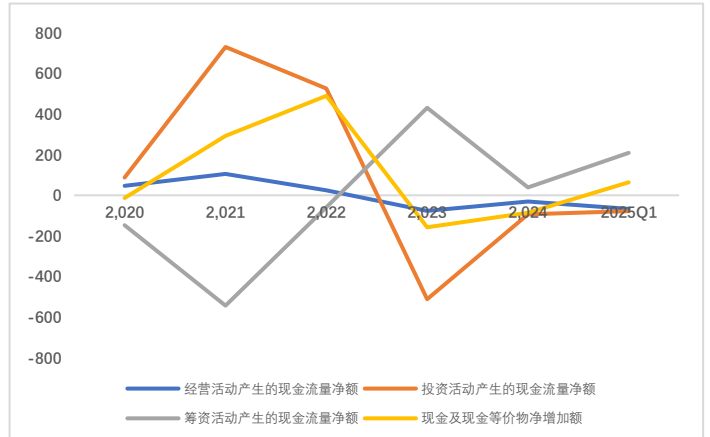
现金流仍处调整阶段，运营与投资效率有望改善。2025 年 Q1 经营活动现金流净额为-6671 万元，较 2024 年同期基本持平，现金回流压力仍在，但边际改善迹象初现。应收账款与存货管理仍是影响经营性现金流的关键因素，未来有望通过运营效率提升逐步改善。投资活动现金流净额继续为负，公司在产能扩张与设备投入方面持续发力。短期内对现金流形成一定压力，但中长期来看有助于优化产能结构。

图表 7 公司期间费用率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 8 公司现金流变化（百万元）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

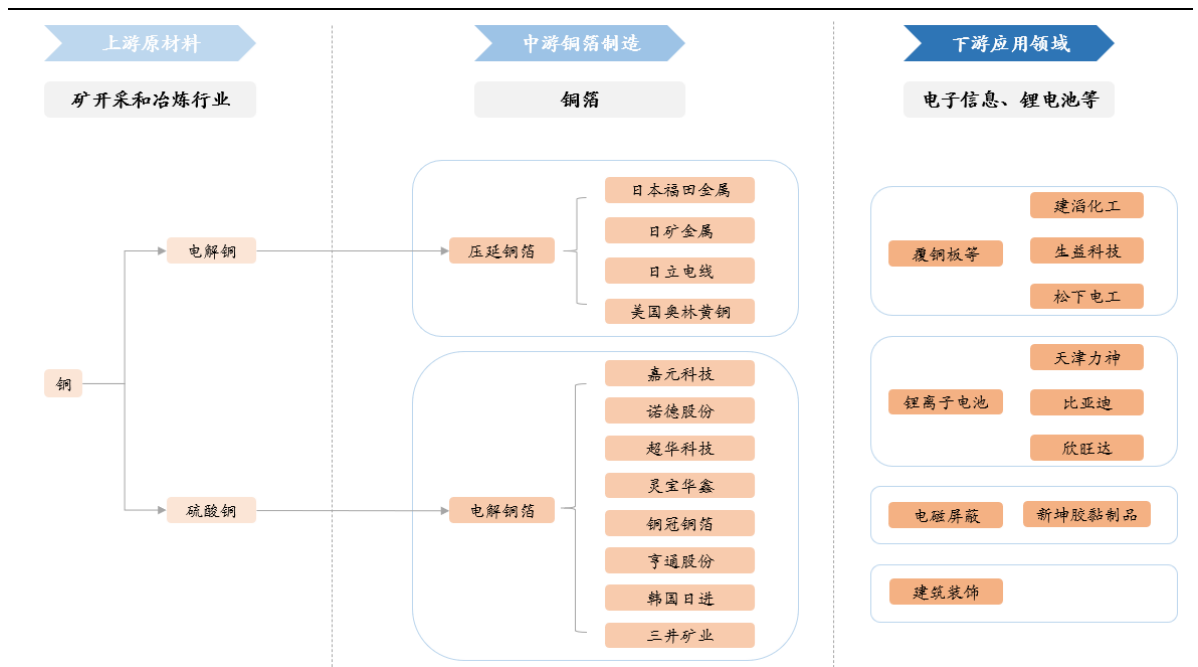
2、铜箔业务：电子铜箔高端化+锂电铜箔极薄化 构筑增长双极

2.1、需求侧：AI 革命激发消费电子新周期，国产替代加速 释放技术红利

铜箔是集成电路、电动车战略产业的基础材料。作为国家战略性新兴产业的关键基础材料，电解铜箔依应用场景划分为电子铜箔与锂电铜箔两大核心品类，共同构成集成电路、新能源等支柱产业的底层支撑。在电子铜箔领域，作为覆铜板（CCL）、印制电路板（PCB）的关键基材，深度嵌入通信设备、汽车电子、医疗及军工等高端制造领域。近年由于 AI 算力需求持续增长，AI 服务器、毫米波雷达、高密度互联设备需求旺盛，反转铜箔（RTF）、高频超低轮廓铜箔（HVL P）等特种产品已进入结构性增长通道。

铜箔产业链上游包括电解铜、硫酸等原材料，以及磁控溅射等设备，原料成本与设备精度直接影响中游生产。铜箔分为电解铜箔和压延铜箔，其中电解铜箔分为锂电、电子电路两类，而锂电铜箔向极薄化发展，用于动力电池、储能等领域，近年复合铜箔等新工艺也在加速产业化；电子电路铜箔用于 PCB、通信及汽车电子；压延铜箔则用于柔性电路、IC 封装等高端场景。

图表 9 铜箔行业上下游体系

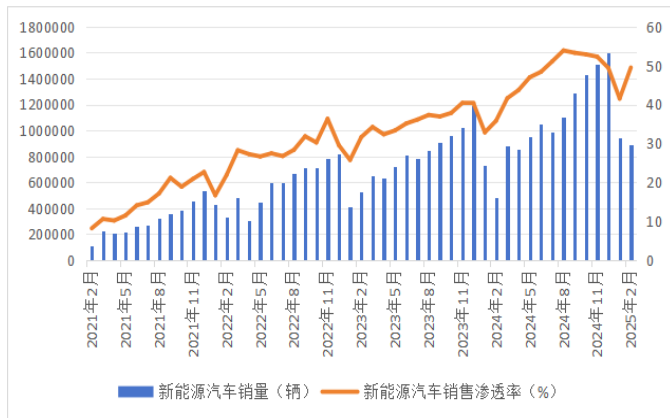


资料来源：华安证券研究所整理

锂电铜箔作为锂电池负极集流体的核心材料，其需求与新能源汽车、储能系统的增长深度绑定。2024 年我国新能源车销量超 1200 万辆、全球约 1700 万辆，全

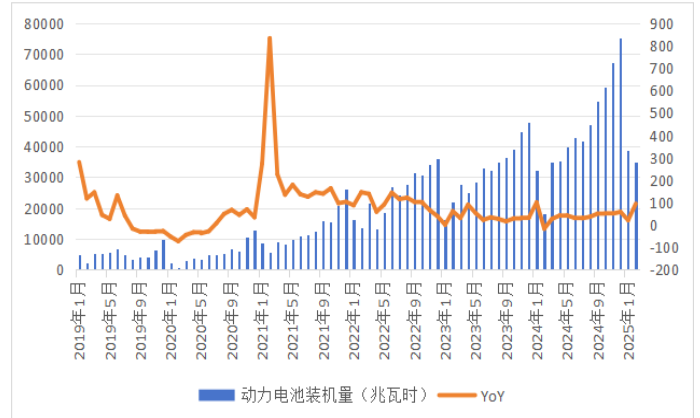
球动力电池装机约 900GWh，按每 GWh 电池消耗 800 吨铜箔，2024 全球新能源车铜箔需求已超 70 万吨。

图表 10 我国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，乘联会，华安证券研究所
注：左轴为新能源汽车销量（辆）右轴为销售渗透率（%）

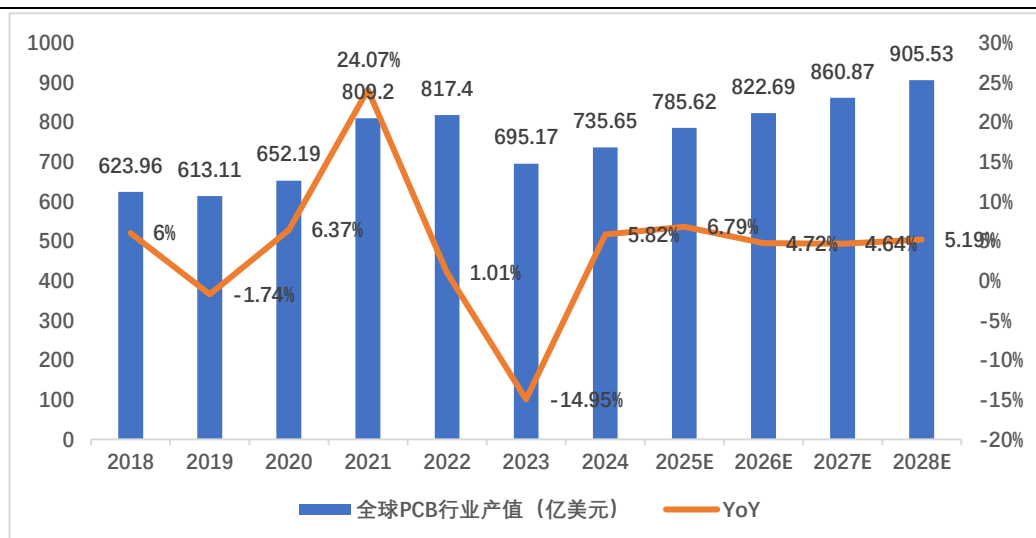
图表 11 我国动力电池装机量及增速



资料来源：wind，中国动力电池产业创新联盟，华安证券研究所
注：左轴为动力电池装机量（兆瓦时），右轴为增速（YOY，%）

AI 时代消费电子迎来新一轮周期，PCB 需求趋势转好。2023 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 终端技术突破，带来新一轮消费电子革新和重构，为 PCB 行业带来新一轮成长周期。但我国电子铜箔产业仍存在“中低端产能过剩、高端供给失配”的结构性矛盾，特别是在进口暂定税率优惠政策取消后，本土企业加速突破 5G 通讯用极薄铜箔、IC 封装基板铜箔等“卡脖子”领域。当前高性能电子铜箔进口替代需求已超百亿规模，技术突破与产能升级正形成共振效应。产业研究机构 Prismark 数据显示，全球 PCB 行业 2028 年产值预计超过 900 亿美元，未来 3 年年均复合增速超过 5%。

图表 12 PCB 全球市场规模



资料来源：Prismark，华安证券研究所

2.2、供给侧：集群效应+资源禀赋构筑成本壁垒，产能爬坡

强化客户粘性

公司铜箔项目所处地区有产业集群效应。公司铜箔项目位于四川德阳经济技术开发区，该园区已形成以锂电材料为核心的产业集群，覆盖镍铜合金加工、粉体冶金、电池制造及二次资源回收等产业链环节。依托区域产业协同优势，基地所在园区配套设施完备，且德阳作为硫酸主产区及西南铜材集散中心，可保障原材料本地化供应，叠加便捷的物流网络，显著降低供应链成本。

公司铜箔产能围绕锂电大客户。德阳基地专注锂电铜箔产能布局，规划总产能5万吨/年，分两期实施：一期2万吨产线已于2023年底投产，二期3万吨计划2025年建成。其区位优势突出，覆盖宁德时代宜宾基地、比亚迪重庆基地等核心客户，实现“半日达”供应链响应效率，为西南电池产能集群提供近地化配套支持。

图表 13 德阳高新区



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 亨通精密铜箔科技



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3、技术路线：专利锚定极薄铜箔壁垒，复合集流体处于量

产临界点

下游需求升级带动铜箔技术变化。随着电子产品微型化、尖端化发展，以及新能源汽车对动力的续航能力、安全性能提出更高要求，锂离子电池朝着高容量化、高能量密度化、高安全性发展。对铜箔表面质量、物理性能、稳定性以及均匀性等提出新的要求。

图表 15 锂电池铜箔产品特征对下游锂电池性能的影响

锂电铜箔性能的直接与间接影响				
序号	铜箔性能指标	直接影响	对锂离子电池性能的间接影响	性能要求
1	厚度	铜箔的厚薄程度	电池的能量密度	确保安全性的前提下，越薄越好
2	抗拉强度及伸长率	铜箔断裂或裂缝	负极制作的成品率、可操作性 电池容量、内阻和循环寿命等	越高越好
3	表面粗糙度（轮廓）	负极活性物质在铜箔表面的附着力	电池内阻和循环寿命等电池性能	一定的粗糙度
4	表面质量	负极活性物质在铜箔表面的附着力	电池容量、内阻、循环寿命等	越高越好
5	厚度均匀性	负极涂覆活性物质的质量的波动	电池容量和一致性等	面密度一致
6	抗氧化性及耐蚀性	铜箔氧化膜的厚度，耐腐蚀性	电池内阻、电池容量等	越高越好
7	孔隙率	负极活性物质在铜箔表面的附着力	电池的倍率性能和长循环寿命	越高越好

资料来源：嘉元科技招股说明书，华安证券研究所

完成全资控股亨通铜箔，专利储备已开启。亨通股份聚焦铜箔领域差异化研发策略，紧密追踪行业技术趋势及下游需求开展创新布局。公司已经完成对亨通精密铜箔科技（德阳）49%股权的收购，实现 100%控股，进一步强化产业链协同。

铜箔量产技术水平处于行业前列，自主研发更高附加值铜箔产品。产能建设上，5 万吨/年电解铜箔项目一期已于 2023 年投产，目前具备 6 μm 及 4.5 μm 极薄铜箔量产能力，掌握 3.5 μm 铜箔制备技术，正在开展下游客户验证。通过自主研发，公司突破高温延伸铜箔（HTE）、低轮廓铜箔（LP）等高附加值产品技术，并完成市场认证，形成覆盖动力电池、储能等场景的高端产品矩阵。同时，公司持续推进 RTF-II 型、高频超低轮廓(HVLP)等高端产品的研发与应用。公司将加速技术转化效率，强化公司在超薄化、高性能铜箔领域的竞争优势。

图表 16 亨通股份铜箔产品体系



资料来源：公司官网，华安证券研究所

研发布局复合集流体工艺及装备。亨通股份全资子公司铜铝箔新材料研究院聚焦金属箔材及复合集流体技术攻关，联合清华大学、苏州大学等高校建立产学研协同平台，整合高校人才及检测资源加速技术转化与产品孵化。通过构建“基础研究-中试验证-产业化”创新链条，公司已形成覆盖复合集流体工艺、装备等环节的核心专利矩阵，截至 2024 末，亨通铜箔、铜铝箔新材料研究院累计申请专利 59 项（授权 24 项），构筑起差异化技术壁垒。当前研究院正推进复合集流体量产工艺验证，重点突破磁控溅射-电镀一体化设备效率优化等产业化瓶颈。依托母公司铜箔业务的技术协同（ $6\mu\text{m}/4.5\mu\text{m}$ 量产能力）与客户资源，其研发成果可及时导入动力电池、新型储能等应用场景，完善亨通在锂电材料领域的全产业链布局。

3 盈利预测、估值及投资评级

3.1 关键假设与业绩预测

收入假设：兽药以及电及蒸汽公司为传统业务。其中兽药业务 24 年收入达 2.92 亿元，参考往年收入增速，25 至 27 年，我们给予兽药业务收入 2% 的增长。电及蒸汽业务 24 年公司收入达 3.04 亿元，行业小幅增长，我们给予 5% 增速。电解铜箔是公司新兴业务，2024 年公司业务收入为 6.83 亿元，随着产能提升，未来几年我们给予公司收入增速或超 30%。

毛利率假设：兽药为公司传统业务，我们认为随着规模化生产摊薄成本、高端产品结构优化（公司重点布局小品种氨基酸（如 L-精氨酸、L-异亮氨酸），这类产品技术壁垒高、市场竞争较小），我们预期未来毛利率水平维持在 30% 左右。电及蒸汽为公司传统业务，参考过往毛利率水平，我们给予 25-27 年毛利率水平 30% 左右。电解铜箔是公司新兴业务，随着产能提升，我们预计毛利率水平将缓慢抬升，分别给予 25-27 年毛利率水平为 6%、8%、10%。

图表 17 公司业务拆分

		单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
兽药产品	收入	亿元	2.71	2.92	2.98	3.04	3.10
	成本	亿元	2.04	2.13	2.08	2.13	2.17
	毛利	亿元	0.67	0.79	0.89	0.91	0.93
电及蒸汽	收入	亿元	3.01	3.04	3.19	3.35	3.52
	成本	亿元	2.33	2.04	2.23	2.35	2.46
	毛利	亿元	0.68	1	1	1	1
电解铜箔	收入	亿元	0.43	6.83	9.22	12.45	16.80
	成本	亿元	0.46	7.19	8.67	11.45	15.12
	毛利	亿元	-0.03	-0.36	0.55	1.00	1.68

资料来源：华安证券研究所

3.2 估值与投资评级

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.68/3.35/4.21 亿元，对应 PE 分别为 32/25/20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1) 产能建设不及预期：若公司未来电解铜箔项目建设进度延迟，可能影响公司电解铜箔业务的产能释放及业绩表现。
- 2) 电解铜箔行业竞争加剧：随着国内电解铜箔产能持续扩张，行业竞争可能进一步加剧，或对公司该业务的盈利能力带来下行压力。
- 3) 下游市场需求不及预期：公司铜箔产品主要应用于人工智能（AI）、新能源汽车等领域。若相关领域终端需求不及预期，可能影响公司相关业务的收入增长。新建产能不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E			
流动资产	1502	2042	2577	3337			
现金	635	1241	1704	2370			
应收账款	199	318	360	411			
其他应收款	7	10	11	11			
预付账款	17	1	1	1			
存货	263	204	246	300			
其他流动资产	382	268	256	245			
非流动资产	2993	3007	2996	2949			
长期投资	1582	1572	1552	1502			
固定资产	856	871	881	885			
无形资产	29	29	29	29			
其他非流动资产	526	535	534	533			
资产总计	4496	5049	5572	6286			
流动负债	601	859	1021	1287			
短期借款	0	100	150	200			
应付账款	256	368	451	559			
其他流动负债	345	391	419	528			
非流动负债	479	491	503	515			
长期借款	317	327	337	347			
其他非流动负债	162	164	166	168			
负债合计	1081	1351	1524	1802			
少数股东权益	0	0	0	0			
股本	3059	3059	3059	3059			
资本公积	131	131	131	131			
留存收益	225	508	858	1294			
归属母公司股东权	3415	3698	4048	4484			
负债和股东权益	4496	5049	5572	6286			

现金流量表				单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E			
经营活动现金流	-31	391	139	218			
净利润	189	268	335	421			
折旧摊销	106	93	98	103			
财务费用	15	17	19	21			
投资损失	-214	-160	-314	-439			
营运资金变动	-157	224	40	121			
其他经营现金流	377	-7	256	289			
投资活动现金流	-94	104	267	392			
资本支出	-100	-95	-96	-95			
长期投资	-159	50	60	60			
其他投资现金流	165	148	302	427			
筹资活动现金流	38	95	43	41			
短期借款	0	100	50	50			
长期借款	10	10	10	10			
普通股增加	-56	0	0	0			
资本公积增加	-178	0	0	0			
其他筹资现金流	262	-15	-17	-19			
现金净增加额	-86	605	464	666			

利润表				单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E			
营业收入	1335	1604	1964	2439			
营业成本	1175	1343	1647	2041			
营业税金及附加	12	16	20	24			
销售费用	22	32	39	49			
管理费用	77	80	118	171			
财务费用	8	9	6	4			
资产减值损失	-13	10	0	-30			
公允价值变动收益	-21	0	0	0			
投资净收益	214	160	314	439			
营业利润	197	325	411	517			
营业外收入	13	10	10	10			
营业外支出	2	0	2	2			
利润总额	208	335	419	526			
所得税	42	67	84	105			
净利润	166	268	335	421			
少数股东损益	-24	0	0	0			
归属母公司净利润	189	268	335	421			
EBITDA	121	162	160	160			
EPS（元）	0.06	0.09	0.11	0.14			

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	106.0%	20.2%	22.4%	24.2%
营业利润	12.4%	65.1%	26.4%	26.0%
归属于母公司净利	14.3%	41.4%	25.1%	25.5%
获利能力				
毛利率（%）	12.0%	16.3%	16.2%	16.3%
净利率（%）	14.2%	16.7%	17.1%	17.3%
ROE（%）	5.5%	7.2%	8.3%	9.4%
ROIC（%）	0.3%	1.3%	1.0%	0.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	24.0%	26.8%	27.3%	28.7%
净负债比率（%）	31.6%	36.5%	37.6%	40.2%
流动比率	2.50	2.38	2.52	2.59
速动比率	2.03	2.13	2.26	2.34
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.32	0.35	0.39
应收账款周转率	6.71	5.05	5.46	5.94
应付账款周转率	4.58	3.65	3.65	3.65
每股指标（元）				
每股收益	0.06	0.09	0.11	0.14
每股经营现金流	-0.01	0.13	0.05	0.07
每股净资产	1.12	1.21	1.32	1.47
估值比率				
P/E	42.50	31.74	25.37	20.22
P/B	2.28	2.30	2.10	1.90
EV/EBITDA	63.82	48.74	46.79	43.14

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

许勇其：华安证券金属新材料行业首席分析师。毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，2020 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。