

# 破局高端铜箔，擘画成长新篇章

德福科技(301511.SZ)

## 核心观点

公司是铜箔行业头部厂商，锂电铜箔方面，当前行业已度过最底部时刻，2025年起快充需求提升以及断带率瓶颈解决带动明显的薄化趋势，公司4.5-5 $\mu\text{m}$ 锂电铜箔销量占比快速提升。电子电路铜箔方面，新兴领域需求爆发叠加国产替代，进入量利双增阶段，目前公司RTF-3和HVL1-2已实现批量供货，其中HVL1-2主要应用于英伟达项目及400G/800G光模块领域，HVL3已经在日系覆铜板认证通过，3 $\mu\text{m}$ 超薄载体铜箔已通过国内存储芯片龙头验证。公司在高端铜箔领域持续推进，包括产品研发、客户导入以及收购等，打造新的增长曲线。

## 摘要

公司是铜箔行业头部厂商。

锂电铜箔方面，当前行业已度过最底部时刻，进入产品结构优化阶段。2020-2022年终端受益于全球新能源汽车需求爆发，公司营收连年翻倍；2023年起受锂电铜箔环节产能过剩影响，行业竞争加剧、加工费持续下行，2024年起全行业进入亏损状态，产能扩张停滞；2025年起随着快充需求提升以及断带率瓶颈解决，锂电铜箔展现出明显的薄化趋势，公司4.5-5 $\mu\text{m}$ 锂电铜箔销量占比快速提升。

电子电路铜箔方面，新兴领域需求爆发叠加国产替代，进入量利双增阶段。2018-2021年PCB铜箔随终端需求稳步增长，2022年受供给端产能过剩和需求端消费电子疲软的双重制约，叠加高端箔（RTF、HVL1）尚在试生产阶段无法贡献体量，公司电子电路铜箔的量利均出现较大幅度下滑。2024年随着AI数据中心需求爆发，终端对高端铜箔需求高增。

高端铜箔进入放量周期，收购有望贡献高弹性。

2024年公司高端电子电路铜箔实现突破的元年：

- **RTF铜箔方面**，公司RTF-3通过部分CCL厂商认证，并实现批量供货，适配高速服务器、Mini LED封装及AI加速卡需求，RTF-4进入客户认证阶段；
- **HVL1铜箔方面**，公司HVL1-2已经小批量供货，主要应用于英伟达项目及400G/800G光模块领域；HVL3已经在日系覆铜板认证通过，主要用于国内算力板项目，预计2025年放量；HVL4、HVL5正在分别与客户进行试验板测试和特性分析测试中。
- **载体铜箔方面**，公司自主研发的3 $\mu\text{m}$ 超薄载体铜箔（C-IC1）通过国内存储芯片龙头验证，打破日本三井多年以来的垄断。

首次评级

买入

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC编号:S1440522110001

SFC编号:BVU271

发布日期：2025年07月03日

当前股价：21.38元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
12月最高/最低价(元)	37.58/34.29	54.03/50.38	44.85/28.33
总股本(万股)			63,032.20
流通A股(万股)			37,454.56
总市值(亿元)			134.76
流通市值(亿元)			80.08
近3月日均成交量(万)			1955.88
主要股东			
马科			30.55%

股价表现



相关研究报告

2025年6月27日，公司发布公告与Volta Energy Solutions S.à.r.l. 签署《谅解备忘录》，双方就德福科技或其全资控股主体收购Circuit Foil Luxembourg S.a.r.l. 100%股权交易达成初步意向。标的公司卢森堡铜箔是全球自主掌握高端IT铜箔核心技术与量产能力的唯一非日系龙头厂商，市场份额领先。

受益于AI服务器需求爆发，以及全球5G基站加速建设，高端电子电路铜箔需求快速增长，预计2025、2030年服务器和基站建设带动全球高端电子电路铜箔需求10、19.4万吨，其中RTF铜箔8.6、9.4万吨，HVLP铜箔1.4、9.9万吨，合计对应市场空间41、133亿元。载体铜箔方面，预计全球载体铜箔市场空间50亿元左右。此前高端电子电路铜箔市场多由日本企业垄断，公司有望顺应AI服务器的热潮，实现国产替代，打造新的增长曲线。

**盈利预测：**预计2025-2027年公司归母净利润1.0、3.1、7.5亿元，对应PE为145、46、19倍。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,531.32	7,805.45	9,613.59	11,606.17	13,868.54
YoY(%)	2.36	19.51	23.17	20.73	19.49
净利润(百万元)	132.63	-245.11	98.91	313.05	747.97
YoY(%)	-73.65	-284.80	140.35	216.50	138.93
毛利率(%)	7.56	2.14	7.31	8.98	12.12
净利率(%)	2.03	-3.14	1.03	2.70	5.39
ROE(%)	3.11	-6.14	2.42	7.15	14.70
EPS(摊薄/元)	0.21	-0.39	0.16	0.50	1.19
P/E(倍)	108.16	-58.53	145.04	45.83	19.18
P/B(倍)	3.37	3.59	3.51	3.28	2.82

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 目录

公司是铜箔行业头部厂商，主要产品包括锂电铜箔和电子电路铜箔 .....	1
高端铜箔进入放量周期，收购有望贡献高弹性 .....	3
盈利预测 .....	5
风险分析 .....	6
报表预测 .....	7

## 公司是铜箔行业头部厂商，主要产品包括锂电铜箔和电子电路铜箔

**锂电铜箔方面**，公司目前能够生产包括 4.5-10  $\mu\text{m}$  产品，主要用于锂离子电池负极材料集流体，终端应用领域包括动力电池、储能电池、消费电池等。2020-2022 年终端受益于全球新能源汽车需求爆发，公司营收连年翻倍；2023 年起受锂电铜箔环节产能过剩影响，行业竞争加剧、加工费持续下行，2024 年起全行业进入亏损状态，产能扩张停滞；2025 年起随着快充需求提升以及断带率瓶颈解决，锂电铜箔展现出明显的薄化趋势，公司 4.5-5  $\mu\text{m}$  锂电铜箔销量占比快速提升。客户方面，公司已与宁德时代、ATL、国轩高科、欣旺达、BYD、中创新航以及赣锋锂电等下游头部锂电池厂商建立了稳定的合作关系，并积极布局 LG 新能源、德国大众 Power Co 等海外战略客户。

**电子电路铜箔方面**，公司目前能够生产 HTE、RTF、HVLP 铜箔，主要用于覆铜板、印制电路板制造，终端应用领域包括消费电子、通讯设备、汽车电子等。2018-2021 年 PCB 铜箔随终端需求稳步增长，2022 年受供给端产能过剩和需求端消费电子疲软的双重制约，叠加高端箔（RTF、HVLP）尚在试生产阶段无法贡献体量，公司电子电路铜箔的量利均出现较大幅度下滑。2024 年随着 AI 数据中心需求爆发，终端对高端铜箔需求高增。目前公司开发的 RTF、HVLP 铜箔可用于 5G 通讯、AI 加速卡等场景，2025 年起有望成为公司新的增长曲线。

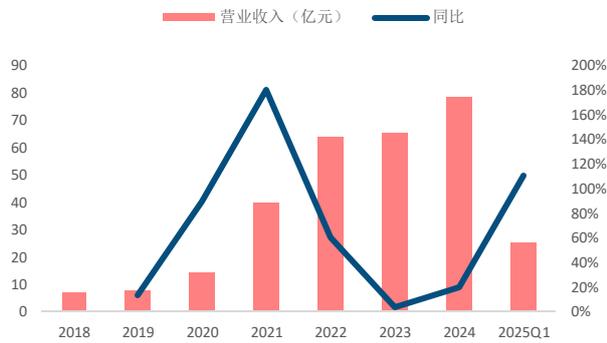
图 1: 电解铜箔主要分为锂电铜箔和电子电路铜箔



数据来源：公司公告，中信建投证券

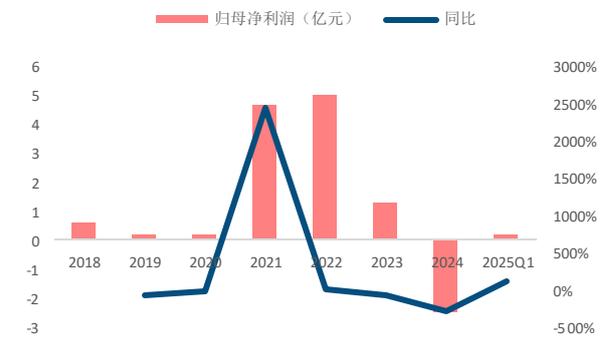
2024 年公司实现铜箔销量 9.5 万吨，同比+34%，其中锂电铜箔 7.5 万吨，电子电路箔 2.5 万吨；实现营收 78.05 亿元，同比+20%，归母净利润-2.45 亿元，同比-285%。2025Q1 公司实现营收 25.01 亿元，同比+110%，归母净利润 0.18 亿元，同比+119%，受益于锂电铜箔加工费降至底部后部分客户小幅涨价、4.5-5  $\mu\text{m}$  产品占比提升，以及电子电路铜箔中高端铜箔占比快速提升，2025Q1 公司营收及归母净利润进入同比上升的通道，毛利率 6.47%，同比+9.57pct，环比+3.21pct，均明显改善。

图 2: 2025Q1 公司营收加速增长



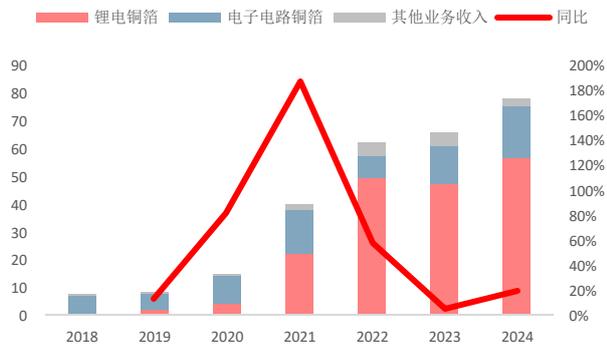
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 3: 2025Q1 公司归母净利润增速迎来拐点



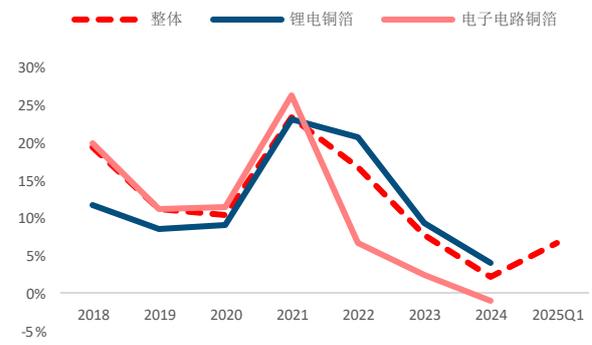
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 4: 2024 年公司锂电/电子电路铜箔营收占比 72%/23% (单位: 亿元)



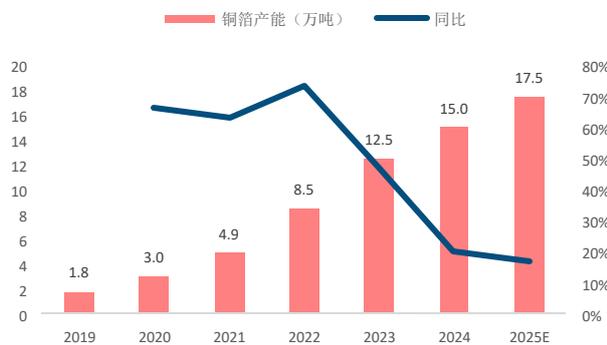
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 5: 2025Q1 毛利率迎来拐点



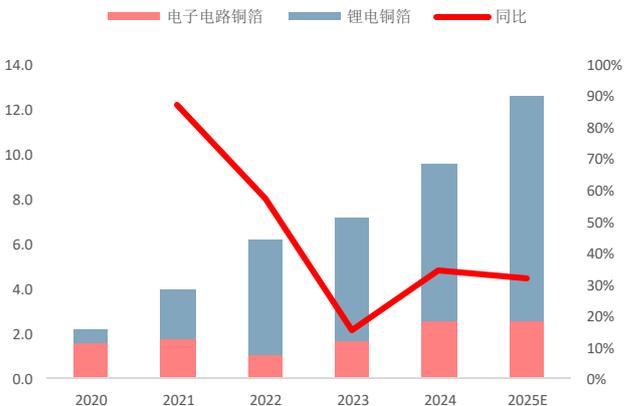
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 6: 预计 2025 年公司铜箔产能 17.5 万吨, 位于行业首位



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 7: 2024 年公司铜箔销量 9.5 万吨, 预计今年 12.5 万吨 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

## 高端铜箔进入放量周期，收购有望贡献高弹性

电子电路铜箔是覆铜板、印制电路板的重要原材料，通常一面粗糙一面光亮，粗糙面与基材相结合、光面用于印刷电路，主要起到信号与电力传输作用，下游产品印制电路板广泛应用于消费电子、汽车电子、通讯雷达、数字服务器、AI 等电子行业。

公司在电子电路铜箔领域持续研发投入，逐步实现高端产品的量产及批量供应。2019、2020 年公司分别实现中高 Tg-HTE 铜箔和 HDI 铜箔量产，2021 年中高 Tg-HTE 系列铜箔已成为公司主流产品；2022 年公司成功开发 Mini-LED 用特种 HTE 铜箔，以及高速电路用 RTF 反转处理铜箔；2023 年公司实现 RTF 铜箔和 HVLP 铜箔的开发及量产。2024 年是公司高端电子电路铜箔实现突破的元年：

- **RTF 铜箔方面**，公司 RTF-3（反转处理铜箔）通过部分 CCL 厂商认证，并实现批量供货，适配高速服务器、Mini LED 封装及 AI 加速卡需求，RTF-4 进入客户认证阶段；
- **HVLP 铜箔方面**，公司 HVLP1-2 已经小批量供货，主要应用于英伟达项目及 400G/800G 光模块领域；HVLP3 已经在日系覆铜板认证通过，主要用于国内算力板项目，预计 2025 年放量；HVLP4、HVLP5 正在分别与客户进行试验板测试和特性分析测试中。
- **载体铜箔方面**，公司自主研发的 3 μm 超薄载体铜箔（C-IC1）通过国内存储芯片龙头验证，打破日本三井多年以来的垄断；SLP 类载板用薄型铜箔，厚度(9-12 微米)，适配 BT/类 BT 体系板材，可实现 40/40 微米线宽线距。

**图 8: RTF 铜箔产品型号及应用**

型号	适用基材	下游应用
RHS1	Mid loss/FR-4/PPO	高速
RHS2	Low/Mid loss/FR-4/PPO	高速
RHS2G	Very/Low/Mid loss PPO	亚克力系高速
RHS3	Ultra/Very Low Loss PPO	低损高速板
RHS4	Extreme/Ultra low loss PPO	超低损高速板
RHS4C	Extreme/Ultra low loss PPO	亚克力系高速
RHS5	Extreme/Ultra low loss PPO	极低损高速板
RHF1	PTFE/PCH	高频
RHF2	PTFE/PCH	高频

数据来源：公司公告，中信建投证券

**图 9: VLP/HVLP 铜箔产品型号及应用**

型号	适用基材	下游应用
VHS1	Low/Mid loss/PPO	高速
VHS2	Very/low loss PPO	低损高速板
VHS3	Ultra/Very low loss PPO	超低损高速板
VHS4	Extreme/Ultra low loss PPO	极低损高速板
VHF1	PTFE/PCH	高频
VHF2	PTFE/PCH	高频
VHF3	PTFE/PCH	高频

数据来源：公司公告，中信建投证券

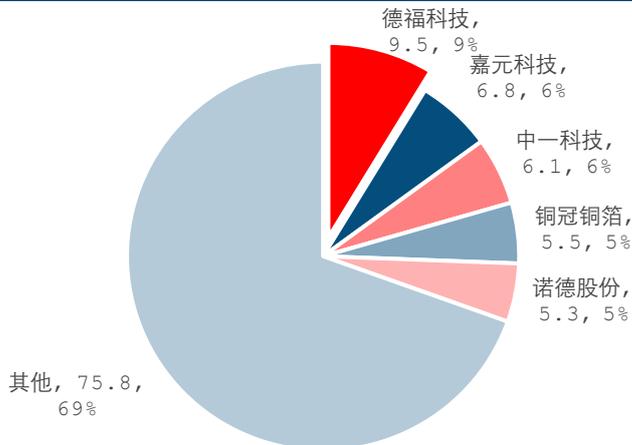
**客户方面**，公司与生益科技、台光电子、松下电子、联茂电子、华正新材、鼎鑫电子、深南电路、胜宏科技等知名厂商建立稳定合作关系，2024 年公司高端电子电路铜箔出货占比从 0.25% 提升至 10.86%，同比 +10.61pct。

2025 年 6 月 27 日，公司发布公告与 Volta Energy Solutions S.à.r.l. 签署了《谅解备忘录》，双方就德福科技或其全资控股主体收购 Circuit Foil Luxembourg S.a.r.l. 100% 股权交易达成初步意向。 标的公司卢森堡铜箔是全球高端 IT 铜箔龙头企业之一，也是全球自主掌握高端 IT 铜箔核心技术与量产能力的唯一非日系龙头厂商，市场份额领先。核心产品包括 HVLP（极低轮廓铜箔）和 DTH（载体铜箔），终端应用包括 AI 服务器等数据中心、5G 基站、移动终端等。2024 年卢森堡铜箔 HVLP（极低轮廓铜箔）和 DTH（载体铜箔）产品的收入占

比合计约 53%，与全球头部覆铜板和 PCB 企业保持长期稳固合作关系，HVLP3 和 DTH 产品已量产应用于国际顶尖厂商产品。目前其铜箔产能 1.68 万吨/年，生产基地位于欧洲卢森堡。若公司能够成功收购卢森堡铜箔，则标志着公司在高端电子电路铜箔技术和客户上的又一重大突破。

竞争格局方面，电解铜箔领域竞争格局相对分散，但公司的产能及销量一直处于行业头部。2024 年国内电解铜箔销量 109 万吨左右，其中锂电铜箔销量约 65 万吨，国内标箔销量约 44 万吨，公司销量 9.5 万吨，市占率 8.7%；同行业公司中，嘉元科技 6.8 万吨、中一科技 6.1 万吨、铜冠铜箔 5.5 万吨、诺德股份 5.3 万吨，市占率分别 6.2%、5.6%、5.0%、4.8%。

图 10: 公司铜箔销量位于行业前列



数据来源：公司公告，中信建投证券

高端电子电路铜箔方面，受益于 AI 服务器需求爆发，以及全球 5G 基站加速建设，高端电子电路铜箔需求快速增长，预计 2025、2030 年服务器和基站建设带动全球高端电子电路铜箔需求 10、19.4 万吨，其中 RTF 铜箔 8.6、9.4 万吨，HVLP 铜箔 1.4、9.9 万吨，合计对应市场空间 41、133 亿元。

载体铜箔方面，预计全球载体铜箔市场空间 50 亿元左右。

此前高端电子电路铜箔市场多由日本企业垄断，公司有望顺应 AI 服务器的热潮，实现国产替代，打造新的增长曲线。

**图 11: 2025/2030 年全球服务器及 5G 通信基站带动高端铜箔需求 10/19.4 万吨**

项目	单位	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>1、服务器</b>							
AI服务器数量	万台	250	413	619	835	1044	1201
单机HVLP铜箔用量	kg/台	3.0	3.6	4.3	4.8	5.2	5.5
HVLP铜箔需求(3-4)	万吨	0.8	1.5	2.7	4.0	5.5	6.6
传统服务器数量	万台	1250	1225	1201	1140	1083	1029
单机高端铜箔用量	kg/台						
—HVLP铜箔(1-2)	kg/台	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
—RTF铜箔(3-4)	kg/台	4.0	4.2	4.4	4.6	4.9	5.1
HVLP铜箔需求(1-2)	万吨	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
RTF铜箔需求(3-4)	万吨	5.0	5.1	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>2、5G通信基站</b>							
基站数量	万个	725	838	945	1067	1183	1307
—5G基站	万个	720	828	927	1039	1143	1257
—6G基站	万个	5	10	18	29	40	50
单机用量(宏基站)	kg/个						
—5G基站	kg/个	5	5	5	5	5	5
—6G基站	kg/个	13	13	13	13	13	13
5G基站HVLP渗透率	%		3%	10%	20%	30%	35%
6G基站HVLP渗透率	%	60%	65%	70%	75%	80%	85%
高频高速铜箔需求	万吨	3.7	4.3	4.9	5.6	6.2	6.9
—HVLP铜箔(1-2)	万吨	0.04	0.2	0.6	1.3	2.1	2.8
—RTF铜箔(3-4)	万吨	3.6	4.1	4.2	4.2	4.1	4.2
<b>小计</b>							
高频高速铜箔需求	万吨	10.0	11.5	13.4	15.4	17.6	19.4
—HVLP铜箔(1-2)	万吨	0.6	0.8	1.2	1.9	2.7	3.3
—HVLP铜箔(3-4)	万吨	0.8	1.5	2.7	4.0	5.5	6.6
—RTF铜箔(3-4)	万吨	8.6	9.2	9.5	9.5	9.4	9.4
<b>加工费</b>							
—HVLP铜箔(1-2)	万元/吨	6.0	5.9	5.8	5.6	5.5	5.4
—HVLP铜箔(3-4)	万元/吨	15.0	14.7	14.4	14.1	13.8	13.6
—RTF铜箔(3-4)	万元/吨	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8	2.7
<b>市场空间</b>							
—HVLP铜箔(1-2)	亿元	4	5	7	11	15	18
—HVLP铜箔(3-4)	亿元	11	22	39	56	76	89
—RTF铜箔(3-4)	亿元	26	27	27	27	26	26

数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券

## 盈利预测

**盈利预测:** 预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.0、3.1、7.5 亿元, 对应 PE 为 145、46、19 倍。

## 风险分析

1) 下游新能源汽车产销不及预期：销量端可能受到需求疲软影响而不及预期；产量端可能受到上游原材料价格大幅波动、限电等影响不及预期，进而影响公司相关业务出货量及盈利能力。

2) 原材料价格上涨超预期：2021年以来原材料价格阶段性出现大幅波动，价格高位及不稳定性对于终端需求有一定影响，与此同时对于公司短期业绩有扰动。

3) 公司重点项目推进不及预期：公司作为新能源赛道参与者，重点项目的推进是支撑营收和利润的关键，也是公司成长性的反映，重点项目推进不及预期将影响当期和远期业绩。

4) 公司收购进展不及预期。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>8,051.29</b>	<b>8,352.21</b>	<b>9,355.24</b>	<b>11,356.65</b>	<b>13,422.07</b>
现金	3,538.57	2,832.33	2,884.08	3,481.85	4,160.56
应收票据及应收账款合计	2,550.28	3,619.10	3,991.28	4,958.36	5,953.44
其他应收款	9.55	2.35	7.39	8.46	9.30
预付账款	8.02	46.09	35.33	46.54	58.44
存货	1,739.95	1,538.21	2,074.97	2,446.35	2,766.35
其他流动资产	204.92	314.14	362.19	415.08	473.97
<b>非流动资产</b>	<b>6,022.42</b>	<b>6,527.48</b>	<b>6,319.14</b>	<b>6,023.94</b>	<b>5,634.86</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,292.28	5,598.71	5,099.89	4,889.21	4,583.83
无形资产	319.19	360.67	300.56	240.45	180.34
其他非流动资产	1,410.95	854.88	918.69	894.28	870.69
<b>资产总计</b>	<b>14,073.70</b>	<b>14,879.70</b>	<b>15,674.38</b>	<b>17,380.59</b>	<b>19,056.93</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,555.29</b>	<b>8,718.95</b>	<b>9,606.01</b>	<b>11,158.68</b>	<b>12,163.64</b>
短期借款	3,696.84	4,464.52	4,200.12	4,868.30	4,940.65
应付票据及应付账款合计	1,759.68	1,935.07	2,612.62	2,953.73	3,409.71
其他流动负债	2,098.76	2,319.37	2,793.27	3,336.65	3,813.27
<b>非流动负债</b>	<b>1,580.17</b>	<b>1,585.41</b>	<b>1,375.55</b>	<b>1,157.26</b>	<b>932.47</b>
长期借款	1,186.23	854.88	645.03	426.74	201.95
其他非流动负债	393.93	730.53	730.53	730.53	730.53
<b>负债合计</b>	<b>9,135.46</b>	<b>10,304.36</b>	<b>10,981.57</b>	<b>12,315.94</b>	<b>13,096.11</b>
少数股东权益	676.22	584.29	609.01	687.28	874.27
股本	0.00	630.32	630.32	630.32	630.32
资本公积	2,664.31	2,484.22	2,484.22	2,484.22	2,484.22
留存收益	1,597.71	876.50	969.26	1,262.83	1,972.01
归属母公司股东权益	4,262.03	3,991.05	4,083.80	4,377.37	5,086.55
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,073.70</b>	<b>14,879.70</b>	<b>15,674.38</b>	<b>17,380.59</b>	<b>19,056.93</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-476.65</b>	<b>-549.89</b>	<b>1,558.31</b>	<b>1,240.74</b>	<b>1,997.49</b>
净利润	113.11	-336.81	123.64	391.31	934.96
折旧摊销	257.91	339.10	1,008.34	1,145.20	1,289.08
财务费用	192.97	207.07	214.82	212.09	215.22
投资损失	-0.75	6.80	2.63	3.45	3.73
营运资金变动	-1,059.67	-818.13	200.18	-519.15	-454.10
其他经营现金流	19.78	52.07	8.70	7.83	8.59
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,479.38</b>	<b>-908.18</b>	<b>-811.33</b>	<b>-861.28</b>	<b>-912.33</b>
资本支出	1,293.72	413.23	800.00	850.00	900.00
长期投资	-25.00	-80.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,748.10	-1,241.41	-1,611.33	-1,711.28	-1,812.33
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,978.66</b>	<b>683.24</b>	<b>-695.23</b>	<b>218.32</b>	<b>-406.44</b>
短期借款	1,954.54	767.67	-264.39	668.18	72.35
长期借款	27.08	-331.35	-209.86	-218.29	-224.79
其他筹资现金流	997.04	246.92	-220.98	-231.57	-254.01
<b>现金净增加额</b>	<b>1,022.56</b>	<b>-774.66</b>	<b>51.75</b>	<b>597.77</b>	<b>678.71</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>6,531.32</b>	<b>7,805.45</b>	<b>9,613.59</b>	<b>11,606.17</b>	<b>13,868.54</b>
营业成本	6,037.37	7,638.46	8,910.93	10,563.44	12,187.92
营业税金及附加	29.59	30.97	38.45	46.42	55.47
销售费用	21.11	27.75	32.69	37.14	38.83
管理费用	104.90	127.22	153.82	179.90	208.03
研发费用	140.33	183.07	221.11	255.34	291.24
财务费用	192.97	207.07	214.82	212.09	215.22
资产减值损失	-6.84	-6.42	-6.50	-7.00	-7.50
信用减值损失	-22.84	0.49	-8.51	-7.90	-6.70
其他收益	150.86	100.48	110.53	121.58	133.74
公允价值变动收益	0.18	-30.72	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.75	-6.80	-2.63	-3.45	-3.73
资产处置收益	-1.32	-0.29	-3.53	-2.08	-2.27
<b>营业利润</b>	<b>125.84</b>	<b>-352.34</b>	<b>131.14</b>	<b>413.00</b>	<b>985.37</b>
营业外收入	1.19	0.92	1.01	1.11	1.22
营业外支出	1.37	1.82	2.00	2.20	2.42
<b>利润总额</b>	<b>125.66</b>	<b>-353.24</b>	<b>130.15</b>	<b>411.91</b>	<b>984.17</b>
所得税	12.55	-16.44	6.51	20.60	49.21
<b>净利润</b>	<b>113.11</b>	<b>-336.81</b>	<b>123.64</b>	<b>391.31</b>	<b>934.96</b>
少数股东损益	-19.52	-91.69	24.73	78.26	186.99
<b>归属母公司净利润</b>	<b>132.63</b>	<b>-245.11</b>	<b>98.91</b>	<b>313.05</b>	<b>747.97</b>
EBITDA	576.54	192.93	1,353.31	1,769.20	2,488.47
EPS (元)	0.21	-0.39	0.16	0.50	1.19

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.36	19.51	23.17	20.73	19.49
营业利润(%)	-82.44	-379.98	137.22	214.94	138.59
归属于母公司净利润(%)	-73.65	-284.80	140.35	216.50	138.93
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	7.56	2.14	7.31	8.98	12.12
净利率(%)	2.03	-3.14	1.03	2.70	5.39
ROE(%)	3.11	-6.14	2.42	7.15	14.70
ROIC(%)	4.82	-1.31	3.58	6.32	11.15
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.91	69.25	70.06	70.86	68.72
净负债比率(%)	27.23	54.36	41.79	35.80	16.47
流动比率	1.07	0.96	0.97	1.02	1.10
速动比率	0.81	0.75	0.73	0.77	0.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.52	0.61	0.67	0.73
应收账款周转率	3.28	3.08	3.37	3.25	3.26
应付账款周转率	5.51	8.07	5.83	6.35	6.39
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.21	-0.39	0.16	0.50	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	-0.87	2.47	1.97	3.17
每股净资产(最新摊薄)	6.76	6.33	6.48	6.94	8.07
<b>估值比率</b>					
P/E	108.16	-58.53	145.04	45.83	19.18
P/B	3.37	3.59	3.51	3.28	2.82
EV/EBITDA	24.95	68.50	14.55	11.43	8.14

## 分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车研究经验，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：(8610) 56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk