

德福科技（301511）

锂电+PCB 铜箔百舸争流，高端突围奋楫者先

报告摘要

◆ 电子电路铜箔+锂电铜箔合力，跻身内资铜箔第一梯队。

公司诞生于 1985 年，前身为九江电子材料厂，深耕电解铜箔行业 40 载。2018 年，公司把握新能源行业风口，切入锂电铜箔领域，2019-2022 年，公司收入连续倍增，形成了锂电铜箔+电子电路铜箔双轮驱动的业务布局，当前两块业务收入占比别为 72%、23%。2023 年，铜箔产能密集释放，行业内卷加剧，公司向高端化、新技术转型发力。锂电铜箔向“极薄化”升级，形成 3 μ m 至 10 μ m 全系列多种抗拉强度双面光锂电铜箔的量产能力；PCB 铜箔向“高频高速”迭代，持续推进高端 RTF/HVLP 铜箔、载体铜箔的验证与批量供货。公司目标 2025 年将锂电高附加值产品占比提升至 60%，电子电路高附加值产品占比提升至 20%。2025 年末产能达到 17.5 万吨/年，琥珀工厂 5 万吨高端铜箔产能陆续释放，公司产能规模稳居内资铜箔第一梯队。

业绩层面：2024 年，供给端产能过剩+需求端增速放缓，公司毛利率大幅下滑，电子电路铜箔毛利率降至-1.2%，锂电铜箔毛利率降至 3.8%，公司出现亏损。2025Q1 公司盈利显著改善，单季度收入 25.0 亿元，同比+110%，归母净利润 1820 万元，同比扭亏，主要系 25Q1 公司开工率较高，销量较同期翻倍，且高附加值产品占比提升，利润率大幅提升。

◆ 锂电铜箔基本盘底部企稳，积极布局硅基、固态体系新技术。

公司顺应行业发展趋势，积极研发布局“高强度、高延伸、极薄化，多元化”系列产品。其中面向传统锂电池的产品已逐渐完成从 6 μ m 向 5 μ m 过渡，实现电池能量密度的革新，保证主业基本盘的稳固。新技术方面，公司在轻薄化、新型负极适配集流体等方面持续突破：1) 公司已成为国内少数具备 3.5 μ m 超薄锂电铜箔量产能力的公司；2) 超高强度锂电铜箔、PCF 多孔铜箔、雾化铜箔、芯箔等产品开发为硅基负极、固态/半固态等新材料和新体系的导入提前布局，配合锂电打开人形机器人、电动船舶和 eVTOL 等应用领域，有望进一步强化盈利能力。

投资评级

买入
首次评级

2025 年 07 月 16 日

收盘价(元): 24.58

公司基本数据

总股本(百万股)	630.32
总市值(百万)	15,493.31
流通股本(百万股)	374.55
流通市值(百万)	9,206.33
12 月最高/最低价(元)	28.49/11.02
资产负债率(%)	73.54
每股净资产(元)	6.36
市盈率(TTM)	-117.23
市净率(PB)	3.86
净资产收益率(%)	0.45

股价走势图



作者

刘一楠	分析师
SAC 执业证书: S0640524100002	
邮箱: liuyn@avicsec.com	
曾帅	分析师
SAC 执业证书: S0640522050001	
邮箱: zengshuai@avicsec.com	
刘牧野	分析师
SAC 执业证书: S0640522040001	
邮箱: liumy@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

◆ 高端 PCB 铜箔渐行渐近，纵享 AI 算力时代红利。

AI 服务器迭代更新、800G/1.6T 交换机加速渗透，推动覆铜板向超高频极低损演进，M6+级 CCL 的需求快速增长，对应上游 RTF/HVLP 等高端铜箔的需求提升。电子电路铜箔是覆铜板、PCB 的重要原材料，约占 CCL 成本的 40%，并占 PCB 直接成本的 5%-10%。公司紧抓 AI PCB 时代机遇，发力高端 PCB 铜箔，2024 年已见初步成效，高端 PCB 铜箔出货占比提升至 11%，产品供应生益科技、深南电路、胜宏科技、台光、松下、联茂等内外资龙头公司。具体来看：

(1) RTF 方面：公司 RTF-3 通过部分 CCL 厂商认证，并实现批量供货，可用于 M7 级 PPO 板材，适配高速服务器、Mini LED 封装及 AI 加速卡需求。RTF-4 已进入客户认证阶段。

(2) HVLP 方面：HVLP1-2 已实现小批量供货，主要应用于英伟达项目及 400G/800G 光模块领域。HVLP3 在某日系覆铜板认证通过，主要用于国内算力板项目，2025 年有望放量。HVLP4 正在与客户进行试验板测试，HVLP5 处于特性分析测试。

(3) 载体铜箔方面：公司自主研发的 3 μ m 超薄载体铜箔(C-IC1)已通过国内存储芯片龙头验证，25 年 3 月起开始供货。可剥离超薄铜箔技术壁垒较高，长期被日本三井等外资垄断，公司成为国内首家国产替代的量产厂家。

此外，公司意向收购卢森堡 Circuit Foil 公司，该公司为全球高端 IT 铜箔龙头之一，当前产能 1.68 万吨/年。2024 年卢森堡铜箔的 HVLP+载体铜箔收入占比约 53%，HVLP3 和 DTH 量产供货头部 CCL 和 PCB 客户。若收购完成，公司有望加快技术资源整合，切入海外 AI PCB/CCL 供应链，跃升为国内 PCB 铜箔龙头。

◆ 投资建议：

公司是内资电解铜箔的排头兵，发力高端化，避免低端内卷，重塑企业竞争格局。锂电铜箔至暗时刻已过，高端 RTF/HVLP+载体铜箔受益于 AI 热潮，多款产品迭代推进顺利，今年或为放量元年。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入为 103.90、121.50、138.96 亿元，同比增长 33.1%、16.9%、14.4%；归母净利润为 1.12、3.34、6.11 亿元，同比增长 145.7%（扭亏）、198.0%、82.9%，对应当前（2025 年 7 月 16 日）收盘价的 PE 分别为 138/46/25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

卢森堡铜箔项目收购不及预期、原材料价格大幅波动导致收入波动的风险、下游新能源汽车/传统 PCB 需求不及预期、行业竞争加剧的风险。

◆ 分业务拆分：

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入	6,531.3	7,805.4	10,389.6	12,149.6	13,895.8
yoy	2.4%	19.5%	33.1%	16.9%	14.4%
毛利率	7.6%	2.1%	6.5%	8.2%	10.3%
电子电路铜箔	1,346.0	1,809.1	3,118.8	3,978.5	4,922.8
yoy	68.5%	34.4%	72.4%	27.6%	23.7%
毛利率	2.4%	-1.2%	5.8%	12.1%	18.4%
锂电铜箔	4,716.8	5,644.6	6,912.0	7,805.2	8,599.7
yoy	-3.7%	19.7%	22.5%	12.9%	10.2%
毛利率	9.3%	3.8%	7.0%	6.5%	6.0%
其他	468.4	351.7	358.8	365.9	373.2
yoy	-31.6%	-24.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	5.0%	-8.1%	2.0%	2.0%	2.0%

资料来源：ifind，中航证券研究所

◆ 盈利预测：

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6531.32	7805.45	10389.55	12149.57	13895.75
增长率（%）	2.36	19.51	33.11	16.94	14.37
归母净利润（百万元）	132.63	-245.11	111.99	333.79	610.65
增长率（%）	-73.65	-284.80	145.69	198.05	82.94
毛利率（%）	7.56	2.14	6.47	8.20	10.28
每股收益（元）	0.21	-0.39	0.18	0.53	0.97
市盈率 PE	116.81	-63.21	138.34	46.42	25.37
市净率 PB	3.64	3.88	3.78	3.54	3.20
净资产收益率 ROE（%）	3.11	-6.14	2.74	7.62	12.63

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（白万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3539	2832	3325	3888	4447	营业收入	6531	7805	10390	12150	13896
应收票据及账款	2550	3619	4127	4594	5063	营业成本	6037	7638	9717	11153	12467
预付账款	8	46	31	36	42	税金及附加	30	31	42	49	56
其他应收款	10	2	9	10	12	销售费用	21	28	31	35	39
存货	1740	1538	1864	2078	2220	管理费用	105	127	135	146	167
其他流动资产	205	314	320	380	437	研发费用	140	183	239	267	306
流动资产总计	8051	8352	9676	10986	12220	财务费用	193	207	167	157	139
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-6	-6	-8	-9
固定资产	4292	5599	5540	5594	5332	信用减值损失	-23	0	1	1	1
在建工程	972	292	375	146	73	其他经营损益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	319	361	377	428	417	投资收益	1	-7	-1	-2	-3
长期待摊费用	3	2	1	0	0	公允价值变动损益	0	-31	-10	-14	-18
其他非流动资产	436	275	375	337	332	资产处置收益	-1	-0	-1	-1	-1
非流动资产合计	6022	6527	6667	6505	6154	其他收益	151	100	106	119	109
资产总计	14074	14880	16343	17491	18375	营业利润	126	-352	147	438	801
短期借款	3697	4465	4407	4414	3995	营业外收入	1	1	1	1	1
应付票据及账款	1760	1935	2269	2604	2911	营业外支出	1	2	1	1	2
其他流动负债	2099	2319	2985	3424	3830	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	7555	8719	9661	10442	10736	利润总额	126	-353	147	438	801
长期借款	1186	855	793	675	524	所得税	13	-16	7	20	37
其他非流动负债	394	731	1183	1301	1431	净利润	113	-337	140	417	763
非流动负债合计	1580	1585	1976	1976	1955	少数股东损益	-20	-92	28	83	153
负债合计	9135	10304	11636	12418	12691	归属母公司净利润	133	-245	112	334	611
股本	450	630	630	630	630	EBITDA	577	193	832	1173	1551
资本公积	2664	2484	2484	2484	2484	NOPLAT	230	-131	310	582	915
留存收益	1147	877	980	1263	1721	EPS (元)	0.2	-0.4	0.2	0.5	1.0
归属母公司权益	4262	3991	4094	4378	4836	主要财务比率					
少数股东权益	676	584	612	696	848	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	4938	4575	4706	5074	5684	成长能力					
负债和股东权益合计	14074	14880	16343	17491	18375	营收增长率	2.4%	19.5%	33.1%	16.9%	14.4%
现金流量表						营业利润增长率	-82.4%	-380.0%	141.7%	198.0%	82.9%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT 增长率	-63.7%	-145.9%	314.4%	89.8%	58.0%
税后经营利润	113	-337	50	320	681	EBITDA 增长率	-44.8%	-66.5%	331.3%	41.0%	32.2%
折旧与摊销	258	339	519	578	611	归母净利润增长率	-73.7%	-284.8%	145.7%	198.0%	82.9%
财务费用	193	207	167	157	139	经营现金流增长率	-28.2%	-15.4%	272.9%	27.7%	30.7%
投资损失	-1	7	1	2	3	盈利能力					
营运资金变动	-1060	-818	109	41	48	毛利率	7.6%	2.1%	6.5%	8.2%	10.3%
其他经营现金流	20	52	105	116	105	净利率	1.7%	-4.3%	1.3%	3.4%	5.5%
经营性现金净流量	-477	-550	951	1215	1587	营业利润率	1.9%	-4.5%	1.4%	3.6%	5.8%
资本支出	1294	413	206	298	131	ROE	3.1%	-6.1%	2.7%	7.6%	12.6%
长期投资	-25	-80	0	0	0	ROA	0.9%	-1.6%	0.7%	1.9%	3.3%
其他投资现金流	-161	-415	116	-35	-36	ROIC	4.5%	-1.9%	4.0%	7.7%	12.3%
投资性现金净流量	-1479	-908	-90	-333	-167	估值倍数					
短期借款	1955	768	-58	8	-419	P/E	116.8	-63.2	138.3	46.4	25.4
长期借款	27	-331	-62	-118	-151	P/S	2.4	2.0	1.5	1.3	1.1
普通股增加	68	180	0	0	0	P/B	3.6	3.9	3.8	3.5	3.2
资本公积增加	1697	-180	0	0	0	股息率	0.2%	0.0%	0.1%	0.3%	1.0%
其他筹资现金流	-767	247	-249	-207	-292	EV/EBIT	41.0	-79.7	60.5	31.2	18.9
筹资性现金净流量	2979	683	-369	-318	-862	EV/EBITDA	22.7	60.4	22.8	15.8	11.4
现金流量净额	1023	-775	492	563	559	EV/NOPLAT	57.0	-89.0	61.2	31.9	19.4

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637