

从规模到盈利，铜加工龙头开启创新增长
——金田股份（601609）首次覆盖报告

有色金属

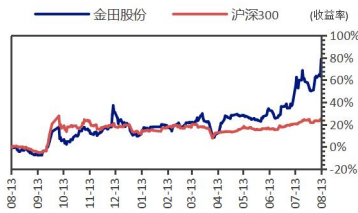
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 08 月 13 日
收盘价（元）9.41
一年内最高/最低（元）9.41/4.57
市净率1.7
股息率（分红/股价）1.14
流通 A 股市值（百万元）13,979
上证指数/深证成指3,683/11,551
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元）5.5
资产负债率%67.63
总股本/流通 A 股（百万）1,486/1,486
流通 B 股/H 股（百万）-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

投资要点：

- 公司是全球铜及铜合金材料品类最齐全、规模最大的生产企业，在铜加工产业已构建“冶炼-初级加工-深加工”全产业链布局。2024 年宁波、江苏、广东及越南等八大生产基地铜加工产能达到 220 万吨，铜产品产量 191.6 万吨，居行业第一。此外，公司也是国内技术领先、体系完善的稀土永磁材料企业之一。
- 高端铜产品需求的快速增长为公司带来新机遇，创新型铜加工龙头市占率有望提升。铜需求结构性增长的驱动因素来自于工业及消费领域的智能化、电动化趋势：AI 数据中心、新能源汽车、人形机器人、低空经济等领域催生了铜产品的新需求，促使其结构向高端化、高附加值方向转变。同时，我们判断：铜加工行业低价内卷竞争格局横整合趋势下，基于规模、技术、产品优势的创新型龙头企业，将在行业洗牌过程中直接受益。
- 依托“高端化、国际化、绿色化”三大优势，公司迅速抢占下游铜需求增量空间。公司高端铜基产品在新兴产业领域加速渗透，是苹果、汇川技术、吉利汽车、三星等众多知名品牌供应商。同时，公司是全球铜业内为数不多实现“一站式全闭环低碳再生材料”的解决方案商，可提供 100%再生铜原料铜材，已与多家国际一线品牌客户建立低碳材料合作关系。
- 新机遇下，公司未来盈利增长怎么看？我们认为，铜价变化对公司未来毛利影响趋弱，盈利弹性逐渐释放。1) 盈利能力核心影响因素——铜加工费率自 2022 年以来呈稳中向好趋势。根据我们测算，公司铜及铜合金（不包含铜线排）产品加工费率 2024 年已提升至 7.7%。2) 铜价变化的影响究竟如何传导？公司采用“原材料价格+加工费”定价模式，铜价主要从需求侧对加工费产生间接影响；公司正加速满足下游日益增长的高端铜基材料需求，高附加值产品的高溢价能力推动毛利水平结构性提升。3) 公司套期保值体系优势进一步降低铜价波动带来的风险，铜价对公司成本及毛利的影响实际上趋弱。
- 投资建议：公司铜加工高端产能有序释放，销量及盈利能力稳健提升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1346.8 亿元/1434.6 亿元/1535.9 亿元；归母净利润分别为 7.11 亿元/9.99 亿元/11.86 亿元，同比增长 53.92%/40.52%/18.65%；EPS 分别为 0.48 元、0.67 元、0.80 元，对应 PE 分别为 17.9 倍/12.7 倍/10.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：新能源下游需求或产能释放不及预期、铜价上涨风险、海外贸易政策变化风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	110,500	124,161	134,675	143,461	153,585
同比增长率（%）	9.2%	12.4%	8.5%	6.5%	7.1%
归母净利润（百万元）	527	462	711	999	1,186
同比增长（%）	25.3%	-12.3%	53.9%	40.5%	18.7%
每股收益（元/股）	0.35	0.31	0.48	0.67	0.80
毛利率（%）	2.3%	2.4%	2.7%	2.8%	2.9%
ROE（%）	6.4%	5.5%	7.6%	9.6%	10.3%
市盈率	24.0	27.5	17.9	12.7	10.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

目录

1. 金田股份：全球铜加工行业龙头	6
1.1 主营铜加工及稀土永磁材料生产	6
1.2 历史增长：主要来自规模扩张带来的铜加工费收入	8
1.3 公司盈利与铜价波动之间关系如何？	11
2. 新兴产业需求下，为何公司盈利能力升级？	14
2.1 新兴产业铜需求增长成亮点，铜加工业迎结构性机遇	14
2.2 龙头企业金田股份的市场份额有望提升	21
2.3 高端化、国际化、绿色化发展推动公司毛利水平	25
3. 盈利预测与估值分析	32
3.1 核心假设	32
3.2 盈利预测	34
3.3 估值分析与投资建议	35
4. 风险提示	38

图表目录

图表 1：公司全球化布局	6
图表 2：公司历史沿革与发展历程	7
图表 3：金田股份产品系列及下游应用领域	7
图表 4：公司子公司及对应业务（部分统计）	8
图表 5：金田股份铜加工产业体系	9
图表 6：2017-2024 年金田股份铜产品产量及 YoY	9
图表 7：2017-2024 年金田股份各产品营收（亿元）	9
图表 8：2021-2024 年公司铜产品加工费及销量	10
图表 9：2021-2024 年公司分产品加工费率	10
图表 10：2017-2024 年公司铜产品产能及产能利用率	10
图表 11：2020-2024 年公司稀土永磁产能及产能利用率	10
图表 12：2017-25Q1 公司总营收及 YoY	11
图表 13：2017-25Q1 公司归母净利润及 YoY	11
图表 14：2017-2024 年公司毛利率、净利率	12
图表 15：2019-2024 年公司期间费用率	12
图表 16：2017-2024 年金田股份毛利结构变化	12
图表 17：2021-2024 年金田股份产品单吨毛利额	13
图表 18：2017-2024 年公司铜材业务毛利率与原材料均价	13
图表 19：2020-2027E 公司营收及市占率	14
图表 20：2020-2027E 公司毛利率及归母净利润同比增速	14
图表 21：2020-2027E 中国各终端精炼铜需求量	15
图表 22：2024 年全球精炼铜消费结构占比（按地区）	15
图表 23：风力发电用铜示意图	15
图表 24：光伏发电用铜示意图	15
图表 25：铜基产品和稀土永磁产品在新能源车领域应用	16
图表 26：新能源单车铜用量估算	17
图表 27：2020-2027E 中国新能源车铜用量及 YoY	17
图表 28：中国新能源车铜用量测算	17
图表 29：数据中心用铜场景	18

图表 30 : 2023-2030E 全球数据中心铜需求测算	19
图表 31 : 人形机器人结构	20
图表 32 : 有刷空心杯电机结构示意图	20
图表 33 : 无框力矩电机结构示意图	20
图表 34 : 铜加工产业链	21
图表 35 : 2024 年铜产业环节平均毛利率	22
图表 36 : 2024 年全球铜矿石储量分布	22
图表 37 : 2015-2025E 中国精炼铜供给与需求	23
图表 38 : 2014-2024 年中国精炼铜产量、进口数量及对应 YoY	23
图表 39 : 2015-2024 年中国铜矿石及其精矿石进口依存度	23
图表 40 : 2024 年全球及中国主流铜及铜加工材产量	23
图表 41 : 2001-2024 年中国铜加工企业总数量、历年成立数量及注销数量	24
图表 42 : 2017-2024 年中国主要铜加工企业市占率变化	24
图表 43 : 2024 年中国主要铜加工企业铜加工产品产量	24
图表 44 : 2024 年公司主营业务收入结构	25
图表 45 : 2019-2023 年公司主营业务毛利率 (%)	25
图表 46 : 金田股份高端产品一览 (部分统计)	26
图表 47 : 铜基产品终端“加工费/成品价”测算	26
图表 48 : 不同终端场景相应部分铜基产品需求	26
图表 49 : 高性能铜合金带材在芯片引线框架中的应用	27
图表 50 : 稀土永磁材料在空心杯电机中的应用	27
图表 51 : 金田股份一站式全闭环低碳再生材料解决方案	28
图表 52 : 公司全球化业务拓展	28
图表 53 : 2020-2024 年公司毛利额及毛利率 (按地区)	28
图表 54 : 金田股份各产品合作客户 (部分)	29
图表 55 : 工厂“5G+AI 技术应用”	30
图表 56 : 杰克龙精工公司机器人手臂	30
图表 57 : 2022-2024 年公司进展	30
图表 58 : 金田股份体系认证和产品认证	30
图表 59 : 金田股份各事业部生产设备	31

图表 60 : 金田股份营业收入预测简表	33
图表 61 : 金田股份盈利预测简表	35
图表 62 : DCF 估值 (单位: 百万元)	36
图表 63 : 绝对估值敏感性分析 (单位: 元/股)	36
图表 64 : 可比公司估值水平对比简表	37

1. 金田股份：全球铜加工行业龙头

1.1 主营铜加工及稀土永磁材料生产

宁波金田铜业（集团）股份有限公司（简称金田股份）是全球范围内产业链完整、品类最多、规模最大的铜及铜合金材料生产企业。公司成立于 1986 年，2020 年登陆上交所主板，总部位于浙江宁波，经过 39 年发展，在宁波、江苏、广东、重庆、包头及越南等地布局多个生产基地，已建立覆盖全球主要市场的产能网络。

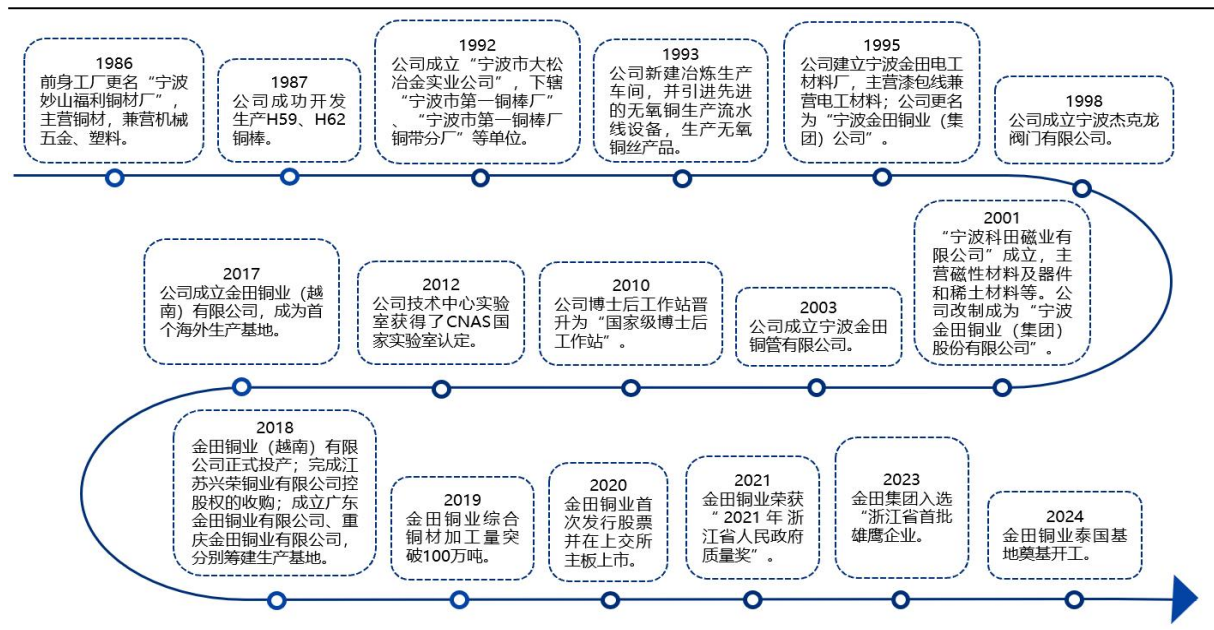
图表 1：公司全球化布局



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

公司经过 39 年发展，目前主要产品包括铜加工产品和稀土磁性材料。公司发展初期聚焦铜加工主业，1993 年建成冶炼车间，进入无氧铜丝产品领域；2001 年设立科田磁业，正式切入永磁材料赛道；2018 年越南基地投产，迈出国际化关键一步；2019 年综合铜材加工量突破百万吨。2024 年，公司铜加工材产量达 191.62 万吨，稳居全国行业龙头；包头基地一期顺利投产，稀土永磁产量达 5586.4 吨，多元业务格局初步形成。

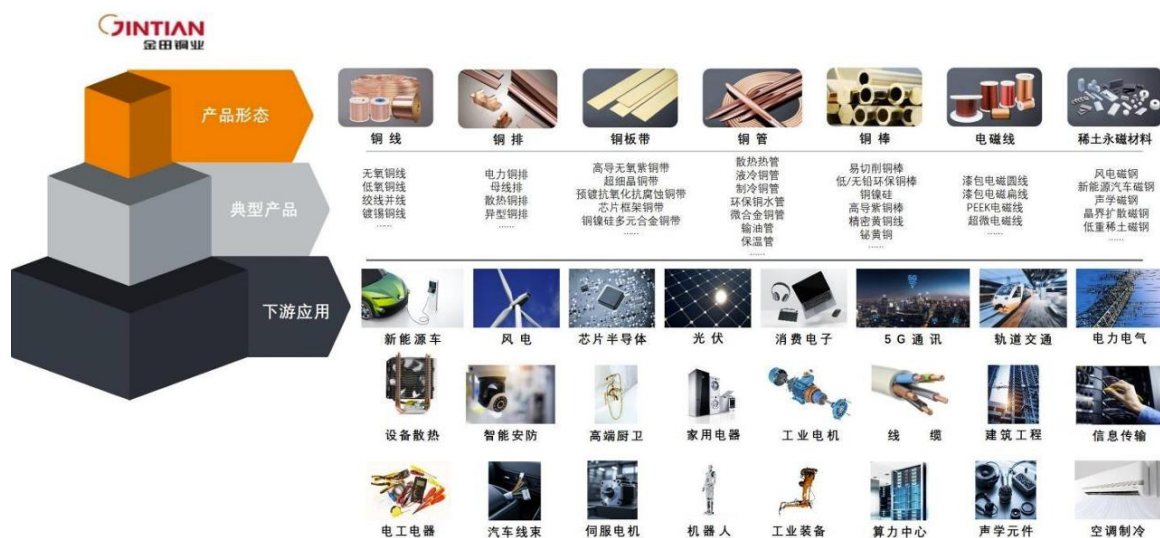
图表 2：公司历史沿革与发展历程



资料来源：公司官网，爱建证券研究所

公司以铜加工产品为核心、稀土永磁产品为新增长点，材料体系品类多元。公司铜加工业务覆盖铜线（排）与铜及铜合金两大类，2024 年产量分别为 100.4 万吨与 91.3 万吨，广泛配套新能源汽车、风电与光伏系统、人工智能与数据中心的高性能算力设备。公司自主研发的铜热管与液冷铜管已批量导入多家头部服务器厂商，高精密切削铜棒广泛应用于无人机、工业自动化等高端场景。稀土永磁产品已进入多家新能源车企供应链，并加速切入人形机器人等新兴应用领域。

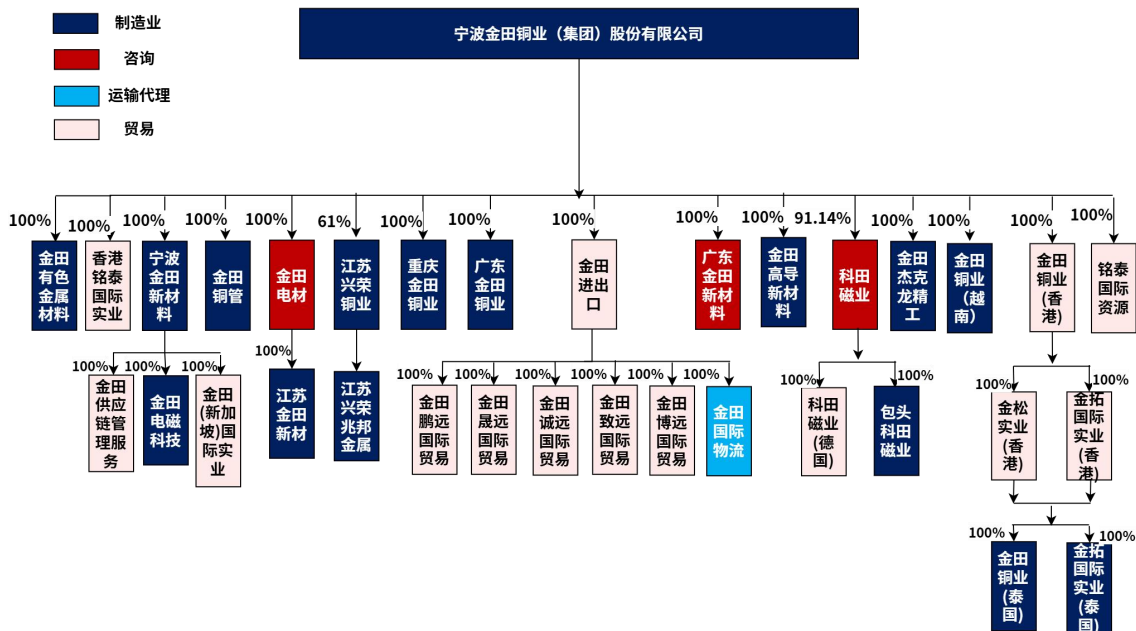
图表 3：金田股份产品系列及下游应用领域



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

金田股份通过旗下子公司构建全球化协同业务格局。公司旗下共持有 36 家子公司，围绕铜加工制造业、业务咨询、运输代理和贸易四大方向布局，助力资源优化配置与海外市场拓展，并实现业务结构多元化。

图表 4：公司子公司及对应业务（部分统计）

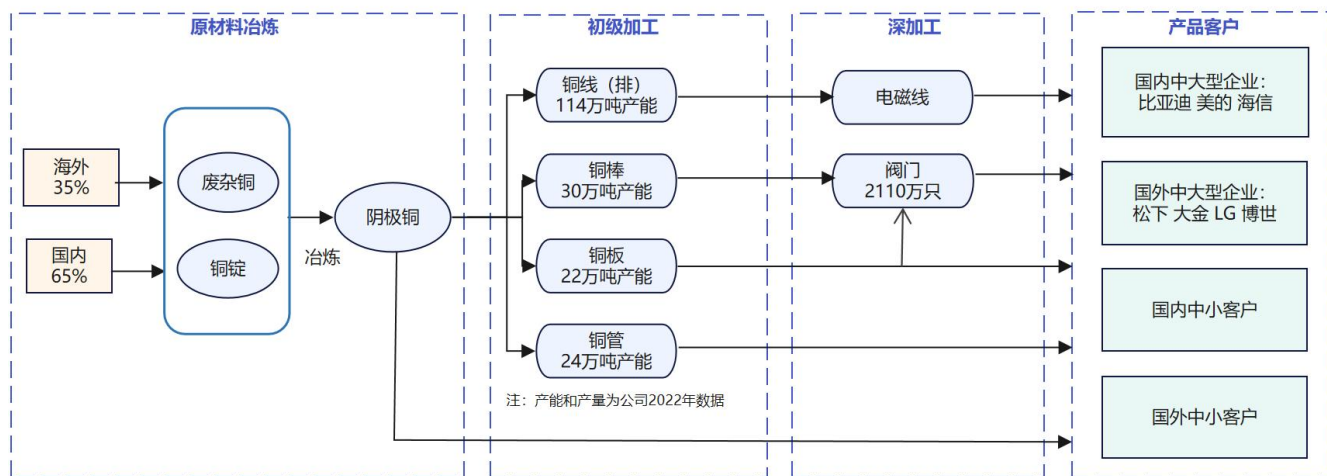


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

1.2 历史增长：主要来自规模扩张带来的铜加工费收入

公司在铜加工产业已构建“冶炼-初级加工-深加工”全产业链布局。原料端以国内电解铜供应为主，经冶炼产出阴极铜后，完成铜线、铜棒、铜板、铜管等初级加工，~~部分产品~~直接对接下游；深加工环节聚焦电磁线、阀门和绞并线等领域，产品广泛覆盖比亚迪、松下等中国与海外头部企业，市场渗透力突出。**公司产品定价为“铜价+加工费”模式，收入利润核心来源于加工费，而非铜价本身。**加工费由公司与客户根据产品规格、工艺复杂度、定制化程度等因素协商确定，具备一定历史粘性。因此，相较于铜冶炼企业，公司盈利模式更具稳定性。

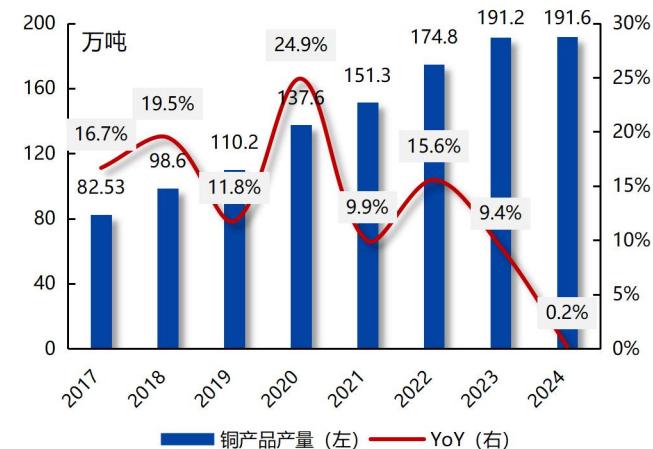
图表 5：金田股份铜加工产业体系



资料来源：公司招股书，公司可转债募集说明书，爱建证券研究所

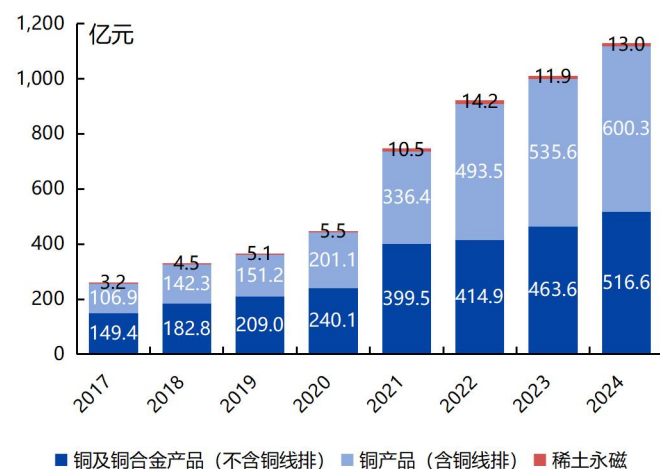
2017-2024 年，公司铜产品规模扩张驱动以加工费为核心的收入持续增长，保持了行业领先地位。公司铜加工产量自 2017 年的 82.5 万吨提升至 2024 年的 191.6 万吨，年均复合增长率达 12.8%。2024 年公司在铜加工产品实现营收 1116.9 亿元，带动主营业务收入达 1129.9 亿元。**公司收入实质来自铜产品加工费，加工费率自 2023 年至今保持稳定。**公司根据原材料品质、加工损耗率、工艺难度等因素收取一定的加工费。2023 年以来，得益于高端化产品销售规模放量，公司铜产品加工费率保持稳定：1) 铜基产品中，铜及铜合金（不包含铜线排）产品加工费率 2024 年提升至 7.7%，铜产品（含铜线排）加工费率稳定在 1.7%；2) 稀土永磁产品 2024 年加工费率为 37.4%。

图表 6：2017-2024 年金田股份铜产品产量及 YoY



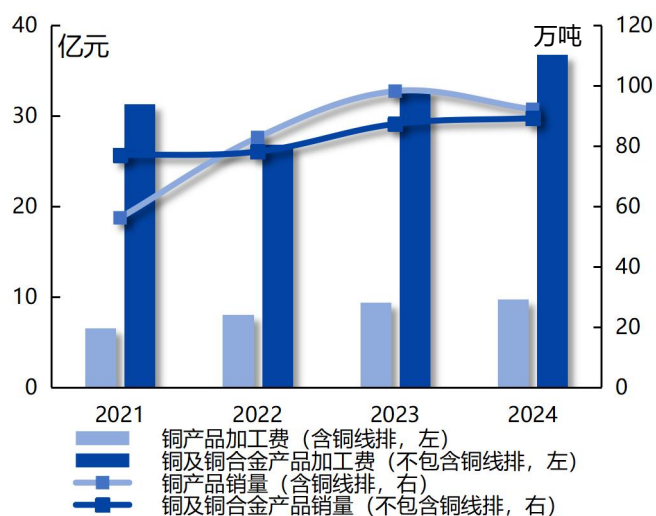
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 7：2017-2024 年金田股份各产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

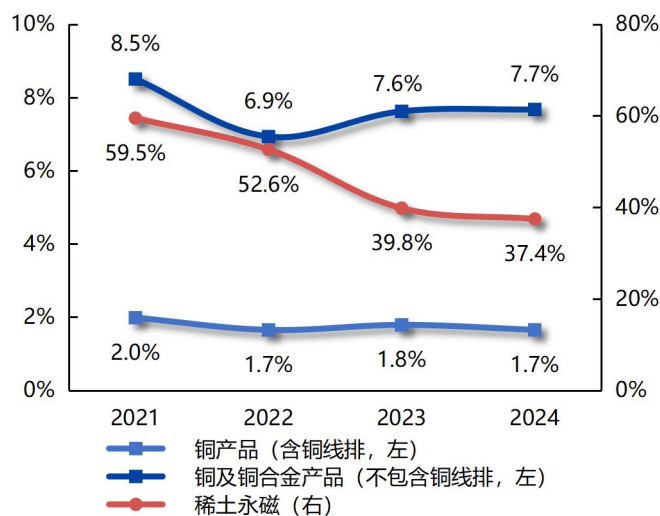
图表 8：2021-2024 年公司铜产品加工费及销量



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

注：产品加工费=收入-原材料成本

图表 9：2021-2024 年公司分产品加工费率

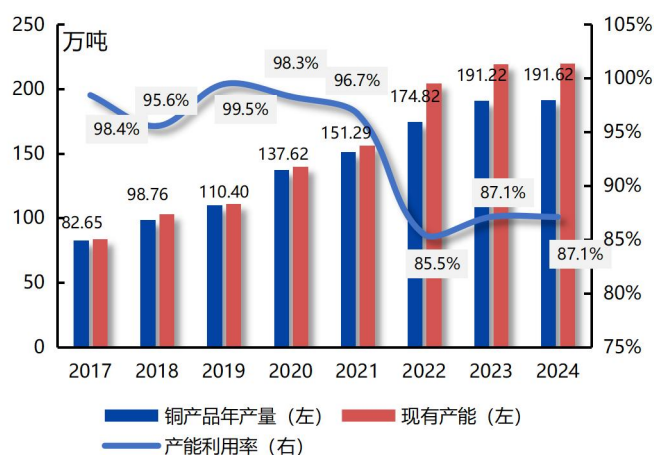


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

注：产品加工费率= (收入-原材料成本) / 原材料成本

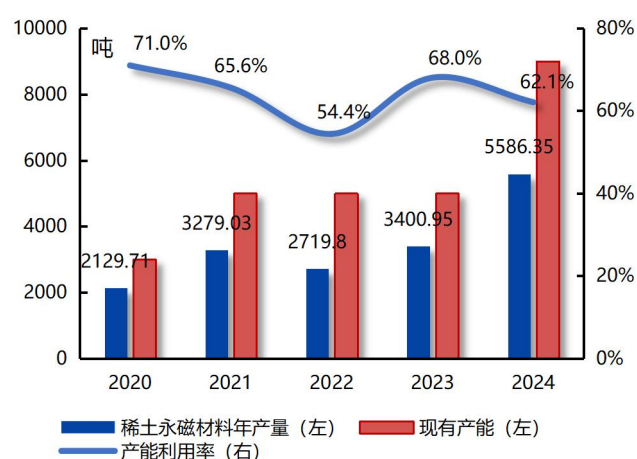
2022 年以来随着产能利用率走低，公司主动控制产能扩张节奏，通过客户结构优化与产品迭代推动新增长。我们预计公司总体产能利用率维稳定，产能扩张聚焦于盈利能力较强的海外项目。截至 2024 年，公司在宁波、江苏、重庆、广州等生产基地的铜加工材总产能约 220 万吨，在宁波和包头基地的稀土永磁总产能 9000 吨。公司增强海外产能联动，通过新建泰国基地、扩建越南产线，提升全球客户一站式铜材采购服务能力。其中，泰国年产 8 万吨精密铜管项目进展顺利，越南电磁扁线项目与紫铜管件项目已实现量产。

图表 10：2017-2024 年公司铜产品产能及产能利用率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 11：2020-2024 年公司稀土永磁产能及产能利用率

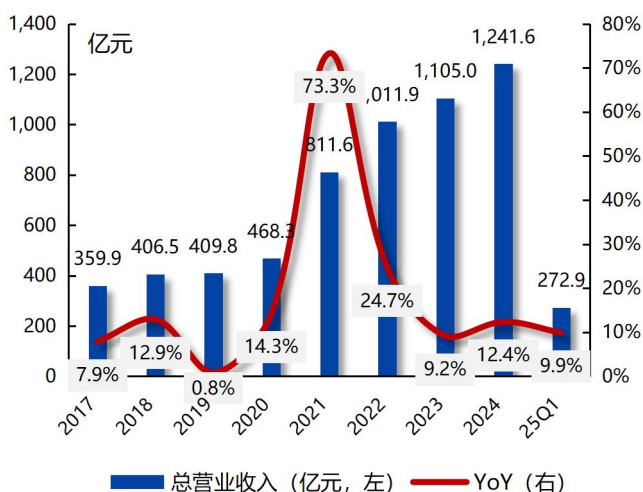


资料来源：公司公告，爱建证券研究所

1.3 公司盈利与铜价波动之间关系如何？

从财务角度看，影响公司盈利能力的核心变量在于毛利率。尽管 2022-2024 年受到铜价等成本因素扰动，考虑公司核心产品加速渗透苹果、吉利汽车、汇川技术等高附加值供应链，我们预计金田股份的利润弹性开始逐步释放。回顾过去四年：2021 年公司新建产能利用率大幅提升，带动营收同比增长 73.3%至 811.6 亿元，归母净利润同比增长 44.7%至 7.4 亿元；2022 年公司收入增长 24.7%，而归母净利润下滑 43.3%，公司增收不增利的原因在于产品毛利率出现下滑；2023 年受铜价波动及海外基地爬坡进度影响，总营收增速进一步放缓至 9.2%达 1105 亿元，但公司持续拓展高端行业及新兴领域客户，归母净利润同比增长 25.3%至 5.3 亿元；2024 年越南基地营收占比 26.75%，带动总营收增至 1241.6 亿元；2025Q1 延续增长态势，海外布局深化叠加高端产品放量，归母净利润同比增长 38.55%，增长动能加速释放。

图表 12：2017-25Q1 公司总营收及 YoY



资料来源：公司招股书，公司公告，爱建证券研究所

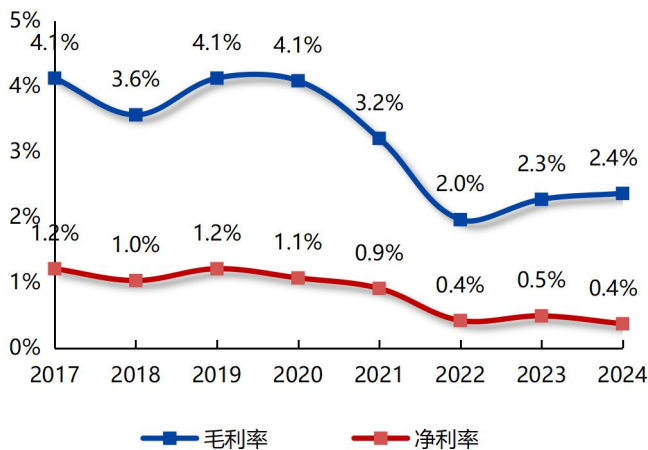
图表 13：2017-25Q1 公司归母净利润及 YoY



资料来源：公司招股书，公司公告，爱建证券研究所

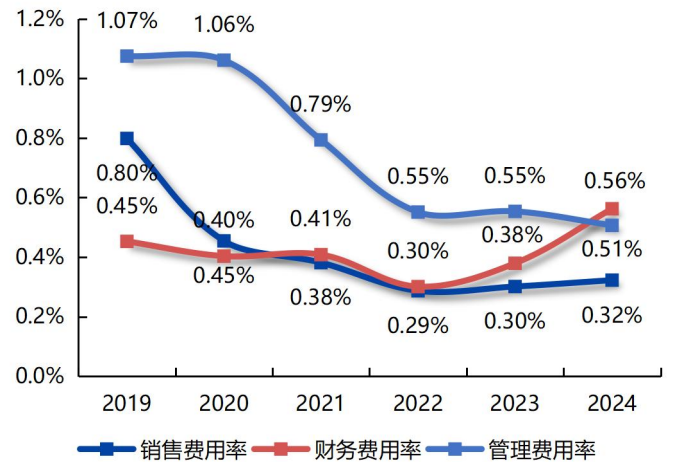
2022 年之后，公司毛利率、净利率逐步回升。2022 年受原料价格波动影响毛利承压，2023 年起随铜加工规模效应显现及产品结构升级，毛利率、净利率逐步修复；2024 年销售及管理费用率有望维持相对稳定水平，海外基地协同与规模采购驱动成本管控提质增效，盈利修复空间有望进一步打开。

图表 14：2017-2024 年公司毛利率、净利率



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

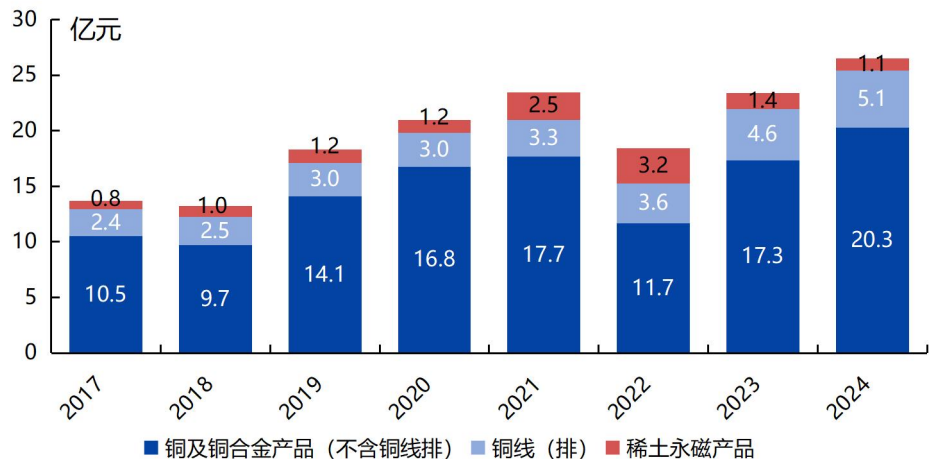
图表 15：2019-2024 年公司期间费用率



资料来源：iFinD，爱建证券研究所

公司通过铜加工获取的加工费收入贡献了主要毛利润,而毛利率本身过去受到铜价波动的影响较为明显。2022 年铜价上行、铜加工产品售价调整,公司单吨毛利一度承压,但随着产品结构优化、客户结构升级及内部成本控制能力提升,2023 年起单吨毛利额逐步回升,盈利能力边际改善。2024 年铜产品实现毛利总额 25.4 亿元,同比增长 15.5%。另外,稀土永磁业务自 2018 年起毛利持续保持在 1 亿元以上,未来伴随产能扩张,毛利规模有望实现进一步增长。

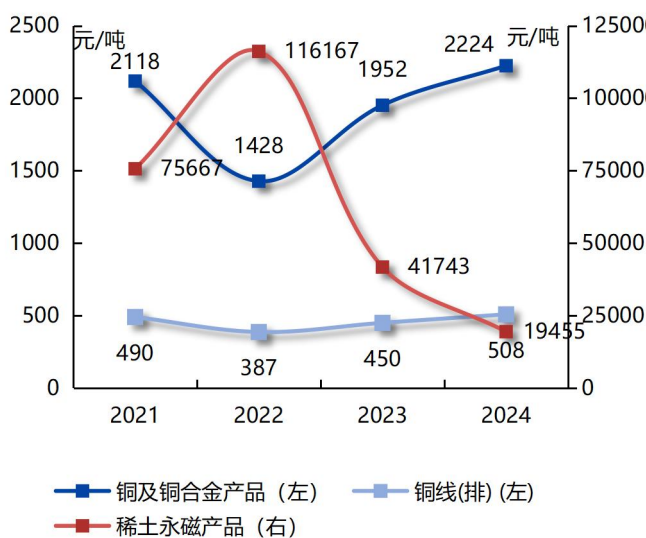
图表 16：2017-2024 年金田股份毛利结构变化



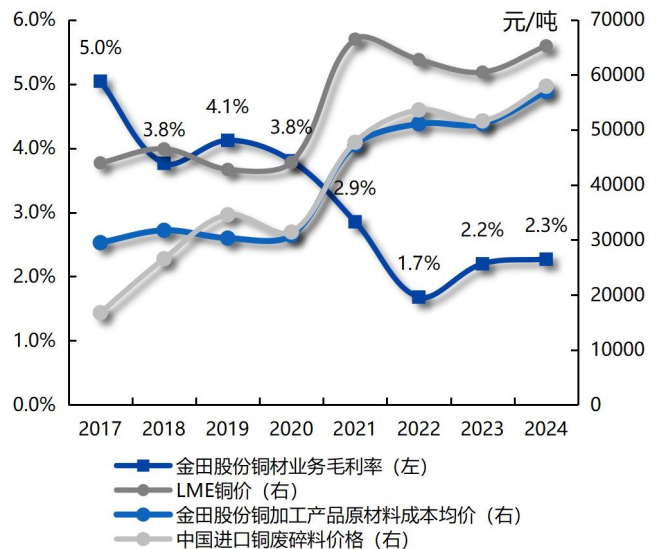
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

铜价究竟如何影响公司的加工费收入呢？公司铜加工费收入是根据铜价进行“加成成本定价”，铜价是通过需求侧对公司加工费产生间接影响。若铜价长期维持高位，如 8000-10000 美元/吨，下游客户成本压力加剧、利润空间压缩，整体采购意愿下降，反向压低加工费水平，影响单位毛利；反之，当铜价回落 4000 美元/吨及以下时，原材料成本负担显著减轻，终端厂商补库意愿增强，需求弹性得以释放，公司加价能力随之提升，有望实现毛利率修复。同时，**公司使用自有资金开展原材料期货及衍生品套期保值业务，减少因原材料价格波动带来的经营风险。**公司在原材料端实行严格的期货套保制度，强化控制风险敞口，进一步减小铜价波动对公司产品成本影响。根据公司公告，2025 年度拟投入的保证金及权利金最高余额不超过 10 亿元。

图表 17：2021-2024 年金田股份产品单吨毛利额



图表 18：2017-2024 年公司铜材业务毛利率与原材料均价



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

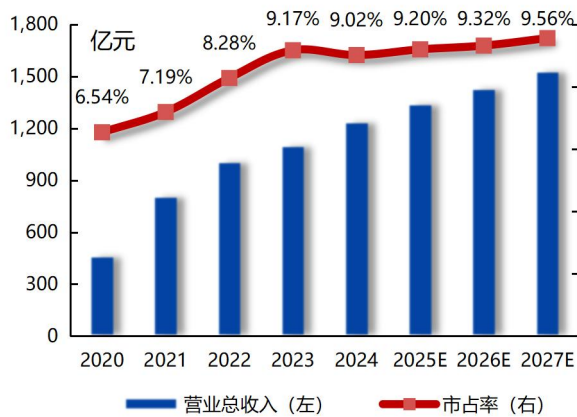
资料来源：公司公告，中国海关总署，Wind，爱建证券研究所
 注：①铜材业务毛利率=(铜产品毛利额+铜及铜合金产品毛利额)/(铜产品营收+铜及铜合金产品营收)；
 ②LME 铜价为当年每日现货结算价均值，选取历史汇率换算；
 ③中国进口铜废碎料金额选取历史汇率换算。

那如何看待铜价对公司未来毛利的影响呢？我们认为，铜价波动对公司未来的毛利影响趋弱，公司未来具备一定盈利弹性，核心在于铜材料的需求刚性增长。1) 作为导电性、散热性与材料稳定性均优异的金属，铜在诸如新能源汽车电驱、电控、热管理等关键环节具备难以被替代的地位。尽管部分厂商尝试以铝材替代以降低成本，但在技术要求高的场景下仍难实现功能对标。2) 随着铜价自高位温和回落，24Q2 公司已观察到下游客户启动阶段性补库，需求修复迹象初现。尽管铜价维持相对高位，公司 25Q1 毛利率达 0.6%，相比 2024 年全年毛利率实现翻倍增长。

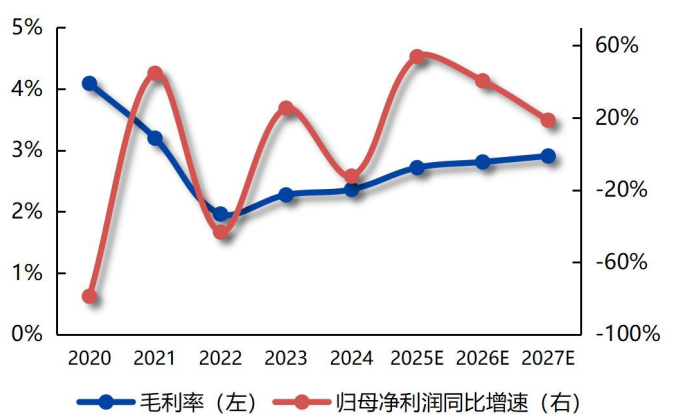
2. 新兴产业需求下，为何公司盈利能力升级？

市场长期认为铜加工行业需求停滞、行业同质化内卷严重，**而我们认为制造业的新变化、新趋势将给铜加工头部公司带来预期差机会**：尽管铜加工品总体需求增幅不大，然而持续出现的新兴领域将带来需求的结构性高增长。这里底层驱动逻辑来自于各行各业的智能化、电动化大趋势：AI 驱动的算力中心建设、新能源汽车、人形机器人、低空经济领域的新需求，正在推动需求结构向高端化、高附加值的铜加工品转变。同时，我们预计：铜加工行业低价内卷时代已结束，未来将出现纵横整合加速阶段，基于规模、技术、产品的优势，创新型铜加工龙头企业将在行业向头部集中趋势中直接受益。

图表 19：2020-2027E 公司营收及市占率



图表 20：2020-2027E 公司毛利率及归母净利润同比增速



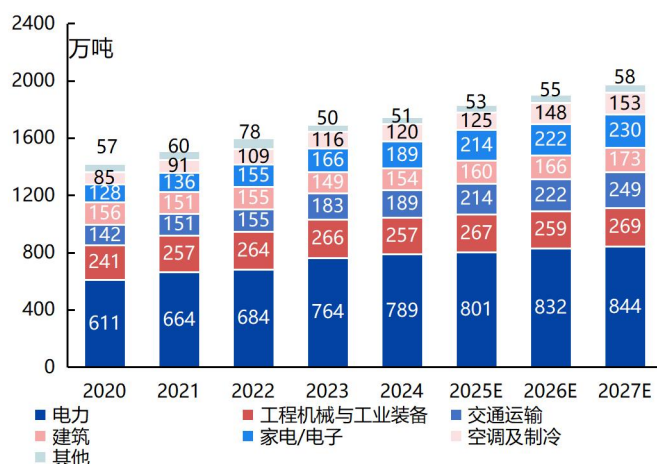
资料来源：公司公告，爱建证券研究所预测

资料来源：公司公告，爱建证券研究所预测

2.1 新兴产业铜需求增长成亮点，铜加工业迎结构性机遇

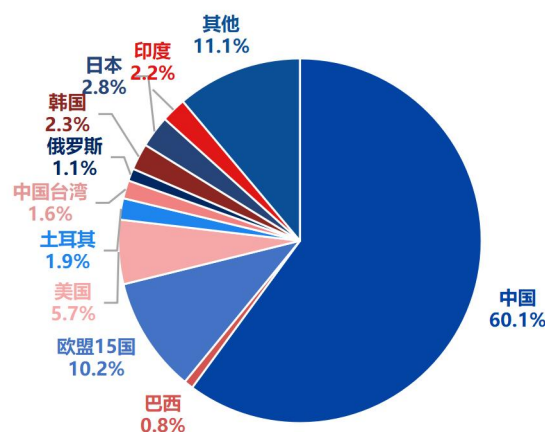
中国为全球最大铜消费国，各终端需求仍在持续多元化增长。2024 年精炼铜消费量为 1715 万吨，全球占比 60.1%。其中，电力行业受电网建设、发电设备升级及终端用电需求三重驱动，我们预计 2025-2027 年仍将保持每年 801-844 万吨年用铜量；家电、建筑、工程机械及交通运输等领域亦为重要消费场景，共同支撑中国铜需求多元格局。**铜需求增量主要来自于新兴产业，如：新能源、人工智能算力、人形机器人、低空经济等。**随着新能源车渗透率上升、风光储装机规模扩张，以及 AI 服务器和智能机器人等新兴应用对高性能铜材需求的不断增加，铜消费结构正加速向高技术、高附加值领域转型。

图表 21：2020-2027E 中国各终端精炼铜需求量



资料来源：IBM，国际铜业协会，爱建证券研究所测算

图表 22：2024 年全球精炼铜消费结构占比（按地区）

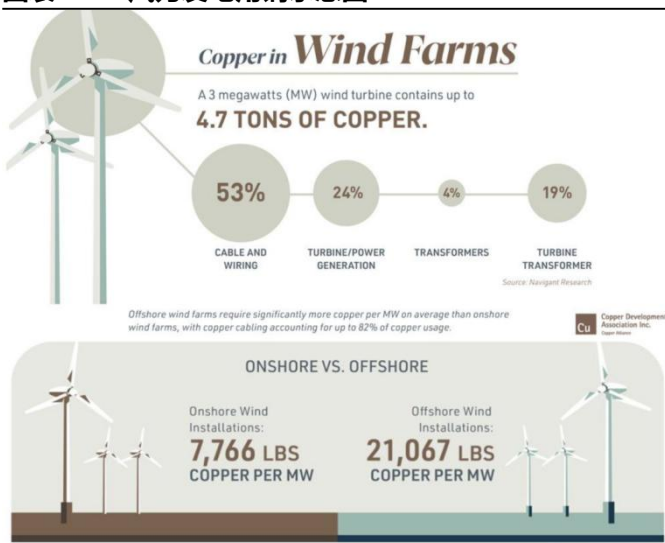


资料来源：国际铜业协会，爱建证券研究所

2.1.1 新能源：风光发电与电动车用铜量显著提升

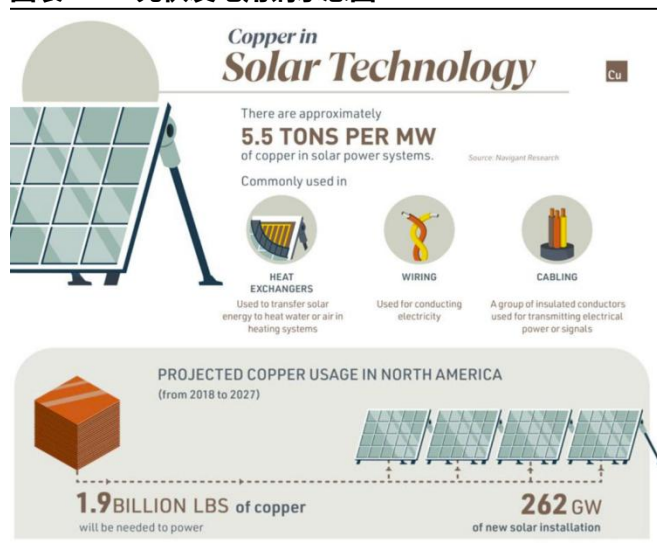
中国电力结构中火电占比持续下滑，风电、光伏发电占比稳步提升，且新能源发电单位装机用铜量显著高于传统电源。2024 年新能源发电装机用铜量约 58 万吨，主因光伏、风电用铜强度大：光伏用铜集中于涂锡铜带、连接器、电缆及逆变器等核心部件，其中光伏焊带作为电池组件电流传输枢纽，是关键材料；据铜业发展协会数据，新能源发电系统用铜量较传统发电高 8-12 倍（风电每兆瓦用铜 3.5 吨（陆上风电）-9.6 吨（海上风电），光伏每兆瓦用铜 5.5 吨）。

图表 23：风力发电用铜示意图



资料来源：Navigant Research, CDA，爱建证券研究所

图表 24：光伏发电用铜示意图

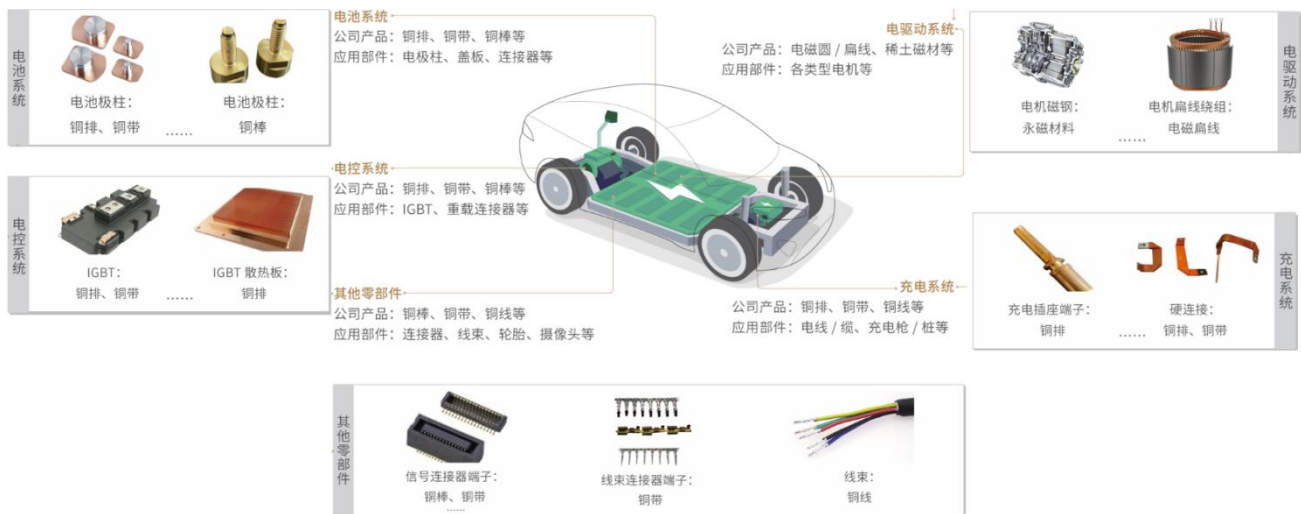


资料来源：Navigant Research, CDA，爱建证券研究所

新能源汽车高压线束与电驱系统带动高性能铜材需求。新能源汽车单车用铜量约 83-85.8kg，主要分布于电动机、锂电池、线缆。新能源车采用的是大功率电动机，其输电线束必须是能够承载高压大电流的铜合金材料线束。铜箔具有良好导电性、柔韧性和适中电位，因此在锂电池中充当负极活性材料载体和负极集流体。新能源车充电桩也额外增加了用铜量，单台充电桩耗铜约 13.5kg。

铜加工材与稀土磁性材料在新能源汽车核心系统中形成深度配套应用。在电控系统，铜排与铜带广泛用于 IGBT 与散热结构，保障电力转换与热管理效率；在充电系统，铜排制成的连接器件支撑高压快充场景下的电流稳定传输；在电池系统，铜排、铜带及铜棒等多品类材料广泛用于电极柱与极耳结构，匹配锂电池高倍率、长寿命需求；电驱动系统聚焦扁线电机发展，电磁扁线与高性能永磁材料成为实现高功率密度与高效率驱动的关键部件；此外，铜棒、铜线及铜带产品亦可加工为整车高低压线束与连接器，构建完善的电气连接网络，形成全链条配套能力。

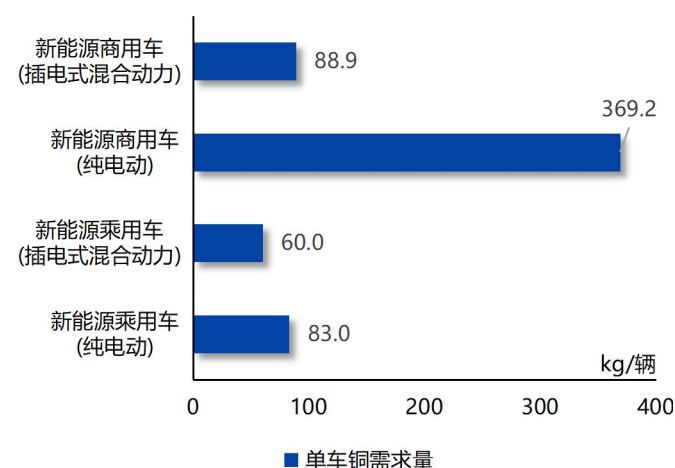
图表 25：铜基产品和稀土永磁产品在新能源车领域应用



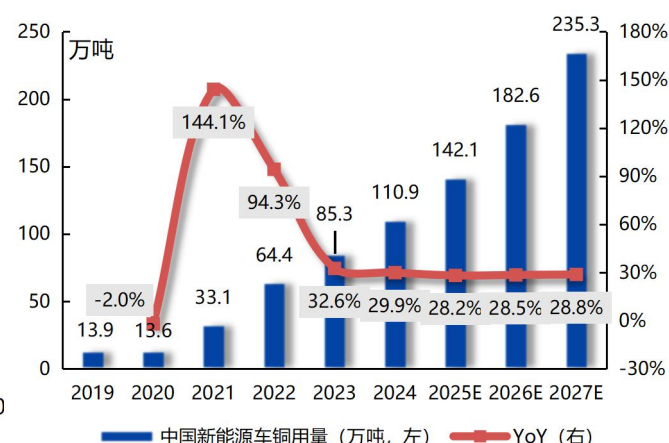
资料来源：金田股份 2021 年 ESG 报告，爱建证券研究所

我们按照“中国新能源车铜用量 = 产量 × 单车铜需求量”测算年度铜需求。根据中汽协数据，2019-2024 年中国新能源乘用车产量从 123.84 万辆增长至 1286.59 万辆，年均复合增速达 59.7%；根据乘联会，中国新能源车渗透率在 2024 年已达到 47.6%；根据麦肯锡，中国新能源车渗透率有望于 2030 年达到 70%。我们假设 2024-2027 年中国纯电动车保持年均 32%左右的年均复合增长率，插电式混合动力车保持 20%左右的年均复合增长。根据 IDTechEx 与国际铜业协会 (CDA)，纯电动/插混乘用车单车铜用量分别为 83kg/60kg，商用车为 369.22kg/88.9kg，我们假设未来三年各车型单车铜用量保持稳定。

图表 26：新能源单车铜用量估算



图表 27：2020-2027E 中国新能源车铜用量及 YoY



资料来源：CDA，IDTechEx，爱建证券研究所

资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，Wind，爱建证券研究所预测

基于上述假设，我们预计 2019-2027 年中国新能源汽车铜需求将由 13.85 万吨增至 238.87 万吨，年均复合增速约 42.75%。其中乘用车为主要增量来源，铜用量在全部新能源车铜用量占比达 80.01%。随着电动化渗透率提升、车载电子集成度加深及高压快充技术演进，对铜材导电性、耐热性提出更高要求，高端铜材需求有望持续释放。

图表 28：中国新能源车铜用量测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中国新能源车铜用量 (万吨, 左)	13.85	13.57	33.13	64.38	85.33		142.93	184.60	238.87
YoY (右)		-2.00%	144.11%	94.31%	32.55%	29.93%	28.91%	29.16%	29.40%
新能源乘用车	8.57	9.32	26.43	51.97	68.84	90.26	115.65	148.52	191.13
纯电动	7.25	7.80	22.86	42.51	51.72	59.70	79.07	104.72	138.69
插电式混合动力	1.30	1.52	3.57	9.46	17.12	30.55	36.58	43.80	52.44
新能源商用车	5.30	4.25	6.70	12.41	16.49	20.62	27.28	36.08	47.74
纯电动	5.25	4.22	6.67	12.37	16.35	20.36	26.96	35.71	47.29
插电式混合动力	0.05	0.04	0.03	0.03	0.15	0.26	0.31	0.37	0.45
中国新能源车产量 (万辆)	123.84	131.15	353.35	703.75	954.43	1286.59	1638.87	2092.58	2678.10
新能源乘用车									
纯电动	87.39	93.92	275.39	512.19	623.1	719.31	952.65	1261.70	1670.99
插电式混合动力	21.69	25.38	59.55	157.68	285.41	509.21	609.68	729.97	873.99
新能源商用车									
纯电动	14.21	11.42	18.07	33.51	44.27	55.14	73.03	96.72	128.09
插电式混合动力	0.55	0.43	0.34	0.37	1.65	2.93	3.51	4.20	5.03

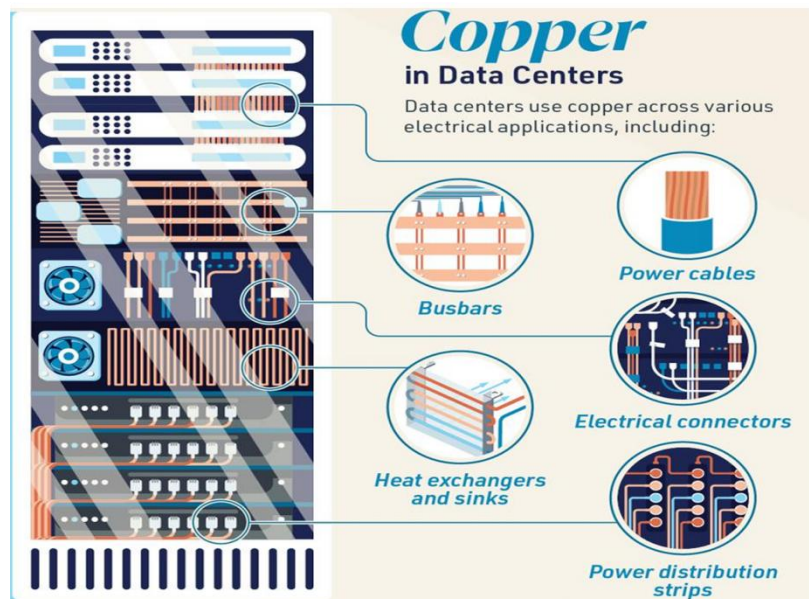
资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，Wind，爱建证券研究所

2.1.2 数据中心：高频高速铜缆对精密铜线材提出新要求

AI 数据中心在技术革新中对数据传输和散热提出更高要求，推动铜在该场景的应用拓展。数据中心作为承载海量数据计算、存储与吞吐的核心，其发展主要由互联网、云计算、AI 的高速增长驱动。相比传统数据中心，AI 数据中心在硬件上新增算力平台、智能调度技术等革新，还引入高性能服务器、自然语言处理等功能，这些升级对数据传输和系统散热提出了更高要求，进而推动铜在数据中心场景的应用进一步拓展。

数据中心用铜集中在电力配电、接地互联和散热冷却三大场景。电力配电系统方面，铜用量占比达 75%，其中，变压器、母线槽与配电柜、断路器与开关设备是铜的主要应用领域；电缆与连接系统中，铜用量占比约 22%，主要用于制作铜芯电缆和高速铜缆。散热与冷却系统中，需要用铜管和热交换器来提高散热效率，这部分用铜量占比约 3%左右。

图表 29：数据中心用铜场景



资料来源：铜业发展协会（CDA），爱建证券研究所

AI 发展推动数据中心电力传输需求激增，带动相关铜消费与需求大幅提升。CME 首席经济学家 Erik Norland 指出，先进生成式 AI 模型普及推动中心耗电占比从 2018 年 1.9% 跃升至 4.4%，预计 2028 年将达 6.7%-12%，电力传输需求激增将强力拉动铜消费，根据国际铜业协会数据，数据中心每兆瓦电力耗铜量为 27-33 吨，该领域的增长将带动铜需求大幅提升。

我们基于“数据中心用铜量（吨）= 电力负载（MW）× 每 MW 用铜量”公式，

测算全球数据中心在满足预期算力需求下的铜材需求。根据 BCG 数据，全球数据中心容量将由 2021 年的 49GW 增长至 2028 年预计的 127GW，年均复合增速达 14.57%；根据 Bloomberg Intelligence，数据中心耗铜量为 27–33 吨/MW。我们分别以悲观（27 吨/MW）与乐观（33 吨/MW）情境测算：悲观情境下，年铜需求增量由 2021 年的 16.2 万吨增长至 2028 年的 43.2 万吨；乐观情境下则由 19.8 万吨增长至 52.8 万吨，两者对应的年均复合增速均为 15.04%。

图表 30：2023-2030E 全球数据中心铜需求测算

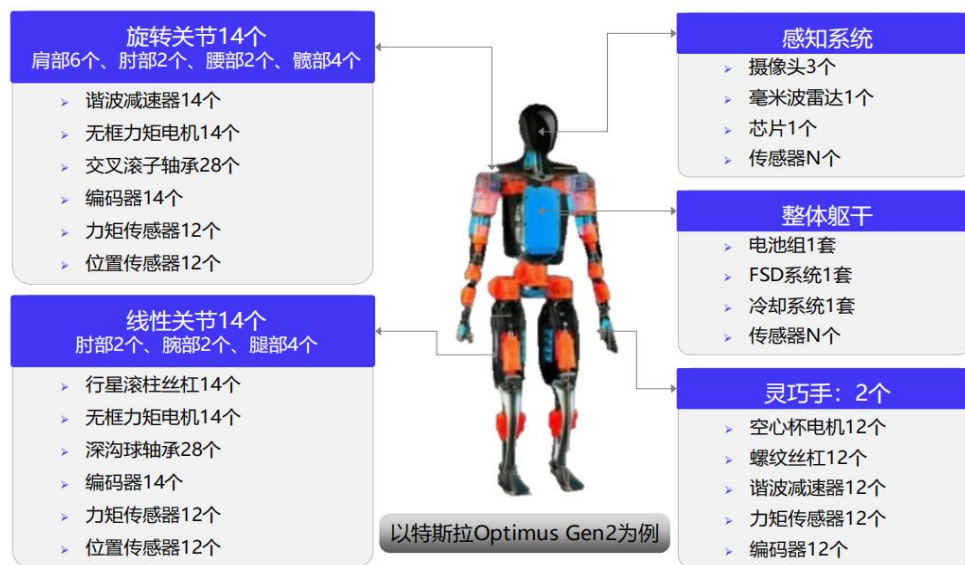
全球数据中心铜需求测算	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
全球数据中心满足预期算力需求容量 (GW)	43	49	55	60	71	82	96	111	127
YoY		14.0%	12.2%	9.1%	18.3%	15.5%	17.1%	15.6%	14.4%
容量增量 (GW)		6.00	6.00	5.00	11.00	11.00	14.00	15.00	16.00
悲观场景单位耗铜量 (吨/MW)		27	27	27	27	27	27	27	27
悲观场景铜需求增量 (万吨)		16.2	16.2	13.5	29.7	29.7	37.8	40.5	43.2
乐观场景单位耗铜量 (吨/MW)		33	33	33	33	33	33	33	33
乐观场景铜需求增量 (万吨)		19.8	19.8	16.5	36.3	36.3	46.2	49.5	52.8

资料来源：BCG，Bloomberg Intelligence，爱建证券研究所

2.1.3 机器人：柔性线缆与结构件打开新型铜材应用空间

人形机器人产业快速兴起，驱动新型铜材在关键场景成铜加工增长新方向。以特斯拉 Optimus Gen2 人形机器人为例，Optimus Gen2 大量机械关节构建灵活运动体系，搭配感知系统、灵巧手等实现复杂交互，其内部谐波减速器、力矩电机等组件需要协同运作，对应柔性连接、高精度支撑材料的需求持续攀升。**人形机器人对铜材与稀土永磁材料提出显著增量需求。**根据中国机器人产业联盟数据，单台人形机器人平均消耗铜材约 8.2 公斤，占整机材料成本的 15–18%，高端型号如 Optimus Gen3 则超过 12 公斤。

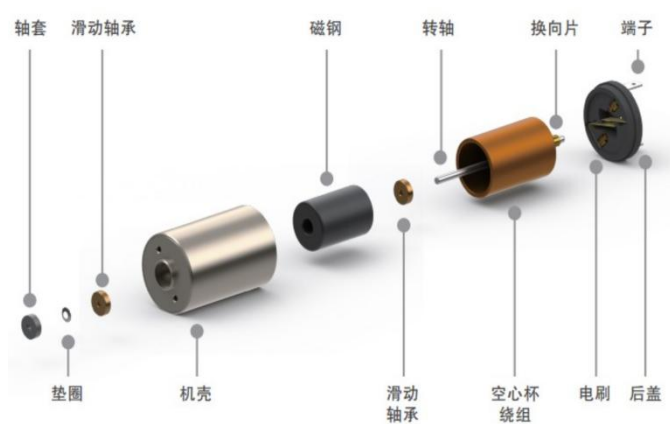
图表 31：人形机器人结构



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

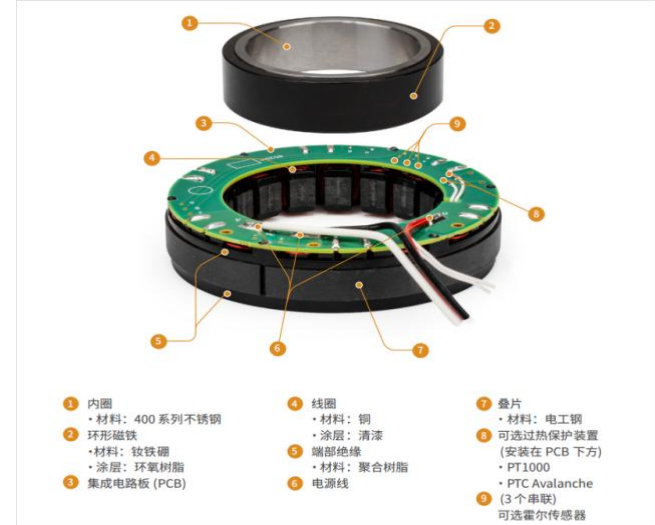
空心杯电机与无框力矩电机作为人形机器人关键驱动部件,其需求提升为铜材及永磁材料带来高附加值增量空间。空心杯电机是无铁芯转子的直流伺服电机（分有刷、无刷两种），凭借小型化、高精度特性适配灵巧手关节，其上游原材料包含铜、钢材及磁材等，而永磁材料更是决定电机性能的关键；无框力矩电机作为伺服电机的一种，是关节执行器的重要组成部分——执行器需集成电机、谐波减速器等部件以实现受控运动，因要适配与人体等大的关节，对零部件性能和尺寸要求极高，这也对相关铜材和永磁材料的性能标准提出了更高的要求。

图表 32：有刷空心杯电机结构示意图



资料来源：鸣志电器官网，爱建证券研究所

图表 33：无框力矩电机结构示意图



资料来源：科尔摩根官网，爱建证券研究所

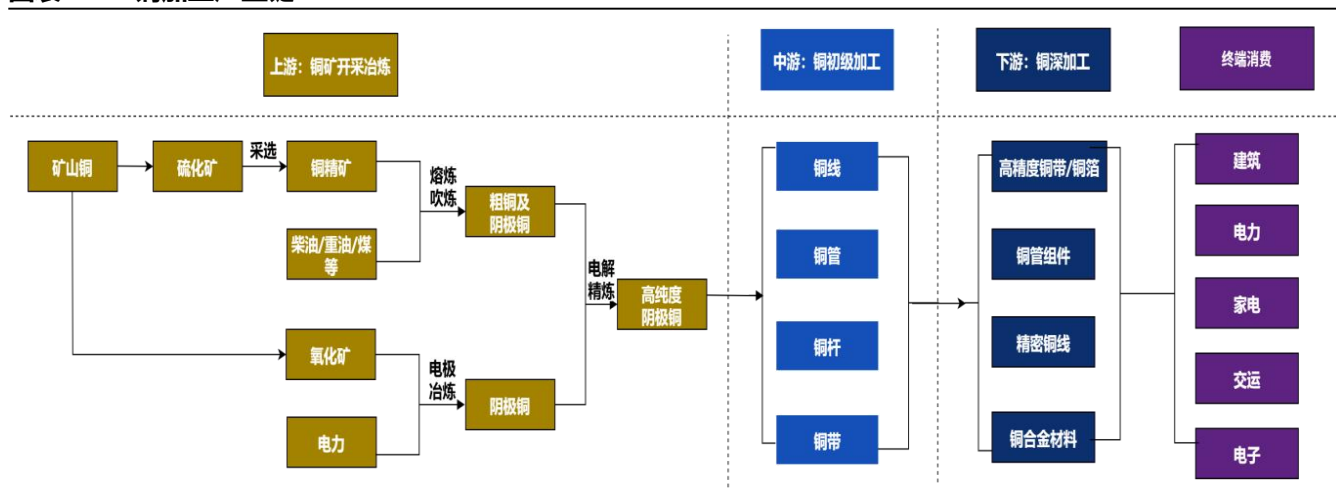
2.2 龙头企业金田股份的市场份额有望提升

全行业视角看：中国铜矿资源匮乏，资源端不占优势，产业优势集中于铜加工行业。铜加工业处于产业中下游，由于铜加工中小企业众多导致行业竞争激烈。我们判断：过去依赖规模拉动的同质化增长模式已遇到瓶颈，行业进入到变革期并出现了新趋势：1) 向深加工、高附加值赛道转型是铜加工头部公司必选项；2) 未来，铜加工行业将出现纵横整合趋势，行业集中度有望持续提升。

2.2.1 向深加工、高附加值赛道转型是铜加工头部公司必选项

铜产业链分为上游铜矿开采冶炼、中游铜初级加工、下游铜深加工，最终传导至终端消费需求。上游主要为铜矿采矿与选矿两个环节：矿山铜通过分类和采选为铜精矿后，按种类的不同制成阴极铜并电解精炼为高纯度阴极铜。中游将高纯度铜通过物理手段（挤压、轧制、拉伸、冲压、锻造等）加工成各种形状、规格和性能的铜材，此阶段铜金属附加值得以提升；下游进一步将铜初级产品深加工为高附加值产品，并销售至以电力、家电、交运为主的终端消费领域。

图表 34：铜加工产业链

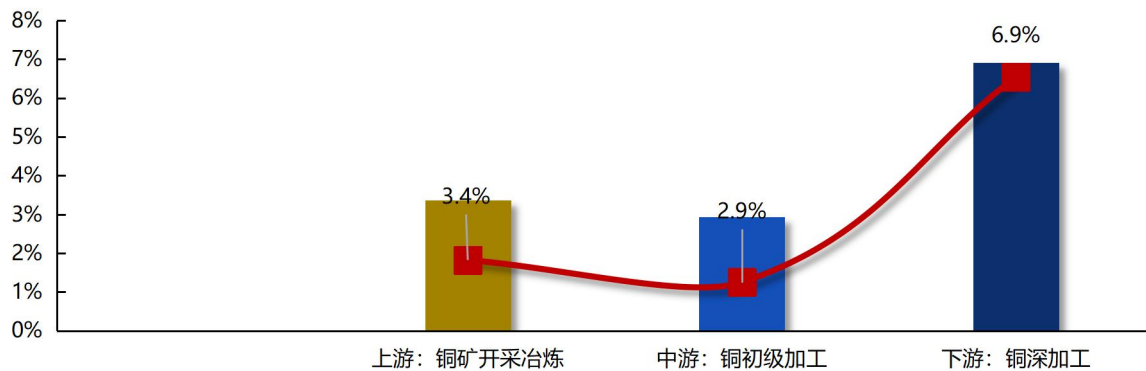


资料来源：矿产资源市场调研，爱建证券研究所

中游环节竞争态势激烈，铜加工头部企业向深加工、高附加值赛道转型优势明显。

铜产业链毛利率呈现“微笑曲线”特征，上游与下游环节毛利率高于中游，其中下游铜深加工为毛利率最高的环节。具体而言，中游铜初级加工企业定价模式多为“原材料价格 + 加工费”，但中国该领域产能扩张速度远超过需求增长幅度，行业竞争不断加剧，导致加工费持续承压下行。受此影响，中游企业毛利率普遍处于较低水平，部分企业甚至已陷入亏损状态。

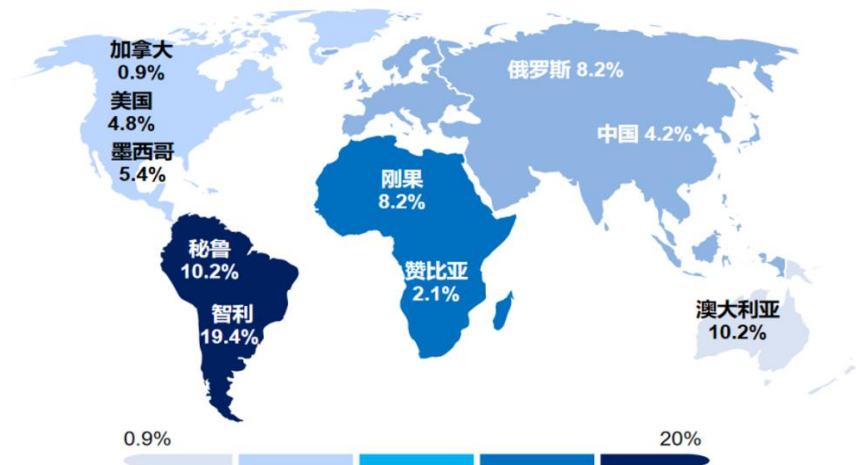
图表 35：2024 年铜产业环节平均毛利率



资料来源：北方铜业招股书，各公司公告，爱建证券研究所

在全球铜矿资源分布中，中国的铜矿储量相对较少，仅占全球铜矿资源储量的 4.2%。从全球铜矿资源储量分布来看，铜矿资源分布较为集中，全球有超过三成的铜矿资源分布在南美洲地区。2024 年，智利铜矿储量占全球铜矿资源储量的 19.4%；其次是秘鲁和澳大利亚，全球占比均约为 10.2%。**中国铜矿石进口依赖度较高，外部供应依赖特征明显。**中国铜矿石储量相对较少、铜矿品位普遍较低且分布较为分散，2024 年对外依存度高达 94.0%。2015 年-2024 年中国进口铜矿石及其精矿石数量总体呈增长趋势。

图表 36：2024 年全球铜矿石储量分布



资料来源：上海有色官网，美国地质调查局 USGS，CEIC 数据库，爱建证券研究所

2020 年以来，中国精炼铜供不应求的格局得以扭转，随着铜冶炼扩产供需格局持续紧平衡。2015-2019 年中国精炼铜市场持续处于“供不应求”状态，需求规模显著高于供给水平，供需缺口需依赖进口填补；2020 年前后这一格局被打破，随着供给能力快速提升，供需关系逐步转向“紧平衡”——2021-2025 年

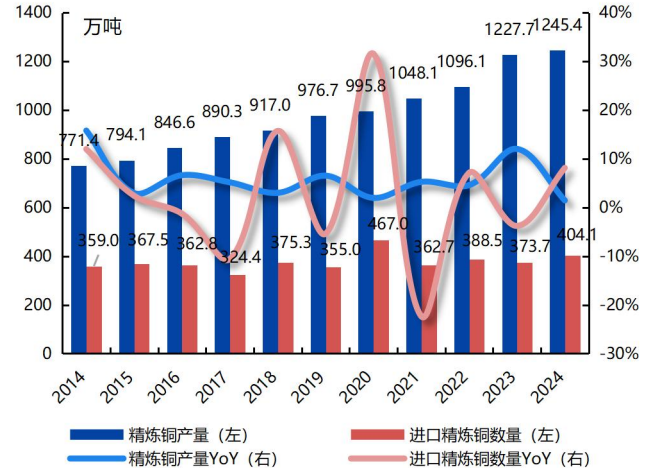
期间,供给与需求水平保持高度接近,年度差额较小且能通过市场调节快速消化。**随着中国精炼铜产量迅速提升,进口比例趋于下降。**进口精炼铜数量波动性较大,部分年份甚至出现负增长,主因中国自给能力增强后对海外资源的补充需求减弱,推动中国精炼铜市场从“外部补缺口”向“内部稳供给”转型。

图表 37: 2015-2025E 中国精炼铜供给与需求



资料来源: 国家统计局, Wind, 爱建证券研究所

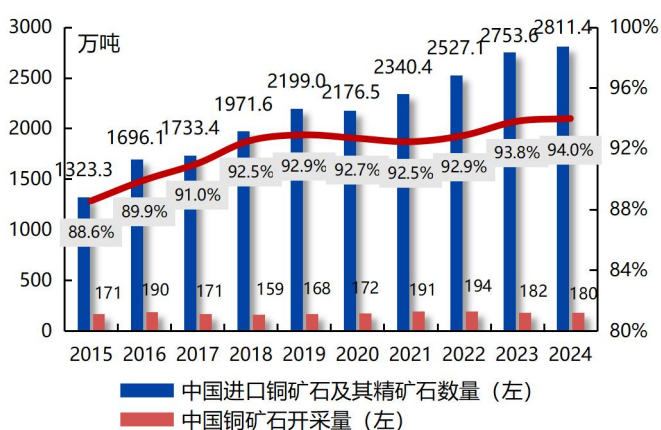
图表 38: 2014-2024 年中国精炼铜产量、进口数量及对应 YoY



资料来源: 国家统计局, Wind, 爱建证券研究所

中国在铜产业链的上游产值占比较小, 优势集中在中游初加工和下游深加工。2024 年, 中国铜精矿产量受限于原料储量等因素, 仅占全球总产量的 7.8%。然而在精炼铜/阴极铜方面中国生产制造优势突出, 其中: 精炼铜占比全球总产量 41.3%, 阴极铜占比 51.7%。在铜加工领域, 中国铜加工材产量占全球的 47.9%。

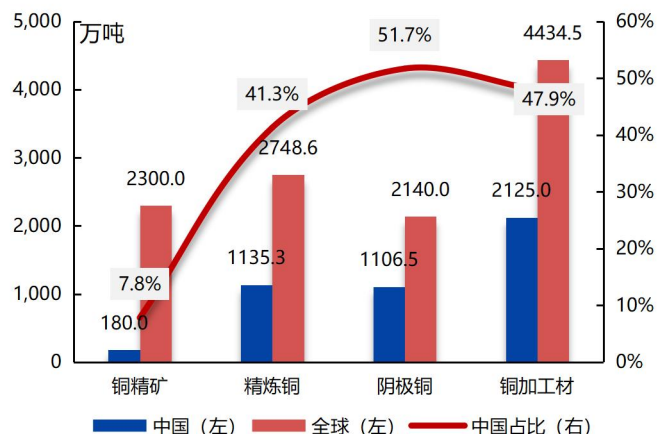
图表 39: 2015-2024 年中国铜矿石及其精矿石进口依存度



资料来源: 海关统计数据平台, 美国地质调查局 USGS, Wind, 爱建证券研究所

注: 中国铜矿石进口依存度=进口量/(进口量+中国开采量)

图表 40: 2024 年全球及中国主流铜及铜加工材产量

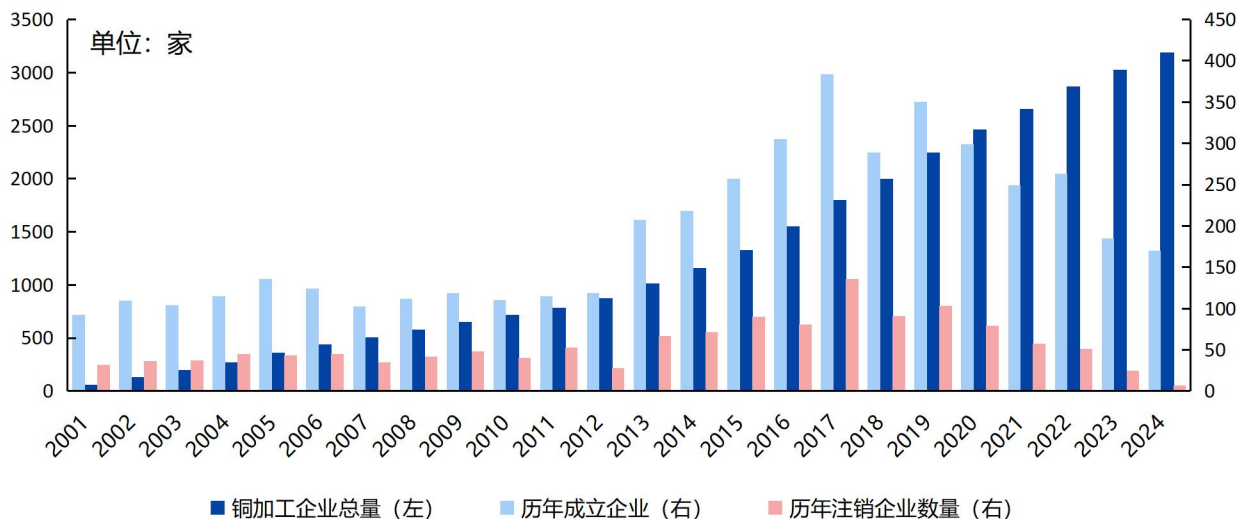


资料来源: 海关统计数据平台, 金得股份招股书, 矿产资源市场调研公众号, 美国地质调查局, 爱建证券研究所

2.2.2 中国铜加工业将进入纵横整合期，行业向头部集中趋势明确

中国铜加工企业数据持续快速增加，行业总体产能庞大，中小企业居多。2024 年底共有 3191 家存量公司，自 2001 年起，企业总量保持增长，新成立企业数量在 2017 年达到顶峰后回落，同期注销企业数量也于 2017 年见顶后下降。由于历年成立企业数量均高于注销量，行业规模持续扩大。

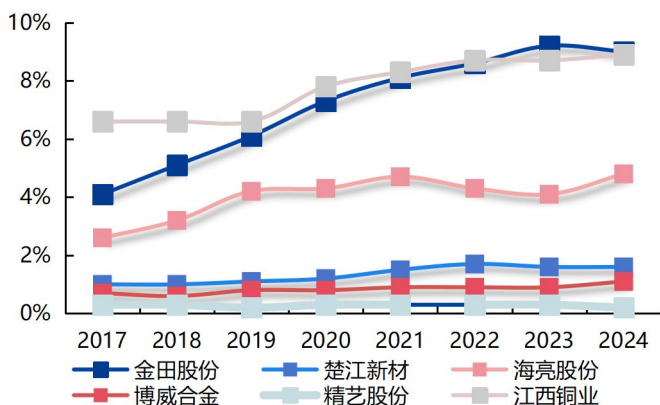
图表 41：2001-2024 年中国铜加工企业总数量、历年成立数量及注销数量



资料来源：中经网数据统计库，企查查，爱建证券研究所

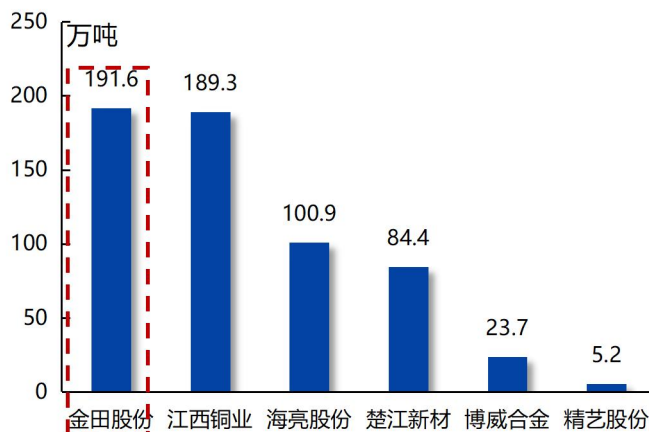
行业庞大的存量产能导致铜加工产品竞争激烈，落后产能加剧出清过程中龙头企业有望受益。近年大型企业选择兼并部分中小铜企业，行业集中度得以提升。在此背景下，具备规模效应和研发优势的头部企业竞争力增强，市场份额得以巩固；而大量经营不规范、技术落后的小企业则面临淘汰压力，逐步退出市场。

图表 42：2017-2024 年中国主要铜加工企业市占率变化



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

图表 43：2024 年中国主要铜加工企业铜加工产品产量



资料来源：各公司公告，爱建证券研究所

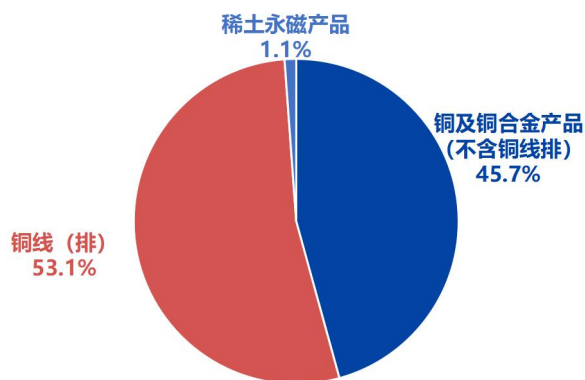
2.3 高端化、国际化、绿色化发展提升公司毛利水平

长期以来，市场认为铜加工行业毛利率较低，是典型的内卷行业。我们认为，新兴产业带来增量需求，同时在产业格局向头部集中化的背景下，金田股份作为铜加工龙头迎来新增长。为什么公司能在新机遇下，能区别于行业创造自身的 α 型增长？**本质上是基于核心竞争力带来的市场份额提升逻辑：即在结构性增量需求下有能力抢占先机、切分更大的蛋糕。**我们认为，金田股份已通过高附加值产品升级、客户结构优化、低碳再生材料布局全面提升盈利能力，相比于行业已有效形成更高毛利的竞争壁垒。

2.3.1 铜加工产品高端化升级，产品结构升级驱动增长

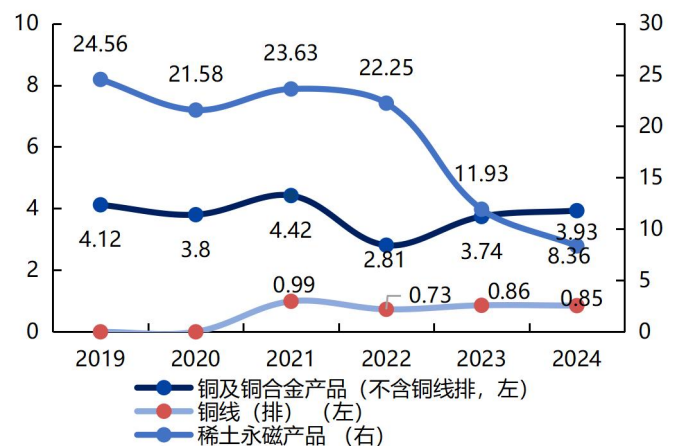
公司铜产品高端化支撑毛利率稳步回升，稀土永磁第二增长曲线初现。公司以铜加工产品为主，2024 年铜加工产品实现收入 1116.93 亿元，占主营业务收入 98.8%。2022 年起，公司持续在新能源、新材料、高端装备等领域布局铜加工产品，推动铜加工产品毛利率持续回升。2023 年在铜价震荡背景下，公司通过电磁扁线、AI 散热铜排等高附加值产品放量，有效对冲原材料成本压力。2024 年，公司进一步推动高端化、客户结构优化与成本控制，带动铜及铜合金产品毛利率提升至 3.93%，铜线（排）产品毛利率稳步于 0.85%。

图表 44：2024 年公司主营业务收入结构



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 45：2019-2023 年公司主营业务毛利率（%）



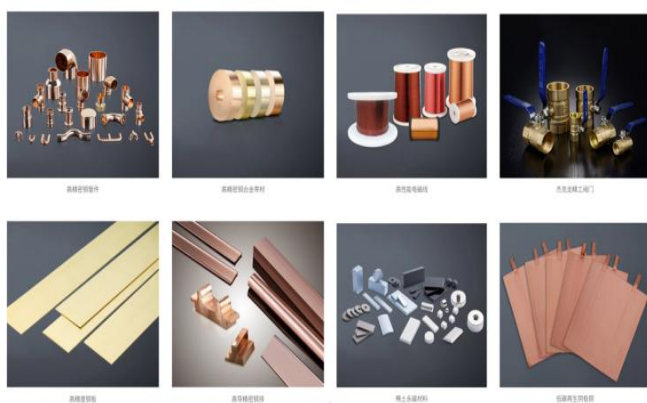
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

注：2019-2020 年铜及铜合金产品合并铜线排毛利数据

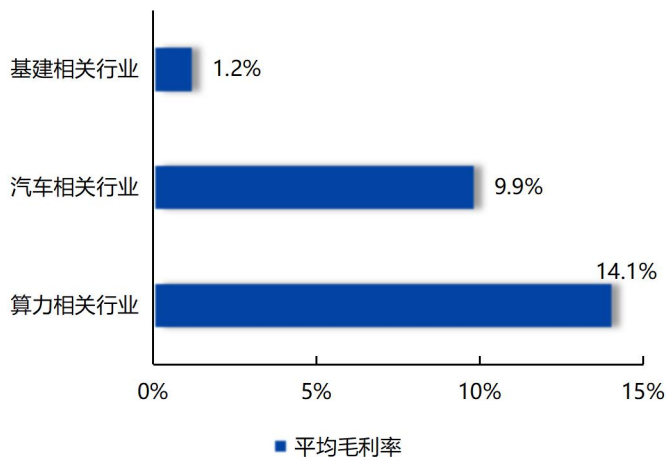
我们假设“加工费+电解铜价格”作为成品价，并参考上海有色网铜材产品加工费作测算：不同终端场景对铜基产品的加工价值差异显著，整体呈“算力>新能源车>基建”的分布格局。1) 算力领域以高速互连、电源母排及液冷换热部件为代表，高性能算力系统对高精度、高性能材料具备较高溢价能力（其中高频铜箔的加工费占成品价格比重高达 21.7%，铜排为 6.5%）；2) 新能源汽车环

节锂电池铜箔加工费占比 17.6%，主要由电池能量密度和一致性控制的高要求驱动，漆包线加工费占比为 8.3%，柔性铜排加工费占比为 3.6%；3) 基建环节以常规电缆、母排等为主，加工费占比仅 1.2%，技术门槛和附加值相对较低。**高端领域利润优势突出，而公司受益于产品结构持续向高附加值升级**，公司主用于算力和新能源汽车行业的高精度铜板带、电磁扁线等高毛利产品占比快速提升，整体盈利水平有望持续改善。

图表 46：金田股份高端产品一览（部分统计）



图表 47：终端铜基产品“加工费/成品价”测算



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

：上海有色网，爱建证券研究所测算

图表 48：不同终端场景相应部分铜基产品需求

不同应用场景下主要铜基产品					
场景	关键应用部件	主要产品	加工费估算 (元/吨)	电解铜价格 (元/吨)	加工费/ (加工费+电解铜价格)
算力	高速互连、电源母排、液冷换热部件	铜排	5,500	79,390	6.5%
		高频铜箔	22,000	79,390	21.7%
新能源车	新能源车电池、电机	柔性铜排	3,000	79,390	3.6%
		漆包线	7,200	79,390	8.3%
		锂电池铜箔	17,000	79,390	17.6%
基建	变电站、轨交、建筑布线	常规电缆、母排等	1,000	79,390	1.2%

资料来源：鹏达金属官网，一辉铜业官网，大发钢铁公众号，上海有色网，我的钢铁网，爱建证券研究所测算

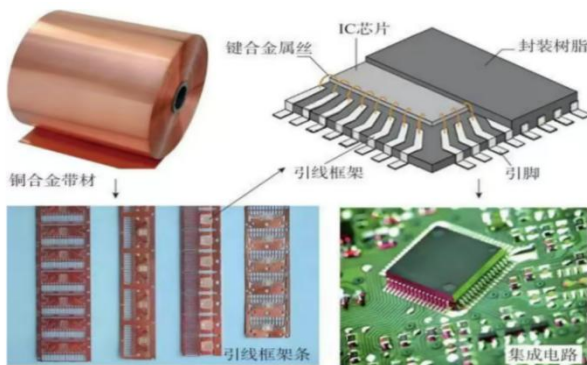
注：电解铜价格取 2025 年 8 月 13 日 SMM 电解铜价格为基准

公司当前正由从以往依赖产能扩张的增长模式，转向以产品结构优化为核心的“高附加值驱动”战略阶段。高附加值并非单一或静态定义，从公司产品工艺维度出发，有三类关键标准：1) 机械加工复杂度提升，如在铜管内部增加精细结构（如内螺纹）以满足特定应用需求；2) 合金体系向多元化演进，从传统二元

合金向三元及四元高性能合金升级；3) 表面处理要求精细化，如提升耐蚀性、电接触性能等指标。

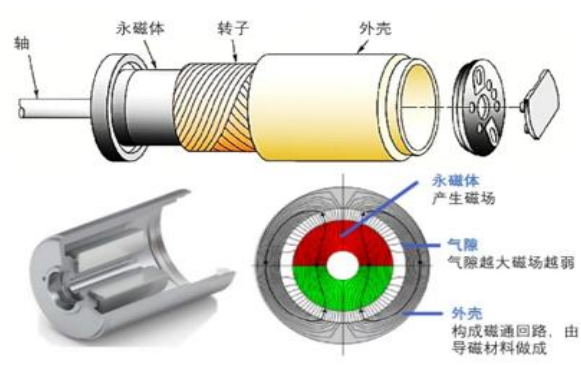
公司高端铜产品在 AI 与高速通信等新兴算力场景中加速渗透，形成多层次算力材料解决方案。 1) 芯片级散热领域，公司异型无氧铜排已批量进入 GPU 厂商供应链，应用于 3DVC 等高热通量散热模组；2) 封装互联领域，高精密铜合金带材实现在芯片引线框架中的规模化应用；3) 电力传输与 IGBT 领域，高导精密铜排适配高速铜缆和高压功率器件，支撑 AI 与新能源汽车电驱系统发展；4) 数据中心整机散热领域，自研铜热管与液冷铜管已导入多家服务器客户，服务于 AI 算力基础设施；5) 通信领域，公司围绕 800G 高速传输需求，加快高导低阻铜缆材料研发。**公司在机器人、低空经济等细分领域有较好技术储备。**电磁线产品与稀土永磁材料在人形机器人空心杯电机、无框力矩电机、减速电机等多个场景实现量产；公司高精密切削铜棒，切削性能好、加工表面光洁，已应用于无人机轴承部件。

图表 49：高性能铜合金带材在芯片引线框架中的应用



资料来源：铜业工程公众号，爱建证券研究所

图表 50：稀土永磁材料在空心杯电机中的应用



资料来源：iMechanics 机械公众号，爱建证券研究所

2.3.2 强大的品牌支撑广泛客户影响力，国际化拓展助力客户升级

作为国内铜加工行业龙头，金田股份在行业内具有较高的知名度和美誉度，品牌优势突出。公司再生铜体系成熟，低碳工艺形成全球客户获客能力及粘性。公司自上世纪 90 年代开始深耕再生铜领域，是全球铜业内为数不多可实现“再生资源-分选-铜加工-铜深加工”的循环利用产业链闭环的企业。原料端，公司掌握高难度提纯技术，PCR 再生铜纯度可达 99.99%，满足高端制造业对性能稳定性和可靠性要求。2024 年公司再生铜用量突破 57 万吨，占全国总量 16%。2024 年，公司在再生材料领域进展显著：1) 生产端，公司新引进铜炉渣自动分选线，进一步提升固废再生效率，预计年减碳逾百万吨；2) 客户端，24 年 1 月与美国苹果公司签署《总体开发与供应协议》，为其长期提供低碳再生材料。

图表 51：金田股份一站式全闭环低碳再生材料解决方案



资料来源：金田铜业公众号，爱建证券研究所

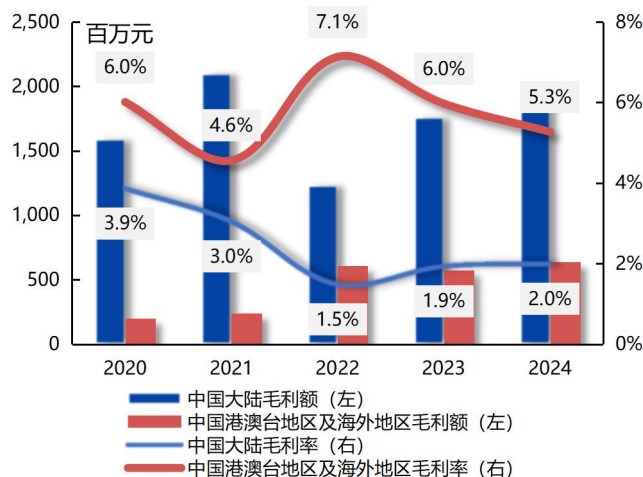
公司国际化战略有望持续带来高毛利客户,公司海外产能和营销投放有望提升其全球市场份额,并进一步提升盈利水平。公司上半年海外收入实现 10%以上增长。1) 相较国内,海外产品毛利率更高,主因在于海外客户愿为优质产品支付溢价。当前海外供货仍依赖国内生产,但出于供应链安全和关税、非关税壁垒等因素考虑,海外客户更倾向于本地化产能。2) 公司正加速海外布局,“泰国年产 8 万吨精密铜管生产项目”进展顺利,加速满足东南亚及全球市场对高端铜管需求;越南基地“新能源汽车用电磁扁线项目”已于 25Q1 实现量产,紫铜管件项目同步推进;累计设立 16 家海外分支机构,实现 100 多个国家和地区的销售网络覆盖。

图表 52：公司全球化业务拓展



资料来源：金田铜业公众号，爱建证券研究所

图表 53：2020-2024 年公司毛利额及毛利率（按地区）



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

优质客户不仅为公司带来了稳定的订单和收入,又提升了公司的品牌知名度和市场影响力,从而形成品牌与客户正向循环。公司各类客户资源丰富:与比亚迪、特斯拉、三星、博世、汇川、台达、博格华纳、赛力斯等众多标杆企业建立了长期稳定的合作关系。新能源车用液冷铜管、扁线电磁线配套比亚迪等相关车企,2025 年公司已通过下游电机客户认证并实现对小米汽车高压扁线的批量供货。稀土永磁材料已进入比亚迪电机供应链。

图表 54: 金田股份各产品合作客户 (部分)



资料来源: 金田铜业官网, 爱建证券研究所

2.3.3 金田股份生产规模与技术研发领先, 成本竞争力突出

公司铜加工生产规模优势明显, 数字化工厂使得效率持续提升。2024 年公司铜产品产量 191.62 万吨, 占国内铜加工材总量 9%, 规模与产业链完整性居行业首位, 大规模的生产能够带来成本优势, 降低单位产品的生产成本, 提高盈利能力。公司获评“国家卓越级智能工厂”“浙江省未来工厂”“5G 全连接工厂”等荣誉, 依托 AI、大数据分析等技术, 实现全价值链数据建模与流程再造, 降低生产成本, 提高生产效率和产品质量, 提升企业的竞争力。

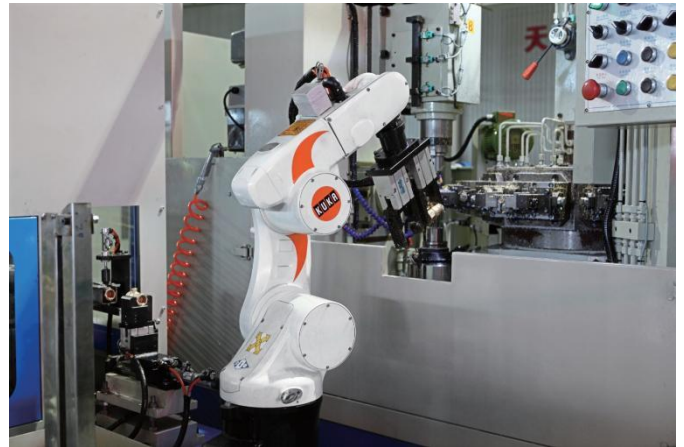
我们认为公司良好的成本管控能力主要得益于: 1) 公司通过自有生产线布局, 对于原材料理解深刻 (因相关材料为自有产线产出), 能够精准控制原料质量与采购成本。2) 公司在冶金压延、模具开发等加工环节装备先进、工艺领先, 生产流程数字化程度较高, 良率水平得以保障, 从而降低了制造损耗成本。3) 公司产量规模远高于同业, 规模效应明显, 未来可通过进一步缩短供应链路径与优化工艺流程, 提高运营效率。

图表 55：工厂“5G+AI 技术应用”



资料来源：《经济日报》，金田股份公众号，爱建证券研究所

图表 56：杰克龙精工公司机器人手臂



资料来源：金田铜业官网，爱建证券研究所

依靠强大的专利储备和标准制定能力,公司在行业技术规范和标准制定方面具有话语权。公司拥有授权专利 427 项,主导制定国家/行业标准 58 项,承担国家级科研项目 18 项,引领行业创新型发展。同时,公司在前沿技术持续突破:在石墨烯铜复合材料、陶瓷覆铜板等前沿技术研发方面取得进展,为在半导体、新能源等领域的竞争提供了技术储备,有助于拓展新的市场空间和业务领域。

图表 57：2022-2024 年公司进展



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 58：金田股份体系认证和产品认证



资料来源：金田铜业官网，爱建证券研究所

公司铜产品的毛利提升主要依靠不断研发新产品和技术含量的持续提升。具体体现在两个方面：一是更复杂的合金技术；二是更高的加工精度。公司一方面引进了大量进口先进设备,提升生产线的自动化和精密化水平;另一方面积极与上游设备商联合开发新技术,推动设备的定制化更新与迭代公司计划在“十五五”期间进行资本开支,开发更多复杂合金产品,这些合金将应用于汽车、高铁等领域,以满足市场对高性能材料的需求。

图表 59：金田股份各事业部生产设备

[illegible]

资料来源：金田铜业官网，爱建证券研究所

3. 盈利预测与估值分析

3.1 核心假设

综合分析，公司业绩增长的核心动因在于新兴产业对高性能铜材需求持续扩张。作为行业龙头，公司有望借助高端化、国际化与绿色化优势不断提升市场份额，并实现产品结构优化带动毛利率稳步上行。

假设公司 25/26/27 年铜材销量为 192.31/199.78/208.79 万吨，产能利用率达到 89.2%/89.5%/87.1%，2025-2027 年销量复合增长率为 4.2%。假设公司 25/26/27 年铜材每吨均价为 6.31/6.47/6.63 万元，2025-2027 年销量复合增长率为 2.5%。

1) 铜产品（铜线排）业务：公司铜线与铜排产品主要作为电线电缆、漆包线等电工材料胚料广泛应用于电力电子、高低压电气、输变电、建筑、汽车、通讯与机械加工等领域，是公司最具规模的基础产品业务。随着制造业恢复、电力基础设施建设与新能源产业链投资持续推进，该业务有望延续稳健增长。预计 25/26/27 年该业务收入增速分别为 11.2%/7.1%/7.1%。

2) 铜及铜合金产品（不包含铜线排）业务：该板块涵盖两类子业务：一是铜加工产品，包括铜棒、铜板带、铜管、铜线、铜排，应用于建筑、水电、热力管网、机械加工等领域；二是铜深加工产品，包括电磁线、阀门、水表等终端部件，已切入智能制造、自动化控制等多场景。得益于下游多行业需求恢复，新能源、高速铜缆、人工智能等终端应用带动公司高端产品比重提升，铜及铜合金产品（不包含铜线排）业务增长基础坚实。预计 25/26/27 年该业务收入增速分别为 5.2%/5.8%/7.1%。

3) 稀土永磁业务：公司稀土永磁产品依托宁波、包头双基地布局，具备中高端磁材生产能力。包头基地二期新增 4000 吨产能预计于未来逐步释放，产品广泛应用于新能源汽车驱动电机、风电、机器人、节能电机、医疗器械等高端装备领域。随着规模扩张与市场开拓，公司稀土永磁业务有望延续快速增长，预计 25/26/27 年该业务营收增速分别为 40.4%/17.4%/15.7%。

毛利率：1) 铜产品业务：公司铜线与铜排产品具有较强的规模基础与工艺深度，历史毛利率表现稳健。依托完整的产业链配套、覆盖多品类的加工体系，公司具备较强的成本控制能力与客户定制化能力，有效支撑毛利率稳定。我们预计该业务毛利率将保持稳步提升态势，25/26/27 年分别为 1.3%/1.3%/1.4%。**2) 铜及铜合金产品（不包含铜线排）业务：**铜合金产品下游客户结构持续升级，新能

源、高速铜缆、人工智能等新兴应用加快渗透，推动高端产品占比显著提升；公司全球化布局成效逐步显现，海外高毛利市场贡献度提升，整体盈利能力增强，我们预计 25/26/27 年分别为 4.1%/4.2%/4.3%。**3) 稀土永磁业务：**公司依托宁波与包头两大基地，在技术平台、客户验证与产能规划方面已具先发优势。预计随着产能释放与客户结构升级，该业务毛利率维持在相对高位，并呈小幅提升趋势，25/26/27 年分别为 13.5%/16.0%/16.5%，但考虑当前其在公司整体收入中的占比仍较低，短期对综合毛利率的提升作用相对有限，结构改善效应有待逐步显现。

费用率：公司作为中国铜加工龙头，积极实施“技术+全球化”双轮驱动战略。短期内，随着公司加大高端化产品研发投入、拓展新能源与海外客户、完善海外销售与服务网络，研发、管理及销售费用预计呈阶段性上行趋势。

图表 60：金田股份营业收入预测简表

收入拆分表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
铜产品（铜线排）					
产量（万吨）	102.38	100.35	101.16	104.02	108.84
YoY	9.90%	-1.98%	0.81%	2.83%	4.63%
销量（万吨）	98.22	92.2	99.58	103.56	107.70
YoY		-6.1%	8.0%	4.0%	4.0%
单价（百元/吨）	545.26	651.13	670.66	690.78	711.51
营业收入（百万元）	53,555.20	60,034.23	66,782.08	71,536.96	76,630.39
YoY		12.1%	11.2%	7.1%	7.1%
营业成本（百万元）	53,092.60	59,526.23	65,913.91	70,606.98	75,595.88
YoY		12.1%	10.7%	7.1%	7.1%
毛利额（百万元）	462.61	508.01	868.17	929.98	1,034.51
YoY		9.8%	70.9%	7.1%	11.2%
毛利率	0.86%	0.85%	1.30%	1.30%	1.35%
铜及铜合金产品（不包含铜线排）					
产量（万吨）	88.84	91.27	95.00	95.36	97.44
YoY	8.79%	2.7%	4.08%	0.38%	2.18%
销量（万吨）	87.33	89.24	92.04	95.42	100.19
YoY		2.2%	3.1%	3.7%	5.0%
单价（百元/吨）	530.82	578.88	590.45	602.26	614.31
营业收入（百万元）	46,356.28	51,658.98	54,342.88	57,469.16	61,549.31
YoY		11.4%	5.2%	5.8%	7.1%
营业成本（百万元）	44,621.88	49,630.52	52,114.82	55,055.46	58,902.69
YoY		11.2%	5.0%	5.6%	7.0%
毛利额（百万元）	1,734.40	2,028.46	2,228.06	2,413.70	2,646.62
YoY		17.0%	9.8%	8.3%	9.6%

毛利率	3.74%	3.93%	4.10%	4.20%	4.30%
稀土永磁					
产量 (吨)	3,400.95	5,586.35	8491.25	12227.40	18759.22
YoY	25.04%	64.3%	52.0%	44.0%	53.4%
销量 (万吨)	0.34	0.51	0.70	0.80	0.90
YoY					
单价 (百元/吨)	3,465.12	2,525.61	2,601.38	2,679.42	2,759.81
营业收入 (百万元)	1,193.79	1,296.62	1,820.97	2,138.51	2,473.47
YoY		8.6%	40.4%	17.4%	15.7%
营业成本 (百万元)	1,051.42	1,188.29	1,575.14	1,796.35	2,065.35
YoY		13.0%	32.6%	14.0%	15.0%
毛利额 (百万元)	142.37	108.34	245.83	342.16	408.12
YoY		-23.9%	126.9%	39.2%	19.3%
毛利率	11.93%	8.36%	13.50%	16.00%	16.50%
其他业务					
营业收入 (百万元)	9,394.31	11,170.97	11,729.52	12,315.99	12,931.79
YoY		18.9%	5.0%	5.0%	5.0%
总计 (百万元)					
营业收入	110,499.58	124,160.80	134,675.44	143,460.63	153,584.97
YoY		12.4%	8.5%	6.5%	7.1%
营业成本	107,988.43	121,229.44	131,016.69	139,429.94	149,120.69
YoY		12.3%	8.1%	6.4%	7.0%
毛利额	2511.16	2931.38	3658.75	4030.69	4464.27
YoY		16.7%	24.8%	10.2%	10.8%
毛利率	2.27%	2.36%	2.72%	2.81%	2.91%

资料来源：公司公告，爱建证券研究所预测

3.2 盈利预测

公司高附加值产品布局持续推进，盈利能力正稳步改善。我们预计 25/26/27 年实现营业收入 1346.75/1434.61/1535.85 亿元，同比增长 8.5%/6.5% /7.1%；综合毛利率分别为 2.72% / 2.81% / 2.91%，在原材料价格相对稳定背景下呈小幅回升态势；归母净利润分别为 7.11 亿元/9.99 亿元/11.86 亿元，同比增长 53.9%/40.5%/18.7%。

图表 61：金田股份盈利预测简表

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	110,499.58	124,160.80	134,675.44	143,460.63	153,584.97
YoY	9.2%	12.4%	8.5%	6.5%	7.1%
营业成本	107,988.43	121,229.44	131,016.69	139,429.94	149,120.69
YoY	8.9%	12.3%	8.1%	6.4%	7.0%
营业利润（百万元）	2,511.16	2,931.38	3,658.75	4,030.69	4,464.27
YoY	26.5%	16.7%	24.8%	10.2%	10.8%
毛利率	2.3%	2.4%	2.7%	2.8%	2.9%
销售费用（百万元）	333.09	400.75	471.36	487.77	522.19
%营收	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
管理费用（百万元）	611.85	629.19	942.73	903.80	967.59
%营收	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
研发费用（百万元）	516.02	612.05	808.05	803.38	860.08
%营收	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
归母净利润（百万元）	526.77	462.04	711.15	999.29	1185.68
YoY	25.3%	-12.3%	53.9%	40.5%	18.7%
每股收益 EPS（基本）（元）	0.35	0.31	0.10	0.48	0.67
净资产收益率 ROE	6.3%	5.4%	7.5%	9.5%	10.1%
每股净资产（元）	5.74	5.77	6.46	7.14	7.94
PE	23.81	27.27	17.72	12.61	10.63
PB	1.48	1.47	1.31	1.19	1.07

资料来源：公司公告，爱建证券研究所预测

3.3 估值分析与投资建议

3.3.1 绝对估值法

采用的现金流为企业自由现金流（FCFF），在以下假设下：

- 1) 鉴于公司横跨电力、家电、基建等行业需求增长稳健，新能源汽车行业提供结构性增量，且未来在政策驱动下仍有较大增长空间，假设公司 2034 年之后永续增长，增长率为 2.0%；
- 2) 选取公司β值 0.99。近一年 10 年期国债到期收益率从 2.22%降至 1.64%，谨慎性原则下，选取 1.70%为无风险利率；
- 3) 以沪深 300 指数上市以来的年化收益率 7.34%作为市场风险组合收益率，计算出市场风险溢价为 5.34%，谨慎性原则下，取 5.20%为市场风险溢价；
- 4) 根据公司在定期报告中披露历史数据，合理假设公司债务利率为 4.50%；
- 5) 公司经营内容和地区分布较复杂，根据公司在定期报告中披露的历史数据，合理假设公司使用的税率为 18%。

计算得到公司 WACC 约为 5.13%，再根据盈利预测模型，在 1.25%-2.75% 的永续增长率和 4.38%-5.88% 的折现率情景下，测算公司合理每股价值区间在 5.34-26.30 元；按照中值 5.13% 的 WACC 和 2.00% 的永续增长率条件，计算得出公司每股价值 10.83 元。

图表 62：DCF 估值（单位：百万元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT-估值	1,187.11	1,537.47	1,772.37	2,511.11	2,737.11	2,983.45	3,199.76	3,375.74	3,502.33
EBIT 利润率-估值	0.88%	1.07%	1.15%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
实际税率-估值	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
息前税后利润-估值	1,029.46	1,315.31	1,509.60	2,059.11	2,244.43	2,446.43	2,623.80	2,768.11	2,871.91
折旧摊销-估值	624.94	611.12	595.88	649.51	707.97	771.69	827.63	873.15	905.90
资本开支-估值	665.26	576.40	601.82	655.98	715.02	779.37	835.88	881.85	914.92
FCFF	-260.74	127.79	311.89	753.62	821.44	895.37	960.29	1013.10	1051.09
FCFF 现值	-248.02	115.63	268.44	616.98	639.71	663.27	676.65	679.05	670.15
TV	1,072.12								
TV 现值	21,851.46								
企业价值	25,874.77								
债务总额	10,045.66								
股票价值	16,089.80								
总股数	1,485.50								
每股价值（元）	10.83								

资料来源：聚源数据，爱建证券研究所预测

图表 63：绝对估值敏感性分析（单位：元/股）

		折现率						
	每股价值	4.38%	4.63%	4.88%	5.13%	5.38%	5.63%	5.88%
永续增长率	1.25%	11.94	10.43	9.13	8.00	7.01	6.13	5.34
	1.50%	13.30	11.56	10.08	8.81	7.71	6.73	5.87
	1.75%	14.91	12.89	11.19	9.75	8.50	7.42	6.47
	2.00%	16.86	14.47	12.49	10.83	9.42	8.20	7.14
	2.25%	19.27	16.38	14.04	12.10	10.48	9.10	7.90
	2.50%	22.32	18.74	15.91	13.62	11.72	10.13	8.78
	2.75%	26.30	21.72	18.21	15.45	13.20	11.35	9.80

资料来源：聚源数据，爱建证券研究所预测

3.3.2 相对估值法

选取江西铜业、海亮股份、楚江新材、云南铜业、铜陵有色作为可比标的，核心依据为公司与上述企业在铜加工主业、下游应用领域（如新能源车、电力等）的

高度相似性。参考 iFinD 一致预期数据，可比公司 2025 年平均 PE（市盈率）为 16.68 倍，平均 PB（市净率）为 1.38 倍。

图表 64：可比公司估值水平对比简表

股票代码	股票简称	收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600362.SH	江西铜业	24.03	2.01	1.91	2.12	2.46	11.58	12.24	11.04	9.50
002203.SZ	海亮股份	12.00	0.35	0.59	0.65	0.77	29.49	17.53	16.01	13.49
002171.SZ	楚江新材	9.25	0.18	0.43	0.54	0.65	51.11	21.48	17.13	14.20
000878.SZ	云南铜业	13.62	0.63	0.76	1.04	1.16	20.29	16.92	12.38	11.07
000630.SZ	铜陵有色	4.04	0.22	0.23	0.29	0.33	14.71	15.22	11.65	10.41
平均							25.44	16.68	13.64	11.73
601609.SH	金田股份	8.55	0.31	0.48	0.67	0.80	27.27	17.86	12.71	10.71

资料来源：iFinD，爱建证券研究所

注：股价为 2025 年 8 月 12 日收盘价,可比公司的 PE 预测为 iFinD 一致预期

我们认为，公司正从传统铜加工龙头迈向高附加值铜基材料与稀土永磁业务“双引擎”驱动的新阶段。当前铜产品结构持续优化，新能源汽车用电磁线、高性能铜排等高端产品放量提升盈利能力；同时，稀土永磁业务在产品体系突破与下游客户验证加速下有望成为第二增长极。在上游铜价稳定背景下，公司盈利能力有望稳步提升，配合现代物流系统与全球化布局，公司正步入由规模增长向产品高端化转型过渡的关键期。

公司铜加工高端产能有序释放，销量及盈利能力稳健提升。我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别为 1346.8 亿元/1434.6 亿元/1535.9 亿元；归母净利润分别为 7.11 亿元/9.99 亿元/11.86 亿元，同比增长 53.92%/40.52%/18.65%；EPS 分别为 0.48 元、0.67 元、0.80 元，对应 PE 分别为 17.9 倍/12.7 倍/10.7 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

4.风险提示

- 1) **新能源下游需求或产能释放不及预期**：公司产品广泛应用于新能源车、光伏、风电等领域，若下游需求放缓或公司高端产能释放节奏不及预期，将对营收增速与盈利改善形成制约。
- 2) **铜价波动风险**：公司主要产品为铜及铜合金材料，原材料成本占比高，若铜价出现剧烈波动，可能影响公司盈利能力稳定性。
- 3) **海外贸易政策变化风险**：公司全球化布局持续推进，若海外市场出现贸易壁垒加剧、关税调整或技术准入政策收紧，可能对出口业务和海外产能协同造成扰动。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	388	1,631	1,386	1,768	2,201	净利润	539	465	718	1,012	1,197
应收款项	6,937	7,886	7,055	8,924	8,167	折旧摊销	556	602	625	611	596
存货	5,161	6,081	6,050	6,860	6,947	营运资本变动	110	5,536	-2,167	4,724	-1,322
流动资产	15,077	18,746	17,687	21,037	21,092	经营活动现金流	-2,179	1,540	2,072	894	2,136
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	780	903	665	576	602
固定资产	5,425	5,719	5,606	5,440	5,293	投资变动	0	0	43	163	121
在建工程	459	407	414	389	371	投资活动现金流	-958	-1,324	-719	-749	-733
无形资产	528	520	515	512	510	银行借款	5,824	6,529	5,675	6,047	5,674
非流动资产	6,754	7,056	6,977	6,808	6,670	筹资活动现金流	2,820	1,083	-1,329	524	-662
资产合计	21,831	25,802	24,664	27,846	27,762	现金净增加额	-291	1,114	-245	382	433
短期借款	3,035	3,355	2,420	2,414	1,955	期初现金	685	388	1,631	1,386	1,768
应付款项	2,185	3,797	2,754	4,217	3,239	期末现金	388	1,631	1,386	1,768	2,201
流动负债	2,185	3,797	2,754	4,217	3,239						
长期借款	2,789	3,174	3,255	3,633	3,719						
应付债券	2,663	2,704	2,746	2,788	2,830						
非流动负债	6,100	6,551	6,674	7,095	7,223						
负债合计	13,347	17,229	15,064	17,234	15,959						
股本	1,479	1,486	1,486	1,486	1,486						
资本公积	1,854	1,955	1,955	1,955	1,955						
留存收益	4,376	4,664	5,375	6,375	7,560						
归母股东权益	8,256	8,345	9,364	10,363	11,543						
少数股东权益	228	229	236	248	260						
负债和权益总计	21,831	25,802	24,664	27,846	27,762						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	110,500	124,161	134,675	143,461	153,585	成长能力指标					
营业成本	107,988	121,229	131,017	139,430	149,121	营业收入增速	9.2%	12.4%	8.5%	6.5%	7.1%
税金及附加	125	159	189	215	230	营业利润增速	19.2%	-8.9%	54.6%	41.2%	18.3%
销售费用	333	401	471	488	522	归母净利润增速	25.3%	-12.3%	53.9%	40.5%	18.7%
管理费用	612	629	943	904	968	盈利能力指标					
研发费用	516	612	808	803	860	毛利率	2.3%	2.4%	2.7%	2.8%	2.9%
财务费用	419	698	515	521	534	净利率	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
资产减值损失	-65	-46	121	130	142	ROE	6.3%	5.4%	7.5%	9.5%	10.1%
公允价值变动	87	82	81	81	81	ROIC	3.0%	2.3%	3.7%	4.7%	5.4%
投资净收益	-107	-47	0	0	0	偿债能力					
营业利润	620	565	873	1,232	1,457	资产负债率	61.1%	66.8%	61.1%	61.9%	57.5%
营业外收支	1	2	3	2	2	净负债比率	1.57	2.01	1.57	1.62	1.35
利润总额	621	567	876	1,234	1,460	流动比率	2.08	1.76	2.11	2.07	2.41
所得税	83	102	158	222	263	速动比率	1.12	0.97	1.12	1.16	1.31
净利润	539	465	718	1,012	1,197	营运能力					
少数股东损益	12	3	7	13	11	总资产周转率	5.06	4.81	5.46	5.15	5.53
归母净利润	527	462	711	999	1,186	应收账款周转率	15.93	15.74	19.09	16.08	18.81
EBITDA	1,628	1,699	1,812	2,149	2,368	存货周转率	21.41	20.42	22.26	20.91	22.11
						每股指标					
						每股收益	0.36	0.31	0.48	0.67	0.80
						每股经营性现金流	-1.47	1.04	1.39	0.60	1.44
						每股净资产	5.74	5.77	6.46	7.14	7.94
						估值比率					
						市盈率	24.00	27.50	17.86	12.71	10.71
						市销率	0.11	0.10	0.09	0.09	0.08
						市净率	1.49	1.48	1.32	1.20	1.08
						EV/EBIT	23.89	25.82	22.22	18.32	14.93
						EV/EBITDA	15.73	16.66	14.56	13.11	11.17

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。