



扭亏为盈，收购落地增强高端铜箔能力

——德福科技（301511.SZ）首次覆盖报告

分析师：曾韬、段尚昌

扭亏为盈，收购增强高端铜箔能力

——2025 年半年报业绩点评&首次覆盖报告

2025 年 8 月 27 日

核心观点

- 事件：**25H1 公司实现营收 53.0 亿元，同比+67%，归母净利 0.4 亿元，扣非净利 0.12 亿元，同比扭亏为盈；毛利率 6.5%，同比+4.9pcts，净利率 0.7%，同比+4pcts。25Q2 公司实现营收 28.0 亿元，同/环比+41%/+12%；归母净利 0.2 亿元，同比扭亏/环比+13%；扣非净利 0.06 亿元，同比扭亏/环比-1.2%；毛利率 6.5%，同/环比+2.1/+0.1pcts；净利率 0.7%，同比+1.3pcts/环比持平，符合预期。
- 锂电铜箔营收翻倍增长。**2025H1 公司营收大幅增长主要得益于全球新能源汽车及储能需求高增，带动锂电铜箔出货量增长，同时由于铜等原材料维持相对高位，以及上半年加工费涨价落地，量价齐升下锂电铜箔业务实现近翻倍增长。另一方面，尽管消费需求回暖，但由于市场竞争激烈价格下行，公司提高了电子/锂电铜箔产线的切换效率，电子铜箔业务 25H1 营收 7.8 亿，同比-16%，后续预计随着高价值量产品占比提升将迎来修复。
- 控费有效实现扭亏为盈。**25H1 公司期间费用率为 6.4%，同比-1.4pcts 规模效应带来控费有效；25Q2 公司期间费用率为 6.3%，同/环比-0.3/-0.3pcts。25Q2 公司计提信用减值损失 0.1 亿元。最终 Q2 延续 Q1，实现扭亏为盈。
- 收购卢森堡铜箔，增强高端铜箔竞争力。**7 月 29 日公司公告收购卢森堡铜箔全部股权，后者是全球高端 IT 铜箔领域的领先企业之一，也是除日本厂商外，全球范围内唯一一家自主掌握高端 IT 铜箔核心技术并具备量产能力的龙头企业，在市场上占据显著份额。该公司核心产品 HVLP、DTH 已与全球顶尖的覆铜板和印制电路板制造商保持着长期且稳固的合作关系。本次收购完成后，公司电解铜箔总产能将跃升至 19.1 万吨/年，将从锂电铜箔龙头升级为覆盖锂电铜箔、高端 IT 铜箔、载体铜箔的全品类供应商，实现战略定位的根本性跨越。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 119/150/179 亿元；归母净利分别为 1/2/2 亿元，EPS 0.2、0.3、0.3 元/股，对应 PE 221x/121x/117x。首次覆盖给“中性”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧、全球贸易形势复杂多变、原材料价格上涨等风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	7805.45	11922.53	14980.30	17903.02
同比/%	19.51	52.75	25.65	19.51
归母净利润/百万元	-245.11	106.13	193.60	201.34
同比/%	-284.80	143.30	82.42	4.00
EPS/元	-0.39	0.17	0.31	0.32
PE	—	221.12	121.22	116.56

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

德福科技（301511.SZ）

中性 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-8092-7627

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

段尚昌

☎：010-8092-7653

✉：duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

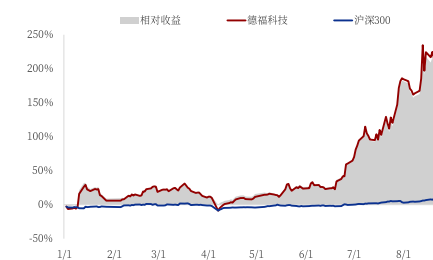
市场数据

2025-08-27

A 股收盘价/元	37.23
上证指数	3,800.35
总股本（亿股）	6.30
实际流通 A 股（亿股）	3.75
流通 A 股市值（亿元）	139.6

市场表现

2025-08-27



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 25H1 业绩符合预期	4
(一) 营收及盈利能力	4
(二) 资本结构与偿债能力	8
(三) 营运能力	8
(四) 现金流情况	9
(五) 杜邦分析	10
二、 全球铜箔龙头，高端化全球化布局引领发展	12
三、 投资建议	15
(一) 盈利预测	15
(二) 相对估值	15
(三) 投资建议	15
四、 风险提示	16

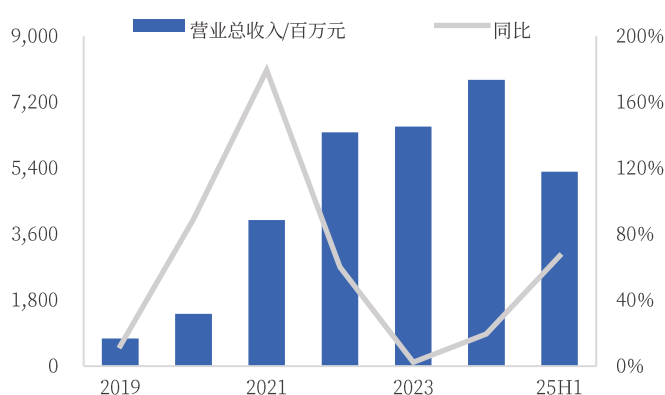
一、25H1 业绩符合预期

（一）营收及盈利能力

公司锂电铜箔业务翻倍增长。2025 年上半年，公司营业收入实现 53.0 亿元，同比增长 66.8%，其中锂电铜箔业务占比 77.5%，同比增长 99%。25Q2 公司营收 28.0 亿元，同比+40.9%，环比+11.9%。公司营收大幅增长主要得益于全球新能源汽车及储能需求高增，带动锂电铜箔出货量增长，同时由于铜等原材料维持相对高位，以及上半年加工费涨价落地，量价齐升下实现近翻倍增长。

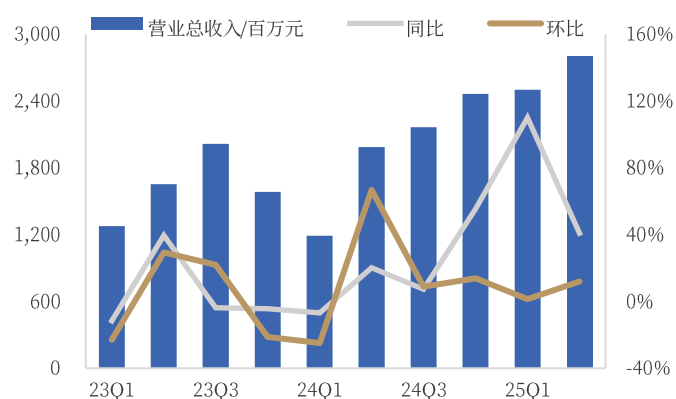
电子铜箔营收下滑。尽管消费需求回暖，但由于市场竞争激烈价格下行，公司提高了电子/锂电铜箔产线的切换效率，电子铜箔业务 25H1 营收 7.8 亿，同比-16%，后续预计随着高价值量产品占比提升将迎来修复。

图1：25H1 公司营业总收入



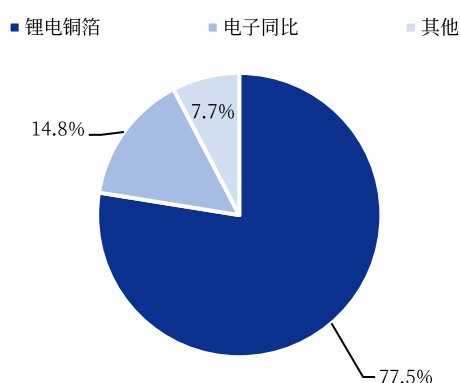
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：25Q2 公司营业总收入



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

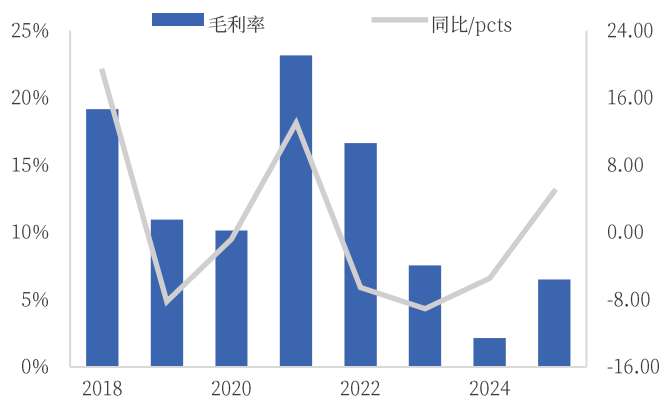
图3：25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

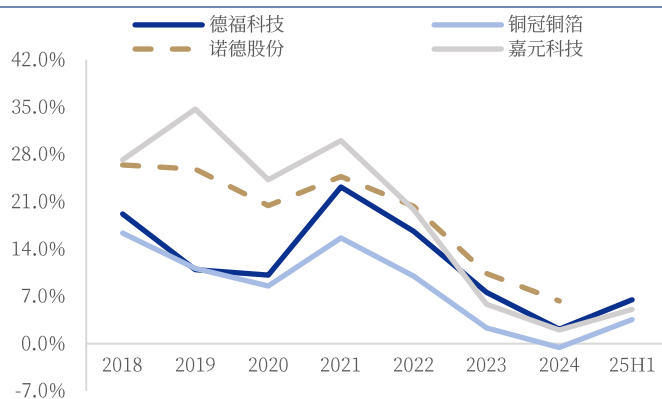
25Q2 公司毛利率环比持平。25H1 公司销售毛利率 6.5%，同比+4.9pcts，其中 25Q2 公司销售毛利率 6.5%，同比+2.1pcts/环比持平。分产品看，公司锂电铜箔在涨价趋势下毛利率持续修复，同比+4.3pcts 至 7.6%，而电子铜箔优化经营策略同时控制成本，公司毛利率由负转正至 1.5pcts。

图4: 25H1 公司毛利率



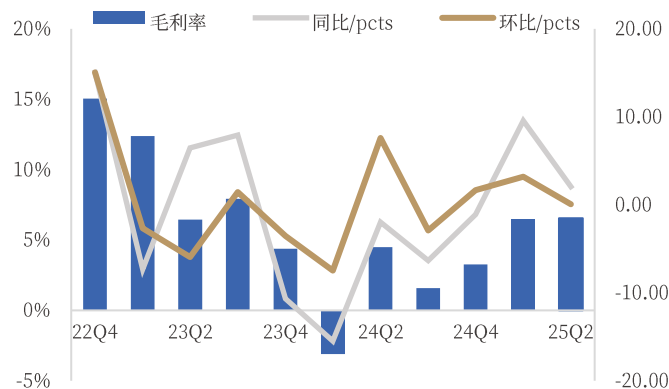
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 可比公司毛利率对比



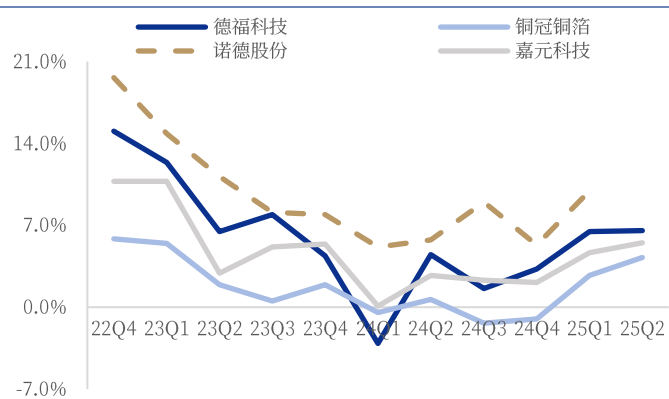
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图5: 25Q2 公司毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

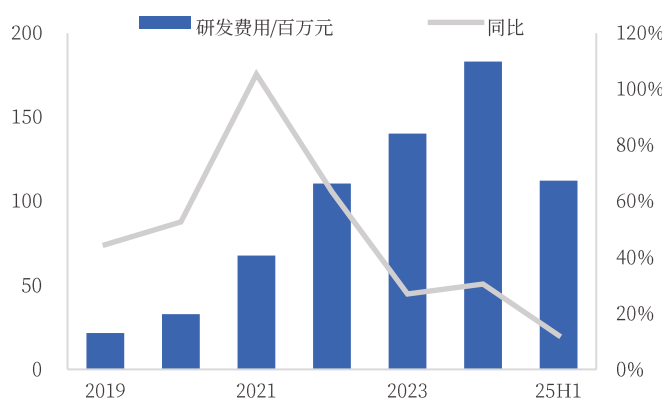
图7: 季度间可比公司毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

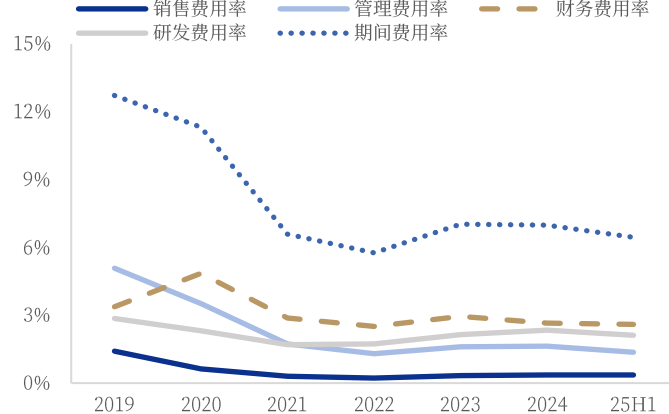
控费降本有效。25H1 公司期间费用率为 6.4%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、1.4%、2.1%、2.6%。25Q2 公司期间费用率为 6.3%，环比-3pcts。行业下行期公司加大控费降本力度，25Q2 费用率下降至历史地位水平。

图8: 25H1 公司研发费用情况



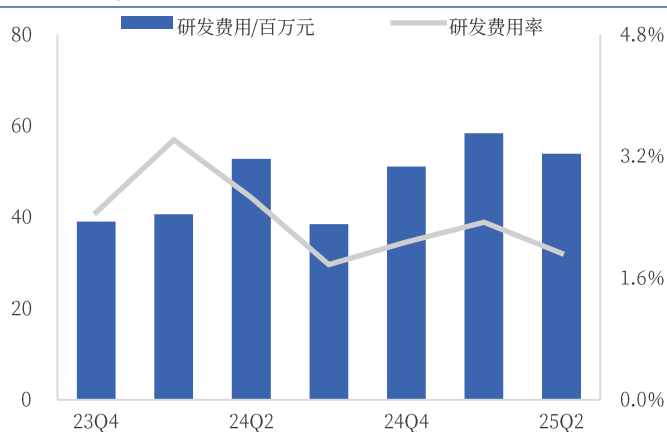
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图9: 25H1 公司期间费用率情况



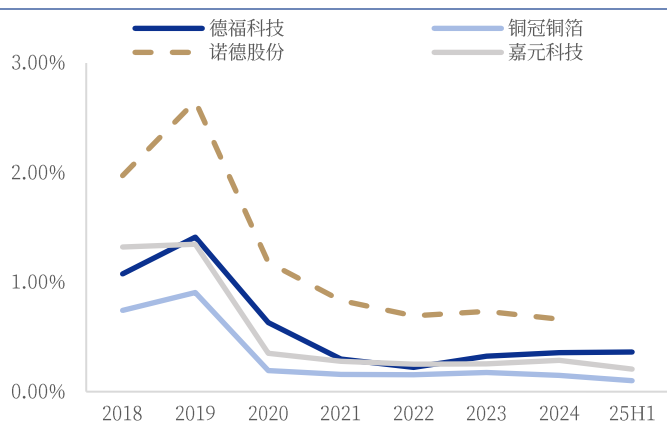
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图10: 25Q2 公司研发费用情况



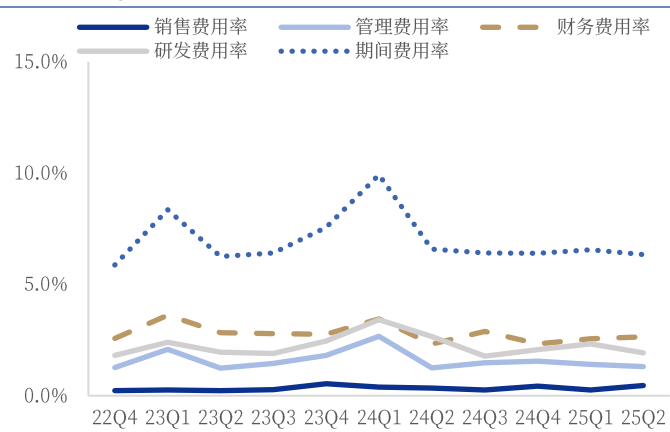
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 25H1 可比公司销售费用率对比



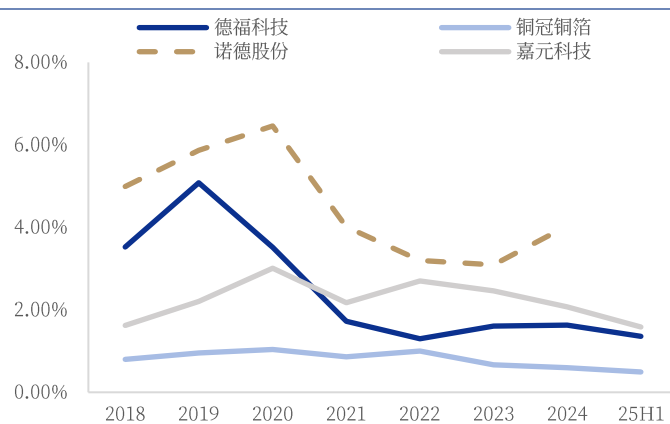
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 25Q2 公司期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

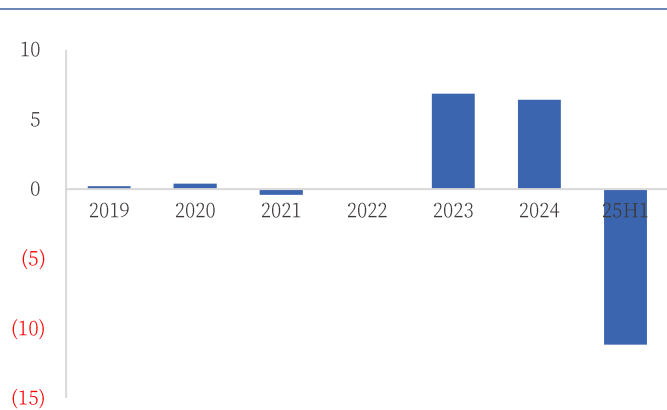
图13: 25H1 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

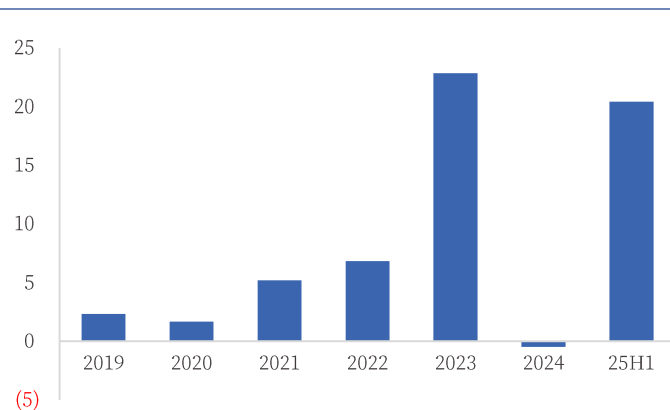
2025 年上半年公司资产减值损失和信用减值损失分别为-0.11 亿元、0.2 亿元。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化，公司整体经营依旧稳健。

图14: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

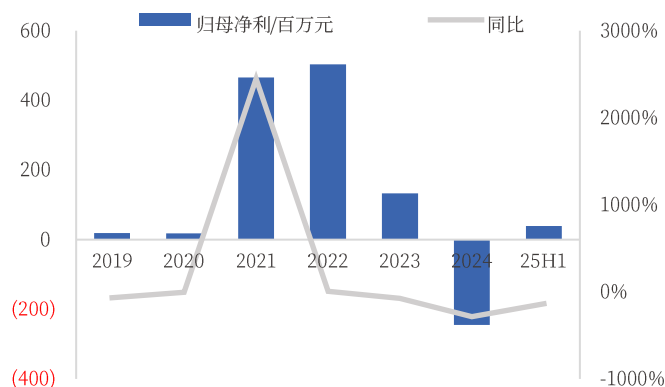
图15: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

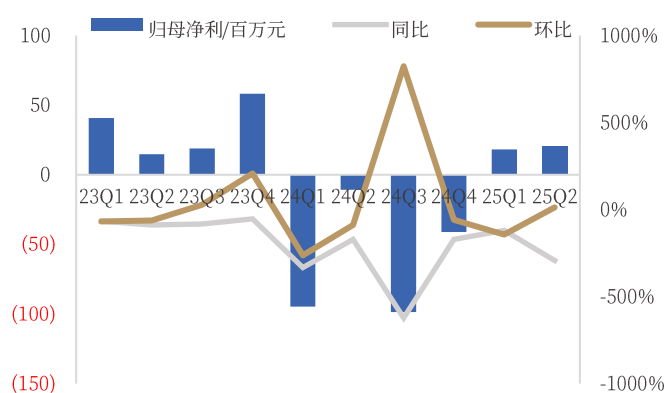
公司盈利反转。2025 年上半年公司实现归母净利润 0.4 亿元,同比大幅转正,归母净利率 0.7%,同比转正。扣非净利 0.1 亿元,同比转正。25Q2 公司归母净利润 0.2 亿元,同比转正/环比+13%,归母净利率 0.7%,同比转正/环比持平;扣非净利 0.06 亿元,同比转正/环比-1.2%,扣非归母净利率 0.2%,同比转正/环比持平。

图16: 25H1 公司归母净利润



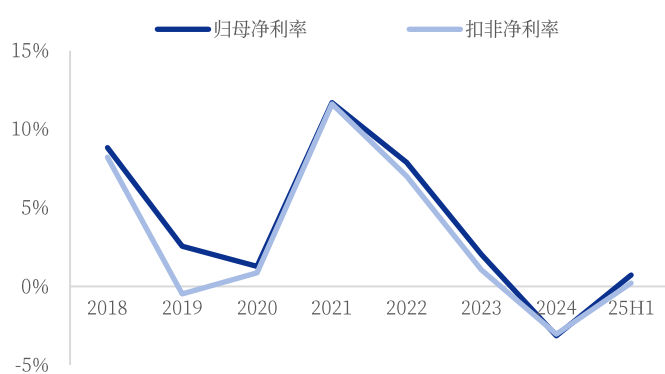
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 25Q2 公司归母净利润



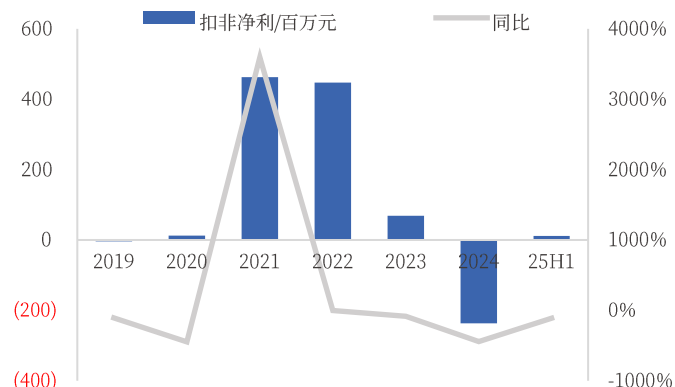
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图20: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率



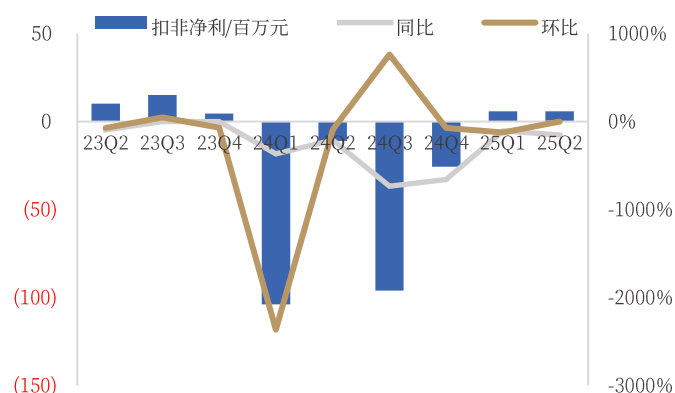
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图17: 25H1 公司扣非归母净利润



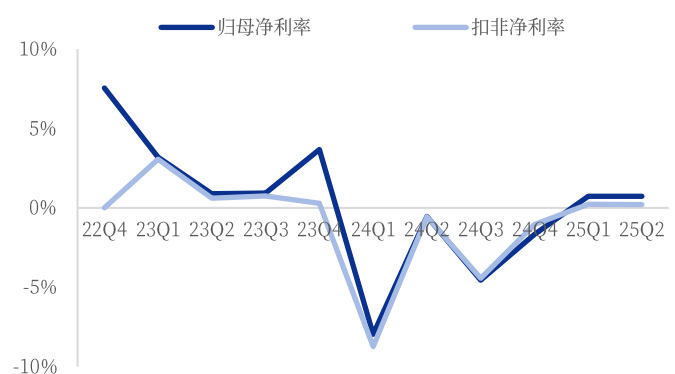
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图19: 25Q2 公司扣非归母净利润



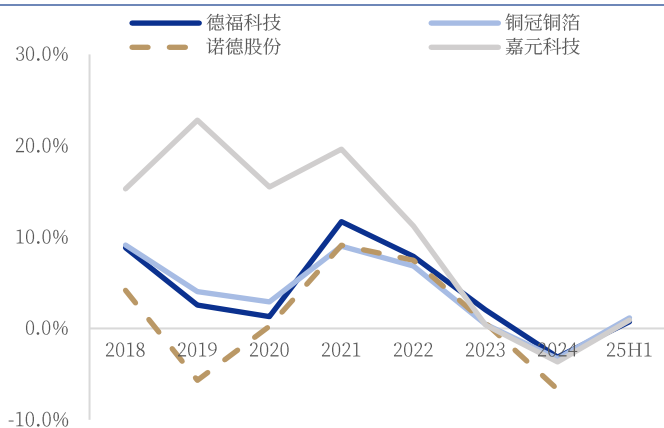
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率



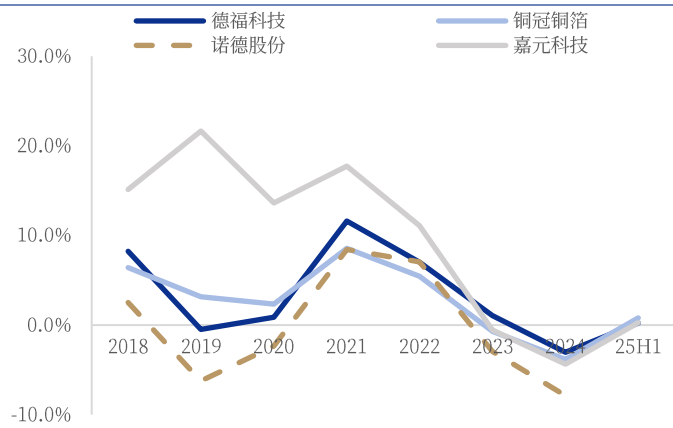
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 25H1 可比公司归母净利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图23: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比

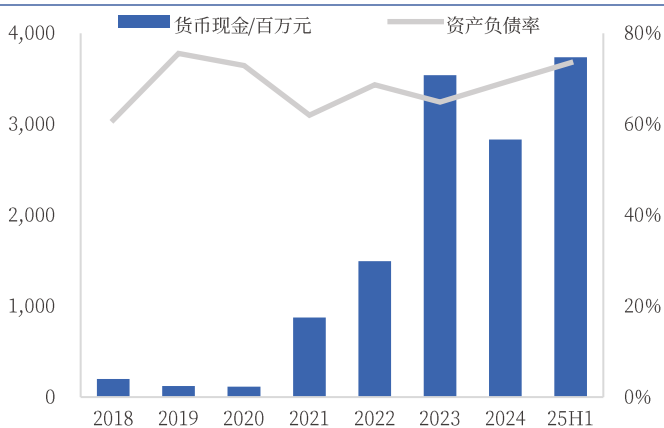


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 资本结构与偿债能力

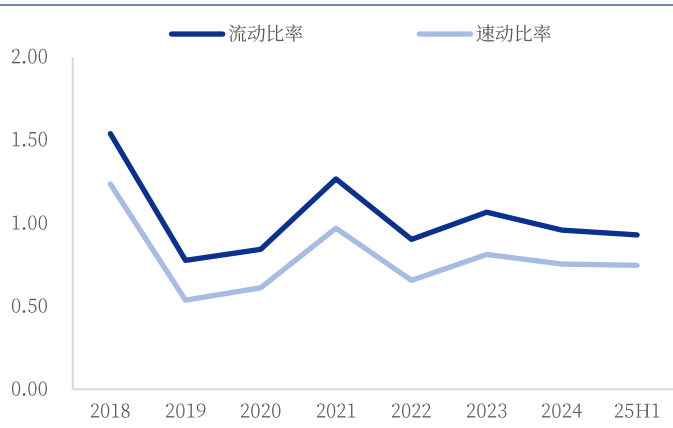
2025年上半年公司资产负债率 73.6%，处于同行业较高水平。期末货币现金 37.4 亿元，同比 -6%。公司流动比率/速动比率分别为 0.93/0.75，近两年维持稳定。

图24: 25H1 公司货币现金



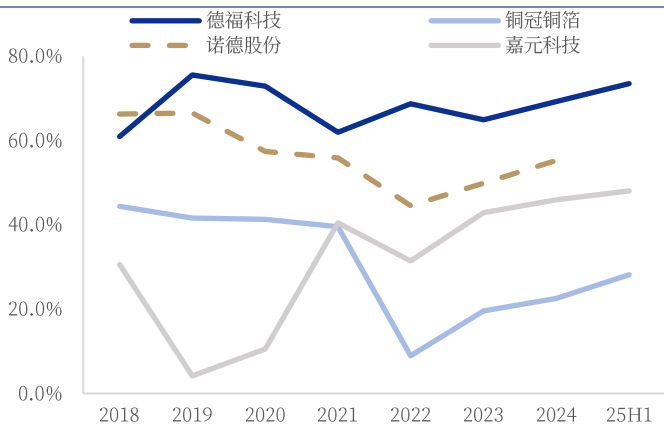
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图25: 25H1 公司流动/速动比率稳定



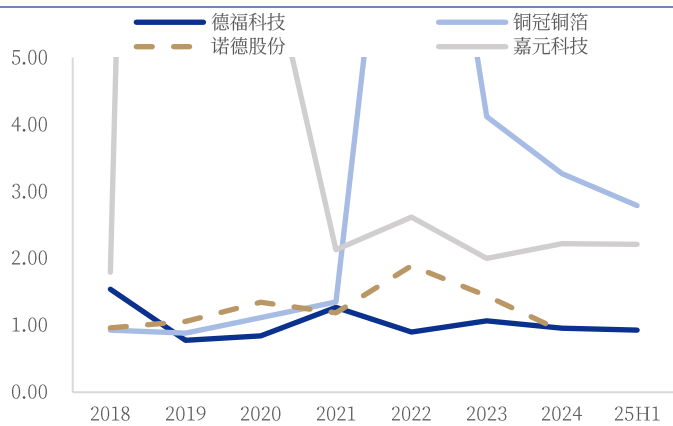
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图26: 25H1 可比公司资产负债率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图27: 25H1 可比公司流动比率对比

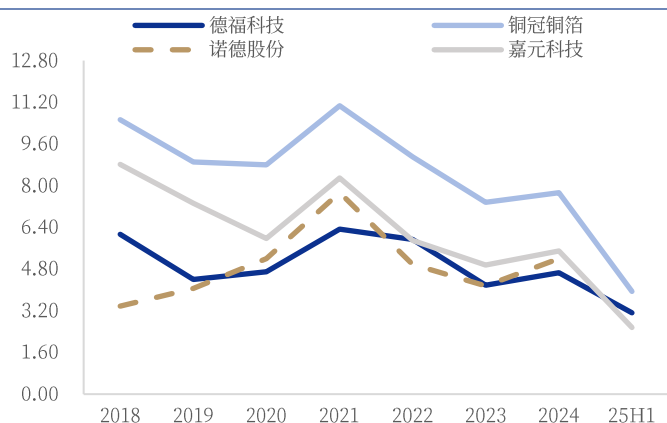


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 营运能力

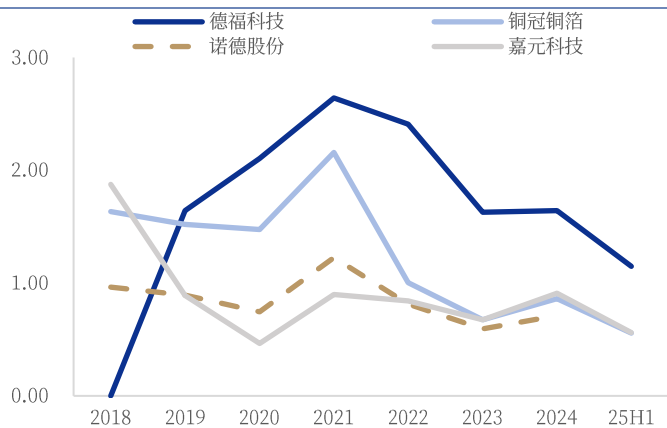
2025H1 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 3.1 次、1.9 次、1.1 次、0.3 次。

图28: 25H1 可比公司存货周转率对比



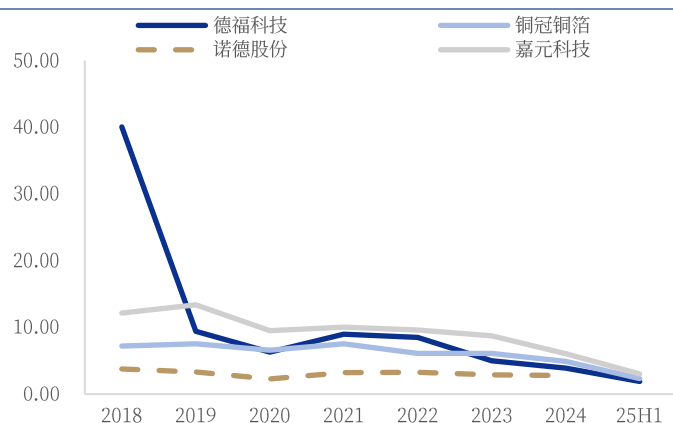
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图30: 25H1 可比公司净资产周转率对比



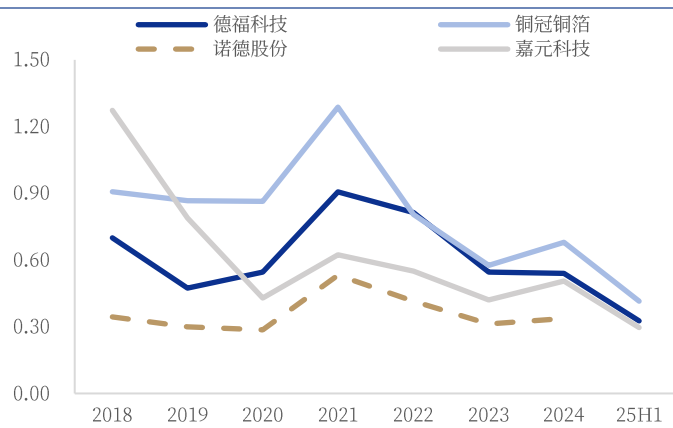
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图29: 25H1 可比公司应收账款周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 25H1 可比公司总资产周转率对比

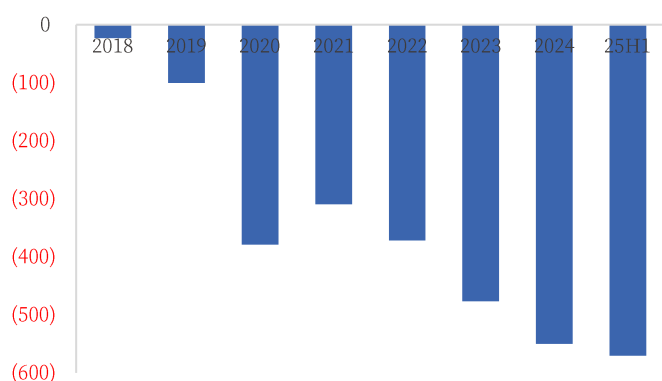


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 现金流情况

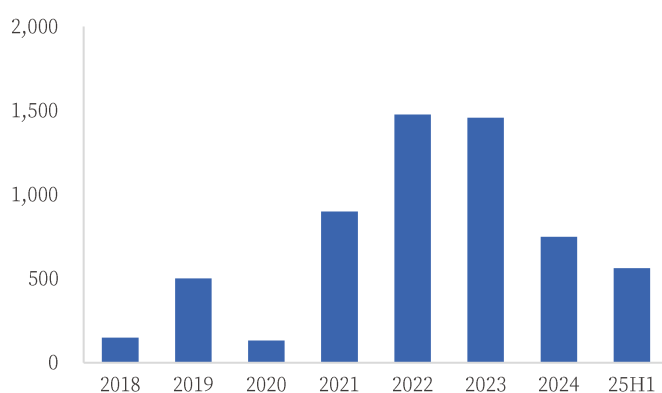
25Q2 公司资本开支保持扩张。2025H1 公司经营性现金流净额为-5.7 亿元，其中 Q2 为-3.6 亿元，公司经营性现金流长年为负主要与经营特点有关，公司客户以银行承兑汇票作为主要回款方式，在会计核算时，当期不符合终止确认条件的应收票据贴现取得的现金作为筹资活动现金流入，导致“销售商品、提供劳务收到的现金”减少，此外公司进行产能扩建时存在将应收票据直接背书转让给工程设备等固定资产供应商的情况。以 22 年为例，加回后经营性现金流量净额为 2.89 亿元。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25 年上半年公司资本开支为 5.62 亿元，扩张强度为近两年较高水平。

图32: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元



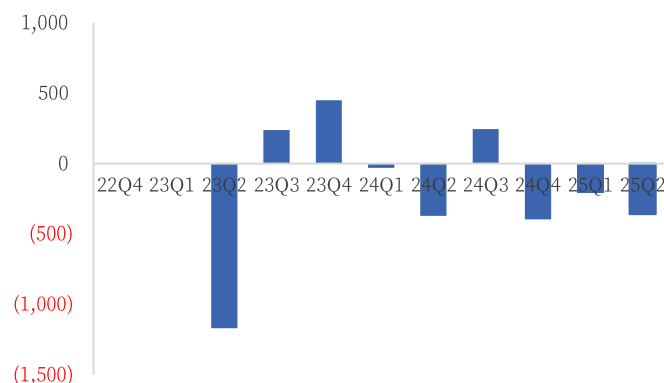
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图34: 25H1 公司资本开支/百万元



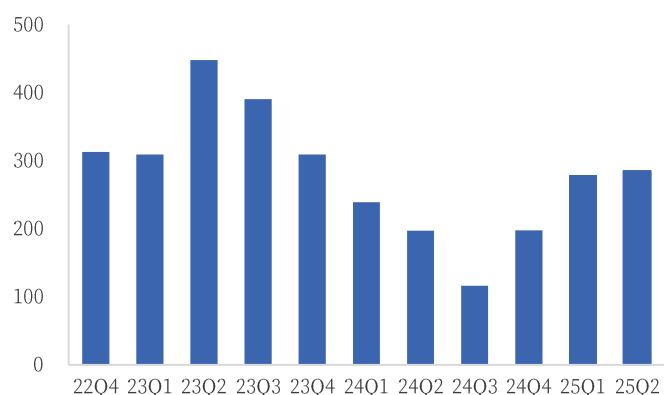
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图33: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

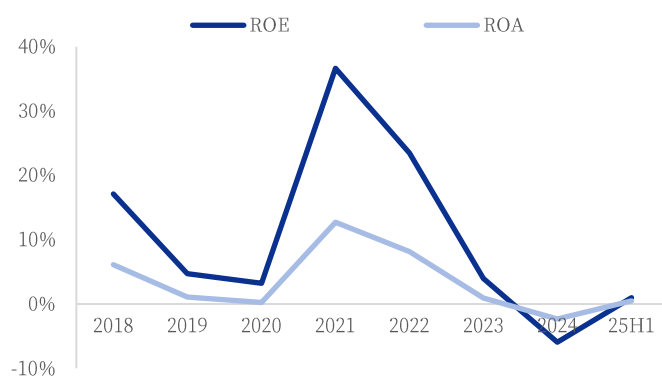
图35: 25Q2 公司资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(五) 杜邦分析

图36: 25H1 公司 ROE、ROA 情况



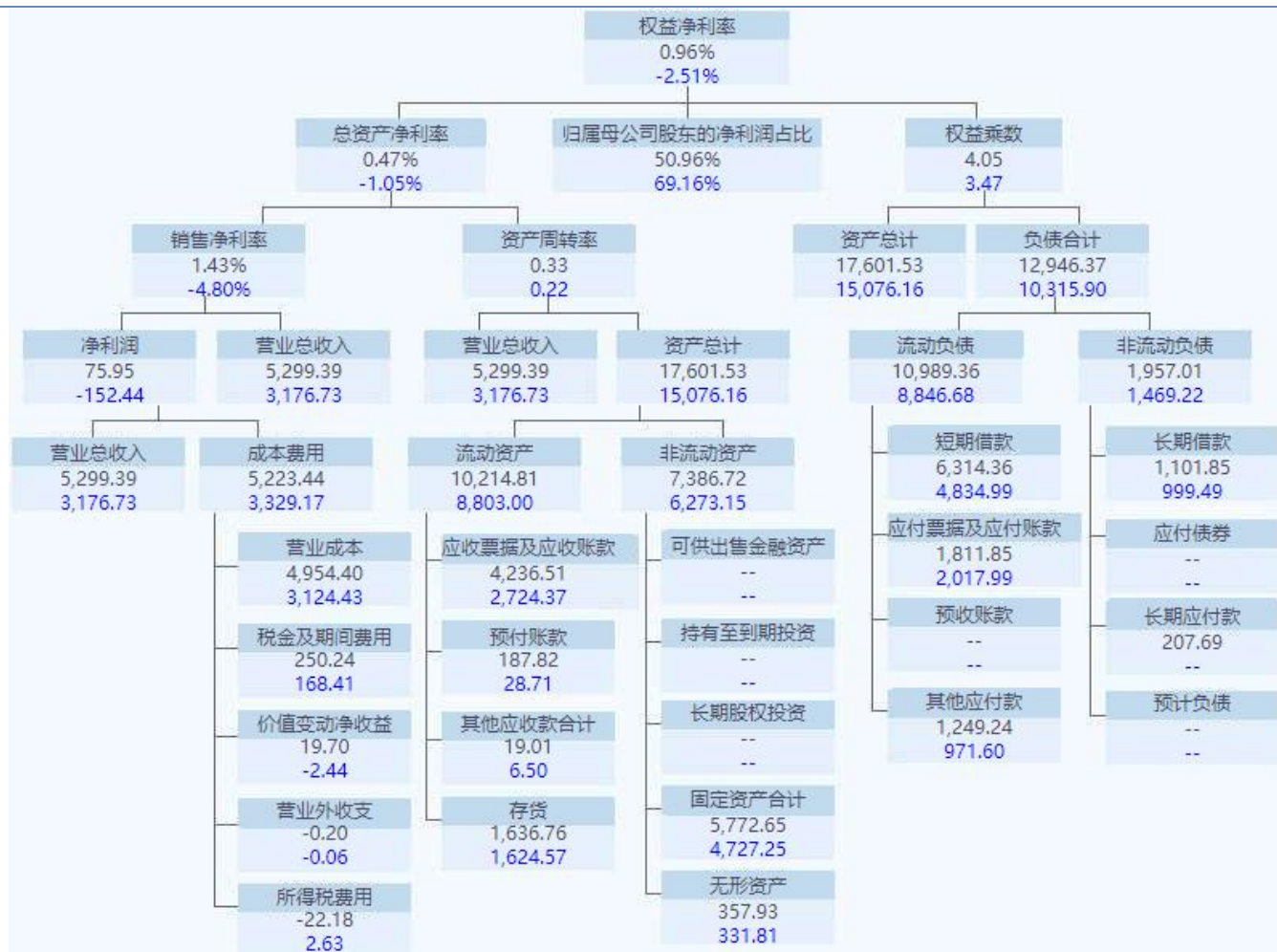
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图37: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图38: 公司 25H1 (黑字) 与 24H1 (蓝字) 杜邦分析拆分对比

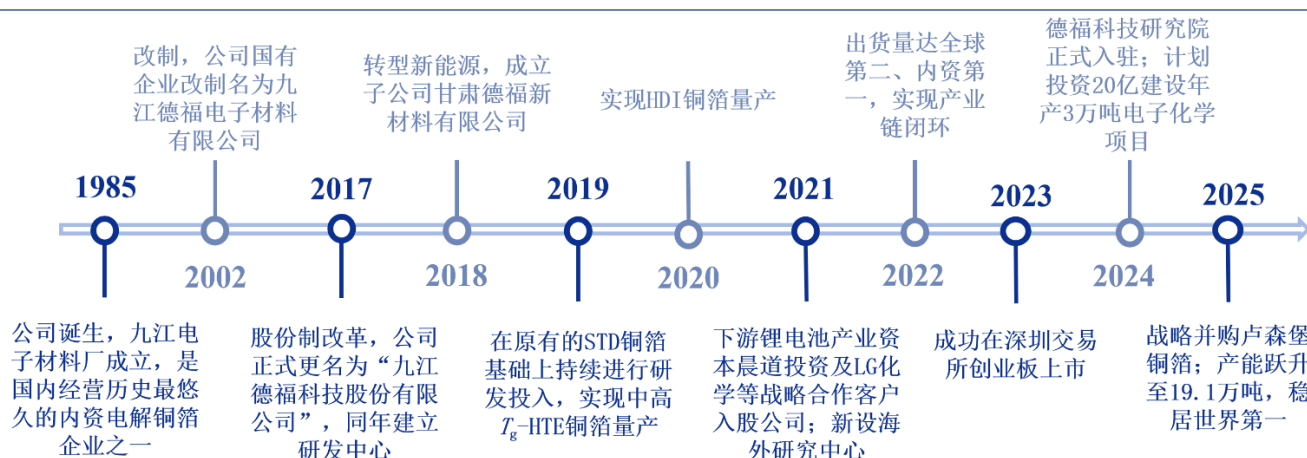


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、全球铜箔龙头，高端化全球化布局引领发展

深耕行业四十载，成就全球铜箔龙头。公司成立于 1985 年，是国内经营历史最悠久的内资电解铜箔企业之一。2018 年，公司转型新能源赛道，在原有的 STD 铜箔基础上持续研发投入，于 2019 年和 2020 年分别实现 T_g -THE 铜箔和 HDI 铜箔量产。2021 年，锂电池下游产业资本晨道投资和 LG 化学等战略合作客户入股公司，同年公司新设海外研究中心；2022 年，公司锂电铜箔出货量达全球第二、内资第一；2023 年，公司成功于深圳交易所创业板上市。近年来，公司不断提升铜箔性能，布局高端化市场。在锂电铜箔领域，公司与宁德时代、国轩高科、欣旺达、中创新航、赣锋锂电等头部公司建立稳定的合作关系，积极研发极薄锂电铜箔；在电子电路铜箔领域，公司与生益科技、联茂电子、南亚新材、华正新材等公司形成紧密合作，HVLP 和 RTF 高端铜箔产品卓有成效，2024 年，公司已完成 HVLP 多款产品的量产，HVLP5 目前处于研发阶段。

图39：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

生产工艺成熟，产品性能稳定。公司主营业务为电解铜箔的研发、生产与销售，产品主要包括各类高性能的锂电铜箔及电子电路铜箔，如新能源汽车动力锂电池应用双光铜箔 4-10 微米、电子电路应用高温高延铜箔(HTE)12-210 微米、挠性铜箔 (FCF)等，同时公司积极开发并推广 5G 应用的超低轮廓铜箔(HVLP)、反面处理铜箔 (RTF) 及其他特殊应用铜箔等。

表1：公司产品情况

产品分类	产品名称	产品介绍
锂电铜箔	普强双面光锂电铜箔 (GT)	双面光锂电铜箔是一种用电解法生产的两面均为光洁面的铜箔。该产品具有高延展性、厚度均匀性、良好的导电性和浸润性，及稳定的产品性能，作为锂离子电池负极集流体，被广泛应用于储能电池、汽车动力电池和 3C 数码电池。
	中强双面光锂电铜箔 (MT-40)	具有抗拉强度高、延伸率高及稳定的产品性能，作为锂离子电池负极集流体，在电芯制造和后续使用过程中，减少铜箔褶皱和断带，被广泛应用于储能电池、汽车动力电池和 3C 数码电池。
	高强双面光锂电铜箔 (HT-50)	具有抗拉强度高、厚度均匀性和低粗糙度，对锂电池负极极片辊压以卷绕等外力作用的耐受性强，减少出现铜箔断裂造成容量下降发生，适用于高容量可充电电池，被广泛应用于大规模储能、新能源汽车、消费电子和微纳器件等产业

	超高强 60 双面光锂电铜箔 (UHT-60)	随着高膨胀系数的硅氧或硅碳负极比例增高，对负极集流体的抗拉延伸有更严苛的要求。该产品具有>60kgf/mm ² 抗拉的同时，还兼具延伸>4%（铜箔厚度为 6μm）的性能，这对锂电池的制成及使用过程中大有裨益。
	高弹性模量双面光锂电铜箔 (HM-50)	具有高模量性能、挠性强、抗弯折、不易断裂以及较高的电导率等性能，作为锂离子电池负极集流体，可有效地提高电池的结构稳定性，减少产热而提高电池的能量转换密度，延长电池的使用寿命和提高安全性，被广泛 3C 数码电池。
	低弹性模量双面光锂电铜箔 (LM-60)	具有低粗糙度、低模量性能、满足高抗拉强度的同时易于延展和拉伸等性能，作为锂离子电池负极集流体，在卷绕压实过程中，可避免极片断裂现象，提高电池生产效率以及电池的安全性和使用寿命，适用于储能电池和汽车动力电池。
电子电路铜箔	封装载板用铜箔	有 V-SLP、R-SLP、C-IC1、C-IC1-C 等型号，主要应用于 BT/类 BT、IC 封装载板、类载板(SLP)、高密度互联板等领域
	高频信号用铜箔	有 RHF1、VHF1、VHF2 等型号，具有低粗糙度和稳定的剥离强度，主要应用于 PTFE、碳氢树脂(PCH)、高频电路板
	HVLP 高速铜箔	有 VHS1、VHS2、VHS3、VHS4 等型号，具有低粗糙度和良好信号完整性(SI)，主要应用于 Low loss、Mid loss、高速数字电路(HSD)
	RTF 高速铜箔	RHS1、RHS2、RHS3、RHS4 等型号，具有低粗糙度和稳定的剥离强度，主要应用于 Mid loss、FR-4、高密度互连板(HDI)
	精细线路用铜箔	有 V-SLP、R-SLP、H-SLP 等型号，主要应用于 BT/类 BT、IC 封装载板、类载板 (SLP)、HDI 等领域
	汽车线路板用铜箔	有 H-HCD、R-HCD 等型号，具有较低的粗糙度和稳定的剥离强度，主要应用于汽车 BMS 电路板、中高 TG 环氧、散热板等领域
	软板用铜箔 (R-FPC)	具有低粗糙度和高耐弯折性能，主要应用于柔性基板 (2L-FCCL)、PI/TPI 等领域

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

管理层专业经验丰富，坚持自主开发并掌握核心技术。公司管理层大多毕业于北京大学、清华大学、南开大学等全国顶尖高校或化学相关专业，在铜箔领域具有丰富的专业知识和从业经验。公司研发团队由来自北京大学、清华大学、中国科学技术大学、厦门大学等高校博士、硕士，以及教授级高级工程师等多名行业资深专家组成，截至 2025 年 6 月 30 日，公司研发团队规模达 446 人，其中博士 15 人、硕士 69 人。公司成立珠峰实验室和夸父实验室，分别从事锂电铜箔和电子电路铜箔研究与开发，专注于提升铜箔性能，保持在极薄锂电铜箔和高速电子电路铜箔领域的技术优势。

表2：公司管理层情况

姓名	职位	基本情况
马科	董事长	本科学历。2007 年 9 月至 2012 年 1 月任九江县弘盛铜业有限公司董事长，2012 年 2 月至 2017 年 12 月历任德福有限监事、总经理、执行董事兼总经理，2017 年 12 月至今任德福科技董事长。
罗佳	总经理、董事	博士学历，毕业于北京大学化学专业。历任中国科学院化学研究所博士后、助理研究员，北京未名聚力科技发展有限公司总经理，2013 年 7 月至今历任德思光电监事、执行董事，2017 年 9 月至 2017 年 12 月任德福有限总经理，2017 年 12 月至今任德福科技董事、总经理。
吴丹妮	副总经理、董事会秘书	本科学历，毕业于北京大学法学专业。历任北京鼎石律师事务所律师，北京市天如律师事务所律师，九江德福电子材料有限公司董事会秘书。2017 年 12 月至 2023 年 11 月任德福科技董事、董事会秘书。现任九江德福科技股份有限公司董事会秘书及副总经理。

宋铁峰	副总经理	本科学历，毕业于郑州轻工业学院电化学专业。历任灵宝华鑫铜箔有限责任公司技术部主管、销售部经理，福建清景铜箔有限公司副总经理，2019年5月至今任职于九江德福科技股份有限公司营销中心。现任九江德福科技股份有限公司副总经理。
张涛	副总经理、董事	本科学历，中央党校法律专业毕业，历任九江县黄老门乡政府干部，九江县组织部干部、副科级组织员，九江县新合镇纪委书记、副书记，九江县岷山乡乡长，九江市柴桑区赛城湖垦殖场党委书记，九江市八里湖新区党政办主任，2019年10月至2022年11月任职于九江德福科技股份有限公司行政中心、计划中心（兼），2022年10月至今任甘肃德福新材料有限公司董事长。现任九江德福科技股份有限公司董事、副总经理。
杨红光	副总经理	博士学历，毕业于清华大学北京协和医学院药物化学专业。历任凯莱英生命科学技术（天津）有限公司助理研究员。2017年8月至今历任德思光电技术总监、德福科技项目开发经理，2020年11月至2023年11月任德福科技监事会主席。现任九江德福科技股份有限公司副总经理。
江洪	副总经理	博士学历，毕业于北京大学有机化学专业。历任加州大学洛杉矶分校材料与工程系博士后，中科院上海高等研究院副教授高级工程师，九江德思光电材料有限公司技术总监，九江德福电子材料有限公司研发副总经理。2017年12月至今任九江德福科技股份有限公司副总经理。
范远朋	副总经理	博士学历，毕业于北京大学化学专业。历任北京旭阳科技有限公司应用化学事业部工程师，上海合全药物研发有限公司工艺开发部工程师。2017年12月至今历任德福科技研发中心经理、首席质量官、副总经理。现任九江德福科技股份有限公司副总经理。
金荣涛	副总经理、董事	本科学历，毕业于南方冶金学院（现江西理工大学）冶金系有色金属冶炼专业。历任西北铜加工厂工程师，铜陵中金铜箔有限公司高级工程师，铜陵有色股份铜冠黄铜棒材有限公司部门经理，中国有色金属加工工业协会教授级工程师及铜业部部长，浙江花园新能源有限公司知识产权经理。现任中国有色金属学会学术委员会委员、中国有色金属产业技术创新战略联盟专家委员会委员，2020年3月至今任德福科技副总经理。现任九江德福科技股份有限公司董事、副总经理。
龚凯凯	副总经理	本科学历，毕业于常熟理工学院应用化学专业。历任长春化工（江苏）有限公司铜箔部门工程师，任浙江花园新能源公司品质部经理，九江德福科技股份有限公司车间主任。2020年11月至今任职于九江德福科技股份有限公司生产中心电子电路业务部。现任九江德福科技股份有限公司副总经理。
马德福	董事	本科学历，毕业于南开大学半导体专业，副高级工程师，享受国务院特殊津贴。历任九江整流器厂车间负责人，庐山无线电厂车间负责人，九江电子材料厂厂长助理，任九江电子材料厂厂长兼书记，德福有限董事长、执行董事兼总经理、执行董事、监事。2017年12月至今担任德福科技董事。

资料来源：iFinD，公司招股说明书，中国银河证券研究院

收购卢森堡铜箔落地，增强高端铜箔竞争力。2025年7月29日，公司发布公告，宣布计划收购卢森堡铜箔全部股权，后者是全球高端IT铜箔领域的领先企业之一，也是除日本厂商外，全球范围内唯一一家自主掌握高端IT铜箔核心技术并具备量产能力的龙头企业，在市场上占据显著份额。该公司核心产品——极低轮廓铜箔（HVLP）和载体铜箔（DTH）——在2024年的合计收入占比已达到约53%，并与全球顶尖的覆铜板（CCL）和印制电路板（PCB）制造商保持着长期且稳固的合作关系。本次收购完成后，德福科技的电解铜箔总产能将从原有的17.5万吨/年跃升至19.1万吨/年，跃居全球产能第一的龙头地位。更重要的是，公司将从锂电铜箔龙头升级为覆盖锂电铜箔、高端IT铜箔、载体铜箔的全品类供应商，实现战略定位的根本性跨越。

三、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表3：分业务预测（单位：百万元）

产品名称	项目	2024	2025E	2026E	2027E
锂电铜箔	营业收入	5,644.63	9,302.36	11,802.36	13,776.31
	YOY	19.67%	64.80%	26.88%	16.73%
电子铜箔	营业收入	1,809.09	1,842.56	2,128.16	2,814.49
	YOY	34.40%	1.85%	15.50%	32.25%
其他	营业收入	351.72	777.61	1,049.78	1,312.22
	YOY	-24.92%	121.09%	35.00%	25.00%
营业收入合计		7,805.45	11,922.53	14,980.30	17,903.02
YOY		19.51%	52.75%	25.65%	19.51%
归母净利润合计		-245.11	106.13	193.60	201.34
YOY		-284.80%	143.30%	82.42%	4.00%
EPS（元）		-0.39	0.17	0.31	0.32

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

结合公司业务情况，我们选取嘉元科技、铜冠铜箔作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 182x/67x/45x。

表4：与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 27 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301217.SZ	铜冠铜箔	-0.19	0.13	0.37	0.53	—	258.38	90.78	63.38
688388.SH	嘉元科技	-0.56	0.26	0.63	1.05	—	105.46	43.52	26.11
	平均值					—	181.92	67.15	44.75
002245.SZ	德福科技	-0.39	0.17	0.31	0.32	—	221.12	121.22	116.56

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

(三) 投资建议

公司是全球锂电铜箔龙头企业，近期计划收购卢森堡铜箔进一步增强其电子铜箔领域竞争力。随着 Ai 浪潮到来，光模块、Ai 芯片、服务器等新基建需求井喷，同时更新换代带来高代 HVLP 等核心原材料需求快速增长，公司已率先卡位，引领国产化替代充分受益。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 119/150/179 亿元；归母净利分别为 1/2/2 亿元，EPS 0.2、0.3、0.3 元/股，对应 PE 221x/121x/117x。首次覆盖给“中性”评级。

四、风险提示

- 1、行业竞争加剧风险。若行业竞争进一步加剧,企业通过降价获取市场份额导致新一轮价格战,行业内企业业绩将进一步承压,公司盈利进一步受损。
- 2、全球贸易形势多变,中美关税壁垒进一步提升、蔓延至全球贸易市场,针对中国零部件、原材料的限制性政策增多导致公司出海战略受阻的风险等。
- 3、原材料价格上涨的风险。公司成本结构受原材料价格影响大,若原材料价格剧烈波动会对公司业绩及经营稳定性造成影响。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8352.21	11708.69	12608.10	14311.90
现金	2832.33	3706.44	2653.80	2515.18
应收账款	2324.06	3524.95	4401.36	5229.98
其它应收款	2.35	3.60	4.52	5.40
预付账款	46.09	67.01	83.66	99.18
存货	1538.21	2232.89	2783.64	3296.11
其他	1609.17	2173.80	2681.12	3166.04
非流动资产	6527.48	7135.08	7564.02	7127.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5598.71	6073.96	6509.31	6328.83
无形资产	360.67	345.76	330.84	315.93
其他	568.10	715.36	723.87	482.39
资产总计	14879.70	18843.76	20172.12	21439.04
流动负债	8718.95	12167.66	13239.68	14240.01
短期借款	4464.52	6314.36	6314.36	6314.36
应付账款	946.89	1376.73	1718.71	2037.74
其他	3307.54	4476.57	5206.61	5887.91
非流动负债	1585.41	1957.01	1957.01	1957.01
长期借款	854.88	1101.85	1101.85	1101.85
其他	730.53	855.16	855.16	855.16
负债合计	10304.36	14124.67	15196.69	16197.02
少数股东权益	584.29	623.99	696.41	771.73
归属母公司股东权益	3991.05	4095.10	4279.02	4470.29
负债和股东权益	14879.70	18843.76	20172.12	21439.04

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-549.89	-112.71	295.24	368.23
净利润	-336.81	145.83	266.02	276.66
折旧摊销	339.10	508.40	570.93	595.75
财务费用	240.90	292.42	340.34	340.34
投资损失	6.80	-3.92	-3.00	-3.58
营运资金变动	-818.43	-1057.75	-918.85	-889.51
其它	18.54	2.31	39.80	48.57
投资活动现金流	-908.18	-979.49	-997.85	-156.45
资本支出	-749.83	-1046.53	-1000.85	-160.03
长期投资	-80.00	110.07	0.00	0.00
其他	-78.35	-43.03	3.00	3.58
筹资活动现金流	683.24	1966.32	-350.02	-350.41
短期借款	767.67	1849.84	0.00	0.00
长期借款	-331.35	246.97	0.00	0.00
其他	246.92	-130.49	-350.02	-350.41
现金净增加额	-774.66	874.11	-1052.64	-138.62

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7805.45	11922.53	14980.30	17903.02
营业成本	7638.46	11105.94	13864.61	16438.22
营业税金及附加	30.97	47.31	59.44	71.04
营业费用	27.75	42.38	53.25	63.64
管理费用	127.22	194.32	244.16	291.80
财务费用	207.07	231.53	260.65	283.28
资产减值损失	-6.42	-3.59	-4.78	-5.80
公允价值变动收益	-30.72	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-6.80	3.92	3.00	3.58
营业利润	-352.34	153.12	279.42	290.65
营业外收入	0.92	1.08	1.07	1.02
营业外支出	1.82	1.25	1.48	1.52
利润总额	-353.24	152.94	279.00	290.16
所得税	-16.44	7.12	12.98	13.50
净利润	-336.81	145.83	266.02	276.66
少数股东损益	-91.69	39.70	72.42	75.32
归属母公司净利润	-245.11	106.13	193.60	201.34
EBITDA	232.45	892.87	1110.58	1169.19
EPS (元)	-0.39	0.17	0.31	0.32

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	19.51%	52.75%	25.65%	19.51%
营业利润增速	-379.98%	143.46%	82.49%	4.02%
归属母公司净利润增	-284.80%	143.30%	82.42%	4.00%
毛利率	2.14%	6.85%	7.45%	8.18%
净利率	-3.14%	0.89%	1.29%	1.12%
ROE	-6.14%	2.59%	4.52%	4.50%
ROIC	-0.96%	2.85%	3.93%	4.09%
资产负债率	69.25%	74.96%	75.34%	75.55%
净负债比率	68.93%	93.57%	109.91%	106.96%
流动比率	0.96	0.96	0.95	1.01
速动比率	0.75	0.76	0.72	0.75
总资产周转率	0.54	0.71	0.77	0.86
应收账款周转率	3.88	4.08	3.78	3.72
应付账款周转率	7.48	9.56	8.96	8.75
每股收益	-0.39	0.17	0.31	0.32
每股经营现金	-0.87	-0.18	0.47	0.58
每股净资产	6.33	6.50	6.79	7.09
P/E	—	221.12	121.22	116.56
P/B	5.88	5.73	5.48	5.25
EV/EBITDA	47.62	31.23	26.05	24.87
P/S	3.01	1.97	1.57	1.31

图表目录

图 1: 25H1 公司营业总收入	4
图 2: 25Q2 公司营业总收入	4
图 3: 25H1 公司营收按产品分类拆分	4
图 4: 25H1 公司毛利率	5
图 5: 25Q2 公司毛利率	5
图 6: 可比公司毛利率对比	5
图 7: 季度间可比公司毛利率对比	5
图 8: 25H1 公司研发费用情况	5
图 9: 25H1 公司期间费用率情况	5
图 10: 25Q2 公司研发费用情况	6
图 11: 25Q2 公司期间费用率情况	6
图 12: 25H1 可比公司销售费用率对比	6
图 13: 25H1 可比公司管理费用率对比	6
图 14: 25H1 公司资产减值损失（单位：百万元）	6
图 15: 25H1 公司信用减值损失（单位：百万元）	6
图 16: 25H1 公司归母净利润	7
图 17: 25H1 公司扣非归母净利润	7
图 18: 25Q2 公司归母净利润	7
图 19: 25Q2 公司扣非归母净利润	7
图 20: 25H1 公司归母净利率与扣非归母净利率	7
图 21: 25Q2 公司归母净利率与扣非归母净利率	7
图 22: 25H1 可比公司归母净利率对比	8
图 23: 25H1 可比公司扣非归母净利率对比	8
图 24: 25H1 公司货币现金	8
图 25: 25H1 公司流动/速动比率稳定	8
图 26: 25H1 可比公司资产负债率对比	8
图 27: 25H1 可比公司流动比率对比	8
图 28: 25H1 可比公司存货周转率对比	9
图 29: 25H1 可比公司应收账款周转率对比	9
图 30: 25H1 可比公司净资产周转率对比	9
图 31: 25H1 可比公司总资产周转率对比	9
图 32: 25H1 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 33: 25Q2 公司经营性现金流净额/百万元	10
图 34: 25H1 公司资本开支/百万元	10

图 35: 25Q2 公司资本开支/百万元..... 10

图 36: 25H1 公司 ROE、ROA 情况 10

图 37: 25Q2 公司 ROE、ROA 情况 10

图 38: 公司 25H1（黑字）与 24H1（蓝字）杜邦分析拆分对比 11

图 39: 公司发展历程 12

表 1: 公司产品情况..... 12

表 2: 公司管理层情况..... 13

表 3: 分业务预测（单位：百万元） 15

表 4: 与可比公司估值（股价截至 2025 年 8 月 27 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期） 15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

段尚昌，北京大学本硕。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn