

铜冠铜箔（301217.SZ）

领跑高频高速铜箔

铜冠铜箔为国内头部铜箔生产商，铜箔产能 8 万吨/年，主要生产 PCB 铜箔和锂电池铜箔。公司可生产高端 PCB 铜箔，有望受益于 AI 发展及国产替代加速，锂电池铜箔技术在业内领先。

- 与股东形成上下游产业协同，财务状况稳健。铜冠铜箔控股股东为铜陵有色，系国内头部阴极铜生产商，持股比例 72.38%；第二大股东为国轩高科全资子公司合肥国轩，持股比例 2.62%，国轩高科系国内重要的锂电池生产商。铜冠铜箔主要原材料采购自铜陵有色及其控股公司，同时锂电箔销售与国轩高科旗下公司保持密切合作，与股东形成有效产业协同。公司财务状况稳健，连续多年资产负债率低于 30%，期间费用率低于 3%。
- 产能产量稳步增长，持续拓展高端产品矩阵。2022-2024 年，公司铜箔产量分别为 4.16 万吨、4.57 万吨、5.40 万吨。2024 年投产 2.5 万吨锂电铜箔后总产能增至 8 万吨，其中 PCB 铜箔产能 3.5 万吨，锂电铜箔产能 4.5 万吨。2025H1，随着新投产产能爬产，铜箔产量达 3.51 万吨。公司持续拓展高端产品，PCB 铜箔 HVLP1-3 已量产，HVLP4 正在面向客户进行测试；锂电箔 4.5 μm 产品已量产，并在开发 3.5 μm 产品，为业内领先水平。
- 铜箔行业介绍。电解铜箔按应用可分为锂电铜箔与标准铜箔，其上游为阴极铜，下游主要涵盖锂电池与 PCB 行业。生产工艺包括溶铜、电解、表面处理和分切，技术壁垒主要体现在添加剂配方、工艺控制和设备运维等方面。铜箔行业具有原材料成本高、资产重、工艺控制要求高等特征。
- 锂电铜箔供需仍相对过剩，但盈利情况开始有所复苏。行业总体仍然相对过剩，其中，中低端铜箔加工费低位震荡，但高端铜箔因技术、客户壁垒相对较高，供需态势略好。经历 2024 年全行业亏损后，2025 年开始迎来温和复苏，从铜箔加工费来看，偏高端的产品加工费开始有所提价，从经营结果来看，几家头部企业通过降本增效和产品高端化开始扭亏。
- AI 发展拉动 HVLP 铜箔迭代升级，国产化替代加速。全球 AI 大模型蓬勃发展，大幅推升高速运算场景对覆铜板（CCL）的性能要求。CCL 等级的提升对配套铜箔的要求同步提高。目前 M7 及以上基本要配置 HVLP 2 及以上的铜箔产品，若未来 CCL 发展至 M9/M10 等级，铜箔亦将相应升级至 HVLP4/5。从三井公告来看，2025 年其 HVLP 2 代及以上的产品占比就会超过 90%，2023 年约 50%。铜冠等国内铜箔厂开始陆续切入 HVLP、DTH 高端铜箔市场。
- 首次覆盖给出“增持”投资评级。我们认为公司将受益于新投产产能爬产及锂电铜箔盈利复苏、HVLP 铜箔国产替代，测算公司 25/26/27 年归母净利润分别 1.53/3.16/5.00 亿元，对应 PE180.6/87.4/55.2。
- 风险提示：高端产品开发不及预期、行业竞争加剧、下游需求不及预期、估值处于相对高位等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3785	4719	6776	7692	7827
同比增长	-2%	25%	44%	14%	2%
营业利润(百万元)	5	(212)	202	420	666
同比增长	-98%	-4517%	-195%	108%	59%
归母净利润(百万元)	17	(156)	153	316	500
同比增长	-94%	-1009%	-198%	107%	58%
每股收益(元)	0.02	-0.19	0.18	0.38	0.60
PE	1604.5	-176.5	180.6	87.4	55.2
PB	4.9	5.1	5.0	4.8	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

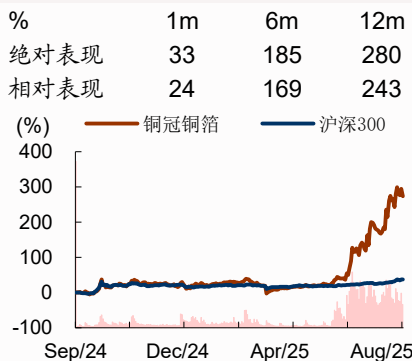
增持（首次）

周期/金属及材料
目标估值：NA
当前股价：33.29 元

基础数据

总股本（百万股）	829
已上市流通股（百万股）	829
总市值（十亿元）	27.6
流通市值（十亿元）	27.6
每股净资产（MRQ）	6.5
ROE（TTM）	-1.2
资产负债率	28.2%
主要股东	铜陵有色金属集团股份有限公司
主要股东持股比例	72.38%

股价表现



相关报告

刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
陈宇超 S1090524010002
chenyuchao@cmschina.com.cn

正文目录

一、 财务状况稳健，产能持续提升	5
1、 两大股东形成有效业务协同	5
2、 25H1 两大主业业绩提升，财务状况维持稳健.....	6
3、 产能产量稳步增长	8
二、 AI 铜箔技术领跑	9
1、 PCB 铜箔业务简介.....	10
2、 锂电铜箔业务简介	12
三、 锂电铜箔有望迎来分化，高端铜箔国产替代加快	14
1、铜箔行业介绍	14
2、供需态势总体相对过剩，行业可能出现分化.....	15
3、AI 需求拉动 HVLP 等高端铜箔迭代升级，国产化替代加快.....	18
四、 盈利预测	21
五、 风险提示	22

图表目录

图 1 铜冠铜箔股权结构图	6
图 2 铜冠铜箔原料采购关联交易情况（亿元）	6
图 3 铜冠铜箔锂电箔业务关联交易情况（亿元）	6
图 4: 公司营业总收入（亿元）及 yoy	7
图 5: 公司归母净利润（亿元）及 yoy	7
图 6 分业务收入（亿元）	7
图 7 分业务毛利（亿元）	7
图 8 分业务毛利率	7
图 9 销售毛利率和销售净利率	7
图 10 资产负债率（%）	8
图 11 期间费用情况（%）	8
图 12 公司产能增长历程.....	9
图 13 铜箔产销量（万吨）	9
图 14 PCB 铜箔是铜箔基板的导体材料	11

图 15 不同等级的 PCB 铜箔	11
图 16 PCB 铜箔生产工艺流程	12
图 17 锂电池构成示意图	12
图 18 锂电池铜箔生产工艺	13
图 19 铜箔成本拆分	14
图 20: 锂电铜箔财务数据	15
图 21: 铜箔行业部分公司营业收入（单位：亿元）	16
图 22: 铜箔行业部分公司归母净利润（单位：亿元）	16
图 23: 铜箔行业部分公司毛利率（单位：%）	16
图 24: 铜箔行业部分公司经营性净现金流（单位：亿元）	16
图 25: 锂电铜箔加工费（单位：元/吨）	16
图 26: 铜价（单位：元/吨）	16
图 27: 复合铜箔示意图	18
图 28: 铜箔、复合铜箔原材料成本对比	18
图 29: 镀镍铜箔示意图	18
图 30: 多孔铜箔	18
图 31: 松下 Megtron 系列 CCL 的等级分类	19
图 32: PCB 结构	20
图 33: 三井 HVLP 铜箔迭代升级	20
图 34: 铜冠铜箔历史 PE Band	22
图 35: 铜冠铜箔历史 PB Band	22
表 1: 铜冠铜箔重要历史事件	5
表 2: 铜冠铜箔 8 万吨铜箔产能具体情况	8
表 3: 铜冠铜箔主要产品	9
表 4: 公司 PCB 铜箔产品开发历程	10
表 5: 锂电池铜箔关键技术指标	12
表 6: 锂电铜箔产品开发历程	13
表 7: 铜箔厂出货量	15
表 8: 铜箔产能供需平衡表	16
表 9: 不同铜箔技术指标及应用	17

表 10: 三井铜箔月销量	20
表 11: 全球重点铜箔企业高频高速电路用铜箔销量的统计	20
表 12: 公司收入成本结构（亿元）	21
表 13: 可比公司估值对比	21
附: 财务预测表	23

一、财务状况稳健，产能持续提升

1、与股东形成有效业务协同

铜冠铜箔由控股股东铜陵有色在 2010 年出资设立，设立之初为安徽铜冠铜箔有限公司。铜陵有色在 2018 年将全资子公司铜陵铜冠和控股子公司合肥铜冠划转至铜冠有限。2020 年，铜冠有限整体变更为股份有限公司，即铜冠铜箔，2022 年铜冠铜箔上市。截至 2025H1，铜冠铜箔拥有电子铜箔总产能 8 万吨/年，是国内生产高性能电子铜箔产品的领军企业之一。

铜冠铜箔上市时，公司高级管理人员、核心员工通过专项资产管理计划参与战略配售，获配股份数量为 412.4145 万股，占公开发行业数量的比例为 1.99%。目前，该资管计划持有公司 0.39% 股份。

表 1：铜冠铜箔重要历史事件

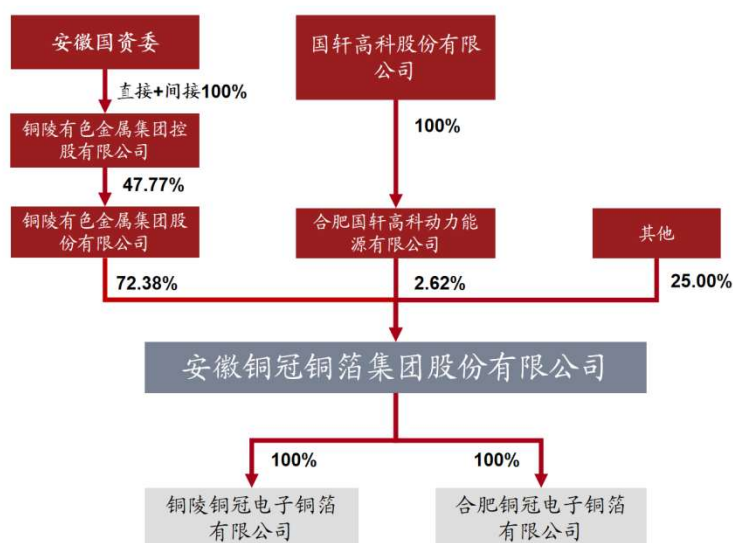
时间	重要事件
2010 年 10 月	铜陵有色出资 3.5 亿元设立安徽铜冠铜箔有限公司，出资比例 100%
2018 年上半年	铜陵有色子公司铜陵铜冠新建 1 万吨/年锂电池铜箔项目投产运行
2018 年 12 月	铜陵有色发布公告，将全资子公司铜陵铜冠 100% 股权及控股子公司合肥铜冠 88.75% 股权划转至铜冠有限
2020 年 6 月	铜冠有限整体变更为股份有限公司
2022 年 1 月	铜冠铜箔上市，拥有电子铜箔产品总产能 4.5 万吨，其中 PCB 铜箔 2.5 万吨、锂电池铜箔 2 万吨
2022 年 10 月	年产 2 万吨超薄电子铜箔项目（二期）投产，公司电子铜箔总产能提至 5.5 万吨
2024 年	使用超募资金在池州、铜陵两地建设 2.5 万吨/年锂电池铜箔项目投产，总产能提升至 8 万吨

资料来源：公司公告、招商证券

截至目前，安徽铜冠铜箔集团股份有限公司的控股股东为铜陵有色金属集团股份有限公司，持股比例 72.38%，实控人为安徽国资委。公司第二大股东为国轩高科全资子公司合肥国轩高科动力能源有限公司，持股比例 2.62%。

与股东形成上下游业务协同。公司控股股东铜陵有色持股 72.38%，是一家集铜矿采选、冶炼、加工及贸易于一体的大型综合性铜业生产企业，主要铜产品包括阴极铜、铜精矿、铜箔、铜板带、铜杆等，广泛应用于电力电子、房地产、交通运输、消费和工业设备等领域。2024 年铜陵有色生产阴极铜 176.8 万吨，是铜冠铜箔主要的阴极铜供应商。公司第二大股东合肥国轩持股 2.62%，合肥国轩的控股股东国轩高科为国内重要锂电池厂商，专注于新能源汽车动力锂电池、储能电池系统及输配电设备研发、生产和销售。

图 1 铜冠铜箔股权结构图



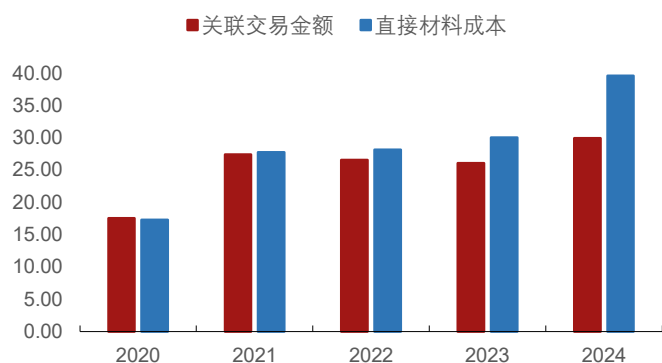
资料来源：iFinD、招商证券

铜冠铜箔的原材料主要自关联方采购。铜冠铜箔采购的原材料主要是阴极铜和铜丝，其中阴极铜主要向控股股东铜陵有色采购，铜丝主要向铜陵有色的全资孙公司铜冠铜材采购，尽管上市以来公司向关联方采购的金额在全部直接材料中的占比有所下降，但 2024 年仍达到 75.5%。通过关联采购，公司可获得稳定的原材料供应。

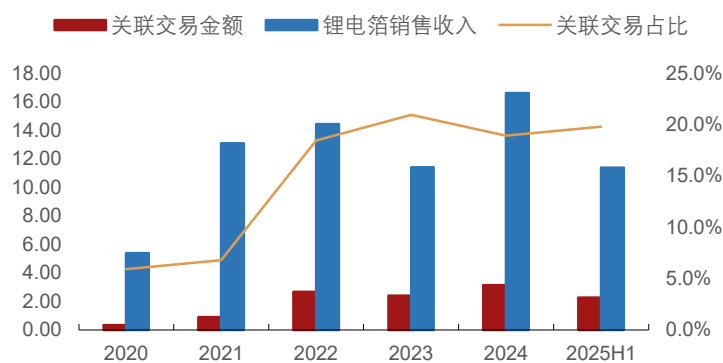
铜冠铜箔与国轩高科及其关联方有较多合作。2025H1，铜冠铜箔锂电箔销售收入 11.37 亿元，其中向关联方出售锂电箔 2.25 亿元，占比 19.8%。自 2022 年以来，公司向关联方出售锂电箔的收入在锂电箔总收入中占比维持 18%-21%。

图 2 铜冠铜箔原料采购关联交易情况（亿元）

图 3 铜冠铜箔锂电箔业务关联交易情况（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券



资料来源：公司公告、招商证券

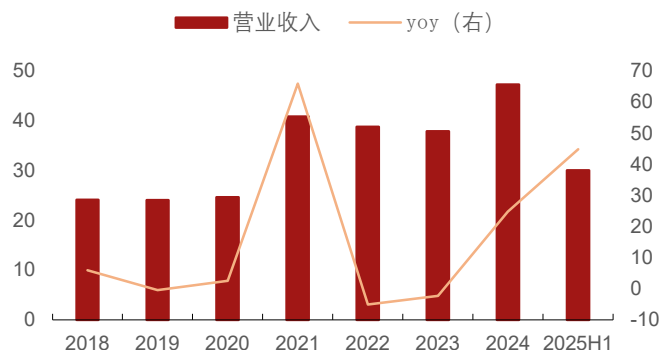
2、25H1 两大主业业绩提升，财务状况维持稳健

2025H1 业绩有力复苏。2022-2025H1，公司营业收入分别为 38.75 亿元、37.85 亿元、47.19 亿元、29.97 亿元，yoy 分别为-5.07%、-2.33%、24.69%、44.80%；归母净利润分别为 2.65 亿元、0.17 亿元、-1.56 亿元、0.35 亿元，yoy 分别为-27.86%、-93.51%、-1009%、159.47%。2025H1，公司营业收入创半年度新

敬请阅读末页的重要说明

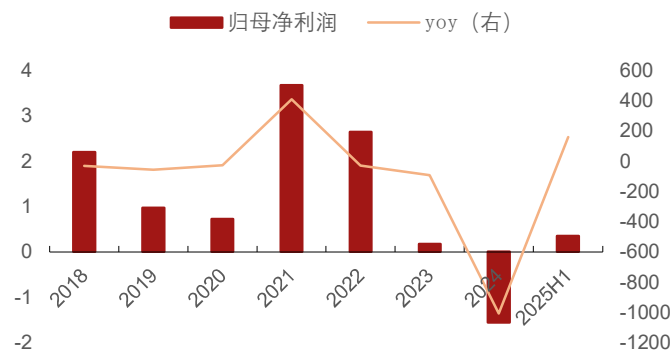
高，归母净利润也实现同比转盈。

图 4：公司营业总收入（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

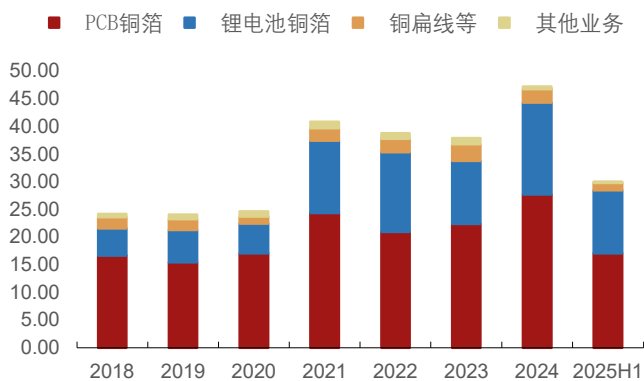
图 5：公司归母净利润（亿元）及 yoy



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

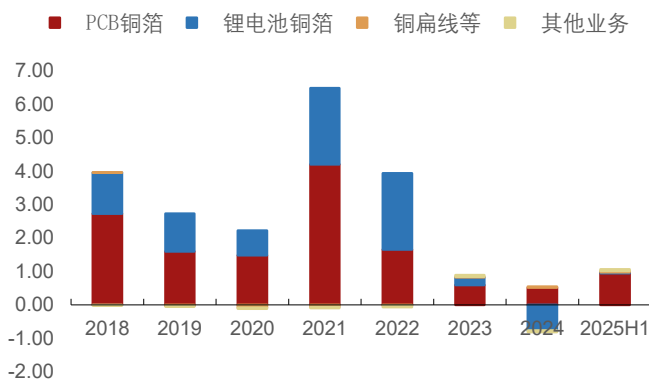
公司收入和毛利主要来自 PCB 铜箔和锂电池铜箔两大主业。分业务来看，2022-2025H1，PCB 铜箔收入分别为 20.91、22.36、27.69 和 17.03 亿元，占总收入的 53.97%、59.08、58.69%和 56.84%，锂电池铜箔收入分别为 14.41、11.39、16.59 和 11.37 亿元，占总收入的 37.20%、30.10%、35.16%和 37.92%。公司销售毛利主要由 PCB 铜箔和锂电池铜箔两块业务贡献，2024 年亏损主要系 2.5 万吨锂电池铜箔产能投产，成本相对较高。2025H1，锂电池铜箔业务的毛利率回升至 0.24%，此外 PCB 铜箔的毛利率由 2024 年的 1.85%升至 5.56%，带动销售毛利率回升至 3.5%。

图 6 分业务收入（亿元）



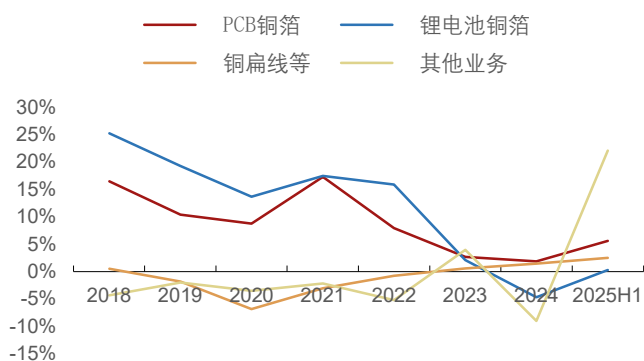
资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

图 7 分业务毛利（亿元）



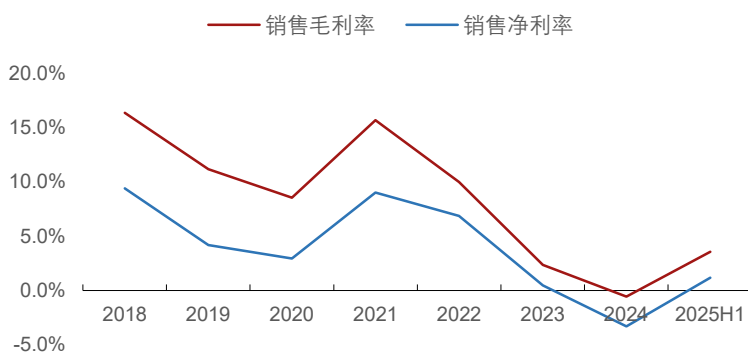
资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

图 8 分业务毛利率



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

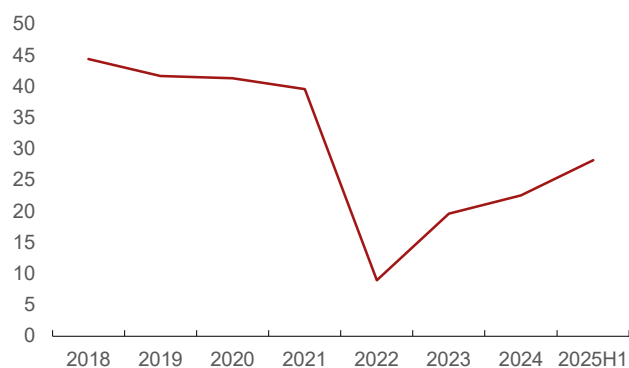
图 9 销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

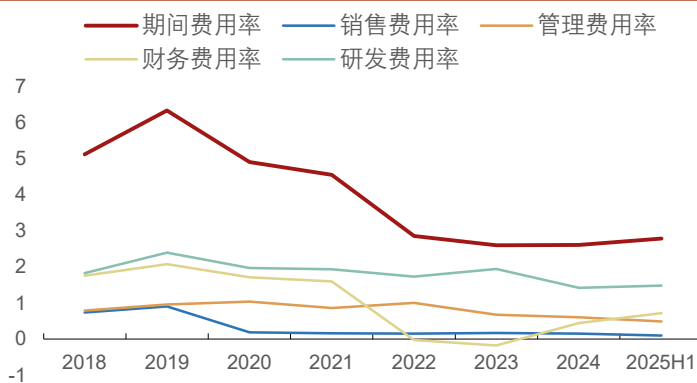
财务状况稳健，期间费用率较低。公司资产负债率很低，尽管 2022 年以来有较为明显的上升，但截至 2025H1 仍低于 30%，财务风险较小。2022-2025H1，公司期间费用率较低，维持在 2.5%-3%之间，其中研发费用占比最高，达到全部期间费用的一半以上，销售费用、管理费用和财务费用均较低，显示出公司在高端铜箔技术研发上持续投入，同时内部运营效率较高，日常经营成本较低。

图 10 资产负债率 (%)



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

图 11 期间费用情况 (%)



资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

3、产能产量稳步增长

2009 年铜冠铜箔首条年产 1 万吨铜箔项目在合肥建成，创造了行业中一次性建成规模最大、投产速度最快的新纪录。2012-2024 年，铜冠铜箔先后在池州经济技术开发区和铜陵经济技术开发区投建铜箔产能共 7 万吨，其中池州 4 万吨、铜陵 3 万吨。2025 年，公司计划对池州产能进行技改，通过对二期表面处理车间进行改造，新增表面处理生产线及配套设备，将部分锂电池铜箔产能转为 PCB 铜箔，主要以 VLP 及 HVLP 铜箔产品为主。截至 2025H1，公司共有电子铜箔产能 8 万吨，其中 PCB 铜箔 3.5 万吨、锂电池铜箔 4.5 万吨。

表 2：铜冠铜箔 8 万吨铜箔产能具体情况

项目名称	产品	投产时间	项目详细信息
铜冠国轩年产 1 万吨铜箔项目	锂电铜箔、PCB 铜箔	2009 年	建于合肥经济开发区
安徽铜冠铜箔公司年产 1 万吨高精度电子铜箔项目	PCB 铜箔	2012 年	建于池州经济技术开发区，总投资 8.18 亿元
安徽铜冠铜箔公司年产 1.5 万吨高精度特种电子铜箔项目（一期工程）	锂电铜箔、PCB 铜箔	2014 年	建于池州经济技术开发区，为 1 万吨项目的扩建项目，包括 5000 吨锂电池铜箔和 1 万吨 HTE 铜箔，总投资 11.9 亿元
铜陵有色铜冠铜箔年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目（一期）	锂电铜箔	2017 年底	建于铜陵经济技术开发区，年产能 1 万吨
铜陵有色铜冠铜箔年产 2 万吨高精度储能用超薄电子铜箔项目（二期）	PCB 铜箔	2022 年	首发募投项目，年产能 1 万吨，建于铜陵经济技术开发区，总投资 8.21 亿元
铜陵有色铜冠铜箔有限公司 10,000 吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目	锂电铜箔	2024 年	建于铜陵经济技术开发区，总投资 9.32 亿元，其中使用超募资金 6 亿元，其余部分自筹

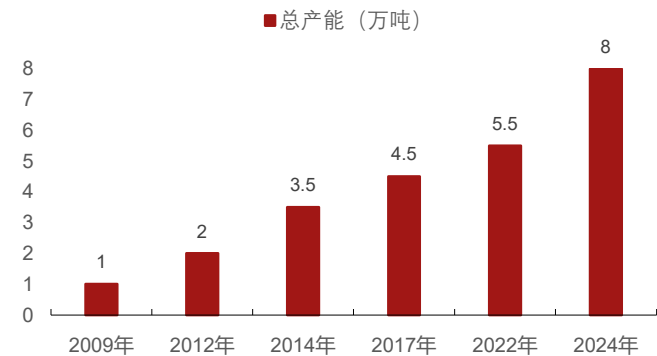
项目名称	产品	投产时间	项目详细信息
安徽铜冠铜箔集团股份有限公司 15,000 吨/年高精度储能用超薄电子铜箔项目	锂电铜箔	2024 年	建于池州经济技术开发区，总投资 13.45 亿元，其中使用超募资金 9.64 亿元，其余部分自筹

资料来源：公司公告、项目环评、中国有色金属网、招商证券

从公司 2024 年投产的年产 1 万吨锂电铜箔项目的产品方案来看，4.5 μm 及以下产品占 30%，6μm 产品占 60%，8μm 产品占 10%。建成后，公司在铜陵经济技术开发区将拥有铜箔产能 3 万吨，其中锂电箔 2 万吨、PCB 铜箔 1 万吨。锂电箔产能包括 4.5 μm 及以下产品 3000 吨、6μm 产品 6425 吨、8μm 产品 4850 吨、9μm 产品 5725 吨；PCB 铜箔产品厚度在 6-70μm 之间。

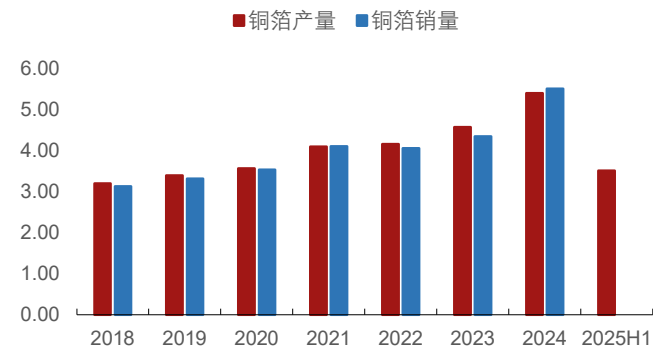
铜箔产销量稳步增长。2024 年，公司铜箔总产量 5.40 万吨，销售 5.51 万吨。随着新投产线不断爬产，2025H1 铜箔产量达 3.51 万吨，其中 5μm 及以下锂电铜箔产量实现稳步增长，高频高速基板用铜箔呈现供不应求态势，其产量占 PCB 铜箔总产量的比例已突破 30%。高端 HVLP 铜箔产量增速较快，上半年已超越 2024 年全年产量水平。

图 12 公司产能增长历程



资料来源：公司公告、中国有色金属网、招商证券

图 13 铜箔产销量（万吨）



资料来源：公司公告、招商证券

二、AI 铜箔技术领跑

公司主要产品电子铜箔按应用领域分为 PCB 铜箔和锂电池铜箔。

公司生产的 PCB 铜箔产品主要有：高温高延伸铜箔（HTE 箔）、反转处理铜箔（RTF 箔）、高 TG 无卤板材铜箔（HTE-W 箔）和极低轮廓铜箔（HVLP 箔）等，主要产品规格有 12μm、15μm、18μm、28μm、35μm、50μm、70μm、105μm、210μm 等，最大幅宽 1,295mm。

锂电池铜箔是锂电池制造中的重要基础材料之一，公司生产的锂电池铜箔产品主要为动力电池用锂电池铜箔、数码电子产品用锂电池铜箔、储能用锂电池铜箔，最终应用在新能源汽车、电动自行车、3C 数码产品、储能系统等领域。公司生产的锂电池铜箔主要产品规格有 4.5μm、5μm、6μm 等。

表 3：铜冠铜箔主要产品

产品类别	产品类型/规格	主要描述	主要用途
PCB 铜箔	高温高延伸铜箔（HTE 箔）	具有良好的高温抗拉、延伸性能、优良的耐热性和可蚀刻性、防氧化性	优于多种类覆铜板及线路板

敬请阅读末页的重要说明

产品类别	产品类型/规格	主要描述	主要用途
锂电池铜箔	高 TG 无卤板材铜箔 (HTE-W 箔)	具有更强的剥离强度和耐热性, 良好的高温抗拉、延伸性能, 优良的可蚀刻性和防氧化性	用于高玻璃化温度板材
	反转处理铜箔 (RTF 箔)	采用光面粗化处理技术, 具有极低的表面粗糙度, 铜芽短, 易于蚀刻, 阻抗控制性强等特点	用于低损耗等级高频高速电路用覆铜板及对应的多层板
	极低轮廓铜箔 (HVLP 箔)	具有极低的表面粗糙度, 比常规铜箔更低的表面轮廓结构, 能够减少信号在高速传输中的损失、衰减, 并具有优异的电路蚀刻性	用于极低损耗、超低损耗等级高频高速电路用覆铜板及对应的多层板
	4.5 μm	双面光极薄电子铜箔, 具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标, 极低的表面粗糙度	新能源汽车、高品质 3C 数码产品、储能系统
	6 μm	双面光极薄电子铜箔, 具有良好的抗拉强度和延伸率等物性指标, 极低的表面粗糙度	
	7~8 μm	双面光超薄电子铜箔, 具有良好的抗拉强度和延伸率, 极低的表面粗糙度, 具有优秀的表面外观质量和良好的物性指标	
	8 μm 以上	双面光超薄电子铜箔, 具有高延伸性和良好的抗拉强度, 极低的表面粗糙度	动力电池、数码产品

资料来源: 公司公告、招商证券

1、PCB 铜箔业务简介

公司自 2009 年以来便从事 PCB 铜箔的研发与生产, 于 2009 年成功实现 HTE 箔量产, 并于 2013 年实现高 TG 箔的规模化生产, 在高温高延伸铜箔领域技术成熟, 产品质量好且性能稳定; 此后随着 5G 商用的快速推进, 需要高频高速 PCB 基板技术提供支持, 并进而对铜箔产品性能提出更高要求, 公司成功开发 RTF 铜箔并在 2019 年实现规模化生产, 该产品系高性能电子电路中的高频高速基板用铜箔。公司在高频高速 5G 通讯线路板领域持续发力, 2020 年初步具备 HVLP 铜箔的量化生产能力, 2022 年 HVLP1 铜箔实现批量供货, HVLP2 铜箔通过终端客户全性能测试, HVLP3、RTF2 和 RTF3 铜箔突破核心技术。

至 2025H1, 公司 RTF 铜箔产销能力于内资企业中排名首位, HVLP1-3 铜箔已向客户批量供货, 产量同比持续增长, HVLP4 铜箔正在下游终端客户全性能测试, 载体铜箔已掌握核心技术, 正在准备产品化、产业化工作。

表 4: 公司 PCB 铜箔产品开发历程

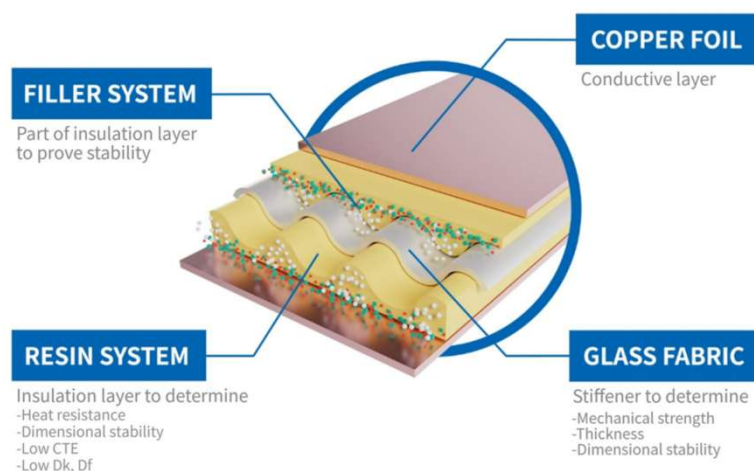
序号	时间	产品	主要特征
1	2009	灰化标准箔	表面呈灰色。
2	2009	红化标准箔	表面呈粉红色, 无砷元素, 环保无污染。
3	2011	无砷化咖啡色 PCB 铜箔	表面呈浅咖啡色, 无砷元素, 是红化标准箔的升级产品。
4	2013	高 TG 箔	表面呈粉红色, 无砷元素, 毛面铜芽均匀且牢固, 在高玻璃化温度板材 (高 TG) 中, 具有极好的剥离强度和耐热性能, 市场需求量大。
5	2019	RTF 箔	处理面粗糙度小, 各项性能指标优良, 工艺技术水平要求高, 属于高端产品。
6	2020	HVLP 箔	具有极低的表面轮廓度, 制成 PCB 后, 传送信号损失低, 阻抗小等优良介电特性, 用于高频高速 5G 通讯线路板, 属于高端前沿产品。

资料来源: 公司公告、招商证券

PCB 铜箔是铜箔基板的导体材料。铜箔基板是印制电路板 (PCB) 的关键材料, 是将铜箔层压合在由树脂、玻璃布、填料和其他化学品组成的绝缘层上制成的。在铜箔基板中, 铜箔用于传输电流与信号, 铜箔的粗糙度越低, 信号损失越少。

除了 PCB 铜箔，铜箔基板的其余结构包括用于降低热膨胀系数的填料体系、用于粘结的树脂体系以及用作骨架支撑的玻璃纤维布。

图 14 PCB 铜箔是铜箔基板的导体材料



资料来源：斗山电子、招商证券

对于高速信号来讲，铜箔表面越光滑越好。当信号频率变高时，PCB 线路中的电流会集中在其表面一定深度内流动，这也被称为趋肤效应。铜箔表面越光滑，信号传播过程的对于信号的衰减也越小，相应的传输线的阻抗控制也越好。因此普通 PCB 铜箔主要用于各类家电和电子设备，而 5G 设备、毫米波雷达、AI 服务器等下游领域对高频高速 PCB 铜箔的性能要求在不断提升。

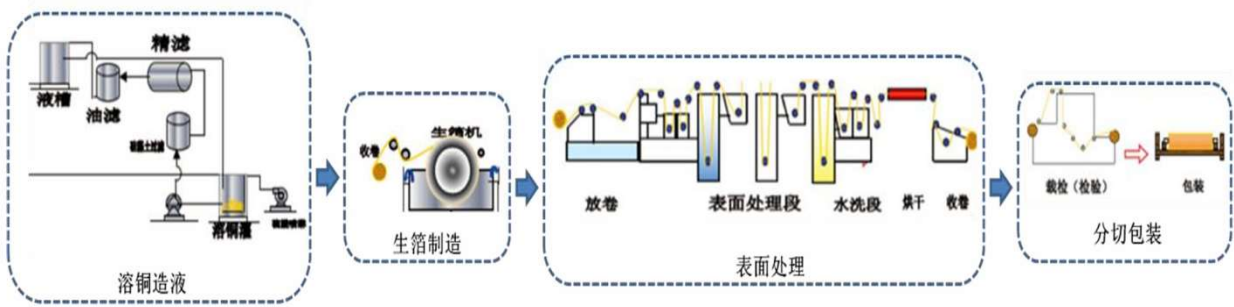
图 15 不同等级的 PCB 铜箔

铜箔等级	箔品种	用途示例	截面模式图
H-VLP2	FZ-WS	支持5G设备 毫米波雷达	
H-VLP	FV-WS FT1-UP	高端服务器 高端路由器	
VLP	F-WS FT2-UP	各种FPC (智能手机等)	
RTF	DGTSEU2-MP	服务器 路由器	
通用	GTS-STD GTS-MP	家电 各种电子设备	

资料来源：日本古河电工、招商证券

PCB 铜箔的制造工艺流程由溶铜造液工序、生箔制造工序、表面处理工序 及分切包装工序四部分组成。溶铜系将铜线等铜料在溶铜罐中经过氧化处理后，与硫酸溶液进行反应成 为硫酸铜溶液，再经一系列的过滤净化、调温、调整电解液的成分，制备出纯度很高的电解液。硫酸铜电解液在直流电的作用下，通过电化学反应，电解槽内的电解液铜离子生成箔状铜单质，并从阴极辊上剥离、收卷而形成卷状原箔。对原箔进行粗化层处理、固化层处理、黑化层处理、耐热层处理、防氧化层处理（又称钝化处理）等五方面的表面处理工序，使产品质量技术指标符合客户要求。最后，根据客户的不同需求对铜箔进行分切检验，由专用分切机进行裁剪分切，通过质检合格后最后包装、出厂。

图 16 PCB 铜箔生产工艺流程

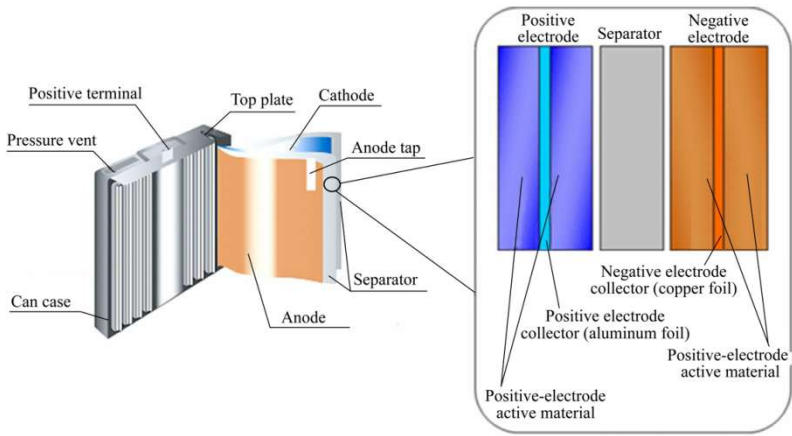


资料来源：公司公告、招商证券

2、锂电铜箔业务简介

锂电箔主要用作锂电池负极集流体。金属箔（如铜箔、铝箔）是锂离子电池集流体的主要材料，其作用是将电池活性物质产生的电流汇集起来，以便形成较大的电流输出。根据锂离子电池的工作原理和结构设计，负极材料需涂覆于导电集流体上。因此，集流体应与活性物质充分接触，且内阻应尽可能小。铜箔由于具有良好的导电性、质地较软、制造技术较成熟、价格相对低廉等特点，因而成为锂离子电池负极集流体首选。鉴于铜箔的工作环境，对铜箔应有以下的技术要求：1）厚度非常小，以满足锂离子电池的高体积容量要求；2）与负极活性材料层的粘合强度高，表面能均匀地涂敷负极活性材料而不脱落；3）化学与电化学性能稳定，具有良好的耐蚀性；4）电导率高；5）成本低。

图 17 锂电池构成示意图



资料来源：中国有色金属学报、招商证券

厚度和抗拉强度为锂电箔关键技术指标。锂电池铜箔的品质对锂电池的能量密度、安全性、寿命等方面产生关键影响，目前行业重点关注的指标为厚度，但铜箔厚度越低，其发生断裂的几率越高，影响动力电池安全性，因此低厚度铜箔需同时应具备更高的抗拉强度。

表 5：锂电池铜箔关键技术指标

技术指标	对锂电池的影响	指标要求
厚度	能量密度	厚度越低，能量密度越高
厚度均匀性	容量和性能一致性	厚度均匀性越高，容量和一致性越好
面密度	质量、容量、能量密度	面密度越低，电池越轻，容量和能量密度越高

敬请阅读末页的重要说明

技术指标	对锂电池的影响	指标要求
表面粗糙度	内阻和循环寿命	表面粗糙度越低，内阻越小，寿命越长
抗拉强度	良品率、容量、内阻、循环寿命	抗拉强度越高，良品率、容量越高，内阻越小，寿命越长
延伸率	良品率、容量、内阻、循环寿命	延伸率越高，良品率、容量越高，内阻越小，寿命越长
孔隙率	倍率性能、循环寿命	孔隙率越低，倍率性能越好，寿命越长
抗氧化性、耐腐蚀性、耐热性	良品率、安全性、循环寿命	耐受性越强，良品率、安全性越高，寿命越长

资料来源：艾邦网，招商证券

公司开发出了业内领先的锂电池铜箔产品。公司于 2011 年成功研发并生产厚度为 9-10 μm 的锂电池铜箔；2011 年，合肥铜冠取得“特殊锂电池用双面光电解铜箔的制备”的专利，标志着公司成功研制出双面光锂电池铜箔产品，实现重大技术突破。经过多年研发，公司于 2018 年实现 6 μm 双面光锂电池铜箔的规模化生产，实现产品及技术的二次跃升；2019 年起，公司加快 6 μm 以下双面光产品及高抗拉强度铜箔的研发与生产工作，不断改进高品质铜箔的产品结构。

2020 年，公司成功开发 4.5 μm 极薄锂电池铜箔产品并进行商业应用，成功开发出高抗拉锂电池铜箔的核心制造技术。

2023 年，铜冠铜箔成功研制出 3.5 微米极薄铜箔，目前正在推进量产。

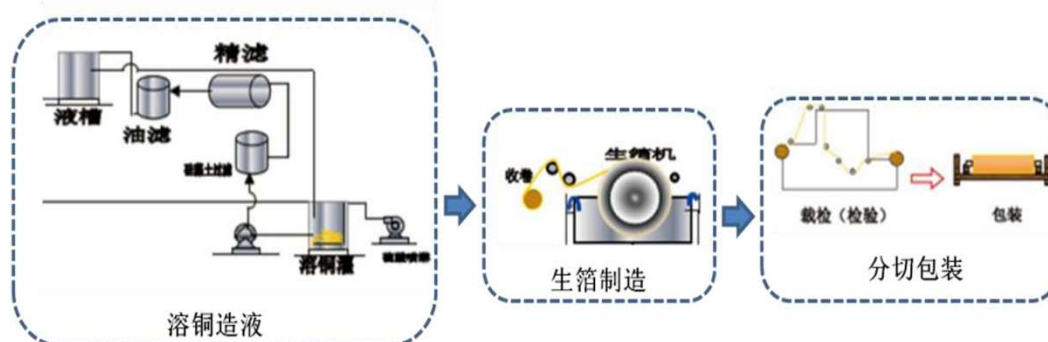
表 6：锂电铜箔产品开发历程

序号	时间	产品	主要特征
1	2011 年	单面毛铜箔	单面毛铜箔，厚度为 9 μm 、10 μm ，铜箔两面粗糙度差别较大。
2	2012 年	双面光铜箔	光泽度高，轮廓度小且近似，具有多种规格厚度，市场需求量大，广泛应用于新能源汽车、3C 数码产品、储能系统、通讯设备、电动船舶等终端领域。
3	2020 年	高抗拉强度铜箔	铜箔低光泽度，轮廓度小且近似，具有多种规格厚度，最薄达到 4.5 μm ，具有极高的抗拉强度>50kgf/mm ² ，在 3C 数码产品领域应用，具有极大优势。

资料来源：公司公告、招商证券

公司生产锂电池铜箔主要分为溶铜造液工序、生箔制造与防氧化处理工序及分切包装工序三部分组成，与 PCB 铜箔生产工序的差异主要为锂电池铜箔生产过程不涉及独立的组合式的表面处理工序，电解生成的原箔经过酸洗、表面防氧化处理后被卷绕成铜箔卷，用于后续分切包装工序。

图 18 锂电池铜箔生产工艺



资料来源：公司公告、招商证券

三、锂电铜箔有望迎来分化，高端铜箔国产替代加快

1、铜箔行业介绍

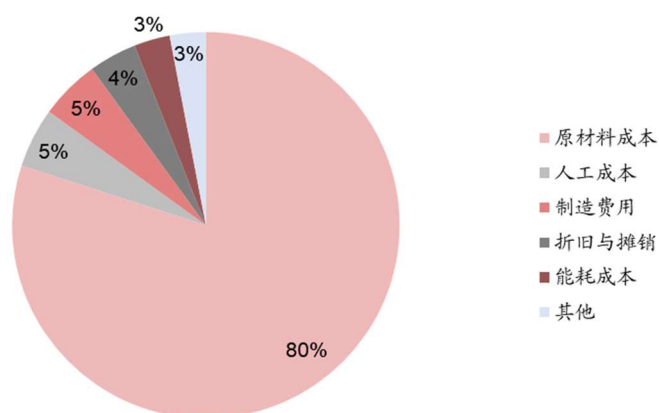
铜箔行业介绍：电解铜箔行业可按照应用领域分为锂电铜箔与标准铜箔。其产业链结构较为简洁，上游主要为阴极铜行业，下游则涵盖锂电池和印制电路板（PCB）行业。铜箔行业的特点包括：原材料成本占比高、资产重、生产成本控制难度高等特点。

铜箔具备显著的重资产属性。铜箔固定资产通常占企业总资产的 30% 左右，远高于中游平均水平，体现出较强的资本密集特征。固定资产周转率也偏低普遍在 1-2 之间，处于较低的水平。而在固定投资方面，铜箔企业每新增万吨产能的资本支出通常在 4 至 8 亿元之间，不同公司之间投资强度存在明显差异，且同一企业不同项目上的投资也会因项目类型和定位不同而有所变化。

生产工艺控制及添加剂配方是技术关键。电解铜箔的生产流程主要分为四个环节：溶铜制液、电解生箔、表面处理和分切。其中，电子电路用铜箔与锂电铜箔在溶铜制液、电解生箔以及分切环节的工艺基本一致。区别在于表面处理环节：锂电铜箔生产过程中不需要单独的组套式表面处理工序，仅需在生箔机末端进行防氧化处理；而电子电路铜箔则需经过粗化、固化和防氧化等处理步骤，且必须通过与电解槽配套连接的表面处理设备完成。此外，添加剂配方、工艺参数控制以及设备运行管理，是电解铜箔行业的关键技术所在。

锂电铜箔行业格局持续分散，市场集中度仍较低。根据行业数据，2023 年中国锂电铜箔出货量达到 52.8 万吨，同比增长 23.9%，占全球市场的近八成，持续保持主导地位。尽管行业整体增长迅速，但市场集中度提升有限。2023 年前四大企业（龙电华鑫、德福科技、嘉元科技、华创新材）合计市占率为 47.3%，与 2022 年（包括诺德股份在内的 CR4 为 47.8%）基本持平，头部份额波动不大，显示出行业格局相对稳定。相较于锂电池中游其他环节，铜箔行业的集中度偏低，企业数量众多，竞争格局依然呈现出“强者未稳、尾部众多”的分散状态。

图 19 铜箔成本拆分



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：铜箔厂出货量

企业名称	2023 年出货量	2023 年市占率	2024 年出货量	2024 年市占率
龙电华鑫	6.5 万吨	15.30%	—	—
德福科技	7.9 万吨	12.20%	9.27 万吨	17.0%
嘉元科技	6.0 万吨	11.20%	6.77 万吨	12.4%
中一科技	4.8 万吨	7.50%	6.10 万吨	11.2%
诺德股份	4.8 万吨	9.10%	5.33 万吨	9.8%
铜冠铜箔	3.2 万吨	6.00%	5.51 万吨	10.1%

资料来源：evtank、公司公告、招商证券

图 20：锂电铜箔财务数据

固定资产 (亿元)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
德福科技	12.1	17.5	32.5	42.9	56.0
铜冠铜箔	18.1	16.8	16.1	20.2	31.2
诺德股份	24.4	23.0	34.5	33.6	63.1
嘉元科技	6.8	14.0	27.5	53.4	54.1
中一科技	3.2	4.4	9.6	12.4	12.5
营业收入 (亿元)	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
德福科技	14.3	39.9	63.8	66.0	69.3
铜冠铜箔	24.6	40.8	37.7	38.9	42.3
诺德股份	6.6	40.3	45.0	48.8	48.2
嘉元科技	10.6	24.0	41.0	50.7	56.0
中一科技	11.7	22.0	27.7	32.7	44.6
固定资产周转率	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
德福科技	1.3	2.7	2.6	1.7	1.6
铜冠铜箔	1.4	2.3	2.4	2.1	1.8
诺德股份	0.9	1.9	1.6	1.3	1.1
嘉元科技	1.9	2.7	2.2	1.2	1.2
中一科技	3.6	5.8	4.2	3.1	3.8

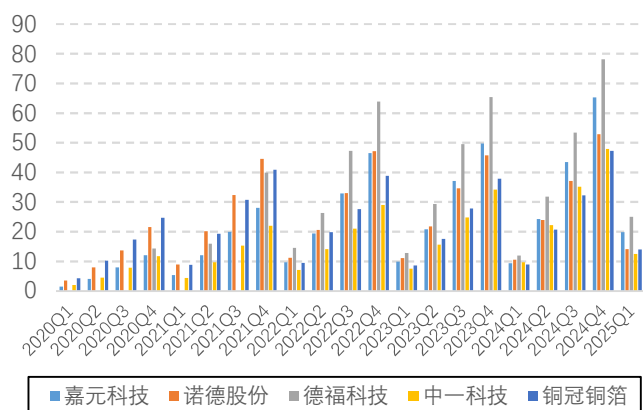
资料来源：公司公告、招商证券

2、供需态势总体相对过剩，行业可能出现分化

行业盈利逐步回暖，高端产品占比提升。中低端铜箔加工费低位震荡，但高端铜箔因技术、客户壁垒相对较高，工序态势略好。锂电铜箔行业经历 2024 年全行业亏损后，2025 年开始迎来温和复苏，从铜箔加工费来看，偏高端的产品加工费开始有所提价，从经营结果来看，几家头部企业通过降本增效（优化工艺、控制采购成本）和产品高端化（4.5 μm 以下极薄铜箔占比提升）开始扭亏，2025Q1 德福科技、嘉元科技等企业毛利率均环比显著改善。

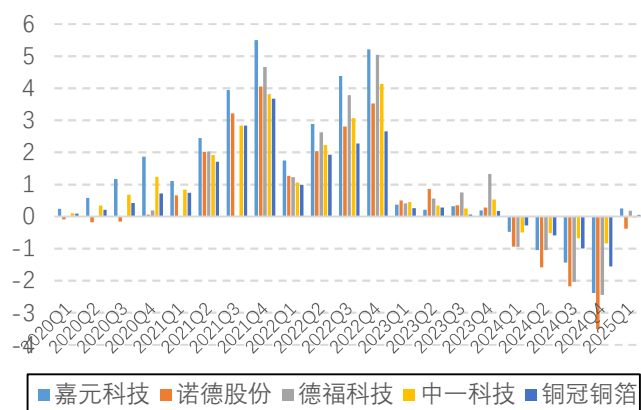
新增产能扩张虽边际放缓，但绝对增量仍远超需求，行业依旧过剩。根据我们的产能统计及企业资本开支数据，2023-2025 年国内铜箔产能增速分别为 48%、29%、7%，显著放缓，但产能绝对增量仍显著高于下游需求。特别是结构性矛盾突出，新增产能中低端产品占比过高，而高端铜箔（如≤4.5μm 极薄铜箔）实际有效供给不足，进一步加剧低端市场过剩。

图 21: 铜箔行业部分公司营业收入 (单位: 亿元)



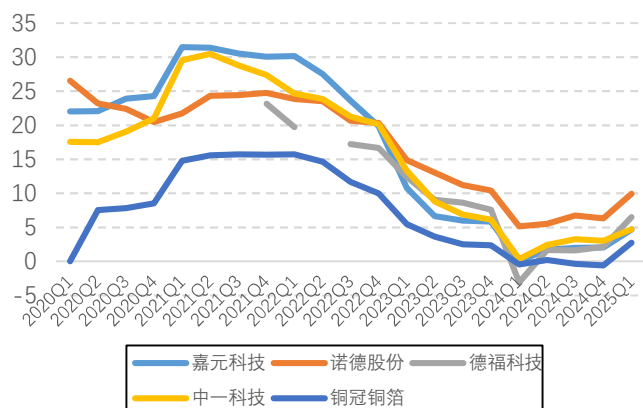
资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 铜箔行业部分公司归母净利润 (单位: 亿元)



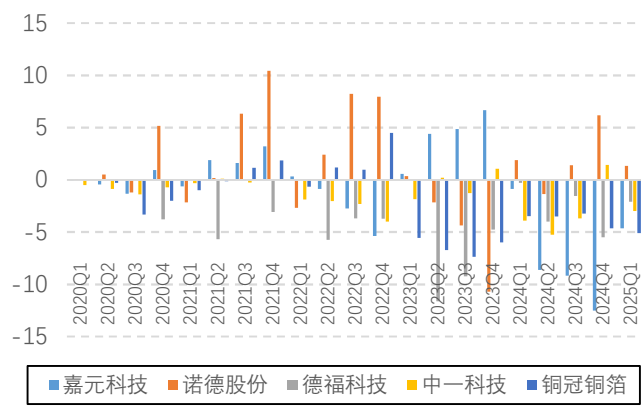
资料来源: 公司公告、招商证券

图 23: 铜箔行业部分公司毛利率 (单位: %)



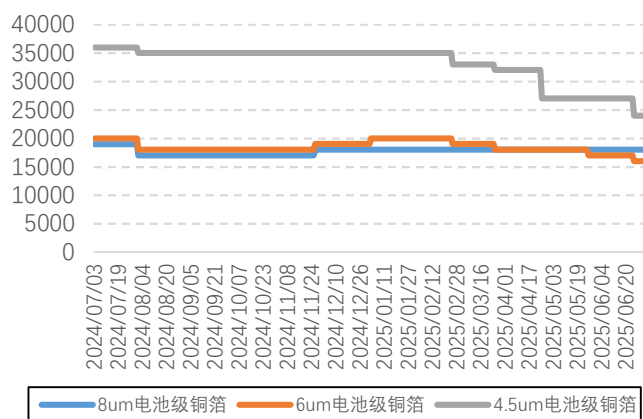
资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 铜箔行业部分公司经营性净现金流 (单位: 亿元)



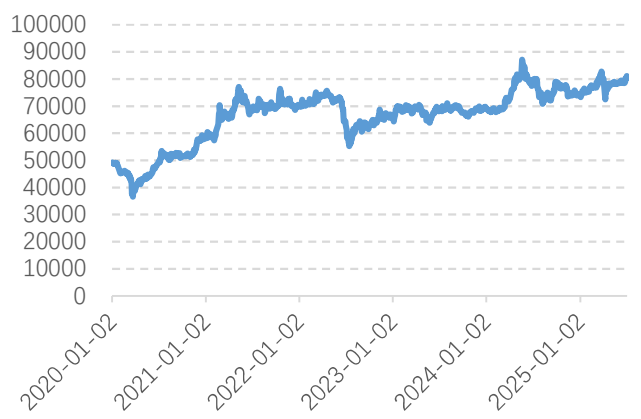
资料来源: 公司公告、招商证券

图 25: 锂电铜箔加工费 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川盈孚、招商证券

图 26: 铜价 (单位: 元/吨)



资料来源: 生意社、招商证券

表 8: 铜箔产能供需平衡表

铜箔 (万吨)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E
嘉元科技	3.1	7.2	10.0	12.5	13.5
诺德股份	4.3	7.0	7.0	12.0	12.0
德福科技	4.9	8.5	15.0	15.0	17.5
中一科技	2.0	3.0	4.6	5.6	5.6

铜箔（万吨）	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E
铜冠铜箔	2.0	2.0	4.5	5.5	8.0
海亮集团		2.5	5.0	10.0	15.0
华创新材	1.0	2.0	8.0	15.0	30.0
江铜耶兹		1.5	1.5	1.5	1.5
龙电华鑫	7.5	11.0	11.5	14.0	16.0
铜博科技	1.0	3.6	3.6	5.0	7.0
云南惠铜	1.2	1.7	1.7	1.7	2.0
其他	42.0	75.6	113.4	141.8	127.6
产能合计	69.0	125.6	185.8	239.5	255.6
锂电铜箔需求量	31.5	57.7	71.1	83.7	107.7
产能利用率	91%	77%	64%	54%	65%

资料来源：公司公告、招商证券

铜箔发展趋向多元化。由于电池下游需求更加的多样化，铜箔的技术发展也呈现出多元化发展的态势，目前主要为以下几个方向：

- **轻薄化**: 动力电池铜箔经历了从早期 8μm 主流应用,到当前 6μm 全面普及,未来两年 5μm、4.5 μm 铜箔预计将逐步成为主流，持续推进轻薄化迭代。
- **高强度**: 随着硅碳负极在电池端的广泛应用，铜箔抗拉强度要求持续提升，尤其在掺硅比例不断提高的背景下，700MPa 以上超高抗拉铜箔需求加速释放。
- **表面处理**: 以铜箔为芯，在表面进行涂炭、涂镍等表面处理能够更好的保护集流体。特别是近两年固态电池加速发展，主流路线为硫化物电解质，容易导致铜箔被腐蚀，叠加硅基/锂金属负极的剧烈体积膨胀问题，以铜箔为芯，表面镀上镍层的镀镍铜箔凭借耐腐蚀性和机械缓冲优势成为解决方案之一。
- **复合铜箔**: 复合铜箔以 PET/PP 为基材，两面镀上铜薄层，形成三明治结构，具有高安全性、更轻薄等性能优势，同时在铜价高位的背景下更具有成本优势。自 2024 年 3 月以来，铜价从每吨 6.9 万元涨至约 8 万元，复合铜箔由于单位用铜量仅为传统铜箔的 1/3，受原材料价格波动影响更小。随着基膜价格和加工费用的下降，复合集流体成本优势有望逐步体现。

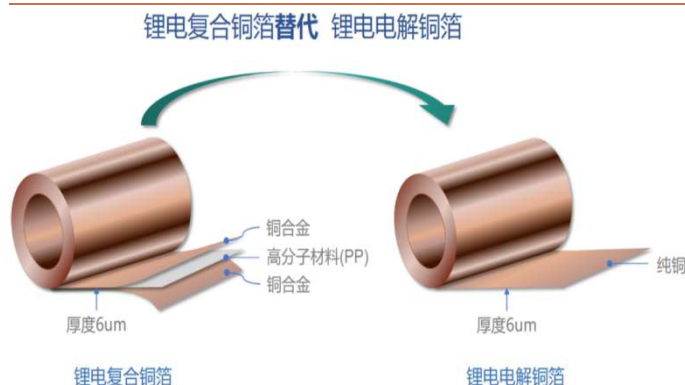
为了满足日渐提高的下游需求，产业也在就其他铜箔技术进行积极探索，如德福科技的多孔铜箔、雾化铜箔（泡沫铜）等技术能够满足电池更高的能量密度、更长的锂电寿命、更适配锂金属负极等需求。

表 9：不同铜箔技术指标及应用

产品名称	厚度（μm）	抗拉强度（MPa）	延伸率 * 1（%）	主要应用
普强	4.5/5/6/7/8	300 - 400	≥6	动力、储能电池
中强	4/4.5/5/5.5/6	400 - 500	≥5.5	动力、储能电池
高强	4/4.5/5/6	500 - 700	≥5	数码电池、动力、储能电池
高延伸率	8/10	300 - 400	≥12*2	软包、大圆柱电池
多孔铜箔	6/8/10	≥200	≥0.5	全 / 半固态电池
雾化铜箔	8/10	≥300	≥5	固态电池、金属锂负极
芯箔（表面处理）	4/6	≥400	≥3	固态电池、动力电池、数码电池

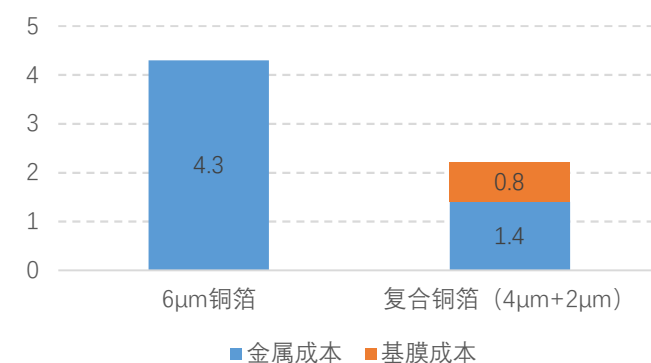
资料来源：德福科技、招商证券

图 27: 复合铜箔示意图



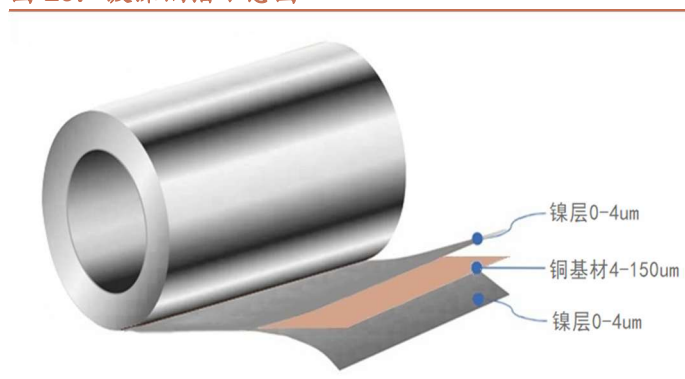
资料来源：宝明科技官网、招商证券

图 28: 铜箔、复合铜箔原材料成本对比



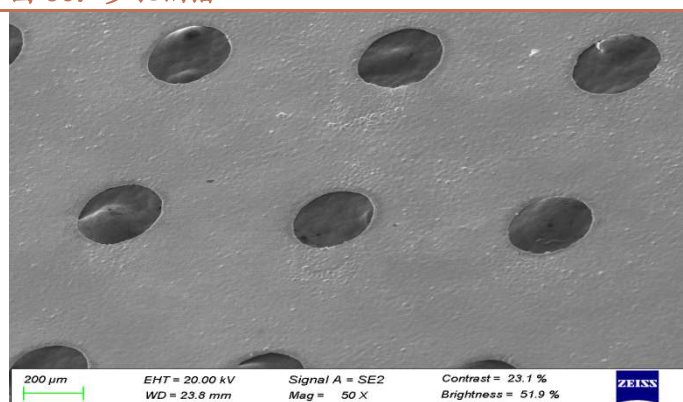
资料来源：鑫椏锂电、招商证券 注：采用铜价 8 万元/吨，进口基膜

图 29: 镀镍铜箔示意图



资料来源：光腾微纳官网、招商证券

图 30: 多孔铜箔



资料来源：德福科技、招商证券

3、AI 需求拉动 HVLP 等高端铜箔迭代升级，国产化替代加快

HVLP 铜箔介绍。HVLP 全称高频超低轮廓铜箔，属于电解铜箔的高端子类，通过特殊表面处理（粗化、合金化、钝化）实现超低粗糙度。其产品主要参数指标为粗糙度控制（Rz 值 $\leq 2.0 \mu\text{m}$ ）、高剥离强度（ $\geq 1.2\text{N/cm}$ ）、低信号损耗（Dk 值 ≤ 3.0 ）。相较于传统铜箔比较，HVLP 具有粗化面平滑、热稳定性好、厚度均匀等优势，可显著降低高频信号传输损耗，并适配长时高负荷运行场景。

从生产商来说，目前全球主要厂商包括日本三井金属矿业、Furukawa Electric、JX Nippon Mining & Metal、Fukuda Metal Foil & Powder 和台湾南亚塑胶工业等，2023 年主要厂商份额占比超过 80%，主要以日本和中国台湾地区的企业为主。

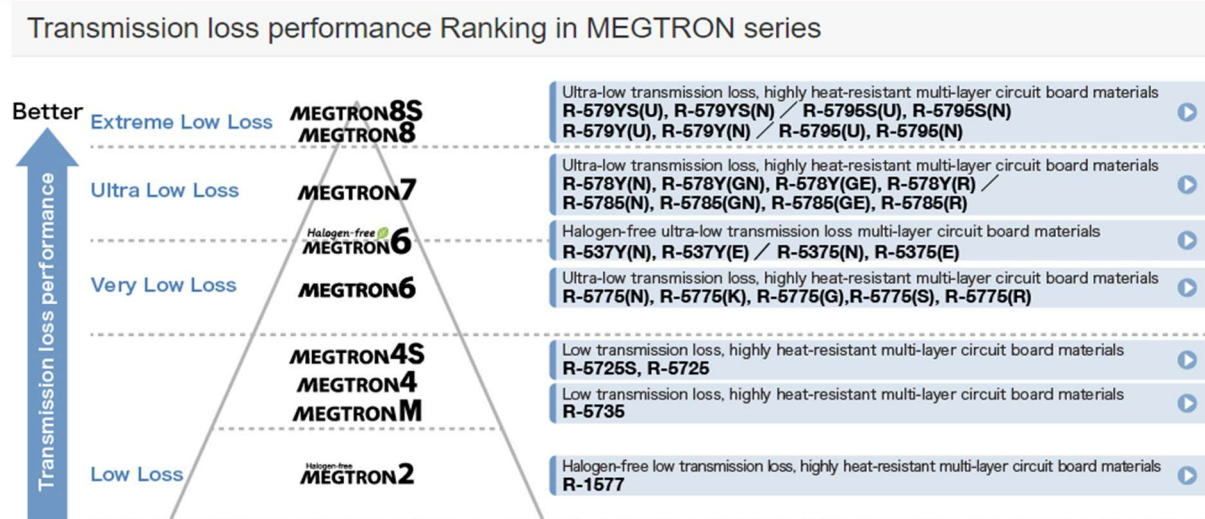
AI 需求拉动 HVLP 铜箔迭代升级。全球 AI 大模型蓬勃发展，大幅推升高速运算场景对覆铜板（CCL）的性能要求，驱动高速 CCL 市场规模快速扩张并呈现供应偏紧态势。松下 Megtron 系列是高速 CCL 的分级标杆与行业标准。在通用服务器领域，伴随 Eagle Stream 平台渗透率提高，M6 等级 CCL 已成主流；而在 AI 服务器及 400G/800G 交换机领域，M7 和 M8 材料占据主导。尤其随着 AI 服务器迭代和 800G 交换机的量产，M8 材料在 AI 领域渗透率迅速提升。CCL 等级的提升对配套铜箔的要求同步提高。当前 M6 主要配 RTF3 及少量 HVLP1；M7 基本配 HVLP2；M8 主配 HVLP3，部分用 HVLP2。若未来 CCL 发展至 M9/M10

等级，铜箔亦将相应升级至 HVLP4/5。此外，如果英伟达未来在其芯片中采用 PTFE 替代传统 PCB 基材，因其优异的电气绝缘和热稳定性，PTFE 对铜箔要求极高，将首选 HVLP5 及以上等级铜箔，加速其升级进程。从三井公告来看，2025 年其 HVLP 2 代及以上的产品占比就会超过 90%，2023 年约 50%。

HVLP 和 DTH 作为高端电子电路铜箔的核心品类，其需求爆发主要由 AI 算力、先进封装、高速通信等技术升级驱动。

- 1、AI 服务器与数据中心需求正在快速增长，英伟达 GB200/Rubin 平台的产品迭代对 HVLP 高代产品的单位用量快速提升。
- 2、高端消费电子如折叠屏手机、AR/VR 设备推动 FPC（柔性电路板）需求，DTH 铜箔因超薄特性（ $\leq 5\mu\text{m}$ ）成为关键材料。
- 3、在半导体先进封装中，DTH 铜箔作为载体层，也用于 2.5D/3D 封装中的硅通孔（TSV）互联，下游需求也在快速增长。

图 31：松下 Megtron 系列 CCL 的等级分类



资料来源：松下官网、招商证券

图 32: PCB 结构

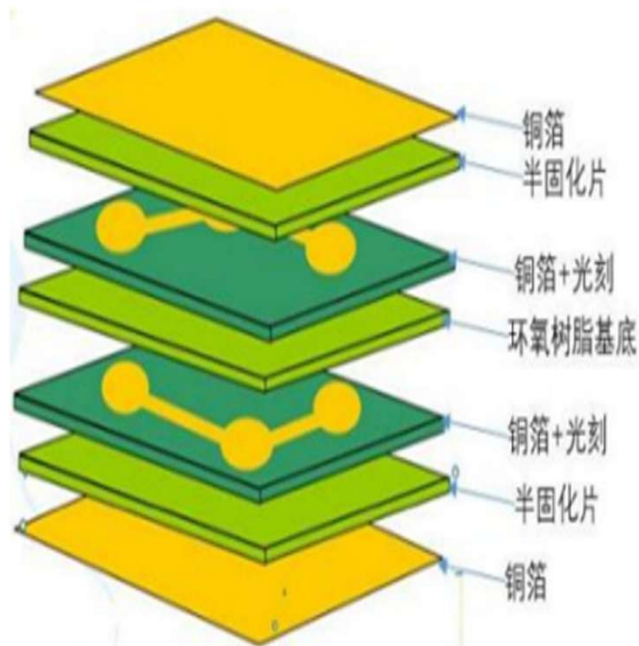
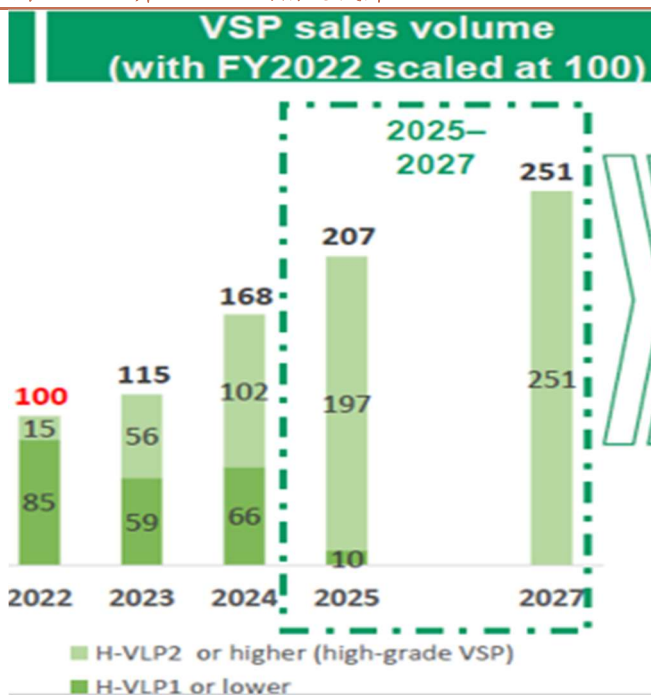


图 33: 三井 HVLP 铜箔迭代升级



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

表 10: 三井铜箔月销量

吨/月	2023 年	2024 年 Q1	2024 年 Q2	2024 年 Q3	2024 年 Q4	2025H1E	2025H2E
铜箔销量	1490	1680	1650	1680	1600	1700	1670
VSP 销量	250	240	390	420	430	440	470
VSP 占比	17%	14%	24%	25%	27%	26%	28%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 11: 全球重点铜箔企业高频高速电路用铜箔销量的统计

企业名称	国家/地	品类	2019 年销量	2020 年销量	2021 年销量	2021 年市占率
三井金属	日本	RTF	8,000	8,200	8,000	13.90%
		VLP+HVLP	6,500	6,800	7,000	32.90%
福田金属	日本	RTF	4,000	4,100	4,200	7.30%
		VLP+HVLP	1,300	1,350	1,400	6.60%
古河电工	日本	RTF	7,000	7,100	7,200	12.50%
		VLP+HVLP	1,700	1,750	1,800	8.50%
卢森堡电路	韩国	RTF	1,200	1,230	1,250	2.20%
		VLP+HVLP	5,300	5,400	5,500	25.80%
南亚塑胶	中国台湾	RTF	9,200	9,400	9,500	16.50%
		VLP+HVLP	1,700	1,750	1,800	8.50%
长春化工	中国台湾	RTF	16,500	16,800	17,000	29.50%
		VLP+HVLP	380	390	400	1.90%
金居开发	中国台湾	RTF	4,000	4,100	4,200	7.30%
		VLP+HVLP	90	95	100	0.50%
中国大陆内资	中国大陆	RTF	5,100	5,300	5,400	9.60%
		VLP+HVLP	90	95	100	0.50%
全球总计		RTF	55,100	56,280	56,050	100%
		VLP+HVLP	17,860	18,240	21,300	100%

资料来源: 印制电路资讯、招商证券

四、盈利预测

公司现有铜箔产品总产能为 8 万吨/年。2025 年上半年产量 3.5 万吨。随着公司技改项目完成落地，预计产能利用率有提升空间。根据公司公告，公司前瞻性布局高端铜箔市场，拥有多条 HVLP 铜箔完整产线，近期新购置多台表面处理机以扩充 HVLP 铜箔生产，满足未来增长需求。

假设 2025 年/2026 年/2027 年产量持平于 7 万吨。其中锂电 5 μ m 及以下锂电铜箔产量稳步增长，高频高速基板用铜箔占比持续提升，基于产品结构的提升，假设铜箔产品毛利率稳步提升。假设其他业务收入利润持平。

鉴于公司 2025 年新投产产能爬坡有望拉低成本，同时公司 PCB 铜箔高端产品有望受益于 AI 发展及国产替代，而锂电箔盈利状况开始复苏，我们认为公司 2025 年盈利状况将较 2024 年有较为明显的好转，测算 2025/2026/2027 年归母净利润 1.53、3.16、5.00 亿元，对应市盈率 180.6、87.4、55.2。

我们选取铜箔行业上市公司德福科技、诺德股份、嘉元科技以及 PCB 产业链的中材科技、菲利华作为可比公司。铜冠铜箔虽然 PE 高于均值，但财务状况稳健、盈利能力较好且有望受益于高端产品放量，首次覆盖给予“增持”评级。

表 12：公司收入成本结构（亿元）

	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业总收入	47.2	67.8	76.9	78.3
PCB 铜箔	27.7	39.4	51.7	53.1
锂电铜箔	16.6	25.3	22.2	22.2
铜扁线等	2.4	2.6	2.6	2.6
其他业务	0.5	0.5	0.5	0.5
营业成本	47.5	64.0	70.3	68.9
PCB 铜箔	27.2	35.9	45.5	44.6
锂电铜箔	17.4	25.0	21.7	21.3
铜扁线等	2.4	2.5	2.5	2.5
其他业务	0.5	0.5	0.5	0.5
毛利	-0.3	3.8	6.6	9.4
PCB 铜箔	0.5	3.5	6.2	8.5
锂电铜箔	-0.8	0.3	0.4	0.9
铜扁线等	0.0	0.0	0.0	0.0
其他业务	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率	-0.6%	5.6%	8.6%	12.0%
PCB 铜箔	1.8%	9.0%	12.0%	16.0%
锂电铜箔	-4.7%	1.0%	2.0%	4.0%
铜扁线等	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他业务	-9.0%	-9.0%	-9.0%	-9.0%
收入 YOY	25%	44%	14%	2%
成本/收入	101%	94%	91%	88%

资料来源：公司公告、招商证券

表 13：可比公司估值对比

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E			
铜冠铜箔	301217	-0.2	0.1	0.5	盈转亏	扭亏	1.1	-177	181	87	5.1	-2.3	276
德福科技	301511	-0.4	0.2	0.5	盈转亏	扭亏	1.8	-94	216	76	5.7	-3.3	231

诺德股份	600110	-0.2	0.0	0.2	盈转亏	扭亏	3.5	-35	174	38	2.2	-5.1	123
嘉元科技	688388	-0.6	0.3	0.6	盈转亏	扭亏	1.4	-54	116	48	1.9	-2.4	128
中材科技	002080	0.5	1.1	1.4	-0.6	1.0	0.3	68	34	27	3.2	5.5	608
菲利华	300395	0.6	1.0	1.5	-0.4	0.7	0.4	159	91	66	11.6	8.1	498
平均值		0.0	0.5	0.8	-0.5	0.9	1.4	-22	135	57	5.0	0.1	

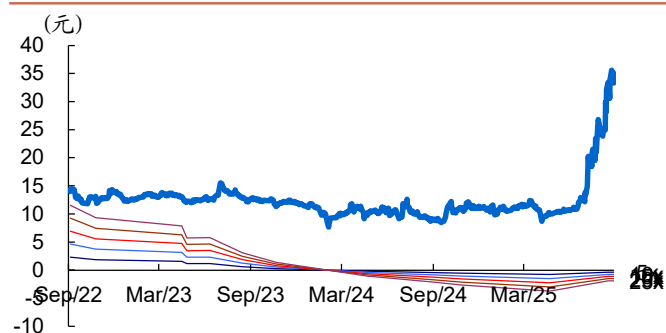
资料来源：公司公告、wind、招商证券

注：其余公司采用 wind 一致预期

五、风险提示

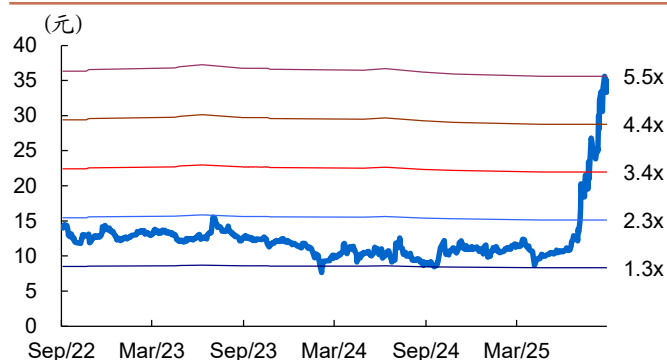
- 1、高端产品开发进度不及预期：**公司 HVLP4 铜箔正在下游终端客户全性能测试，载体铜箔也在准备产品化、产业化工作，若开发进度不及预期，可能影响公司的行业竞争力，进而影响未来盈利能力。
- 2、行业竞争加剧：**行业产能持续扩张，吸引行业内外企业入场布局铜箔，特别锂电箔产能迅速扩张，将加大市场竞争。
- 3、下游需求不及预期：**若 PCB 行业或锂电池行业需求不及预期，可能对公司业绩带来不利影响。
- 4、估值处于相对高位：**公司目前估值处于相对高位，可能受到市场情绪的影响从而股价下跌。

图 34：铜冠铜箔历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 35：铜冠铜箔历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3875	3589	5043	5454	5613
现金	1277	301	661	600	719
交易性投资	501	651	651	651	651
应收票据	235	333	478	543	553
应收款项	641	1286	1847	2097	2133
其它应收款	17	16	23	26	26
存货	595	632	852	936	918
其他	608	370	531	602	613
非流动资产	3066	3357	4345	5241	6052
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2018	3119	4117	5021	5841
无形资产商誉	106	101	91	82	74
其他	942	137	137	137	137
资产总计	6940	6947	9388	10695	11665
流动负债	941	1099	3387	4425	4990
短期借款	242	333	2439	3393	3977
应付账款	539	624	840	923	905
预收账款	1	3	4	4	4
其他	159	140	104	104	104
长期负债	420	466	466	466	466
长期借款	266	270	270	270	270
其他	154	196	196	196	196
负债合计	1361	1565	3853	4891	5456
股本	829	829	829	829	829
资本公积金	4171	4171	4171	4171	4171
留存收益	580	382	535	805	1210
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5579	5382	5535	5804	6209
负债及权益合计	6940	6947	9388	10695	11665

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(600)	(465)	(408)	377	1000
净利润	17	(156)	153	316	500
折旧摊销	157	194	302	394	478
财务费用	(6)	21	46	91	113
投资收益	(16)	(13)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(734)	(454)	(875)	(390)	(57)
其它	(18)	(56)	0	0	0
投资活动现金流	(68)	(545)	(1256)	(1256)	(1256)
资本支出	(608)	(418)	(1290)	(1290)	(1290)
其他投资	540	(126)	34	34	34
筹资活动现金流	332	33	2024	818	376
借款变动	380	62	2070	954	584
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(83)	(50)	0	(46)	(95)
其他	34	21	(46)	(91)	(113)
现金净增加额	(336)	(976)	360	(61)	120

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3785	4719	6776	7692	7827
营业成本	3696	4746	6396	7028	6890
营业税金及附加	14	18	25	29	29
营业费用	7	7	10	11	12
管理费用	25	28	33	38	39
研发费用	73	67	97	110	111
财务费用	(7)	21	46	91	113
资产减值损失	(14)	(79)	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
其他收益	29	21	21	21	21
投资收益	16	13	13	13	13
营业利润	5	(212)	202	420	666
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	5	(214)	200	418	665
所得税	(12)	(57)	48	103	165
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	17	(156)	153	316	500

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	25%	44%	14%	2%
营业利润	-98%	-4517%	-195%	108%	59%
归母净利润	-94%	-1009%	-198%	107%	58%
获利能力					
毛利率	2.3%	-0.6%	5.6%	8.6%	12.0%
净利率	0.5%	-3.3%	2.3%	4.1%	6.4%
ROE	0.3%	-2.9%	2.8%	5.6%	8.3%
ROIC	0.0%	-2.4%	2.6%	4.3%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	22.5%	41.0%	45.7%	46.8%
净负债比率	7.5%	9.2%	28.9%	34.3%	36.4%
流动比率	4.1	3.3	1.5	1.2	1.1
速动比率	3.5	2.7	1.2	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
存货周转率	7.4	7.7	8.6	7.9	7.4
应收账款周转率	4.7	3.8	3.4	3.1	2.9
应付账款周转率	10.3	8.2	8.7	8.0	7.5
每股资料(元)					
EPS	0.02	-0.19	0.18	0.38	0.60
每股经营净现金	-0.72	-0.56	-0.49	0.45	1.21
每股净资产	6.73	6.49	6.68	7.00	7.49
每股股利	0.06	0.00	0.06	0.11	0.18
估值比率					
PE	1604.5	-176.5	180.6	87.4	55.2
PB	4.9	5.1	5.0	4.8	4.4
EV/EBITDA	208.5		56.9	34.6	24.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。