

主业扭亏为盈，投资恩达通 布局光模块

嘉元科技 (688388.SH)

核心观点

公司铜箔主业受益于下游需求回暖、产品结构优化、产能利用率提升，2025年收入大幅增长，盈利能力提升，利润扭亏为盈。公司已与宁德时代签订合作框架协议，后续产能有望持续扩张，产品结构有望不断优化。随着高毛利海外客户的放量，以及电子电路铜箔和固态电池铜箔等高附加值产品的出货量提升，公司盈利能力有望进一步增强，我们看好公司主业持续回暖。此外，公司通过投资恩达通布局光模块，有望进一步扩大业务及收入规模，发展新的利润增长点，在AI浪潮下持续受益。

摘要

1、25年主业扭亏为盈，看好公司后续产能和毛利率提升

2025年，公司预计实现营业收入95.00亿元-97.50亿元，同比增长45.65%-49.49%；预计实现归母净利润0.50亿元-0.65亿元，同比扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润0.08亿元-0.12亿元，同比扭亏为盈。主要是下游市场需求回暖，铜箔销量增长、毛利率提升。公司已与宁德时代签订合作框架协议，后续产能有望持续扩张，产品结构有望不断优化。随着高毛利海外客户的放量，以及电子电路铜箔和固态电池铜箔等高附加值产品的出货量提升，公司盈利能力有望进一步增强，我们看好公司主业持续回暖

2、投资恩达通布局光模块产业，有望贡献利润增量

2025年8月，公司通过受让股权及增资的方式获得恩达通公司13.59%股权，投资金额人民币5亿元，其中股权转让价款人民币1.5亿元。恩达通是一家从事光通信领域光电子器件研发、生产、销售的高新技术企业，产品包括高速光模块、有源器件、无源器件等，广泛应用于电信运营商的传输系统、数据中心、AI算力中心、人工智能、激光雷达等通信领域，目前其主要收入来自于400G/800G光模块，并已可量产1.6T光模块。北美四家CSP厂商资本开支仍保持强劲增长态势，同时各家均在电话会上表达了“AI需求旺盛，算力供应紧张”的观点，我们看好光模块行业高速增长趋势的持续性，恩达通有望受益于AI算力需求，业绩实现快速增长。公司通过投资恩达通布局光模块产业，有望进一步扩大业务及收入规模，发展新的利润增长点。

风险提示：新产品和新技术开发风险；核心技术人员流失风险；客户相对集中风险；对外投资风险；可转债赎回及其潜在影响。

维持

买入

阎贵成

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

于芳博

SAC 编号:S1440522030001

SFC 编号:BVA286

刘永旭

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BVF090

朱源哲

SAC 编号:S1440525070002

发布日期：2026年02月10日

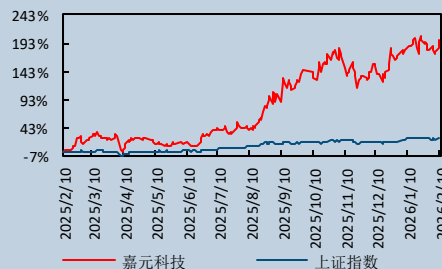
当前股价：45.60元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
5.85/5.66	11.08/7.81	202.39/177.42
12月最高/最低价(元)		46.71/15.21
总股本(万股)		42,625.41
流通A股(万股)		42,625.41
总市值(亿元)		194.37
流通市值(亿元)		194.37
近3月日均成交量(万)		1690.25
主要股东		
山东嘉沅实业投资有限公司		21.18%

股价表现



目录

25 年主业扭亏为盈，看好公司后续产能和毛利率提升	1
投资恩达通布局光模块产业，有望贡献利润增量	2
投资建议与盈利预测	2
风险分析	3
报表预测	4

25 年主业扭亏为盈，看好公司后续产能和毛利率提升

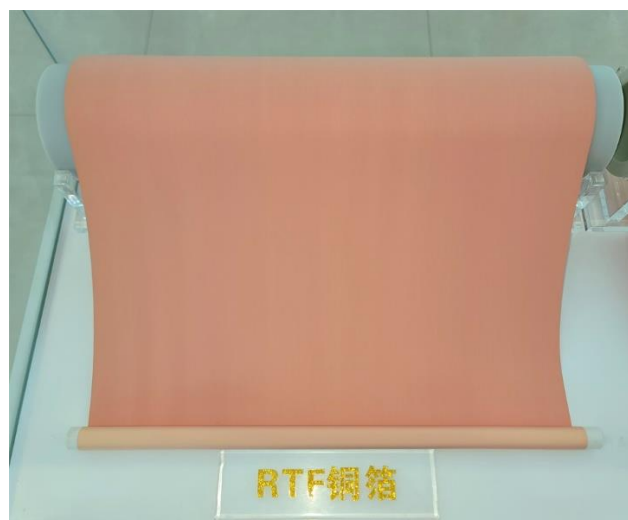
公司发布 2025 年度业绩预告。2025 年，公司预计实现营业收入 95.00 亿元-97.50 亿元，同比增长 45.65%-49.49%；预计实现归母净利润 0.50 亿元-0.65 亿元，同比扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润 0.08 亿元-0.12 亿元，同比扭亏为盈。2025 年第四季度，公司预计实现营业收入 29.60 亿元-32.10 亿元，同比增长 35.60%-47.06%；预计实现归母净利润 0.09 亿元-0.24 亿元，同比扭亏为盈；预计实现扣非归母净利润-0.03 亿元-0.01 亿元，去年同期为-1.10 亿元。

主业铜箔销量增长、毛利率提升，2025 年实现扭亏为盈。2025 年，下游市场需求回暖，公司根据下游市场需求和自身资金储备等情况，合理规划产能扩建计划，预计实现总产能达 13 万吨以上，销量突破 10 万吨，营业收入实现大幅增长。公司 2025 年毛利率有所提升，一方面是公司铜箔产品矩阵不断丰富，高附加值产品占比提升，2025 年三季度中高强铜箔出货量占比已超 60%，平均加工费有所上涨；另一方面，公司产能利用率大幅提升，生产工艺持续优化，有效推进降本增效工作。同时，公司已开拓的海外国际头部电池企业客户 2025 年开始放量，海外毛利率优于国内，一定程度上也对盈利能力提升有所贡献。

与宁德时代签订合作框架协议，为后续业绩增长提供保障。公司已与宁德时代签订合作框架协议，确保按照 2026 年-2028 年分别不低于 15.7 万吨、20.4 万吨、26.5 万吨的产能要求优先保障宁德时代产品需求。随着新能源汽车、储能行业的快速发展，公司产能有望持续扩张，产品结构有望不断优化，从而实现业绩不断增长。

积极布局电子电路铜箔、固态电池铜箔等高附加值产品。电子电路铜箔方面，公司已取得了高阶 RTF、HTE、HVLP、IC 封装极薄铜箔和高密度互连电路铜箔等高性能电子电路铜箔的技术突破，PCB 用超薄铜箔（UTF）已批量生产，高频高速电路和 IC 封装应用的 RTF/HVLP 等电子电路铜箔产品的开发方面取得了积极进展，其中 RTF 已通过头部企业认证测试并具备量产能力。固态电池铜箔方面，2025 年出货量预计为 100 吨左右，已匹配五家头部电池企业的供应，同时已与多家客户达成战略协议，按客户要求开发定制化铜箔产品。随着电路铜箔、固态电池铜箔等高附加值产品的放量，公司盈利能力有望进一步提升。

图表1： 嘉元科技 RTF 铜箔

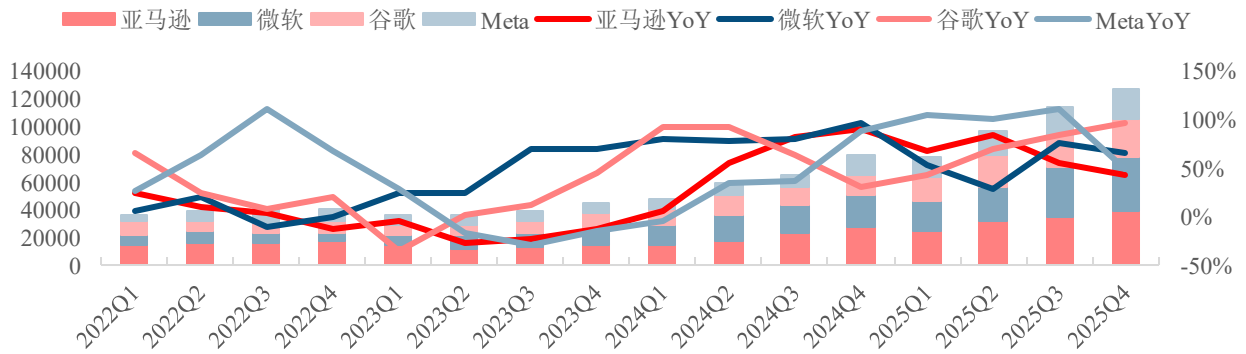


资料来源：嘉元科技，中信建投

投资恩达通布局光模块产业，有望贡献利润增量

2025年8月，公司通过受让股权及增资的方式获得恩达通公司13.59%股权，投资金额人民币5亿元，其中股权转让价款人民币1.5亿元。恩达通是一家从事光通信领域光电子器件研发、生产、销售的高新技术企业，产品包括高速光模块、有源器件、无源器件等，广泛应用于电信运营商的传输系统、数据中心、AI算力中心、人工智能、激光雷达等通信领域，目前其主要收入来自于400G/800G光模块，并已可量产1.6T光模块。北美四家CSP厂商资本开支仍保持强劲增长态势，同时各家均在电话会上表达了“AI需求旺盛，算力供应紧张”的观点，我们看好光模块行业高速增长趋势的持续性，恩达通有望受益于AI算力需求，业绩实现快速增长。公司通过投资恩达通布局光模块产业，有望进一步扩大业务及收入规模，发展新的利润增长点。

图表2：海外CSP厂商资本开支情况（百万美元）



资料来源：亚马逊，微软，谷歌，Meta，中信建投

投资建议与盈利预测

公司铜箔主业受益于下游需求回暖、产品结构优化、产能利用率提升，2025年收入大幅增长，盈利能力提升，利润扭亏为盈。公司已与宁德时代签订合作框架协议，后续产能有望持续扩张，产品结构有望不断优化。随着高毛利海外客户的放量，以及电子电路铜箔和固态电池铜箔等高附加值产品的出货量提升，公司盈利能力有望进一步增强。此外，公司通过投资恩达通布局光模块，有望进一步扩大业务及收入规模，发展新的增长点，在AI浪潮下持续受益。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.58亿元、3.62亿元、5.68亿元，对应当前市值PE分别为333X、54X、34X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表3：盈利预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,968.60	6,522.27	9,564.29	12,749.30	15,609.19
增长率（%）	7.06	31.27	46.64	33.30	22.43
归母净利润（百万元）	19.03	-238.83	58.35	361.87	567.53
增长率（%）	-96.34	-1,354.99	124.43	520.13	56.83
PE	1021.37	-81.38	333.10	53.71	34.25

资料来源：ifind，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

风险分析

新产品和新技术开发风险。公司所处行业对技术创新能力要求较高，如果相关技术发生重大变革，公司不能准确地把握行业技术的发展趋势，可能使公司丧失技术和市场的领先地位，从而影响公司盈利能力。

核心技术人员流失风险。核心技术人员的稳定性在一定程度上影响公司业务的稳定性和发展的持续性，如果未来核心技术人员流失，公司产品研发和制造将受到不利影响。

客户相对集中风险。公司对前五大客户的销售占营业收入的比例较高，主要是由于客户为锂离子电池行业知名厂商，如果主要客户出于市场战略、原材料供应、产品技术等原因而终止与公司合作，或对方自身生产经营发生重大变化导致其对公司产品的需求量降低，而公司无法及时拓展新客户，将会对公司经营产生不利影响。

对外投资风险。公司通过投资恩达通布局光模块行业，光模块行业具有较强的技术周期迭代特征，若恩达通新产品研发速度未能及时跟进市场需求，可能会导致产品在中不具备市场竞争力，存在销售收入下降的风险，影响盈利水平。

可转债赎回及其潜在影响。公司 2026 年 1 月 26 日发布公告，公司股票自 2026 年 1 月 12 日至 2026 年 1 月 26 日已有 10 个交易日的收盘价不低于“嘉元转债”当期转股价格的 130%（即 43.14 元/股），若未来连续 19 个交易日日内仍有五个交易日公司股票收盘价格继续满足“不低于当期转股价格的 130%（含 130%）”条件时，将触发《广东嘉元科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》中规定的有条件赎回条款。若触发条件，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的“嘉元转债”。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,636.04	5,986.75	6,873.33	8,845.85	10,803.59
现金	2,542.26	1,980.64	1,152.54	1,274.93	1,560.92
应收票据及应收账款	1,230.68	1,880.76	2,498.01	3,329.88	4,076.83
其他应收款	16.91	16.86	44.95	59.92	73.36
预付账款	16.98	10.00	21.96	29.27	35.84
存货	954.15	1,370.72	2,017.78	2,648.65	3,225.61
其他流动资产	875.07	727.76	1,138.09	1,503.20	1,831.04
非流动资产	7,165.11	7,057.99	5,921.86	4,770.32	3,629.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,344.11	5,418.72	4,478.21	3,522.29	2,550.96
无形资产	399.41	393.94	323.13	252.32	181.51
其他非流动资产	1,421.59	1,245.33	1,120.52	995.71	897.36
资产总计	12,801.16	13,044.74	12,795.19	13,616.17	14,433.42
流动负债	2,819.16	2,698.43	3,411.04	4,867.64	6,065.39
短期借款	351.58	889.47	0.00	389.93	612.52
应付票据及应付账款	2,191.43	1,132.16	2,776.38	3,644.44	4,438.31
其他流动负债	276.15	676.81	634.66	833.27	1,014.57
非流动负债	2,678.11	3,299.65	2,288.81	1,351.25	497.22
长期借款	2,382.80	3,088.55	2,077.71	1,140.15	286.12
其他非流动负债	295.31	211.10	211.10	211.10	211.10
负债合计	5,497.27	5,998.09	5,699.84	6,218.89	6,562.61
少数股东权益	138.72	144.60	147.67	166.72	196.59
股本	426.24	426.24	426.24	426.24	426.24
资本公积	5,070.34	5,108.87	5,108.87	5,108.87	5,108.87
留存收益	1,668.59	1,366.94	1,412.56	1,695.45	2,139.11
归属母公司股东权益	7,165.17	6,902.06	6,947.67	7,230.56	7,674.22
负债和股东权益	12,801.16	13,044.74	12,795.19	13,616.17	14,433.42

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	668.08	-1,252.11	1,222.30	734.25	938.22
净利润	16.58	-246.47	61.42	380.91	597.40
折旧摊销	261.62	319.11	1,136.13	1,151.54	1,140.49
财务费用	62.39	101.63	139.14	82.27	51.43
投资损失	25.00	9.97	-10.00	-136.00	-200.00
营运资金变动	271.55	-1,582.10	-112.61	-783.46	-696.59
其他经营现金流	30.94	145.75	8.21	38.98	45.50
投资活动现金流	-1,308.51	-524.16	1.79	97.02	154.50
资本支出	1,200.04	819.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	-53.69	261.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,454.86	-1,605.10	1.79	97.02	154.50
筹资活动现金流	233.23	1,696.69	-2,052.20	-708.87	-806.74
短期借款	-365.08	537.89	-889.47	389.93	222.59
长期借款	1,126.35	705.76	-1,010.85	-937.55	-854.04
其他筹资现金流	-528.04	453.04	-151.88	-161.25	-175.29
现金净增加额	-407.21	-79.59	-828.10	122.39	285.99

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,968.60	6,522.27	9,564.29	12,749.30	15,609.19
营业成本	4,678.74	6,391.04	9,032.13	11,856.11	14,438.72
营业税金及附加	25.83	33.92	43.04	63.75	78.05
销售费用	12.64	18.70	19.13	24.22	28.10
管理费用	122.15	135.03	143.46	178.49	202.92
研发费用	38.62	51.38	71.73	101.99	132.68
财务费用	62.39	101.63	139.14	82.27	51.43
资产减值损失	-20.34	-58.09	-41.45	-73.67	-98.96
信用减值损失	-4.39	-50.64	-34.99	-52.30	-80.78
其他收益	37.83	54.60	34.03	42.15	43.60
公允价值变动收益	11.96	-8.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-25.00	-9.97	10.00	136.00	200.00
资产处置收益	0.25	-0.04	0.07	0.10	0.04
营业利润	28.53	-280.70	83.77	495.36	742.02
营业外收入	0.02	0.18	0.08	0.09	0.12
营业外支出	3.91	3.26	5.63	4.27	4.39
利润总额	24.64	-283.78	78.22	491.18	737.75
所得税	8.06	-37.31	16.80	110.27	140.36
净利润	16.58	-246.47	61.42	380.91	597.40
少数股东损益	-2.45	-7.64	3.07	19.05	29.87
归属母公司净利润	19.03	-238.83	58.35	361.87	567.53
EBITDA	348.65	136.96	1,353.50	1,724.99	1,929.67
EPS (元)	0.04	-0.56	0.14	0.85	1.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.06	31.27	46.64	33.30	22.43
营业利润(%)	-95.60	-1083.78	129.84	491.32	49.79
归属于母公司净利润	-96.34	-1354.99	124.43	520.13	56.83
获利能力					
毛利率(%)	5.83	2.01	5.56	7.01	7.50
销售净利率(%)	0.38	-3.66	0.61	2.84	3.64
ROE(%)	0.27	-3.46	0.84	5.00	7.40
ROIC(%)	0.38	-2.63	1.88	5.19	7.48
偿债能力					
资产负债率(%)	42.94	45.98	44.55	45.67	45.47
净负债比率(%)	2.63	28.35	13.04	3.45	-8.41
流动比率	2.00	2.22	2.02	1.82	1.78
速动比率	1.36	1.45	1.10	0.97	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.50	0.75	0.94	1.08
应收账款周转率	4.96	4.01	4.77	4.77	4.77
应付账款周转率	4.62	7.12	5.21	5.21	5.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	-0.56	0.14	0.85	1.33
每股经营现金流(最新)	1.57	-2.94	2.87	1.72	2.20
每股净资产(最新摊薄)	16.38	15.77	15.87	16.54	17.58
估值比率					
P/E	1021.37	-81.38	333.10	53.71	34.25
P/B	2.78	2.89	2.87	2.76	2.59
EV/EBITDA	25.79	63.85	15.62	12.06	10.47

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

于芳博

中信建投人工智能组首席分析师，北京大学空间物理学学士、硕士，2019 年 7 月加入中信建投，主要覆盖人工智能等方向，下游重点包括智能汽车、CPU/GPU/FPGA/ASIC、EDA 和工业软件等方向

刘永旭

通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

朱源哲

通信及人工智能分析师，北京大学学士、硕士，主要研究 IDC、交换机、通信工程运维、专网/卫星等方向。

评级说明

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

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

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

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

中信建投（国际）

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