

# 铜冠铜箔（301217）

证券研究报告  
2026年04月05日

## 国产 HVLP 领跑者，跟随 AI 服务器不断升级迭代

### 概况：PCB 铜箔与锂电铜箔双主业布局，产品矩阵覆盖高端应用

公司是国内高精度电子铜箔领军企业，聚焦“PCB 铜箔+锂电铜箔”双主业，核心产品含 RTF、HVLP 高端 PCB 铜箔及 4.5 $\mu$ m 极薄锂电铜箔。客户方面，PCB 铜箔切入台光和生益等头部 CCL 厂商供应链；锂电铜箔切入比亚迪和国轩高科等供应链。业绩方面，2020-2022 年受益于新能源与 5G 需求增长向上；2022-2025H1 因行业产能过剩、加工费下行进入调整期；2025 年起随 AI 驱动高端 PCB 铜箔需求放量，盈利回升。

### 行业逻辑：AI 算力驱动高端铜箔需求放量，行业供需缺口支撑涨价弹性

AI 服务器迭代推动 PCB 高频高速、低损耗升级，高端铜箔成为刚性需求。为满足服务器低损耗 PCB 要求，需从覆铜板上游核心材料——铜箔实现技术突破（尽可能降低铜箔表面粗糙度），以支撑高速覆铜板低损耗指标。高端 PCB 铜箔主要包括反转铜箔（RTF）、超低轮廓铜箔（HVLP/VLP）及极薄可剥离/超薄铜箔。

AI 需求带动海外厂商转产高端，形成产能挤压，PCB 铜箔全面涨价。目前高端铜箔供应商主要为海外企业，AI 发展拉动 HVLP 需求，海外厂商转产 HVLP 导致 RTF 供给收缩，国内中高端电子铜箔因核心设备依赖进口、投资规模大、下游认证周期长，供需缺口短期难以缓解，行业已开启全面涨价。

### 公司竞争优势：PCB 铜箔技术+客户+产能三重强势，构筑核心竞争壁垒

公司在 PCB 铜箔领域稳居国内领先地位，竞争优势显著。24 年 HVLP 铜箔产量同比增长 217%，2025H1 高端占 PCB 铜箔产量比例突破 30%，RTF 产销居国内首位。

- ✓ **产品：**布局全而早，2019 年实现 RTF 量产，具备 HVLP 1-4 代铜箔生产能力，HVLP5 完成中试并送样，RTF 反转铜箔产销能力居内资企业首位。
- ✓ **客户：**与台光、生益等头部 CCL 厂商合作。
- ✓ **产能：**截止 2026 年初，公司拥有铜箔产品总产能为 8 万 24 吨/年，其中 PCB 铜箔产能 5.5 万吨/年。

### 盈利预测&投资建议

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 69、90、108 亿元，实现归母净利润 0.6、4.5、6.5 亿元，对应 26/27 年 PE 估值在 67、46X，考虑到公司在高频高速铜箔的竞争优势和涨价弹性，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**高端铜箔产能释放与认证不及预期，锂电池需求不及预期，行业价格竞争加剧，技术迭代与替代，预测主观性，股价大幅波动

### 投资评级

行业 电力设备/电池  
6 个月评级 增持（首次评级）  
当前价格 36.14 元  
目标价格 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 829.02  
流通 A 股股本(百万股) 829.02  
A 股总市值(百万元) 29,960.62  
流通 A 股市值(百万元) 29,960.62  
每股净资产(元) 6.53  
资产负债率(%) 27.94  
一年内最高/最低(元) 51.50/8.40

### 作者

孙潇雅 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com  
张童童 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524060005  
zhangtongtong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,784.54	4,718.91	6,906.04	8,975.32	10,808.05
增长率(%)	(2.33)	24.69	46.35	29.96	20.42
EBITDA(百万元)	226.66	161.51	409.63	883.00	1,154.82
归属母公司净利润(百万元)	17.20	(156.34)	63.99	448.00	648.84
增长率(%)	(93.51)	(1,008.97)	(140.93)	600.15	44.83
EPS(元/股)	0.02	(0.19)	0.08	0.54	0.78
市盈率(P/E)	1,741.88	(191.63)	468.23	66.88	46.18
市净率(P/B)	5.37	5.57	5.51	5.09	4.58
市销率(P/S)	7.92	6.35	4.34	3.34	2.77
EV/EBITDA	37.40	54.12	73.45	34.75	26.84

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 概况：主营高性能电解铜箔，业绩稳健改善.....	3
1.1. PCB 铜箔与锂电铜箔双主业布局，产品矩阵覆盖高端应用.....	3
1.2. 背靠铜陵有色与国轩高科，产业链深度绑定.....	3
1.3. 财务数据：21-24 年业绩下滑，25 年毛利率修复盈利改善.....	4
2. 看点：高端铜箔需求放量，公司卡位高端释放盈利弹性.....	5
2.1. AIDC 算力升级驱动 PCB 迭代，催生高端铜箔刚性需求.....	5
2.2. AI 需求带动海外厂商转产高端，形成产能挤压，PCB 铜箔全面涨价.....	7
2.3. 公司：卡位高端赛道，RTF/HVLP 进展领先，放量确定性强.....	8
3. 盈利预测.....	9
4. 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：公司股权结构（2026 年 3 月 30 日）.....	4
图 2：2021-2025H1 年公司分产品收入及营收增速.....	5
图 3：2021-2025Q3 公司归母净利润（亿元）.....	5
图 4：2021-2024 年公司铜箔产销量（万吨）.....	5
图 5：2021Q4-2025Q3 公司分季度毛利率.....	5
图 6：PCB 产业链.....	6
图 7：PCB 成本占比.....	6
图 8：趋肤效应下铜箔表面粗糙度与传输损耗的关系.....	6
图 9：高端铜箔表面处理技术与性能匹配方向.....	6
图 10：AI 智算服务器用高端铜箔表面粗糙度（Rz）要求.....	7
图 11：电子电路铜箔生产工艺.....	7
图 12：阴极辊.....	7
图 13：表面处理机.....	7
图 14：铜冠铜箔高频高速基板用铜箔产量占 PCB 铜箔总产量比例.....	8
图 15：铜冠铜箔盈利预测.....	9
表 1：公司主要产品.....	3
表 2：铜冠铜箔与可比公司的铜箔产能情况对比.....	8

## 1. 概况：主营高性能电解铜箔，业绩稳健改善

### 1.1. PCB 铜箔与锂电铜箔双主业布局，产品矩阵覆盖高端应用

国内高性能电子铜箔领军企业，形成“PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动格局。公司成立于 2010 年 10 月，是国内生产高性能电子铜箔产品的领军企业之一，现已形成“PCB 铜箔+锂电池铜箔”双核驱动的发展模式。

公司主要产品为 PCB 铜箔和锂电池铜箔，2025 年 H1 占总收入的比例分别为 57%、38%，毛利率分别为 5.56%、0.24%。

- ✓ **锂电铜箔：**主要规格包括 4.5 μm、6 μm、7-8 μm 和 8 μm 以上等，用于新能源车、3C 数码产品、储能系统等领域。
- ✓ **PCB 铜箔：**公司生产的 PCB 铜箔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 12um、15um、18um、28um、35um、50um、70um、105um、210um 等，最大幅宽为 1295mm。

表 1：公司主要产品

产品	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、优良的热性和可蚀刻性、抗氧化性	用于多种类覆铜板及线路板
	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，优良的可蚀刻性和抗氧化性	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
锂电池铜箔	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	

资料来源：公司 2025 年半年报、天风证券研究所

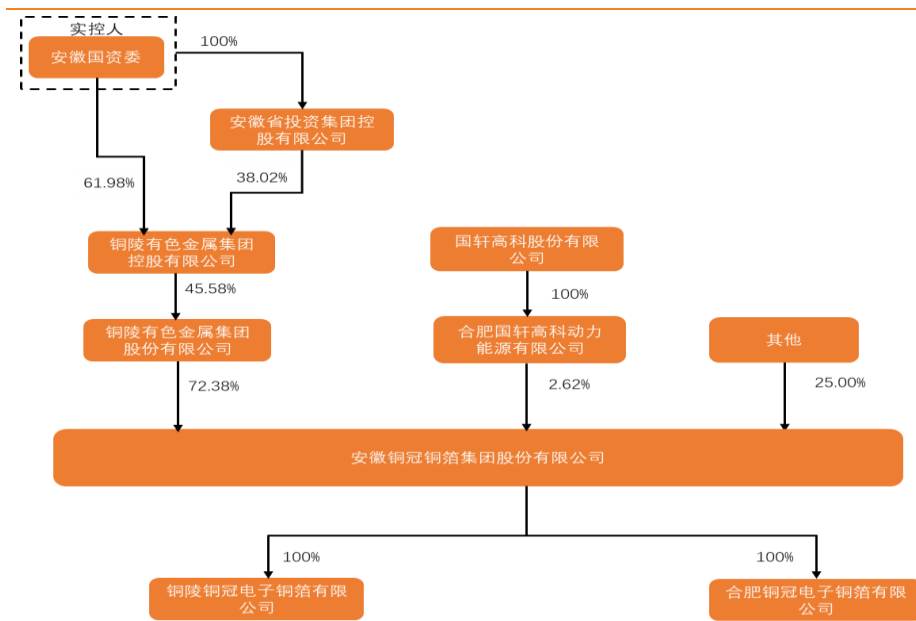
### 1.2. 背靠铜陵有色与国轩高科，产业链深度绑定

上市公司铜陵有色为公司控股股东，国轩高科为第二大股东。公司于 2010 年由上市公司铜陵有色发起设立，2018 年，铜陵有色将其全资子公司铜陵铜箔 100% 股权及控股子公司合肥铜冠 88.75% 股权划转至铜冠铜箔，以整合股权，强化专业化管理。截至 2025 年三季度，铜陵有色持有公司 72.38% 股权，国轩高科为公司第二大股东，持有公司 2.62% 股权。

公司实控人为安徽国资委。

**公司业务与两大股东形成产业协同，关联方交易占比较高。**公司的主要原材料为阴极铜和铜丝，主要向控股股东铜陵有色及其子公司采购，23/24 年向铜陵有色及其子公司采购额占全年向供应商总采购额的比例分别为 55.18%/60.90%。公司锂电池铜箔产品进入国轩高科及其关联方的供应链，24/25H1 向其出售锂电池铜箔收入分别为 2.25/3.22 亿元，占当期锂电铜箔销售收入比例为 13.55%/28.29%。

图 1：公司股权结构（2026 年 3 月 30 日）



资料来源：iFinD、公司公告、天风证券研究所

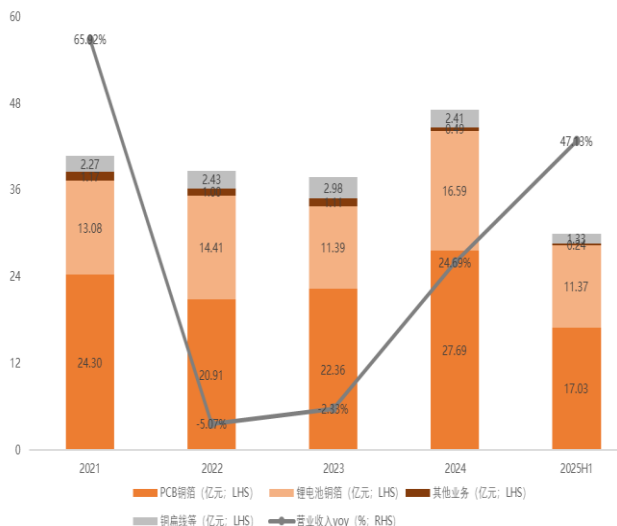
### 1.3. 财务数据：21-24 年业绩下滑，25 年毛利率修复盈利改善

**公司营业收入和归母净利润 21-23 年双双下滑。**公司 21-23 年铜箔产量分别为 4.10/4.16/4.57 万吨，铜箔销量分别为 4.11/4.06/4.35 万吨，产销量上升但营收和归母净利润持续下降，主要因为这几年铜箔行业快速扩产，出现产能过剩、供过于求和价格竞争激烈等情况，导致铜箔加工费大幅下降，对应公司毛利率持续下滑，21Q4 毛利率为 15.4%，23Q4 为 1.9%。

**24 年增收不增利，年底毛利率企稳回升。**公司在池州、铜陵两地的 2.5 万吨产能 24 年投产，产能由 23 年的 5.5 万吨上升至 8 万吨，叠加人工智能带动 PCB 铜箔特别是高频高速铜箔需求增长，产销量同比分别+18%/+27%，营业收入同比+25%。然而公司归母净利润转负，系行业竞争加剧，加工费仍然持续下降，公司毛利率于 24Q3 下降到-1.4%后触底回升。

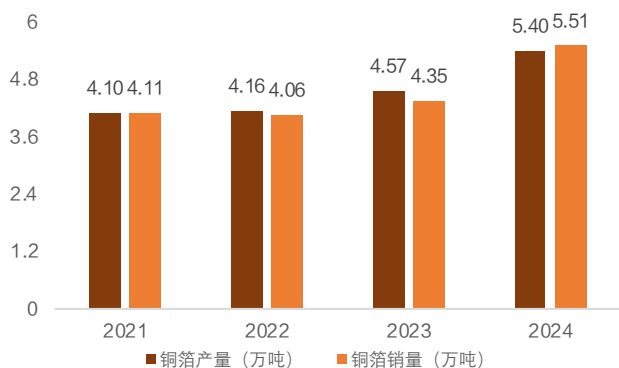
**25 年来，公司盈利持续改善。**作为 AI 服务器基材的 HVLP 铜箔需求旺盛，高频高速基板用铜箔呈现供不应求态势，锂电池铜箔的竞争焦点也转向 4.5 μm、5 μm 等高附加值产品，公司前三季度营收同比+47%，25Q3 单季度毛利率回升至 4.2%，归母净利润扭亏。

图 2：2021-2025H1 年公司分产品收入及营收增速



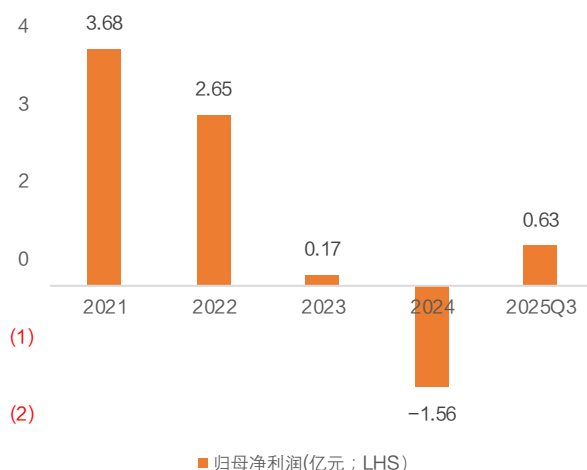
资料来源：iFinD、天风证券研究所

图 4：2021-2024 年公司铜箔产销量 (万吨)



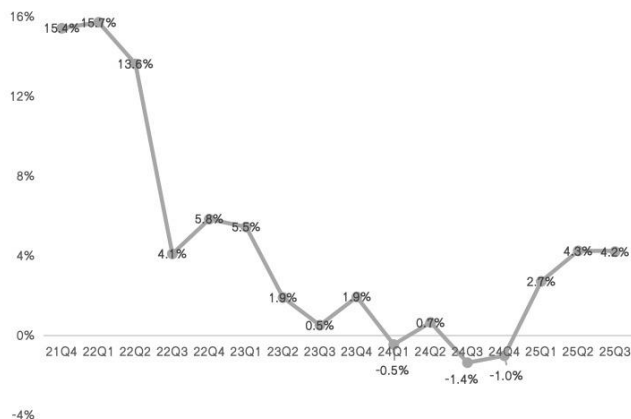
资料来源：iFinD、天风证券研究所

图 3：2021-2025Q3 公司归母净利润 (亿元)



资料来源：iFinD、天风证券研究所

图 5：2021Q4-2025Q3 公司分季度毛利率



资料来源：iFinD、天风证券研究所

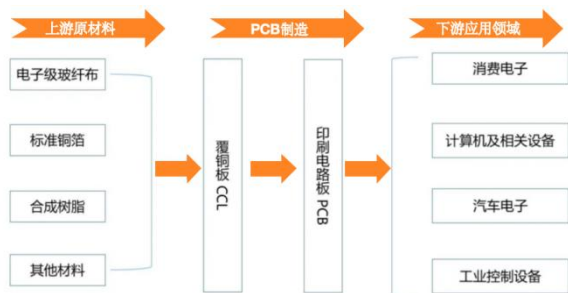
## 2. 看点：高端铜箔需求放量，公司卡位高端释放盈利弹性

### 2.1. AIDC 算力升级驱动 PCB 迭代，催生高端铜箔刚性需求

**AI 智算服务器技术迭代，推动 PCB 向高速、高密、超厚、高多层、高可靠性方向升级。** AI 服务器传输速率由 16GT/s 提升至 64GT/s+，覆铜板损耗由 0.86dB/inch (8GHz) 减少到 0.77dB/inch (16GHz)，低损耗电子铜箔需求明显增加。OAM 加速卡 PCB 布局更密，需要采用 8 阶或 10 阶 HDI 工艺技术，密度进一步提升。AI 智算服务器核心板件规格要求严苛，背板层数 ≥ 20 层、LC 主板层数 ≥ 16 层，下一代智算交换板 PCB 层数达 42-52 层。英伟达 NVL576 机柜作为智算 ScaleUp 核心方案，单 lane 速率达到 200Gbps，总带宽为 102.4Tbps。与此同时，谷歌、Meta、亚马逊、特斯拉等科技巨头加速自研 ASIC 芯片以匹配 AI 算力需求，先进封装进一步抬升高频高速 PCB 性能门槛。相较之下，传统 8-12 层常规 PCB 已难以满足 AI 算力设备运行要求，PCB 在层数设计、材料选型与工艺精度层面均需全面升级。

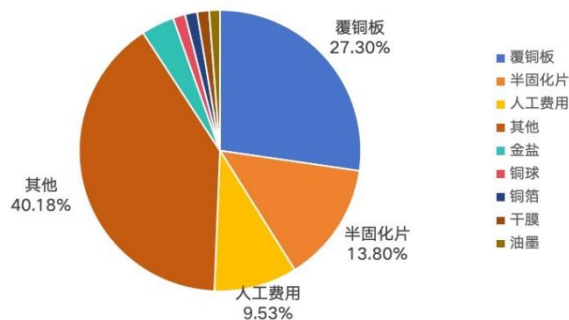
PCB 产业链关系为：电子布+铜箔+树脂->覆铜板 (CCL) ->印制电路板 (PCB) ->AI 服务器，覆铜板在 PCB 中成本占比最高。

图 6：PCB 产业链



资料来源：高工产业研究院（GGII）、公司招股说明书、天风证券研究所

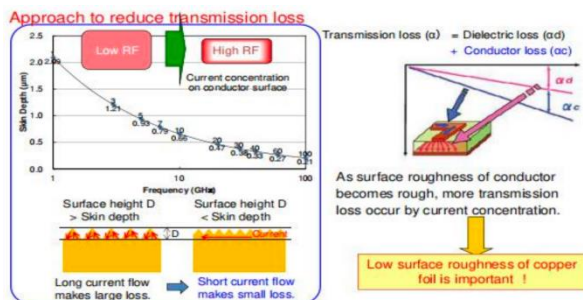
图 7：PCB 成本占比



资料来源：PCB 产业绿色创新联盟公众号、天风证券研究所

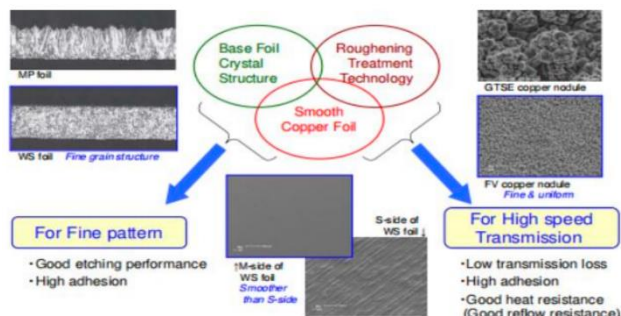
为满足智算服务器低损耗 PCB 要求，需从覆铜板上游核心材料——铜箔实现技术突破，以支撑高速覆铜板低损耗指标。AI 服务器传输速率由 16GT/s 提升至 64GT/s 时，对应高频下覆铜板损耗需从 0.86dB/inch (8GHz) 降至 0.77dB/inch (16GHz)。受趋肤效应影响，在超高速有线信号传输场景中，铜箔成为制约传输速率的核心因素之一。要保障高速信号稳定传输，必须持续优化铜箔晶体结构、表面平整度与粗化处理工艺，尽可能降低铜箔表面粗糙度 (Rz)。

图 8：趋肤效应下铜箔表面粗糙度与传输损耗的关系



资料来源：魏新启《AI 智算服务器对 PCB 及覆铜板技术需求和挑战》、天风证券研究所

图 9：高端铜箔表面处理技术与性能匹配方向



资料来源：魏新启《AI 智算服务器对 PCB 及覆铜板技术需求和挑战》、天风证券研究所

高端 PCB 铜箔主要类型包括反转铜箔 (RTF)、超低轮廓铜箔 (HVLP/VLP) 及极薄可剥离/超薄铜箔。高端 PCB 铜箔具备低信号损耗、高平整度、超薄/超厚规格适配、优异导热导电性及高基板相容性等特点，主要应用于高频高速电路、HDI、IC 封装基板、大功率电路等高端 PCB 领域。

- ✓ **RTF**: 通过特殊表面处理降低粗糙度并提升基板结合力,多用于高阶 HDI 与封装基板,技术已迭代至 RTF1 - 5 代。
- ✓ **HVLP**: 表面粗糙度  $\leq 0.6 \mu m$ , 可显著降低高频趋肤效应损耗,是 5G 通信、AI 服务器、高速数据中心的关键材料,英伟达新一代 AI 芯片即配套使用 HVLP5 代产品。
- ✓ **极薄可剥离/超薄铜箔**: 厚度集中在 3 - 12  $\mu m$ , 主要用于 IC 封装基板与 FPC, 需兼顾超薄状态下的强度、均匀性与剥离可靠性,此前全球市场长期被日本三井等海外企业垄断。

图 10：AI 智算服务器用高端铜箔表面粗糙度 (Rz) 要求

铜箔类型	RTF1	RTF2	RTF3	RTF4
Rz (μm)	≤3.5	≤2.3	≤2.1	≤1.7
铜箔类型	HVLP1	HVLP2	HVLP3	HVLP4
Rz (μm)	≤2.0	≤1.5	≤1.0	≤0.5

资料来源：魏新启《AI 智算服务器对 PCB 及覆铜板技术需求和挑战》、天风证券研究所

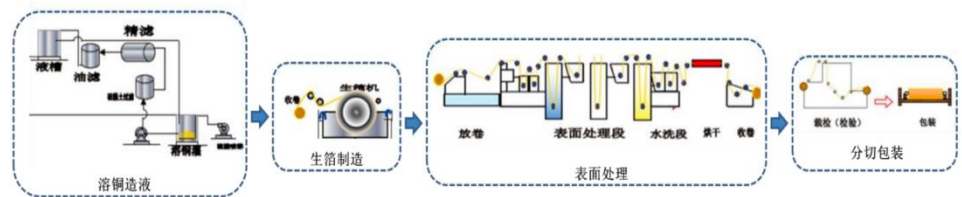
## 2.2. AI 需求带动海外厂商转产高端，形成产能挤压，PCB 铜箔全面涨价

AI 需求拉动、产品升级下，海外厂商转产高端，全球 RTF 供给收缩，直接带来国内厂商 RTF 订单放量、电子铜箔开启全面涨价。日本三井金属转产高端铜箔并控制常规产品供应；德福科技作为内资头部电解铜箔厂商，当前满产高负荷运行，下游需求旺盛，近期已对全球某头部覆铜板厂商供应的 HTE、RTF 等产品加工费提价，进一步印证行业供需紧张格局。

同时，中高端电子铜箔的产能扩张面临多重壁垒，意味着短期供求关系难以改变：

- ✓ **核心设备高度依赖进口，海外厂商产能受限。**电子电路铜箔生产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，比锂电池铜箔多出表面处理环节，因此无法直接复用后者产线。另外，高性能铜箔生产对其所需的核心设备如生箔机、表面处理机和阴极辊等的材质、加工精度及一致性要求极高，而上述核心设备的生产与销售主要集中于日本三船、日本新日铁、韩国 PNT 等日韩企业。以阴极辊为例，全球 70% 以上的阴极辊来自日本新日铁等日企，订购需提前下单排期，交付周期长；日本三船公司的表面处理机年产能仅为 6-8 台，供给能力有限，一定程度上限制了铜箔企业生产线的新建及扩建能力。

图 11：电子电路铜箔生产工艺

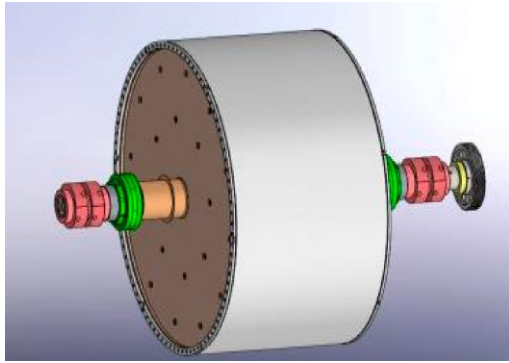


资料来源：公司招股说明书、天风证券研究所

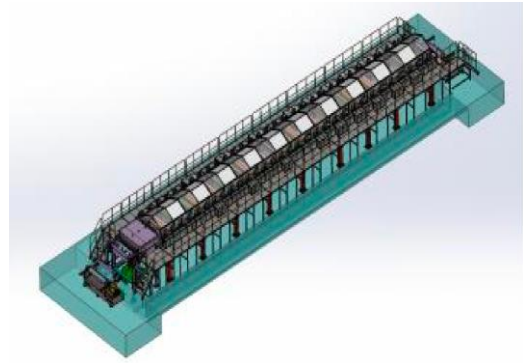
- ✓ **核心设备投资规模大，对企业资金实力要求高。**进口生箔机、表面处理机及阴极辊等核心设备价格较高。从铜冠铜箔的设备原值来看，生箔机原值达 50,250.63 万元，表面处理机原值为 26,095.48 万元，阴极辊原值为 23,104.33 万元，核心设备投资规模较大。在其募投项目中，新增 1 万吨/年高精度电子铜箔产能对应的机器设备原值高达 5.28 亿元，显著高于既有产线水平。且随着行业产能扩张，进口设备价格较现有产线建设时增加，将进一步推高单位产能的设备投资成本。

图 12：阴极辊

图 13：表面处理机



资料来源：洪田股份年报、天风证券研究所



资料来源：洪田股份年报、天风证券研究所

- ✓ 中高端电子铜箔下游认证体系严苛、周期长。中高端电子铜箔的直接下游为覆铜板（CCL）厂商，下游企业对铜箔产品建立了全流程、多环节的严格认证体系，需经历“样品检测—少量试制—现场审核—小批量试制—评估”的完整流程，才能被纳入合格供应商名单，国内客户认证周期至少半年，海外客户更是长达 1 年。

### 2.3. 公司：卡位高端赛道，RTF/HVLP 进展领先，放量确定性强

与同行业主要竞争企业专注锂电池铜箔生产不同，公司铜箔产能中 PCB 铜箔占比最大，能够充分享受下游的 AIDC 行业发展红利。截止 2026 年初，公司拥有铜箔产品总产能为 8 万吨/年，其中，PCB 铜箔产能 5.5 万吨/年，锂电池铜箔产能 2.5 万吨/年。

表 2：铜冠铜箔与可比公司的铜箔产能情况对比

公司	产能情况
铜冠铜箔	PCB 铜箔产能 5.5 万吨/年，锂电池铜箔产能 2.5 万吨/年
诺德股份	截止 25 年年底，铜箔产能 14 万吨/年，其中高端电子电路铜箔产能 3 万吨/年
德福科技	截止 3Q25，铜箔产能共 17.5 万吨/年，其中电子电路铜箔产能为 5 万吨/年
嘉元科技	截止 1H25，铜箔产能共 13 万吨/年，其中锂电铜箔产能超 10 万吨/年；AI 铜箔生产线规划总产能为 3.5 万吨/年，已投产产能达 1 万吨/年
中一科技	截止 1H25，电解铜箔名义总产能 5.55 万吨/年，在建高端电子电路铜箔产能 1 万吨/年

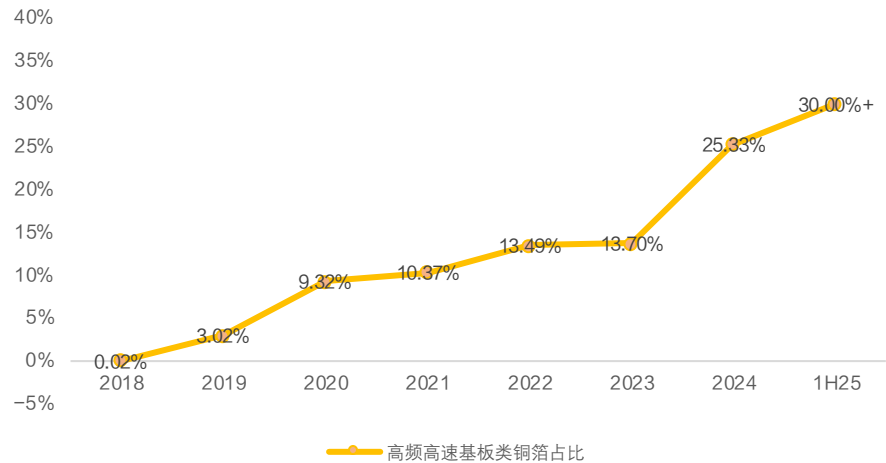
资料来源：各公司年报、投资者活动记录表等、天风证券研究所

公司 2019 年实现 RTF 量产，具备 HVLP 1-4 代铜箔生产能力，且已进入多家 CCL 厂商。公司 RTF 铜箔产品于 2019 年实现量产；且较早立项研发 HVLP 铜箔，攻克关键核心技术，有效替代进口产品，目前该产品已成功进入多家头部 CCL 厂商供应链，具备 1-4 代 HVLP 铜箔生产能力，HVLP5 完成中试，正处送样阶段，目前以 2 代产品出货为主。

公司高频高速用铜箔近年来销量与收入快速提升，25H1 营业收入中高频高速基板用铜箔产量占 PCB 铜箔总产量比例突破 30%。2025 年新购置多台表面处理机以扩充 HVLP 铜箔生产。2024 年公司 HVLP 铜箔单月订单突破百吨，全年产量同比增长 217%，并成功实现出口；2025 年上半年，公司高端 HVLP 铜箔产量增速较快，已超越 2024 年全年产量水平。在 RTF 产品方面，公司产销能力同样居内资企业首位。总体而言，公司的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%。

随着高端铜箔（RTF/HVLP）占比提升及价格上涨，公司 PCB 铜箔业务毛利率有望显著修复，盈利弹性将逐步兑现。

图 14：铜冠铜箔高频高速基板用铜箔产量占 PCB 铜箔总产量比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 3. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年实现营收 69、90、108 亿元，实现归母净利润 0.6、4.5、6.5 亿元。核心假设如下：

- ✓ **PCB 铜箔**：25 年参考 25H1 增速+铜价上行，26 年考虑高端铜箔（RTF/HVLP）占比提升及价格上涨带动收入增长，27 年趋势持续；毛利率 25 年参考 25H1，26/27 年考虑高端铜箔上涨拉动毛利率，具体幅度参考三井金属关于 PCB 铜箔业务的投入资本回报率将大幅上升的预期。
- ✓ **锂电铜箔**：25 年参考 25H1 增速+铜价上行，26 年考虑铜价同比上行+高端品（5 微米及以下）占比提升。

图 15：铜冠铜箔盈利预测

项目	单位	2024年	2025年E	2026年E	2027年E
<b>营业收入</b>	<b>亿元</b>	<b>47</b>	<b>69</b>	<b>90</b>	<b>108</b>
YOY		25%	46%	30%	20%
PCB铜箔	亿元	28	36	50	63
锂电池铜箔	亿元	17	30	36	41
其他	亿元	2.9	3.2	3.5	3.9
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>4.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>9.3%</b>
PCB铜箔	%	1.9%	6.0%	10%	11%
锂电池铜箔	%	-5%	1.5%	6%	7%
其他	%	0%	5%	5%	5%
<b>费用率</b>	<b>%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.0%</b>
期间费用	亿元	1.2	1.7	1.9	2.2
其他收益	亿元	0.2	0.5	0.6	0.6
<b>归母净利润</b>	<b>亿元</b>	<b>-1.6</b>	<b>0.6</b>	<b>4.5</b>	<b>6.5</b>

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

### 4. 风险提示

**高端铜箔产能释放与认证不及预期**：公司 HVLP5 代铜箔处于送样阶段，高端产能扩张依赖进口设备交付与调试；下游 CCL 厂商认证周期长，可能错失行业涨价窗口期。

**锂电池需求不及预期**：公司锂电铜箔下游依赖动力电池与储能电池，若新能源汽车销量或储能装机量增长放缓，将直接影响锂电铜箔业务收入与产能利用率。

**行业价格竞争加剧：**铜箔行业产能逐步释放,若市场竞争加剧导致加工费下行或高端产品溢价收窄,可能对公司毛利率修复进程造成压力。

**技术迭代与替代：**AI 服务器 PCB 对铜箔表面粗糙度、信号损耗等指标要求持续提升,若公司未能及时跟进 HVLP 更高代际产品研发,可能面临技术替代风险;此外,新型材料的研发进展也可能对行业需求产生潜在冲击。

**预测主观性：**本报告盈利预测基于行业增长、产品涨价、产能利用率等假设,若 AI 算力落地节奏、海外厂商产能调整、下游客户扩产计划等实际情况与假设不符,可能导致业绩预测与估值判断存在偏差。

**股价大幅波动：**公司股价短期累计涨幅较高,当前估值已较大程度反映行业景气与公司业绩预期,若后续市场情绪、资金流向、行业政策等因素发生变化,可能引发股价大幅波动,存在阶段性回调风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,276.93	301.01	345.30	448.77	540.40	营业收入	3,784.54	4,718.91	6,906.04	8,975.32	10,808.05
应收票据及应收账款	876.06	1,619.37	2,063.85	2,772.85	3,111.53	营业成本	3,695.97	4,745.98	6,629.26	8,238.71	9,807.21
预付账款	0.41	4.17	124.73	12.58	150.87	营业税金及附加	14.36	17.51	27.62	35.90	43.23
存货	595.47	632.20	1,135.61	1,107.15	1,617.07	销售费用	6.58	6.95	8.29	8.98	10.81
其他	1,125.98	1,032.54	870.23	1,057.59	1,052.65	管理费用	25.23	28.10	34.53	35.90	37.83
<b>流动资产合计</b>	<b>3,874.86</b>	<b>3,589.29</b>	<b>4,539.72</b>	<b>5,398.94</b>	<b>6,472.53</b>	研发费用	73.29	67.21	89.78	98.73	108.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(6.60)	20.66	11.78	9.49	17.05
固定资产	2,018.11	3,118.91	2,890.82	3,152.23	3,220.90	资产/信用减值损失	(15.19)	(78.57)	(100.00)	(110.00)	(120.00)
在建工程	841.19	5.74	164.59	407.67	514.14	公允价值变动收益	(1.75)	0.40	(1.00)	(4.00)	(3.00)
无形资产	105.93	100.97	96.12	91.28	86.44	投资净收益	15.82	12.65	20.00	30.00	40.00
其他	100.40	131.69	101.05	110.97	114.57	其他	30.21	20.61	50.00	60.00	60.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,065.63</b>	<b>3,357.30</b>	<b>3,252.59</b>	<b>3,762.15</b>	<b>3,936.05</b>	<b>营业利润</b>	<b>4.81</b>	<b>(212.41)</b>	<b>73.78</b>	<b>523.61</b>	<b>760.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,940.48</b>	<b>6,946.59</b>	<b>10,758.32</b>	<b>12,255.43</b>	<b>12,328.22</b>	营业外收入	0.12	0.02	2.50	2.80	4.00
短期借款	241.68	332.69	795.85	1,630.00	1,938.61	营业外支出	0.22	1.34	1.00	1.20	1.50
应付票据及应付账款	539.02	623.52	923.31	1,044.83	1,352.49	<b>利润总额</b>	<b>4.71</b>	<b>(213.73)</b>	<b>75.28</b>	<b>525.21</b>	<b>763.34</b>
其他	160.65	142.82	241.69	263.81	317.60	所得税	(12.49)	(57.39)	11.29	77.21	114.50
<b>流动负债合计</b>	<b>941.35</b>	<b>1,099.03</b>	<b>1,960.85</b>	<b>2,938.64</b>	<b>3,608.70</b>	<b>净利润</b>	<b>17.20</b>	<b>(156.34)</b>	<b>63.99</b>	<b>448.00</b>	<b>648.84</b>
长期借款	266.00	270.00	281.37	302.33	309.90	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17.20</b>	<b>(156.34)</b>	<b>63.99</b>	<b>448.00</b>	<b>648.84</b>
其他	153.73	195.69	149.60	156.37	163.85	每股收益(元)	0.02	(0.19)	0.08	0.54	0.78
<b>非流动负债合计</b>	<b>419.73</b>	<b>465.69</b>	<b>430.97</b>	<b>458.70</b>	<b>473.74</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,361.07</b>	<b>1,564.72</b>	<b>2,391.83</b>	<b>3,397.33</b>	<b>4,082.45</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	829.02	829.02	829.02	829.02	829.02	营业收入	-2.33%	24.69%	46.35%	29.96%	20.42%
资本公积	4,170.69	4,170.69	4,170.69	4,170.69	4,170.69	营业利润	-98.42%	-4517.45%	-134.73%	609.70%	45.31%
留存收益	580.66	374.58	438.56	886.57	1,535.41	归属于母公司净利润	-93.51%	-1008.97%	-140.93%	600.15%	44.83%
其他	(0.96)	7.59	2.21	2.95	4.25	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,579.41</b>	<b>5,381.87</b>	<b>5,440.48</b>	<b>5,889.22</b>	<b>6,539.36</b>	毛利率	2.34%	-0.57%	4.01%	8.21%	9.26%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,940.48</b>	<b>6,946.59</b>	<b>10,758.32</b>	<b>12,255.43</b>	<b>12,328.22</b>	净利率	0.45%	-3.31%	0.93%	4.99%	6.00%
						ROE	0.31%	-2.91%	1.18%	7.61%	9.92%
						ROIC	-0.21%	-3.32%	1.47%	8.17%	10.00%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	资产负债率	19.61%	22.52%	22.23%	27.72%	33.11%
净利润	17.20	(156.34)	63.99	448.00	648.84	净负债率	-13.50%	6.28%	14.07%	25.62%	26.55%
折旧摊销	157.05	193.69	234.07	259.90	276.93	流动比率	4.12	3.27	2.32	1.84	1.79
财务费用	(6.22)	20.64	11.78	9.49	17.05	速动比率	3.48	2.69	1.74	1.46	1.35
投资损失	(15.82)	(12.65)	(20.00)	(30.00)	(40.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(1,238.86)	(243.22)	(632.80)	(472.50)	(701.26)	应收账款周转率	4.72	3.78	3.75	3.71	3.67
其它	486.51	(266.86)	(1.00)	(4.00)	(3.00)	存货周转率	7.54	7.69	7.81	8.00	7.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>(600.13)</b>	<b>(464.75)</b>	<b>(343.96)</b>	<b>210.89</b>	<b>198.56</b>	总资产周转率	0.58	0.68	0.78	0.78	0.88
资本支出	837.23	412.11	206.09	752.77	439.76	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.02	-0.19	0.08	0.54	0.78
其他	(904.80)	(956.97)	(272.63)	(1,698.45)	(849.47)	每股经营现金流	-0.72	-0.56	-0.41	0.25	0.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(67.57)</b>	<b>(544.86)</b>	<b>(66.54)</b>	<b>(945.67)</b>	<b>(409.72)</b>	每股净资产	6.73	6.49	6.56	7.10	7.89
债权融资	432.40	94.37	460.17	837.51	301.49	<b>估值比率</b>					
股权融资	(50.70)	8.55	(5.38)	0.74	1.30	市盈率	1,741.88	-191.63	468.23	66.88	46.18
其他	(49.94)	(69.44)	0.00	(0.00)	0.00	市净率	5.37	5.57	5.51	5.09	4.58
<b>筹资活动现金流</b>	<b>331.76</b>	<b>33.48</b>	<b>454.79</b>	<b>838.25</b>	<b>302.79</b>	EV/EBITDA	37.40	54.12	73.45	34.75	26.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	121.78	-271.56	171.37	49.25	35.30
<b>现金净增加额</b>	<b>(335.95)</b>	<b>(976.13)</b>	<b>44.29</b>	<b>103.46</b>	<b>91.64</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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、意见并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，天风证券及/或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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com