

有色金属行业 | 深度报告

证券研究报告

2026/8/13

海亮股份深度报告——

以铜加工为基，全球化布局乘风远航

证券分析师： 梁必果

分析师登记编号： S1190524010001

证券分析师： 刘强

分析师登记编号： S1190522080001

报告摘要

铜加工标杆企业，行业地位领先。公司核心产品为铜管、铜棒、铜箔等铜基材料，产品应用于制冷设备、管道、建筑、装备器械、电力等领域，并进一步延伸至锂电池、PCB和AIDC等新型场景。公司连续17年蝉联中国铜管供应商第一名，连续6年蝉联全球铜管出货量第一，2025年铜管毛利占比达74%，是最稳定的盈利来源之一。2022年公司铜箔业务开始贡献收入，2025年铜箔收入占比提升至7%，毛利由亏转盈。得益于全球化布局，公司海外业务毛利率更高、收入增长更快，2025年公司海外业务毛利占比达55%。

铜箔行业景气向好，公司铜箔快速成长。电子铜箔方面，随着AI服务器由GB200向GB300、Rubin等持续升级，铜箔由传统产品向HVLP1/2/3/4不断迭代，铜箔层数显著增加带来铜箔用量的快速提升，电子铜箔行业维持高景气。锂电铜箔方面，行业自2025年开始逐步回暖；进入2026年，受新能源汽车、储能、AI算力多重需求共振，国内铜箔行业开工率持续走高、加工费上涨，供需偏紧格局有望延续。公司是第一家在海外设立生产基地的中国铜箔供应商，率先研发并量产800MPa特高抗铜箔、3.5 μm 极薄铜箔等先进铜箔，在高性能PCB铜箔方面，公司持续进行RTF、HVLP、载体箔等高端铜箔的技术研发，推出了赋能高速高频应用的高端产品。

全球化布局迎来收获期。公司在全球多个国家和地区布局了23个生产基地，覆盖欧美成熟市场、东南亚及非洲等高增长地区及其他战略要地。公司在2016年4月全资收购美国知名铜管销售企业JMF Company，进入美国市场，2019年得州海亮正式开工建设紫铜管线产能。2025年在美国对铜半成品、高铜制品征收50%关税后，美国本土制造商竞争力显著增强，铜制品加工费呈现上涨趋势。2025年得州海亮实现净利润2.15亿元，利润扭亏为盈；至2026年3月31日，美国工厂管坯产能达9万吨/年，公司正在加快美国工厂建设，强化美国生产基地在北美高端铜基产品市场的辐射能力。

铜加工行业总量增速放缓，需求仍有支撑。中国铜加工产量自2013年1365万吨上升至2025年2154万吨，复合增速为3.9%；近年来，随着下游地产、家电等行业进入存量时代，铜加工产量增速逐渐放缓，2025年同比增长1.4%。从结构来看，铜

报告摘要

加工细分行业中，2025年铜线材产量占比为49%，铜带材、铜管材、铜棒材、铜箔材产量占比分别为11%、11%、9%、7%。其中铜箔产量增速较快。铜加工产品下游应用广泛，主要包括电力、家电、工程机械设备、交通运输、建筑等行业，铜线下游主力需求来源于电力电网相关行业。中国电网投资持续增长，2025年中国电网工程投资额6395亿元，同比+5%；2026年前5月投资额3027亿元，同比+4%。2026年6月，国家发改委印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，加快新型电网建设，“十五五”全国电网固定资产投资将达到5万亿元以上，较“十四五”增长30%以上，为需求带来支撑。

投资建议：我们预计公司2026-2028年营业收入分别为1140/1319/1449亿元，归母净利润分别为19.4/29.8/35.2亿元，对应EPS分别为0.85/1.30/1.54元/股。公司是铜加工行业标杆企业，全球化布局夯实竞争力，持续向高端业务拓展强化成长能力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、加工费下跌风险：铜加工行业竞争持续加剧导致加工费下跌；
- 2、产能爬坡不及预期：公司铜箔、铜管等产能爬坡进度低于预期；
- 3、高端产品销量不及预期：公司高端产品下游接受度低于预期。

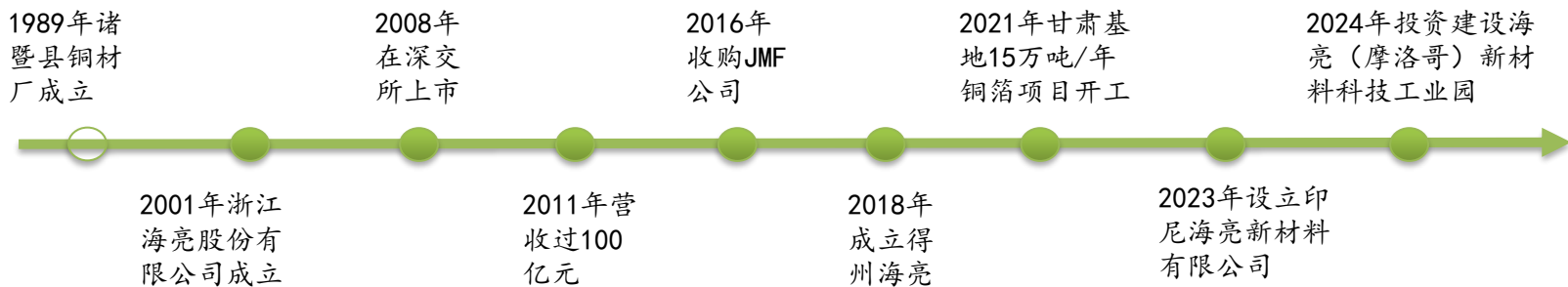
目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转
- 3、全球化布局迎来收获期
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑
- 5、盈利预测与估值
- 6、风险提示

1.1 公司沿革：聚焦铜基材料，推进全球化+高端化发展

- **(1) 公司聚焦优质铜产品及导体新材料。**浙江海亮股份有限公司专注于优质铜产品、导体新材料等研发、生产、销售和服务，核心产品为铜管、铜棒、铜箔等铜基材料，产品应用于制冷设备、管道、建筑、装备器械、电力等领域，并进一步延伸至锂电池、PCB和AIDC等新型场景。
- **(2) 持续全球化布局+向下游高端市场扩展。**公司前身为诸暨县铜材厂，由冯海良于1989年成立；2001年浙江海亮股份有限公司成立，2008年公司在深交所上市，2011年公司营业收入过100亿元；2016年公司收购JMF 100%股权，进入美国市场，2018年成立海亮铜业得克萨斯有限公司全资子公司，2019年公司收购KME集团位于德国、法国、意大利的3家铜合金棒生产工厂，以及位于德国、西班牙的2家铜管生产工厂；2021年成立甘肃海亮新能源材料有限公司，15万吨/年高性能铜箔材料项目正式开工，2023年设立印尼海亮新材料有限公司，计划投建10万吨/年铜箔产线，2024年投资建设海亮（摩洛哥）新材料科技工业园。

图表1：公司沿革

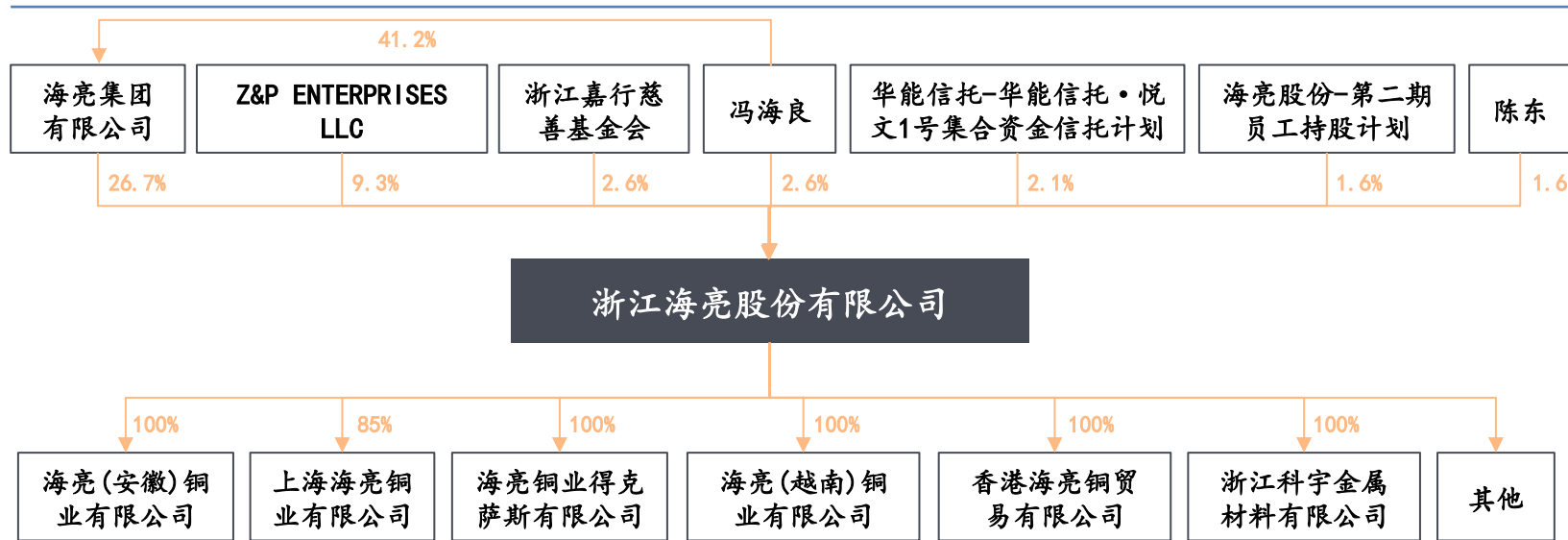


资料来源：公司官网、公司公告，太平洋证券

1.2 股权结构：整体较为稳定

➤ **公司实控人为冯海良。**截至2026年Q1，公司控股股东为海亮集团有限公司，持股26.7%；冯海良为海亮集团有限公司实控人，通过海亮集团有限公司与直接持股，合计持有公司29%股份，为公司实控人。2003年，公司通过定向增发股份，引进美国Z&P ENTERPRISES LLC作为公司的战略投资者。2019年底，公司控股股东海亮集团无偿捐赠1亿股权给浙江海亮慈善基金会，切实履行企业社会责任，2021年浙江海亮慈善基金会更名为浙江嘉行慈善基金会。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告、浙江海亮慈善基金会官网，太平洋证券

1.3 管理层：行业背景深厚

➤冯櫓铭为家族接班人，公司管理层深耕行业多年。冯櫓铭先生系公司实控人冯海良之子，2016年冯櫓铭以董事身份开始进入公司工作；2023年冯櫓铭成为公司总经理，深度接管公司经营管理；2025年7月公司完成董事会换届选举，会议选举冯櫓铭先生为公司第九届董事会董事长，完成换届交接，为长期稳定发展奠定基础。公司其他高管均在行业有深厚的背景与经验，为公司发展提供强劲支持。

图表3：公司管理层

姓名	职务	任职起始日	性别	学历	出生年份	最新薪酬 (万元)	持股数量 (万股)	简历
冯櫓铭	董事长	2025/7/25	男	硕士	1986	245.8	1,888	曾先后担任浙江海亮股份有限公司总经理助理、海亮集团有限公司副总裁、浙江省工商联常委、浙江海亮股份有限公司董事等职务；现任海亮集团有限公司董事、硕奥国际控股有限公司董事等职务；担任绍兴市政协委员、绍兴市工商联副会长等社会职务。现任浙江海亮股份有限公司董事长、总裁。
吴长明	副总裁	2023/2/27	男	本科	1976	144.6		曾任浙江海亮国际贸易有限公司销售部长、销售总监、浙江海亮股份有限公司上海越南营销中心总经理等职。现任浙江海亮国际贸易有限公司总经理、浙江海博小额贷款股份有限公司(股票代码:831199)监事、浙江海亮股份有限公司董事、副总裁。
王盛	副总裁	2018/4/25	男	本科	1969	142.8	29	曾任江苏太仓铜材厂副总经理、上海龙阳精密复合铜管有限公司生产副总经理、江西耐乐铜业有限公司总经理等职，现任浙江海亮股份有限公司副总裁。
王树光	董事	2020/10/29	男	博士	1985	141.7		曾任乌鲁木齐高新区(新市区)财政局国库科科长、乌鲁木齐高新区(新市区)国有资产管理中心(PPP管理中心)主任、乌鲁木齐高新区(新市区)财经办(金融办、上市办)主任、新疆中科援疆创新创业私募基金管理有限公司董事、副总裁、新疆高新招银基金有限公司董事长，曾荣获“第三届甘肃省优秀中国特色社会主义事业建设者”、“甘肃青年五四奖章”、“北京市优秀共产党员”、“北京市创新争先先进人物”、“乌鲁木齐市道德模范”等荣誉。现任公司控股股东海亮集团有限公司副总裁、甘肃海亮新能源材料有限公司董事长、浙江海亮股份有限公司董事。
陈东	财务总监	2025/7/25	男	本科	1968	98.8	3,597	曾任诸暨市湄池供销社主办会计，浙江海亮股份有限公司总会计师、董事、财务总监，香港海亮铜贸易有限公司执行董事，海亮集团财务有限责任公司财务负责人兼财务计划部经理、监事长，浙江海亮股份有限公司董事，现任浙江海博小额贷款股份有限公司(股票代码:831199)董事、海亮集团财务有限责任公司董事长、浙江海亮股份有限公司财务总监。
童莹莹	董事会秘书	2025/1/20	女	硕士	1980	97.4		毕业于复旦大学管理学院，曾任厦门合兴包装印刷股份有限公司、三湘印象股份有限公司董事会秘书等职位、浙江海亮股份有限公司投资者关系总监，现任浙江海亮股份有限公司董事会秘书、杭州海亮精密科技有限公司董事。

资料来源：公司公告、iFInd、太平洋证券

1.4 公司产品：铜产品种类丰富

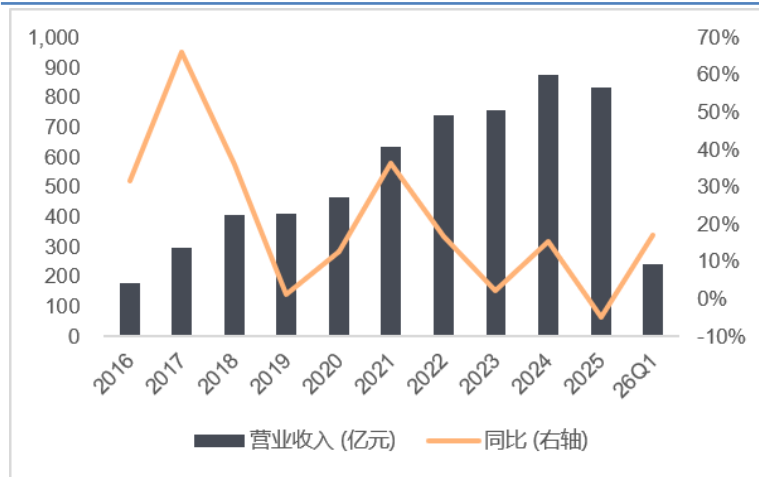
图表4：公司产品矩阵（产能数据截至2026年Q1）



1.5 收入：规模持续扩张

► **公司营业收入持续增长，利润与下游景气度相关性显著。**2016-2025年，公司营业收入从180亿元上升至833亿元，10年复合增速为19%；归母净利润从5.5亿元上升至9.4亿元，10年复合增速为6%。2020年公司利润下滑，主要系：（1）新冠疫情冲击，公司海外业务盈利较强，但海外疫情控制弱于国内；（2）国内市场加工费承压；（3）海运运费大幅攀升及美元汇率走弱。2024年利润下滑主要系：（1）锂电铜箔加工费下降；（2）资产减值及汇兑损失。

图表5：公司营业收入及增速



图表6：公司归母净利润及增速



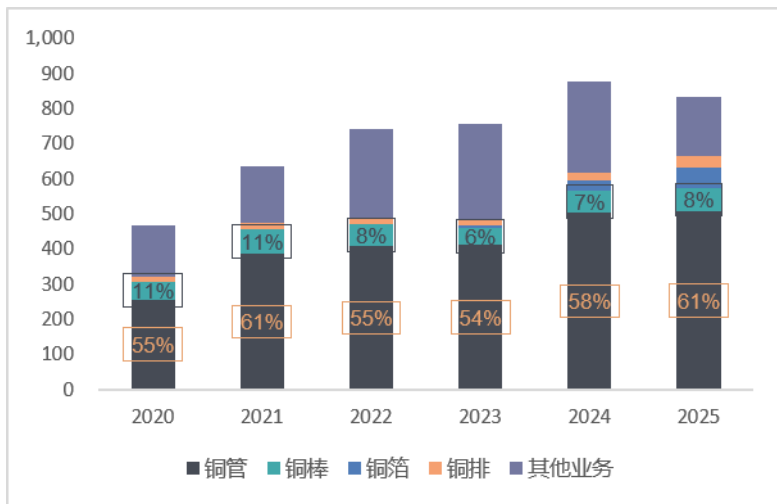
资料来源：公司公告，太平洋证券

资料来源：公司公告，太平洋证券

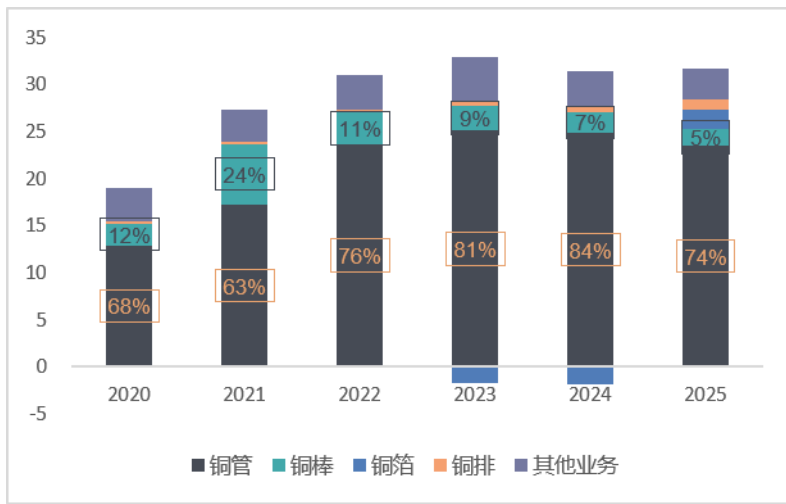
1.6 收入结构（按产品）：以铜管为基，铜箔、铜排多点开花

►铜管业务为公司最稳定基本盘，铜箔、铜排业务快速增长。从收入结构来看，铜管营收占比过半，公司连续17年蝉联中国铜管供应商第一名，连续6年蝉联全球铜管出货量第一，2025年铜管毛利占比达74%，是最稳定的盈利来源之一。2022年公司铜箔业务开始贡献收入，2025年铜箔收入占比提升至7%，毛利由亏转盈，达到7%。受数据中心高景气，热管理铜排、异型铜排等产品需求旺盛，2025年公司铜排收入33亿元，同比+34%，收入占比4%，毛利占比3%。其他业务主要包含贸易收入，2025年收入占比20%，毛利占比10%。

图表7：公司营收结构（按产品）



图表8：公司毛利结构（按产品）



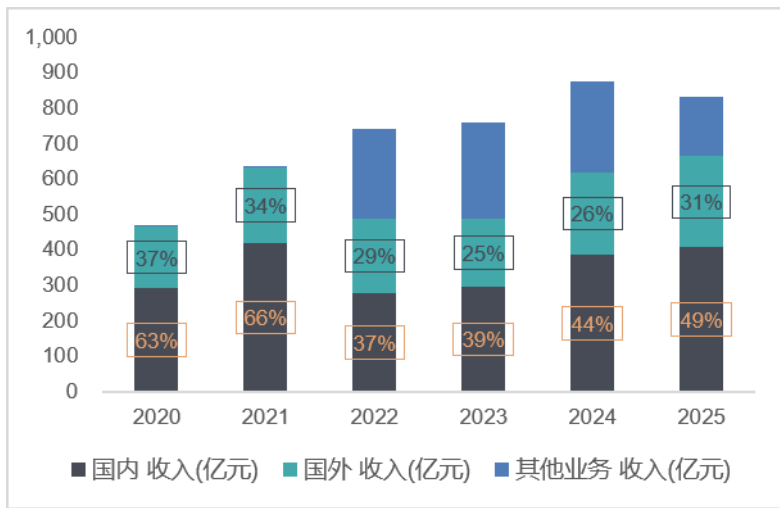
资料来源：公司公告，太平洋证券

资料来源：公司公告，太平洋证券

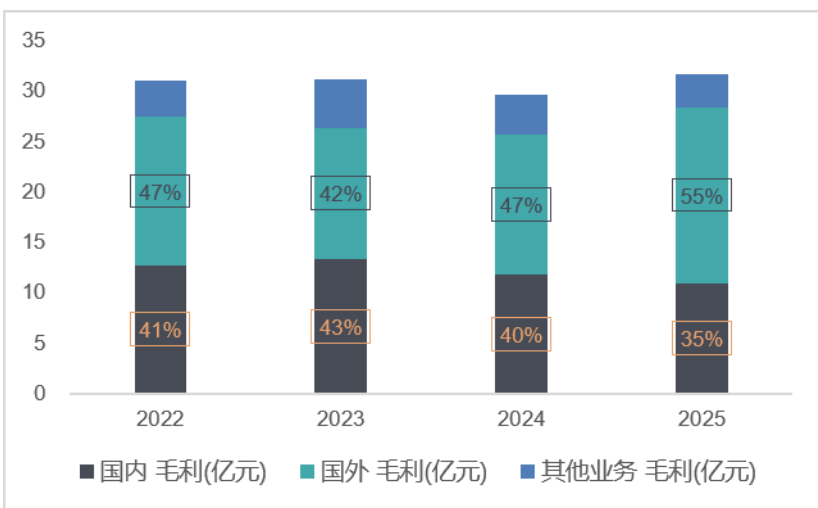
1.7 收入结构（按地区）：海外业务毛利更高

➤ **海外收入增长更快，毛利更高。**从地区来看，2016-2025年，公司国内收入从129亿元上升至406亿元，10年复合增速为14%；海外收入从50亿元上升至258亿元，10年复合增速为20%，国内收入占比更高，海外收入增长更快。从毛利来看，得益于持续全球化布局，与海外业务更高的毛利率，公司海外业务毛利占比高于国内；2025年公司海外业务毛利为17亿元，占比55%，国内业务毛利11亿元，占比35%。

图表9：公司收入结构（按地区）



图表10：公司毛利结构（按地区）



资料来源：公司公告，太平洋证券

资料来源：公司公告，太平洋证券

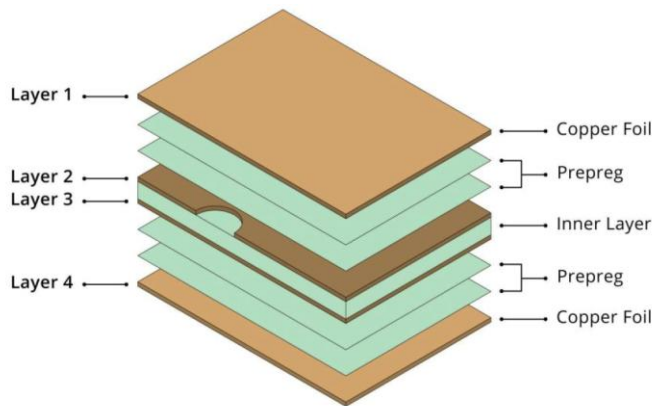
目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转**
- 3、全球化布局迎来收获期
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑
- 5、盈利预测与估值
- 6、风险提示

2.1 PCB为元器件之间实现电气连接

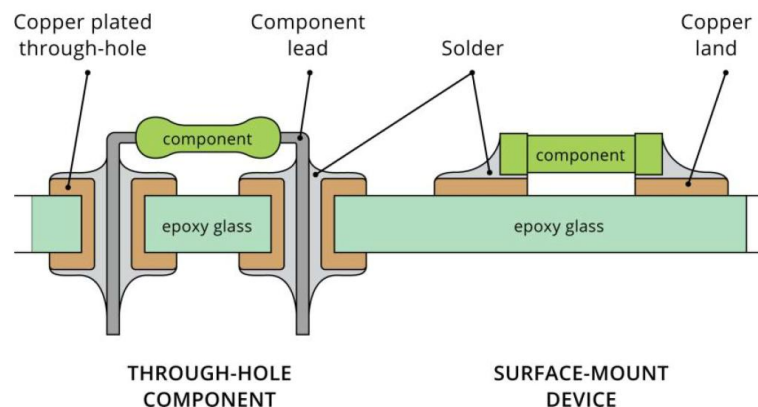
- (1) 多层印制电路板由覆铜板、半固化片和金属箔材叠层高温高压压合而成。印制电路板 (PCB, Printed Circuit Board) 为电子元器件提供装配载体, 并实现元器件之间的电气连接。根据导电路线布设位置, PCB可分为单面板、双面板和多层板 (MLB, Multilayer Boards)。印制电路板由三种基础原材料构成: (1) 覆铜板: 以玻纤布为增强材料, 经树脂浸渍固化制成的板材; (2) 半固化片: 浸渍了半固化树脂的玻纤布; (3) 金属箔: 铜箔是应用最为广泛的金属箔材。
- (2) 两种元器件装配主流工艺。电路板元器件装配有两种主流工艺: (1) 电镀通孔工艺 (PTH, Plated Through-hole Technology): 元器件引脚穿过电路板钻孔焊接; (2) 表面贴装工艺 (SMT, Surface-mount Technology): 元器件直接焊在电路板表层, 该工艺使用范围更广。

图表11: 叠层结构与多层板构造



资料来源: SVTronics, 太平洋证券

图表12: 电镀通孔工艺与表面贴装技术

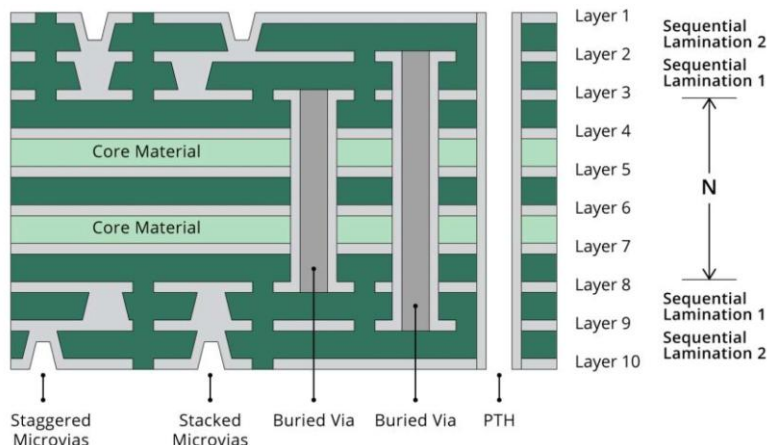


资料来源: SVTronics, 太平洋证券

2.2 PCB层数持续增加

- **(1) 多层印制电路板由覆铜板、半固化片和金属箔材叠层高温高压压合而成。**随着芯片封装技术日趋精密，高密度互联板（HDI，High-Density Interconnection）得以大规模应用。HDI板布线密度远高于传统电路板，需采用增层压合工艺，将已经完成压合的子板，与新增铜箔线路层进行再次压合。
- **(2) AI驱动PCB层数大幅增加。**标准台式机主板通常采用6-8层印制电路板，高级企业级通用服务器采用10-14层板，DGX H100 GPU整体基板层数达20-24层，GB200 NVL72整体机柜配套专用NVSwitch交换板，层数可达32-40层甚至更高。

图表13：HDI板微孔、盲孔及分步压合工艺结构



图表14：不同类型板卡对应的PCB层数

Board Type	GPU Generation	Typical Layer Count	Primary Driver of High Count
Consumer GPU add-in card (RTX 4090)	Ada Lovelace	8-12	PCIe Gen4, GDDR6X routing, moderate PDN
Data center inference GPU (L40S PCIe)	Ada Lovelace	12-16	PCIe Gen4, GDDR6 routing, no NVLink
A100 HGX baseboard	Ampere	14-18	NVLink 3.0, 6 × NVSwitch 2.0, HBM2e power
H100 HGX baseboard	Hopper	20-24	NVLink 4.0, 4 × NVSwitch 3.0, PCIe Gen5
MI300X OAM UBB	CDNA 3	16-22	Infinity Fabric, PCIe Gen5, 48 V PDN
B200 GPU baseboard	Blackwell	24-32	NVLink 5.0, PCIe Gen6 PAM4, 1,000 W PDN
NVSwitch 3.0 board (H100 era)	Hopper	28-36	All NVLink 4.0 fabric routing; no GPU PDN
NVSwitch 4.0 board (GB200 NVL72)	Blackwell	32-40+	NVLink 5.0 at maximum routing density

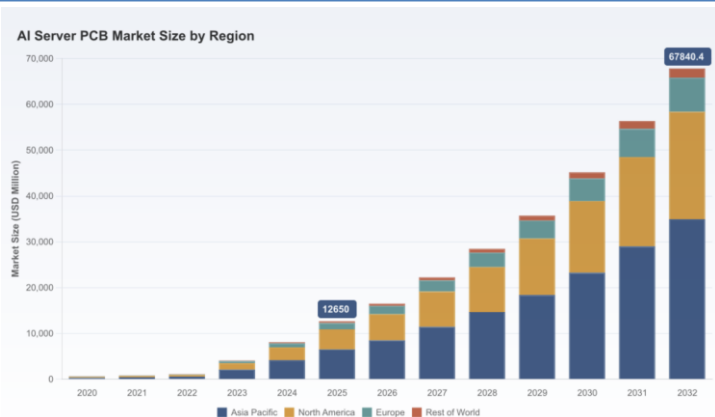
资料来源：SVTronics，太平洋证券

资料来源：NextPCB，太平洋证券

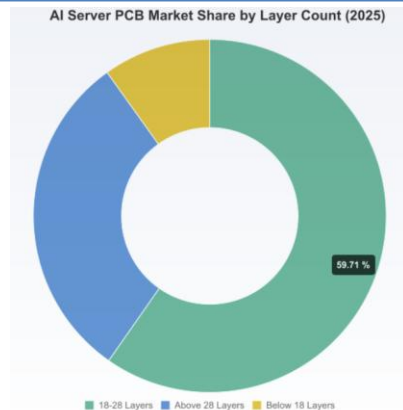
2.3 AI服务器PCB市场需求快速增长

- **(1) AI服务器PCB市场呈现快速增长趋势。**根据PW Consulting发布的《2026年全球AI服务器印制电路板市场研究报告》，2025年全球AI服务器PCB市场规模达126.5亿美元，较2024年的80.9亿美元增长56%，至2032年有望增长至678.4亿美元，长期增长曲线对应32%的复合年增长率；本轮高增长属于结构性驱动，而非传统行业周期驱动，PCB需求将与AI算力基础设施建设高度绑定。
- **(2) 18-28层PCB为当前主流选择。**2025年，18-28层PCB占AI服务器PCB总收入的59.7%，该类产品可兼顾高性能、生产成本与量产良率控制，为市场绝对主力；28层以上PCB市场份额为30.4%，该类产品对信号完整性、电源分配要求最为严苛，多用于高密度GPU加速模组、高端算力整机等场景。AI服务器PCB专用极低轮廓（HVLP）铜箔全球供应缺口超40%，价格涨幅超50%，成本冲击倒逼厂商优化层压叠构设计，而非一味追求更高层数设计。

图表15：AI服务器PCB市场规模



图表16：按PCB层数划分AI服务器PCB市场份额



2.4 HVLP铜箔性能优势显著

- **(1) 铜箔产品类型较多。**铜箔是PCB的核心基础材料，主要具备导电、信号传输和热量管控功能。根据性能特点，PCB铜箔包含标准铜箔（STD）、高温高延伸铜箔（HTE）、反向处理铜箔（RTF）、超低轮廓铜箔（VLP）、极低轮廓铜箔（HVLP）等不同类型。
- **(2) HVLP铜箔性能优势显著。**铜箔作为电子材料核心基材，正经历深刻的产业转型：从基础原材料升级为高性能深度加工材料。极低轮廓（HVLP, Hyper Very Low Profile）铜箔表面极为光滑平整，其粗糙度可控制在1.5微米以内，远优于传统铜箔的粗糙水平，超高的表面光滑平整度提升了高频信号传输的完整性，带来更均匀的电流分布，以及提供更高的热稳定性，这些特性在高密度布线、高频信号处理及机器人内部复杂热管理环境中至关重要。

图表17：不同类型铜箔比较

图表18：铜箔性能比较

Type	Features	Applications
Standard Copper Foil (STD)	General-purpose, cost-effective	Consumer electronics, computer hardware
High-Temperature Copper Foil (HTE)	High-temperature resistance, good ductility	Automotive, industrial machinery
Low-Profile Copper Foil (LP/VLP/HVLP)	Ultra-smooth surface, reduced signal loss	High-frequency and high-speed circuits
Reverse-Treated Copper Foil (RTF)	Enhanced adhesion, smooth surface	Aerospace, IC substrates
Resin-Coated Copper Foil (RCC)	Resin coating for moisture resistance	Flexible PCBs, HDI boards, wearable devices

FOIL / TREATMENT	RMS ROUGHNESS R_q	PEEL STRENGTH	BOND MECHANISM	LOSS AT 30 GHZ (HURAY K_{SR})	BEST USE
Standard ED (STD)	2 to 3 μm	6 to 12 lb/in	Mechanical tooth	Highest ($K_{SR} \approx 1.9$)	FR-4, < 6 GHz
Reverse-treated (RTF)	1.5 to 2.5 μm	8 to 12 lb/in	Chemical + tooth	High	Mixed-signal boards
Very low profile (VLP)	1 to 2 μm	5 to 8 lb/in	Mechanical + bond ply	Moderate	6 to 20 GHz RF
Hyper VLP (HVLP)	0.5 to 1.5 μm	4 to 6 lb/in	Chemical / plasma	Low ($K_{SR} \approx 1.2$)	mmWave, > 20 GHz
Rolled annealed (RA)	0.3 to 0.8 μm	3 to 5 lb/in	Bond ply / activation	Lowest	Flex, LCP, antennas

资料来源：PCB MASTER, 太平洋证券

资料来源：RF Essentials, 太平洋证券

2.5 铜箔用量随着服务器升级而增加

➤**Rubin整机铜箔用量显著提升。**根据SemiAnalysis数据，Rubin机柜所用高端PCB基板面积是GB300的大约2.3倍，而Rubin机柜的核心模块需要更多层铜箔以及更高级别铜箔，整机铜箔用量和价值量有明显提升。我们测算GB200、GB300、Rubin单台整机高端铜箔用量分别为28、31、59kg，未来若Rubin叠加LPX（推理加速柜），铜箔用量将进一步增加。

图表19：英伟达单台服务器铜箔用量测算

		数量	面积 (m ²)	层数	排版利用 率	生产良率	铜箔面积 (m ²)	铜箔厚度 (μm)	铜密度 (g/cm ³)	铜箔重量 (kg)	铜箔
GB200	Bianca	36	0.08	22	73%	84%	100.0	18	8.9	16.0	HVLP2/3/4
	NVSwitch	9	0.12	24	70%	82%	43.6	18	8.9	7.0	HVLP2/3/4
	TOR Switches	2	0.29	32	68%	88%	31.0	18	8.9	5.0	HVLP2/3
	合计						174.6			28.0	
GB300	OAM	36	0.08	18	72%	82%	85.0	18	8.9	13.6	HVLP2/3/4
	UBB	9	0.12	20	70%	82%	36.3	18	8.9	5.8	HVLP2/3/4
	NVSwitch	9	0.12	24	70%	82%	43.6	18	8.9	7.0	HVLP2/3/4
	TOR Switches	2	0.29	32	68%	88%	31.0	18	8.9	5.0	HVLP2/3
	合计									31.4	
Rubin	Strata	36	0.12	26	72%	82%	182.3	12	8.9	19.5	HVLP4
	Orchid	72	0.06	20	70%	82%	150.5	12	8.9	16.1	HVLP4
	Midplane	18	0.08	44	68%	82%	116.5	12	8.9	12.4	HVLP4
	NVSwitch	9	0.12	32	70%	82%	58.1	12	8.9	6.2	HVLP4
	TOR Switches	2	0.29	32	68%	88%	31.0	18	8.9	5.0	HVLP2/3
	合计									59.2	

资料来源：NVIDIA、SemiAnalysis、QueenEMS、PCBKR、Panasonic、NextPCB、RAYPCB、LOTTE、Isola、StorageReview，太平洋有色

2.6 高端铜箔量价齐升

► **高端铜箔成长潜力显著。**根据Wolfe Research、TrendForce等统计，2025年英伟达AI服务器出货以GB200为主，GB300从9月开始供货；2026年主力产品切换至GB300，2026年下半年Rubin服务器有望开始出货，预计整体出货量达6万台；2027年逐步向Rubin Ultra切换，2027-2028年整体出货量预计为9、15万台；2025年英伟达AI服务器市场份额约70%，我们以此推算2025-2028年高端铜箔用量分别为0.12、0.30、0.68、1.27万吨。根据SMM等数据，当前HTE铜箔加工费约2万元/吨，HVLP1铜箔加工费为5.8-6.8万元/吨，随着HVLP代际提升，加工费提升显著，高端铜箔市场量价齐升趋势明显。

图表20：高端铜箔出货量测算

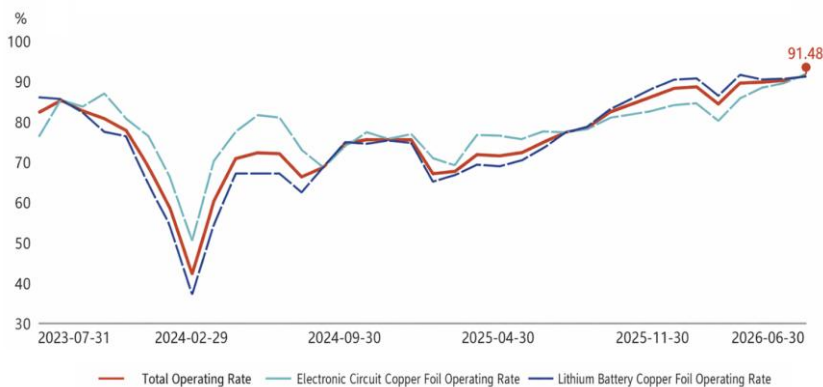
出货量	单位	2025	2026E	2027E	2028E
GB200	万台	2.1			
GB300	万台	0.7	5.5	2.0	
Rubin	万台		0.6	5.5	6.0
Rubin Ultra	万台			1.5	9.0
合计	万台	2.8	6.1	9.0	15.0
英伟达高端铜箔用量	万吨	0.08	0.21	0.48	0.89
英伟达服务器市场份额		70%	70%	70%	70%
全球高端铜箔用量	万吨	0.12	0.30	0.68	1.27

资料来源：Wolfe Research、TrendForce，太平洋证券

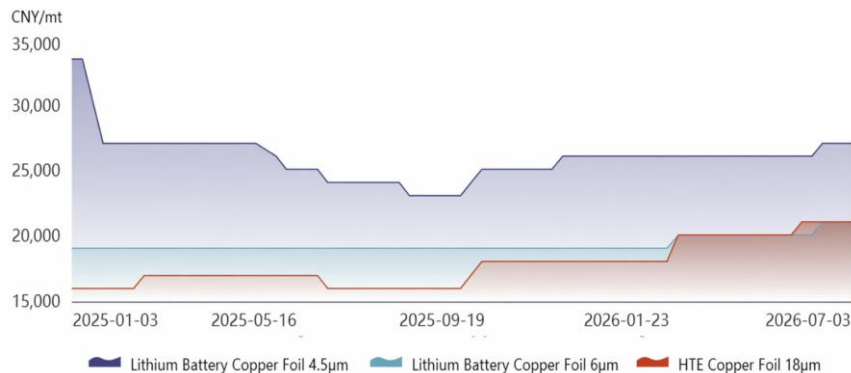
2.7 铜箔行业触底反转

- **锂电铜箔、电子铜箔有望持续成长。**根据Frost & Sullivan数据，受新能源汽车、电化学储能等需求持续增长，全球锂电池出货量由2021年484GWh增长至2025年1945GWh，复合增长率为42%，预计2030年将进一步增长至6055GWh，2026-2030年复合增长率为23%。相对应，全球锂电铜箔出货量由2021年28.6万吨增长至2025年123.2万吨，复合增长率为44%，预计2030年将进一步增长至339.9万吨，2026-2030年复合增长率为20%。全球电子铜箔出货量由2021年53.0万吨增长至2025年62.2万吨，复合增长率为4%，预计2030年将进一步增长至94.6万吨，2026-2030年复合增长率为8%。
- **铜箔加工费触底回升。**锂电铜箔行业自2023年陷入低迷期，2025年开始逐步回暖；进入2026年，受新能源汽车、储能、AI算力多重需求共振，国内铜箔行业开工率持续走高；根据SMM数据，2026年以来4.5 μ m锂电铜箔、HTE铜箔加工费均有所上涨，供需偏紧格局有望延续。

图表21：国内铜箔开工率



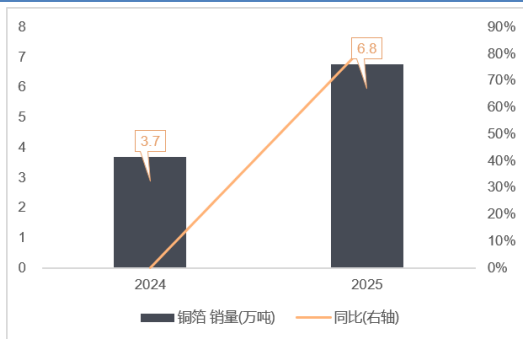
图表22：2026年铜箔加工费有所上涨



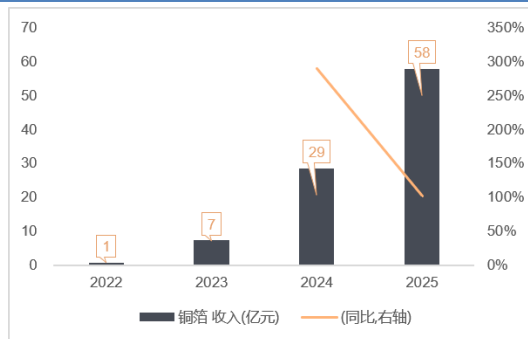
2.8 公司铜箔量利快速提升

► **铜箔放量带动盈利提升。**2025年公司铜箔销量6.76万吨，同比+84%，2026Q1甘肃海亮铜箔销量上升至2.18万吨，成为公司核心增长引擎。随着公司铜箔开始放量，2025年公司铜箔收入58亿元，同比+102%；毛利率为3.7%，扭亏为盈；单位销售毛利为0.32万元/吨，同比提升显著。

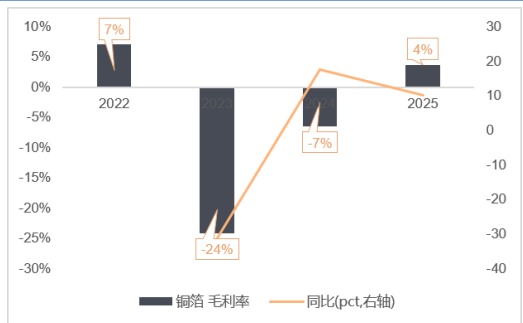
图表23：公司铜箔销量



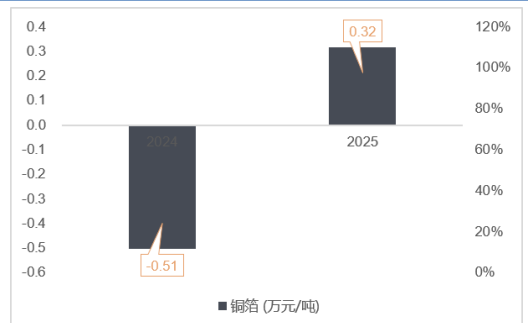
图表24：公司铜箔收入



图表25：公司铜箔毛利率



图表26：公司铜箔单位销售毛利



2.9 公司持续开拓铜箔市场

- **(1) 公司积极拓展铜箔市场。**公司率先研发并量产800MPa特高抗铜箔、3.5 μm 极薄铜箔等先进铜箔，成为全球前十大锂电池厂商中七家厂商的合格供应商，建立了强大的全球客户群。公司针对下一代固态电池研发的高耐蚀性铜箔、无负极自生成式铜箔、微孔铜箔等新型铜箔产品已具备量产出货能力。为应对半导体行业的快速增长，在高性能PCB铜箔方面，公司持续进行RTF、HVLP、载体箔等高端铜箔的技术研发，推出了赋能高速高频应用的高端产品。公司是第一家在海外设立生产基地的中国铜箔供应商，有能力把握全球铜箔需求增长所带来的增长机遇。
- **(2) 公司铜箔生产基地：**（1）**甘肃基地：**公司于2021年11月开始筹建甘肃兰州年产15万吨高性能铜箔材料项目，截至2026年3月31日，该项目一、二期已实现投产，产能达9万吨/年，2026年预计将再增加3万吨铜箔产能。（2）**诸暨基地：**公司计划于2026年在浙江省诸暨市投建6.75万吨/年铜箔产线，该项目计划分三期建设，产品定位方向为高端铜箔市场，总投资额预计为50.5亿元。
- （3）**印尼基地：**公司于2023年一季度计划在印尼投建10万吨/年铜箔产能，该项目现有3万吨/年一期产能，2026年年底产能计划扩产至6万吨/年。（4）**摩洛哥基地：**公司于2024年5月开始筹建摩洛哥生产基地，计划新建5万吨/年无锻轧铜及铜合金材、3.5万吨/年铜管、4万吨/年精密黄铜棒、1.5亿只/年精密铜合金管件、2.5万吨/年锂电铜箔等新能源材料生产线，目前铜箔生产线正在设计规划中。

目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转
- 3、全球化布局迎来收获期**
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑
- 5、盈利预测与估值
- 6、风险提示

3.1 全球化布局助力公司保持竞争优势

► **公司坚定推行全球化战略。**公司在全球多个国家和地区布局了23个生产基地，覆盖欧美成熟市场、东南亚及非洲等高增长地区及其他战略要地。在欧洲市场，公司于2019年收购五个生产基地，整合了优质铜原料与先进制造技术，为知名企业提供型材产品，丰富了下游客户类型，“SANCO”品牌系欧洲知名铜管品牌，助力公司全球品牌力提升。在东南亚市场，公司在越南、泰国设有铜管生产基地，并在印尼迅速建成了铜箔生产基地，以应对蓬勃的市场需求。公司在北美的生产基地产能已加速投放，除了现有工业管、水道管等产品的制造加工，随着基地建设的进一步推动，有望与当地产业升级紧密接轨，进入电力、数据中心等行业。

图表27：公司在全球具有多个生产基地与销售公司



3.2 美国铜关税政策路径演绎

- **(1) 美国商务部启动铜关税调查。**2025年2月25日，美国总统特朗普签署第14220号行政令——应对铜进口对国家安全构成的威胁。该行政令指出，美国铜供应链存在显著安全隐患，其开采、冶炼、精炼环节的铜原料对外依赖度日益攀升。为打造稳定、安全且具备抗风险能力的美国本土铜供应链，美国商务部启动232铜关税调查，调查品类包括但不限于：原生铜、铜精矿、精炼铜、铜合金、废铜、铜制品。该行政令发布之日起270日内，美国商务部部长须向总统提交调查报告，报告内容应当包含：（1）美国对铜进口的依赖是否对国家安全构成威胁；（2）风险缓释措施建议，包括拟实施进口关税、出口管制、激励本土扩产等；（3）加强美国铜供应链的政策建议，涵盖战略投资、矿业审批制度改革、加大再生铜回收利用措施等。
- **(2) 正式对铜半成品、高铜制品征收50%关税。**2025年6月30日，美国商务部提交232铜关税调查报告，认为美国本土铜产能已大幅下滑，当前铜进口规模与进口态势，已存在损害美国国家安全的风险。基于该调查报告，商务部提出以下建议：(a)对铜半成品、高铜含量制品征收30%进口关税；(b)对精炼铜实施阶段式关税：2027年起执行15%附加关税，2028年起税率上调至30%；(c)自2027年起，铜上游原料需满足25%国内销售比例，高品质废铜同样执行25%国内销售比例，并对高品质废铜实施出口管制。2025年7月30日，特朗普签署第10962号总统公告——对美国铜产品进口制度的相关调整，决定对铜半成品、高铜制品征收50%关税，该关税仅针对商品内部铜材质价值部分征收，本次调整自2025年8月1日起执行。

3.3 美国铜关税政策路径演绎

- **(3) 对铜等产品按照全额海关完税价格进行征税。**2026年4月2日，特朗普签署第11021号总统公告——加强对美国铝、钢、铜产品进口管制的相关措施。该公告指出，为规避避税行为，对铝、钢、铜制品及其衍生品均按全额海关完税价格征收关税，不再根据金属价值含量计税，对铝制品、钢制品、部分铜制品、部分铝钢衍生制品的全额从价附加关税设定为50%，对另一部分铜制品、铝钢衍生制品的全额从价附加关税设定为25%。对于不在72/73/74/76章的深加工产品，其金属重量占整件进口商品总重量 $<15\%$ 时，免征收232附加关税。此外，对固定式工业机械、电力设备附加关税调整为：若该商品基础税率低于15%，则基础关税+232附加关税总额锁定为15%；若该商品基础税率 $\geq 15\%$ ，则免征232附加关税，到2028年1月1日时附加关税恢复至25%，本次调整自2026年4月6日起执行。
- **(4) 对部分产品临时下调关税，降低美国本土供应的判定标准。**2026年6月1日，特朗普签署第11032号总统公告——进一步调整美国进口铝、钢、铜关税制度。该公告指出，当前关税政策已经持续冲击美国国内采购农业设备、工业机械设备及其他配套产品的下游产业，为应对这一问题，本次公告作出以下调整：将农业机械设备、主要面向住宅使用的采暖通风空调整机与配套零部件、叉车与推土机等移动工程机械产品调整附加关税为基础关税+232附加关税合计封顶15%的优惠税收政策，到2028年1月1日时附加关税恢复至25%。同时，为激励下游衍生制品更多使用美国本土供应链，调整进口产品认定为完全采用美国产铝、钢、铜制造的判定门槛，从现行的95%含量（美国本土冶炼生产的金属重量与该产品同类金属总重量之比例）下调至85%，符合这一条件的相关产品可享受基础关税+232附加关税合计封顶10%的优惠税收政策，本次调整自2026年6月8日起执行。

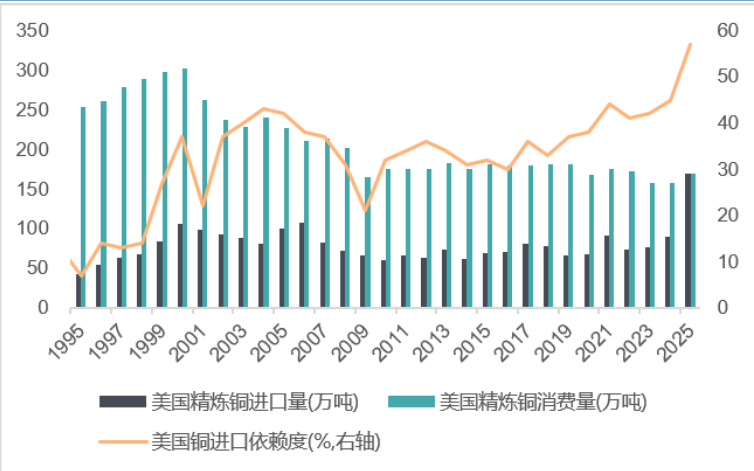
3.4 美国本土铜产业链持续萎缩，进口依赖度走高

- **(1) 美国本土矿产铜、精炼铜产量双下滑，冶炼端的下滑幅度更大。**自1995年至今，美国本土矿产铜产量与精炼铜产量整体均呈现下滑态势；1997年美国矿产铜产量为194万吨，至2025年下滑至100万吨；1998年美国精炼铜产量达214万吨，至2025年下滑至79万吨；冶炼端产量的下滑幅度大于矿产端，近年来美国本土冶炼铜产量较矿产端持续存在缺口。
- **(2) 美国铜进口依赖度持续走高，关税政策使美国铜进口量迅速走高。**1995年美国铜进口依赖度仅7%，至2025年上升至57%；2025年，受美国铜关税政策影响，精炼铜进口量达170万吨，较2024年的90万吨大幅提升，这使得全球铜供应更为紧张，进一步推动铜价走高。

图表28：美国本土铜产业链持续萎缩



图表29：美国铜进口依赖度持续上升，铜进口量走高



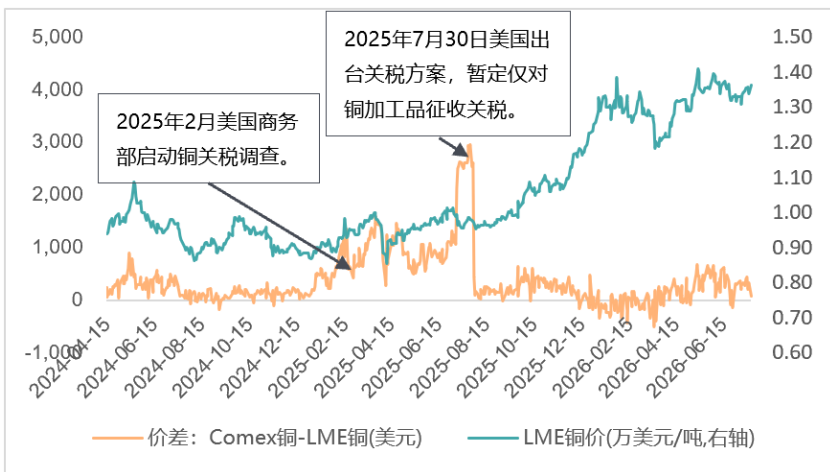
资料来源：美国地质调查局，太平洋证券

资料来源：美国地质调查局，太平洋证券

3.5 美国铜关税政策预期推高铜库存量

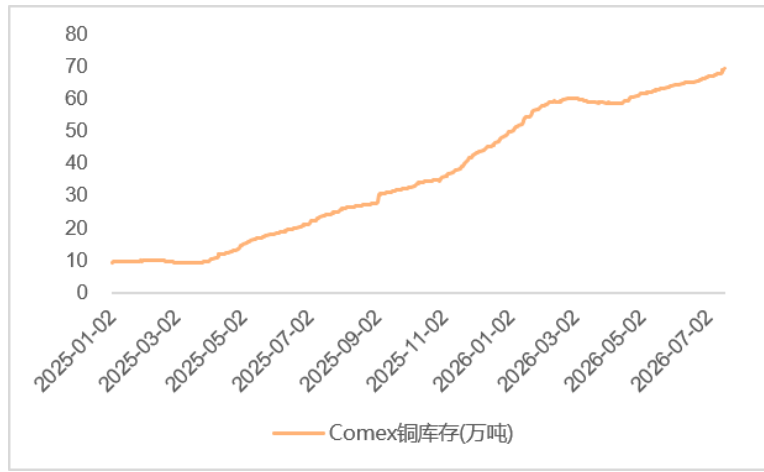
- **(1) Comex铜与LME铜价差收窄。**2025年2月，自美国商务部启动铜关税调查，市场博弈精炼铜大概率将被征税，Comex铜与LME铜价差持续走阔。2025年7月30日公告正式落地，决定对铜半成品、高铜制品征收50%关税，暂不对精炼铜征收关税，Comex铜与LME铜价差迅速收窄。
- **(2) 关税预期使美国持续囤积铜库存。**2025年7月30日美国商务部建议对精炼铜实施阶段式关税：2027年起执行15%附加关税，2028年起税率上调至30%；该政策虽未正式确定执行，但美国市场基于此种可能性，持续囤积铜库存；2025年初Comex铜库存为9万吨，至2025年末库存上升至50万吨，净增加40万吨；至2026年7月17日，Comex铜库存进一步上升至71万吨，较年初净增加21万吨。

图表30：Comex铜-LME铜价差受关税政策影响显著



资料来源：CME、LME，太平洋证券

图表31：Comex铜库存持续走高



资料来源：CME，太平洋证券

3.6 多年布局迎来收获期

- **(1) 美国铜关税政策下，本土制造商明显受益。**在美国对铜半成品、高铜制品征收50%关税后，由于本土铜产品与进口铜产品价格形成明显差异，美国本土制造商竞争力显著增强，铜制品加工费呈现上涨趋势。在美国市场，铜管需求与建筑业（尤其是住宅和商业建筑）以及HVACR（供暖、通风、空调和制冷）行业密切相关，美国的基础设施更新对铜管市场提供了持续的需求。
- **(2) 多年布局迎收获期。**海亮股份在2016年4月全资收购美国知名铜管销售企业JMF Company，通过JMF原有的销售网络和本土品牌优势，公司快速进入美国市场。2018年公司与美国地产商Five Star Properties Sealy, LLC签署资产收购协议，最终以4400万美元，收购得克萨斯州锡利市工业用地与厂房：总建筑面积8.62万平方米、土地200英亩，用于新建铜管生产线。同年，公司成立海亮铜业得克萨斯有限公司全资子公司，经营范围为紫铜管、紫铜管件、黄铜管、黄铜管件、铜棒的生产及销售。2019年，得州海亮正式开工建设紫铜管线产能，分三期建设，整体设计产能10万吨/年。2024年，得州海亮利润亏损3508万元，主要系产能利用率偏低，固定成本摊销较大所致，至2025年3月31日美国铜管产能为3万吨/年。在美国铜关税新政之下，2025年得州海亮实现营业收入21.22亿元，净利润2.15亿元，利润扭亏为盈。至2026年3月31日，美国工厂管坯产能达9万吨/年，公司正在加快美国工厂建设，强化美国生产基地在北美高端铜基产品市场的辐射能力。

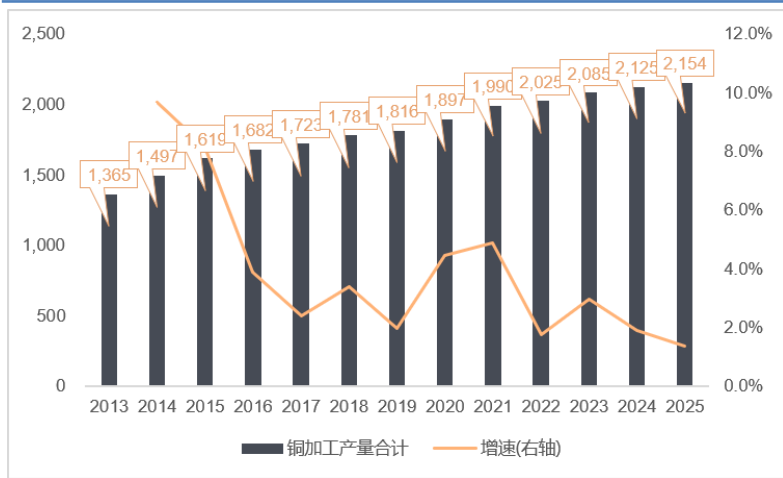
目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转
- 3、全球化布局迎来收获期
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑**
- 5、盈利预测与估值
- 6、风险提示

4.1 铜加工行业总量增速放缓，细分表现亮眼

- **(1) 中国铜加工产量增速逐步放缓。**根据中国有色金属加工工业协会统计，中国铜加工产量自2013年1365万吨上升至2025年2154万吨，复合增速为3.9%；近年来，随着下游地产、家电等行业进入存量时代，铜加工产量增速逐渐放缓，2025年同比增长1.4%。
- **(2) 细分行业中铜线产量占比近半，铜箔表现亮眼。**从结构来看，铜加工细分行业中，2025年铜线材产量占比为49%，铜带材、铜管材、铜棒材、铜箔材产量占比分别为11%、11%、9%、7%。其中铜箔产量增速较快，从2020年47万吨增长至2025年142万吨，复合增速为25%；受下游景气度上升，铜箔产量增速自2023年重回上升态势，2025年同比增长35%。

图表32：中国铜加工产量统计



资料来源：中国有色金属加工工业协会，太平洋证券

图表33：铜箔产量增速较快

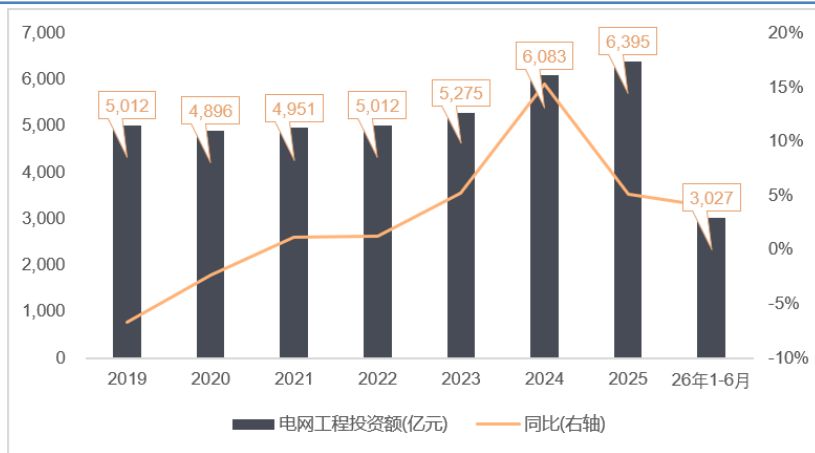


资料来源：中国有色金属加工工业协会，太平洋证券

4.2 中国电网工程投资持续增长

► **中国电网工程投资维持较高增速。**铜加工产品下游应用广泛，主要包括电力、家电、工程机械设备、交通运输、建筑等行业，铜线下游主力需求来源于电力电网相关行业。中国电网投资持续增长，2025年中国电网工程投资额6395亿元，同比+5%；2026年前5月投资额3027亿元，同比+4%。2026年6月，国家发改委印发《新型能源体系建设“十五五”规划》，加快新型电网建设，“十五五”全国电网固定资产投资将达到5万亿元以上，较“十四五”增长30%以上。

图表34：中国电网工程投资维持较高增速



资料来源：中国电力企业联合会，太平洋证券

4.3 家电用铜小幅承压

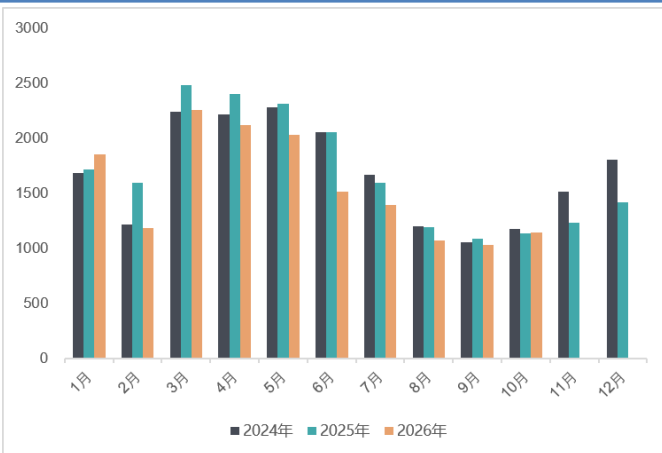
► **前期高基数下空调销量小幅下滑。**铜管下游主力需求来自空调行业，2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，开展包括家电产品在内的多种产品以旧换新活动；此后，相关部门持续出台补贴细则，推动以旧换新活动进一步落地。受此推动，2024年全国空调销量创历史新高，达23187万台，同比+8%；2025年销量为22878万台，维持较高水平；2026年，基于前期高基数，2026年1-6月销量为15565万台，同比-5%。根据产业在线统计，2026年8-10月国内家用空调排产同比略有下滑，但降幅收窄，家电行业用铜需求小幅承压，未来有望逐步趋稳。

图表35：中国空调产量及增速



资料来源：国家统计局，太平洋证券

图表36：中国家用空调排产计划(万台)

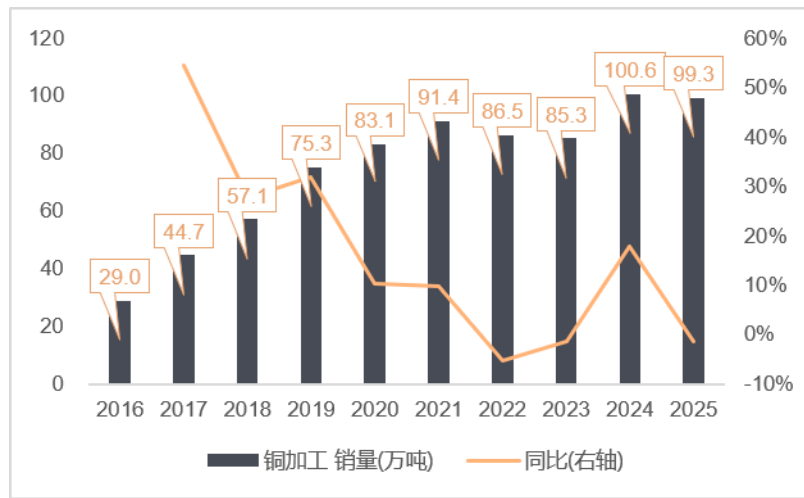


资料来源：产业在线，太平洋证券

4.4 公司铜加工产品销量持续增长

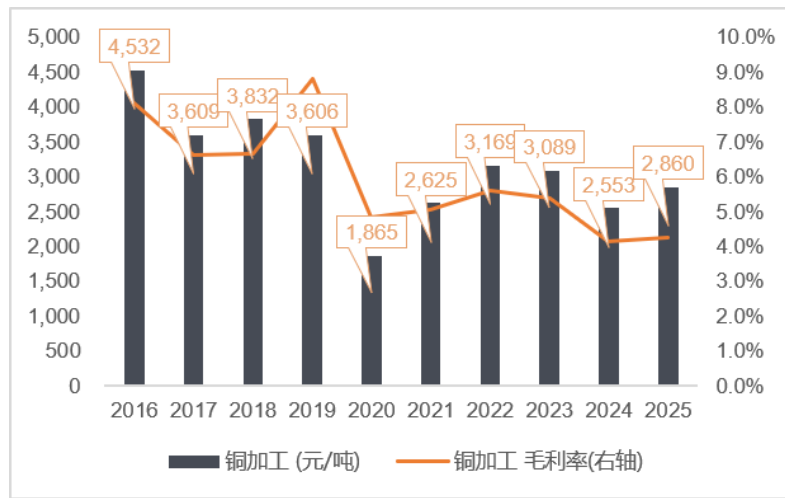
► **铜加工销量持续增长，单位销售毛利有所波动。**2016-2025年，公司铜加工产品销量从29.0万吨上升至99.3万吨，10年复合增速为15%，公司在铜加工行业市场份额领先。从铜加工产品单位销售毛利来看，随着市场竞争加剧，单位毛利自2016年的4532元/吨下滑至2020年的1865元/吨，此后行业触底回升，2021-2025年公司铜加工产品单位毛利维持在2500-3200元/吨之间，未来随着公司更多高端产品放量，单位毛利有望上行。

图表37：公司铜加工产品销量及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表38：公司铜加工产品单位销售毛利



资料来源：公司公告，太平洋证券

目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转
- 3、全球化布局迎来收获期
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑
- 5、盈利预测与估值**
- 6、风险提示

5 盈利预测与投资建议

➤ **关键假设：**（1）**销量：**随着公司海外产能逐步释放，公司铜加工产品销量有望稳步提升，其中铜箔受益于下游高景气度，销量增速预计较高；我们预计2026-2028年公司铜加工产品整体销量分别为108、116、122万吨，其中铜箔销量分别为10、14、17万吨。（2）**期间费率：**预计公司期间费用率保持较低水平，2026-2028年分别为2.3%、2.4%、2.5%。（3）**毛利率：**公司海外业务毛利率更高，随着海外业务占比提升，预计公司铜管、铜棒、铜排业务毛利率小幅提升；受行业高景气度，铜箔业务毛利率提升更为明显。

➤ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2026-2028年营业收入分别为1140/1319/1449亿元，归母净利润分别为19.4/29.8/35.2亿元，对应EPS分别为0.85/1.30/1.54元/股。公司是铜加工行业标杆企业，全球化布局夯实竞争力，持续向高端业务拓展强化成长能力，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 盈利预测与投资建议

图表39：公司业务预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	83,310	113,997	131,943	144,903
铜管	50,647	71,510	81,730	89,003
铜棒	6,747	9,526	10,887	11,856
铜箔	5,792	11,788	17,177	21,709
铜排	3,282	4,634	5,296	5,767
其他业务	16,843	16,540	16,853	16,569
营业成本(百万元)	80,146	108,732	125,285	137,331
铜管	48,292	68,031	77,570	84,557
铜棒	6,580	9,260	10,605	11,530
铜箔	5,577	10,700	15,490	19,510
铜排	3,179	4,470	5,122	5,564
其他业务	16,519	16,271	16,498	16,171
毛利率	3.8%	4.6%	5.0%	5.2%
铜管	4.7%	4.9%	5.1%	5.0%
铜棒	2.5%	2.8%	2.6%	2.8%
铜箔	3.7%	9.2%	9.8%	10.1%
铜排	3.1%	3.5%	3.3%	3.5%
其他业务	1.9%	1.6%	2.1%	2.4%
营业收入YoY	-4.8%	36.8%	15.7%	9.8%
铜管	0.5%	41.2%	14.3%	8.9%
铜棒	11.2%	41.2%	14.3%	8.9%
铜箔	102.5%	103.5%	45.7%	26.4%
铜排	34.0%	41.2%	14.3%	8.9%
其他业务	-34.6%	-1.8%	1.9%	-1.7%

5 盈利预测与投资建议

图表40：盈利预测与财务指标

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	83,310	113,997	131,943	144,903
YoY(%)	-4.84	36.83	15.74	9.82
归母净利润(百万元)	943	1,943	2,980	3,524
YoY(%)	34.10	106.00	53.36	18.28
EPS	0.41	0.85	1.30	1.54
PE	46.6	22.6	14.8	12.5

资料来源：iFind，太平洋证券

图表41：可比公司估值（根据iFind一致预期，2028年8月12日收盘价）

证券代码	公司名称	股价(元)	净利润（百万元）			EPS（元/股）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
601137.SH	博威合金	17.5	662	1,089	1,395	0.72	1.19	1.52	24.3	14.8	11.5
002171.SZ	楚江新材	9.8	475	573	675	0.29	0.35	0.42	33.5	27.8	23.6
601609.SH	金田股份	10.2	942	1,156	1,536	0.54	0.67	0.89	18.7	15.2	11.5
均值									25.5	19.2	15.5
002203.SZ	海亮股份	19.2	1,943	2,980	3,524	0.85	1.30	1.54	22.6	14.8	12.5

资料来源：iFind，太平洋证券

目录

- 1、铜加工行业标杆企业
- 2、AI推动电子铜箔快速发展，锂电铜箔触底反转
- 3、全球化布局迎来收获期
- 4、铜加工行业总量放缓，需求仍有支撑
- 5、盈利预测与估值
- 6、风险提示**

风险提示

- 加工费下跌风险：铜加工行业竞争持续加剧导致加工费下跌；
- 产能爬坡不及预期：公司铜箔、铜管等产能爬坡进度低于预期；
- 高端产品销量不及预期：公司高端产品下游接受度低于预期。

图表42：海亮股份三大财务预测表

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,436	5,971	6,373	3,522	2,363
应收和预付款项	9,272	10,515	12,259	14,934	16,749
存货	8,755	11,792	12,621	15,315	17,645
其他流动资产	2,386	2,882	3,554	3,875	4,039
流动资产合计	26,849	31,159	34,808	37,645	40,796
长期股权投资	2,023	2,024	2,024	2,024	2,024
投资性房地产	261	255	255	255	255
固定资产	9,657	9,569	8,976	8,383	7,791
在建工程	1,517	1,599	1,599	1,599	1,599
无形资产开发支出	1,092	1,219	1,219	1,219	1,219
长期待摊费用	1	3	3	3	3
其他非流动资产	29,929	33,460	36,924	39,761	42,912
资产总计	44,480	48,128	51,000	53,244	55,802
短期借款	11,465	13,025	13,025	13,025	13,025
应付和预收款项	3,109	2,758	4,136	4,561	4,983
长期借款	4,856	6,651	6,651	6,651	6,651
其他负债	8,102	6,285	6,969	7,246	7,561
负债合计	27,532	28,720	30,781	31,484	32,221
股本	1,998	2,292	2,292	2,292	2,292
资本公积	3,024	6,003	6,003	6,003	6,003
留存收益	8,685	9,230	10,124	11,512	13,152
归母公司股东权益	14,366	16,815	17,517	18,905	20,545
少数股东权益	2,581	2,593	2,701	2,856	3,036
股东权益合计	16,948	19,408	20,219	21,760	23,582
负债和股东权益	44,480	48,128	51,000	53,244	55,802
现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	-2,300	-1,679	1,681	-812	1,252
投资性现金流	-1,093	-701	-414	-446	-527
融资性现金流	2,398	1,570	-854	-1,593	-1,884
现金增加额	-1,093	-575	403	-2,851	-1,159
利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	87,545	83,310	113,997	131,943	144,903
营业成本	84,583	80,146	108,732	125,285	137,331
营业税金及附加	138	168	353	396	464
销售费用	241	283	340	383	406
管理费用	1,039	1,062	1,505	1,689	1,884
财务费用	790	332	0	0	0
资产减值损失	-72	-49	0	0	0
投资收益	-95	-29	-114	-66	-58
公允价值变动	60	-48	0	0	0
营业利润	609	1,235	2,541	3,823	4,404
其他非经营损益	49	-13	11	16	23
利润总额	658	1,222	2,552	3,839	4,428
所得税	47	231	500	704	723
净利润	611	991	2,052	3,135	3,705
少数股东损益	-92	48	109	155	181
归母股东净利润	703	943	1,943	2,980	3,524
预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	3.21%	3.68%	4.62%	5.05%	5.23%
销售净利率	0.80%	1.13%	1.70%	2.26%	2.43%
销售收入增长率	15.57%	-4.84%	36.83%	15.74%	9.82%
EBIT 增长率	-23.60%	13.42%	51.21%	50.41%	15.34%
净利润增长率	-37.10%	34.10%	106.03%	53.37%	18.26%
ROE	4.90%	5.61%	11.09%	15.76%	17.15%
ROA	1.44%	2.14%	4.14%	6.01%	6.80%
ROIC	3.52%	3.25%	4.74%	7.00%	7.95%
EPS (X)	0.31	0.41	0.85	1.30	1.54
PE (X)	63.15	47.09	22.86	14.90	12.60
PB (X)	3.09	2.64	2.54	2.35	2.16
PS (X)	0.51	0.53	0.39	0.34	0.31
EV/EBITDA (X)	16.00	17.31	19.43	14.43	12.97

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。