仅供内部参考，请勿外传

产能扩充夯实根基，盈利拐点确立

万顺新材(300057)
林纸产品/原材料

■ 万顺新材首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘佳昆(分析师)	021-38038184	liujiakun@gtht.com	S0880524040004
毛宇翔(分析师)	021-38038672	maoyuxiang@gtht.com	S0880524080013

首次覆盖

评级 增持

目标价格(元): 12.03

当前价格：(元)	9.09

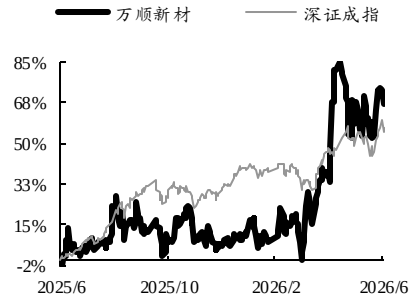
交易数据

52 周内股价区间(元)	5.25-9.93
总市值(百万元)	9,122
总股本/流通A股(百万股)	1,004/831
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	5,123
每股净资产(元)	5.11
市净率(现价)	1.8
净负债率	38.15%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	64%	70%
相对指数	-2%	45%	13%

本报告导读：

公司深耕铝加工行业，伴随新能源高景气与钠电放量推动电池铝箔需求增长，叠加公司高端铝箔产能投放，公司营收与利润有望同步提升。

投资要点：

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**考虑公司经营近况，我们预计 2026-2028 年公司 EPS 0.08/0.16/0.26 元，参考可比公司，给予公司 2026 年 2.3X PB，给予目标价 12.03 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **铝加工行业结构分化，铝压延材逐步占据主导。**2017-2025 年我国铝加工材总产量由 3820 万吨增长至 4880 万吨，CAGR 达 3.1%，2025 年产量同比-0.4%，行业增长放缓，并进入结构分化阶段。其中铝压延材（铝板带与铝箔）凭借其质轻、耐腐蚀、比强度高等特性，广泛应用于包装容器、家用电器、交通运输、电池等领域，产量占比逐年提升。
- **电池铝箔增长迅速，钠电浪潮有望带来全新增长空间。**新能源产业高景气持续带动电池铝箔需求增长，2025 年相应产量达 60 万吨，同比增长 33.3%，占比铝箔总产量亦持续提升。此外，钠电池凭借循环寿命长、低温性能优异、成本低廉的核心优势，成为新能源领域的新增长极，叠加其正负极均可使用铝箔，助力电池厂降本，有望推动电池铝箔进一步放量，打开新增长空间。
- **深耕铝加工行业多年，产能逐步扩张。**公司主营业务涵盖铝加工、纸包装材料、功能性薄膜三大业务板块。其中铝加工业务占据主导，营收占比达 90%，产品主要涵盖铝箔及铝板带等，应用于电池、包装等领域。公司于 2012 年进军高精度铝箔市场，产业根基深厚，并陆续于国内外扩充铝箔产能。待安徽中基 10 万吨产能于 2026Q3 投产后，预计公司铝箔年产能达 28.8 万吨，其中电池铝箔产能将得到大幅扩充，能更好匹配下游电池领域的增量需求。
- **聚焦钠电痛点，高端产品有望改善盈利。**公司聚焦钠电附着力不足、良率偏低等行业痛点，推出的高达因铝箔具备更优的洁净度、湿润性与界面接触阻抗，精准破解行业瓶颈，且凭借稳定的产品性能获得头部客户青睐。在公司高端铝箔占比提升，叠加剥离低毛利购销业务下，公司毛利率触底回升，2025 全年与 2026Q1 分别为 5.4%/8.1%，且 2026Q1 归母净利润同比扭亏。伴随着未来公司电池铝箔产能爬坡，盈利有望进一步改善。
- **风险提示。**行业竞争加剧风险；新建产能爬坡不及预期；下游需求不及预期。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6,579	5,797	6,288	6,926	7,697
(+/-)%	22.5%	-11.9%	8.5%	10.1%	11.1%
净利润(归母)	-192	-184	79	156	264
(+/-)%	-285.4%	4.1%	143.0%	96.2%	69.6%
每股净收益(元)	-0.19	-0.18	0.08	0.16	0.26
净资产收益率(%)	-3.7%	-3.6%	1.5%	2.9%	4.6%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	—	—	114.90	58.56	34.54

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,669	1,937	2,462	2,551	2,733
交易性金融资产	168	0	0	0	0
应收账款及票据	1,582	1,882	1,747	1,925	2,139
存货	1,114	1,004	1,057	1,153	1,267
其他流动资产	885	933	850	926	1,018
流动资产合计	**5,417**	**5,755**	**6,117**	**6,555**	**7,157**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,432	3,432	3,348	3,245	3,124
在建工程	693	695	695	695	695
无形资产及商誉	466	436	429	422	416
其他非流动资产	274	251	247	247	247
非流动资产合计	**4,864**	**4,814**	**4,719**	**4,609**	**4,481**
总资产	**10,281**	**10,569**	**10,836**	**11,164**	**11,638**
短期借款	2,294	2,877	2,877	2,877	2,877
应付账款及票据	1,575	1,569	1,692	1,845	2,027
一年内到期的非流动负债	129	609	565	565	565
其他流动负债	127	113	116	127	140
流动负债合计	**4,126**	**5,168**	**5,250**	**5,414**	**5,610**
长期借款	253	233	233	233	233
应付债券	542	0	0	0	0
租赁负债	2	0	0	0	0
其他非流动负债	112	111	111	111	111
非流动负债合计	**910**	**344**	**344**	**344**	**344**
总负债	**5,036**	**5,513**	**5,595**	**5,759**	**5,954**
实收资本(或股本)	889	898	1,004	1,004	1,004
其他归母股东权益	4,350	4,169	4,247	4,412	4,690
归属母公司股东权益	**5,239**	**5,066**	**5,251**	**5,415**	**5,694**
少数股东权益	6	-10	-10	-10	-10
股东权益合计	**5,245**	**5,056**	**5,241**	**5,405**	**5,684**
总负债及总权益	**10,281**	**10,569**	**10,836**	**11,164**	**11,638**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-292	30	668	279	365
投资活动现金流	-414	-510	-191	-186	-185
筹资活动现金流	250	414	53	-4	2
汇率变动影响及其他	16	4	-5	0	0
现金净增加额	-441	-62	525	89	183
折旧与摊销	242	247	265	284	303
营运资本变动	-566	-218	290	-185	-224
资本性支出	-470	-340	-200	-200	-200

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**6,579**	**5,797**	**6,288**	**6,926**	**7,697**
营业成本	6,237	5,482	5,856	6,387	7,018
税金及附加	34	41	44	42	38
销售费用	56	59	63	69	77
管理费用	164	161	163	180	192
研发费用	88	91	94	111	131
EBIT	**-40**	**-32**	**86**	**161**	**269**
其他收益	27	46	31	35	38
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资收益	12	29	13	14	15
财务费用	76	99	7	5	5
减值损失	-130	-101	-25	-25	-25
资产处置损益	-7	-1	0	0	0
营业利润	**-170**	**-164**	**79**	**156**	**264**
营业外收支	-1	-4	0	0	0
所得税	27	15	0	0	0
净利润	**-198**	**-184**	**79**	**156**	**264**
少数股东损益	-6	1	0	0	0
归属母公司净利润	-192	-184	79	156	264

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	-3.7%	-3.6%	1.5%	2.9%	4.6%
ROA(%)	-1.9%	-1.8%	0.7%	1.4%	2.3%
ROIC(%)	-0.6%	-0.4%	1.0%	1.8%	2.9%
销售毛利率(%)	5.2%	5.4%	6.9%	7.8%	8.8%
EBIT Margin(%)	-0.6%	-0.6%	1.4%	2.3%	3.5%
销售净利率(%)	-3.0%	-3.2%	1.3%	2.2%	3.4%
资产负债率(%)	49.0%	52.2%	51.6%	51.6%	51.2%
存货周转率(次)	5.8	5.2	5.7	5.8	5.8
应收账款周转率(次)	4.5	3.3	3.5	3.8	3.8
总资产周转周转率(次)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
净利润现金含量	1.5	-0.2	8.4	1.8	1.4
资本支出/收入	7.1%	5.9%	3.2%	2.9%	2.6%
EV/EBITDA	29.00	32.14	29.39	23.00	17.58
P/E(现价&最新股本摊薄)	—	—	114.90	58.56	34.54
P/B(现价)	1.74	1.80	1.74	1.68	1.60
P/S(现价)	1.39	1.57	1.45	1.32	1.19
EPS-最新股本摊薄(元)	-0.19	-0.18	0.08	0.16	0.26
DPS-最新股本摊薄(元)	0.01	0.01	0.00	-0.01	-0.01
股息率(现价,%)	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 投资分析 4
1.1. 盈利预测 4
1.2. 相对估值 5
2. 铝加工迎景气周期，电池箔增长迅速 5
2.1. 铝加工行业景气回升，铝板带箔主导地位强化 5
2.2. 锂电高景气延续，贡献电池铝箔主要增量 8
2.3. 钠电浪潮风口已至，构筑高端铝箔新增长动力 10
3. 深耕铝加工行业多年，产能布局持续扩张 14
4. 风险提示 20

仅供内部参考，请勿外传

1. 投资分析

1.1. 盈利预测

我们对公司各项业务和盈利能力做出如下假设：

1）**铝箔：**铝箔为公司核心支柱业务，是公司整体收入增长的核心驱动力。结合行业下游新能源、包装等领域稳步复苏态势及公司产能逐步释放，预计公司业务 2026-2028 年收入增速 10%/11%/12%。

2）**转移纸：**转移纸业务为公司成熟稳定业务，叠加公司积极推动纸包装业务结构优化，预计收入增速平缓，2026-2028 年预计为 2%/2%/2%。

3）**复合纸&功能性薄膜业务：**业务规模较小，叠加公司暂无相关扩产计划或业务仍处培育期，预计公司业务 2026-2028 年相关收入保持平稳。

表1：公司收入拆分（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,797.41	6,288.45	6,926.25	7,697.03
YoY	-11.88%	8.47%	10.14%	11.13%
营业总成本	5,456.43	5,856.48	6,386.94	7,018.01
毛利润	314.97	431.98	539.32	679.02
毛利率	5.43%	6.87%	7.79%	8.82%
铝箔				
营业收入	5,204.21	5,724.63	6,354.34	7,116.86
YoY	9.97%	10.00%	11.00%	12.00%
营业成本	4973.14	5381.15	5909.54	6547.51
毛利率	4.44%	6.00%	7.00%	8.00%
转移纸				
营业收入	398.68	404.66	412.75	421.01
YoY	1.28%	2.00%	2.00%	2.00%
营业成本	316.87	319.68	326.08	328.39
毛利率	20.52%	21.00%	21.00%	22.00%
复合纸				
营业收入	58.50	58.50	58.50	58.50
YoY	-36.89%	0%	0%	0%
营业成本	45.84	45.63	45.63	45.05
毛利率	21.64%	22.00%	22.00%	23.00%
功能性薄膜业务				
营业收入	28.79	28.79	28.79	28.79
YoY	-45.14%	0%	0%	0%
营业成本	44.69	34.55	31.67	27.35
毛利率	-55.23%	-20.00%	-10.00%	5.00%
其他				
营业收入	71.87	71.87	71.87	71.87
YoY	-45.14%	0%	0%	0%
营业成本	75.88	75.46	74.03	69.71
毛利率	-5.58%	-5.00%	-3.00%	3.00%
销售费用率	1.02%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	2.78%	2.60%	2.50%	2.50%
研发费用率	1.57%	1.50%	1.60%	1.70%

数据来源：Choice，国泰海通证券研究；注：购销业务 2025 年剥离，故未纳入拆分统计。

仅供内部参考，请勿外传

费用率方面，考虑到公司注重产品研发和多渠道销售，我们预计 2026-2028 年，公司销售费用率为 1%/1%/1%，管理费用率为 2.6%/2.5%/2.5%，研发费用率为 1.5%/1.6%/1.7%。综上，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 0.8/1.6/2.6 亿元。

1.2. 相对估值

可比公司：公司主营铝箔、转移纸、复合纸、功能性薄膜等新材料业务，核心深耕铝加工赛道，因此我们选取铝箔与铝加工相关上市企业鼎胜新材、神火股份作为可比公司。

估值方法：考虑到公司 2026 年处于困境反转初期，且电池铝箔等高端产品尚处于产能爬坡及产能假设期间，故采用 PB 估值法对公司价值进行合理评估。

参考 PB 估值，采取谨慎性原则，给予公司 2.3 XPB，对应目标价 12.03 元，首次覆盖给予“增持”投资评级。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	BPS（元/股）			PB		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603876.SH	鼎胜新材	27.39	8.95	10.26	12.26	3.10	2.70	2.26
000933.SZ	神火股份	22.99	13.5208	16.14	18.80	1.72	1.44	1.24
	平均值		**11.23**	**13.20**	**15.53**	**2.41**	**2.07**	**1.75**

资料来源：Choice，国泰海通证券研究
注：股价为 2026/6/24 收盘价，2026-2028 年 EPS 预测为 Choice 一致预期

2. 铝加工迎景气周期，电池箔增长迅速

2.1. 铝加工行业景气回升，铝板带箔主导地位强化

铝加工行业短期承压，主要系房地产需求拖累。铝加工行业是与国民经济息息相关的基础材料产业，目前已经形成了型、板带、箔、线、粉、锻六大类的完整产品体系。据中国有色金属加工工业协会数据，我国铝加工材总产量由 2017 年的达 3820 万吨增长至 2025 年的 4880 万吨，CAGR 达 3.1%，2025 年产量同比-0.4%，系多年来首次下滑，主要由于受到下游房地产需求拖累，建筑铝型材产量同比减少 170 万吨，导致对应铝挤压材产量同比下跌 6.7%。

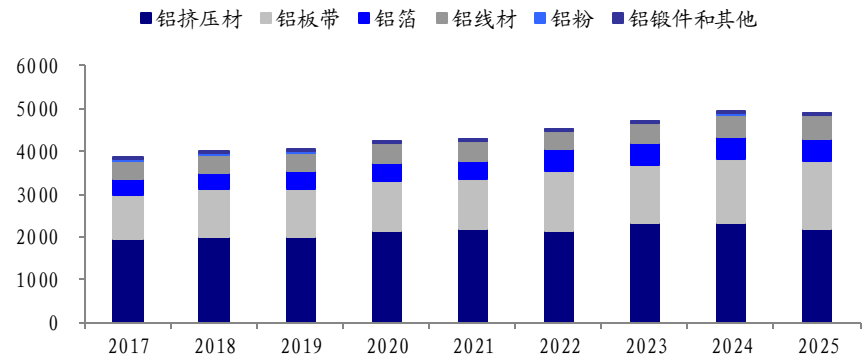
仅供内部参考，请勿外传

表3：铝加工分类与定义

分类	基本介绍
铝型材（铝挤压材）	通过挤压成型的长条状制品，是应用最广的门类，可分为建筑型材(门窗幕墙)和工业型材(光伏、轨道交通、新能源汽车等)。
铝板带	通过轧制工艺生产的扁平状制品，厚度差异形成不同品种，包括厚板、薄板、带材(如易拉罐体、汽车车身板、铝箔坯料等)。
铝箔	厚度≤0.2mm 的超薄轧制材料，属于高附加值深加工产品，广泛应用于包装(食品、药品)、电力电容器、空调散热及新能源电池箔。
铝线材	通过拉伸或挤压工艺生产的线状制品，主要用于电力电缆、焊接材料、导线及机械用线等工业领域。
铝锻件	通过锻造工艺在高温下成型的精密零部件，具有优异的机械性能，主要用于航空航天、汽车、船舶等领域的关键承力结构件。
铝粉	铝金属经雾化、研磨等方法制成的粉末状材料，是 3D 打印、含能材料(火药、炸药)及耐火材料等领域的关键原料。

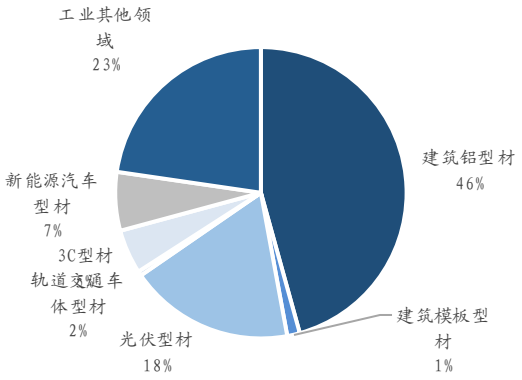
资料来源：中商产业研究

图1：铝加工行业短期产量下滑（万吨）



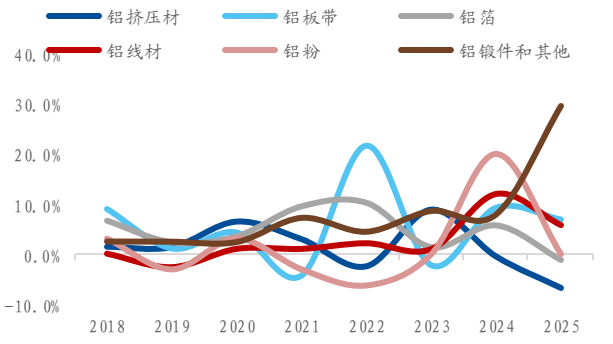
资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

图2：铝型材下游由建筑领域主导（2024 年）



资料来源：中国有色金属加工工业协会、智研咨询，国泰海通证券研究

图3：各类铝加工材产量同比增速



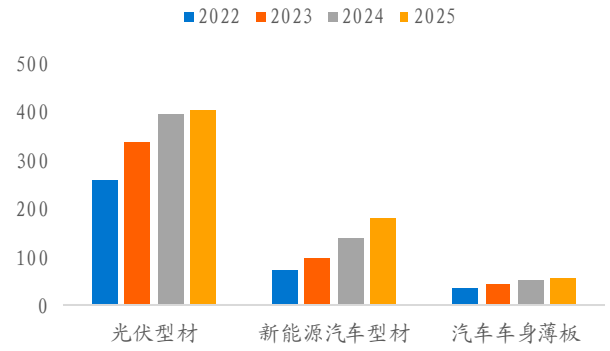
资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

需求结构升级叠加供给刚性构筑新一轮高景气。铝消费高度依赖建筑型材的传统格局正被逐步打破，交通用铝、光伏型材等新兴领域已成为行业增长的核心驱动力，为铝加工行业带来全新的增长空间，并持续推动行业高端化转型。2026 年以来，伴随着新能源汽车、储能、光伏等领域用铝量持续攀

仅供内部参考，请勿外传

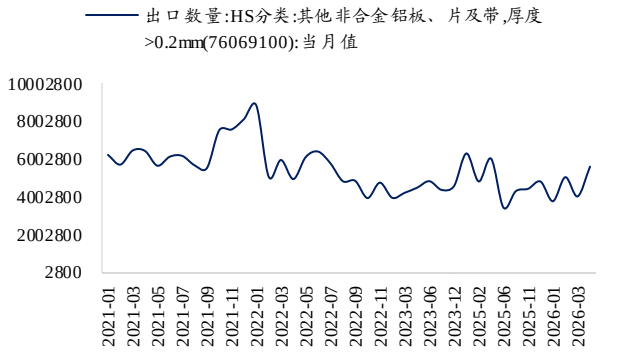
升，铝加工行业供需形势明显好转，铝板带箔、铝线材表现突出，多地工厂产品订单火爆，甚至出现“零库存”现象。同时，出口量的快速提升亦为今年铝加工行业产销两旺的局面提供助力，中东局势紧张扰动全球铝及铝加工材供应，国内铝产业链凭借极强的韧性与稳定性有效承接海外订单，2026 年 1-4 月，我国铝材和铝制品合计出口 314 万吨，同比增长 8.4%，其中铝板带出口 111.5 万吨，同比增长 13.5%。伴随着新兴领域需求放量、房地产拖累影响的逐渐消除，同时考虑到国内电解铝供给刚性（4500 万吨政策上限）以及高端化趋势推动产业链价格上涨，铝加工行业有望迎来新一轮高景气周期。

图 4：新兴领域铝加工材产量持续增加（万吨）



资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

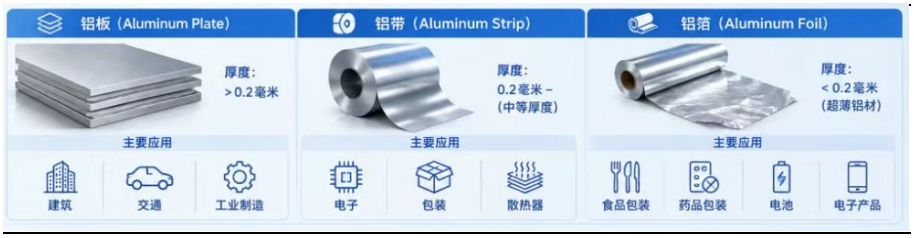
图 5：2026 年铝板带出口增加（千克）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

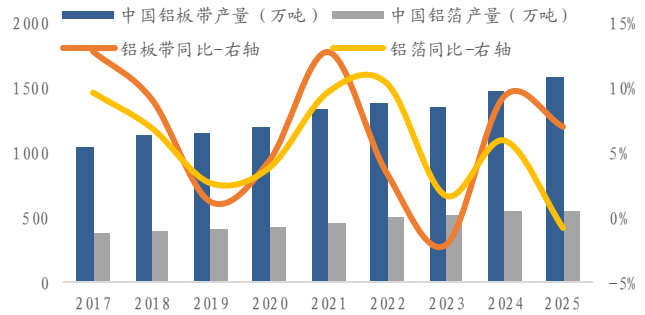
铝板带箔下游应用广泛，主导地位持续攀升。铝板带箔凭借其质轻、耐腐蚀、比强度高等特性，广泛应用于包装容器、家用电器、交通运输、电池等领域。分开来看，我国铝板带材/铝箔产量分别由 2017 年的 1030/365 万吨增长至 2025 年的 1577/535 万吨，CAGR 达 5.5%/4.9%，占比全球总产量的 52.4%。伴随着铝加工行业需求结构变化，铝板带箔的产量占比亦同步提升，由 2017 年的 36.5%提升至 2025 年的 43.3%。

图 6：铝板带箔下游应用广泛



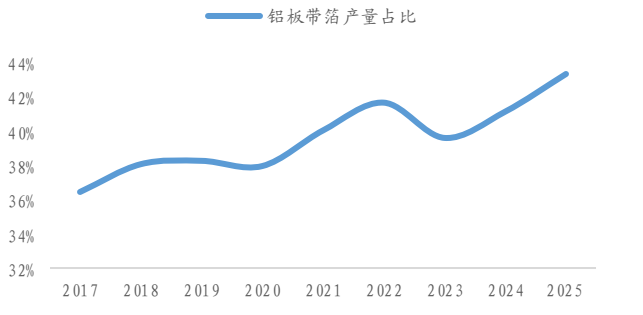
资料来源：中慧企业大脑

图 7：铝板带箔产量情况



资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

图 8：铝板带箔产量占比持续提升

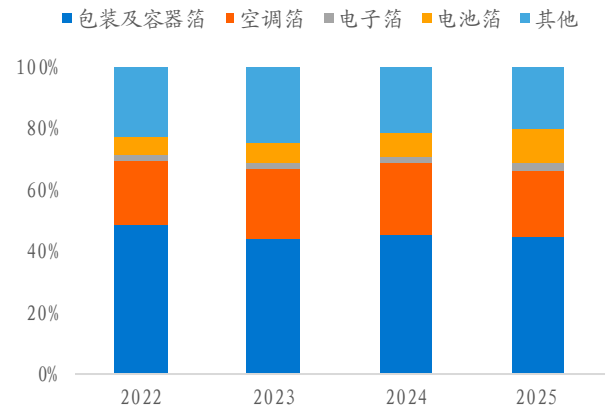


资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

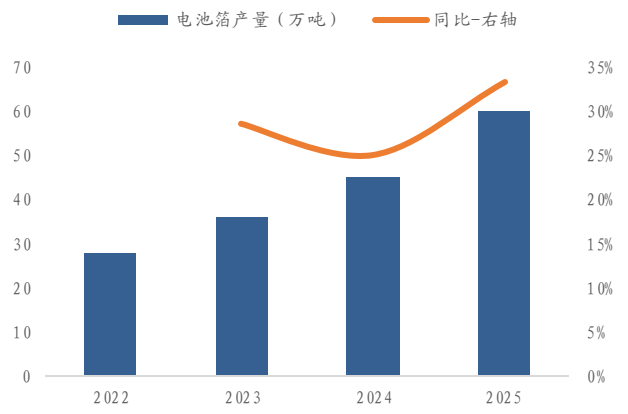
包装材料主导铝箔需求，电池箔增长迅速。铝箔系核心精深加工铝材，包装领域主导下游需求，但受到需求分化影响占比下滑，2025 年占比国内铝箔总产量 58%，较 2022 年下滑 9pct。相对地，新能源赛道中电池铝箔表现亮眼，2025 年产量 60 万吨，同比大幅增长 33.3%，在铝箔整体产量中的占比亦持续提升。放眼全球，铝箔行业长期增长潜力可观，2025 年全球铝箔市场规模为 251.4 亿美元，预计 2035 年将增至 383 亿美元，2026-2035 年复合增速达 4.30%，整体保持稳健增长。

图 9：中国铝箔产量结构



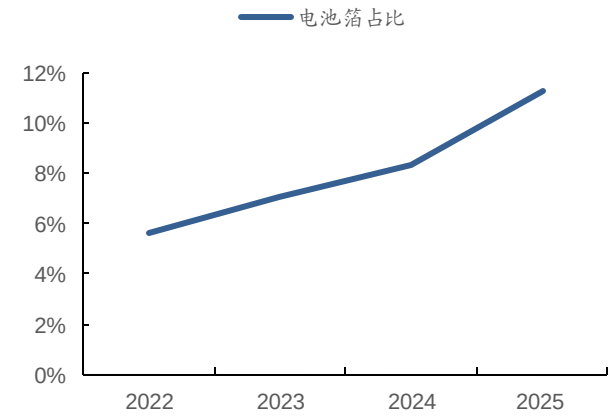
资料来源：中国有色金属加工工业协会，铝车轮质量协会，国泰海通证券研究

图 10：2022-2025 年中国电池箔产量及同比情况



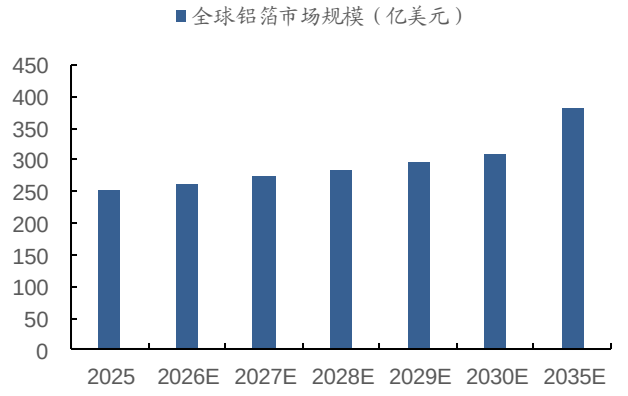
资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

图 11：国内电池铝箔产量占比持续攀升



资料来源：中国有色金属加工工业协会，国泰海通证券研究

图 12：全球铝箔市场规模情况



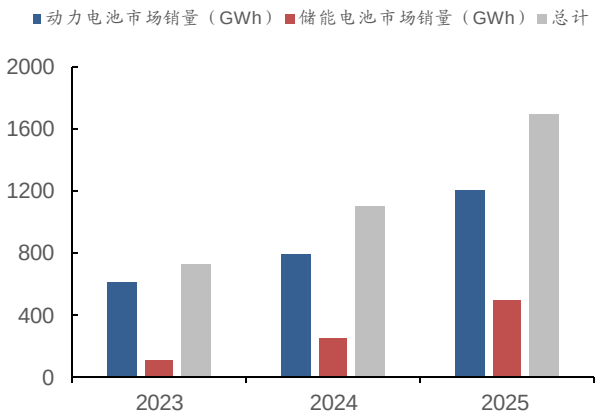
资料来源：Clight 官网，国泰海通证券研究

2.2. 锂电高景气延续，贡献电池铝箔主要增量

新能源产业高景气，锂电池出货量持续攀升。近年来，随着全球碳中和目标推进，新能源汽车渗透率持续提升，储能市场快速爆发。根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计，2025 年度，我国动力和储能电池销量 1700.5GWh，同比增长 63.6%，其中，动力电池销量 1200.9GWh，同比增长 51.8%；储能电池销量 499.6GWh，同比增长 101.3%。下游的蓬勃发展推动了锂电池出货量持续攀升，根据 EV Tank 数据，2025 全球锂电池出货量达到 2280.5GWh，并预计在 2030 年全球锂电池出货量将增长至 6012.3GWh，未来市场空间广阔。国内方面，2025 年锂离子电池出货量达 1888.6GWh，同比增长 55.5%，占比全球 82.8%，份额持续提升。

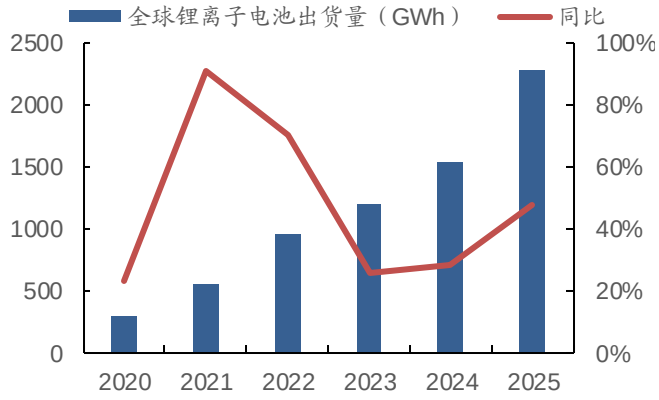
仅供内部参考，请勿外传

图 13：2023-2025 年动力及储能电池市场销量



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，国泰海通证券研究

图 14：全球锂离子电池出货量情况

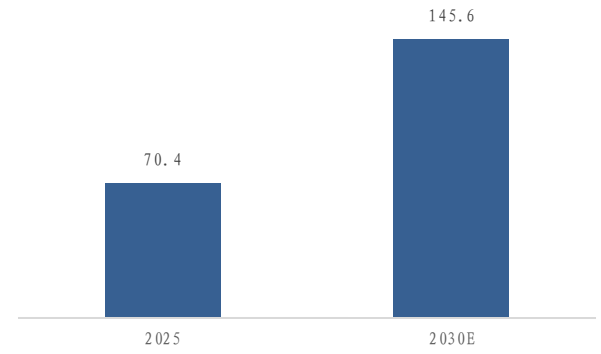


资料来源：EVTank、伊维智库、电池百人会，国泰海通证券研究

锂电铝箔构筑电池铝箔主要增长驱动。目前新能源产业仍旧由锂电主导，其展现的强劲的市场活力及发展潜力也为铝箔行业注入了持续的增长动力。电池铝箔目前是锂电池正极集流体的核心材料，通常为厚度 10-20 微米的超薄高纯铝材，用于承载正极活性材料并汇集电流。受下游需求拉动，全球锂电铝箔出货量同步攀升，2025 年全球出货量为 70.4 万吨，预计到 2030 年将增长至 145.6 万吨，CAGR 达 15.64%。

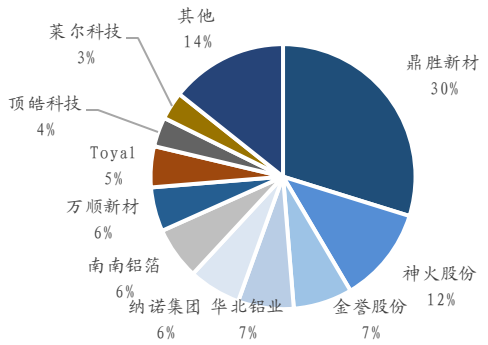
竞争格局来看，2025 年，全球锂电铝箔产业延续以中国主导、多国并存的格局，中国企业出货量占比超过 80%，其中鼎胜新材出货量占比 29.8%，以超过 20 万吨的出货量领先行业，已经连续多年排名行业第一，排名紧随其后的是神火股份、华北铝业、金誉股份等企业。

图 15：全球锂电铝箔出货量提升（万吨）



资料来源：观研天下，国泰海通证券研究

图 16：2025 年全球锂电铝箔竞争格局（按出货量）



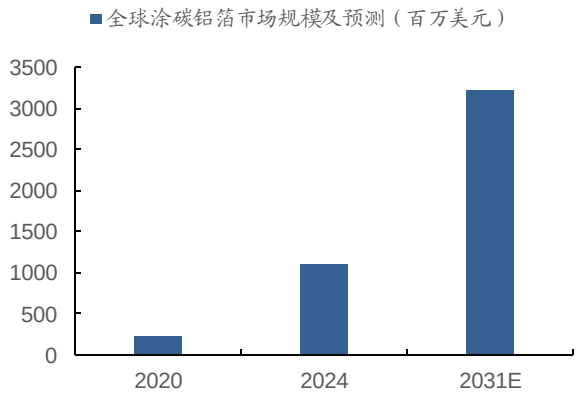
资料来源：EVTank、伊维智库、电池网，国泰海通证券研究

锂电铝箔产品多样，涂碳铝箔系主流高端发展方向。锂电铝箔可以分为光铝箔、涂碳铝箔、复合铝箔等类型，适配不同的电池技术路线。其中，涂碳铝箔通过表面涂碳改性，具备有效增强活性物质与集流体的粘附力、提升电池的循环寿命和倍率性能等优势。随着新能源汽车等终端市场对锂电池性能需求持续提升，行业向高端化转型，涂碳铝箔成为主流升级方向。根据 QYResearch 行业数据调查，2024 年全球导电涂碳铝箔市场规模达到了 11.15 亿美元，预计 2031 年将达到 32.19 亿美元，2025 年到 2031 年 CAGR 为 15.23%。

竞争格局来看，2025 年，全球涂碳铝箔主要出货企业为中国企业，排名前 9 的企业中 6 家为中国企业，市场份额近 50%，从具体企业来看，纳诺集团排名行业第一，紧随其后的是鼎盛新材、Toyal(日本)、顶皓科技、莱尔科技等企业。

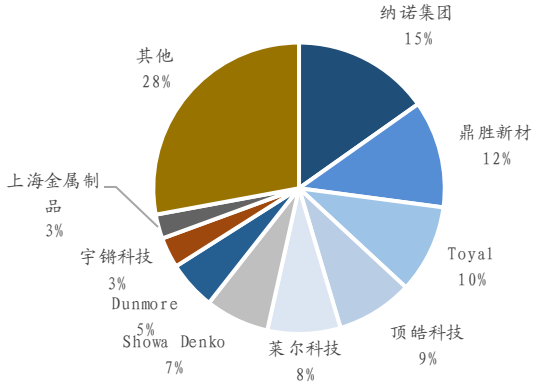
仅供内部参考，请勿外传

图 17：全球涂碳铝箔市场规模及预测



资料来源：QY research，国泰海通证券研究

图 18：2025 年全球涂碳铝箔企业竞争格局（按出货量）

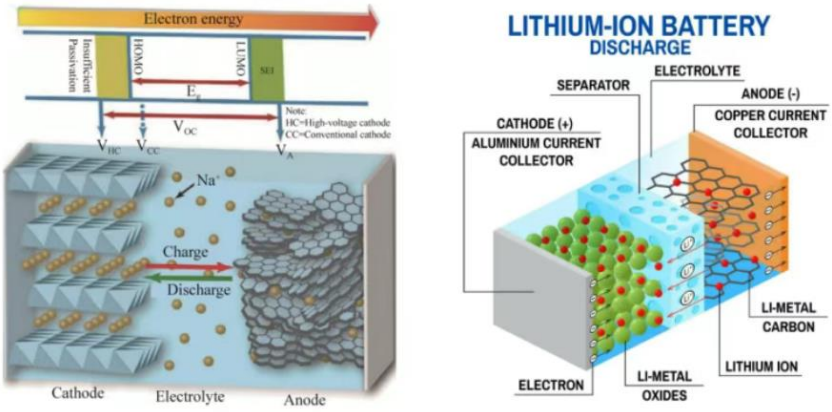


资料来源：EVTank、伊维智库、电池网，国泰海通证券研究

2.3. 钠电浪潮风口已至，构筑高端铝箔新增长动力

钠电池对比锂电池特点突出。和锂电池相似，钠离子电池是一种“摇椅式”二次电池，同样包括正极、负极、隔膜、电解液和集流体等部件，二者的生产工业也较为接近，可以实现产线兼容。目前锂电池虽然占据主导地位，但锂资源的紧缺与地理分布不均，以及一起使用的钴、镍等均属于稀有矿产，使其增长上限受到限制，同时在热稳定性、过充过放耐受性、材料安全性等方面存在一定隐患。相比之下，钠离子电池则具备了原料储量（钠）丰富、成本低廉、低温性能优异、安全性高等优势，但是在能量密度等方面不及锂电池。

图 19：钠电与锂电工作原理相近



资料来源：电能技术超市

表 4：钠电与锂电性能对比

性能指标	钠离子电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池
能量密度（Wh/kg）	150-180	180-200	150-200
循环寿命（次）（容量保持率≥80%）	5000+，且在逐步提升	7000+	7000+
工作电压（V）	3.2	3.2	3.6-3.7
低温性能（-20°C）	88%容量保持率	<70%	<70%
理论成本（元/Wh）	约 0.3-0.4	约 0.5-0.6	约 0.7-0.8

资料来源：电能技术超市

仅供内部参考，请勿外传

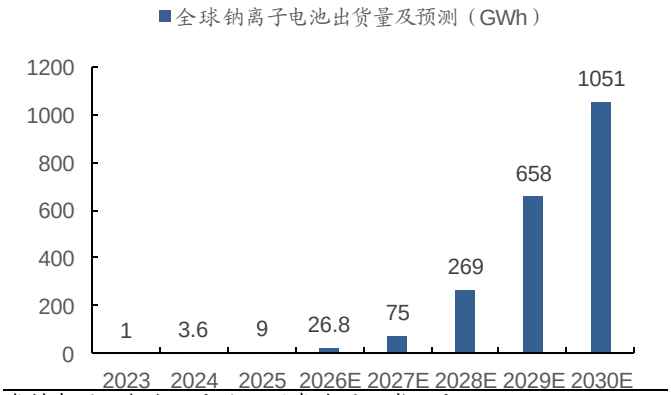
钠电池与锂电池应用场景互补，正快速崛起。钠离子电池由于能量密度低，相同容量的电池往往体积更大，因此其在对体积敏感度较低以及电池容量要求较低的领域，如储能、电动两轮车（轻型动力）、低速车等。根据起点研究院 SPIR 调研数据显示，2025 年全球钠离子电池出货达 9GWh，同比增长 150%，2030 年钠离子电池市场规模将达到 1051GWh。下游拆分来看，2025 年储能钠电池出货 5.6GWh，占比 62.2%；轻型动力钠电池出货 1.7GWh，占比 18.8%，二者占据钠电池的主要需求，汽车动力方面受限于体积，占比较小。

表5：钠电与锂电适用场景

维度	钠离子电池	锂电池
核心优势	资源丰富、低温性能、安全性、成本潜力	高能量密度、技术成熟度、高端场景
适用领域	储能、两轮车、A0 级车、高寒地区等	电动车（长续航）、消费电子、航空等

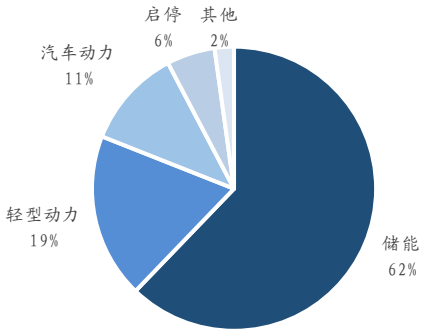
资料来源：电能技术超市

图20：全球钠离子电池出货量情况



资料来源：起点研究院，国泰海通证券研究

图21：2025 年钠离子电池下游细分结构



资料来源：起点研究院，国泰海通证券研究

储能领域大放异彩，头部企业纷纷布局。储能领域系目前钠电池最大应用领域，根据中投产业研究院，2025 年我国新型储能累计装机规模达到 144.7GW，同比增长 85%，全球方面也同样保持高速增长，2025 年全球储能（不含抽水蓄能）新增装机规模达到 112GW，同比增长 48%，其增长速度远超当年光伏及风电。同时伴随着钠电池的技术路线逐步收敛，叠加规模化生产带来的持续降本，吸引龙头企业积极布局，钠电在储能领域的渗透率亦由 2024 年的 0.4%提升至 2025 年的 9.2%。伴随着 2026 年如宁德时代、亿纬锂能、中科海纳等头部企业的产能集中释放，钠电成本有望进一步在规模化影响下降低，其在储能领域的渗透率有望保持高速增长，使得 2026 年成为其规模化商用的关键节点。

图22：国内新型储能装机量快速攀升

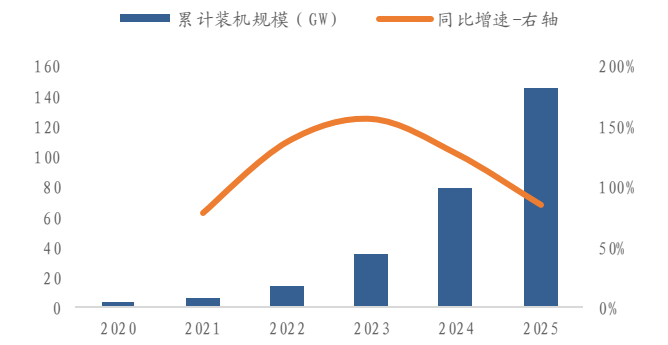


图23：全球储能增速快于当年的风电及光伏

技术类型	达到 100GW 年度新增所用年数	关键时间节点
光伏	约 8 年	2010 年 10GW；2018 年 100GW
风电	约 15 年	2005 年 10GW；2020 年 100GW
储能（不含抽蓄）	4 年	2021 年 10GW；2025 年 100GW

仅供内部参考，请勿外传

资料来源：中投产业研究院

资料来源：中投产业研究院

表6：头部企业纷纷布局钠电

企业	核心布局
宁德时代	第二代钠电能量密度 175Wh/kg，并与海博思创签下 3 年 60GWh 储能大单。
比亚迪	2026 年，徐州 30GWh 钠电基地已开工，青海西宁 30GWh 全球首条钠电量产线累计产量突破 8GWh，产能利用率达 75%，主攻储能和交通领域。
中科海钠	国内钠电先行者，万吨级正负极材料+GWh 电芯产能，聚焦启动、储能和动力三大领域。
亿纬锂能	2GWh 钠电项目启动，2026 年预计实现钠离子电池批量交付。
国轩高科	2026 年 5 月发布“钠晨电池”品牌，推出储能版、动力版、高能版三款产品，计划 2026 年 Q4 规模化量产交付。

资料来源：IT 之家、证券时报网、中华工商时报、中国储能网、每日经济新闻，国泰海通证券研究

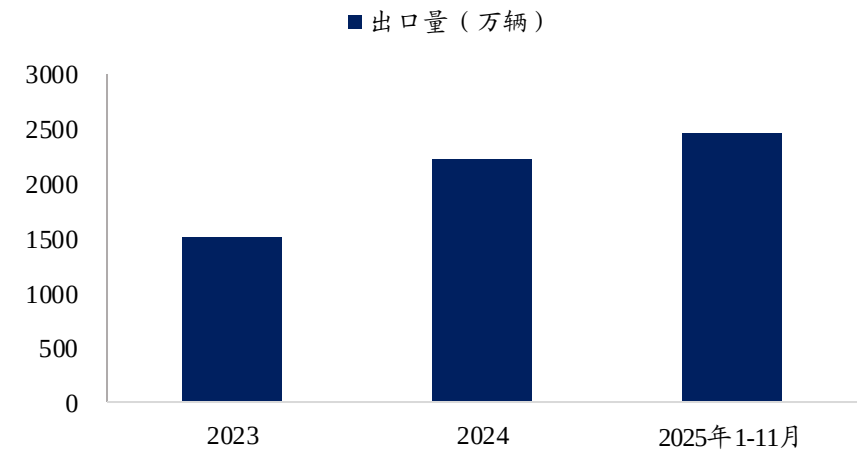
两轮车系纳电落地最快的领域之一。目前国内电动两轮车市场进入存量置换阶段，且已形成了“铅酸电池为主、锂电池为辅”的格局。两大电池路线目前均存在明显痛点（铅酸电池能量密度低、循环时间短，锂电池安全性欠佳），而钠电兼具理论成本低、安全性好的核心特征，可以较好填补两轮车电池体系的空白，使得两轮轻型动力成为纳电落地最快的领域之一。目前两轮车主机厂包括雅迪、新日、台铃、爱玛科技等均已发布纳电相关产品，伴随着国内置换需求带动钠电渗透率的提升，以及两轮车出海趋势保持，有望进一步驱动钠电池在该板块的需求增长。根据起点研究院，2030 年钠电池在两轮车领域的渗透率将达到 41%，对应钠电池需求 40GWh。

表7：头部企业纷纷布局钠电

品牌	搭载系列
雅迪	白鲨 II 系列、冠能 Q50 钠电版、Q1 钠电版
欧派	衡动力 3.0 长续航钠电款
台铃	王者 MAX 钠电版、火眼机甲 3·封神、火眼机甲·苍穹、都市漫骑·罗马、晶墩墩
新日	丽月 DQ5 钠电车型
爱玛	爱琪
立马	开拓者 500 2026 钠电版

资料来源：SMM、电池百人会、雅迪官网、台铃官网、新华网、IT 之家、青钠科技官网、起点钠电，国泰海通证券研究

图24：两轮电动车出口量持续增加



资料来源：观察者网、中国机电商会，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

动力电池领域渗透率仍旧低位，性能突破系破局关键。钠电池目前受限于能量密度，仅在部分低速乘用车领域有相关应用，其在动力电池领域渗透率仍旧较低。2026 年长安汽车与宁德时代联合发布的全球首款钠电量产乘用车已搭载“钠新”电池实现 405km 续航及-40℃下 90%容量保持率，标志着钠电乘用车应用实现从 0 到 1 的突破。展望未来，随着钠电池成本在商业化、规模化成熟后进一步降低、能量密度持续提升，有望形成“锂电主攻长续航高性能、钠电聚焦 A00/A0 级及严寒地区高安全场景”的互补分工格局。根据宁德时代预计，未来钠电纯电续航有望升级至 500-600km，覆盖超 50%的新能源续航需求，中长期增长空间广阔。

图 25：长安汽车全球首搭宁德时代钠新电池



资料来源：观察者网

钠电放量预计对铝箔行业构成巨大提振。锂电池负极由于锂离子会与铝发生反应，只能使用铜箔，而钠离子常温下不会与铝产生合金化反应，使得钠电池的正负极集流体全都可以用铝箔，叠加铜价长期高于铝价，采用钠电将有效助力电池厂降本增效，并进一步带动电池铝箔需求“翻倍级”增长。

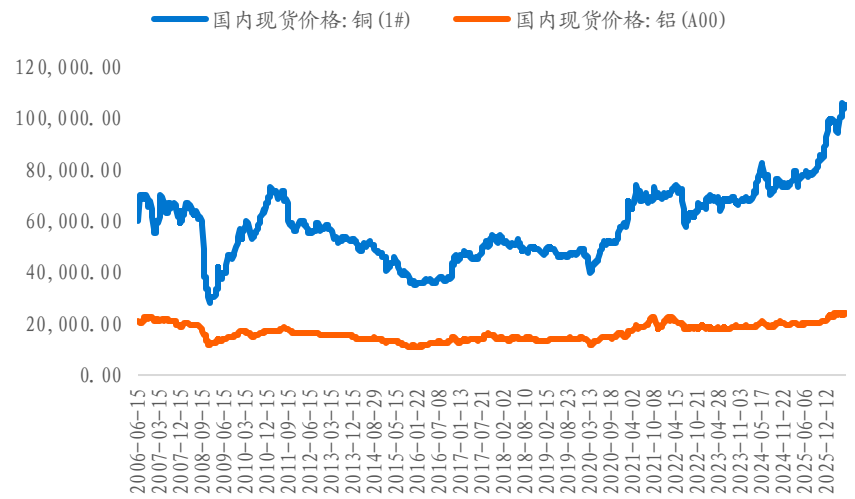
图 26：钠电池与锂电池构成对比

	锂离子电池	钠离子电池
正极材料	三元材料、磷酸铁锂、锰酸锂、钴酸锂等	层状过渡金属氧化物、聚阴离子化合物、普鲁士兰材料等
负极材料	人造石摸、天然石墨、硅基负极等	碳基材料、金属氧化物、钛基材料等
电解液	溶质为六氟磷酸锂	溶质为六氟磷酸钠或高氯酸钠
隔膜	基本一致	
集流体	正极铝箔、负极铜箔	正负极均为铝箔
导电剂	通用	
粘结剂	通用	

资料来源：电能技术超市

仅供内部参考，请勿外传

图 27：铜价长期高于铝价（元/吨）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

行业痛点明显，高达因铝箔成破局关键。钠电产业化初期，虽然负极集流体可以通过使用铝箔实现降本，但仍旧选择面临诸多困境。目前钠电负极材料往往会选择硬碳，导致浆料与传统铝箔基材之间的界面结合力弱（达因值不够）、涂布困难等问题一直存在，成为制约钠电池量产良率和循环性能的关键瓶颈。同时，主流的涂炭铝箔亦存在增加集流体厚度，影响电池能量密度的问题，使得钠电领域对非改性铝箔的达因值（表面张力）要求拉高，高端产品往往要求表面达因值≥44 dyn/cm。高达因铝箔由于其表面润湿性极佳，能显著提升浆料与铝箔的附着力，使浆料粘结更牢固，有效解决因附着力低导致的掉粉、涂层脱落问题，将极片附着力合格率提升至 80%以上，精准定位了钠电负极铝箔的痛点，成为行业破局关键。

表 8：钠电池对铝箔达因值要求更高

对比项	锂离子电池	钠离子电池
铝箔用量	仅正极	正极+负极
表面要求	正极≥38dyn/cm	负极≥44dyn/cm 或更高
涂炭要求	正极标准配方	专用配方（硬碳体系）

资料来源：凤启新能源

表 9：各类集流体方案用于钠电负极均存在各自痛点

集流体方案	存在问题
普通铝箔	面带油重，硬碳与铝箔粘结不牢，集流体附着力低，涂层易掉粉、影响电池循环寿命
超薄铝箔	强度低，延伸率不足，高速卷绕易断带、起皱和跑偏
超薄铝箔+涂层	易虚焊、烧穿、极耳容易脱落
涂炭铝箔	增加集流体厚度，影响电池能量密度
复合集流体	存在涂层结合力弱、耐候性差、焊接与锂电产线兼容性不足等问题，影响量产良率
铜箔	稳定但成本是普通铝箔的 3-4 倍，且密度较大，丧失钠电降本与轻量化优势

资料来源：起点钠电，国泰海通证券研究

3. 深耕铝加工行业多年，产能布局持续扩张

深耕铝加工行业多年，板块逐步扩张。万顺新材成立于 1998 年，主营业务涵盖铝加工、纸包装材料、功能性薄膜三大业务板块。其中铝加工业务占据主导，2025 年营收占比达 90%，产品主要涵盖铝箔及铝板带等，应用于电池、包装等领域。公司成立时立足于纸包装材料业务，后于 2012 年并购江苏中基进军高精度铝箔市场，并于同年正式成立光电薄膜分公司，大力推进

仅供内部参考，请勿外传

公司在功能性薄膜领域的发展。2014、2017、2026 年，公司陆续收购江苏华丰、安徽美信、欧箔卢森堡，进一步扩张铝加工业务，夯实主业根基。

表10：公司主要产品及用途

业务类别	主要产品	产品用途
铝加工业务	铝箔、铝板带	主要应用于电池、电容器、印制电路板等电子元器件领域；食品、饮料、卷烟、医药等包装领域；日用领域等。
纸包装材料业务	转移纸、复合纸	主要应用于烟标、酒标、日化、礼品等包装领域。
功能性薄膜材料业务	高阻隔膜、导电膜、车衣膜、节能膜等	高阻隔膜主要应用于食品药品包装、光伏封装、电子器件封装、显示器封装等领域。 导电膜主要应用于触摸屏、调光膜/玻璃等领域。 车衣膜主要应用于汽车，起到保护车漆、提升外观的作用。节能膜主要应用于建筑、汽车玻璃等节能领域。

资料来源：公司 2025 年年度报告，国泰海通证券研究

表11：公司发展重大事件

年份	重大事件
1998 年	汕头万顺新材集团股份有限公司成立于 1998 年，总部位于广东省汕头保税区。
2010 年	公司在深圳证券交易所创业板成功上市。
2012 年	公司完成并购江苏中基复合材料有限公司 75%股权，成功进军高精度铝箔市场，进一步延伸产业链。公司于 2012 年正式成立光电薄膜分公司，全力打造国内较大导电膜生产基地，大力推进公司在功能性薄膜领域的发展。
2014 年	并购江苏华丰铝业有限公司 60%股权
2016 年	并购广东东通文具有限公司 100%股权、汕头市东通光电材料有限公司 100%股权、北京众智同辉科技股份有限公司 20%股权
2017 年	并购安徽美信铝业有限公司 100%股权、江苏中基复合材料股份有限公司 23%股权
2018 年	收购江苏中基复合材料股份有限公司 31%股权，交易完成后公司将持有江苏中基 100%股权
2019 年	收购汕头市派亚油墨有限公司 100%股权
2021 年	荣登“2021 年广东省制造业企业 500 强”榜单
2022 年	收购深圳宇锵新材料有限公司 51%股权
2025 年	收购安徽中基、江苏中基部分股权，用以实施“年产 10 万吨动力及储能电池箔项目”
2026 年	收购 EurofoilLuxembourgS.A.100%股权

资料来源：公司官网、公司《关于江苏中基复合材料有限公司收购江苏华丰铝业有限公司股权暨对外投资的进展公告》、《关于江苏中基复合材料股份有限公司支付现金购买安徽美信铝业有限公司 100%股权的公告》等相关公司公告，国泰海通证券研究

国内外并举，铝板带箔产能稳步扩容。目前公司安徽生产基地电池铝箔现有产能 7.2 万吨，在建年产 10 万吨动力及储能电池箔项目计划于 26 年 9 月底前全面完成建设。此外，全资孙公司香港中基于 26 年 4 月完成收购欧箔卢森堡 100%股权的交割手续，收购标的具备 3.3 万吨铝箔产能，待安徽中基 10 万吨动力及储能电池箔项目投产后，公司将形成铝箔年产能合计 28.8 万吨的规模，其中电池铝箔产能将得到大幅扩充。

表12：公司铝箔及铝板带产能

类别	具体内容	年产量（万吨）	投产时间
铝箔	江苏中基双零铝箔	8.3	-
	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目（一期）	4	2021 年 12 月

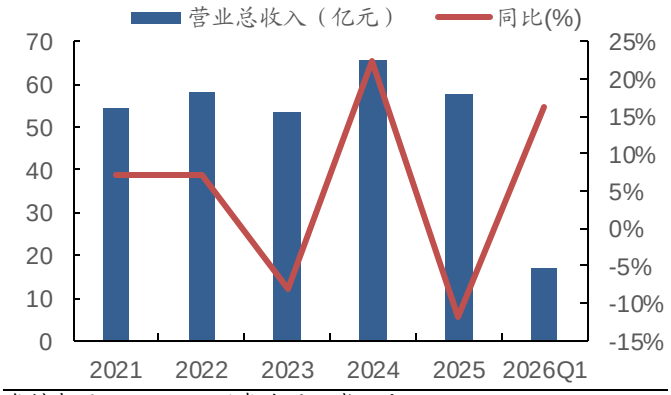
仅供内部参考，请勿外传

	年产 7.2 万吨高精度电子铝箔生产项目（二期）	3.2	2023 年 12 月
	欧箔卢森堡铝箔	3.3	2026 年 4 月
	年产 10 万吨动力及储能电池箔项目	10	2026 年 9 月
铝板带	江苏华丰、安徽中基铝板带	13	-
	年产 13 万吨高精铝板带项目	13	2023 年 5 月
	欧箔卢森堡铝板带	5.6	2026 年 4 月

资料来源：公司 2025 年董事会工作报告、公司 2025 年年报、公司《关于投资建设年产 13 万吨高精铝板带项目的公告》、公司《关于调整募集资金投资项目实施进度的公告》等公告、公司投资者关系交流，国泰海通证券研究

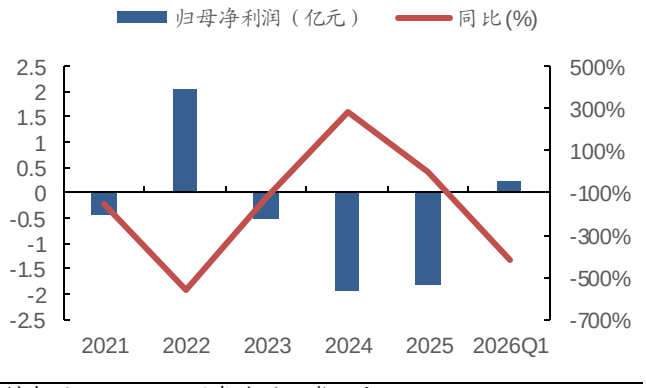
营收规模阶段性波动，盈利边际改善。2023-2025 年期间，公司营业总收入分别为 53.70/65.79/57.9 亿元，2025 年营收下滑主要系公司剥离购销业务；盈利端受到下游去库、行业竞争激烈以及减值计提等多因素影响，整体承压。2026Q1 公司实现营业收入 16.98 亿元，同比增长 16.14%；归母净利润 0.2 亿元，同比扭亏，主要系最大业务板块铝加工业务盈利水平提升，叠加电池铝箔需求明显增长，板块整体展现良好韧性。

图 28：公司营业总收入情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

图 29：2021-2026 年一季度归母净利润及同比情况



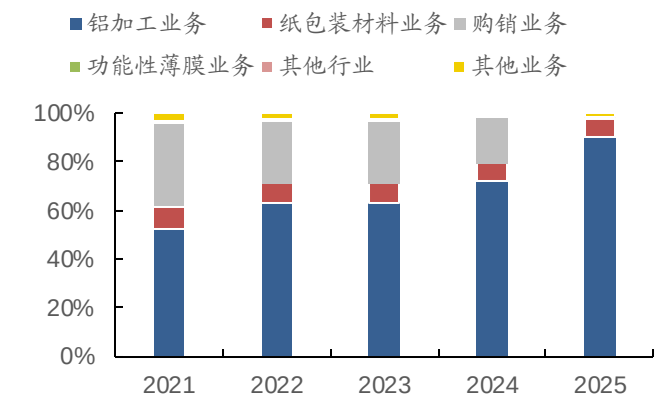
资料来源：Choice，国泰海通证券研究

分业务来看，公司持续优化业务结构，逐步出清低毛利购销业务，聚焦铝加工主业。2021-2025 年铝加工业务收入自 28.49 亿元增长至 52.04 亿元，成为公司营收增长的核心支撑；纸包装材料业务体量稳定；功能性薄膜业务规模较小，对整体营收贡献有限。

分地区来看，2021-2025 年公司国内营收占比持续维持 80%以上，国内区域中，华东、华中地区收入持续增长，2025 年华东区域营收 23.14 亿元、华中区域营收 13.30 亿元，提供国内主要市场增量；华南地区收入持续收缩，区域结构持续调整。

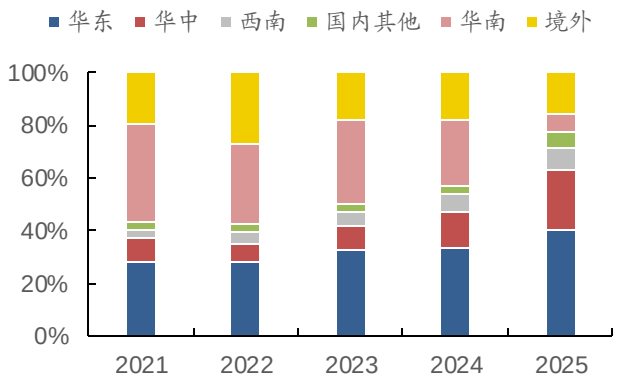
仅供内部参考，请勿外传

图30：2021-2025 年主营业务收入（分行业）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

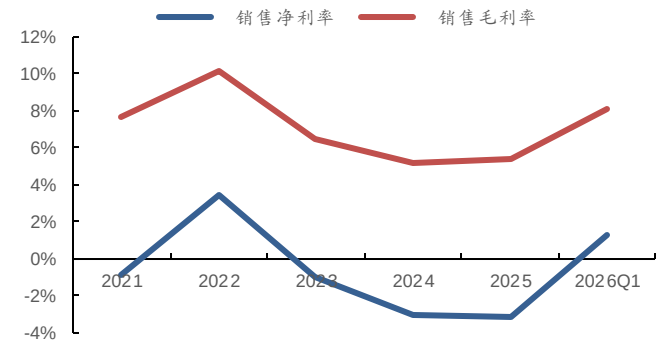
图31：2021-2025 年主营业务收入（分地区）



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

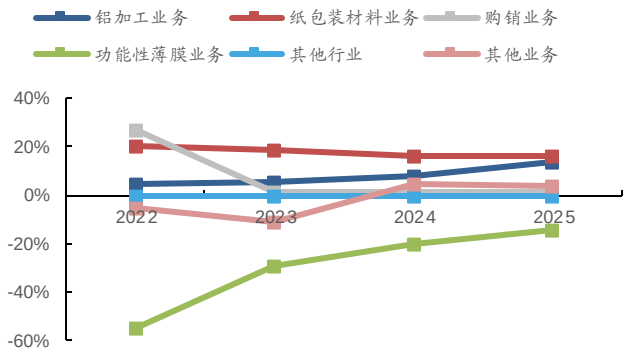
毛利率触底反弹，主业盈利持续改善。公司整体毛利率由 2022 年 10.18%回落至 2024 年 5.21%，后于 2025 年回升至 5.43%。分业务来看，各业务盈利水平分化明显，核心铝加工业务毛利率持续提升，自 2022 年 4.44%升至 2025 年 13.60%，产品结构升级带动主业盈利能力显著改善。纸包装材料业务毛利率保持稳定，盈利韧性较强。功能性薄膜业务仍处亏损状态，但毛利率持续修复，亏损幅度逐年收窄；购销业务毛利率维持低位，伴随着公司完成剥离，对公司毛利率影响预计消除。

图32：2022-2025 年公司毛利润及毛利率



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

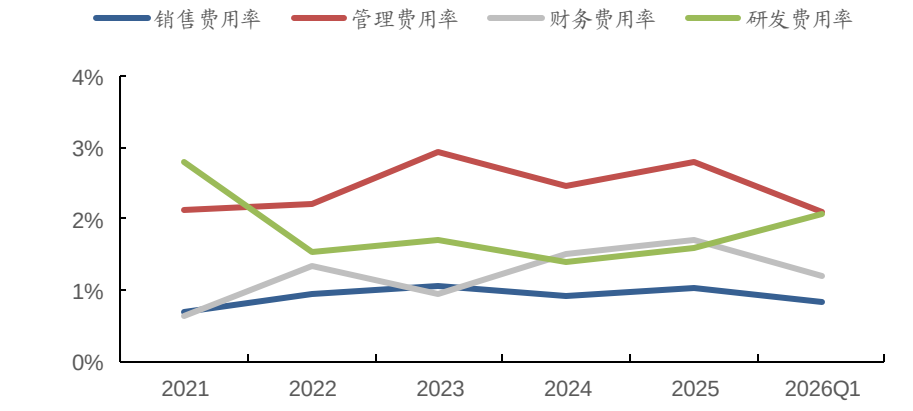
图33：2022-2025 年公司各业务毛利率



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

各项费用率整体平稳。2021-2025 年公司销售费用率、研发费用率保持稳定，管理费用率、财务费用率小幅上行，主要系业务扩张及融资增加所致。

图34：公司各项费用率情况



资料来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

聚焦纳电行业痛点，高端产品抢占发展先机。钠电池在为电池产业降本增效开辟新路径的同时，也带来了附着力不足、良率偏低等行业痛点。在此背景下，安徽中基铝业依托万顺集团全产业链优势，推出的高达因铝箔精准破解行业瓶颈，凭借稳定的产品性能获得头部钠电企业青睐，成为钠电产业规模化发展的核心支撑力量。作为万顺新材核心电池箔产品，高达因铝箔表面达因值稳定在 60 以上，并可根据客户需求定制 40-60 达因值产品，兼顾性能与成本控制。与传统铝箔相比，其表面异物降低 70%以上，洁净度提升 75%，润湿性显著优化，界面接触阻抗下降 30%-60%，从源头解决了钠电负极集流体的核心痛点。

表13：高达因铝箔在基础界面层面性能优化

检测项目	未清洗铝箔	标准清洗铝箔	提升幅度
表面氧化层 Al:O:	3~5nm	<1nm	降低 60%以上
表面接触角	55°~75°	S10°	亲液性大幅提升
界面接触阻抗	高，不稳定	显著降低	下降 30%~60%
油污/杂质残留	明显存在	无残留	洁净度提升 75%

资料来源：起点钠电，国泰海通证券研究

表14：高达因铝箔在极片制造与良率上更优

项目	未清洗铝箔	标准清洗铝箔	提升效果
涂炭/极片附着力	3~4 级，易掉粉	0 级，不掉粉	合格率提升 80%
涂布均匀性	差，边缘厚	优，偏差≤±2%	一致性大幅改善
辊压掉料、脱膜	高频发生	极少出现	不良率下降 60%~90%
制片整体良率	75%~85%	88%~96%	提升 5%~12%
分切/卷绕稳定性	易皱、易偏	稳定顺畅	断带风险降低 50%

资料来源：起点钠电，国泰海通证券研究

表15：使用高达因铝箔的钠电池在电芯化学性能上更优

项目	未清洗铝箔	标准清洗铝箔	提升效果
1C 放电容量	基准值	基准值+3%~8%	容量提升 3%~8%
2C~3C 倍率性能	衰减明显	保持率高	提升 8%~15%
1000 周循环保持率	70%~78%	82%~90%	提升 10%-25%
电芯内阻极差	大，一致性差	小，批次稳定	极差缩小 30%-50%
自放电率	偏高	更低	降低 15%-30%

资料来源：起点钠电，国泰海通证券研究

表16：高达因铝箔更具安全与可靠性

项目	未清洗铝箔	标准清洗铝箔	提升效果
微短路/杂质失效	高发	显著减少	下降 50%~80%
钠枝晶/析钠风险	高	明显抑制	安全性大幅提升
极耳焊接可靠性	虚焊多、电阻高	焊接牢固、低阻	良率提升 40%+
胀气/副反应	易发生	大幅减少	寿命更稳定
微短路/杂质失效	高发	显著减少	下降 50%~80%

资料来源：起点钠电，国泰海通证券研究

深度绑定头部客户，技术实力斩获行业权威认可。万顺新材与宁德时代已建立长期合作框架，其高达因电池铝箔作为宁德时代钠电核心配套材料，自 2025 年下半年起已实现小批量稳定供货。此外，公司凭借在钠离子电池材

仅供内部参考，请勿外传

料领域的技术创新，全资孙公司安徽中基荣膺 2026 全球钠电技术应用鲁班奖“全球储能用钠电池材料创新产品与技术”奖，助力公司在电池铝箔领域获得下游客户及行业的权威认可，增强公司铝加工业务的长期发展优势。

仅供内部参考，请勿外传

4. 风险提示

行业竞争加剧风险。

新建产能爬坡不及预期。

下游需求不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666