下载日志已记录，仅供内部参考

中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告•公司深度报告

量筑底盘，利开新局——海亮股份深度研究报告

分析师：朱玥
zhuyue@csc.com.cn
SAC编号：S1440521100008
SFC 编号:BTM546

分析师：许琳
xulin@csc.com.cn
SAC编号：S1440522110001
SFC 编号:BVU271

分析师：薛鹭
xuelu@csc.com.cn
SAC 编号：S1440525090001

发布日期：2026年10月16日

本报告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。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。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

- **核心要点：同样一吨铜，海亮正在赚得更多。市场仍习惯以“近百万吨销量、低毛利铜加工”定义海亮，但决定公司利润的斜率变量已经改变，公司未来两年的核心变量已经由销量扩张转向单位盈利提升。**26H1公司营收同比+10.0%，毛利同比+38.3%，盈利改善显著快于收入。预计2026/2027年传统铜管、铜棒、铜排合计销量94/100万吨，较2025年92.5万吨增长1.5%/8%，而加权单吨毛利预计由约2837元/吨提升至4015/4491元/吨。**海亮正在由“百万吨规模扩张”进入“百万吨底盘上的单位价值量提升”。**

- **公司底盘：百万吨制造能力与全球网络，支撑单位价值持续提升。**公司深耕铜加工三十余年，已形成铜管、铜棒、铜排、铜箔等完整产品矩阵。2025年公司铜加工产能155.3万吨，铜加工产品销量达到99.3万吨，构成公司百万吨级制造底盘；同时，公司已建立覆盖欧洲、北美、东南亚等主要市场的全球生产与销售网络。传统铜加工提供规模、客户与制造基础，铜箔及高端铜基材料则在此基础上持续提升单位价值，公司增长逻辑正由规模扩张转向区域、产品与价值链三重升级。

- **区域端：属地制造将市场壁垒转化为单位盈利，美国成为核心利润增量。**2026H1境外铜加工毛利率达到7.29%，较境内高3.44pct，海外不足四成铜加工收入贡献52%的铜加工毛利。预计2026/2027年美国业务单吨净利约1.5万元/吨，约为中国及亚洲等其他区域0.08万元/吨的25倍；对应销量预计5.3/8.5万吨，净利润达到8.6/12.8亿元。欧洲则仍处亏损修复阶段，随着低效资产出清及区域供应体系调整，预计2027年盈亏平衡。**高单位盈利产能放量正在推动传统铜加工利润池向美国迁移。**

- **产品端：铜箔跨越盈亏平衡点，成为第二利润引擎。**2026H1铜箔收入47.55亿元，同比+137%，毛利由上年同期亏损0.28亿元转为盈利3.86亿元，铜箔以仅9.72%的营收占比贡献公司同期65%的毛利增量。预计2026/2027年铜箔销量达到11/22万吨，单吨净利约0.78/0.82万元，对应净利润8.6/18亿元；叠加甘肃海亮权益提升，归母净利润预计达到5.7/14.5亿元。铜箔由2025年归母亏损转向27年利润超14亿元，**成为未来两年最明确的产品利润增量。**

下载日志已记录，仅供内部参考

摘要

- **价值链端：从基础加工费走向材料、工艺与组件溢价。**2023-2025年，公司AI应用铜加工产品销量由0.19万吨增至0.73万吨，营收由1.26亿元增至5.92亿元，收入增速持续快于销量；同期吨均售价由6.73万元提升至8.08万元，毛利率由10.6%提升至13.5%，实现量价利齐升。2025年公司AI应用铜材对应单吨毛利1.1万元，已显著高于传统铜加工平均水平率先验证材料溢价。公司进一步向RTF/HVLP高端电子铜箔、精密铜排、微通道冷板及机器人组件等产品延伸，产品形态由基础材料向功能材料及组件升级，盈利来源由基础加工费进一步拓展至材料性能、精密加工及组件价值量，**高端化持续打开单吨铜盈利上限。**

- **上述变化共同指向公司价值判断框架的切换：**

①海亮已不应仅以收入规模和出货量衡量，更应关注单位盈利水平及高附加值产品占比，公司从量增转化为单位有效盈利的增长；公司收入增长与利润增长逐步脱钩，盈利增速有望持续快于收入增速。

②全球化布局优势将转化为盈利优势：2025年境外业务以38.9%的收入贡献了61.4%的铜加工毛利；反全球化下美国铜加工品关税高达50%，欧洲IAA政策落地下，公司当前海外订单饱满，美国、欧洲、印尼、印度、泰国、摩洛哥等地布局的产能将会持续转化为利润优势。

③产品结构和价值链位置优化下估值锚也将由“规模型铜加工”逐步转向“高盈利质量的铜基材料平台”：公司铜箔、AI铜基材料等加工费和盈利能力高于传统铜管、铜棒等材料且将成为公司未来盈利的核心贡献。

盈利兑现：美国+铜箔构成未来两年主要利润增量。预计公司2026/2027年归母净利润分别达到17.3/33.95亿元，同比+71%/+96%。对应当前市值的PE 18.7/9.5倍，看好公司业绩持续增长、产品单位盈利提升、全球化布局下订单饱满、AI产品放量下估值锚切换下的机会，维持买入评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

PART1

深耕铜加工三十余年，全球铜加工龙头迈入结构升级期

下载日志已记录，仅供内部参考

全球铜加工龙头，产品覆盖铜管、铜棒、铜排、铜箔及高端铜基材料

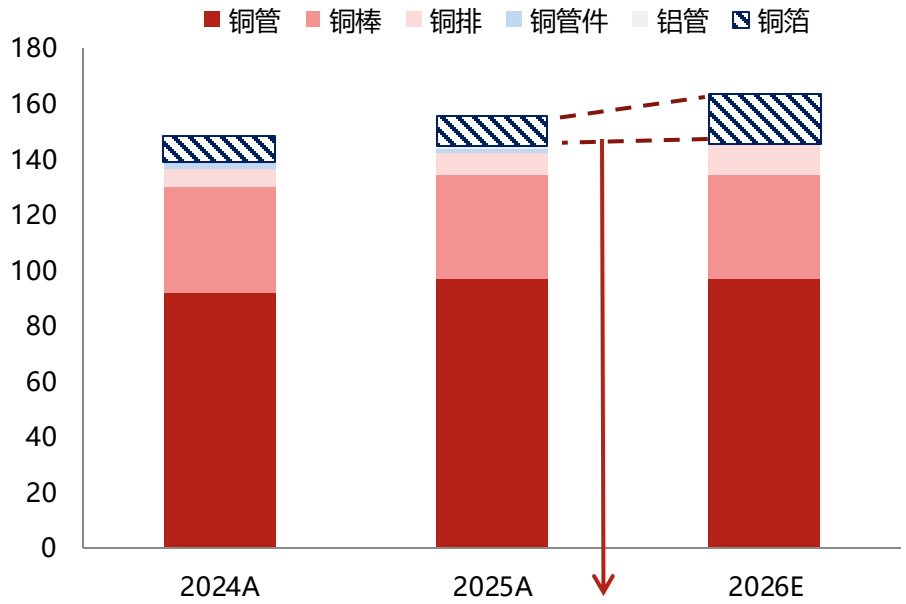
- **海亮股份是全球领先的铜加工企业，覆盖铜管、铜棒、铜排、铜箔及其他铜基/铝基功能材料的完整产品矩阵。**2025年公司铜加工产品销量达99.30万吨，铜管/铜棒/铜排/铜管件/铜箔/铝管产能96.5/38.0/7.7/1.6/10.5/1.0万吨，合计155.3万吨。
- **铜管、铜棒和铜排构成传统业务基本盘**，主要服务于空调制冷、电力和工业制造等成熟市场，为公司提供稳定的产销规模和现金流基础；**铜箔及其他高端铜基材料提升产品附加值，推动业务边界由传统加工向新能源与先进制造延伸。**

图、海亮股份产品覆盖铜管、铜棒、铜排、铜箔及其他铜基/铝基功能材料



数据来源：公司官网，公司公告，中信建投证券

图、公司产能增量向铜箔集中



铜箔产能扩张明显提速。26年底铜箔产能由25年的10.5万吨提升至19万吨，其中兰州由9万吨增至13万吨、印尼由3万吨增至6万吨。

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

应用场景由传统工业向新能源与AI延伸，产品价值持续抬升

- **在百万吨制造底盘基础上，公司产品应用由空调制冷、电力和工业制造等成熟领域，持续向锂电池、PCB及AIDC等高成长场景延伸。**其中，锂电、电子铜箔是现阶段产品结构升级与利润增长的主要载体；高端RTF/HVLP电子箔、无氧铜材及散热组件进一步切入AI算力基础设施。随着液冷产线完成搭建，公司产品形态还将向微通道冷板及热管理组件延伸，单位价值及海外产能优势下客户黏性有望同步提升。

图、从规模型铜材到高端功能材料，产品升级打开盈利上限



基本盘：**铜管、铜棒、铜排**
空调制冷、电力设备、工业制造

成长业务：**锂电铜箔、电子铜箔**
新能源汽车、储能、电子信息

前瞻业务：**AI应用铜基材料**
高端电子箔、液冷组件、机器人材料

数据来源：公司港股招股书，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

三次能力跃迁，增长驱动由规模扩张转向单位价值提升

- **公司三十余年的发展可以概括为三次能力跃迁：第一阶段，**通过国内产能扩张、工艺积累与精益制造，建立铜管、铜棒等传统业务的规模优势；**第二阶段**，自2007年越南基地起，通过海外建厂与产业并购，将制造能力复制至欧洲、北美和东南亚，形成全球生产与交付网络；**第三阶段**，2021年加码铜箔及高端铜基材料，产品结构进一步向新能源、PCB和AI应用延伸，增长驱动逐步由扩量转向提质。
- **第三次跃迁并非脱离原有能力体系，而是对前期积累的加工工艺、装备能力、供应链组织和客户资源的进一步复用。**传统业务提供规模底盘，全球网络提供属地交付，高端产品持续抬升单位价值，**公司由全球铜管龙头向综合性铜基材料平台演进。**

图、三次能力跃迁，由铜管龙头迈向全球铜基材料平台



数据来源：公司官网，中信建投证券

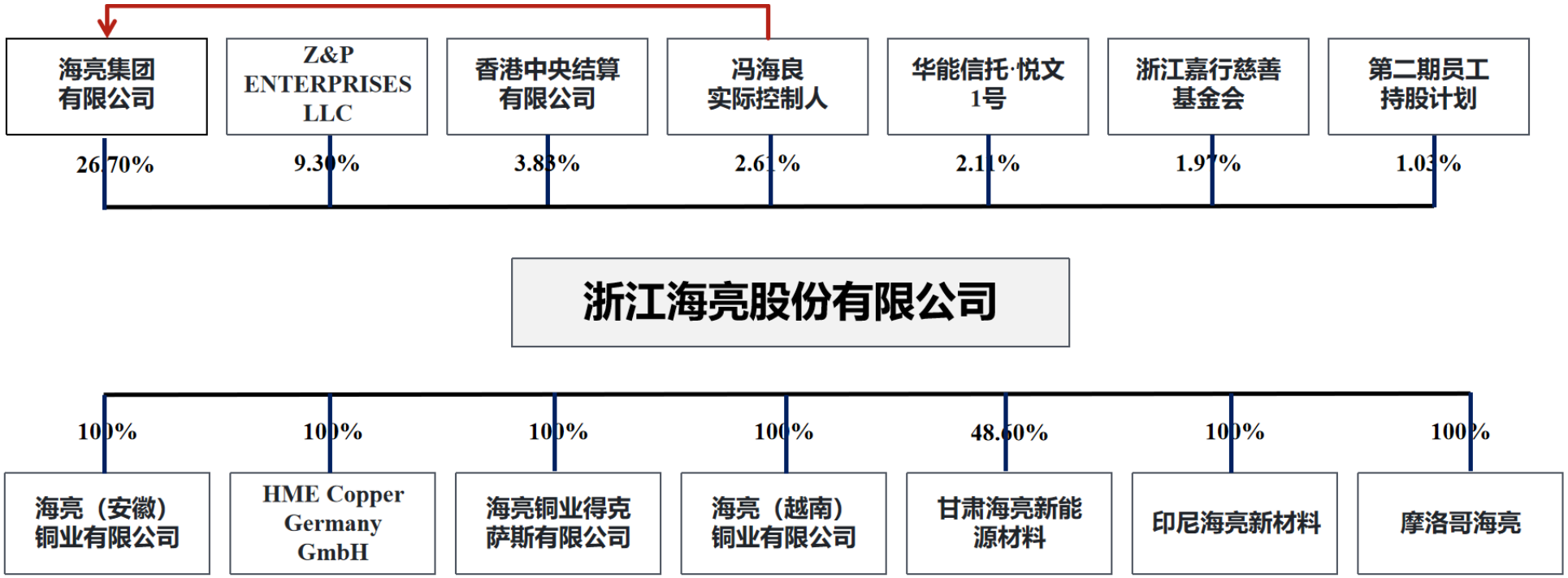
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

实控权长期稳定，核心资产控制力持续增强

- **实控人长期稳定，近期大额增持进一步强化控制权。**冯海良自公司2008年上市以来始终为实际控制人且未见主动减持。26Q3海亮集团斥资9.01亿元累计增持公司4580万股，增持后海亮集团及一致行动人预计持股32.67%，较第二大股东Z&P的9.30%领先23.4pct，控制地位进一步巩固。**第二期员工持股计划持股1.03%，将核心员工利益与公司长期经营绑定。**
- **核心经营资产保持较强控制，成长资产权益进一步提升。**公司对欧洲HME、美国得州、印尼及摩洛哥等海外核心主体保持100%持股；26年收购甘肃海亮18.69%股权，持股比例由48.60%提升至67.29%。随着铜箔进入盈利释放期，更多利润增量归集至上市公司股东。

图、实控人控制稳定、员工持股深度绑定，核心基地经营控制



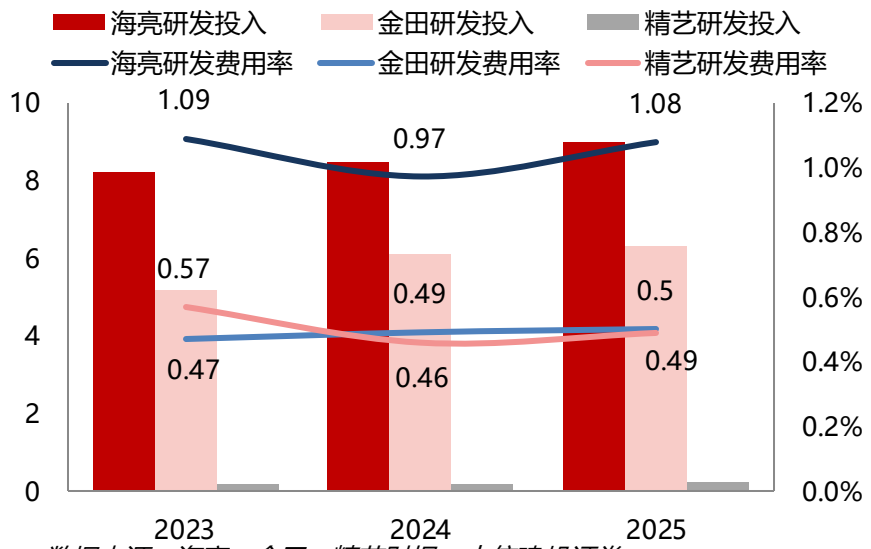
数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

研发—装备—产线纵向贯通，构筑一体化制造平台

- **研发投入强度与人才资源密度领先同业，为核心装备自主化提供基础。**25年海亮研发费用率1.09%，为金田/精艺2.2倍；**人均研发投入**102.6万元，为金田/精艺的1.7/4.9倍；**人均薪酬**15.7万元，高于金田/精艺14.8/11.2万元；**硕博**78人，占比8.9%，亦高于金田3.6%。
- **研发资源进一步集中于核心制造装备，并转化为可量化的效率优势。**其中**第五代智能连铸连轧盘管一体化产线**获得中国工业大奖，相关发明专利超过100项，占现有198项发明专利50%+；第五代产线提升熔炼能力4倍、单线产能2倍、用工降至1/3、成材率提升4pct。
- **自主装备已形成规模化内部应用，并支撑全球复制。**2024年集团内部设备交易额7.6亿元，相当于同期机器设备新增20.1亿元的38%，自主装备已经由研发成果进入较大规模的产线应用。公司竞争优势由单一工厂效率进一步升级为可复制的全球制造体系。

图、研发资源投入领先传统铜加工同行



数据来源：海亮、金田、精艺财报、中信建投证券

图、第五代产线产能与制造效率双升

第一代—第五代产线对比	
竖炉熔炼能力	接近一代产线的 **4倍**
产能	提升至一代产线 **2倍**
用工	降至一代产线的 **1/3**
成材率	提升 **4pct**

数据来源：公司港股招股书，中信建投证券

图、研发成果贯穿一体化实现产业化复制



数据来源：公司公告，中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

PART2

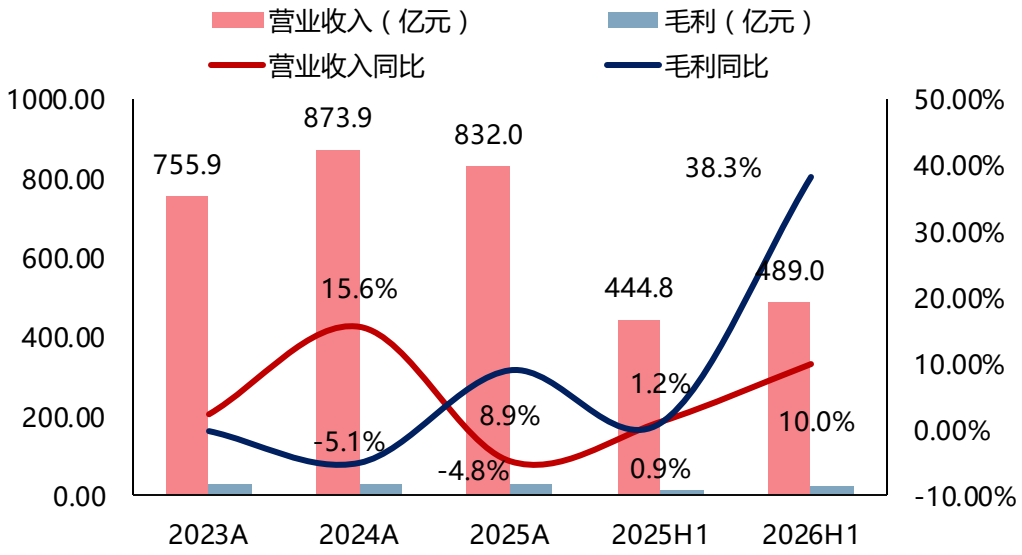
核心变化：盈利能力先于收入修复，利润来源开始重构

下载日志已记录，仅供内部参考

核心变化一：毛利率显著修复，一次性因素压低Q2表观利润

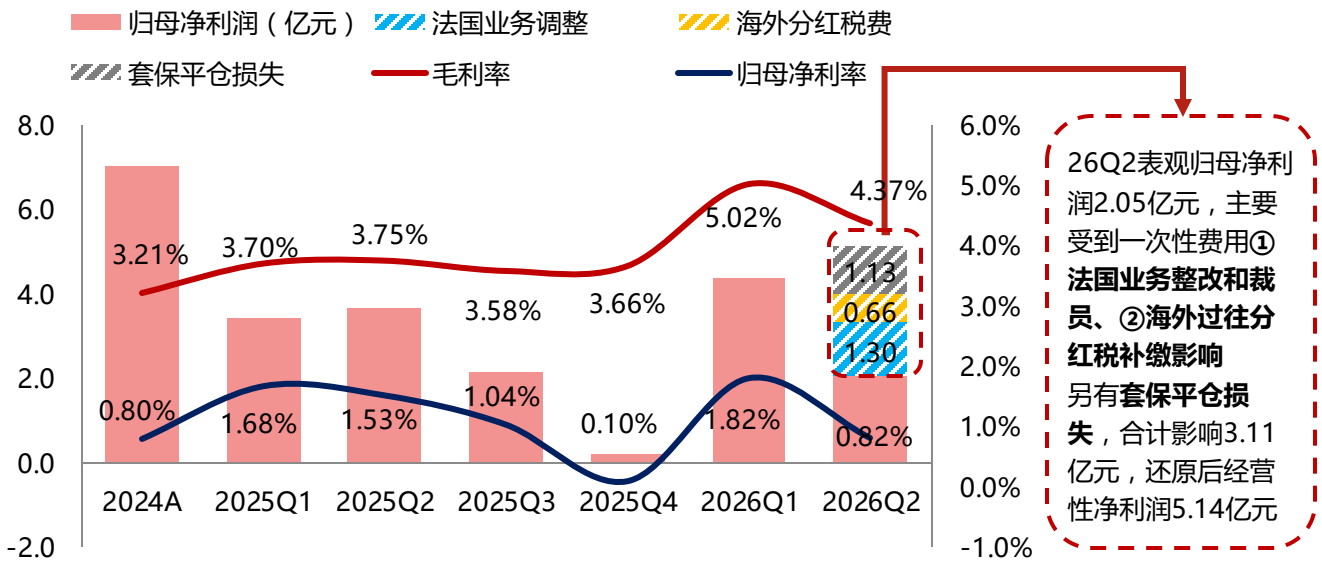
- **公司收入与毛利表现逐步背离，已由“增收不增利”转向“毛利增长快于收入”。盈利拐点首先出现在毛利端，**2024年，公司收入同比+15.6%，毛利-5.1%，毛利率-0.7pct至3.21%，收入扩张并未带来盈利改善；2025年收入同比-4.8%，毛利+8.9%，毛利率回升至3.68%，盈利能力开始先于营收规模修复；**2026H1，收入与毛利由背离走向共振**：收入同比+10.0%至489.0亿元，毛利同比+38.3%至22.9亿元，毛利增速高出收入28.3pct，毛利率由3.73%升至4.69%。
- **毛利端的改善尚未完整传导至归母利润。**2026H1归母净利率由1.60%降至1.31%，与毛利率提升0.96pct形成明显背离。主要受到法国业务调整、海外分红税费及套保损失等阶段性因素影响。**随着阶段性扰动消退，毛利改善仍有望进一步向归母利润传导。**

图、26H1营收/毛利同比+10%/+38.3%，毛利增速明显



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、26Q2毛利率同比+0.62pct，一次性因素压低表观归母



数据来源：公司财报，中信建投证券

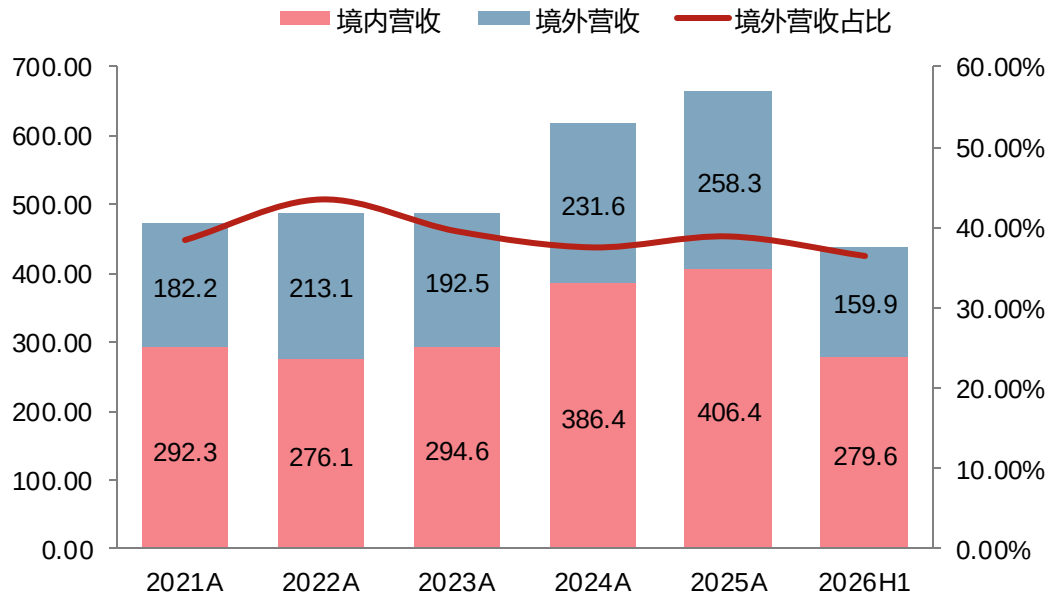
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

核心变化二：境外四成收入贡献六成毛利，全球化溢价持续兑现

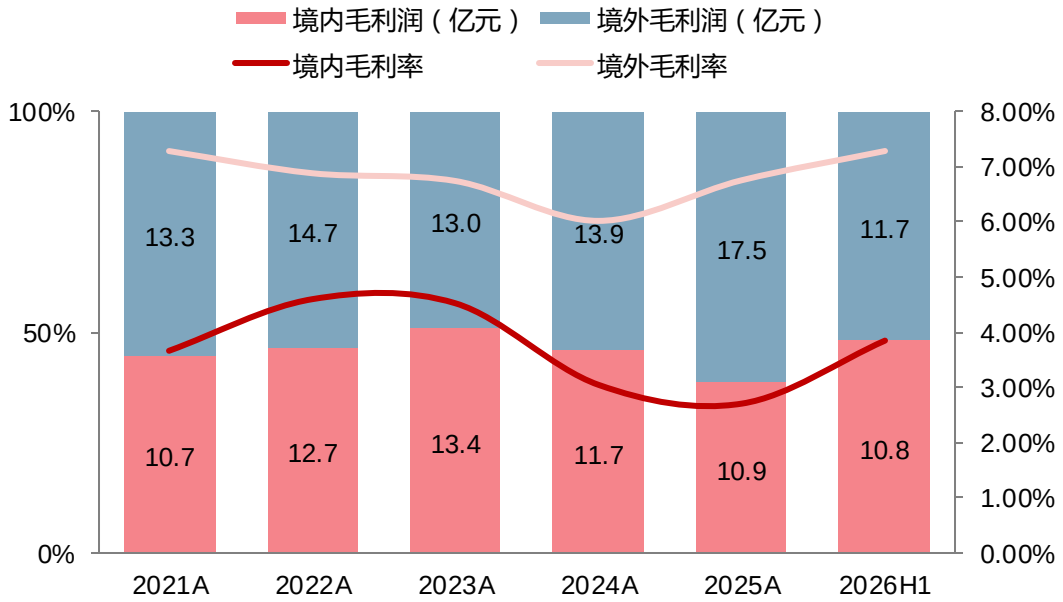
- **从区域结构来看，境外业务已经成为支撑毛利增长的核心利润来源。**2021-2025年，公司境外铜加工营收由182.24亿元增长至258.31亿元，占比稳定在36%-44%，收入结构总体保持稳定。2026H1境外铜加工营收159.91亿元，占铜加工收入的36.4%。
- **海外布局的价值更集中地体现在利润端。2025年境外业务以38.9%的收入贡献了61.4%的铜加工毛利；**2026H1境外铜加工实现毛利11.65亿元，高于境内的10.77亿元，在营收不足境内六成的情况下仍贡献52.0%的铜加工毛利。**同期境外毛利率达到7.29%，较境内高3.44pct。公司海外业务已由收入补充转变为核心利润来源，二十余年全球化投入开始进入财务兑现阶段。**

图、境外铜加工收入占比稳定在36%-44%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、境外毛利率持续领先，26H1贡献52%铜加工毛利



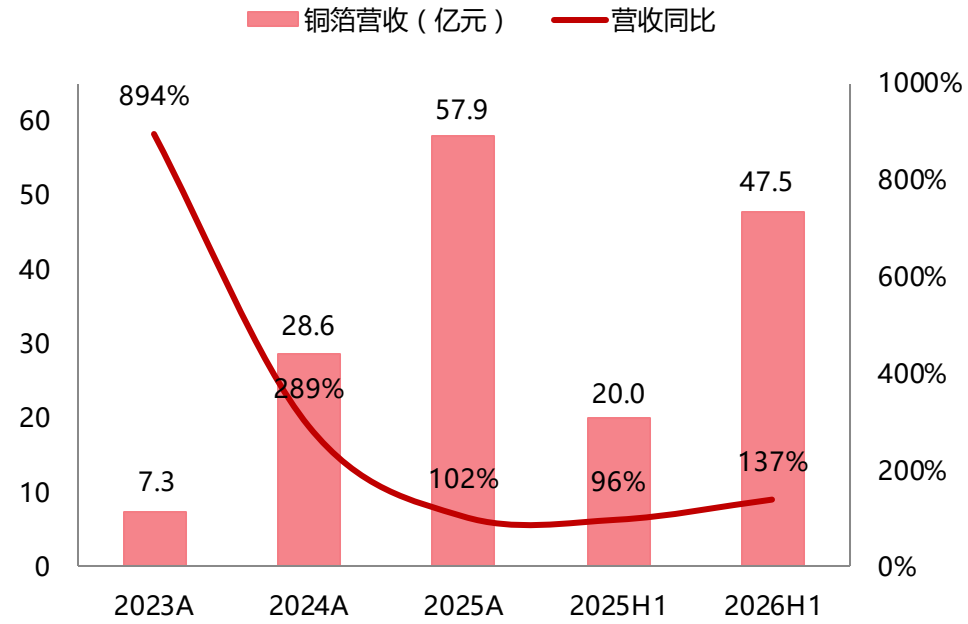
数据来源：公司财报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

核心变化三：铜箔以一成收入贡献六成毛利增量，产品升级进入兑现期

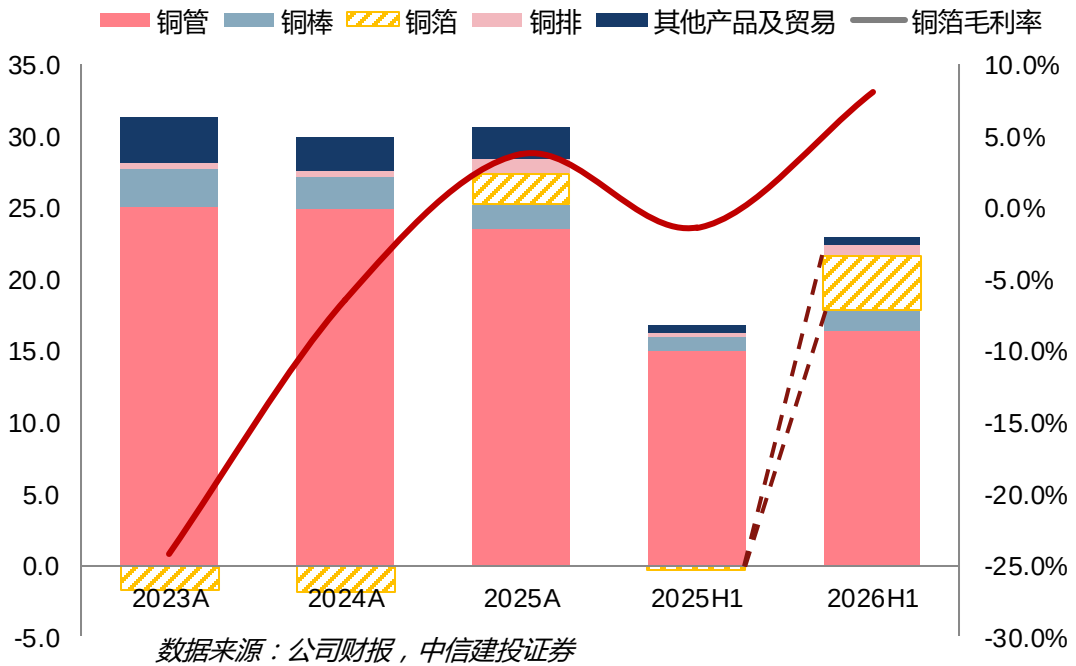
- **从产品结构来看，铜箔已由前期利润拖累项转为公司毛利增量的首要来源。**2023-2025年，公司铜箔收入由7.35亿元增至57.92亿元，毛利润由亏损1.78亿元转为盈利2.15亿元，**业务完成从产能建设、规模扩张到跨越盈亏平衡点的关键转折。**2026H1，铜箔收入同比增长137.18%至47.55亿元，已达到2025年全年的82%；毛利由上年同期亏损0.28亿元转为盈利3.86亿元，毛利率由-1.39%提升至8.12%。**铜箔收入仅占公司总营收约9.7%，却贡献4.14亿元毛利增量，占公司同期整体毛利增量65%。**随着甘肃及印尼基地进入盈利放量阶段，铜箔正在成为传统铜加工之外的新增利润引擎，**公司产品结构升级开始实质性反映在利润端。**

图、铜箔营收加速放量，同比+137%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、铜箔跨越盈亏平衡点，以一成收入贡献六成毛利增量



数据来源：公司财报，中信建投证券

2026H1公司毛利同比增加6.35亿元。其中，铜箔毛利同比由-0.28亿元转盈至3.86亿元，贡献毛利增量4.14亿元，占公司毛利增量的65.2%；

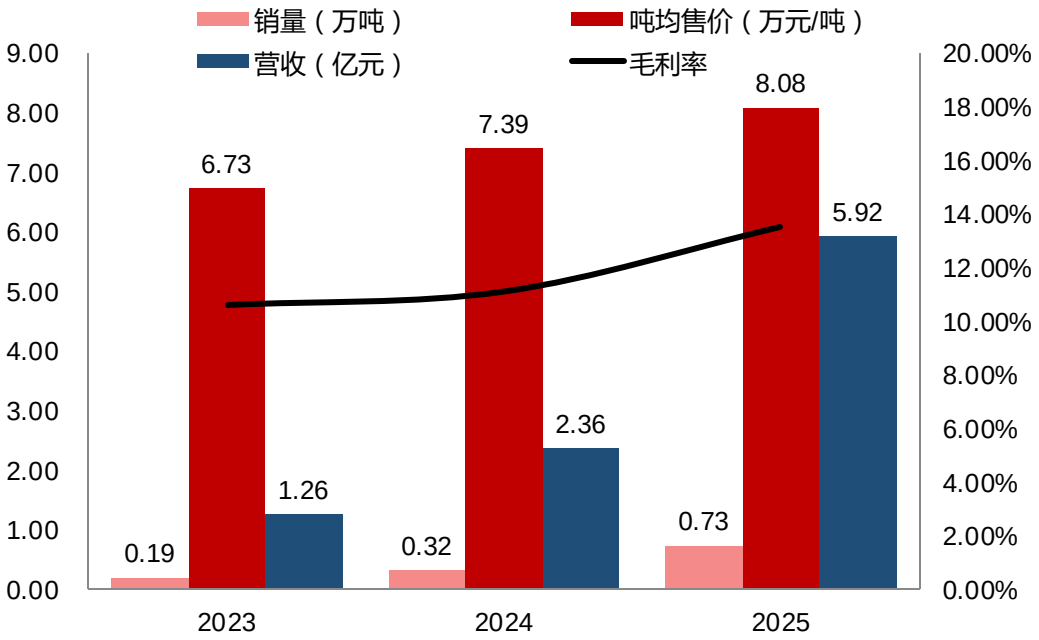
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

核心变化四：AI铜材率先验证材料溢价，研发驱动产品向组件延伸

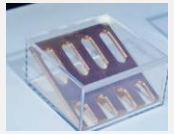
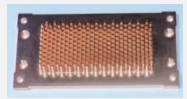
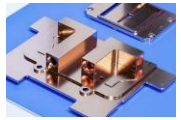
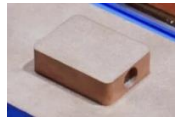
- **从价值量来看，AI铜材已率先完成材料溢价验证。**2023-2025年，公司AI应用铜加工产品销量由0.19万吨增至0.73万吨，收入由1.26亿元增至5.92亿元，收入增速持续快于销量；同期吨均售价由6.73万元提升至8.08万元，毛利率由10.6%提升至13.5%，**高规格和定制化产品已经转化为更高的单位价值。**
- 公司进一步布局**微通道冷板及热管理组件**，通过液冷产线、测试平台和联合研究中心，将能力边界由材料性能控制拓展至结构设计与系统验证。现阶段AI铜材贡献收入和利润增量，液冷组件、机器人铜基材料仍处于客户验证期。

图、AI应用铜加工产品量价利同步提升



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、远期增长曲线形成三类产品方向，商业化阶段依次推进

应用领域	海亮相关产品		当前阶段
AI应用铜材	高精度导电铜排、散热铜排、热管素材管	 	已实现量产，2025年收入5.92亿元、毛利率13.5%
液冷组件	铲齿式微通道冷板、高性能水冷板	 	惠州、诸暨产线完成布局，与清华共建联合研究中心
机器人材料	高导高强铜合金、高精度导电材料及铜基散热部件		处于材料研发和产品储备阶段，尚未形成规模收入

数据来源：公司官网，公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART3

铜加工基本盘：销量进入稳健期，单吨毛利驱动利润增长

下载日志已记录，仅供内部参考

跨行业头部客户构筑认证壁垒，分散结构增强传统业务韧性

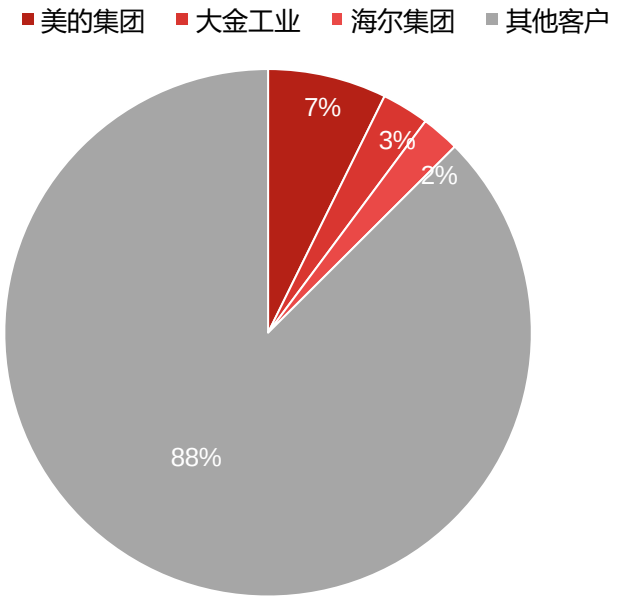
- **多行业头部客户覆盖广，长期认证构筑进入壁垒。**公司传统铜加工客户覆盖暖通家电、建筑卫浴、电力设备等领域，覆盖全球前十大空调品牌并进入科勒、ABB、施耐德等头部客户供应链，**平均合作时间超过10年**长期合作验证产品与交付能力。
- **头部客户贡献稳定且收入结构集中度较低。**2025年，美的、大金和海尔分别贡献传统铜加工收入43.76、17.41和14.10亿元，占比分别为7.3%、2.9%和2.3%，三家合计占比12.5%，其余客户贡献87.5%。跨行业、分散化客户结构增强传统业务稳定性。

图、多行业头部客户覆盖，传统铜加工客户基础稳固



数据来源：公司官网，中信建投证券

图、前三大客户合计12.5%，客户集中度较低



数据来源：公司财报，中信建投证券

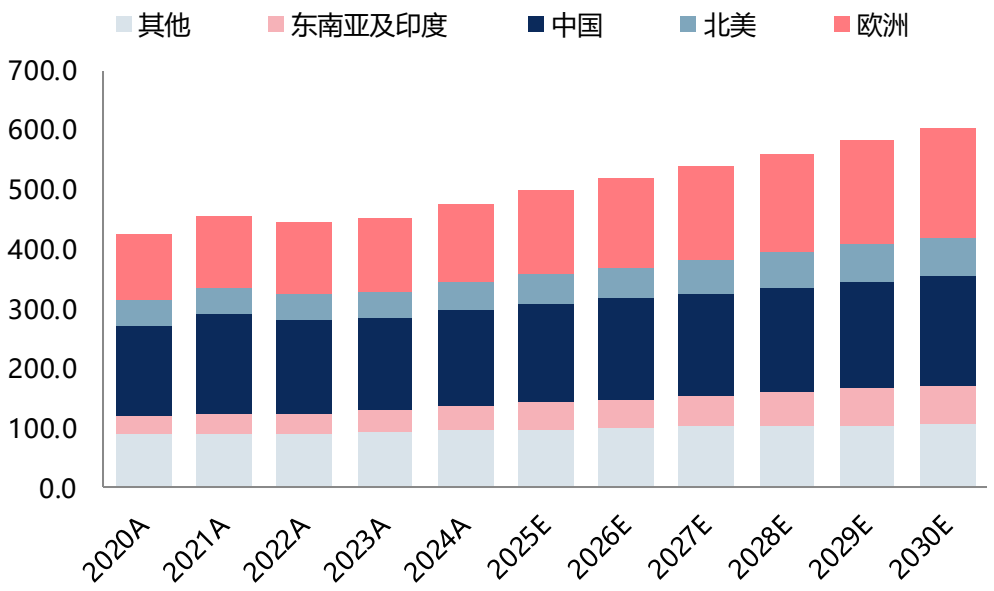
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

暖通及工业铜加工需求稳增，龙头份额稳固铜管基本盘

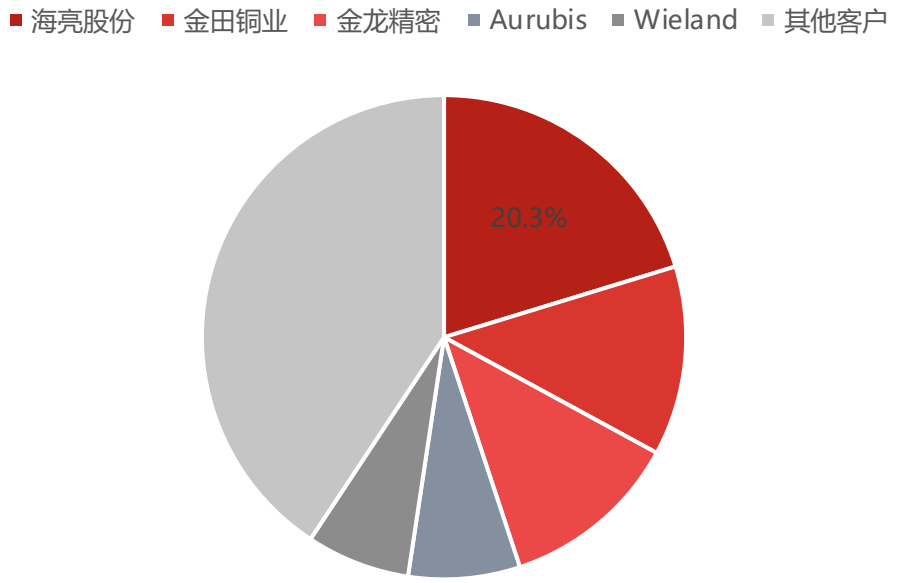
- **暖通及工业铜加工需求稳步扩张，新增需求主要来自海外。**全球暖通及工业铜加工需求预计由2024年的476.8万吨增至2030年的603.1万吨，对应CAGR4.0%；新增126.3万吨需求中，中国以外市场贡献102.5万吨、占比81.2%，与公司全球属地布局方向匹配。
- **铜管龙头地位跨周期延续，规模优势构筑传统业务基本盘。**根据弗若斯特沙利文，公司**铜管出货量2020-2025年连续6年全球第一**；**2024年暖通及工业铜加工产品出货量96.7万吨，全球份额20.3%，领先第二名7.7pct。**传统业务核心价值更多体现为稳定的规模与客户底盘，后续利润弹性主要来自区域结构和单位盈利改善。

图、行业需求稳定扩张，增量多来自海外



数据来源：弗若斯特沙利文，公司港股招股书，中信建投证券

图、2024年全球份额20.3%，领先第二名7.7pct



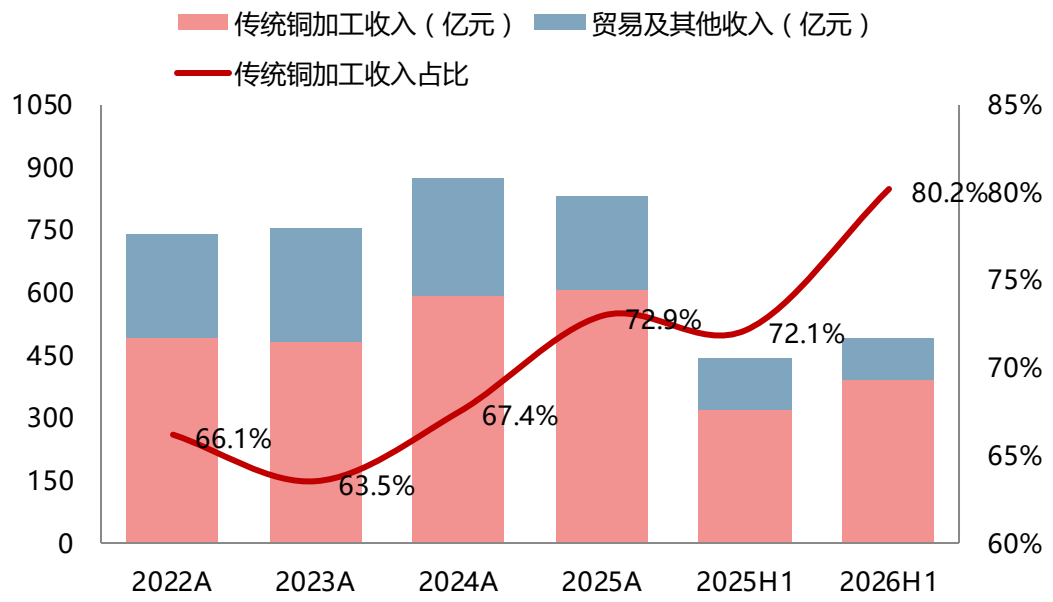
数据来源：公司港股招股书，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

贸易收缩掩盖主业扩张，收入与毛利进一步向铜加工主业集中

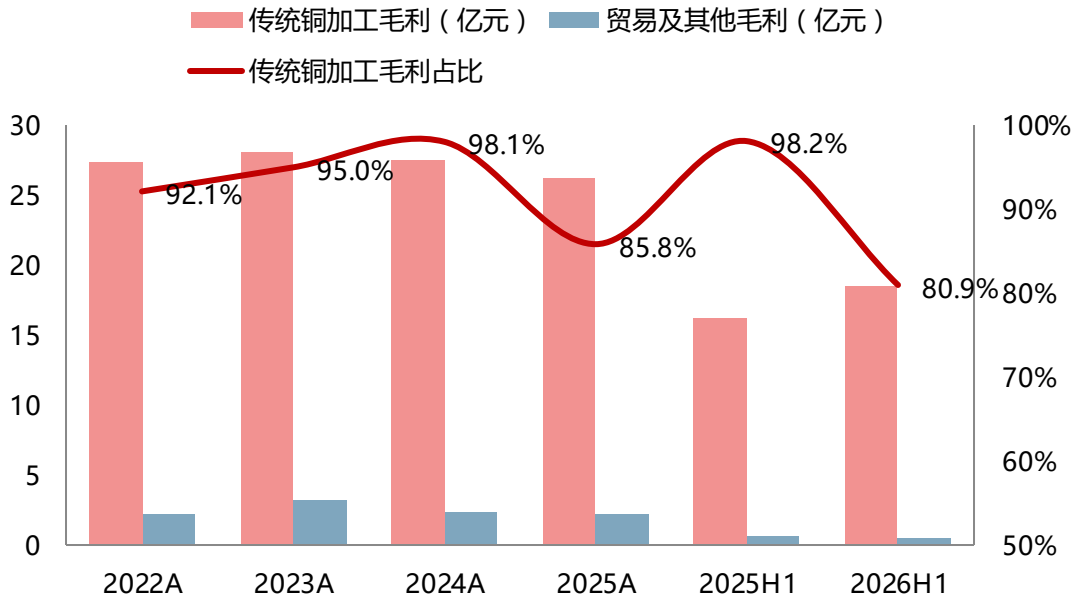
- **贸易收缩使收入结构持续向传统铜加工集中。**传统铜加工收入占公司整体由2023年的63.5%提升至2026H1的80.2%；同期原材料贸易收入由2023年的265.2亿元降至2026H1的47.7亿元。贸易业务收缩压低表观收入规模，主要系公司主动收缩低盈利产品，传统铜加工主业权重持续提升。
- **贸易盈利贡献有限，传统铜加工仍构成利润基本盘。**2026H1传统铜加工实现毛利18.6亿元，占公司整体毛利80.9%；同期原材料贸易毛利仅0.34亿元、占整体约1.5%。贸易规模收缩对公司利润影响有限，**传统铜加工盈利质量更能代表主营经营表现。**

图、传统铜加工收入占整体升至80.2%，贸易收入持续收缩



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、26H1传统铜加工贡献81%整体毛利，贸易毛利占比仅1.5%



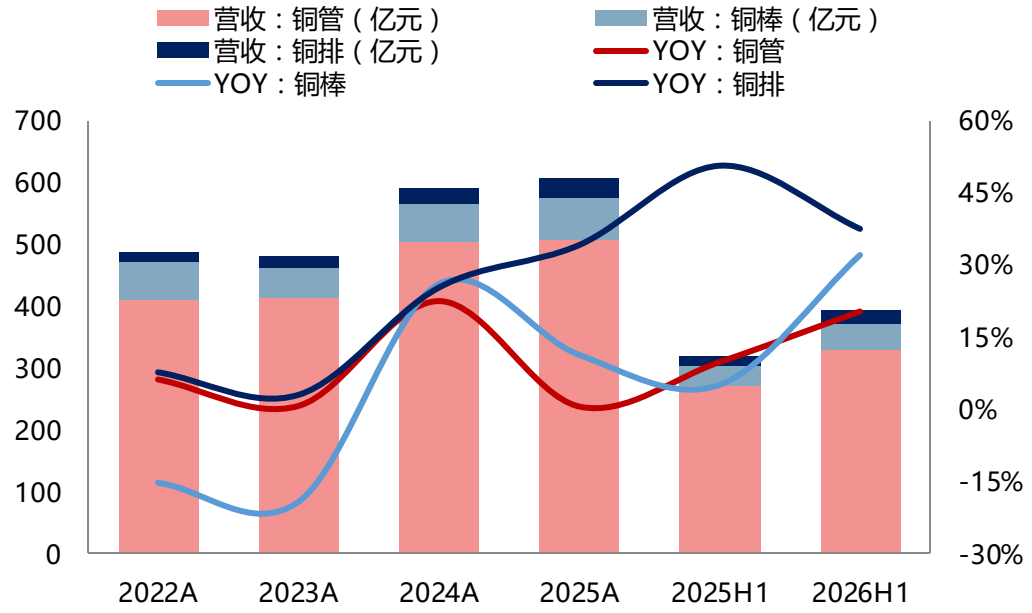
数据来源：公司财报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

铜管稳固基本盘，铜棒铜排量利改善抬升传统业务盈利

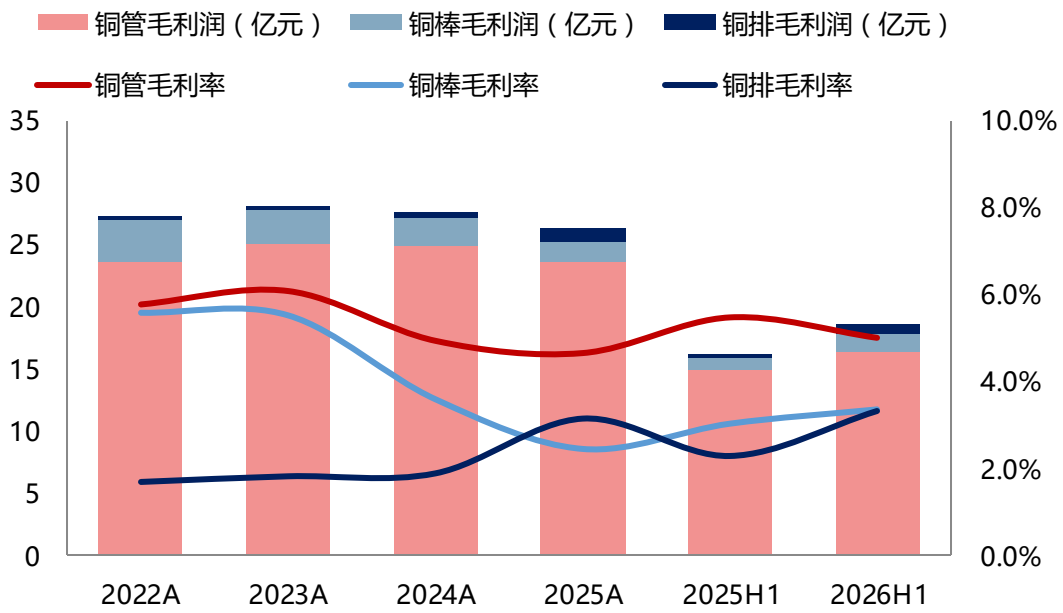
- **铜管仍是传统铜加工的规模与利润核心。**25年铜管营收506.5亿元，占传统铜加工收入84%；26H1营收同比+20.2%至327.5亿元，在传统业务中继续保持绝对主导。同期铜管实现毛利16.4亿元、毛利率5.0%，为传统铜加工提供主要利润底盘。
- **铜棒、铜排收入增速领先，盈利能力同步修复。**26H1铜棒/铜排收入同比增长32.0%/37.3%至42.6/22.0亿元，明显快于铜管；毛利率分别提升至3.38%/3.31%，较2025年进一步改善，主要系铜排、铜棒业务在美国出货，且下游向高附加值应用延伸，传统铜加工利润增量逐步由铜管单一支撑转向多品类协同改善。

图、铜管稳住规模基本盘，铜棒铜排增速明显加快



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、铜管毛利保持稳定，铜棒铜排盈利能力同步修复



数据来源：公司财报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

传统铜加工：出货量进入平台期，单吨盈利提升驱动利润再增长

- **我们判断26-27年海亮传统铜加工将进入量稳利增阶段。**2026/2027年铜管、铜棒及铜排合计出货量预计94/100万吨，较2025年92.5万吨仅增长1.5%/8%；同期毛利预计提升至38/45亿元，同比+44%/+19%，单吨毛利预计达到4015/4491元/吨，较2025年约2840元/吨提升42%/58%。**铜管、铜棒受到高端化升级、美国工厂盈利贡献占比提升贡献主要利润增量，传统业务增长驱动由销量扩张转向单吨价值量提升。**

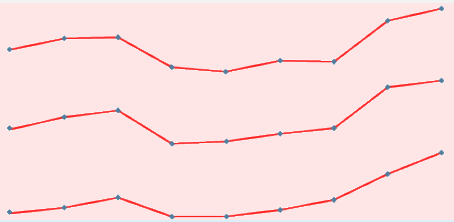
图、销量趋稳、单吨盈利抬升，利润增长由“量”转向“质”

分业务	单位	2023A	2024A	2025A	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2E	2026E	2027E
传统铜加工		63.34%	67.32%	72.83%	72.00%	73.78%	80.09%	76.35%	78.17%	72.54%
营业收入	亿元	479.77	589.35	606.76	320.65	286.10	391.99	395.49	787.48	908.76
同比增长	%	-2%	23%	109%	11%	-5%	22%	38%	30%	15%
毛利	亿元	28.12	19.42	26.26	16.28	9.98	18.56	19.18	37.74	44.91
毛利率	%	5.9%	3.3%	4.3%	5.1%	3.5%	4.7%	4.9%	4.8%	4.9%
出货量	万吨	84.43	96.93	92.54	49.98	42.56	49.04	44.96	94.00	100.00
单吨毛利	元/吨	3330	2003	2837	3257	2345	3784	4267	4015	4491
其中：铜管										
营业收入	亿元	412.0	504.2	506.5	272.4	234.0	327.5	315.7	643.2	739.7
其中：铜棒										
营业收入	亿元	48.2	60.7	67.5	32.2	35.2	42.6	49.2	91.8	98.2
其中：铜排										
营业收入	亿元	19.6	24.5	32.8	16.0	16.8	22.0	30.6	52.5	70.9
贸易原材料		35.01%	28.75%	19.57%	23.00%	15.63%	9.75%	9.67%	9.71%	8.20%
营业收入	亿元	265.18	251.66	163.03	102.42	60.61	47.72	50.10	97.82	102.71
同比增长	%	-2%	-5%	19%	-25%	-47%	-53%	-17%	-40%	5%
毛利	亿元	2.77	10.07	0.82	0.44	0.38	0.29	0.30	0.59	0.62
毛利率	%	1.0%	4.0%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

传统铜加工营收占比



先升后降，前期受传统业务扩张及美国放量带动；27E随铜箔加速增长，占比有所回落



贸易原材料营收占比



持续下降。公司主动收缩低附加值贸易业务，收入结构向铜加工制造主业集中

数据来源：公司公告，中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

PART4

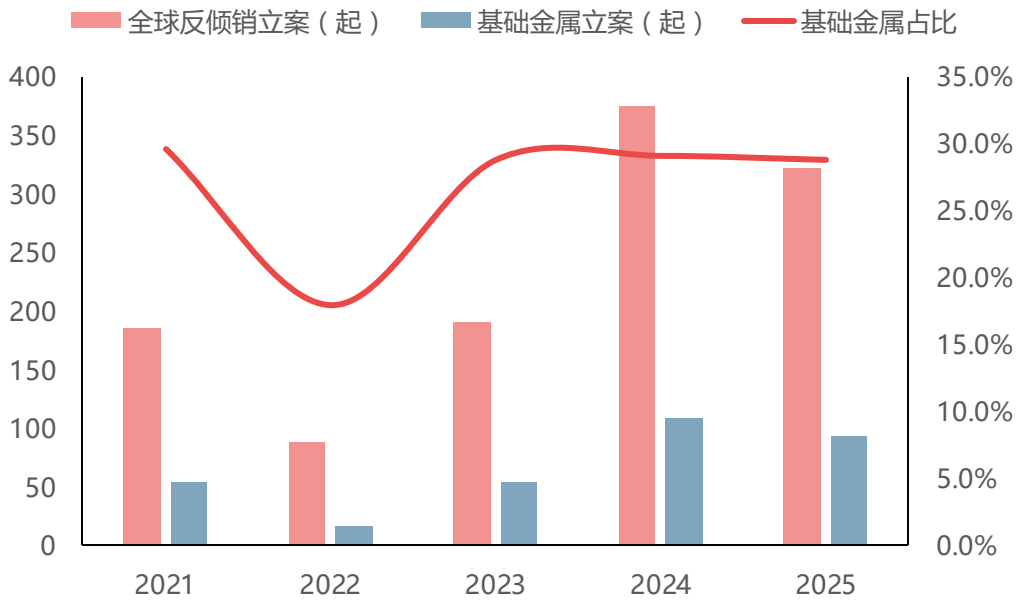
区域利润池迁移：属地制造放大单位盈利，美国成为核心利润增量

下载日志已记录，仅供内部参考

逆全球化重塑铜加工区域供给格局，海外属地产能价值提升

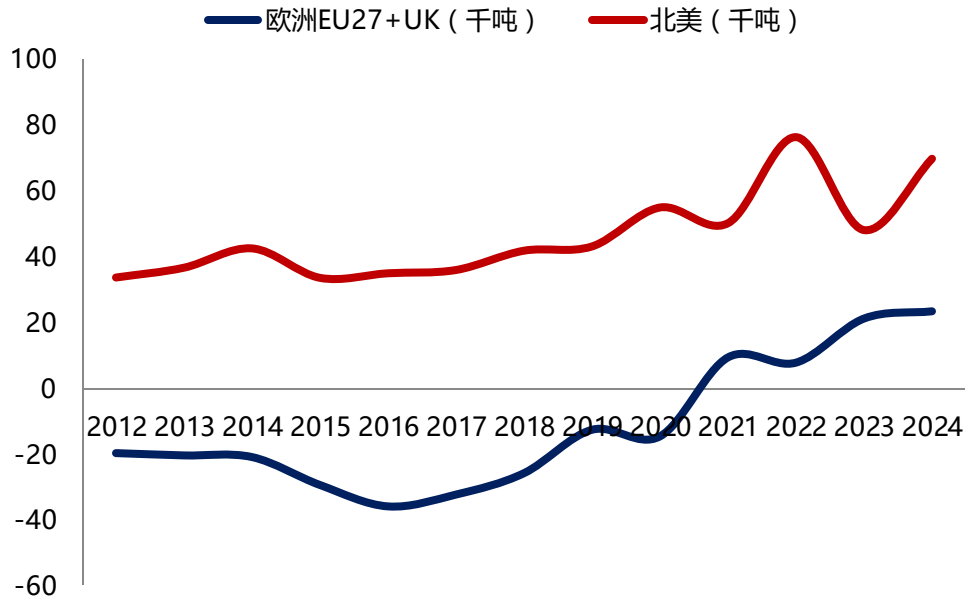
- **贸易保护维持高位，基础金属及其制品是反倾销措施重点覆盖领域。**2025年全球反倾销调查达到323起，其中基础金属及其制品占比28.8%，连续两年为反倾销调查数量最多的HS大类。基础金属贸易摩擦长期维持较高水平，跨境供货面临贸易政策不确定性加剧。
- **欧美铜管本地供给能力持续收缩，贸易壁垒与供给缺口形成共振。**2012-2024年，欧洲和北美铜管产量均下降约20%，降幅明显超过需求，欧洲由供给盈余转为2.36万吨缺口，北美缺口扩大至6.97万吨。跨区域供货成本上升后，原有供需缺口进一步放大本土产能的交付与定价价值，区域供应链对本地产能的依赖进一步上升。

图、基础金属是贸易摩擦高发领域



数据来源：WTO，中信建投证券

图、欧美铜管供需缺口持续扩大（正值代表供给缺口）



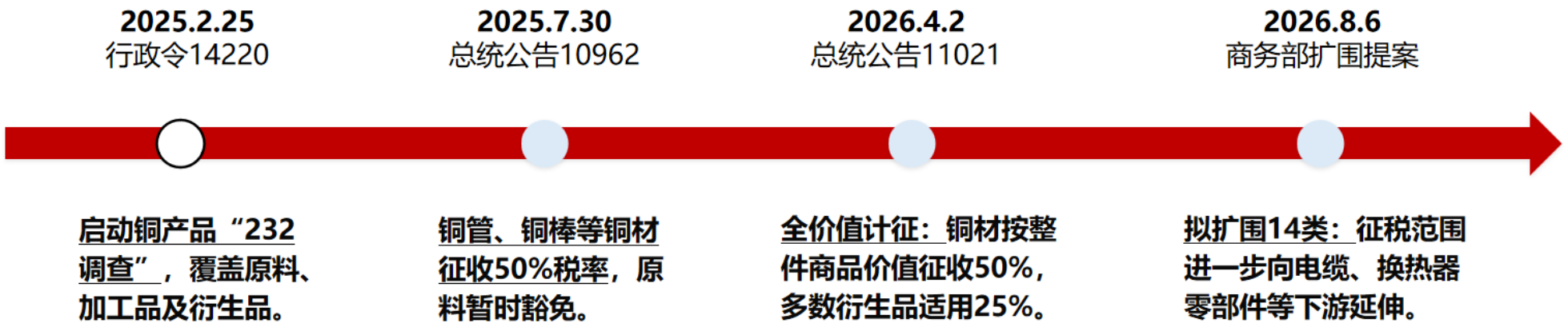
数据来源：IWCC，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

美国铜关税重塑产业链利润分配，属地产能进入兑现期

- **美国铜关税由半成品向下游制造持续延伸。2025年7月，**美国对铜管、铜棒等半成品及高铜含量衍生品征收50%关税，初期按产品中的铜材价值计税；**2026年4**月进一步改为按整件商品海关完税价值计征，进口铜制品实际税负明显提升。**8月**商务部又拟将电缆、换热器零部件等14类下游产品纳入232关税范围，保护边界继续向下游制造延伸。
- **关税升级的核心影响，是推动铜原料继续流入美国，同时将加工订单和制造利润留在当地。**25年美国铜关税并未立即对精炼铜征税，而进口铜管等加工品需承担更高关税及跨境运输、库存成本，本地制造相对经济性提升。海亮得州已形成9万吨铜管+1万吨铜排产能，处于关税壁垒以内，具备承接进口替代订单、提升产能利用率并获取区域加工收益的基础。

图、美国铜关税由半成品征税向产业链下游扩围，本土加工保护持续强化



数据来源：美国白宫、Federal Register、美国商务部，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

欧洲制造回流与铜贸易保护共振，属地产能价值提升

- **欧洲对铜产业链的政策关注，正由上游资源安全向本地制造和下游产品保护延伸。**
  - **《关键原材料法》**于24年5月生效，**将铜列入战略原材料和关键原材料清单**，2030年欧盟总体加工能力至少达到年消费量40%。
  - **《工业加速法案》（IAA）**草案于26年3月提出，外资建厂**欧盟员工比例需≥50%**，股权比例≤49%或技术转让等要求需满足过半，合规门槛大幅提升，核心是重振欧洲制造业和加速提升战略产业产能，欧洲制造回流和本地化趋势形成。
  - **《反倾销调查》**于26年3月开启，欧盟先后对来自**中国、墨西哥、越南和乌兹别克斯坦的盘管类精炼铜管启动反倾销调查**并于5月实施进口登记，临时措施最迟应于2026年11月12日前决定。涉案进口面临或潜在追溯征税，贸易保护开始直接落到铜管产品。
- **欧洲铜产业政策已形成“保障原料安全—强化本地制造—限制铜管产品”的递进路径**。海亮在欧洲生产且取得欧盟原产资格的铜管不属于本案涉案进口，其本地产能在供货稳定性、订单承接和潜在议价方面的相对价值有望提升。

图、欧盟铜产业政策演进：从原材料安全延伸至产品保护

时间	政策变化	政策进展
2024.5	《关键原材料法》	将**铜列为战略及关键原材料**，并提出2030年欧盟战略原材料加工能力达到需求量40%的目标
2026.3	《工业加速法案》IAA	关键原材料加工外资建厂**欧盟员工比例需≥50%，股权比例≤49%或技术转让等要求需满足过半**
2026.3至今	反倾销调查	3月对来自**中国**、墨西哥、越南和乌兹别克斯坦的**盘管类精炼铜管启动调查**，5月实施进口登记，目前仍处于待裁定状态，临时措施最迟应于2026年11月12日前决定

数据来源：公司公告，中信建投证券

图、 IAA法案设置外资投资门槛，海亮已提前布局规避

分类	外资投资要求
具体措施	外资在欧洲新增大型**关键原材料加工**投资的合规门槛**以下6项至少满足4项:** 1、所有权/控制权**≤49%** 2、成立合资企业，外资持股**≤49%** 3、需向欧盟标的授权相关知识产权与技术转让 4、每年向欧盟境内研发投入金额不低于欧盟标的**年营收的1%** 5、雇佣**至少50%的欧盟员工**，5年内不削减数量**(必须满足)** 6、至少30%的投入品来自欧盟本土
生效时间	法案落地后12个月起

数据来源：欧盟委员会、EUR-Lex，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

全球布局构筑先发壁垒，本地化网络转化为订单优势

- **近二十年全球布局构筑先发优势，海外制造由出口配套走向属地运营。**公司海外产能62.7万吨、占总产能40%，其中欧洲/东南亚/美国/印尼分别为33.2/18.0/10.0/1.5万吨，已形成覆盖欧美、东南亚等主要市场的属地制造网络。
- **区域化贸易环境强化属地产能价值，欧美布局进入兑现期。**欧美基地服务高价值成熟市场，东南亚承担区域协同，印尼布局铜箔，并规划摩洛哥新增15万吨铜基材料产能。随着关税、原产地及供应链安全要求趋严，竞争重心由跨境出口成本转向本地有效供给，海亮长期沉淀的全球制造网络正加速转化为订单承接与区域加工收益。

图、公司海外产能布局及各区域战略职能

美国
铜管、铜排
战略职能｜服务北美客户，替代进口供给
26H1产能：9万吨铜管+1万吨铜排

印尼
锂电铜箔
战略职能｜服务东南亚及全球电池客户
26Q1产能：铜箔1.5万吨 远期规划10万吨铜箔

摩洛哥
铜基原料及配套环节
战略职能｜降低欧洲原料及制造成本
规划：铜基产品15万吨，配套1.5亿只铜管件

欧洲
铜管、铜棒等
战略职能｜覆盖欧洲工业及暖通市场
26Q1产能：5.2万吨铜管+28万吨铜棒

泰国、越南
铜管等
战略职能｜承接亚洲及其他海外订单
26Q1产能:16.6万吨铜管+1万吨铜排+0.4万吨铜管件

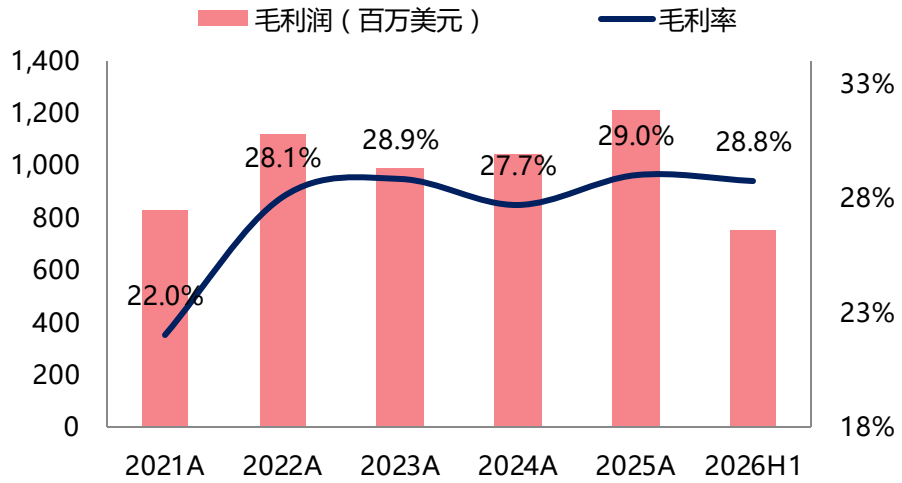
数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

同行比较：北美成熟铜加工验证价格传导与深加工盈利能力

- **Mueller的成熟北美样本表明，铜加工盈利并不必然依赖销量扩张。**2021-2025年，公司管路业务核心产品销量整体下降20%，同期经营利润由4.86亿美元增至7.72亿美元，经营利润率由18.7%提升至28.5%。销量承压但盈利持续扩张，说明成熟铜加工业务的价值更多来自价格传导、产品结构与渠道服务能力，而非单纯依赖销量增长。
- **Mueller的管路业务不是单纯卖裸铜管，而是覆盖铜管、管件、线组以及水暖产品，并直接导入批发商、建材零售和HVAC客户。**其已形成铜管—管件—水暖产品及渠道的一体化体系，为海亮美国业务由产能释放向价值链延伸提供了一个可观察的成熟参照。海亮2016年收购JMF，其在美国暖通及水暖批发市场经营超过70年，覆盖1.2万余个零部件、18个产品类别，并在暖通连接管领域具备较强渠道基础，公司已经拥有**“得州制造+JMF加工分销”的基本框架。**

图、Mueller在北美铜加工业务高毛利



数据来源：Mueller财报，中信建投证券

图、铜管向管件/暖通组件延伸，提升单位价值



数据来源：Mueller官网，中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

同行比较：海外落点决定盈利质量，欧美属地产能支撑更高利润池

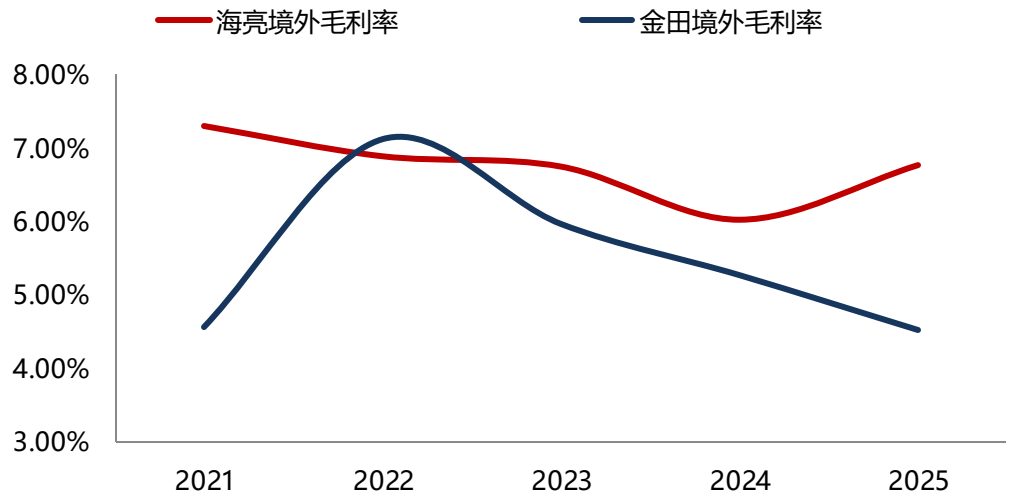
- **同样布局海外，产能所处区域不同，对应的盈利质量差异明显。**2025年海亮境外铜加工收入258.3亿元、为金田境外收入的1.66倍，但境外毛利17.5亿元、为金田7.1亿元的2.5倍；同期海亮/金田境外毛利率分别为6.76%/4.52%。海亮海外制造已覆盖**美国、欧洲等高价值市场**，而金田现阶段主要集中于**越南、泰国**，区域布局差异最终体现为更大的海外利润池。
- **盈利持续性进一步验证欧美属地经营的价值。**2021-2025年海亮境外毛利率连续五年保持在6%以上，均值6.74%；同期金田均值5.49%，2025年回落至4.52%。在欧美本地供给偏紧、贸易壁垒抬升的背景下，海亮已布局的欧美属地产能同时具备市场准入、本地交付和区域加工收益优势，**全球化已由“海外销售扩张”逐步进入“欧美属地经营+利润兑现”阶段。**

图、海外收入差距1.66倍，毛利差距扩大至2.5倍

	海亮		金田
25年境外收入	258.3亿元	**1.66倍**	155.5亿元
境外毛利	17.5亿元	**2.50倍**	7.1亿元
海外生产基地	12个		2个
区域覆盖	**欧美**、东南亚、非洲		越南、泰国

数据来源：各公司公告，中信建投证券

图、海亮境外毛利率连续五年保持6%以上



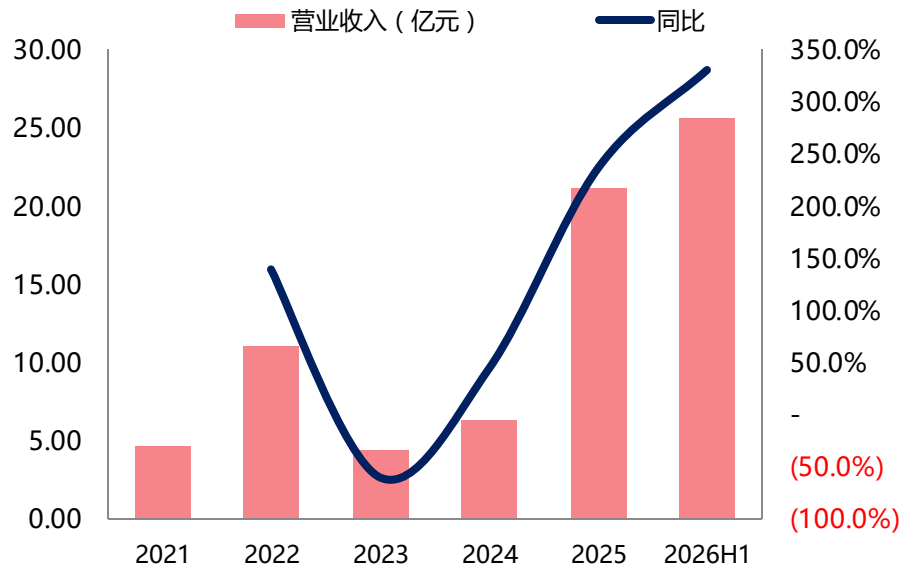
数据来源：各公司财报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

多年布局迎来收获期，得州基地由产能卡位转向利润兑现

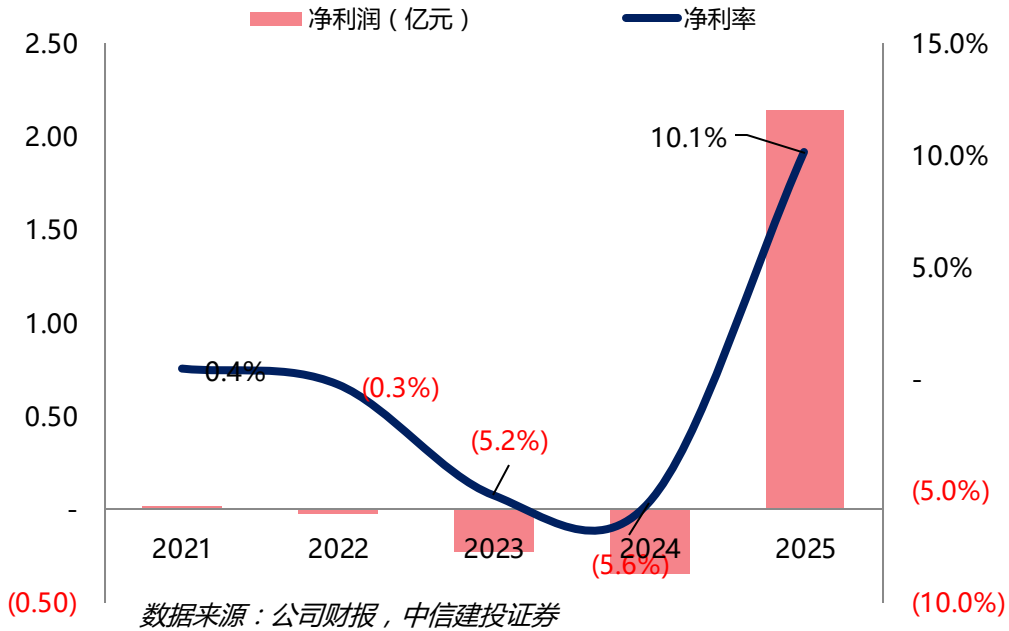
- **得州基地由产能卡位进入利润兑现期。**公司已形成9万吨铜管+1万吨铜排产能，并完成属地供应链及客户导入。随着美国进口铜管关税抬升，得州基地由规避贸易摩擦的防御性布局，转为承接进口替代订单的增长资产。
- **产能爬坡已跨越盈亏平衡点，后续利用率提升继续释放利润弹性。**2025年基地营收同比+236%至21.22亿元，净利润由亏损0.35亿元转为盈利2.15亿元，净利率升至10.1%；2026H1营收进一步增至25.70亿元、超过2025年全年。**当前产量仍明显低于现有产能，随着订单增加、成本摊薄及铜排放量，得州基地有望成为持续利润增量来源。**

图、得州海亮营收加速放量，26H1已超过25年全年



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、得州海亮25年实现扭亏，产能爬坡跨越盈亏平衡点



数据来源：公司财报，中信建投证券

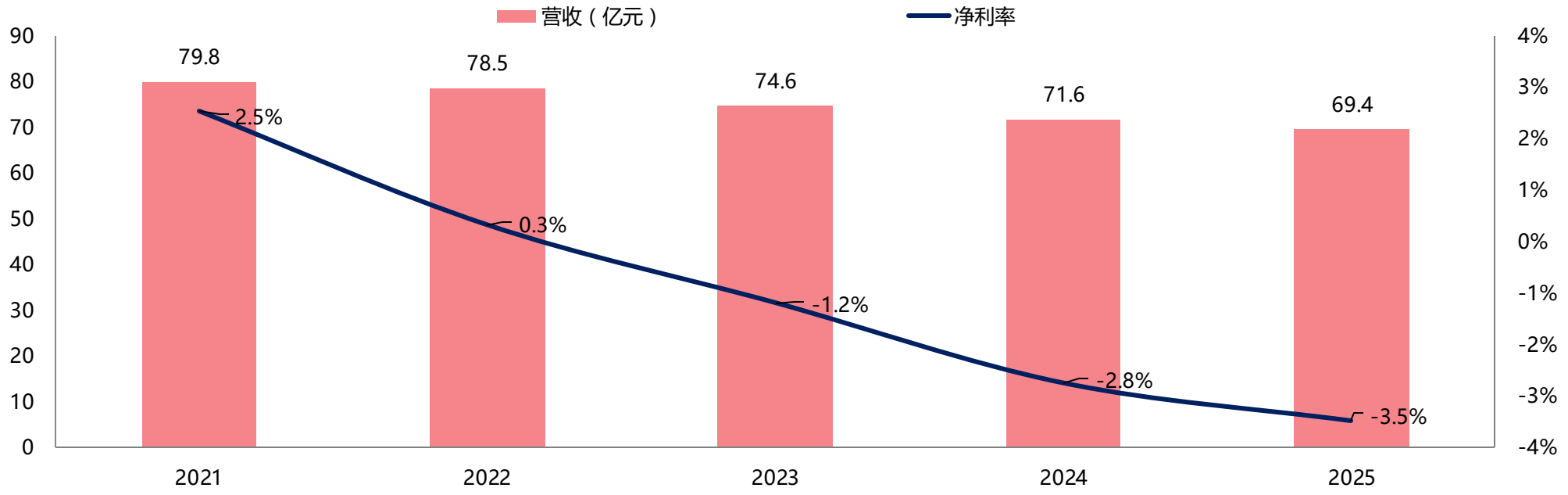
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

欧洲收入底盘仍在，法国出清与摩洛哥配套推动盈利修复

- **欧洲业务进入低效资产出清与盈利修复阶段。**海亮在欧洲已形成33.2万吨铜管及黄铜棒产能，但21-25年主要经营主体净利率由2.5%降至-3.5%，核心拖累来自法国等低效资产。26H1法国调整带来1.3亿元一次性损失，剔除后实际扭亏；德国等基地已率先恢复盈利。
- **短期出清历史包袱，中期依托摩洛哥降低区域制造成本。**欧洲主要矛盾在于低效资产拖累，公司通过人员优化、减值及设备处置集中处理法国问题，同时规划摩洛哥15万吨金属材料产能，为欧洲提供低成本制造配套，逐步形成**“摩洛哥制造+欧洲深加工与交付”**体系。随着一次性损失退出及摩洛哥投产，欧洲约70亿元收入底盘有望逐步恢复利润贡献。

图、欧洲盈利持续承压，业务整合势在必行



数据来源：公司财报，中信建投证券

中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

区域利润池迁移：同样一吨铜，美国盈利为国内/亚洲的25倍

- **美国属地产能正成为传统铜加工单位价值量提升的核心来源。**受益于美国铜加工产品进口关税，26-27年美国工厂单吨净利预计超过1.5万元/吨，显著高于中国/亚洲等地，预计26、27年美国工厂贡献利润超过8亿、12亿元，叠加铜管产能利用率提升和铜排扩产，销量持续放量推动利润池向美国迁移。
- **欧洲仍处亏损修复阶段。**26H1净利润-0.7亿元，其中Q2受法国工厂人员优化、存货减值、设备报损合计影响约1.25亿-1.3亿元；欧洲后续核心看法国低效资产出清下盈利修复。

图、美国高单吨盈利产能放量

分区域看	单位	2023	2024	2025	2026H1	2026H2E	2026E	2027E
其中美国：（德州海亮铜管+铜排）								
产能（年底时点）	万吨	3万吨铜管	3万吨铜管	9万吨铜管	10（9万吨铜管+1万吨铜排）	11（9万吨铜管+2万吨铜排）	11（9万吨铜管+2万吨铜排）	14.5（9万吨铜管+5.5万吨铜排），2万吨铜箔
销量	万吨	0.14	0.7	2	2.03	3.27	5.3	8.5
单吨净利润	万元/吨	-1.63	-0.50	1.07	1.80	1.50	1.61	1.50
净利润	亿元	-0.23	-0.35	2.15	3.65	4.91	8.56	12.75
其中欧洲：(HME铜棒+铜管)								
产能	万吨	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2
销量	万吨	15.3	17.6	15.7	7.8	7.2	15	16
单吨净利润	万元/吨			-0.01	-0.09	0.04	-0.03	0.03
净利润	亿元			-0.1	-0.7	0.3	-0.40	0.50
其他区域：(中国+亚洲等)								
销量	万吨	69.0	78.6	74.8	39.2	34.5	73.7	75.5
单吨净利润	万元/吨	0.20	0.13	0.11	0.05	0.05	0.05	0.09
净利润	亿元	14.1	10.4	7.9	1.8	1.8	3.6	6.5
铜箔业务（甘肃+印尼）								
净利润	亿元	-2.3	-4.0	0.0	3.4	5.2	8.6	18.0
合计净利润	亿元	11.6	6.1	9.9	8.1	12.2	20.3	37.7

美国新产能投产有望带来26-27年6.5万吨销量增长，对应10亿元以上利润增量

26H1欧洲业务整体亏损7000万，法国业务一次性调整人员优化、存货减值、设备报损合计影响约1.25亿-1.3亿元

国内及其他地区销量平稳，75万吨单吨盈利1000元左右。

数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART5

产品利润池迁移：铜箔兑现增长，高端铜箔打开增长曲线

下载日志已记录，仅供内部参考

锂电箔：新增有效产能向头部靠拢，海亮是27年第二大增量来源

- **行业经历2022-2024年的集中扩产后，资本开支趋于谨慎，新增产能投放明显放缓：**预计2025-2027年全球锂电铜箔有效产能分别为173.5/189.1/226.3万吨，同比分别增长13%/9%/20%，显著低于行业需求增速；27年新增37万吨全部来自中国大陆，其中海亮有效产能由11万吨增至19万吨，新增8万吨，占全球增量20%，位列第二；**行业供给扩张已由前期普遍扩产转向少数头部项目释放，新增有效供给的集中度明显提高。**

图、2027年海亮新增有效产能8万吨，占全球增量21%

项目（单位：万吨）	2022有效	2023有效	2024有效	2025有效	2026有效	2027有效
1、诺德股份	6.0	7.0	10.0	10.0	11.5	14.5
2、嘉元科技	4.4	7.7	9.0	12.5	12.6	17.1
3、中一科技	2.1	4.1	4.5	4.9	5.4	6.3
4、铜冠铜箔	1.0	1.9	3.5	3.0	2.5	2.5
5、德福科技	6.5	11.6	14.5	15.1	16.6	17.1
6、海亮股份	0.6	4.4	7.5	10.4	11.3	18.9
7、龙电华鑫	7.3	9.3	15.0	15.0	17.3	19.9
8、华威铜箔	2.7	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
9、浙江花园新能源	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0	5.3
10、远东股份	1.5	4.5	4.5	4.5	3.8	5.3
12、杭电股份		0.8	1.5	1.5	1.5	2.4
13、温州宏丰		0.5	1.0	1.0	1.9	2.9
14、华创铜箔（华友子公司）	1.6	4.1	7.1	12.3	17.6	25.5
15、超华科技	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0
16、亨通股份			1.3	1.3	1.3	2.3
17、江西铜博	3.0	3.0	5.0	7.0	8.0	10.0
18、江铜耶兹	2.0	2.0	4.3	6.5	6.5	5.0
19、云南惠铜	1.0	1.0	2.3	3.0	3.0	3.0
中国大陆其他	9.0	15.8	25.6	28.2	31.0	34.1
中国大陆产能合计	51.2	84.9	124.5	143.6	159.2	196.4
20、中国台湾长春	5.5	6.5	7	7	7	7
21、韩国SK Nexilis	4.3	7.9	10.5	10.5	10.5	10.5
22、韩国日进	4.6	5.4	6	6	6	6
23、韩国斗山	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
24、日本古河	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
25、日本电解	1	1	1	1	1	1
中国台湾及海外其他	0.9	1.4	1.8	2	2	2
中国台湾及海外合计	19.7	25.6	29.7	29.9	29.9	29.9
全球锂电铜箔产能合计	70.9	110.5	154.2	173.5	189.1	226.3
同比增速		56%	40%	13%	9%	20%

中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：各公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

锂电箔：旺季需求抬升供需比，2026H2阶段性紧张显现

- **我们判断26-27年整体铜箔将持续处于供给紧张状态。**2026年预计全球锂电需求3284GWh，需求同比增长43%；其中铜箔需求187万吨，对应产能利用率99%；2027年预计全球锂电需求超过4100GWh，同比增速+25%，对应需求增量47万吨，而产能新增仅37万吨，**产能利用率预计将进一步增长至105%，供需紧平衡将在27年持续，为加工费上调提供窗口。**

图、26-27年整体铜箔将持续处于供给紧张状态

													中性
	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	2026	2027
全球电池需求(GWh)	901	1,217	1,580	467	526	609	690	2,292	674	784	859	966	3,284	4,105
同比增速	*62%*	*35%*	*30%*					*45%*	*44%*	*49%*	*41%*	*40%*	*43%*	*25%*
三元电池（GWh）	449	563	582	144	169	195	203	710	145	176	197	238	756	829
磷酸铁锂电池（GWh）	453	654	998	323	357	415	487	1582	529	608	662	728	2528	3276
需求/供给（产能利用率）	2022	2023	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26Q2	26Q3	26Q4	2026	2027
铜箔需求	55	75	89	26	30	34	39	129	38	45	49	55	187	234
铜箔供给	71	110	154	164	165	176	178	174	179	186	194	202	189	226
产能利用率	78%	68%	57%	64%	72%	78%	87%	75%	86%	96%	101%	109%	99%	104%

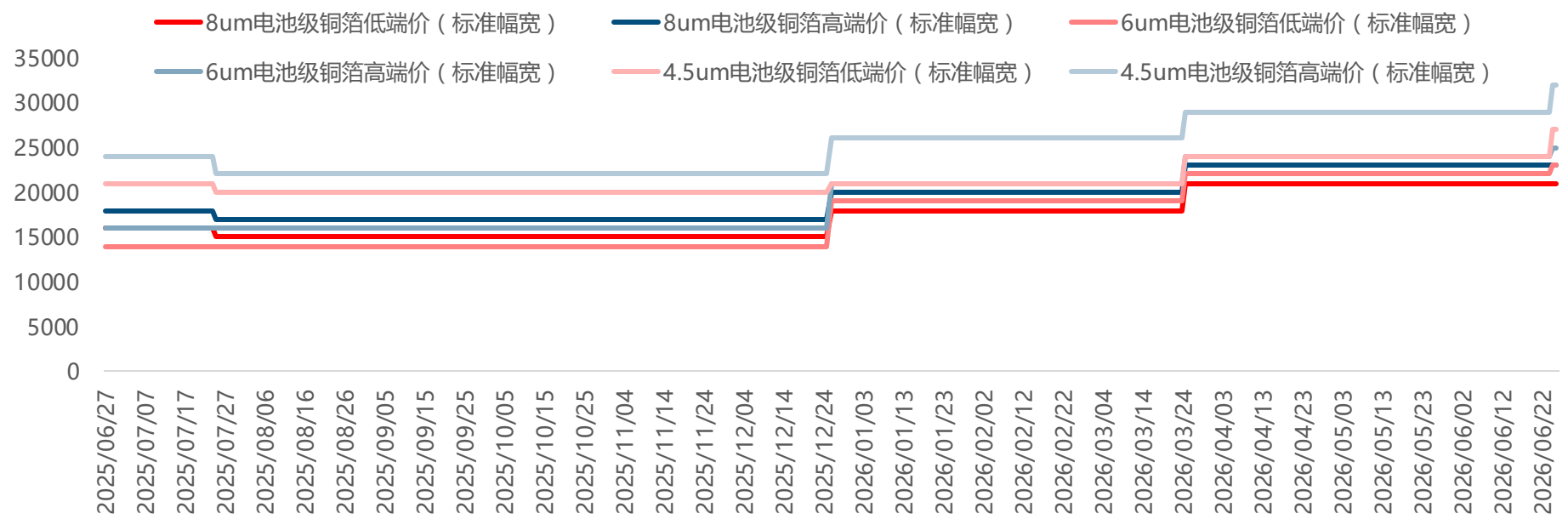
数据来源：中汽协，乘联会，Marklines，GGII，EVTank，各公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

锂电箔：加工费步入上行通道，极薄铜箔涨幅领先

- **供需紧平衡下铜箔价格持续提升。锂电铜箔加工费自2025年下半年触底后逐步回升，于2025年末、2026年3月及6月连续上调。**26年以来，8μm/6μm /4.5μm电池级铜箔涨价幅度分别为3000/4000/6000元/吨，**其中高端极薄铜箔供给显著紧张，涨价幅度显著高于低端常规铜箔。**4.5μm极薄铜箔受生产速度、良率及力学性能要求制约，其加工费较8μm产品高约0.6-0.9万元/吨，供给稀缺性已转化为更高的加工溢价。2026H1公司差异化铜箔产品占比超过70%，随着4.5μm极薄铜箔和微孔铜箔占比提升，公司加工费及单吨盈利弹性有望高于行业平均水平。**随26Q3旺季来临，有望开启第二轮涨价。**

图、今年以来锂电铜箔加工费涨价3000-6000元/吨不等（单位：元/吨）



数据来源：百川盈孚，中信建投证券

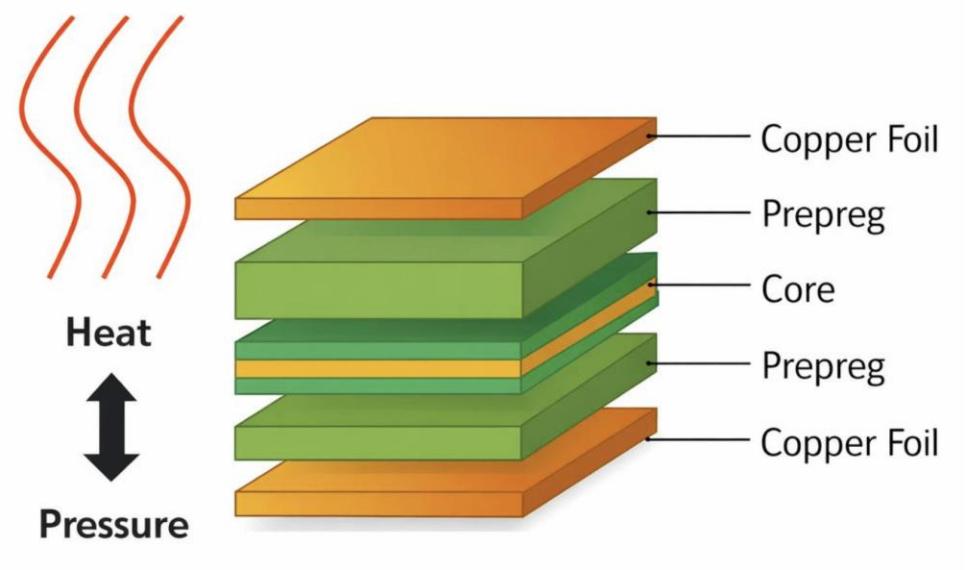
中信建投证券 CHINA SECURITIES

下载日志已记录，仅供内部参考

电子箔：铜箔是PCB信号传输的关键

- **在电子电路领域，PCB是电子铜箔最主要的应用载体。**铜箔与树脂、玻纤布等介质材料在高温高压下压合形成**覆铜板，**再经过曝光、显影和蚀刻后形成**特定图形的导电线路**，并通过压合、钻孔及电镀形成多层PCB。
- **AI服务器板卡数量增加直接扩大铜箔使用面积，高多层化则进一步提升单位板卡用箔量并推动产品升级。**从收入角度拆分，2025年AI服务器PCB 中18-28层占比59.7%，28层以上产品占比达到30.4%。信号层的增加不仅增加铜箔导电层，且对铜箔粗糙度、厚度均匀性提出更高要求，推动AI服务器用铜箔加快向**HVLP 3及以上产品升级。**

图、PCB叠层结构与多层板构造



数据来源： PCB MASTER ，中信建投证券

图、不同类型板卡对应的PCB层数

Board Type	GPU GenerationTypical	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

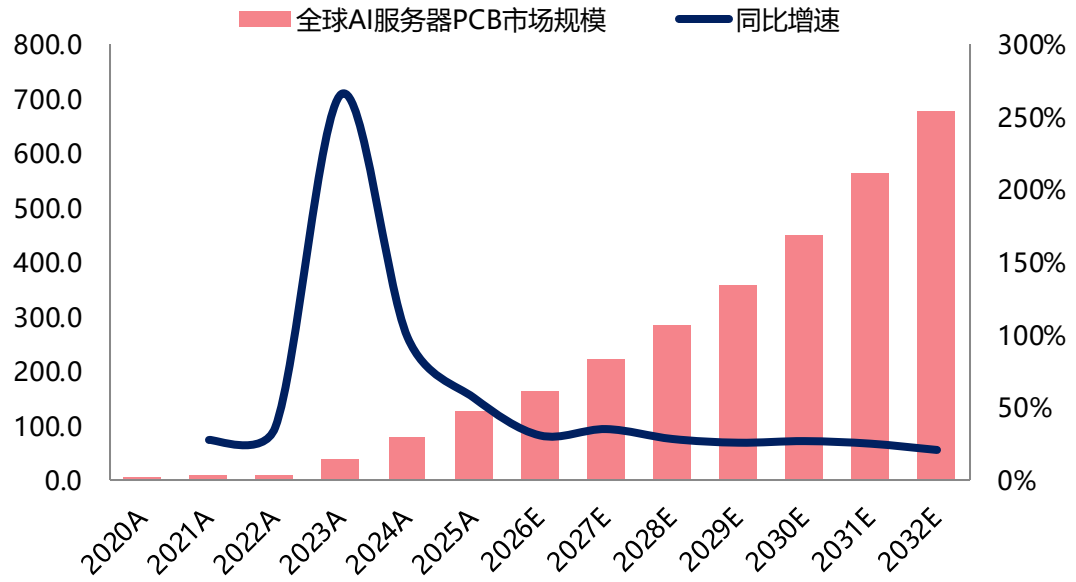
数据来源： NextPCB ，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

电子箔：AI服务器PCB高速扩容，迎来量增与结构升级

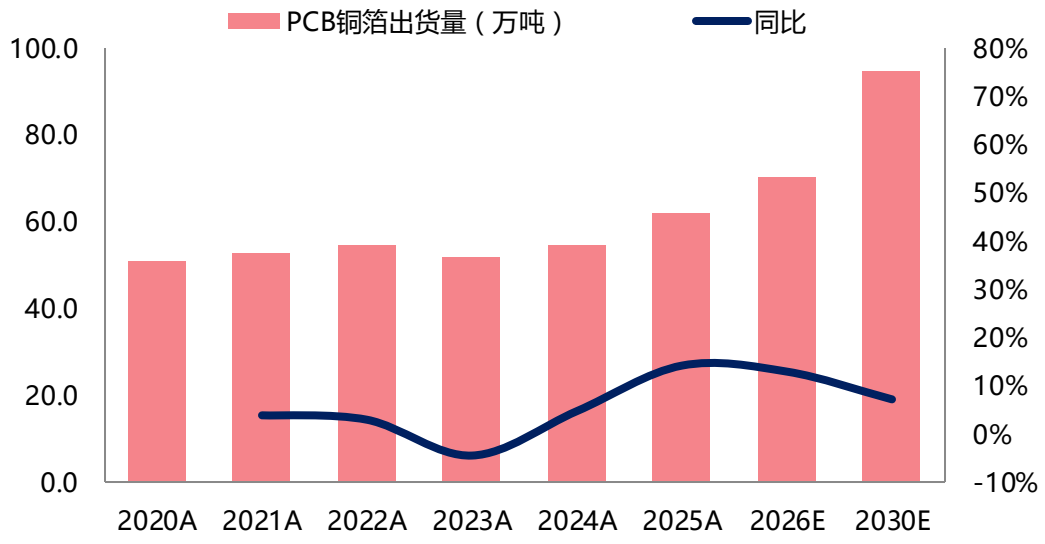
- **AI服务器成为PCB最重要的结构性增量。**25年全球AI服务器PCB市场规模126.5亿美元，同比+56%，预计2032年增至678.4亿美元。增长不仅来自服务器出货提升，也来自板卡数量、PCB层数、传输速率和材料等级同步升级，推动PCB量价双升。
- **电子铜箔需求同步恢复，高端品增速快于行业。**2021-2025年，全球电子电路铜箔出货量由52.96万吨增至62.23万吨；其中2025年同比增长14.3%，预计2026年进一步增长13.0%至70.34万吨，2030年达到94.61万吨，对应复合增速8.7%。AI服务器PCB市场价值增速显著高于电子铜箔出货量增速，**行业机会并非仅来自铜箔用量扩张，更来自产品结构升级。**

图、全球AI服务器PCB市场高速扩容



数据来源：PW Consulting，中信建投证券

图、全球电子电路铜箔需求恢复增长



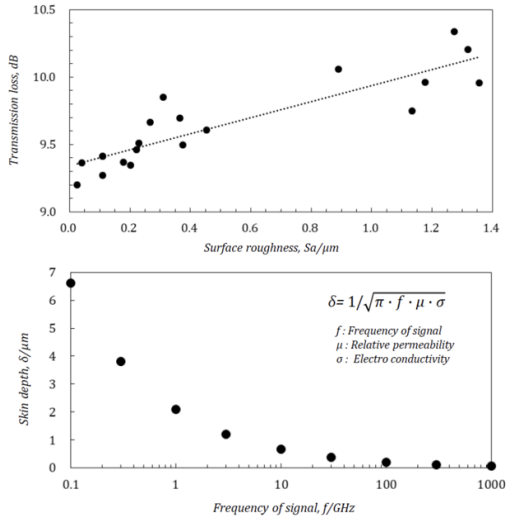
数据来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

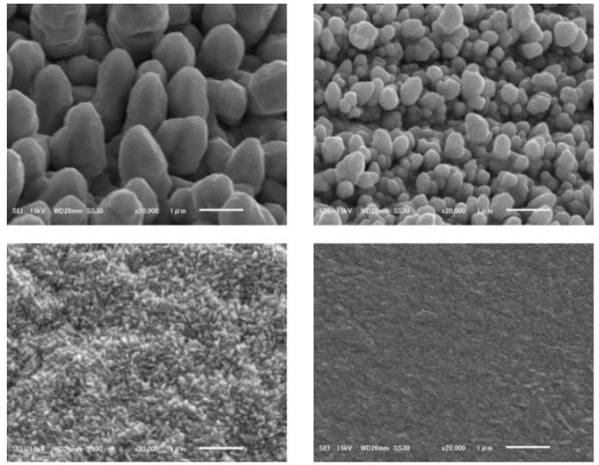
电子箔：高频传输放大导体损耗，低轮廓铜箔成为升级方向

- **铜箔既承担电流传导，也直接影响高速信号的传输损耗。**随着传输频率提升，趋肤效应使电流更多集中于导体表面，铜箔表面越粗糙，信号等效传输路径越长，损耗越高。高速PCB需降低表面粗糙度并提高均匀性，**推动电子箔由传统HTE向高端RTF及HVLP升级。**
- 电子箔生产过程经过溶铜造液、生箔制造、表面处理；RTF是生产常规原箔后，通过后道反转电镀改造表面样貌；而HVLP从溶铜、生箔沉积阶段直接控制晶粒生长，原生双面均能实现极低粗糙度，**因此HVLP路线性能上限更高，Rz粗糙度可下探到1.0μm以下。一般认为HVLP三代及以上属于高端电子铜箔，可专门适配高端AI算力互联。**

图、铜箔粗糙度与透电损耗关系



图、不同粗糙度电子箔微纳形貌



数据来源：RF Essentials，中信建投证券

图、RTF/HVLP代际差异

铜箔品类	传输速率	Rz粗糙度	典型应用板型	对应终端/场景
RTF1/2	< 56 Gbps	2.0-5.0 μm	路由器板、普通高速交换机板、部分通用服务器板	路由器、一般服务器、部分网络设备
RTF3	56-100 Gbps	1.5-2.0 μm	高速服务器板、Mini LED封装板、AI加速卡部分板型	高速服务器、Mini LED、AI加速卡
RTF4	80-112 Gbps	1.0-1.5 μm	高频高速覆铜板用中高端板	电子电路铜箔泛通信/算力场景
HVLP1/2	56-100 Gbps	1.5-2.5 μm	高端通用服务器板、100G/400G交换机板、低端AI服务器板	通用服务器、100G/400G switch、低端AI server
HVLP3	100-112 Gbps	1.0-1.5 μm	AI服务器部分板型、M8级CCL服务器/交换机板	**GB200**时代部分板型、800G交换机等
HVLP4	200-224 Gbps	0.5-1.0 μm	AI服务器计算板/交换板/Midplane、1.6T交换机、800G/1.6T光模块PCB	**GB300、Rubin、Trainium 3、1.6T switch、1.6T模块**
HVLP5	448 Gbps+	< 0.5 μm	更高等级AI服务器板、3.2T交换机、更前沿光模块/未来M10体系	Rubin后续、3.2T switch、224Gbps+

数据来源：江铜铜箔，英伟达，铜冠铜箔，德福科技，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

电子箔：高端产品供不应求，海亮由RTF交付向HVLP验证升级

- **高端电子箔供需缺口扩大，盈利显著高于普通铜箔。**预计2026/2027年全场景高端铜箔需求达2.97/4.77万吨，同比增长82%/61%；而2026年全球HVLP3+产能仅2.41万吨，较当年需求低0.56万吨。中国铜箔企业的响应速度未来能够匹配全球AI发展的需求，预计份额将持续提升。
- **海亮已实现RTF批量交付，HVLP正在验证中。**公司已具备多代RTF量产能力，HVLP1/2进入下游送样认证，3代推进客户验证，4代完成初步中试，载体铜箔完成实验室样品开发并推进中试。

图、26年高端产能仅2.41万吨，海外四家厂商占比83%

	26年PCB铜箔产能	其中高端产能（HVLP3+）	后续产能规划
三井金属	2.5	0.89	VSP系列预计28年实现产能1200吨/月（1.44万吨/年）
卢森堡铜箔	1.68	0.48	极限月产能可达600吨/月（0.72万吨/年）
中国台湾金居	2	0.4	长期目标1000-1600吨/月（1.20-1.92万吨/年）
古河电工	1.68	0.24	远期规划5800吨/年
海外主要产能	7.86	2.01	
铜冠铜箔	5.5	0.2	26Q4小幅爬坡3000吨产能，27年规划3.5万吨HVLP总产能
德福科技	3.5	0.2	27年5万吨高端AI铜箔投产
国内主要产能	9	0.4	
合计	16.86	2.41	

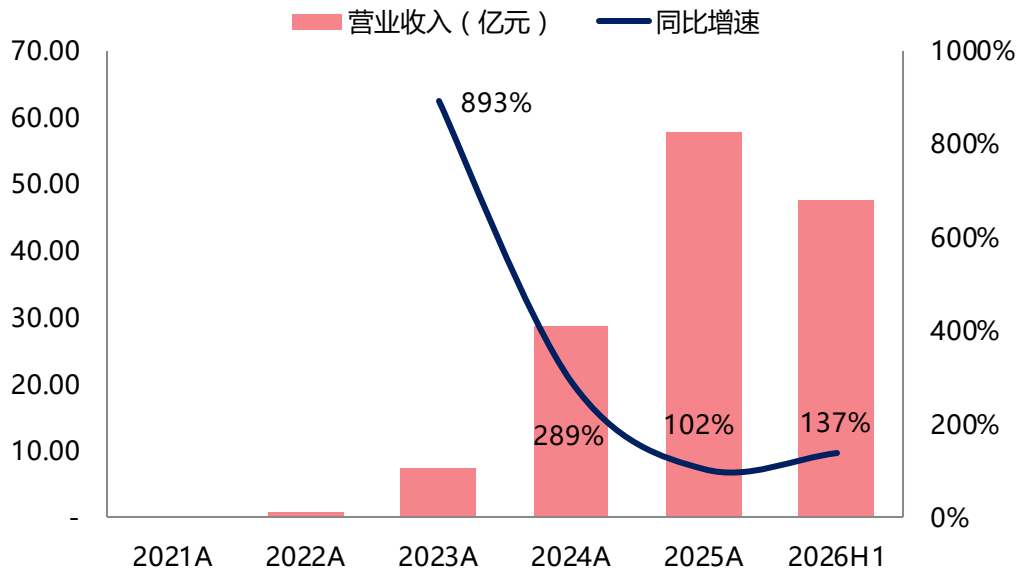
数据来源：各公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

锂电箔：产销爬坡叠加结构升级，进入利润兑现期

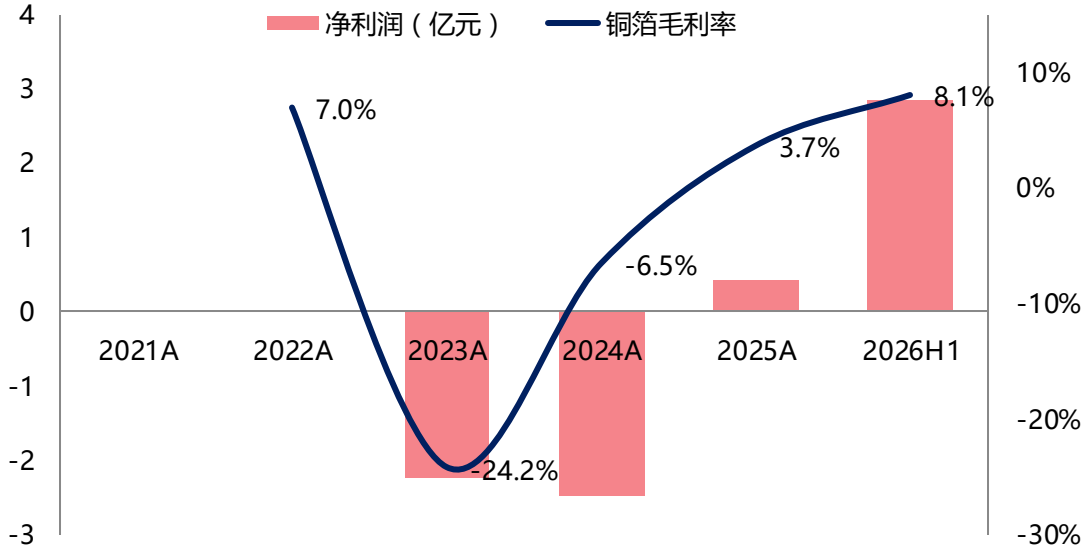
- **铜箔由产能建设期进入利润兑现期。**随着甘肃基地高负荷生产、印尼由认证转向规模交付，2026H1铜箔收入47.55亿元，同比+137%；锂电箔销量4.55万吨，其中甘肃海亮销量4.29万吨、同比+108%。
- **产能利用率提升与产品结构升级共同推动盈利释放。**铜箔毛利率由2023年的-24.17%回升至2025年的3.71%，2026H1进一步升至8.12%，实现毛利3.86亿元；**甘肃海亮24年净利润-2.48亿元，25年实现净利润4158万元，26H1实现净利润2.84亿元，显著超过2025年全年。**随着4.5μm极薄箔、微孔箔及高强铜箔占比提升，成本摊薄、加工费修复与高附加值产品放量共同抬升单吨盈利。

图、铜箔收入连续放量，2026H1同比增长137%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图、铜箔毛利率升至8.1%，甘肃海亮净利润加速释放



数据来源：公司财报，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

产品利润池迁移：铜箔单吨转盈，预计27归母利润贡献达14亿

- **26-27年铜箔进入量利齐升阶段，预计销量达到11/22万吨，单吨净利0.78/0.82万元，对应业务净利润8.6/18亿元；**叠加甘肃海亮股权增持已完成，26年8月起按照67.3%的持股比例并表所带来的权益提升，归母净利润预计达到5.7/14.5亿元。铜箔由2025年归母亏损0.8亿元转向2027年贡献14.5亿元利润，成为公司**单位价值量提升及利润增长的核心来源。**

图、铜箔量利齐升，单吨盈利进入加速释放期

铜箔	单位	2023	2024	2025	2026H1	2026H2E	2026E	2027E
营业收入	亿元	7.35	28.61	57.92	47.55	69.14	116.69	235.71
同比增长	%	894%	289%	102%	137%	83%	101%	102%
毛利	亿元	-1.78	-1.86	2.15	3.86	7.69	11.55	30.64
毛利率	%	-24%	-7%	4%	8%	11%	10%	13%
产能（有效产能）	万吨	5	7.5	10.5	12	14	13	28.5
其中电子箔	万吨			1.5	3.5	3.5	3.5	7
其中锂电箔	万吨			9	8.5	10.5	9.5	21.5
甘肃	万吨	5	7.5	9	9	11	10	16.5
印尼	万吨			1.5	3	3	3	8
诸暨	万吨							2
美国	万吨							2
销量	万吨	0.85	3.68	6.76	4.79	6.21	11.00	22.00
单价	万元/吨	8.65	7.77	8.57	9.93	11.13	10.61	10.71
单吨净利润	万元/吨	-2.65	-1.08	0.00	0.70	0.84	0.78	0.82
净利润	亿元	-2.25	-3.98	-0.03	3.37	5.20	8.57	18.00
其中甘肃海亮	亿元		-2.48	0.42	2.84	4.28	7.12	12.00
归母净利润	亿元	-1.10	-2.70	-0.25	1.89	3.84	5.74	14.48

甘肃海亮持股48.6%，26年8月按67.3%并表

数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART6

产品价值链升级：铜基材料持续延伸，高端制造打开长期空间

下载日志已记录，仅供内部参考

AI机柜功率与液冷需求共振，铜材空间沿供电、散热双链释放

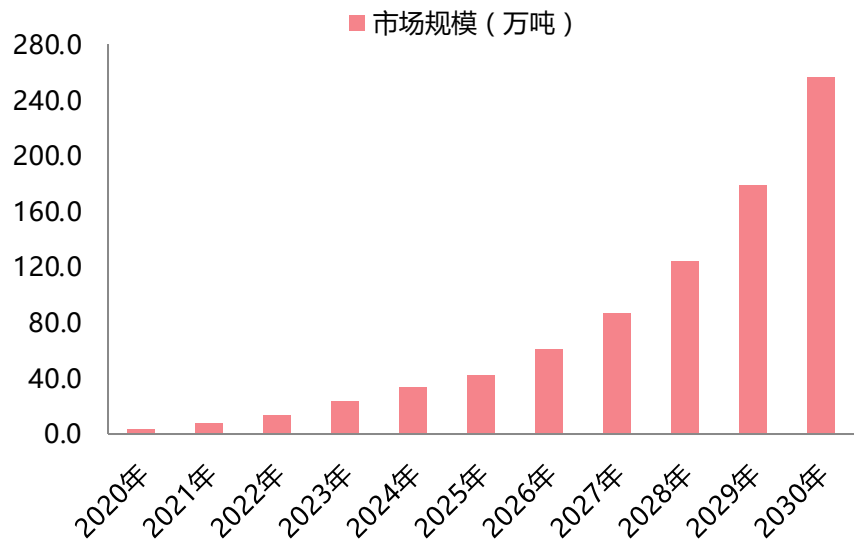
- **机柜数量扩张与单位价值提升共同打开AIDC铜材市场。**根据弗若斯特沙利文数据，全球AIDC铜加工产品需求由2021年的6.9万吨增至2025年的41.8万吨，复合增速达到56.9%。预计2030年进一步达到256.8万吨。对应到铜加工产业，**AI需求主要沿供电与散热两条产品链释放：供电端由高纯高导无氧铜材加工为精密导电铜排，并进一步集成为机柜DC Busbar；散热端则分别通过热管素材管进入风冷及混合散热模组，通过无氧铜板、液冷母排加工形成微通道冷板组件，服务GPU和CPU直接液冷。AI服务器持续升级，供电能力与散热效率已成为算力释放的关键约束。**

图、英伟达AI机柜代际升级推动供电与液冷架构同步演进

代际指标	GB200 NVL72	GB300 NVL72	Vera Rubin NVL72	Rubin Ultra/Kyber
产品阶段	2024年发布，2025年部署	2025年进入部署	2026年量产	规划2027年量产
GPU/CPU配置	72颗Blackwell GPU + 36颗Grace CPU	72颗Blackwell Ultra GPU + 36颗Grace CPU	72颗Rubin GPU + 36颗Vera CPU	早期规划最多576颗Rubin Ultra GPU
供电架构	**单柜功率120kW**；54V级架构，50V电源架	**单柜功率最高142kW**；54V级架构，50V电源架 + DC Busbar	新型**液冷母排**；向800V DC供电体系演进	**单柜功率目标MV级**，规划采用800V DC
液冷架构	CPU/GPU直接液冷，36块**一体式大冷板**	CPU/GPU分别冷却，冷板独立化为108块**独立冷板**	计算托盘100%液冷，引入**微通道冷板组件**	**MW级液冷**

数据来源：英伟达，中信建投证券

图、全球AIDC铜基材料需求快速增长



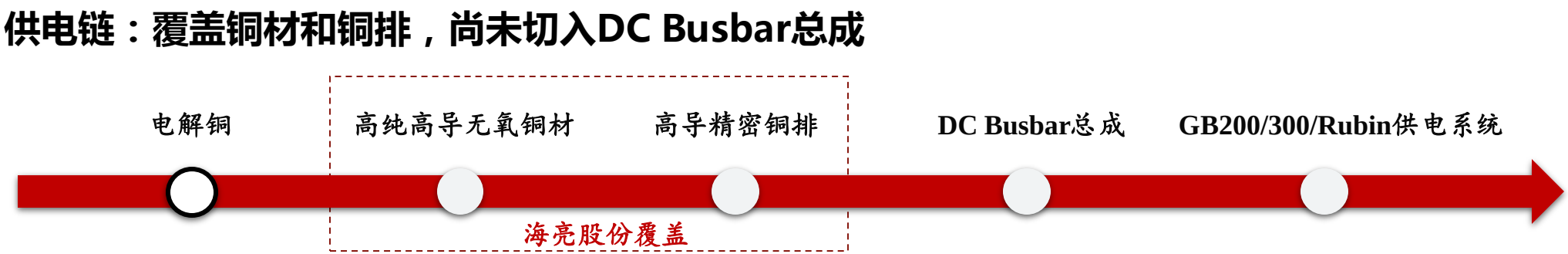
数据来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

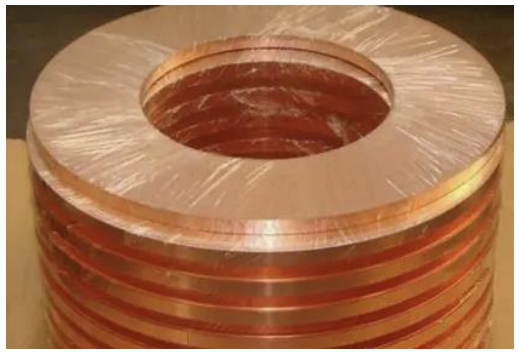
单柜功率抬升放大精密铜排需求，海亮卡位供电链上游

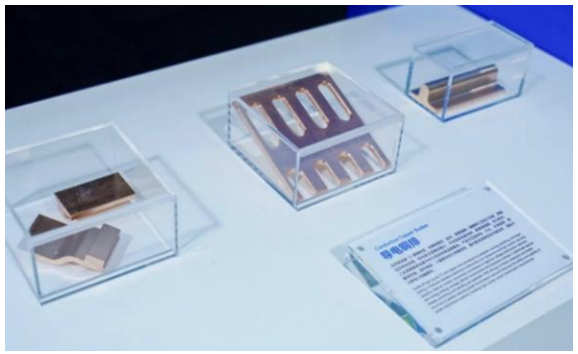
- **AI机柜的交流电经电源架转换为约50—54V直流电，再通过机柜DC母排分配至各计算托盘，最终由托盘内的电压转换模块降压后供给CPU和GPU。**GB200以54V级DC母排承载机柜集中供电，GB300随单柜功率提升进一步放大母排载流及温控需求，Rubin引入液冷母排，推动母排由单一导电部件向供电与热管理融合组件升级。
- **海亮相关产品包括高纯高导无氧铜材和高导精密铜排**，其中无氧铜材提供低电阻、高导电率的材料基础，精密铜排经裁切、冲孔、折弯及表面处理后，可进一步集成为机柜DC母排。公司当前主要覆盖铜材与精密铜排环节，受益于母排载流能力和加工精度要求提升。

图、AI机柜DC供电产业链及海亮产品布局



图、公司无氧铜材/导电铜排产品





数据来源：英伟达，公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

芯片功耗抬升加速液冷渗透，海亮向微通道冷板组件延伸

- **GB200完成CPU/GPU直接液冷导入，GB300通过冷板独立化增加组件数量，Rubin进一步将液冷范围由芯片扩大至计算托盘和供电母排。**海亮覆盖**热管素材管**和**铲齿式微通道冷板**组件，产品由基础材料向精密热管理部件延伸。相关产品已应用于全球多款GPU散热方案。

图、AI机柜DC散热产业链及海亮产品布局

散热链：覆盖材料、基管和冷板组件三个环节

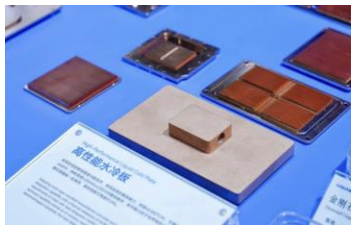
线路一：风冷及混合散热



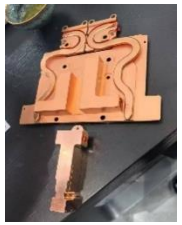
线路二：GPU/CPU直接液冷



图、公司液冷产品







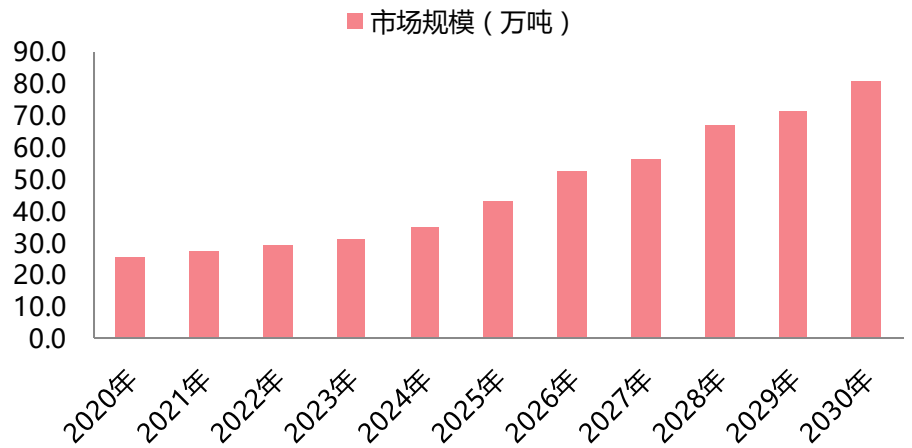
数据来源：英伟达，公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

精准卡位机器人关节模组材料，培育长期增长新动能

- **机器人功率密度提升带动高性能铜材需求增长。**机器人处理器、电机驱动器及关节执行单元高度集成，提升了高电流传输和局部散热需求，铜排、铜管及铜基散热材料的应用价值随之提升。全球智能机器人铜加工产品市场规模预计由2025年的43.3万吨增至2030年的80.6万吨，复合增速13.4%。
- **竞争重点由标准加工转向高性能材料与精密制造。**高负载关节对高导电、高强度、耐高温和加工一致性要求提升，推动材料向微合金铜、青铜、白铜等升级。海亮已具备铜排、铜管和铜合金棒材基础，并推进超高导、高强铜合金研发，后续有望向机器人高附加值导电及热管理材料延伸。

图、全球智能机器人铜基材料解决方案市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券

图、高功率驱动与热管理系统带动高性能铜基材料需求升级

应用环节	铜基材料需求	核心性能要求	
电驱及执行单元	高性能铜合金、精密铜排	高导电、高强度、结构稳定	
高负载关节模组	微合金铜、青铜、白铜等高性能铜合金	耐高温、耐腐蚀、抗疲劳	
整机供电与电力传输	铜排及定制化导体材料	稳定供电、高电流密度	
关节及功率单元热管理	铜管、铜基散热材料及潜在散热组件	高导热、均温、机械稳定	

数据来源：公司官网，公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

AI铜材：同样一吨铜，单位毛利约为传统业务3倍

- **AI铜材率先验证高附加值产品的盈利溢价。**2023年至2025年，公司AI铜基材料销量由0.19万吨增至0.73万吨，预计收入增速超过300%，量价同步提升；**已接近传统铜加工单吨毛利的4倍。**
- 展望26/27年，我们预计公司海外稀缺产能下优势进一步扩大，结合股权激励目标，市场份额进一步提升至2%以上，有望实现销量1.47/2.05万吨；叠加产品结构升级及加工深度提升，单吨盈利有望进一步提升，AI铜材将逐步贡献毛利超过2亿元。

图、23-25年，公司AI铜基材料销量由0.19万吨增至0.73万吨，收入由1.26亿元增至5.92亿元，量价同步提升

AI铜材	单位	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球AI铜材需求	万吨	22.60	33.10	41.80	60.10	86.40
同比增长	%		46%	26%	44%	44%
营业收入	亿元	1.26	2.36	5.92	14.26	21.12
同比增长	%		87%	151%	73%	63%
销量	万吨	0.19	0.32	0.73	1.47	2.05
市占率	%	0.84%	0.96%	1.75%	2.45%	2.37%
单吨售价	万元/吨	6.73	7.39	8.08	9.70	10.30
毛利率	%	11%	11%	14%	13%	13%
毛利	亿元	0.13	0.26	0.80	1.80	2.80
单吨毛利	万元/吨	0.71	0.82	1.09	1.22	1.37
传统铜加工单吨毛利	万元/吨	0.33	0.28	0.28	0.40	0.47

AI铜材加工费显著高于传统铜加工产品

数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART7

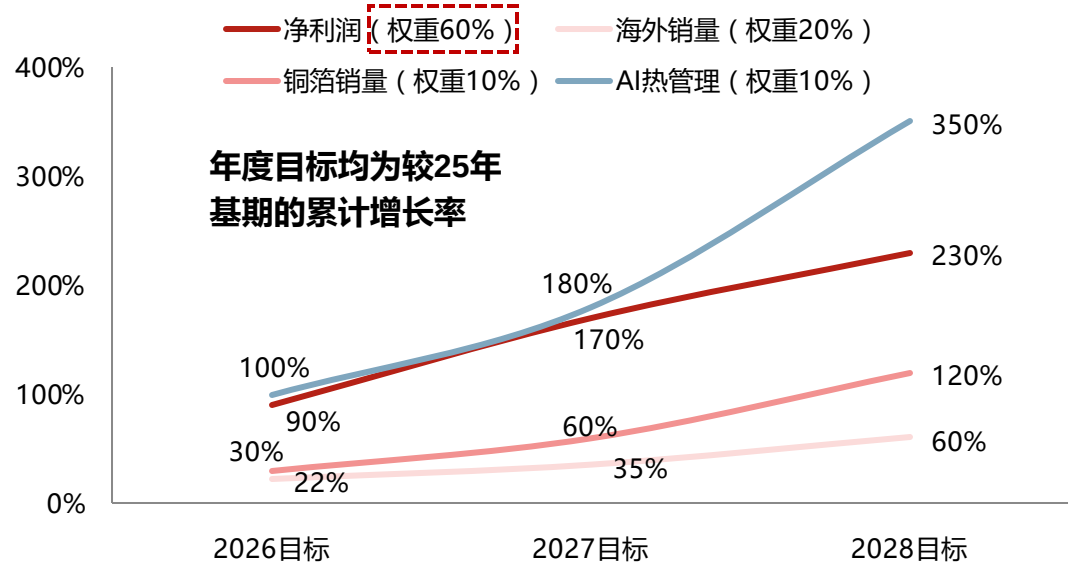
投资建议

下载日志已记录，仅供内部参考

员工持股计划锚定三年增长，考核指标与核心盈利增量高度一致

- **利益绑定：净利润考核权重达60%，激励与盈利增长深度绑定。**员工持股计划设置26/27/28三个考核年度，以25年为基期，**净利润、海外销量、铜箔销量及AI铜基材料考核权重分别为60%/20%/10%/10%。**既关注利润兑现也同步约束核心战略业务增长质量。
- **增长目标：三年考核指标与公司主要利润增量方向高度一致。**至2028年，公司要求净利润较25年增长230%，对应32.7亿元；海外销量增长60%至3.2万吨，铜箔销量增长120%至14.9万吨，AI热管理铜基材料相关业务增长350%。考核指标分别对应海外高单吨盈利产能释放、铜箔放量及AI高价值量材料扩张，与公司未来利润池迁移方向高度一致。
- **股份支付影响表观利润，短期扰动不改经营趋势。**本次计划股份支付费用2.66亿元，其中26/27年分别1.20/0.77亿元，对应管理费用会有对应增加。

图、员工持股绑定三年增长，AI热管理铜材目标弹性领先



数据来源：公司公告，中信建投证券

图、考核目标落地至经营体量，利润与重点业务持续扩张

指标	单位	2025基期	2026目标	2027目标	2028目标
净利润	亿元	9.91	18.82	26.75	32.69
海外销量	万吨	2.03	2.44	2.70	3.20
铜箔销量	万吨	6.76	8.79	10.82	14.87
AI热管理铜材	万吨	0.73	1.47	2.05	3.30

数据来源：公司公告，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测：预计26/27年实现归母净利润17.3/34亿元

表、预计公司预计26/27年实现归母净利润17.3/34亿元

分区域看	单位	2023	2024	2025	2026H1	2026H2E	2026E	2027E
其中美国：（德州海亮铜管+铜排）								
产能（年底时点）	万吨	3万吨铜管	3万吨铜管	9万吨铜管	10（9万吨铜管+1万吨铜排）	11（9万吨铜管+2万吨铜排）	11（9万吨铜管+2万吨铜排）	14.5（9万吨铜管+5.5万吨铜排），2万吨铜箔
销量	万吨	0.14	0.7	2	2.03	3.27	5.3	8.5
单吨净利润	万元/吨	-1.63	-0.50	1.07	1.80	1.50	1.61	1.50
净利润	亿元	-0.23	-0.35	2.15	3.65	4.91	8.56	12.75
其中欧洲：(HME铜棒+铜管)								
产能	万吨	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2	33.2
销量	万吨	15.3	17.6	15.7	7.8	7.2	15	16
单吨净利润	万元/吨			-0.01	-0.09	0.04	-0.03	0.03
净利润	亿元			-0.10	-0.70	0.30	-0.40	0.50
其他区域：(中国+亚洲等)								
销量	万吨	69.0	78.6	74.8	39.2	34.5	73.7	75.5
单吨净利润	万元/吨	0.20	0.13	0.11	0.05	0.05	0.05	0.09
净利润	亿元	14.10	10.44	7.89	1.77	1.84	3.61	6.47
铜箔业务（甘肃+印尼）								
销量	万吨	0.9	3.7	6.8	4.8	6.2	11.0	22.0
其中印尼：	万吨			0.4	0.6	1.4	2.0	4.0
单吨净利润	万元/吨	-2.65	-1.08	0.00	0.70	0.84	0.78	0.82
净利润	亿元	-2.25	-3.98	-0.03	3.37	5.20	8.57	18.00
合计净利润	亿元	11.6	6.1	9.9	8.1	12.2	20.3	37.7
归母净利润	亿元	11.2	7.0	9.4	6.4	10.9	17.3	34.0

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：利润池迁移抬升单吨价值量，进入盈利加速兑现期

- **核心观点：我们判断，海亮股份未来两年盈利增长的核心并非销量扩张，而是同样一吨铜贡献更多利润。**传统铜加工销量已进入平台期，2026/2027年铜管、铜棒及铜排合计出货量预计94/100万吨，较2025年92.5万吨仅增长1.5%/8%；但预计单吨毛利达到4015/4491元/吨，较2025年约2840元/吨提升42%/58%，利润增长由“扩量”转向“提质”。
- **区域端：美国高单吨盈利产能放量，推动利润池向海外迁移。**26/27年美国业务单吨净利预计维持1.5-2.0万元/吨，对应销量预计由5.3万吨提升至8.5万吨，净利润由8.6亿元提升至12.8亿元。欧洲由亏损拖累逐步向盈亏平衡修复，区域结构改善成为传统铜加工利润提升的主要来源。
- **产品端：铜箔由亏损项转为第二利润引擎。**预计26/27年铜箔销量达到11/22万吨，单吨净利约0.78/0.82万元，对应业务净利润8.6/18亿元；叠加甘肃海亮权益比例提升，归母净利润预计达到5.7/14.5亿元。铜箔由亏损转向2027年贡献约14.5亿元，成为公司单位价值量提升最明确的产品增量。
- **价值链端：由基础铜材向高端材料及组件延伸，继续抬升单位价值上限。**2025年AI应用铜材实现收入5.92亿元、销量0.73万吨、毛利率13.5%，对应单吨毛利约1.1万元，约为传统铜加工平均水平的3-4倍；后续高端电子箔、液冷组件等产品进一步由基础加工费向材料、工艺及组件溢价延伸，为中长期盈利提供上行空间。
- **盈利预测与估值：美国+铜箔构成未来两年主要利润增量。预计公司2026/2027年归母净利润分别达到17.3/33.95亿元，同比+71%/+96%。对应当前市值的PE 18.7/9.5倍**，看好公司业绩持续增长、产品单位盈利提升、全球化布局下订单饱满、AI产品放量下估值锚切换下的机会，维持买入评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表

表、重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	875.45	833.10	1,007.38	1,252.74	1,425.59
YoY(%)	15.57	-4.84	20.92	24.36	13.80
归母净利润(亿元)	8.39	10.09	17.28	33.95	47.52
YoY(%)	-31.70	20.22	71.31	96.45	39.96
毛利率(%)	3.39	3.80	5.11	6.21	6.77
销售净利率(%)	0.96	1.21	1.72	2.71	3.33
ROE(%)	5.84	6.00	9.59	16.64	20.03
EPS(摊薄/元)	0.37	0.44	0.75	1.48	2.07
P/E(倍)	47.30	39.34	18.67	9.50	6.79
P/B(倍)	2.88	2.36	1.79	1.58	1.36

表、公司资产负债表（亿元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**268.49**	**311.59**	**445.15**	**541.18**	**605.51**
现金	64.36	59.71	151.11	187.91	213.84
应收票据及应收账款合计	95.32	103.31	125.07	155.73	177.48
其他应收款	2.89	4.08	4.93	6.13	6.98
预付账款	10.28	11.00	13.30	16.54	18.82
存货	87.55	117.92	133.61	156.01	167.67
其他流动资产	8.10	15.58	17.14	18.85	20.74
非流动资产	**176.30**	**169.69**	**179.91**	**182.64**	**183.15**
长期投资	20.23	20.24	20.24	20.24	20.24
固定资产	97.16	96.42	95.62	100.43	101.07
无形资产	10.92	12.19	11.45	12.05	11.97
其他非流动资产	47.99	40.84	52.60	49.93	49.86
资产总计	**444.80**	**481.28**	**625.07**	**723.82**	**788.66**
流动负债	**220.35**	**213.07**	**350.61**	**434.78**	**475.04**
短期借款	114.65	130.25	250.27	309.99	326.60
应付票据及应付账款合计	31.04	27.54	36.13	48.84	60.78
其他流动负债	74.65	55.28	64.22	75.95	87.65
非流动负债	**54.97**	**74.13**	**65.23**	**52.28**	**38.32**
长期借款	48.89	66.98	57.36	43.63	28.80
其他非流动负债	6.09	7.15	7.87	8.65	9.52
负债合计	**275.32**	**287.20**	**415.84**	**487.06**	**513.35**
少数股东权益	25.81	25.93	28.98	32.75	38.03
股本	19.98	22.92	22.92	22.92	22.92
资本公积	30.24	60.03	60.03	60.03	60.03
留存收益	93.44	85.20	97.30	121.07	154.33
归属母公司股东权益	143.66	168.15	180.25	204.02	237.28
负债和股东权益	**444.80**	**481.28**	**625.07**	**723.82**	**788.66**

表、公司利润表（亿元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**875.45**	**833.10**	**1,007.38**	**1,252.74**	**1,425.59**
营业成本	845.78	801.45	955.88	1,174.90	1,329.13
营业税金及附加	1.38	1.68	2.04	2.53	2.88
销售费用	2.41	2.83	3.26	3.64	3.73
管理费用	10.39	10.62	15.61	15.91	16.29
研发费用	1.40	1.45	1.49	1.76	1.97
财务费用	7.90	3.32	9.42	11.98	12.64
资产减值损失	-0.72	-0.49	-0.50	-0.50	-0.55
信用减值损失	-0.78	-0.31	-0.80	-0.50	-0.55
其他收益	1.77	2.21	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.60	-0.48	2.20	1.00	1.00
投资净收益	-0.95	-0.29	3.00	2.00	2.00
资产处置收益	0.04	-0.02	0.00	0.00	0.00
营业利润	**7.68**	**13.41**	**25.58**	**46.01**	**62.85**
营业外收入	0.58	0.27	0.15	0.18	0.22
营业外支出	0.09	0.40	0.15	0.18	0.22
利润总额	8.17	13.28	25.58	46.01	62.85
所得税	0.70	2.71	5.24	8.28	10.06
净利润	**7.47**	**10.56**	**20.33**	**37.72**	**52.80**
少数股东损益	-0.92	0.48	3.05	3.77	5.28
归属母公司净利润	**8.39**	**10.09**	**17.28**	**33.95**	**47.52**
EBITDA	24.87	26.46	51.77	77.46	97.40
EPS（元）	0.37	0.44	0.75	1.48	2.07

表、公司现金流量表（亿元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**-22.64**	**-16.45**	**17.34**	**31.38**	**69.37**
净利润	7.47	10.56	20.33	37.72	52.80
折旧摊销	8.80	9.86	16.77	19.47	21.91
财务费用	7.90	3.32	9.42	11.98	12.64
投资损失	0.95	0.29	-3.00	-2.00	-2.00
营运资金变动	-44.26	-39.69	-25.46	-35.69	-15.78
其他经营现金流	-3.51	-0.79	-0.72	-0.10	-0.20
投资活动现金流	**-10.93**	**-7.01**	**-21.73**	**-18.39**	**-18.34**
资本支出	12.16	8.80	24.28	19.21	19.13
长期投资	0.00	3.12	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-23.09	-18.93	-46.01	-37.61	-37.48
筹资活动现金流	**23.98**	**15.70**	**95.78**	**23.81**	**-25.10**
短期借款	32.39	15.60	120.01	59.72	16.62
长期借款	-33.59	18.09	-9.62	-13.74	-14.83
其他筹资现金流	25.18	-17.99	-14.61	-22.17	-26.89
现金净增加额	**-10.57**	**-5.41**	**91.40**	**36.80**	**25.93**

中信建投证券 CHINA SECURITIES

数据来源：Wind，中信建投证券

下载日志已记录，仅供内部参考

PART 8

风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1. **原材料波动风险。**公司作为铜基材料解决方案提供商，核心原材料为电解铜、再生铜及锌等大宗商品，原材料成本占营业成本比例为 94.80%，铜价波动对存货估值、流动资产价值及盈利稳定性存在直接影响。倘若后续铜价剧烈双向波动将造成库存重估、加工费挤压、抑制需求等风险，对公司盈利能力造成负面影响。
2. **贸易壁垒风险。**公司境外收入占比快速扩张，若海外主要市场出现出口管制、经济制裁、贸易救济调查等事件，将推高公司跨境运营成本、限制市场进入、影响订单交付与客户合作，对全球布局与盈利造成不利影响。
3. **汇率波动风险。**汇率波动一方面影响出口产品的价格，从而影响公司产品竞争力，此外汇率波动将对公司造成汇兑损益，直接影响公司利润。
4. **产品迭代不及预期风险。**铜基材料行业技术迭代快，若公司新产品无法实现商业化量产或获得市场认可，将对公司营收及盈利造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师介绍

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021年加入中信建投证券研究发展部，8年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在2019至2022年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

许琳：中信建投新能源汽车锂电与材料首席分析师，7年主机厂供应链管理+2年新能源车行业研究经验，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

薛鹭：中信建投证券电力设备新能源行业分析师。复旦大学世界经济系本硕，2023年加入中信建投电新团队。

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

下载日志已记录，仅供内部参考

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告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
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

中信建投证券
CHINA SECURITIES