

诺德股份 (600110)

锂电铜箔盈利反转在即，高端电子箔业务迎来突破

买入 (首次)

2026年07月02日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,277	7,328	14,209	18,654	20,924
同比 (%)	15.44	38.86	93.90	31.28	12.17
归母净利润 (百万元)	(351.69)	(298.51)	661.20	1,624.56	2,123.64
同比 (%)	(1,387.59)	15.12	321.50	145.70	30.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.20)	(0.17)	0.38	0.94	1.22
P/E (现价&最新摊薄)	(71.69)	(84.46)	38.13	15.52	11.87

投资要点

- **锂电铜箔盈利反转在即，高端电子箔业务迎来突破。**公司是全球领先的高性能电解铜箔专业供应商、国内极薄锂电铜箔龙头企业，专注于高端锂电铜箔、PCB 电子电路铜箔的研发、生产和销售，同时布局锂电池前沿材料开发。在锂电铜箔主业外，公司突破 PCB 高端电子电路铜箔，覆盖标准铜箔、HTE 高温高延伸、LP/RTF 低轮廓、VLP 甚低轮廓、HVLP 超低轮廓全系列，加速高端国产替代。客户端，公司与海内外知名大型锂电企业建立了多年稳定的合作关系，在全球市场中占有较高份额。26Q1 公司实现营业收入 25.4 亿元，同比+80%，归母净利润 0.4 亿元，同比+206%，成功扭亏，业绩拐点已现。
- **锂电铜箔供需结构反转，盈利逐季提升。**需求端，在储能需求爆发、海外动力放量、国内单车带电量提升三重驱动下，我们预计 2026 年全球动储电池需求同增 38%，带动全球锂电铜箔实际需求增至 163 万吨、同比+29%，2027 年进一步增至 197 万吨、同比+21%，步入新一轮高增长周期。供给端，经历 2021 年激进扩产后行业转入产能过剩、加工费快速下行，头部企业资本开支自 2022 年高点回落超 70%、在建工程占比由约 40%降至约 10%，扩产意愿低迷，我们预计 2026-2027 年全球新增产能仅 21/23 万吨，较为有限。供需对冲下，我们预计 2026 年行业需求产能率回升至 93%、2027 年需求产能率进一步提升，加工费有望继续上涨，头部厂商凭借技术储备、优质客户绑定及稳健现金流，有望在本轮格局修复中同步实现市占率提升与盈利兑现。
- **公司以锂电铜箔为基本盘，同步突破 PCB 高端电子电路铜箔。**公司铜箔总产能约 16 万吨，包含 3 万吨电子箔，产线具备锂电/电子双向切换弹性，2027 年有望优化至 12+4 结构，向更高利润的电子箔倾斜。2025 年公司铜箔出货 7.24 万吨，我们预计 2026 年锂电铜箔出货 11.5 万吨，同比+59%；随着公司高端电子箔送样，我们预计 2026/2027/2028 年电子箔分别出货 1.0/3.0/3.3 万吨，结构向高价值产品切换。锂电铜箔方面，公司极薄化+功能化产品占比持续提升，2025 年高端极薄产品占比约 25%，公司预计 2026 年提升至 50%，带动平均加工费上移；随着 RTF/HVLP 占比提升，电子箔平均加工费有望大幅上行，我们测算公司电子电路铜箔单吨利润有望由 2026 年的 0.46 万元/吨提升至 2027 年的 1.87 万元/吨，贡献显著利润弹性。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司锂电铜箔客户订单充足、电子电路铜箔高端产品验证持续推进、2027 年利润弹性有望显著释放，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.6/16.2/21.2 亿元，同比+321.5%/+145.7%/+30.7%，对应 PE 分别为 38/16/12 倍，我们认为公司估值具备修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，铜价及原材料价格波动风险，加工费不及预期风险，市场竞争加剧风险，技术迭代及新技术替代风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.53
一年最低/最高价	5.52/18.42
市净率(倍)	4.47
流通 A 股市值(百万元)	25,212.18
总市值(百万元)	25,212.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.25
资产负债率(% ,LF)	65.85
总股本(百万股)	1,735.18
流通 A 股(百万股)	1,735.18

相关研究

- 《诺德股份(600110): 动态点评: 加工费下行盈利承压, 加码布局复合集流体》
2023-10-05
- 《诺德股份(600110): 2022 年三季度报点评: 业绩低于市场预期, 出货环增盈利下滑》
2022-10-26

内容目录

1. 诺德股份：锂电铜箔盈利反转在即，高端电子箔业务迎来突破	5
1.1. 发展历程：深耕锂电铜箔二十余载，持续巩固技术、客户优势	5
1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验深厚	6
1.3. 财务情况：铜箔产品为业绩核心支柱，26Q1 业绩拐点已现	7
1.3.1. 铜箔产品为业绩核心支柱，26Q1 公司业绩拐点已现	7
1.3.2. 盈利水平触底回升，费用率明显改善	9
2. 锂电铜箔：供需结构反转，盈利逐季提升	10
2.1. 需求：动储需求高景气，我们预计 26 年锂电铜箔需求同比+29%.....	10
2.1.1. 国内动力：单车带电量上行叠加电动重卡放量，26 年国内电池需求同比+7%.....	10
2.1.2. 海外动力：电动化提速，26 年海外电池需求同比+33%.....	10
2.1.3. 储能：我们预计 26 年全球储能需求 1128GWh，同增 75%	11
2.1.4. 需求合计：我们预计全球动储需求 26 年同增 38%.....	12
2.1.5. 锂电铜箔需求：我们预计 2026 年铜箔需求同比+29%.....	12
2.2. 供给端：26-27 年新增产能较少	13
2.3. 26 年供需紧平衡，27 年或存在供给缺口	14
2.4. 竞争格局：中国企业主导，头部厂商受益格局修复	14
2.5. 生产设备：阴极辊已基本完成进口替代	15
2.6. 资本开支：资本开支大幅收缩，在建工程占比回落	16
3. 公司：铜箔主业量利修复，高端电子箔打开利润弹性	16
3.1. 锂电铜箔：出货修复、加工费上行，主业盈利进入改善通道	16
3.1.1. 产品极薄化+功能化布局完善，满足动储高端需求	16
3.1.2. 溶铜、生箔、表处决定产品稳定性，良率改善支撑成本下降	18
3.1.3. 铜价顺价、加工费贡献利润，价格修复带动盈利改善	19
3.1.4. 25 年出货和毛利率率先改善，26 年利润弹性有望释放	20
3.2. 电子电路铜箔：高温延展铜箔向反转/超低轮廓升级，单吨盈利显著提升	22
3.2.1. 算力、通信、封装升级拉动高端电子箔需求	22
3.2.2. 高温延展→反转→超低轮廓，产品代际对应加工费跃升	23
3.2.3. 产品矩阵覆盖高频高速场景，高端客户验证持续推进	24
3.2.4. 反转/超低轮廓铜箔占比提升，电子箔单吨盈利上行	26
3.3. 锂电基本盘稳固，电子箔放量打开排产弹性	27
3.3.1. 锂电箔利润基本盘稳固，客户结构优于同业	27
3.3.2. 区位、工艺、认证三重支撑，电子箔放量兑现确定性强	28
3.3.3. 产能共用、双线共振，放大涨价弹性	29
4. 盈利预测与投资评级	31
4.1. 盈利预测	31
4.2. 估值与投资建议	33
5. 风险提示	34

图表目录

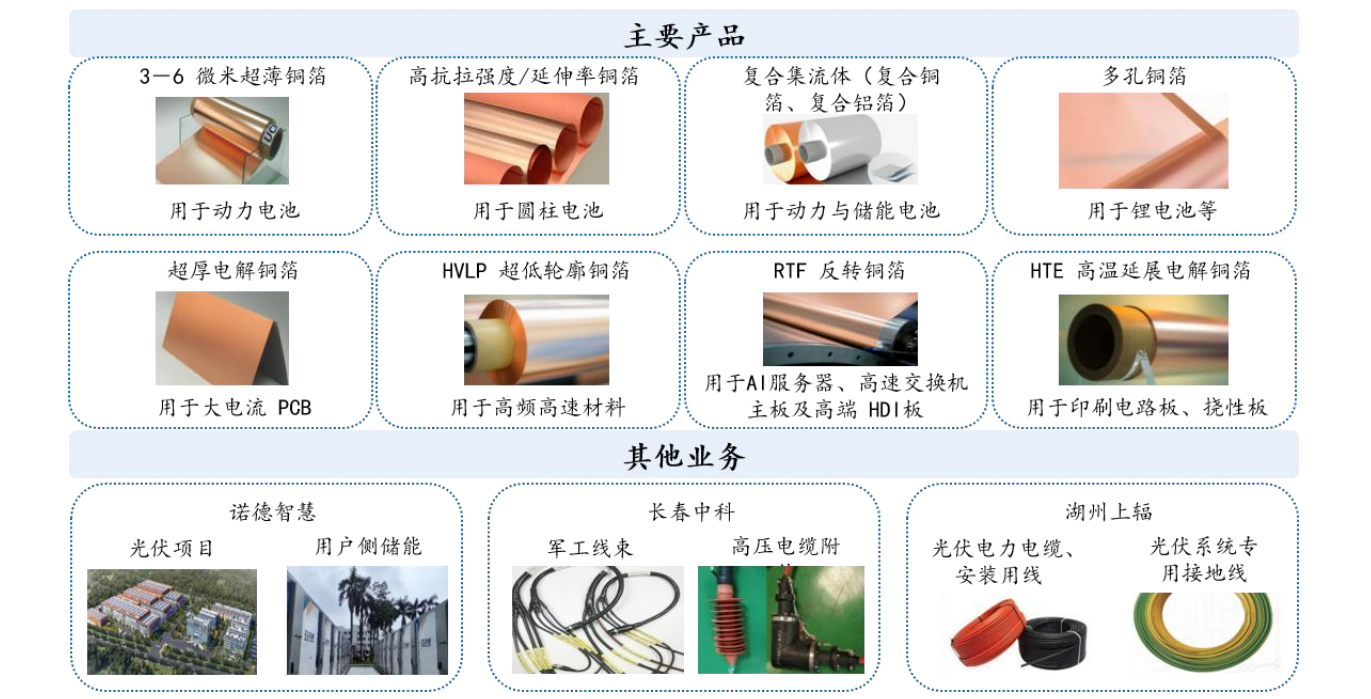
图 1:	诺德股份产品矩阵	5
图 2:	诺德股份发展历程	6
图 3:	诺德股份股权结构 (截至 2026Q1)	7
图 4:	2021-2026Q1 营收及增速 (亿元, %)	8
图 5:	2021-2026Q1 归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图 6:	2021-2025 年公司分产品营业收入 (亿元)	8
图 7:	2021-2026Q1 公司毛利率与销售净利率 (%)	9
图 8:	2021-2026Q1 公司期间费用率 (%)	9
图 9:	2025 年中国锂电铜箔出货量占全球出货量比重	15
图 10:	2025 年中国锂电铜箔企业竞争格局 (按出货量)	15
图 11:	阴极辊国产替代进程	15
图 12:	铜箔行业主要企业资本开支 (亿元)	16
图 13:	铜箔主要企业在建工程与固定资产 (亿元, %)	16
图 14:	诺德锂电铜箔生产流程及核心控制点	18
图 15:	诺德铜箔收入及出货量持续修复	20
图 16:	诺德铜箔毛利率及单吨毛利触底回升	21
图 17:	诺德股份有效产能 (吨)	27
图 18:	诺德股份四大生产基地	27
图 19:	诺德股份合作客户	28
图 20:	诺德股份主要客户合作进展	28
图 21:	诺德股份黄石基地鸟瞰图	29
图 22:	诺德股份 HVLP 进展	29
图 23:	锂电与电子铜箔核心设备可共用	30
图 24:	诺德股份主营产品	31
图 25:	诺德股份可比公司估值表 (截至 2026 年 7 月 2 日)	33
表 1:	诺德股份管理层	7
表 2:	国内本土电动乘用车及装机电量预测	10
表 3:	海外电动乘用车及装机电量预测	11
表 4:	全球储能电池需求测算	11
表 5:	动力及储能电池需求增速预期	12
表 6:	全球锂电铜箔实际需求测算	12
表 7:	全球铜箔产能 (万吨)	13
表 8:	全球铜箔需求产能率测算	14
表 9:	主流铜箔公司出货量测算 (万吨)	14
表 10:	诺德锂电铜箔产品矩阵	17
表 11:	锂电铜箔工艺控制对成本和盈利的影响	19
表 12:	铜箔定价机制及利润影响因素	20
表 13:	锂电铜箔出货量与单吨净利敏感性测算	21
表 14:	电子电路铜箔升级驱动因素及性能要求	22
表 15:	不同类型铜箔加工费及单吨利润水平	23

表 16: 诺德电子电路铜箔产品矩阵及应用进展	24
表 17: 诺德高端电子箔产品进展梳理	25
表 18: 诺德电子电路铜箔出货结构及盈利弹性测算	26
表 19: 诺德电子电路铜箔产品结构升级路径	27
表 20: 锂电铜箔与电子电路铜箔工艺协同及差异	30

1. 诺德股份：锂电铜箔盈利反转在即，高端电子箔业务迎来突破

锂电铜箔盈利反转在即，高端电子箔业务迎来突破。公司是全球领先的高性能电解铜箔专业供应商、国内极薄锂电铜箔龙头企业，专注于高端锂电铜箔、PCB 电子电路铜箔的研发、生产和销售，同时布局锂电池前沿材料开发。2025 年公司铜箔产品营收 67.45 亿元，占比 92%，仍为绝对主导。锂电铜箔是公司核心主业，产品包括公司自主研发的 3-6 微米超薄铜箔、高抗拉强度铜箔、高延伸率铜箔、多孔铜箔、超厚电解铜箔、复合集流体（复合铜箔、复合铝箔）、HVLP 超低轮廓铜箔、RTF 反转铜箔及 HTE 高温延展电解铜箔等，并且与海内外知名大型锂电企业建立了多年稳定的合作关系，在全球市场中占有较高份额。此外，公司突破 PCB 高端电子电路铜箔，产品验证持续推进，覆盖标准铜箔、HTE 高温高延伸、LP/RTF 低轮廓、VLP 甚低轮廓、HVLP 超低轮廓全系列，加速高端国产替代。26Q1 公司实现营业收入 25.4 亿元，同比+80%，归母净利润 0.4 亿元，同比+206%，受益于铜箔行业下游需求回暖、产能释放带来的量价齐升，公司行业地位与盈利能力进一步巩固。

图1：诺德股份产品矩阵



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.1. 发展历程：深耕锂电铜箔二十余载，持续巩固技术、客户优势

深耕锂电铜箔领域二十余年，持续巩固技术、客户优势。公司是国内首家自主研发并生产电解铜箔的新材料高科技企业，旗下拥有四大电解铜箔生产基地，现已成为国际知名的锂电铜箔专业供应商。公司前身成立于 1989 年，源于中国科学院长春应用化学研究所创建的企业，1997 年在上海证券交易所主板上市。1992 年惠州联合铜箔创立，成为

中国大陆自研自产电解铜箔先行企业。公司于 2002 年改制，主营业务逐步转向锂电铜箔领域，通过增持取得联合铜箔绝对控股权。技术储备上，公司持续推进锂电铜箔极薄化进程，2013 年成功研发出 6 微米双面光锂电铜箔产品，2019 年突破至 4 微米，2021 年进一步突破至 3.5 微米。2025 年，公司推出双面镀镍铜箔，适配半固态/固态电池技术。客户方面，在国内，公司与宁德时代、比亚迪、中创新航、亿纬锂能、国轩高科等头部锂电企业建立长期稳定的合作关系；在国际上，公司批量稳定供货给 LG 新能源、SKI、松下等国际巨头。此外，公司从 2023 年起布局高端电子电路铜箔业务，2025 年发布 HVLP-3/4 等产品。2025 年 12 月，公司自主研发的复合铝箔成功完成首批海外订单交付；公司 RTF-3 及 HVLP-1/2 产品已进入国内和台系头部厂商供应链，HVLP-3/4 产品正在送样测试，现有 16 万吨铜箔产能中，有 3 万吨具备高端电子电路铜箔生产能力。

图2：诺德股份发展历程

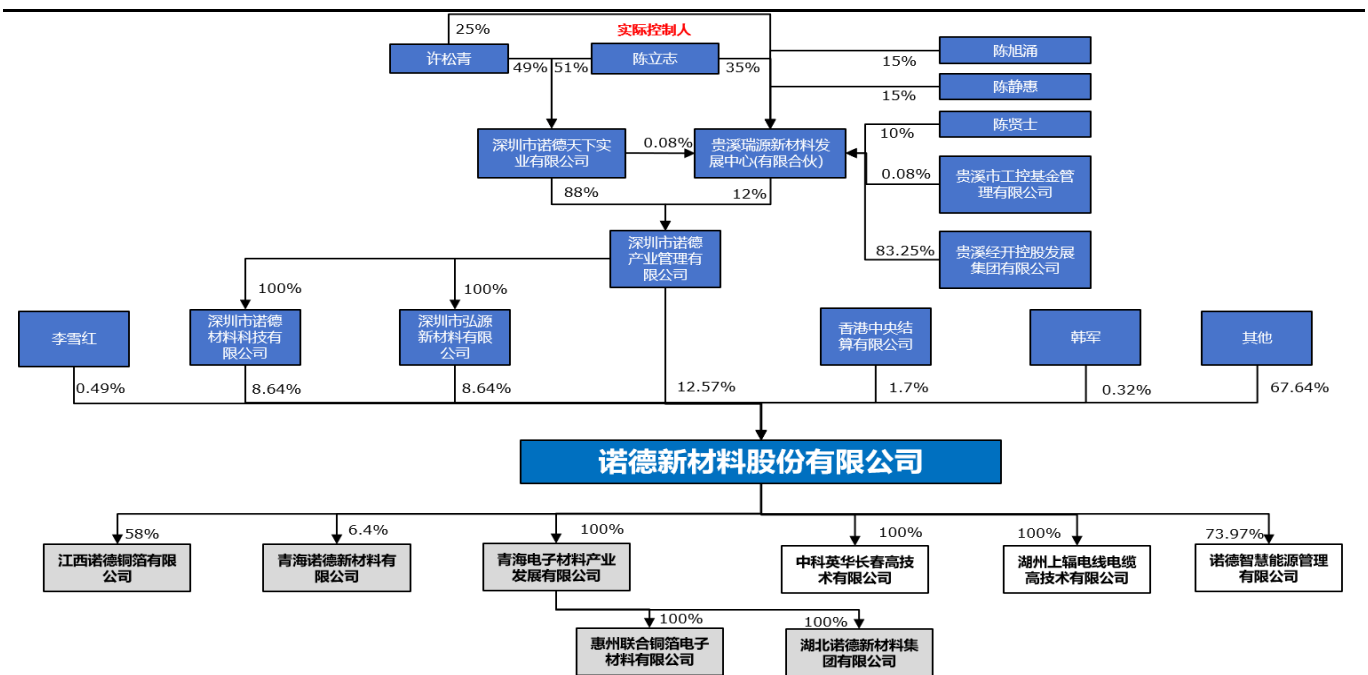


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富

股权结构清晰稳定，实际控制人陈立志控股 13.61%。并实现产业链多元布局。截至 2026Q1，公司实际控制人为董事长陈立志，控股 13.61%，股权结构整体清晰稳定。公司直接或间接控股江西诺德、青海诺德、青海电子材料、惠州联合铜箔电子材料、湖北诺德新材料集团等公司，依托各主体构建四大电解铜箔生产基地，成为国际知名的锂电铜箔龙头供应商。同时，公司控股中科英华长春高技术有限公司（主要产品为热缩材料）、湖州上辐电线电缆高技术有限公司（主要产品为辐照线缆）、诺德智慧能源管理有限公司（主营风光储项目），在长春、浙江、深圳建有多多个高新技术产业园，业务涉及高分子材料冷缩、热缩产品、高压电缆附件产品的开发及生产，各种类型的铜面基板、半固化片、铝基板及特殊材料，以及电线电缆、电缆母料、电缆附件辐射加工等领域，实现产业链布局多元化。

图3: 诺德股份股权结构 (截至 2026Q1)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

管理层技术底蕴深厚, 核心成员具备丰富的铜箔行业从业经验。公司董事长陈立志于 2015 年 7 月起担任公司董事, 2018 年 9 月起出任公司董事长, 长期主导公司战略方向, 技术与管理经验深厚。总经理陈郁弼于 2016 年 4 月至 2024 年 4 月任公司常务副总经理、2024 年 4 月起任公司总经理, 其曾任台塑集团南亚公司电子部覆铜板销售负责人、广州宏仁电子工业有限公司营业部经理、联茂电子股份有限公司华南区总经理、灵宝华鑫铜箔有限责任公司总经理等职, 有丰富的铜箔行业从业经验。

表1: 诺德股份管理层

姓名	职位	背景
陈立志	董事长	清华五道口在职 EMBA 在读。曾担任中国人民政治协商会议第十二届青海省委员会委员。2015 年 8 月至今担任诺德新材料股份有限公司实际控制人, 2015 年 7 月至 2018 年 9 月担任诺德新材料股份有限公司第八届董事会董事, 2018 年 9 月至今任诺德新材料股份有限公司董事长。
陈郁弼	总经理	本科学历。曾任台塑集团南亚公司电子部覆铜板销售负责人、广州宏仁电子工业有限公司营业部经理、联茂电子股份有限公司华南区总经理、灵宝华鑫铜箔有限责任公司总经理, 2016 年 4 月至 2024 年 4 月担任诺德新材料股份有限公司常务副总经理。2024 年 4 月 10 日至今任诺德新材料股份有限公司总经理。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

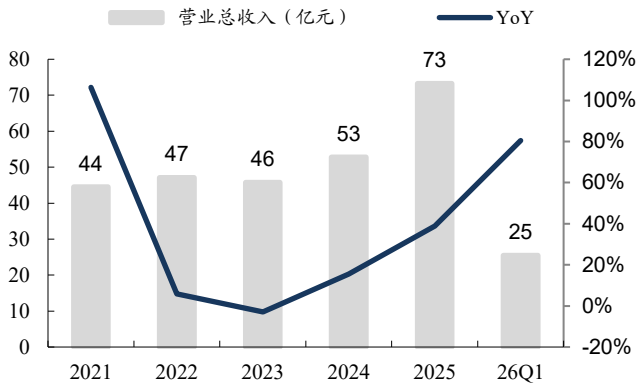
1.3. 财务情况: 铜箔产品为业绩核心支柱, 26Q1 业绩拐点已现

1.3.1. 铜箔产品为业绩核心支柱, 26Q1 公司业绩拐点已现

受益于行业供需改善, 26Q1 公司业绩拐点已现。2021-2025 年, 公司营业收入 CAGR 达 13.3%, 但 2022-2023 年增速较低, 主要由于 2021 年新能源汽车高景气度带动铜箔行业量价齐增, 当年公司营收同比高增 106%带来较高基数; 后续 2022-2023 年由于行业高

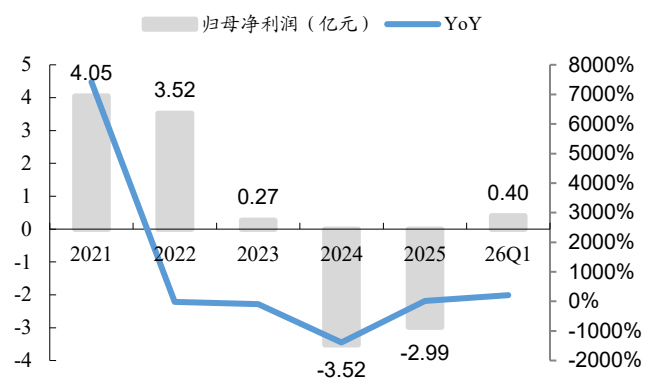
速扩产导致供过于求，铜箔加工费快速下行。行业经历 2023-2024 年扩产放缓、低效产能出清后，整体产能规模趋于刚性，强化公司高端产能稀缺性与议价能力。2025 年公司实现营业收入 73.3 亿元，同比+39%；实现归母净利润-2.99 亿元，同比+15%，亏损收窄，反映公司 2025 年扩产放量落地，但铜箔加工费仍然维持低位，影响盈利能力。受益于铜箔行业供需格局改善及加工费修复，公司 26Q1 营收 25.4 亿元、同比+80%，归母净利润 0.4 亿元、同比+206%，成功扭亏为盈，业绩拐点确立。展望后续，锂电铜箔出货量有望延续高增长，叠加高端电子箔涨价与进展兑现，我们预计 2026 年公司主业将进一步修复。

图4：2021-2026Q1 营收及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

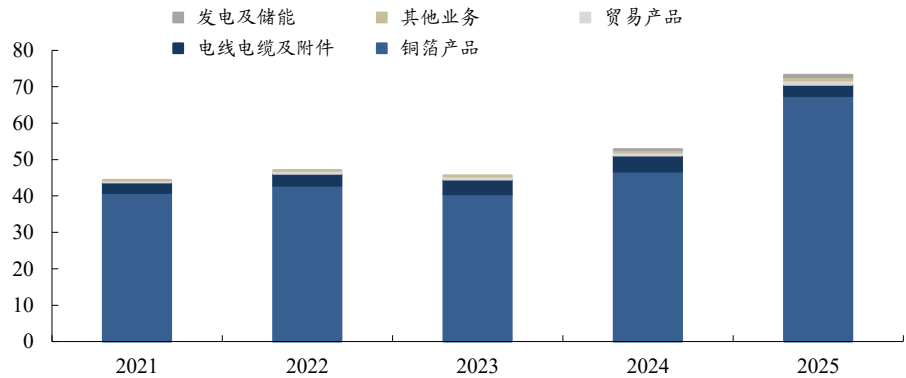
图5：2021-2026Q1 归母净利润及增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

铜箔产品为业绩核心支柱，量利齐升驱动盈利弹性释放。分产品看，铜箔产品为公司绝对主业，2025 年营收达 67.45 亿元，同比+44%，21-25 年 CAGR 达 13.4%，营收占比长期维持在九成左右，2025 年营收占比 92%。公司传统锂电铜箔产品毛利率较低，2025 年铜箔产品整体毛利率为 7.6%。公司预计 2026 年高端极薄产品占比将从 2025 年的 25%提升至 50%，叠加 PCB 高端铜箔突破，我们预计 26 年公司铜箔主业盈利能力将进一步提升。

图6：2021-2025 年公司分产品营业收入（亿元）



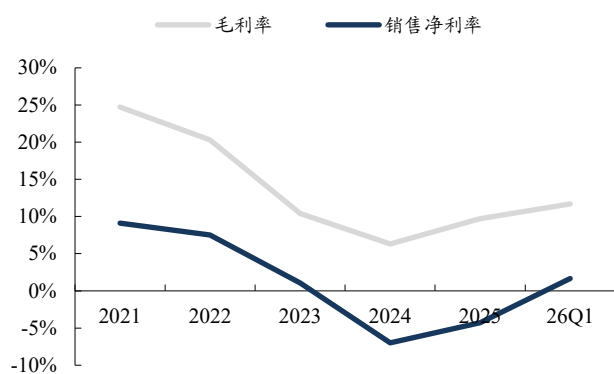
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 盈利水平触底回升，费用率明显改善

铜箔加工费触底回升，盈利水平持续修复。盈利水平上，2021-2024 年，公司毛利率由 24.7%持续下滑至 6.3%，销售净利率由 9%持续下滑至-7%，主要系铜箔行业产能过剩、加工费快速下行所致；随着 25Q4 铜箔加工费上行，2025 年公司毛利率回升至 9.7%，销售净利率回升至-4%；26Q1 毛利率进一步恢复至 11.7%，销售净利率扭亏恢复至 2%，盈利修复趋势明确。

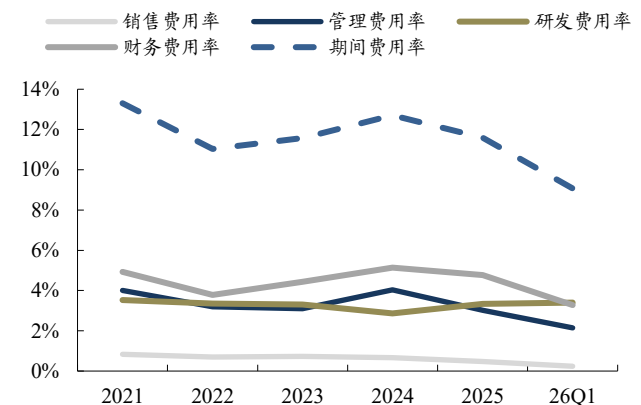
26Q1 费用率明显改善。2021-2025 年，期间费用率由 13.3%波动下降至 11.6%，其中 2023 年达到 12.7%的阶段高点，各项费用整体管控良好，长期维持稳定，2025 年期间费用率较 2024 年下降 1.1pct，费用管控初见成效。26Q1 公司期间费用率降至 9.1%，明显改善。其中，2021-2025 年研发费用率维持在 2.9%-3.5%之间，26Q1 为 3.4%，长期保持稳定，主要系公司对铜箔技术的持续投入。公司销售费用率长期低于 1%，2025 年为 0.5%，26Q1 降至 0.2%，反映公司绑定下游大客户，受益于行业较高认证壁垒。公司 2025 年管理费用/财务费用率分别为 3%/4.8%，26Q1 分别降至 2.1%/3.3%，同比分别 -0.9pct/+1.5pct，费用率明显改善。

图7：2021-2026Q1 公司毛利率与销售净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2021-2026Q1 公司期间费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 锂电铜箔：供需结构反转，盈利逐季提升

2.1. 需求：动储需求高景气，我们预计 26 年锂电铜箔需求同比+29%

2.1.1. 国内动力：单车带电量上行叠加电动重卡放量，26 年国内电池需求同比+7%

国内乘用车单车带电量提升，我们预计 26 年同比+12%。2026 年 1-4 月乘用车带电量平均 53.4kwh，同比 2025 年同期增长 19.8%，25 年年乘用车带电量为 46kwh，我们原预期 26 年乘用车带电量 48kwh，1-4 月乘用车带电量已超我们预期。我们预计 26 年国内乘用车单车平均带电量 51.3kwh，同比+12%。

电动重卡：维持 50%增长预期，确定性加强。26 年电动重卡 1-4 月销 7.17 万辆，同比 2025 年同期+56%，26 全年我们预计电动重卡销量有望实现 40%+增长至 35 万辆，电动化率超 40%。叠加其他商用车电池需求，26 年我们预计国内商用车销量同比增长 31%至 97 万辆，其中电动重卡增长 50%至 35 万辆；电池装机需求 201GWh，同比+47%。

26 年国内动力电池需求我们预计可维持 7%增长。我们预计 26 年国内本土乘用车电动车销量同比-5%至 1248 万辆，考虑单车带电量同比+12%至 51.3kwh，我们预计国内 26 年国内乘用车动力电池需求 640gwh，同比+7%。

表2：国内本土电动乘用车及装机电量预测

	2025	2026E	2027E
国内：新能源乘用车销量（万辆）	1313.4	1247.7	1333.2
YoY	19%	-5.00%	6.85%
国内：电动乘用车电池装机需求（Gwh）	599.7	640.2	702
YoY	27%	6.75%	9.65%
乘用车单车带电量（kwh）	45.7	51.3	52.7
国内：纯电动销量（万辆）	811.6	771	832.7
单车电池容量（kwh）	56.4	62.1	63.3
纯电动需求量（Gwh）	457.9	478.5	527.1
国内：插电式销量（万辆）	501.8	476.7	500.6
-占比	38%	38%	38%
单车电池容量（kwh）	28.3	33.9	34.9
插电式动力需求量（Gwh）	141.8	161.7	174.8

数据来源：中汽协，东吴证券研究所测算

2.1.2. 海外动力：电动化提速，26 年海外电池需求同比+33%

海外电动化提速，我们预计 26 年海外电池需求同比+33%。在欧洲市场，主流国家 2026 年 1-5 月电动车累计销 143 万辆，同比 2025 年同期+33%，我们预计 26 全年欧洲销量 522 万辆，同比+35%，且存在进一步超预期的可能。其他国家方面，2026 年 1-4 月电动车累计销售 68.8 万辆，同比 2025 年同期+77%，26 全年销量增速上修至 80%左右，增长势头超此前我们预期。综合来看，我们预计 26 年海外动力电池装机需求 575GWh，同比+33%，欧洲市场的稳步渗透与其他国家市场的加速放量共同构成海外需求增长的

核心驱动力。

表3: 海外电动乘用车及装机电量预测

	2025	2026E	2027E
海外: 新能源乘用车销量 (万辆)	711	934	1171
YoY (%)	27%	31%	25%
-海外电动化率 (%)	13%	16%	20%
-欧洲新能源车销量 (万辆)	387	522	627
-YoY (%)	31%	35%	20%
-欧洲电动化率 (%)	25%	33%	40%
-美国 (万辆)	163	121	133
-YoY (%)	1%	-26%	10%
-美国电动化率 (%)	10%	8%	8%
-其他国家 (万辆)	161	291	411
-YoY (%)	57%	80.23%	41.37%
-其他国家电动化率 (%)	6.51%	11.39%	15.64%
海外: 乘用车动力电池装机需求 (Gwh)	413	547	695
海外: 商用车动力电池装机需求 (Gwh)	20	28	32
合计海外动力装机 (GWh)	433	575	726

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所测算

2.1.3. 储能: 我们预计 26 年全球储能需求 1128GWh, 同增 75%

我们预计 26 年全球储能需求 1128GWh, 同增 75%。我们预计 25 年全球储能电池出货量 643gwh, 同增 95%, 26 年我们预计全球储能需求上修至 75%增长至 1128GWh。考虑当前储能渗透率较低, 远期空间庞大, 我们预计 2027 年全球储能仍可维持 40%+ 增长, 至 1576GWh; 2030 年需求超 2700GWh。总体看, 2026 年国内和美国仍有超预期空间。

表4: 全球储能电池需求测算

全球市场	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球储能装机需求 (Gwh)	212	362	623	905	1163	1433	1753
-储能装机增速	67%	71%	72%	45%	28%	23%	22%
-放大比例	155%	177%	181%	174%	162%	158%	155%
全球储能出货量 (Gwh)	329	643	1128	1576	1886	2268	2716
-储能出货增速	61%	95%	75%	40%	20%	20%	20%
其中储能出货量: 分区域							
美国 (Gwh)	88	128	157	195	236	301	403
-增速	49%	46%	23%	24%	21%	28%	34%
-占比	27%	20%	14%	12%	13%	13%	15%
中国 (Gwh)	144	286	489	633	707	756	812
-增速	86%	98%	71%	29%	12%	7%	7%
-占比	44%	44%	43%	40%	37%	33%	30%
欧洲 (Gwh)	44	94	173	246	304	366	433
-增速	39%	116%	83%	42%	24%	20%	18%
-占比	13%	15%	15%	16%	16%	16%	16%
其他地区 (Gwh)	53	134	308	503	638	844	1067
-增速	46%	153%	130%	63%	27%	32%	26%
-占比	16%	21%	27%	32%	34%	37%	39%

数据来源: CPIA、中关村储能联盟、储能与电力市场、CNESA、CESA, 东吴证券研究所

2.1.4. 需求合计：我们预计全球动储需求 26 年同增 38%

我们预计全球动储需求 26 年同增 38%。26 年我们预计全球动力储能需求 2855GWh，同增 38%，消费 154GWh，合计 3009GWh，同比增长 35%；27 年动储需求 3615GWh，同增 27%，总体 3791GWh，同比增长 26%。

表5：动力及储能电池需求增速预期

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,062	1,426	1,728	2,040	2,353	2,724	3,171
YoY	22%	34%	21%	18%	15%	16%	16%
全球消费类电池合计 (gwh)	144	162	154	162	170	178	187
国内消费类电池 (gwh)	78	90	86	90	95	99	104
海外消费类电池 (gwh)	65	72	68	72	75	79	83
全球储能电池合计 (gwh)	329	643	1,128	1,576	1,886	2,268	2,716
YoY	61%	83%	75%	40%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	144	286	489	633	707	756	812
海外储能电池 (gwh)	185	357	638	957	1196	1436	1723
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	1,390	2,069	2,855	3,615	4,238	4,993	5,887
YoY	29%	49%	38%	27%	17%	18%	18%
全球锂电池合计 (gwh)	1,534	2,231	3,009	3,791	4,426	5,095	5,894
YoY	27%	45%	35%	26%	17%	15%	16%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2.1.5. 锂电铜箔需求：我们预计 2026 年铜箔需求同比+29%

铜箔需求步入新一轮高增长周期，我们预计 2026 年锂电铜箔需求同比+29%。平均 1Gwh 电池需要铜箔 0.05 万吨，储能需求爆发、海外动力放量、国内单车带电量提升三重驱动下，我们预计 26/27 年全球铜箔实际需求分别为 163/197 万吨，同比+29%/+21%，需求高景气为加工费修复及行业供需改善奠定坚实基础。

表6：全球锂电铜箔实际需求测算

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1. 不同电池对应铜箔需求比例							
1gwh 三元电池对应铜箔 (万吨)-国内	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04
1gwh 三元电池对应铜箔 (万吨)-海外	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
1gwh 铁锂电池对应铜箔 (万吨)	0.068	0.06	0.057	0.055	0.055	0.054	0.054
1gwh 钴酸锂电池对应铜箔 (万吨)	0.056	0.05	0.048	0.047	0.047	0.046	0.046
1gwh 锰酸锂电池对应铜箔 (万吨)	0.091	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082	0.082
2. 国内铜箔需求测算 (分类型)							
国内三元铜箔需求 (万吨)	9.4	8.2	8.1	8.9	9.6	10.4	11.2
国内磷酸铁铜箔需求 (万吨)	36	53.9	67.8	77.3	84	91.6	99.3
国内钴酸锂铜箔需求 (万吨)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.9
国内锰酸锂铜箔需求 (万吨)	0	0	0	0	0	0	0
国内铜箔需求合计 (万吨)	46.9	63.4	77.2	87.5	94.9	103.2	112.5

3. 海外铜箔需求测算（分类型）							
海外三元铜箔需求（万吨）	13.2	15.3	17.4	20.8	23	26	29.9
海外磷酸铁锂铜箔需求（万吨）	16.77	26.84	42.32	57.04	73.76	93.21	116.13
海外钴酸锂铜箔需求（万吨）	2.1	2	2	2.2	2.3	2.6	2.8
海外铜箔需求合计（万吨）	32	44.1	61.7	80	99.1	121.8	148.8
4. 全球铜箔需求测算（分类型）							
全球三元铜箔需求（万吨）	22.6	23.5	25.6	29.7	32.6	36.4	41.1
全球钴酸锂铜箔需求（万吨）	3.6	3.3	3.2	3.4	3.6	3.8	4.7
全球磷酸铁锂铜箔需求（万吨）	52.8	80.7	110.1	134.3	157.8	184.8	215.5
全球锰酸锂铜箔需求（万吨）	0	0	0	0	0	0	0
合计：全球铜箔装机需求（万吨）	78.9	107.5	138.9	167.4	194	225	261.2
-增速	19%	36%	29%	21%	16%	16%	16%
合计：全球铜箔实际需求（万吨）	93	126	163	197	228	265	307

数据来源：EVTank, GGII, 东吴证券研究所测算

2.2. 供给端：26-27 年新增产能较少

26-27 年全球锂电铜箔新增产能较为有限。26 年我们预计全球锂电铜箔产能合计 175 万吨，新增 21 万吨；27 年我们预计 198 万吨，新增 23 万吨，主要由嘉元科技、华创新材、海亮股份贡献，新增产能有限。

表7：全球铜箔产能（万吨）

铜箔	23年有效产能	24年有效产能	25年有效产能	26年有效产能	27年有效产能
诺德股份	7	12	12	13.5	15.5
龙电华鑫	12.5	13	15.5	15.5	15.5
铜冠铜箔	2	4.5	4	2.5	2.5
嘉元科技	8	9	12	15	20
湖北中一	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
德福科技	12.5	12.5	12.5	16	16
海亮股份	2.5	5	7	11	16
国内总产能	86.5	119.2	131.9	153.9	174.4
乐山集团	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Solus Advanced					
Materials	4	5	5	5	5
SK Nexilis	5	6	11	11	14
海外总产能	19.1	20.6	25.6	25.6	28.6
全球总产能	103	136.2	153.5	174.9	197.8

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所测算

2.3. 26 年供需紧平衡，27 年或存在供给缺口

根据我们的测算，26 年全球锂电铜箔供给 175 万吨，需求 163 万吨，需求产能率 93%；27 年需求产能率进一步提升，供给 198 万吨，需求 197 万吨。格局较分散，国内已上市 5 家铜箔企业，25 年锂电箔出货量 36 万吨+，26 年我们预计 51 万吨，占全球需求 31%。

表8: 全球铜箔需求产能率测算

铜箔	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全行业有效供给 (万吨)	45	72	103	136	154	175	198
-同比	76%	61%	43%	32%	13%	14%	13%
需求 (万吨)	40	62	78	93	126	163	197
-同比	78%	53%	27%	19%	36%	29%	21%
过剩	5	11	25	43	27	11	1
需求产能率	90%	85%	76%	68%	82%	93%	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

表9: 主流铜箔公司出货量测算 (万吨)

	2024 年		2025 年		2026 年 E		
		合计	锂电	电子	合计	锂电	电子
诺德股份	5.3	7.2	6.7	0.5	13	11.5	1.5
嘉元科技	6.6	9.9	9.5	0.4	17	16	1
中一科技	6.1	6.9	5.5	1.4	8	5.5	2.5
铜冠铜箔	5.5	7.2	3	4.2	8	2.5	5.5
德福科技	9.3	14.1	11.5	2.6	19	15.5	3.5
国内主流厂商合计	32.8	45.4	36.3	9.1	65	51	14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2.4. 竞争格局：中国企业主导，头部厂商受益格局修复

中国厂商主导全球锂电铜箔供给格局。2025 年中国锂电铜箔出货量占全球比重约 85%，凭借完整的产业链配套、规模化成本优势及与下游电池集群的深度协同，国内厂商已构筑全球性份额壁垒，海外产能受成本曲线与客户配套限制，难以形成有效竞争。

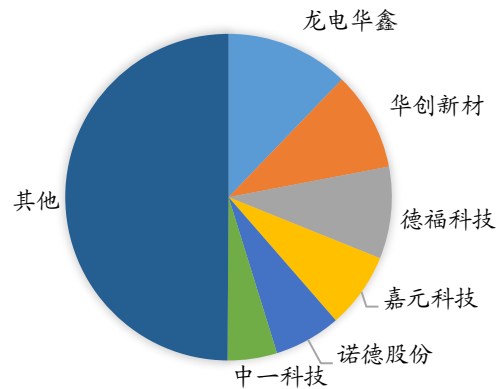
国内呈头部初具雏形+长尾分散特征。龙电华鑫、华创新材、德福科技、嘉元科技、诺德股份、中一科技位列国内第一梯队，但中小厂商合计占比仍接近半数，行业集中度偏低，前期加工费下行周期中二三线产能持续承压、扩产意愿明显回落。4.5 μ m 极薄铜箔、HVLP 高频高速铜箔等高端品类放量，头部企业凭借技术储备、优质客户绑定及稳健现金流，有望在本轮格局修复中同步实现市占率提升与盈利兑现。

图9: 2025年中国锂电铜箔出货量占全球出货量比重



数据来源: 观研报告网, 东吴证券研究所

图10: 2025年中国锂电铜箔企业竞争格局(按出货量)

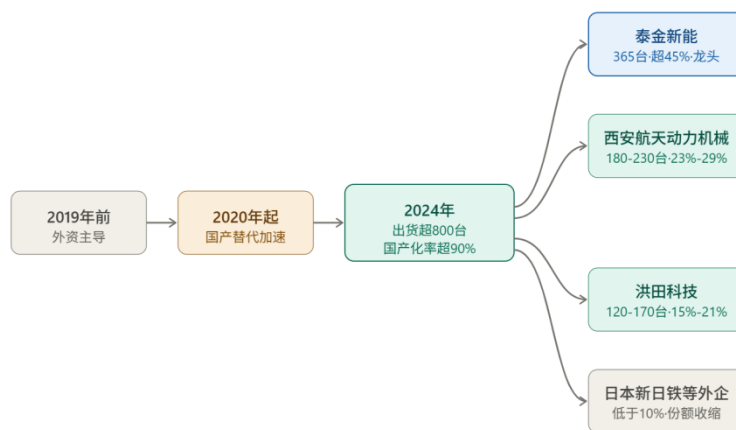


数据来源: 观研报告网, 东吴证券研究所

2.5. 生产设备: 阴极辊已基本完成进口替代

铜箔设备国产替代趋势明确, 阴极辊已基本完成进口替代。作为铜箔生产的核心装备, 阴极辊直接决定箔材表面质量与良率, 技术壁垒长期掌握于日本新日铁、三船等外资手中。2020年以来在材料工艺与精密加工突破驱动下, 国产替代加速推进, 2024年国内出货量超800台, 国产占有率已超90%, 泰金新能凭借工艺积累居首, 2024年出货约365台、市占率超45%, 龙头地位稳固。装备国产化显著降低了铜箔企业的资本开支与维护成本, 亦支撑了4.5 μ m及以下极薄锂电铜箔的规模化量产。

图11: 阴极辊国产替代进程

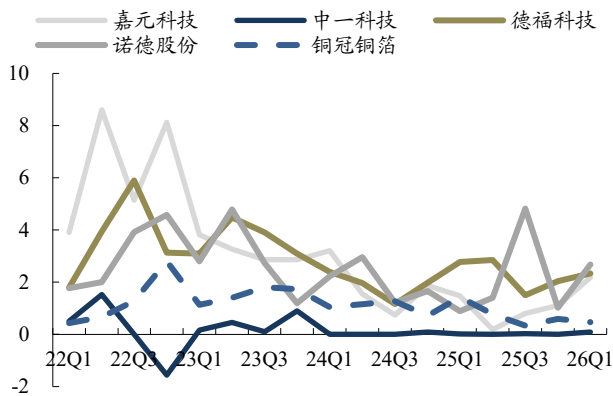


数据来源: 泰金新能招股书, 东吴证券研究所

2.6. 资本开支：资本开支大幅收缩，在建工程占比回落

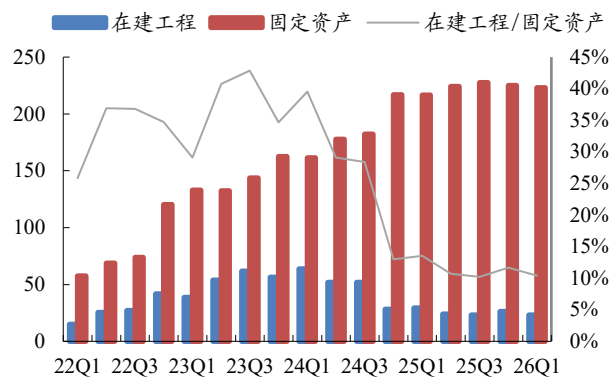
铜箔企业资本开支大幅收缩、在建工程占比持续回落，行业扩产意愿仍低。1) 资本开支：五家头部企业自 22Q2-Q3 的高点持续回落，26Q1 单季资本开支普遍降至 0-3 亿元，较高点回落超 70%，部分企业已连续多个季度接近零投入，行业整体进入维持性投入阶段。2) 在建工程/固定资产比例：自 23Q2 约 40% 的高位持续回落至 26Q1 的约 10%，回落幅度近 30pct，前瞻性扩产投入明显放缓。考虑到当前行业盈利仍承压、企业现金流持续紧张，铜箔环节新增产能投放节奏将进一步放缓。

图12：铜箔行业主要企业资本开支（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：铜箔主要企业在建工程与固定资产（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 公司：铜箔主业量利修复，高端电子箔打开利润弹性

3.1. 锂电铜箔：出货修复、加工费上行，主业盈利进入改善通道

锂电铜箔是公司铜箔业务的基本盘，2025 年已率先体现出出货和毛利率修复。公司在锂电铜箔领域形成极薄化、功能化产品布局，产品覆盖 3-6 微米超薄铜箔、高抗拉强度铜箔、高延伸率铜箔、多孔铜箔等方向，生产端依托溶铜、生箔、表面处理等连续工艺控制产品一致性和良率，销售端采用“铜价+加工费”定价机制。2025 年公司铜箔收入和出货量已明显恢复，后续随着加工费修复、稼动率提升和高端产品占比提升，锂电铜箔单吨盈利有望持续改善，构成公司 2026 年利润修复的基本盘。

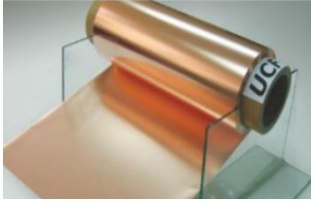
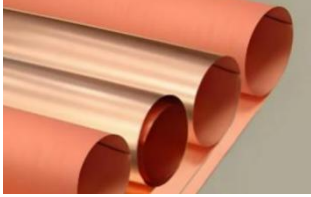


3.1.1. 产品极薄化+功能化布局完善，满足动储高端需求

锂电铜箔是公司铜箔业务的核心基本盘。公司长期深耕电解铜箔领域，围绕动力电池、储能电池、消费电池等应用场景形成较完整的锂电铜箔产品矩阵。公司锂电相关产品包括 3-6 微米超薄铜箔、高抗拉强度铜箔、高延伸率铜箔、锂电池用多孔铜箔、复合集流体及固态电池用镀镍合金箔等，产品覆盖从传统负极集流体到新型集流体材料的多条技术路线。

极薄铜箔是公司锂电铜箔产品升级的主线。公司已研发及量产 6 微米、4.5 微米、3.5 微米、3 微米等极薄铜箔，主要用于新能源汽车动力电池和储能电池制造。铜箔减薄能够降低单位电池用铜量，提升电池能量密度，符合动力电池和储能电池轻量化、高能量密度的发展方向。极薄铜箔对厚度均匀性、抗拉强度、延伸率和表面稳定性要求较高，对生产工艺和良率控制提出更高要求。

功能化铜箔进一步提升公司产品附加值。高抗拉强度铜箔可降低极片涂布过程中的起皱和断裂风险，高延伸率铜箔有助于缓解圆柱电池膨胀过程中的断箔问题；多孔铜箔通过二次深加工提升集流体与电极材料的粘合性，兼顾减重、安全和容量提升；复合集流体、镀镍合金箔等产品面向固态电池及下一代集流体体系。公司产品体系从厚度减薄向强度、延展性、抗氧化、界面稳定性等综合性能升级，有助于提升客户粘性和产品盈利能力。

表10: 诺德锂电铜箔产品矩阵

产品方向	产品图片	技术特点	应用场景	业务意义
3-6 微米超薄铜箔		减薄铜箔、降低单位用铜量，提高电池能量密度	动力电池、储能电池	顺应电池轻量化和高能量密度趋势
高抗拉、高延伸铜箔		改善涂布起皱、断裂和圆柱电池断箔问题	动力电池、圆柱电池、储能电池	提升电芯制造良率和可靠性
多孔铜箔		孔径、开孔率可定制，提升电极材料与集流体粘合性	锂离子电池、固态电池、超级电容器	兼顾减重、安全和容量提升
镀镍合金箔、复合集流体		面向固态电池和新型集流体体系	动力、储能、低空经济、高端消费电子	长期技术储备

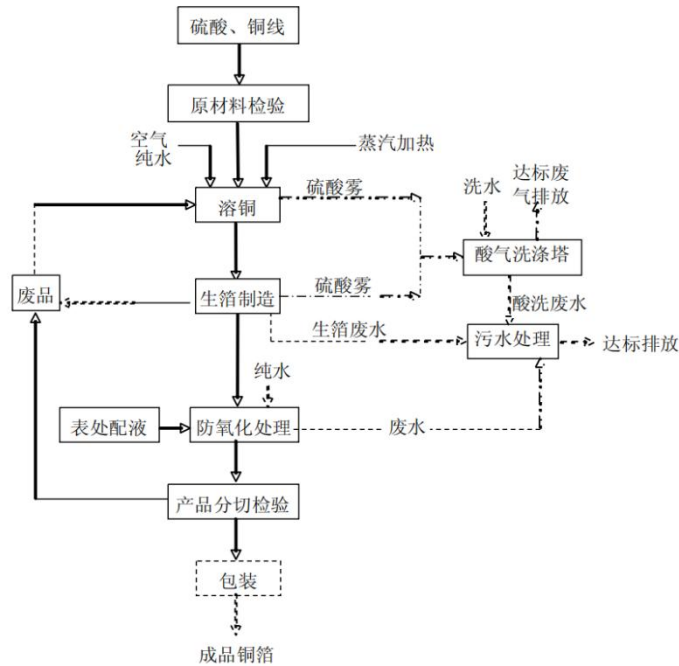
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司锂电铜箔产品矩阵以极薄化和功能化为核心，短期利润修复主要来自 3-6 微米超薄铜箔、高抗拉/高延伸铜箔等成熟产品出货修复，复合集流体、镀镍合金箔等产品更多体现公司面向下一代集流体材料的技术储备。

3.1.2. 溶铜、生箔、表处决定产品稳定性，良率改善支撑成本下降

锂电铜箔的竞争力来自连续工艺控制能力。公司采用以销定产、柔性连续生产模式，围绕客户订单制定生产计划，核心生产环节包括溶铜、生箔制造、表面处理、分切检验和包装。对于极薄铜箔产品，厚度越薄，对生产稳定性、设备精度、添加剂配方和良率控制要求越高，工艺稳定性直接影响客户导入和单吨成本。

图14: 诺德锂电铜箔生产流程及核心控制点



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

溶铜与生箔环节决定产品基础性能。公司将高纯铜线、铜米等原料与稀硫酸反应，制备高纯度、低杂质、成分稳定的硫酸铜电解液，为后续电沉积生箔提供基础。生箔环节通过电化学反应使铜离子在阴极辊表面定向结晶析出，并通过精准调控电流密度、阴极辊转速、电解液流速、温度、添加剂配方等参数，实现厚度均匀性、抗拉强度、延伸率等核心指标的控制。

表面处理环节决定产品差异化。锂电铜箔表面处理聚焦抗氧化、高附着力、高柔韧性，在生箔表面形成保护层，提升耐氧化、耐高低温、耐电解液腐蚀性能，保障电池极片粘结强度、循环寿命与安全性。随后，公司按照客户订单规格进行高精度分切，并通过对在线和离线质检检测厚度均匀性、抗拉强度、延伸率、表面针孔、划痕、氧化及翘曲度等指标。随着出货规模提升、工艺稳定性改善和良率爬坡，公司单位制造成本具备继续下降空间。

表11: 锂电铜箔工艺控制对成本和盈利的影响

环节	核心控制点	对产品的影响	对盈利的影响
溶铜	电解液纯度、杂质控制、成分稳定	保障生箔稳定性	降低异常停机和报废损耗
生箔	电流密度、阴极辊转速、温度、添加剂配方	决定厚度均匀性、抗拉强度、延伸率	提升良率,降低单位制造成本
表面处理	抗氧化、高附着力、高柔韧性处理	提升极片粘结强度、循环寿命和安全性	提升产品等级和加工费
分切检验	厚度、针孔、划痕、氧化、翘曲度检测	保障批次稳定性	降低客户退货和认证风险

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

工艺稳定性最终体现在良率和单位制造成本。极薄铜箔厚度更薄, 对生箔稳定性、表面处理一致性和分切检验精度要求更高; 良率提升后, 单位产品分摊的材料损耗、能耗和制造费用下降。公司后续锂电铜箔盈利修复, 除加工费上行外, 良率提升和稼动率提升也将共同带动单吨成本下降。

3.1.3. 铜价顺价、加工费贡献利润, 价格修复带动盈利改善

公司铜箔业务采用统一销售和价格联动机制。根据公司年报, 各生产基地产品统一销售至百嘉达, 由百嘉达作为集团对外销售主体, 实施直销为主、大客户直供、战略绑定的销售模式。统一销售有助于公司保持价格体系规范、客户服务一致, 并提升对订单、信用和回款风险的管理能力。

铜箔售价由铜价和加工费构成。公司铜箔售价以上月电解铜现货均价加差异化加工费确定, 加工费根据产品厚度、技术等级、表面处理工艺、客户批量、订单期限等因素差异化定价。铜价主要影响收入规模和营运资金占用, 加工费直接决定毛利和单吨盈利。2023-2024 年行业供给宽松、加工费下行, 铜箔企业盈利承压; 2025 年以来, 动力和储能需求恢复, 行业新增有效供给趋缓, 加工费具备修复基础。

公司产品高端化将带动平均加工费改善。极薄铜箔、高抗拉、高延伸、多孔铜箔等产品对生箔均匀性、力学性能、表面处理和客户验证要求更高, 技术等级和加工难度高于常规铜箔。随着动力电池持续追求高能量密度、储能电芯对安全性和循环寿命要求提升, 高端锂电铜箔占比有望继续提高, 带动公司平均加工费和单吨盈利修复。

表12: 铜箔定价机制及利润影响因素

项目	具体内容	对公司盈利影响
铜价	以上月电解铜现货均价为基础传导	影响收入规模和营运资金
加工费	按产品厚度、技术等级、表面处理工艺、客户批量、订单期限差异化定价	决定毛利和单吨盈利
产品结构	极薄铜箔、高抗拉、高延伸等高端产品占比提升	推动平均加工费上行
稼动率	出货提升带来固定成本摊薄	推动单位制造成本下降
客户结构	大客户直供、战略绑定、海外客户导入	影响订单稳定性和盈利水平

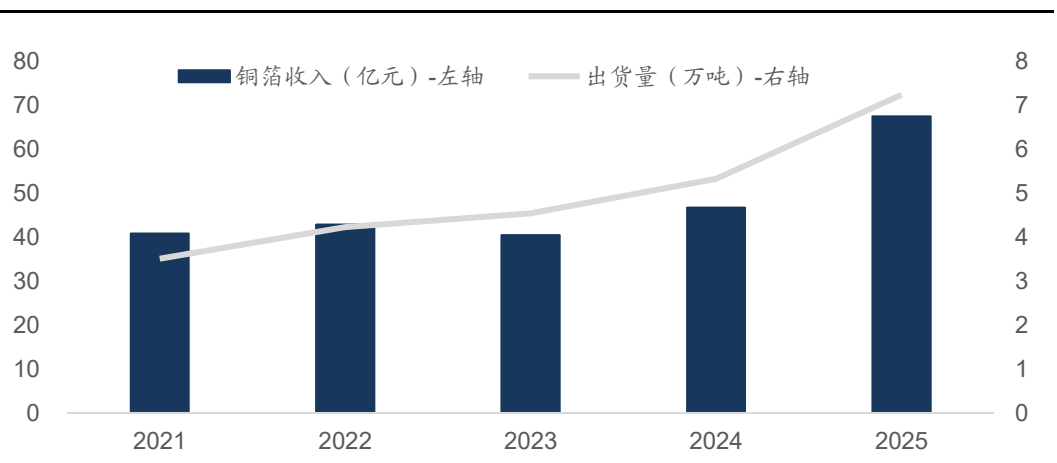
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

加工费修复是锂电铜箔利润改善的核心变量。铜价主要通过顺价机制影响收入规模和营运资金, 加工费直接决定毛利和单吨利润。2025 年以来, 下游动力和储能需求恢复, 行业新增供给节奏放缓, 叠加极薄、高抗拉、高延伸等高端产品占比提升, 公司平均加工费具备修复基础。

3.1.4. 25 年出货和毛利率率先改善, 26 年利润弹性有望释放

1)量: 2025 年铜箔出货和收入率先修复。2025 年公司全年实现营业收入 73.28 亿元, 同比增长 38.86%; 扣除与主营业务无关的收入后, 营业收入为 72.42 亿元, 同比增长 39.07%。铜箔业务层面, 公司铜箔收入同比增长 44.4%至 67.45 亿元, 出货量同比增长 35.7%至 7.24 万吨, 量端改善已率先体现。下游动力和储能需求恢复带动订单修复, 公司出货规模提升后, 产能利用率和固定成本摊薄效应有望继续改善。

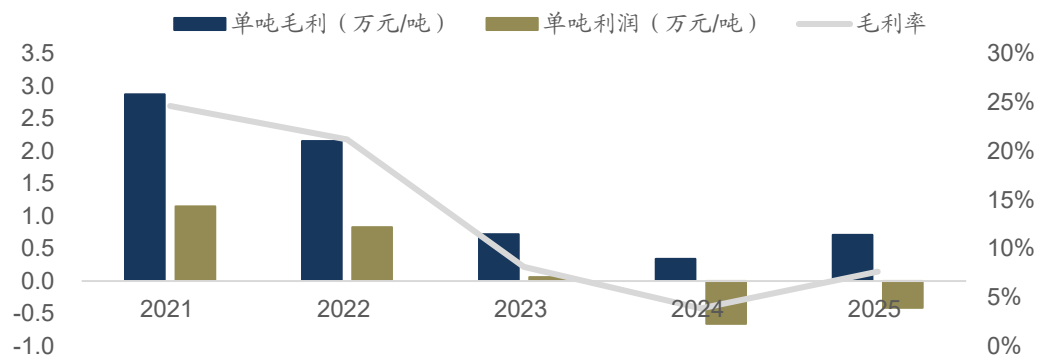
图15: 诺德铜箔收入及出货量持续修复



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2) 利: 毛利率和单吨毛利较底部改善, 单吨利润仍有修复空间。2025 年公司铜箔毛利率修复至 7.64%, 较 2024 年低点提升; 单吨毛利回升至 0.71 万元/吨, 较 2024 年的 0.34 万元/吨明显改善。同期单吨利润仍为-0.41 万元/吨, 说明公司当年处于出货和毛利率率先修复阶段, 利润端尚未充分释放。随着加工费修复、稼动率提升和良率改善, 公司单吨盈利具备继续修复基础。

图16: 诺德铜箔毛利率及单吨毛利触底回升



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3) 弹性: 出货量和单吨净利修复共同决定主业利润空间。锂电铜箔属于规模制造业务, 利润对出货量和单吨净利变化较为敏感。以 12-14 万吨出货量、0.4-0.8 万元/吨单吨净利测算, 锂电铜箔利润贡献区间为 4.8-11.2 亿元。公司 2025 年单吨利润仍处底部区间, 后续加工费修复、稼动率提升、极薄及功能化产品占比提升若持续兑现, 主业利润弹性有望释放, 并为高端电子电路铜箔放量提供利润和现金流支撑。

表13: 锂电铜箔出货量与单吨净利敏感性测算

出货量	单吨净利 0.4 万元/吨	单吨净利 0.6 万元/吨	单吨净利 0.8 万元/吨
12 万吨	4.8 亿元	7.2 亿元	9.6 亿元
13 万吨	5.2 亿元	7.8 亿元	10.4 亿元
14 万吨	5.6 亿元	8.4 亿元	11.2 亿元

数据来源: 东吴证券研究所测算

综合来看, 锂电铜箔有望成为公司 2026 年利润修复的主体。2025 年公司铜箔业务已实现出货和收入明显增长, 但单吨利润仍处于底部区间, 说明利润修复尚未充分释放。2026 年随着行业供需改善、加工费修复、稼动率提升和产品结构优化, 公司锂电铜箔盈利有望继续改善, 并为后续高端电子电路铜箔放量提供利润和现金流支撑。

3.2. 电子电路铜箔：高温延展铜箔向反转/超低轮廓升级，单吨盈利显著提升

电子电路铜箔是公司利润弹性的核心增量。相较锂电铜箔，电子电路铜箔需求更多来自人工智能服务器、高速通信、汽车电子、先进封装等高端场景，产品从高温延展铜箔向反转铜箔、超低轮廓铜箔升级后，加工费和单吨利润水平显著提升。公司已形成高温延展、反转、超低轮廓、超厚电解铜箔、载体可剥离极薄铜箔等产品矩阵，后续随着客户验证推进和高端产品占比提升，电子电路铜箔有望成为 2027 年以后利润弹性的核心来源。

3.2.1. 算力、通信、封装升级拉动高端电子箔需求

算力、通信、封装升级推动电子电路铜箔性能要求提升。人工智能服务器、光模块、高速交换机、集成电路载板、汽车电子等应用对印制电路板提出高速传输、低损耗、高可靠性要求，前端铜箔材料需要具备低粗糙度、低信号损耗、高剥离强度和高耐热性。铜箔作为覆铜板和印制电路板的重要基础材料，表面形貌、剥离强度、耐热性和厚度均匀性会直接影响高频信号传输效率、线路加工精度和终端产品稳定性。

高频高速需求提升推动电子电路铜箔从基础导电材料向高端电子材料升级。普通电子铜箔主要满足多层板、挠性板和消费电子需求，产品核心在于导电性、蚀刻性、延展性和可靠性；人工智能服务器、通信设备和高速交换机的数据传输速率提升后，信号在导体表面传输的损耗问题更加突出，低轮廓、超低轮廓铜箔的材料价值提升。

公司电子电路铜箔布局方向与下游需求升级匹配。公司电子电路铜箔覆盖标准铜箔、高温延展铜箔、低轮廓铜箔、甚低轮廓铜箔、超低轮廓铜箔全系列，重点布局高频高速、集成电路载板、汽车电子、服务器、第五代通信等高端领域，匹配人工智能算力、智能驾驶、高速数据传输对低粗糙度、高剥离强度、低信号损耗和高耐热性的需求。公司电子电路铜箔业务具备从普通电子材料向高端电子材料升级的产品基础。

表14: 电子电路铜箔升级驱动因素及性能要求

下游场景	对印制电路板的要求	对铜箔的要求	对应产品方向
人工智能服务器	高速传输、高层数、高可靠性	低粗糙度、低信号损耗、高剥离强度	反转铜箔、超低轮廓铜箔
光模块与高速交换机	高频高速、低插损	表面更平滑、传输损耗更低	超低轮廓铜箔
先进封装	线宽线距缩小、互联密度提升	极薄、可剥离、低粗糙度	载体可剥离极薄铜箔
汽车电子	耐热、耐弯折、可靠性高	高温延展、高强度、稳定性好	高温延展铜箔
机器人与大电流电源	高载流、高散热	厚铜、高导热、高导电	超厚电解铜箔、甚低轮廓厚铜箔

数据来源：三井金属，3DInCites，Solus，IPC，LOTTE，东吴证券研究所

3.2.2. 高温延展→反转→超低轮廓，产品代际对应加工费跃升

电子电路铜箔的盈利差异主要来自产品代际和应用场景。高温延展铜箔主要面向普通多层印制电路板和挠性板，产品具备细晶粒、低粗糙度、高强度、高温高延展等特点，核心作用在于提升耐弯曲性能、蚀刻性和加工稳定性。该产品应用范围较广，客户基础更分散，加工费水平相对较低，更多承担电子电路铜箔业务的基础出货。

反转铜箔开始进入高频高速场景。公司反转铜箔为光面处理铜箔，具有较好的蚀刻性，可缩短制程、提升印制电路板良品率，特殊反转处理工艺可将粗糙度降低至 2.0 微米以下，有效减少信号传输中的损耗。反转铜箔主要应用在中层板、高频板，并可用于人工智能服务器、高速交换机主板及高端高密度互连板，产品附加值和加工费水平较普通高温延展铜箔明显提升。

超低轮廓铜箔对应更高端的高速传输场景。公司超低轮廓铜箔表面粗糙度约 0.55 微米，结晶更细腻，尺寸稳定性和硬度更好，适用于高频高速材料、高频线路板和超微细电路板。下游人工智能服务器、光模块、高速通信和先进封装对传输损耗、线路精度和可靠性的要求更高，推动超低轮廓铜箔加工费和单吨利润明显高于普通电子铜箔。随着产品从高温延展铜箔向反转铜箔、超低轮廓铜箔升级，公司电子箔业务盈利中枢具备上行空间。

表15: 不同类型铜箔加工费及单吨利润水平

铜箔类型	加工费 (万元/吨)	单吨利润 (万元/吨)	主要应用
锂电铜箔 (6 μ m)	1.8-2.2	0.1-0.2	动力、储能电池
锂电铜箔 (4.5 μ m)	2.5-2.7	0.3-0.5	高端动力、储能电池
HTE (标准铜箔)	1.6-2.2	0-0.2	普通印制电路板、多层板
RTF 1-2 代	2.2-2.5	0.5	中高端印制电路板
RTF 3 代	5	1-2	高速印制电路板、服务器、通信设备
HVLP 1 代	5-8	1-2	高频高速印制电路板
HVLP 2 代	8-10	3-4	人工智能服务器、光模块
HVLP 3 代	10-15	5-7	高速通信、先进封装
HVLP 4 代	15-20	10	高端人工智能印制电路板
HVLP 5 代	20-30	15	封装基板、先进封装

数据来源: 三井金属, 3DInCites, Solus, IPC, LOTTE, 东吴证券研究所测算

从加工费和单吨利润看，高端电子箔与普通锂电铜箔、高温延展铜箔之间存在明显级差，后续电子箔盈利弹性核心来自反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升。

3.2.3. 产品矩阵覆盖高频高速场景，高端客户验证持续推进

公司电子电路铜箔产品矩阵较为完整。公司已布局高温延展铜箔、反转铜箔、超低轮廓铜箔、超厚电解铜箔、载体可剥离极薄铜箔等产品。高温延展铜箔主要应用于多层印制电路板、挠性板和高密度薄型化印制电路板；反转铜箔主要面向高频板、人工智能服务器、高速交换机主板及高端高密度互连板；超低轮廓铜箔适用于高频高速材料、高频线路板和超微细电路板；载体可剥离极薄铜箔主要应用于封装基板和先进封装互联场景。公司产品覆盖范围从基础电子电路铜箔延伸至高频高速和先进封装材料。

高端电子电路铜箔的放量需要经历样品验证、小批量导入和批量供货过程。相较于普通电子铜箔，高频高速材料对表面粗糙度、剥离强度、耐热性、蚀刻性、厚度均匀性和批次稳定性要求更高，下游客户认证周期更长。公司已具备高温延展铜箔、反转铜箔、超低轮廓铜箔等产品储备，并持续推进高端客户验证和应用导入，后续放量节奏取决于客户认证进度、良率爬坡和订单稳定性。

从应用拓展看，公司电子电路铜箔不只面向传统消费电子和普通印制电路板。超厚电解铜箔适用于大电流印制电路板、电力、汽车等大功率电路，契合机器人、高功率电源和汽车电子等场景对载流与散热能力的需求；载体可剥离极薄铜箔采用载体、分离层和极薄铜层结构，主要应用于封装基板和先进封装互联。公司电子电路铜箔产品矩阵具备向算力、高速通信、汽车电子和先进封装多场景延伸的基础。

表16: 诺德电子电路铜箔产品矩阵及应用进展

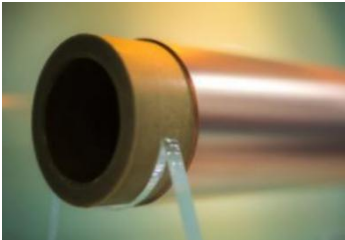
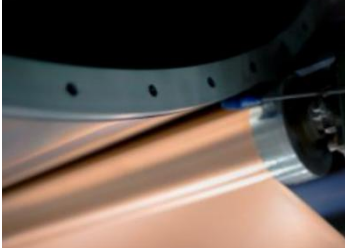
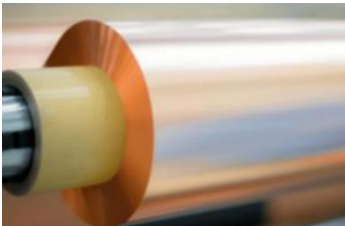
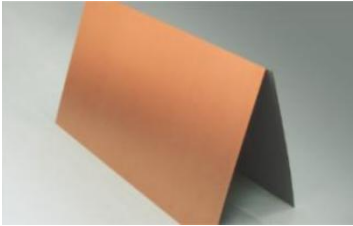
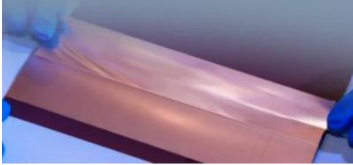
产品	产品图片	技术特点	应用场景	公司进展
HTE 高温延展铜箔		细晶粒、低粗糙度、高强度、高温高延展	多层板、挠性板、高密度薄型化印制电路板	基础电子电路铜箔产品
RTF 反转铜箔		粗糙度降低至 2.0 微米以下，减少趋肤效应损耗	人工智能服务器、高速交换机主板、高端高密度互连板	重点推进高频高速场景
HVLP 超低轮廓铜箔		表面粗糙度约 0.55 微米，尺寸稳定性和硬度更好	高频线路板、超微细电路板	面向高端客户验证和导入

表16: 诺德电子电路铜箔产品矩阵及应用进展

产品	产品图片	技术特点	应用场景	公司进展
超厚电解铜箔		三至十四盎司厚铜，低轮廓、高强度、高延伸	大电流印制电路板、电力、汽车等大功率电路	拓展高功率和机器人相关场景
载体可剥离/极薄铜箔		载体、分离层、极薄铜层结构，铜层二至五微米	封装基板、先进封装互联	长期高端电子材料储备

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司高端电子箔已从产品储备进入客户验证和应用导入阶段。高温延展铜箔承担基础电子电路铜箔出货，反转铜箔和超低轮廓铜箔对应高频高速材料需求，超厚电解铜箔、载体可剥离极薄铜箔分别面向高功率电路和先进封装场景。高端电子箔后续放量需要经历样品验证、良率爬坡、小批量导入和批量供货过程，核心跟踪变量包括客户认证进度、订单稳定性、良率水平和加工费持续性。

表17: 诺德高端电子箔产品进展梳理

产品方向	当前进展	应用方向	后续关注
高温延展铜箔	基础电子电路铜箔产品，覆盖多层板、挠性板等场景	普通印制电路板、高密度薄型板	维持基础出货和客户关系
反转铜箔	反转三代产品已实现小批量出货，供应链导入持续推进	人工智能服务器、高速交换机、高端高密度互连板	放量节奏、加工费维持
超低轮廓铜箔	多代产品已推进送样及性能验证	高频线路板、超微细电路板、光模块相关材料	客户验证、良率爬坡
超厚电解铜箔	拓展大电流、高功率应用	机器人、大电流电源、汽车电子	订单规模和高加工费持续性
载体可剥离极薄铜箔	面向封装基板和先进封装材料储备	封装基板、先进封装互联	送样验证和批量导入进度

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从公开进展看，公司高端电子箔已进入从送样验证向供应链导入推进阶段。反转三代产品已实现小批量出货，超低轮廓多代产品持续推进客户送样和性能验证，反转三代及超低轮廓一至二代产品已进入多家头部厂商供应链体系。高端电子箔后续放量重点跟踪客户认证进度、良率爬坡、批量订单和加工费维持情况。

3.2.4. 反转/超低轮廓铜箔占比提升，电子箔单吨盈利上行

1) 结构：电子箔盈利弹性来自反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升。根据我们测算，公司电子电路铜箔出货量有望由 2026 年的 1.0 万吨提升至 2027 年的 3.0 万吨、2028 年的 3.3 万吨，结构上从高温延展铜箔为主逐步转向反转铜箔和超低轮廓铜箔。2026 年公司电子箔仍处于导入期，高温延展铜箔和反转铜箔贡献主要出货；2027 年起，反转铜箔和超低轮廓铜箔放量，推动电子箔产品结构明显优化。

表18: 诺德电子电路铜箔出货结构及盈利弹性测算

项目	2026E	2027E	2028E
电子电路铜箔出货量（万吨）	1.0	3.0	3.3
高温延展铜箔（万吨）	0.6	0.6	0.3
反转铜箔（万吨）	0.4	1.6	1.5
超低轮廓铜箔（万吨）	0.0	0.8	1.5
电子电路铜箔毛利率	10.6%	21.3%	27.6%
电子电路铜箔单吨利润（万元/吨）	0.46	1.87	2.87

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

2) 利润：高端产品占比提升带动单吨盈利上台阶。高温延展铜箔主要贡献基础出货，反转铜箔进入高频高速应用后开始体现产品溢价，超低轮廓铜箔面向人工智能服务器、光模块、高速通信和先进封装等高端场景，客户认证壁垒、性能要求和加工费水平进一步提升。随着反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升，我们测算公司电子电路铜箔单吨利润有望由 2026 年的 0.46 万元/吨提升至 2027 年的 1.87 万元/吨、2028 年的 2.87 万元/吨，成为公司利润中枢上行的重要来源。

3) 节奏：2026 年锂电铜箔贡献修复，2027 年电子箔贡献弹性。2026 年公司利润修复主要来自锂电铜箔加工费回升、出货提升和稼动率改善，电子电路铜箔仍处于客户导入和产品结构升级阶段；2027 年以后，随着反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升，电子箔有望成为利润弹性的核心增量。公司若持续推进客户验证、良率爬坡和高端产品批量供货，整体铜箔业务单吨利润和毛利率中枢有望继续上移。

表19: 诺德电子电路铜箔产品结构升级路径

阶段	产品结构	主要驱动	盈利特征
导入期	高温延展铜箔、部分反转铜箔	建立客户关系, 满足基础电子电路铜箔需求	加工费和单吨利润较低
放量期	反转铜箔占比提升, 超低轮廓铜箔开始导入	高频高速印制电路板、服务器、通信设备需求增长	单吨利润明显改善
升级期	超低轮廓铜箔和载体铜箔占比提升	人工智能服务器、光模块、先进封装拉动	盈利中枢继续上移

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

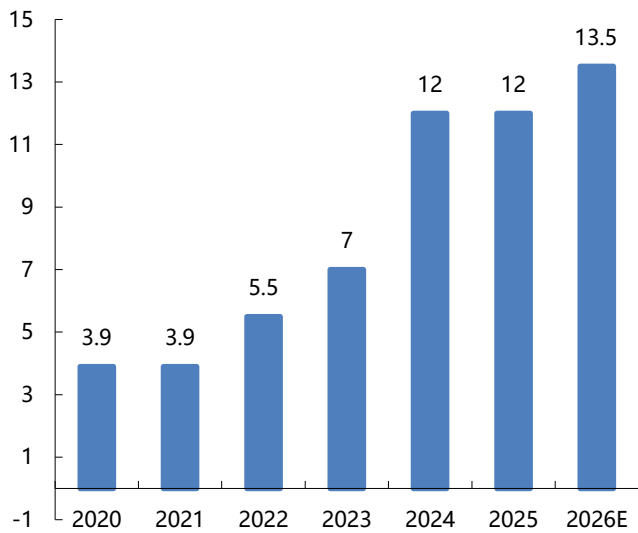
整体看, 电子电路铜箔的核心增量来自产品结构切换。2026 年电子箔仍处导入阶段, 2027 年后反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升, 带动毛利率和单吨利润明显上行, 公司利润结构有望从锂电铜箔修复延伸至高端电子材料放量。

3.3. 锂电基本盘稳固, 电子箔放量打开排产弹性

3.3.1. 锂电箔利润基本盘稳固, 客户结构优于同业

1) 产能: 公司锂电铜箔产能构成出货基本盘。公司 2026 年铜箔总产能我们预计约 16 万吨, 其中锂电铜箔仍为主要出货来源, 并依托青海西宁、广东惠州、湖北黄石、江西贵溪四大生产基地形成全国化布局。锂电铜箔属于规模制造业务, 产能利用率、客户订单和单吨盈利共同决定利润兑现。随着行业供需改善和公司订单修复, 锂电铜箔有望继续贡献稳定收入和利润修复。

图17: 诺德股份有效产能(吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图18: 诺德股份四大生产基地



数据来源: 诺德股份公众号, 东吴证券研究所

2) **客户：长单和客户扩容支撑出货确定性。** 2025 年以来，公司与中创新航、楚能新能源、蜂巢能源、天合储能等客户签订订单或合作协议，中创新航 2026-2028 年铜箔合计约 37.3 万吨，楚能新能源 2025-2030 年累计约 16 万吨，蜂巢能源未来三年锂电铜箔约 5 万吨，天合储能对应 4.5 微米铜箔订单。客户订单扩容有助于提升公司产能利用率和出货确定性，支撑锂电铜箔利润基本盘。

3) **弹性：客户结构多元有助于价格修复。** 公司锂电铜箔客户覆盖动力、储能等多个场景，客户结构相对多元。随着行业供需改善、加工费修复及高端产品占比提升，公司对不同客户和规格产品的定价能力有望改善。锂电铜箔客户基础扩容，将为电子箔放量阶段提供现金流和利润支撑。

图19：诺德股份合作客户



数据来源：诺德股份公众号，东吴证券研究所

图20：诺德股份主要客户合作进展

合作方	签约时间	预计采购量/金额
中创新航	2025 年 12 月	铜箔合计约 37.3 万吨：2026 年 5.8 万吨、2027 年 13 万吨、2028 年 18.5 万吨
国轩高科	2026 年初	订单金额约 18 亿元，采用季度阶梯递增方式供货
楚能新能源	2025 年 7 月	2025—2030 年铜箔累计约 16 万吨
蜂巢能源	2025 年 4 月	未来 3 年开展产品供销、委托加工等合作；锂电铜箔约 5 万吨
天合储能	2025 年 4 月	4.5 微米铜箔，合同金额约 2 亿元

数据来源：诺德股份公众号，东吴证券研究所

3.3.2. 区位、工艺、认证三重支撑，电子箔放量兑现确定性强

黄石产业集群、后处理良率、客户认证共同支撑电子箔放量兑现。 诺德高端电子箔的放量并非凭空兑现，而是建立在区位人脉的先天禀赋、后处理工艺的产能解法、客户认证的实质突破之上，构成放量的确定性基础。

1) **区位：黄石电子产业链配套有助于高端电子箔客户导入。** 公司电子箔基地位于湖北黄石，周边聚集印制电路板、覆铜板及电子材料相关产业资源，具备贴近下游客户、提升响应速度、缩短验证沟通链条的区位优势。高端电子箔客户认证周期长、对交付稳定性和质量一致性要求高，产业链配套有助于公司推进送样验证和客户导入。

2) **工艺与良率：后处理设备扩充破解高端产能瓶颈。** HVLP 4 对箔材表面要求极高，电镀环节需将电流压低、产线放慢，从而拉低单台设备的产出效率。这一瓶颈集中于后

道而非前道，故可通过增配后处理设备予以补足，无需扩建生箔产能。公司已下约 10 条后处理产线订单，并行采用多家国产设备以择优验证，借此不断提升 3 万吨电子箔产能的实际出货效率，支撑明后两年的高端电子箔市场需求。

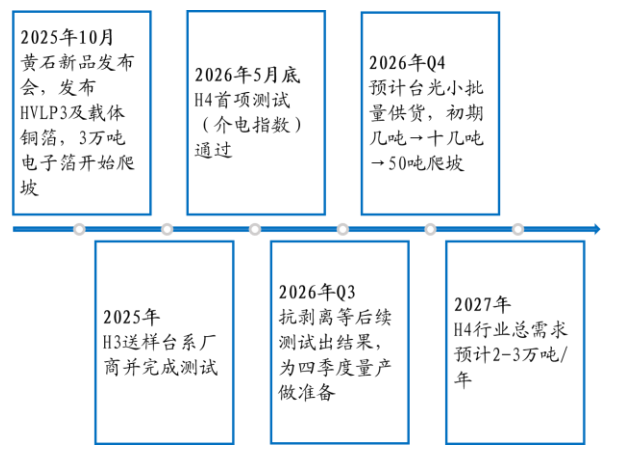
3) 认证：客户验证推进决定放量节奏。 高端电子箔从样品送样到小批量供货，再到批量导入，通常需要经历多轮性能验证和稳定性测试。公司反转铜箔、超低轮廓铜箔等产品已进入客户验证和供应链导入阶段，后续重点跟踪认证结果、良率爬坡、批量订单及加工费维持情况。

图21：诺德股份黄石基地鸟瞰图



数据来源：诺德股份公众号，东吴证券研究所

图22：诺德股份 HVLP 进展



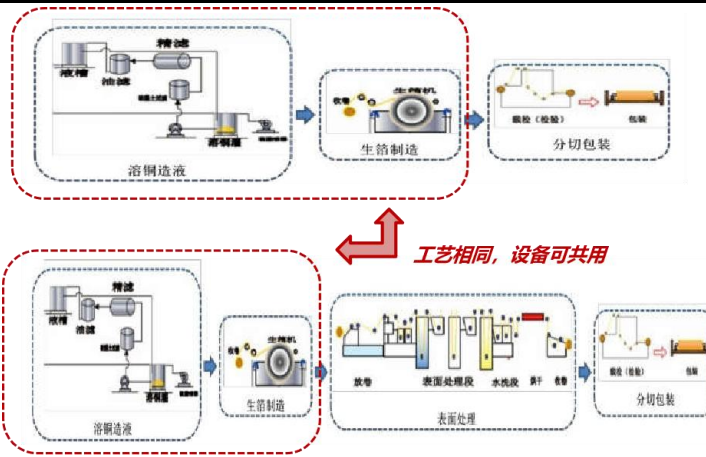
数据来源：诺德股份，东吴证券研究所

3.3.3. 产能共用、双线共振，放大涨价弹性

工艺同源，产能可动态调配。 锂电铜箔和电子电路铜箔在溶铜、生箔等前道工序具备一定共通性，均依托电解液系统、阴极辊、生箔设备等核心环节形成基础箔材。公司多基地铜箔产能为锂电与电子箔业务协同提供基础。由于核心设备可共用、改造仅涉及后处理环节，现有锂电产能切换门槛较低，改造周期通常在数月以内。这意味着同一份生箔产能可灵活投向两个市场，公司当前 13 万吨锂电产能加 3 万吨电子产能的结构并非固定，已推进转产准备，明年产能结构有望由 13+3 转向 12+4 甚至更优，持续向利润更高的高端电子箔倾斜。

双线共振，放大切换弹性与涨价弹性。 产能通用性的价值在双市场共振时尤为突出：随着锂电铜箔加工费修复和电子电路铜箔高端品类放量，公司可根据客户需求、产品认证进度和利润水平优化排产结构。锂电铜箔提供规模和现金流基本盘，电子电路铜箔贡献高端产品弹性，双线协同有望推动公司铜箔业务盈利中枢上移。

图23: 锂电与电子铜箔核心设备可共用



数据来源: 铜冠铜箔招股书, 东吴证券研究所

表20: 锂电铜箔与电子电路铜箔工艺协同及差异

环节	锂电铜箔	电子电路铜箔	对产能协同的影响
溶铜	制备稳定硫酸铜电解液	制备稳定硫酸铜电解液	前段具备协同基础
生箔	控制厚度、强度、延伸率	控制厚度、粗糙度基础	核心设备具备一定共通性
表面处理	抗氧化、高附着力、高柔韧性	粗化、钝化、硅烷化、低粗糙度控制	电子箔放量更依赖后处理
检测认证	电池客户性能验证	印制电路板/覆铜板客户多轮认证	电子箔认证周期更长
盈利驱动	加工费修复、稼动率提升	高端产品占比提升、加工费级差	双线贡献不同阶段利润弹性

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026–2028 年实现营业收入 142.1/186.5/209.2 亿元，同比 +93.9%/+31.3%/+12.2%；实现归母净利润 6.6/16.2/21.2 亿元，同比 +321.5%/+145.7%/+30.7%，26 年同比预计扭亏。公司本轮盈利修复主要来自锂电铜箔量利回升和电子电路铜箔产品结构升级，2026 年锂电铜箔贡献主要利润修复，2027 年以后电子电路铜箔放量带动整体毛利率和单吨利润中枢上行。分业务来看：

图24：诺德股份主营产品

	2025	2026E	2027E	2028E
1.铜箔				
收入(百万元)	6,745	13,568	17,949	20,148
-同比	44%	101%	32%	12%
毛利率(%)	7.64%	10.30%	15.03%	16.70%
出货量(万吨)	7.24	12.50	15.50	17.05
-同比	36%	73%	24%	10%
均价(万元/吨, 含税)	10.53	12.27	13.09	13.35
单吨利润(万元/吨)	-0.41	0.39	0.91	1.11
1) 锂电铜箔				
收入(百万元)		12,430	13,903	15,311
毛利(百万元)		1,277	1,837	2,031
毛利率(%)		10.27%	13.21%	13.27%
出货量(万吨)		11.5	12.5	13.75
均价(万元/吨)		12.21	12.57	12.58
单吨利润(万元/吨)		0.38	0.68	0.69
2) 电子电路铜箔				
收入(百万元)		1,138.05	4,046.02	4,837.17
毛利(百万元)		120.4	860.2	1332.7
毛利率(%)		11%	21%	28%
出货量(万吨)		1	3	3.3
-HTE		0.6	0.6	0.3
-RTF		0.4	1.6	1.5
-HVLP			0.8	1.5
均价(万元/吨)		12.86	15.24	16.56
单吨利润(万元/吨)		0.46	1.87	2.87
2.电线电缆				
收入(百万元)	316	347	382	420
-同比	-28%	10%	10%	10%

毛利(百万元)	31	35	38	42
毛利率(%)	9.74%	10.00%	10.00%	10.00%
3.贸易收入				
收入(百万元)	121	133	147	161
-同比	41%	10%	10%	10%
毛利(百万元)	121	133	146	161
毛利率(%)	99.68%	99.70%	99.70%	99.70%
4.发电储能				
收入(百万元)	60	65	72	79
-同比	465%	10%	10%	10%
毛利(百万元)	25	27	30	33
毛利率(%)	42.40%	42.00%	42.00%	42.00%
5.其他业务				
收入(百万元)	86	95	104	115
-同比	23%	10%	10%	10%
毛利(百万元)	21	24	26	29
毛利率(%)	24.51%	25.00%	25.00%	25.00%
总计				
营业总收入(百万元)	7,328	14,209	18,654	20,924
营业总成本(百万元)	6,615	12,593	15,716	17,295
费用合计(百万元)	850	825	1034	1130
费用率	11.6%	5.8%	5.5%	5.4%
归母净利润(百万元)	-299	661	1625	2124

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

1) 锂电铜箔：出货修复叠加加工费回升，贡献 2026 年利润基本盘。我们预计公司 2026–2028 年锂电铜箔出货量分别为 11.5/12.5/13.75 万吨，对应收入 124.3/139.0/153.1 亿元，毛利率 10.3%/13.2%/13.3%。2026 年公司锂电铜箔出货量明显增长，主要受益于下游动力和储能需求恢复、客户订单扩容及产能利用率提升；盈利端，行业供需改善带动加工费修复，叠加极薄、高抗拉、高延伸等高端产品占比提升，公司单吨盈利有望由底部进入修复通道。

2) 电子电路铜箔：反转铜箔、超低轮廓铜箔放量，驱动利润弹性释放。我们预计公司 2026–2028 年电子电路铜箔出货量分别为 1.0/3.0/3.3 万吨，对应收入 11.4/40.5/48.4 亿元，毛利率 11%/21%/28%。2026 年电子电路铜箔仍处于客户导入和产品结构升级阶段，2027 年起反转铜箔和超低轮廓铜箔占比提升，带动电子电路铜箔单吨利润由 2026 年的 0.46 万元/吨提升至 2027 年的 1.87 万元/吨、2028 年的 2.87 万元/吨，成为公司利润弹性的核心增量。

3) 非铜箔业务: 电线电缆、贸易、发电储能等业务稳健增长。我们预计 2026–2028 年电线电缆收入 3.5/3.8/4.2 亿元, 按 10% 毛利率测算; 贸易收入 1.3/1.5/1.6 亿元, 体量相对较小; 发电储能收入 0.7/0.7/0.8 亿元, 毛利率维持约 42%; 其他业务收入 0.9/1.0/1.1 亿元, 毛利率维持约 25%。非铜箔业务整体收入占比较低, 对公司利润波动影响有限。

4.2. 估值与投资建议

公司为国内头部铜箔企业之一, 锂电铜箔客户与产能基础扎实, 高端电子电路铜箔产品矩阵持续完善。考虑公司业务结构与盈利驱动, 我们选取铜箔环节上市公司嘉元科技、中一科技、海亮股份、德福科技作为可比公司。铜箔行业处于底部修复阶段, 2026 年部分公司利润受低基数和产品结构差异影响较大, 估值波动较大, 因此我们更关注 2027 年利润修复后的估值水平。

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 6.6/16.2/21.2 亿元, 对应 PE 分别为 38/16/12 倍。公司 2026 年盈利修复主要来自锂电铜箔出货恢复、加工费修复及稼动率提升; 2027 年以后, 随着反转铜箔和超低轮廓铜箔放量, 电子电路铜箔产品结构升级有望进一步抬升公司毛利率和单吨利润中枢。

考虑公司锂电铜箔客户订单充足、电子电路铜箔高端产品验证持续推进、2027 年利润弹性有望显著释放, 我们认为公司估值具备修复空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图25: 诺德股份可比公司估值表 (截至 2026 年 7 月 2 日)

证券代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级	预测来源
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		
688388.SH	嘉元科技	266.14	40.33	7.14	11.42	15.48	37	23	17	-	Wind
301150.SZ	中一科技	187.57	57.91	2.48	5.41	9.13	76	35	21	-	Wind
002203.SZ	海亮股份	479.89	20.94	19.49	27.10	35.02	25	18	14	-	Wind
301511.SZ	德福科技	917.81	145.61	9.35	12.02	14.64	98	76	63	-	Wind
可比公司均值				9.62	13.99	18.57	59	38	29	-	
600110.SH	诺德股份	252.12	14.53	6.61	16.25	21.24	38	16	12	买入	东吴

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

电动车销量不及预期: 新能源汽车市场增长受宏观经济、消费者接受度及基础设施完善程度等多重因素影响,若终端销量增长放缓或低于预期,将直接导致动力电池及配套铜箔需求减少,公司可能面临锂电铜箔出货量下滑及产能利用率不足的风险,进而影响经营业绩。

铜价及原材料价格波动风险: 铜箔以电解铜为主要原材料,铜价在成本中占比较高。虽然行业普遍采用“铜价+加工费”的定价模式,但铜价剧烈波动仍会影响公司库存价值、营运资金占用及加工费传导节奏,对盈利空间形成扰动。

加工费不及预期风险: 锂电铜箔加工费受供需格局影响,前期因行业产能过剩持续承压。若下游需求恢复不及预期或行业落后产能出清缓慢,加工费回升幅度及节奏可能低于预期,公司铜箔业务的盈利修复将受到拖累。

市场竞争加剧风险: 锂电铜箔行业近年来产能扩张迅速,行业集中度有待提升,市场竞争日趋激烈。随着众多厂商通过产能扩建、技术升级等方式参与竞争,叠加极薄化、高端化趋势下的技术比拼,行业加工费中枢逐年走低,对公司的盈利水平形成持续压力。

技术迭代及新技术替代风险: 铜箔行业正向极薄化(4.5 μm 及以下)、高端电子铜箔(HVLP/RTF)等方向升级,同时复合铜箔、固态电池配套铜箔等新技术路线快速发展。若公司在新产品研发、量产进度或客户导入上落后于行业,可能面临产品竞争力下降及市场份额流失的风险。

诺德股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,074	15,881	24,268	26,082	营业总收入	7,328	14,209	18,654	20,924
货币资金及交易性金融资产	3,287	7,297	13,772	14,405	营业成本(含金融类)	6,615	12,593	15,716	17,295
经营性应收款项	4,389	6,330	7,723	8,647	税金及附加	51	99	131	146
存货	1,073	1,898	2,368	2,606	销售费用	35	57	75	84
合同资产	5	13	18	19	管理费用	221	284	354	377
其他流动资产	319	343	387	406	研发费用	244	313	373	418
非流动资产	10,325	10,680	10,958	11,187	财务费用	349	171	232	251
长期股权投资	544	544	544	544	加:其他收益	51	71	93	105
固定资产及使用权资产	6,970	7,165	7,313	7,442	投资净收益	46	57	75	84
在建工程	1,353	1,503	1,623	1,713	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	465	475	485	495	减值损失	(47)	(25)	(18)	(18)
商誉	9	9	9	9	资产处置收益	(6)	0	2	0
长期待摊费用	50	50	50	50	营业利润	(143)	795	1,936	2,533
其他非流动资产	933	933	933	933	营业外净收支	(150)	(9)	(5)	(9)
资产总计	19,399	26,561	35,227	37,269	利润总额	(293)	786	1,931	2,524
流动负债	9,251	13,887	20,908	20,897	减:所得税	19	118	290	379
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,014	8,308	13,998	13,288	净利润	(312)	668	1,641	2,145
经营性应付款项	2,841	4,830	6,028	6,634	减:少数股东损益	(14)	7	16	21
合同负债	242	378	471	519	归属母公司净利润	(299)	661	1,625	2,124
其他流动负债	154	372	410	456	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.17)	0.38	0.94	1.22
非流动负债	2,953	4,953	5,103	5,203	EBIT	201	863	2,005	2,603
长期借款	2,182	4,182	4,332	4,432	EBITDA	632	1,428	2,647	3,295
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	9.74	11.37	15.75	17.34
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	(4.07)	4.65	8.71	10.15
其他非流动负债	749	749	749	749	收入增长率(%)	38.86	93.90	31.28	12.17
负债合计	12,205	18,841	26,012	26,100	归母净利润增长率(%)	15.12	321.50	145.70	30.72
归属母公司股东权益	5,633	6,152	7,630	9,563					
少数股东权益	1,561	1,568	1,585	1,606					
所有者权益合计	7,195	7,720	9,215	11,169					
负债和股东权益	19,399	26,561	35,227	37,269					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(462)	983	2,010	2,715	每股净资产(元)	3.25	3.55	4.40	5.51
投资活动现金流	(725)	(872)	(849)	(845)	最新发行在外股份(百万股)	1,735	1,735	1,735	1,735
筹资活动现金流	1,400	3,900	5,303	(1,247)	ROIC(%)	1.48	4.12	7.13	7.84
现金净增加额	213	4,010	6,464	623	ROE-摊薄(%)	(5.30)	10.75	21.29	22.21
折旧和摊销	430	565	642	691	资产负债率(%)	62.91	70.93	73.84	70.03
资本开支	(814)	(929)	(923)	(929)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(84.46)	38.13	15.52	11.87
营运资本变动	(1,012)	(479)	(601)	(500)	P/B(现价)	4.48	4.10	3.30	2.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>