



海星股份 (603115.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

AI+非 AI 景气共振，强技术+低成本 的电极箔龙头

投资逻辑：

1) AI 电极箔：AI 机柜功率提升，AI 用铝电极箔呈现供需矛盾、壁垒提升，公司跟随客户逐步放量。AI 服务器机柜功率持续迭代攀升，AI 负载存在毫秒级功率阶跃波动，为实现瞬时储能、电压平滑，整机对铝电解电容和电极箔的需求量大幅提升。高压、高负载、长周期运行的工况，对电极箔的比容提出严苛标准，致行业技术壁垒大幅提升，当前全球可稳定量产 AI 专用高压电极箔的企业极少，高端产品供给紧张。公司作为全球电极箔龙头，当前已在 AI 服务器应用取得实质性进展，未来将充分享受 AI 电极箔放量。考虑到产品壁垒显著提升，我们预计 26-28 年公司 AI 电极箔出货 300/1200/1800 万平，收入 3/14/23 亿元，毛利率 35%/40%/42%。

2) 非 AI 电极箔：成本驱动+供需失衡+结构优化，非 AI 箔进入提价&盈利上行周期。铝锭、硫酸等原料价格上行，成本短期有提高，构成提价基础；日系企业主动收缩中低端市场，传统领域供给收窄，非 AI 电极箔呈现供不应求，日系电容厂涨价 10%-15%。公司凭借完善的产品布局与优质客户资源，持续承接外溢订单，受益提价周期，并加大车载、新能源等高毛利产品占比，传统业务盈利预计持续改善。我们预计 26-28 年公司非 AI 电极箔出货 4800/5000/5800 万平，收入 27/31/38 亿元，毛利率 22%/23%/24%。

3) 降本推进+前瞻技术：用电成本逐步降低，低压固态新品已布局。电极箔主要工序分腐蚀箔、化成箔两道，其中化成箔对电力成本敏感，公司新疆基地产能持续投放，带动公司平均用电成本降低。新技术方面，固态铝电容凭借超低 ESR、耐高温、长寿命、高频特性优、无电解液泄漏等核心优势，成为传统液态铝电容的主流升级方向，公司相关固态低压电极箔产品已实现交付，仍在持续扩产，加速国产替代进程。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 26-28 年归母净利润 2.9/6.6/9.9 亿元，参考可比公司，给予公司 27 年 50X PE，目标价 135 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

AI 服务器出货量低于预期；客户拓展不及预期；产能释放不及预期；原材料价格波动风险；大股东减持风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：陆文杰

luwenjie3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：90.07 元

目标价 (人民币)：135.00 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,928	2,295	3,168	4,670	6,223
营业收入增长率	7.68%	19.05%	38.04%	47.40%	33.24%
归母净利润(百万元)	161	206	293	656	992
归母净利润增长率	17.63%	28.17%	42.21%	123.58%	51.27%
摊薄每股收益(元)	0.673	0.853	1.212	2.711	4.101
每股经营性现金流净额	0.26	0.53	1.77	3.22	4.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.90%	9.71%	13.27%	27.27%	36.76%
P/E	19.19	21.94	79.38	35.50	23.47
P/B	1.52	2.13	10.53	9.68	8.63

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、AI 机柜功率提升，AI 用铝电极箔呈现供需矛盾、壁垒提升	4
1.1 终端：AI 机柜功率持续升级，AI 铝电容器数量、质量要求迎大幅提升	4
1.2 需求：受益 AI 铝牛角电容，电极箔市场需求增速上行	6
1.3 AI 电极箔：壁垒提升，AI 高压箔供给紧张，竞争企业大幅收窄	7
二、海星股份：AI+非 AI 景气共振，强技术+低成本的行业龙头	9
2.1 电极箔全球市占率第一，AI 箔已有客户突破，第二增长曲线已现	9
2.2 成本驱动+供需失衡+结构优化，非 AI 箔进入提价&盈利上行周期	10
2.3 降本推进+前瞻技术布局：用电成本逐步降低，低压固态新品已布局	12
三、盈利预测与估值	13
四、风险提示	15

图表目录

图表 1：英伟达机柜功率随代际持续提升	4
图表 2：英伟达 AI 服务器机柜功率升级路径	4
图表 3：不同电容器类型在 AIDC 的作用	5
图表 4：不同持续时间对应技术选型（电解电容/电池/中间方案）	6
图表 5：铝电极箔分为低/中/高压箔	6
图表 6：电极箔产业链	7
图表 7：2020-2025 年中国电极箔行业需求及产品均价（左轴：市场规模；右轴：市场均价）	7
图表 8：2024 年全球铝电容器电极箔竞争格局	9
图表 9：铝电极箔参与企业	9
图表 10：公司营业收入（亿元）	11
图表 11：公司归母净利润（亿元）	11
图表 12：公司销售毛利率	11
图表 13：铝锭价格（元/吨）	12
图表 14：硫酸价格（元/吨）	12
图表 15：公司部分在建工程情况，涵盖低压箔、服务器用高性能箔	12
图表 16：公司出货量与收入预测	13
图表 17：25 年金山电子季度收入同比提升，26Q1 更显著（亿元）	14
图表 18：25Q3 起金山电子毛利率提升显著	14
图表 19：公司毛利率预测	14
图表 20：公司费率预测	15



图表 21： 公司盈利预测与估值	15
------------------------	----

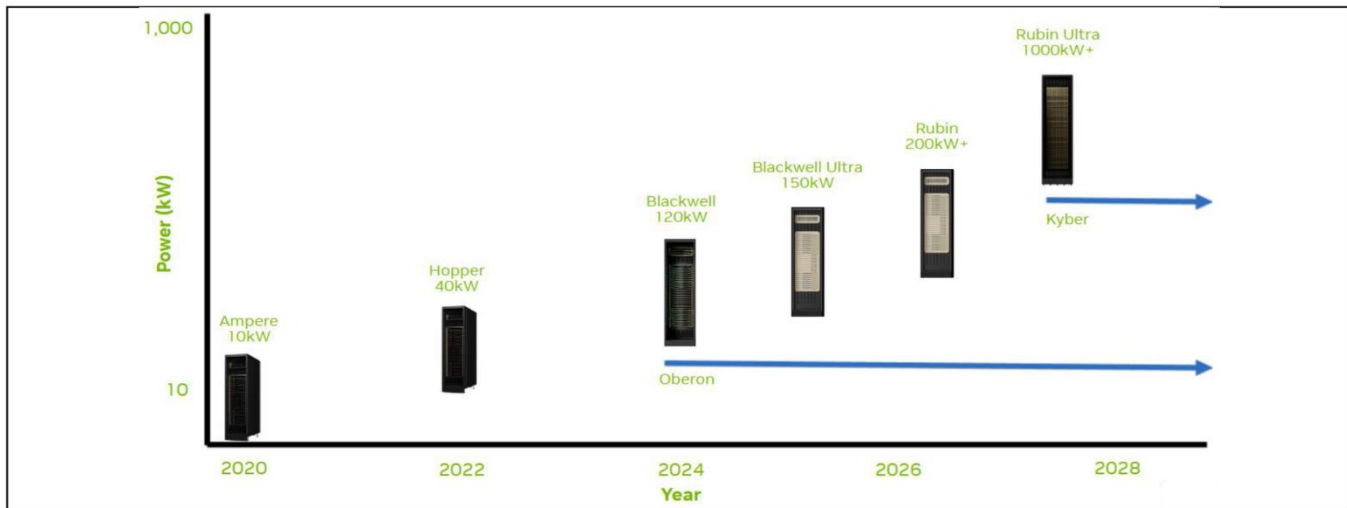


一、AI 机柜功率提升，AI 用铝电极箔呈现供需矛盾、壁垒提升

1.1 终端：AI 机柜功率持续升级，AI 铝电容器数量、质量要求迎大幅提升

英伟达 AI 服务器机柜功率成倍提升。受 NVLink 互联架构影响，GPU 整机功耗呈现倍数提升，从 Hopper 的 40kW 功耗提升到 Blackwell Ultra 的 150kW，功耗变成了 3.75 倍。在 2025 年 GTC 大会演讲中，英伟达公布下一代路线图：Vera Rubin NVL144（预计 2026 年下半年推出，144 GPU dies，功耗约 190~230kW），Rubin Ultra NVL576（预计 2027 年下半年推出，Kyber 架构，576 GPU dies，功耗达 600kW）。Rubin Ultra 的机柜功率预计是 GB300 的 4-5 倍。据 NVIDIA 官方博客，机架功率最终将向 1 MW/机架以上演进。

图表1：英伟达机柜功率随代际持续提升



来源：《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》，国金证券研究所

图表2：英伟达 AI 服务器机柜功率升级路径

Generation	Rack Power	Year
GB200 NVL72/GB300 NVL72	120~130kW	2024 年
VR200 NVL72 (Rubin)	190~230kW	2026H2
Rubin Ultra NVL576	~600kW	2027H2
Feynman era	1 MW	2028+

来源：moduledge，国金证券研究所

铝电解电容是有极性电解电容里用量最大的品类。其核心结构包括有：1）阳极：高纯铝箔，经电化学腐蚀形成多孔结构，再通过氧化生成一层极薄的氧化铝绝缘介质膜（电容核心介质）；2）阴极：另一层铝箔+电解液（液态/固态），电解液充当导电通路。铝电容器依靠金属氧化膜 + 电解液工作，必须区分正负极，和陶瓷电容、薄膜电容（纯固体介质、无电解液）原理完全不同。其优势在于同体积下电容量极大，能轻松做到几百 μF ~上万 μF ，大容量储能/缓冲成本很低，且工艺成熟、量产规模大。

铝电解电容按外形与接线结构主要分为牛角式、螺栓式、引线式、贴片式四类。普通引线式为细引脚小圆柱结构，载流能力弱，仅用于小信号辅助电路；牛角式是带粗壮分叉直插引脚的圆柱形封装，抗震性好、可承载大电流；螺栓式体积最大，依靠顶部金属螺柱接线，载流与耐压能力最强；贴片式适配表面贴装工艺，体积小巧紧凑，适合高密度板卡布局。在 AIDC（AI 数据中心）机柜与设备中，牛角式是服务器电源、板卡主功率回路的主流选型，承担母线滤波与短时功率缓冲；螺栓式多用于机柜集中供电、大功率直流母线等大电流主干回路；贴片式集中部署在 GPU 板卡、DC-DC 模块等芯片近端，负责瞬态稳压，这三类也是 AIDC 场景下最核心的封装形态，普通引线式极少应用在主功率链路中。

功率提升下短时负载波动加剧，冲击机架配电系统。据 NVIDIA 官方开发者博客（2025 年



7月), AI 训练工作负载的独特挑战在于数千 GPU"锁步" (lockstep) 运行——同时进入高/低功耗状态, 功率在毫秒级内完成爬升和下降, 机架功耗在空载 30%功率与满负载 100%功率之间快速切换, 这种毫秒至秒级的功率阶跃变化不仅冲击机架配电系统, 还会影响整座数据中心乃至外网电网的供电稳定性。

铝牛角电解电容是 PSU 的核心部件, 主要用于平抑 100 毫秒以内瞬时波动。据 Knowles Capacitors 技术博客 (2026 年 3 月), 在 800VDC 电源架构中, 各类电容器分工明确: 薄膜电容用于直流母线储能; MLCC 用于谐振转换和 EMI 滤波; 超级电容用于机架级峰值调节; 铝电解电容部署于输出级 (最靠近 GPU 的位置), 承担局部储能和平滑双向瞬态电流的核心功能。根据英伟达白皮书, 储能单元需尽量部署在靠近 GPU 的位置, 依托铝电解电容就近消解功率波动, 从而降低全链路的供电压力, 而铝电解电容的物理特性决定其适配 100 毫秒以内的短时储能场景。超出该范围则需搭配电容与电池结合的混合储能方案或是锂电池, 以此平衡体积、成本与使用性能。根据 NVIDIA 官方开发者博客 (2025 年 7 月), GB300 NVL72 的 PSU (由 LITEON Technology/光宝科技供应) 中, 电解电容储能容量为 65 焦耳/GPU, 电容占 PSU 体积约 50%。

图表3: 不同电容器类型在 AIDC 的作用

电容器类型	部署位置	核心功能
薄膜电容	直流母线 (DC Link)	大容量储能、平滑整流电压
MLCC	谐振转换/EMI 滤波	稳定谐振频率、抑制噪声
超级电容	机架级/BBU	毫秒级峰值电流缓冲
铝电解电容	输出级——最靠近 GPU	局部储能、平滑 GPU 双向瞬态电流

来源: Knowles Capacitors, 国金证券研究所

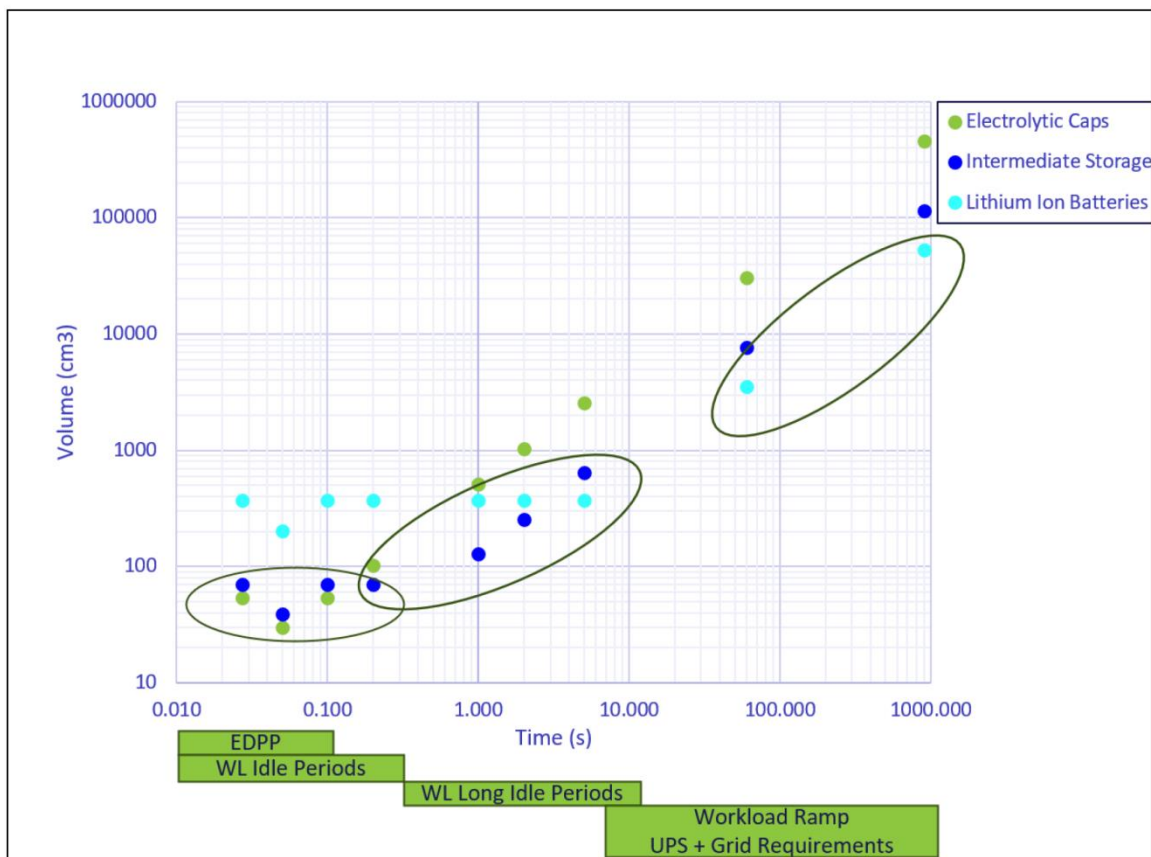
AI 铝电容容量迎大幅提升, 对应数量+单体电容值的提升。整机峰值功率与负载波动幅度的翻倍增长, 直接要求电解电容提升总储能容量, 需要增加电容数量、扩大整体体积或是选用更高规格的单体电容, 才能在极短时间内完成充放电, 有效抑制电压跌落、吸收瞬时功率尖峰。若电容容量不足, 负载波动会直接向上传导, 造成机架电流有效值损耗提升, 并迫使后端配电设备按照更高峰值电流选型, 推高整体设备成本与运行损耗。

AI 铝牛角电容纵向尺寸增大, 衍生全新产品规格, 做大单体电容。NCC 技术资料明确指出, AI 场景下电容器需采用纵向长尺寸化外形以适应高密度机架布局; NIC Components (2026 年 3 月) 推出的 NSP 系列铝电解电容专为生成式 AI 服务器 PSU 设计, 采用固态聚合物+混合结构双技术路线; YMIN (2025 年 5 月) 发布的 IDC3 系列高压 Snap-in 铝电解电容同样明确瞄准 AI 服务器电源市场, Snap-in 是高压大容量铝电解电容在 PSU 中的主流封装形态。

未来 800V 趋势下铝电容产品要求还将进一步提升。新一代 AI 基础设施全面转向 800 VDC 高压直流架构, 传统电解电容普遍存在耐压上限约束, 难以直接适配 800 VDC 工作环境, 这就要求用于前端缓冲的电解电容在耐压等级、绝缘性能上完成升级, 或是调整电容组的串并联拓扑结构来适配高压系统, 保障高压工况下的运行安全与稳定性。综合来看, GPU 功率的持续攀升与 AI 负载的动态特性, 从储能容量、体积控制、工作时长、耐压规格、部署位置多个维度拉高了对电解电容的设计与选型标准, 它既要依托自身短时储能优势应对高频、大幅的瞬时功率波动, 又要受制于物理特性明确应用边界, 与混合储能、锂电池形成分层配合, 共同支撑高功率密度 AI 工厂的稳定供电。



图表4：不同持续时间对应技术选型（电解电容/电池/中间方案）



来源：《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》，国金证券研究所

1.2 需求：受益AI 铝牛角电容，电极箔市场需求增速上行

电极箔是以光箔为主要材料，经过腐蚀、化成等一系列工序加工而成。其生产过程融合了机械、电子、化学、金属材料等多项技术，对生产加工技术要求较高。电极箔的生产主要利用电化学扩面腐蚀技术，即在通电的情况下，使光箔和酸类化学制剂接触，进行腐蚀处理并形成致密的微观坑洞，得到中间产品腐蚀箔。而后对腐蚀箔进行化成处理，即在特定槽液中施加电压，使腐蚀箔表面坑洞上形成由氧化铝构成的氧化膜，得到化成箔。化成箔因其表面覆盖有氧化膜而使其储电性能大幅提升。电极箔的性能决定铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、可靠性、体积大小等关键技术指标，亦是铝电解电容器中技术含量和附加值最高的部分。

图表5：铝电极箔分为低/中/高压箔

分类	低压电极箔	中高压电极箔
原箔材质	软态、硬态光箔	软态光箔
腐蚀技术	交流电腐蚀	直流电腐蚀
腐蚀槽液	主要是盐酸	主要是硫酸、盐酸、硝酸
孔洞结构	海绵层状	隧道孔状
化成技术	阳极氧化	阳极氧化；高温纯水预处理
化成液	主要是己二酸铵、磷酸二氢铵等	壬二酸等

来源：华经产业研究院，国金证券研究所

电极箔行业产业链上游主要包括高纯铝、化学制剂和电力。其中高纯铝经过加工形成光箔，是电极箔生产的基础材料。中游为电极箔行业，主要分为腐蚀箔和化成箔两个关键工序，二者共同构成铝电解电容器的核心部件。随后，电极箔被用于制造铝电解电容器。下游终端应用领域广泛，涵盖汽车电子、新能源汽车、新能源发电、工业控制以及 5G 和云计算等新兴技术领域，显示出该产业在现代电子设备和能源系统中的重要地位。



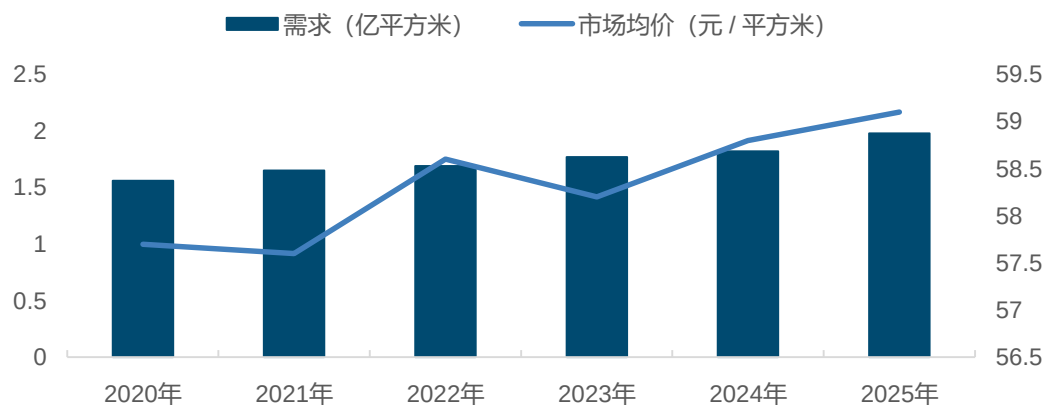
图表6：电极箔产业链



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

未来 AI 铝电容需求增长将直接拉动电极箔市场的规模增长，量、价均具备提升逻辑。根据华经产业研究院，铝电解电容器被广泛地应用于家用电器、计算机、通信、工业控制、电动汽车、电力机车及军事和航空设备中。近年来，受电子元器件行业需求持续回暖影响，电极箔销售增加，市场规模随之增长，据统计，2025 年我国电极箔行业产量为 2.35 亿平方米，需求量为 1.98 亿平方米，市场均价约为 59.12 元/平方米。我们判断未来电极箔市场将保持较快增长，主要基于：1) 量增：Vera Rubin、Rubin Ultra 等代际产品功率持续提升，对铝电容的数量要求持续提升；2) 价升：由于 AI 用铝电容及电极箔均需定制化规格开发，我们预计 AI 用铝电极箔的产品价格将显著高于传统消费电子、工控等领域产品的价格，带动整体均价上移。

图表7：2020-2025 年中国电极箔行业需求及产品均价（左轴：市场规模；右轴：市场均价）



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

1.3 AI 电极箔：壁垒提升，AI 高压箔供给紧张，竞争企业大幅收窄

AI 电极箔的比容要求大幅提升。综合来看，量产 AI 电极箔主要需要解决几大问题：

- 1) 提升比容，电容器容量的决定公式为 $C = \epsilon S/d$ ，在介电常数 (ϵ) 和介电层厚度 (d) 均有物理约束的前提下，在受限体积内提升容量的唯一途径是增大电极表面积 S ——即提升腐蚀箔的比容（单位面积电容量， $\mu F \cdot V/cm^2$ ），AI 电极箔的比容要求比传统产品有代际提升。
- 2) 解决蚀刻深度与机械强度的矛盾：高比容和高强度互为矛盾，提升比容需要更深、更密的蚀刻隧道（高纵横比蚀刻），但蚀刻会直接削减铝箔的残余厚度和机械强度，铝电解电容制造过程中，腐蚀箔需承受高速卷绕的机械应力，AI 牛角电容因容量大、卷绕圈数



多、卷绕张力大，对箔材抗拉强度的要求远超消费电子。同时满足这两个冲突指标，需要在蚀刻液配方、电流波形、添加剂、预处理工艺等多个维度做精密协同调控。

3) 做好全长均匀性：蚀刻隧道分布的不均匀性，是阻碍先进蚀刻技术大规模工业化的核心障碍。不均匀的隧道分布将导致电容器容量偏差和局部电场集中，严重影响可靠性和寿命。AI 服务器要求电容寿命达数万小时（消费电子仅数千小时），对容量偏差的容忍度远低于传统场景。实现全长均匀性的 Know-how 只能从长期生产实践中积累和沉淀。

高比容电极箔的技术难点与壁垒贯穿表面预处理、电化学蚀刻、化成工艺、性能匹配、量产落地、市场认证多个环节，是材料、电化学、精密制造、质控体系叠加形成的综合性高壁垒赛道。从具体原材和工艺上分析，壁垒包括：

1) 表面预处理工艺难点（蚀刻均匀性的前置保障）：铝箔原生表面存在热氧化膜、轧制残留油污以及偏析的铅、锡、铜等微量元素，表面状态不均会直接导致蚀刻坑随机成核、隧道扎堆合并，大幅降低有效比表面积。行业主流采用酸碱清洗、阴极预极化、微原电池构筑、掩膜模板四大预处理路线，但各路线均存在明显技术瓶颈：酸碱清洗需平衡除油、除氧化膜效率与铝箔过度减薄的矛盾，参数偏差就会造成箔材厚度损失超标；依靠锡、锌、铅构建 Al-Sn、Al-Zn 微原电池来定向诱导蚀坑成核，需要精准控制微量元素的沉积量与分布，沉积过量会引发自腐蚀，分布不均依旧会造成隧道紊乱；光刻掩膜、胶体球自组装等模板技术虽能实现隧道有序排列，但设备昂贵、工艺复杂、模板易脱落，仅停留在实验室或小批量试制阶段，难以工业化量产。整套预处理流程需要多工序参数联动调控，也是区分普通箔与高比容箔的关键节点。

2) 电化学蚀刻核心技术瓶颈（比容提升核心关卡）：根据电容公式，提升比容的核心是扩大有效比表面积，而高比容电极箔依赖高密度、高深宽比、分布均匀的隧道孔结构（行业主流隧道密度约 10^7 cm^{-2} ，深宽比普遍要求大于 5:1），这也是全流程难度最高的环节。当下蚀刻已逼近物理极限，继续扩面的边际效益大幅衰减，同时衍生多重矛盾：其一，隧道密度过高极易出现隧道合并、孔道坍塌，反而缩减有效表面积，还会造成局部电场集中，降低产品耐压能力；其二，蚀刻体系以盐酸 - 硫酸混合电解液为主，电解液组分、温度（精度需控制 $\pm 1^\circ\text{C}$ ）、多段电流密度、蚀刻时长需要毫秒级协同管控，单段发孔、两段扩孔的梯度蚀刻工艺参数繁杂，微小波动就会导致孔径、孔长一致性变差；其三，蚀刻过程中会持续产生氢气气泡，气泡附着在孔道内部会阻碍电解液传质，造成孔内腐蚀不足，而单纯强化搅拌又会破坏表层隧道结构，目前主流采用硅油添加剂、超声辅助蚀刻等方案优化，但超声功率、频率的匹配调试难度极大，还容易引发表面粗糙度超标问题。此外，新型添加剂（如氮掺杂碳量子点、油酸类缓蚀剂）虽能优化隧道形貌、提升比容（部分体系可提升 30% 比容），但助剂合成成本高、与电解液兼容性调试周期长，规模化应用受限。

3) 蚀刻与化成工艺的匹配（性能平衡关键）：蚀刻完成的腐蚀箔必须经过多级化成，在隧道内壁生成致密、耐水合、高绝缘性的 Al_2O_3 介质层，蚀刻隧道结构与化成工艺的适配性直接决定最终产品性能。若隧道孔径过细，化成时氧化膜极易堵塞孔道，电解液无法浸润，反而降低有效容量；若孔径过大，氧化膜厚度不均，高压工况下易发生击穿。针对 AI 高压场景（500 - 600V 级），还需要加厚氧化膜并提升膜层均匀性，这就要求蚀刻隧道的内壁粗糙度、孔道走向必须严格适配高压化成的电压梯度、电解液体系。同时，蚀刻残留的氯离子、微量杂质会渗入氧化膜内部，诱发水合反应，导致电容在高温、长期运行下容量衰减、漏电流飙升，因此蚀刻后还需配套精细的后处理除杂工艺，进一步拉长工艺流程与质控难度。

4) 良率管控与材料稳定性挑战：从光箔到成品化成箔，全流程包含十余道工序，每一道工序的微小偏差都会逐级放大缺陷，高端高比容箔综合良率远低于普通工业箔。超薄基材在连续化卷对卷生产中，易出现褶皱、断箔、局部腐蚀差异；蚀刻过程中整卷箔材的头尾、边缘与中心区域存在天然的溶液交换差异，造成整卷产品性能离散度偏大，无法满足 AI 电容对参数一致性的严苛要求。同时，产品需要适配 125 - 135°C 高温、高频大纹波电流、7×24 小时长期运行的工况，这就要求蚀刻隧道结构、氧化膜层具备优异的热稳定性与抗疲劳性，批量产品的长期老化、高低温循环测试门槛极高，小批量试样合格不代表量产稳定性达标。

5) 环保与工艺体系附加约束：传统强酸性蚀刻体系会产生大量含氯、含重金属废液，环保处理成本高，各国环保法规持续收紧倒逼企业改用弱酸性、无铬环保蚀刻体系，但新型电解液的腐蚀效率、隧道调控能力与传统体系存在差距，需要重新完整迭代工艺配方与参数，研发与改造成本高昂。同时，不同下游应用（AI 牛角电容、车载电容、储能电容）对比容、耐压、寿命、ESR 的要求差异极大，企业需要搭建多套差异化工艺体系，无法单一工艺通用，进一步增加了技术储备与生产管理难度。

6) 下游客户认证与生态壁垒：高比容电极箔属于电容核心主材，下游头部电容厂商、AI



服务器电源企业对供应商的认证周期长达 3-5 年，需要历经样品送测、小批量试产、大批量配套、长期工况验证等多个环节，不仅考核产品核心指标，还会审核产线质控体系、产能稳定性、应急保障能力。头部客户一旦形成供应链绑定，新进入者很难切入；同时，电极箔厂商需要与电容厂商深度协同，根据电容的设计方案反向定制蚀刻、化成参数，形成“材料-器件”联合研发的生态壁垒，单纯掌握单一腐蚀技术也难以打开高端市场。

壁垒提升带来竞争企业大幅收窄。当前全球范围内具备高端 AI 用高比容电极箔稳定量产能力的企业大幅收窄，主要集中在 JCC、NCC、Nichicon、海星股份、东阳光、江海股份等。

积层箔路线仍需持续观察。积层箔工艺路线通过碳粉涂覆工艺提升比容，理论上限更高，但积层箔在高压大容量场景下存在部分缺陷：卷绕时碳粉层易断裂引发开路失效、碳粉颗粒聚集易引发尖端放电导致短路失效、产品寿命构成隐患。仍需长期观察积层箔工艺路线的发展情况。

二、海星股份：AI+非 AI 景气共振，强技术+低成本的行业龙头

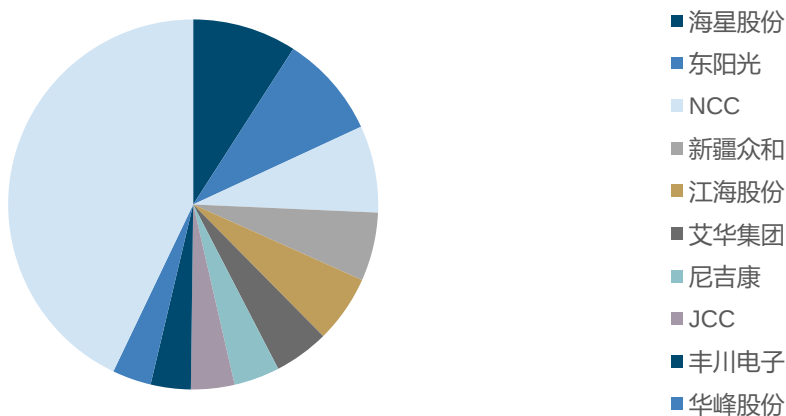
2.1 电极箔全球市占率第一，AI 箔已有客户突破，第二增长曲线已现

全球铝电极箔供应以中国企业为主。日本是铝电解电容器生产大国，因此化成箔的生产也是从日本发展起来，日本掌握着化成箔的核心生产技术。但是随着中国本土铝电解电容器生产企业的产能飞速扩张，旺盛的市场需求刺激了上游化成箔市场的成长。而随着公司、东阳光、新疆众和等中国本土企业掌握了化成箔的核心生产技术，中国化成箔的投资快速增加，产能急剧扩大，打破了日本企业对化成箔行业的垄断，成为全球化成箔的第一生产大国。根据 CECA，2025 年在中国大陆生产的化成箔约占全球总产量的 83.5%。

公司是铝电极箔龙头，份额全球第一。电极箔行业竞争格局依然相对分散，尽管小企业众多，但在中高端市场技术壁垒较高，参与玩家较少。日本 JCC 公司（日本蓄电器工业株式会社）等国际巨头在尖端技术上仍保持领先，但国内公司市场份额持续提升；部分下游电容器厂商如艾华集团、江海股份有部分产品自供，同样占据一定市场份额。根据华经产业研究院，2024 年公司份额约 9%，居全球第一。

公司 AI 电极箔已通过客户认证。公司是国内极少数具备低、中、高压全系列电极箔生产能力的企业之一，产品以中高端产品为主，既可以满足传统市场的高端需求，也可以满足新兴市场的快速增长需求。公司客户定位高端，客户结构合理，包括日系、韩系、国内等主流铝电解电容器制造企业都是公司长期稳定的客户。“海星”品牌通过多年积累，品质、服务在行业内均积累了较高的美誉度，客户与公司的粘性持续增强。公司车载电子、AI 服务器用高端电极箔，均已通过客户认证，抢占了市场先机。我们预计，凭借公司当前的产品验证和放量情况，公司后续有望在台系、陆系供应链中均占据主导地位，在日系供应链也有切入机会！

图表8：2024 年全球铝电容器电极箔竞争格局



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

图表9：铝电极箔参与企业

公司名称	业务概况
公司	公司是电极箔行业标准的牵头起草单位，国家专精特新小巨人企业，公司主要业务为铝电解电容器用电极箔的研发、



公司名称	业务概况
	生产与销售。公司从业历史悠久，产品系列齐全，注重技术储备，涵盖了从低压到高压的全系列产品，广泛应用于高性能铝电解电容器的制造。
新疆众和股份有限公司	公司拥有高纯铝液产能 7.8 万吨，电子铝箔年产能 3 万吨，是全球较大的高纯铝研发和生产基地之一，是国内领先的铝电解电容器用电极箔、电子铝箔研发和生产基地。
广东东阳光科技控股股份有限公司	公司专注于铝电解电容器相关产品的研发、生产和销售，涵盖电极箔（腐蚀箔/积层箔和化成箔）、铝电解电容器等，凭借全系列覆盖能力与规模化产能，稳居行业前列。
广东华锋新能源科技股份有限公司	公司部分产品的质量已经达到了代表电极箔最高水平的日本企业所生产的产品，是目前国内少数能向国际市场出口低压化成箔产品的企业之一，也是目前国内能够大规模自主生产低压腐蚀箔，并同时能够对自产腐蚀箔进行大规模化成生产的几家企业之一。
湖南艾华集团股份有限公司	公司专注铝电解电容的设计，开发，制造及销售；同时生产铝箔与设备制造。公司拥有先进的腐蚀箔和化成箔工艺、机器和设备，同时拥有一条规模庞大、高效的铝箔生产线，年生产铝箔 100 万平方英尺。
南通南辉电子材料股份有限公司	公司是一家专业从事高性能铝电解电容器用电极箔的研发、生产及销售的国家高新技术企业。公司主要产品集中在高技术含量、高附加值的中、高压电极箔，拥有高性能中高压腐蚀、化成箔全系列产品，并能根据用户不同需求生产特殊规格产品。

来源：华经产业研究院，国金证券研究所

2.2 成本驱动+供需失衡+结构优化，非 AI 箔进入提价&盈利上行周期

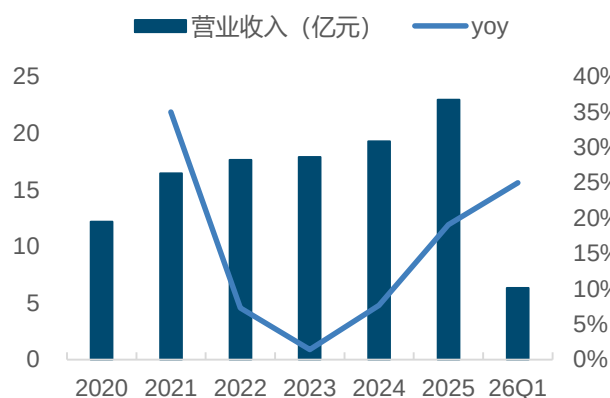
2020-2025 年，公司经营呈现稳步上行-小幅承压-重回高增的走势。公司营收连续六年保持增长，净利润在 2021 年触及阶段高点后连续两年回落，2024-2025 年再度恢复稳健增长，业绩波动主要由下游行业景气度、原材料价格、产能释放及产品结构调整共同驱动。2020 年公司经营平稳，依托传统消费电子、工业设备等基础需求实现营收稳步增长，业绩表现稳健；2021 年受益于新能源、光伏等下游行业高景气，叠加行业供需偏紧，公司营收增至 16.45 亿元，归母净利润达到 2.21 亿元，创下近六年利润峰值，产能与出货量同步放量。2022-2023 年行业进入调整周期，下游铝电解电容市场需求走弱、上游原材料价格波动挤压利润空间，同时行业竞争加剧，盈利水平明显承压。2024 年行业逐步回暖，公司业绩有所回升。

2025 年增长节奏加快。伴随 AI 服务器、汽车电动化带来高端电极箔需求爆发，叠加新疆等新建生产基地产能全面释放、高端高毛利产品占比提升，2025 全年营收达 22.95 亿元，同比+19.05%，归母净利润 2.06 亿元，同比+28.17%，经营质量显著修复，经营现金流也大幅改善。2026 年一季度延续增长行情：营收同比增近 25%，产销规模稳步扩张；归母、扣非净利润同比分别大涨 74.74%、85.27%，主业盈利大幅改善，毛利率同步上行。利润环比有所回落，属于行业一季度常规淡季、年初备货带来的季节性波动，经营基本面依旧向好。

26H1 延续增长。25Q1 营收同比+25%，归母净利润同比+74.74%，主业盈利大幅改善，毛利率同步上行。公司预告 26H1 归母净利润 1-1.04 亿元，同比+50%~57%，扣非净利润 1-1.1 亿元，同比+62%~70%；单 Q2 归母净利润预计 0.60-0.64 亿元，同比+37%~48%，环比+51%~62%，扣非净利 0.63~0.68 亿元，同比+ 50%~62%，环比+51%~63%，二季度盈利同环比均显著改善。改善主因：1) 营收规模增加；通过持续扩产增加产能，投产后即连续生产；新能源、风光储、车载电子等下游应用领域景气度高，公司上半年产销两旺；2) 高端品占比提升：通过技术研发不断提升产品水平，AI 服务器用产品实现批量交付；积极调整产品结构，提升高端产品产出占比；3) 综合成本下降：充分发挥新基地产能，提高生产成本综合竞争力。

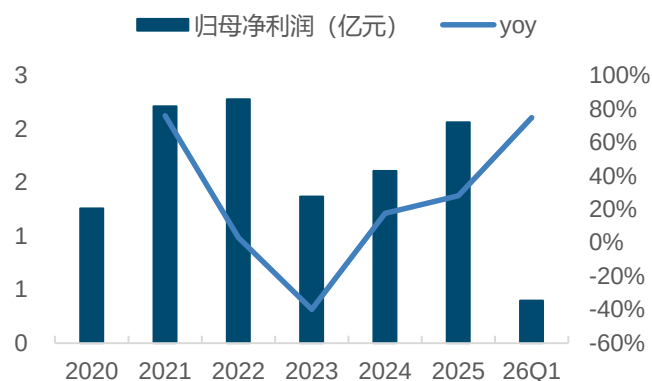


图表10：公司营业收入（亿元）



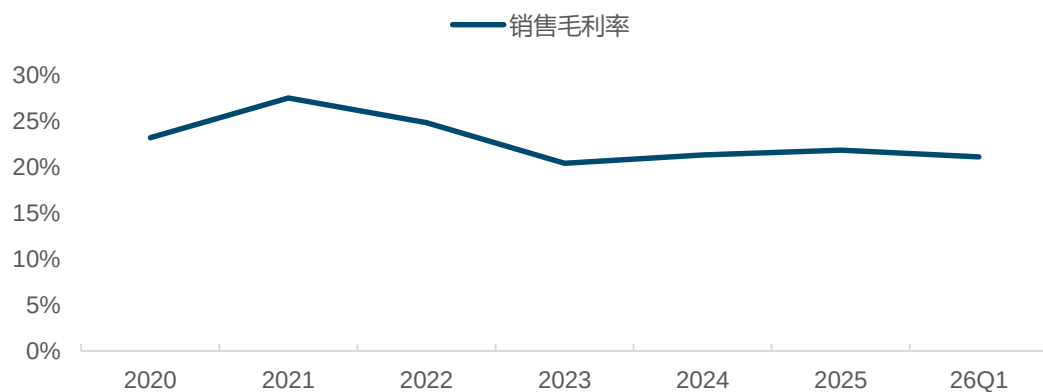
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：公司归母净利润（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：公司销售毛利率



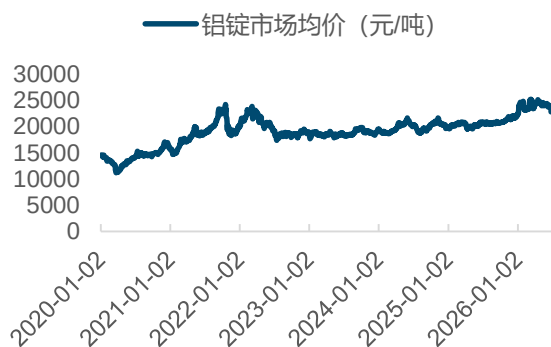
来源：Wind，国金证券研究所

1) 成本端铝价、硫酸价格提升构成涨价基础。

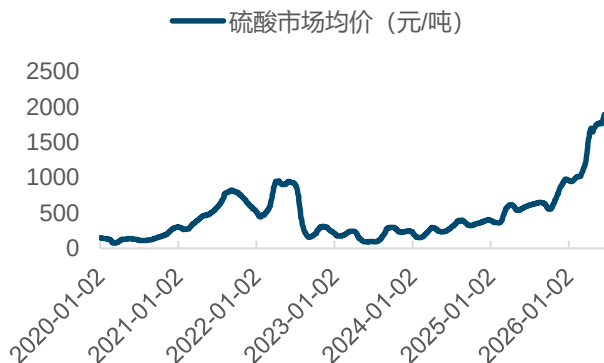
铝电极箔生产原料包括铝锭、硫酸（腐蚀液）等，参考百川盈孚，从历史上看，上一轮铝锭、硫酸的涨价高峰在2021、2022年，其中21年由于新能源等市场的快速增长，公司21年毛利率同比提升，但22年受制于成本上行，公司毛利率则有所下滑；25年后上游材料重回提价，但公司毛利率整体稳健。当前看，铝锭价格从25年年中2万元/吨涨至26年年中约2.3万/吨，硫酸价格从25年年中500多元/吨涨至26年年中约1900元/吨，原材料价格上移。尽管公司有面对供应商较强的议价能力，但成本侧压力的提升仍构成了提价的直接基础。



图表13: 铝锭价格 (元/吨)



图表14: 硫酸价格 (元/吨)



来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

来源: 百川盈孚, 国金证券研究所

2) 非 AI 产能遭挤出, 公司产品整体呈现供不应求。

传统铝电解电容市场下游主要包含消费电子、工控、新能源、车载电子几大类。根据公司年报, 电力及能源是铝电解电容器用量最大的应用市场之一, 其在全球铝电解电容器市场规模总额中的比例约为 30%; 汽车电子是铝电解电容器的另一个主要应用领域, 其在全球铝电解电容器市场规模总额中的比例约为 21%; 应用于家用电器上的铝电解电容器市场规模约占总量的 19%。此外, 计算机、通信设备、工业、医疗设备等均为铝电解电容器的主要应用市场。未来几年, AI 服务器、新能源汽车、新能源发电等领域的迅速发展, 将成为铝电解电容器市场增长的主要动力。

日系企业收缩中低端市场, 转产 AI 服务器、车载等高端市场。

1) 日本贵弥功 (chemi-con) 2025 年年报显示, 其战略上选择主动出清小型、小容量低端铝电解电容, 将资源全部倾斜至大型、高容量、高耐压高端型号, 聚焦高毛利市场, 将生成式 AI 服务器、车载电子定为两大核心主攻赛道, 工业设备、新能源作为稳固基本盘, 弱化传统消费类低端市场。

2) 尼吉康 (Nichicon) 2025 年财报显示, 公司将资源倾斜至生成式 AI 服务器、算力基站、高端通信设备, 主力推大型铝电解电容、叠层导电高分子固态电容, 适配高功耗、大电流、高密度装机场景; 主攻新能源车、ADAS、车载充电机、发动机舱等严苛场景, 重点落地导电高分子混合电容、耐高温片式铝电容; 工业设备、家电等通用市场不再追加核心资源, 仅维持存量份额, 通过成本优化保障基本收益, 主动规避低端低价竞争。

考虑到部分日系企业向 AI 服务器等高端市场改造原有产线, 致使非 AI 领域市场供给收缩, 国产企业收到源于海外的外溢需求, 我们判断公司主营业务已呈现供不应求, 低压箔、中压箔本身竞争格局更优, 看好后续产品提价。

3) 新能源、车载产品占比预计提升, 优化均价和毛利率。

按照价格和毛利率, 我们预计几大非 AI 市场的排序为: 车载电子 > 新能源 > 工控 > 消费电子。由于公司非 AI 产品供不应求, 公司有更多主动选择市场的权利, 我们预计公司新能源、车载等中高端领域的产品占比持续提升, 将进一步提高公司均价和毛利率水平。

2.3 降本推进+前瞻技术布局: 用电成本逐步降低, 低压固态新品已布局

电极箔主要工序分腐蚀箔、化成箔两道工序, 其中化成箔对电力成本高度敏感。根据公司招股书, 18 年公司的材料/人工/制造/能源的成本占比分别为 32%/5%/22%/42%, 电力成本最大。公司新疆基地产能持续投放, 25 年其收入/利润已占据 18%/20%, 随着收入比例的将提升带动公司用电成本进一步降低。

新技术方面, 公司低压固态产品已实现交付。固态铝电容凭借超低 ESR、耐高温、长寿命、高频特性优、无电解液泄漏等核心优势, 成为传统液态铝电容的主流升级方向。上游高低压电极箔同步升级, 高比容腐蚀箔、高精度化成箔成为标配, 通过优化铝箔微观结构, 进一步降低 ESR、提升容量利用率。公司固态低压电极箔产品已实现交付, 仍在持续扩产, 加速国产替代进程。

图表15: 公司部分在建工程情况, 涵盖低压箔、服务器用高性能箔

项目	期末余额	期初余额
----	------	------



	账面余额	减值准备	账面价值	账面余额	减值准备	账面价值
新能源领域用						
新一代高性能						
电极箔一期项	79,482,619.00		79,482,619.00	14,219,431.96		14,219,431.96
目						
中雅低压扩产	18,614,041.85		18,614,041.85			
项目						
G1-G8 负荷转	3,445,788.09		3,445,788.09			
移项目						
服务器用高性				96,903,620.30		96,903,620.30
能电极箔项目						

来源：公司公告，国金证券研究所

三、盈利预测与估值

公司报表端主营业务包括化成箔、腐蚀箔，贡献主要收入的是化成箔，腐蚀箔则是化成箔的前道产品，公司有一定的外售需求。我们预计，公司 26-28 年出货化成箔分别 5100/6200/7600 万平，同比+25%/+22%/+23%，其中非 AI 箔 4800/5000/5800 万平，AI 箔 300/1200/1800 万平，总收入 32/47/62 亿元，同比+38%/+47%/+33%，其中 AI 箔 3/14/23 亿元，出货量增长主要基于：1) AI 箔产线改造+后续新扩产：公司 AI 箔当下供给紧张，25 年公司配合下游客户做 AI 电极箔产品开发和测试，尚未形成规模收入，26 年公司通过持续改造原有业务产线来扩充 AI 箔产能，26H1 形成规模出货和收入，我们预计 26 年底公司通过改造产线+小幅扩产有望形成 1000 万平 AI 箔产能，出货有望达 300 万平，27、28 年我们预计公司将进一步投放新产能并逐步爬坡，出货量预计显著提升；2) 非 AI 箔预计扩产：公司非 AI 箔供不应求，预计后续仍有扩产规划。收入增长高于出货量主要基于：①高价 AI 箔进入放量：随着产能释放，公司 AI 箔配合下游客户进入放量，AI 箔整体价格预计显著高于非 AI 箔；②提价：基于成本上行和供不应求，我们认为 26 年开始公司产品进入提价周期；③结构优化：公司非 AI 箔预计提升新能源+车载电子两大领域占比，这些领域属于中高端，价格优于行业平均。

图表 16：公司出货量与收入预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售量（万平）	3258	3601	4335	5395	6554	8024
1. 其中：化成箔	3075	3390	4089	5100	6200	7600
yoy		10%	21%	25%	22%	23%
①其中：非 AI 箔				4800	5000	5800
②AI 箔				300	1200	1800
2. 腐蚀箔	183	211	246	295	354	424
yoy		15%	17%	20%	20%	20%
总收入（亿元）	17.9	19.3	23.0	31.7	46.7	62.2
yoy		8%	19%	38%	47%	33%
1. 其中：化成箔	17.3	18.4	22.0	30.4	45.1	60.2
yoy		6%	19%	39%	48%	33%
①其中：非 AI 箔				27.0	30.7	37.7
②AI 箔				3.5	14	22.5
2. 腐蚀箔	0.5	0.8	0.9	1.2	1.5	2.0
yoy		66%	11%	29%	29%	28%

来源：Wind，国金证券研究所测算

我们预计公司 26-28 年毛利率分别为 22.8%/28.2%/30.4%，其中非 AI 箔 22%/23%/24%，AI 箔 35%/40%/42%。毛利率持续提升主要基于：



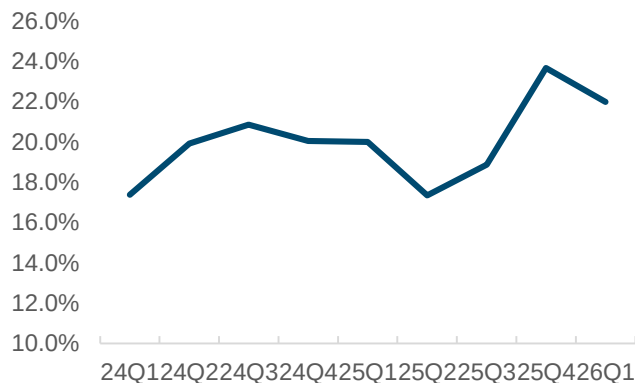
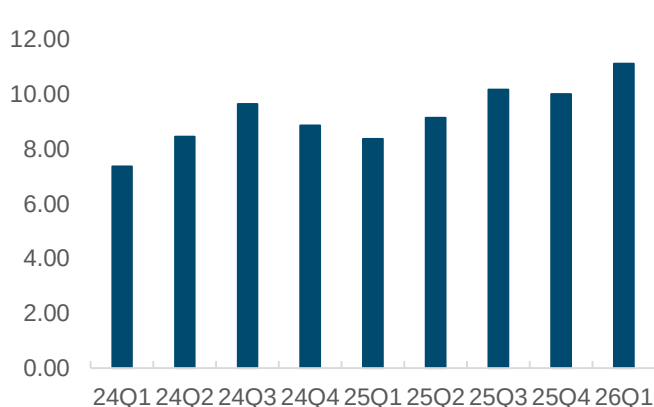
①高价 AI 箔进入放量通道：当前公司已实现客户突破，伴随下游需求逐季度释放，对已突破的客户批量出货，且越来越多的中国电容器厂商（含中国台湾企业+中国内地企业）进入市场，公司 AI 箔已进入放量通道。

②竞争格局更优，预计享受更高价格和毛利率：

下游企业毛利率提升。产业链上，参考下游中国台湾金山电子（主营业务为铝电容器），受益于 AI 服务器等需求的放量，25 年金山电子的季度收入、毛利率强劲增长，且 25Q4 毛利率大幅提高，环比 25Q3 提升 4.8pct，26Q1 毛利率 22%仍维持高位。

分析行业格局，日系电容厂商优先使用自有产能保供，而日系外供应则很大程度上需要依赖中国企业，AI 箔整体技术难度要求较原有传统产品更高，产品需做重新定制开发，企业需要具备强大的技术开发和客户配合实力，目前行业内海星进展显著较快。其他企业中，东阳光联合秦淮数据、台达等企业发布基于固态变压器（SST）的智能直流供电系统方案，采用积层箔电容器方案，已获得服务器电源企业认可并实现供货。考虑到积层箔仍为技术新方案，大规模的应用前景仍待观察，短期对格局的冲击预计有限；江海股份在腐蚀箔比容提升、加厚腐蚀箔、节电化成箔、积层箔、N 型导电高分子材料、原子沉积法涂钛箔、G 化成等有较多研究开发，高压化成箔自给率约占 75%，考虑到后续 AI 铝电解电容器存在较大的需求提升预期，且扩产电极箔相较扩产电容器要求更高，周期更长，我们认为江海股份可能也会面临自供的压力。其他企业进展则更为缓慢。我们认为公司在 AI 电极箔的格局显著强于传统产品，预计产品价格、毛利率均较传统产品有大的提升。

图表17：25 年金山电子季度收入同比提升，26Q1 更显著 图表18：25Q3 起金山电子毛利率提升显著
(亿元)



来源：公司财报，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所

③提价：基于成本上行和供不应求，我们认为 26 年开始公司产品进入提价周期。下游来看，多家电容厂已发布涨价函：

日系尼吉康、贵弥功提价 10%-15%。根据华尔街见闻，6 月日本铝电解电容龙头尼吉康（Nichicon）宣布对旗下所有铝电解电容产品实施全面涨价，涨幅据悉由原先的 9%至 12%进一步扩大至 10%至 15%，核心驱动力来自两端：AI 服务器需求爆发导致部分产品订单量已超出尼吉康现有产能，同时中东局势持续动荡推高铝箔、化工原料及电力等核心原材料成本，采购难度日益加大。尼吉康在致客户公开信中表示，公司已采取增购设备、员工加班及周末出勤等内部措施，但当前成本上涨趋势已无法通过内部消化完全抵消。与此同时，另一日本铝电大厂贵弥功（Nippon Chemicon）亦相继宣布调涨价格。

中国台湾电容厂提价。根据 MoneyDJ，台湾供应商的价格调整将于 6 月和 7 月逐步生效。

④结构优化：公司非 AI 箔预计提升新能源+车载电子两大领域占比，这些领域属于中高端，毛利率优于行业平均。

⑤电力成本降低：公司新疆化成箔持续投产，其低电价将带来公司综合成本的降低。

图表19：公司毛利率预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
综合毛利率	20.5%	21.4%	21.9%	22.8%	28.2%	30.4%
1. 其中：化成箔	20.7%	21.9%	22.9%	23.2%	28.7%	30.9%



	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
①其中：非 AI 箔				21.7%	23.4%	24.3%
②AI 箔				35.0%	40.0%	42.0%
2. 腐蚀箔	12.9%	9.0%	13.1%	14.0%	15.0%	15.0%

来源：Wind，国金证券研究所测算

我们预计公司 26-28 年销售费率分别为 1.6%/1.4%/1.3%，管理费率为 4.3%/4.1%/4.0% 研发费率分别为 6.8%/6.7%/6.6%，费率下降主因公司的营收预计迎来大规模增长，此前在 AI 箔的持续研发投入将得到明显回报。

图表20：公司费率预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费率	1.6%	1.9%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
管理费率	4.5%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%
研发费率	7.3%	6.8%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%

来源：Wind，国金证券研究所预测

我们预计公司 26-28 年归母净利润 2.9/6.6/9.9 亿元，参考可比公司江海股份（布局有电容器+电极箔）、东阳光（布局有电容器+电极箔）、博迁新材（MLCC 电容上游企业）、国瓷材料（MLCC 电容上游企业），给予公司 27 年 50X PE，目标价 135 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表21：公司盈利预测与估值

名称	市值 (元)	归母净利润 (亿元)						PE					
		23A	24A	25A	26E	27E	28E	23A	24A	25E	26E	27E	28E
江海股份	747	7.1	6.5	6.7	8.9	11.4	15.0	19	23	37	84	66	50
东阳光	1132	(2.9)	3.7	2.8	19.5	25.4	27.7	-75	91	245	58	44	41
博迁新材	483	(0.3)	0.9	2.2	6.6	11.9	18.9	-228	87	78	73	40	26
国瓷材料	677	5.7	6.0	6.1	7.5	9.0	10.5	41	28	45	90	75	64
平均值								-28	57	141	71	55	45
海星股份	218	1.4	1.6	2.1	2.9	6.6	9.9	26	19	106	74	33	22

来源：Wind 一致预期，东阳光、国瓷材料来源于国金证券研究所预测，截至 2026 年 7 月 15 日

四、风险提示

AI 服务器出货量低于预期。若全球 AI 资本开支因宏观经济或政策原因出现收缩，AI 服务器出货量增速放缓，将直接减少上游铝电解电容和电极箔需求，拖累公司高端产品放量节奏。

客户拓展不及预期。下游电容器加紧拓展电源客户，如果公司拓展客户、或者公司的客户拓展电源客户的进展不及预期，公司出货将不及预期；产能释放不及预期；原材料价格波动风险。

原材料价格波动风险。铝锭、硫酸是电极箔的核心原材料，铝价受全球供需和地缘政治因素影响较大。若铝价、硫酸大幅上涨且公司无法及时向下游传导，毛利率将受到挤压。

产能释放不及预期。若新疆基地产能未达预期进度，或者面向更未来的公司新投产能规划、释放节奏不及预期，后续业绩将不及预期。

大股东减持风险：大股东南通新海星投资集团股份有限公司持股 58.37%，存在大股东减持风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,790	1,928	2,295	3,168	4,670	6,223
增长率		7.7%	19.1%	38.0%	47.4%	33.2%
主营业务成本	-1,425	-1,517	-1,793	-2,445	-3,352	-4,332
%销售收入	79.6%	78.7%	78.1%	77.2%	71.8%	69.6%
毛利	366	411	502	723	1,318	1,891
%销售收入	20.4%	21.3%	21.9%	22.8%	28.2%	30.4%
营业税金及附加	-10	-10	-12	-16	-23	-31
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-29	-36	-37	-51	-65	-81
%销售收入	1.6%	1.9%	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%
管理费用	-81	-91	-102	-136	-191	-249
%销售收入	4.5%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%
研发费用	-130	-132	-164	-215	-313	-411
%销售收入	7.3%	6.8%	7.1%	6.8%	6.7%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	116	143	187	305	725	1,120
%销售收入	6.5%	7.4%	8.1%	9.6%	15.5%	18.0%
财务费用	13	8	7	-3	-11	-25
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.4%
资产减值损失	-6	-5	-9	-8	-8	-8
公允价值变动收益	1	0	10	0	0	0
投资收益	6	7	0	0	0	0
%税前利润	4.1%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	159	182	234	333	745	1,127
营业利润率	8.9%	9.5%	10.2%	10.5%	16.0%	18.1%
营业外收支	-1	-1	-3	0	0	0
税前利润	159	182	231	333	745	1,127
利润率	8.9%	9.4%	10.1%	10.5%	16.0%	18.1%
所得税	-22	-21	-25	-40	-89	-135
所得税率	13.9%	11.5%	10.9%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	137	161	206	293	656	992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	137	161	206	293	656	992
净利率	7.6%	8.3%	9.0%	9.3%	14.0%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	137	161	206	293	656	992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	87	97	116	147	196	261
非经营收益	-19	-14	-11	4	16	32
营运资金变动	-25	-183	-182	-15	-88	-118
经营活动现金净流	180	61	129	429	780	1,168
资本开支	-154	-150	-263	-359	-615	-715
投资	0	220	-80	0	0	0
其他	-21	86	27	0	0	0
投资活动现金净流	-174	156	-315	-359	-615	-715
股权募资	0	0	22	0	0	0
债权募资	0	0	378	-60	475	448
其他	-179	-120	-148	-215	-478	-730
筹资活动现金净流	-179	-120	253	-275	-3	-282
现金净流量	-169	100	64	-205	162	171

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	548	578	620	415	577	748
应收款项	651	820	895	1,004	1,321	1,674
存货	206	283	358	402	459	534
其他流动资产	237	34	147	157	163	170
流动资产	1,642	1,715	2,020	1,977	2,521	3,125
%总资产	68.6%	65.5%	63.2%	58.7%	58.1%	57.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	677	799	1,072	1,288	1,706	2,157
%总资产	28.3%	30.5%	33.5%	38.2%	39.3%	39.9%
无形资产	70	81	93	104	114	124
非流动资产	752	905	1,178	1,392	1,820	2,281
%总资产	31.4%	34.5%	36.8%	41.3%	41.9%	42.2%
资产总计	2,395	2,620	3,198	3,369	4,341	5,406
短期借款	0	0	110	65	500	908
应付款项	311	476	559	716	982	1,269
其他流动负债	45	63	71	69	105	142
流动负债	356	539	740	850	1,587	2,319
长期贷款	0	0	269	309	349	389
其他长期负债	49	45	66	0	0	0
负债	405	584	1,074	1,159	1,936	2,708
普通股股东权益	1,989	2,037	2,123	2,210	2,405	2,698
其中：股本	239	239	242	242	242	242
未分配利润	525	554	617	703	898	1,192
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,395	2,620	3,198	3,369	4,341	5,406

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.572	0.673	0.853	1.212	2.711	4.101
每股净资产	8.316	8.514	8.778	9.137	9.941	11.156
每股经营现金净流	0.754	0.256	0.533	1.773	3.225	4.827
每股股利	0.500	0.600	0.600	0.853	1.908	2.886
回报率						
净资产收益率	6.88%	7.90%	9.71%	13.27%	27.27%	36.76%
总资产收益率	5.71%	6.14%	6.45%	8.71%	15.11%	18.35%
投入资本收益率	5.01%	6.21%	6.62%	10.38%	19.60%	24.66%
增长率						
主营业务收入增长率	1.43%	7.68%	19.05%	38.04%	47.40%	33.24%
EBIT 增长率	-43.43%	23.43%	30.17%	63.37%	137.68%	54.49%
净利润增长率	-39.93%	17.63%	28.17%	42.21%	123.58%	51.27%
总资产增长率	-1.04%	9.43%	22.03%	5.36%	28.84%	24.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.0	74.2	71.3	65.0	53.0	48.0
存货周转天数	54.6	58.8	65.2	60.0	50.0	45.0
应付账款周转天数	71.5	78.1	78.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	109.8	129.9	154.1	130.7	113.5	105.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.66%	-28.36%	-15.59%	-5.92%	7.57%	17.03%
EBIT 利息保障倍数	-9.2	-18.9	-26.8	97.2	65.9	45.3
资产负债率	16.93%	22.27%	33.60%	34.39%	44.60%	50.09%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	4	7
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究