

2023年12月13日

联瑞新材（688300.SH）

公司快报

23Q3 单季营收创历史新高，扩大高端品产能确保长期增长

投资要点

◆ 需求回暖带动公司业绩逐季复苏，23Q3 单季营收创历史新高

得益于下游需求回暖，23Q3 公司出货量环比明显改善，尤其是销往半导体封装和导热行业的产品销量有所增加，带动 23Q3 营收创下单季历史新高。23Q3 公司实现营收 1.97 亿元，同比增长 43.43%，环比增长 16.38%；归母净利润 0.52 亿元，同比增长 32.66%，环比增长 16.87%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 45.45%，环比增长 15.85%；毛利率 42.78%，同比增长 2.79pct，环比增长 3.29pct；净利率 26.33%，同比减少 2.13pct，环比增长 0.11pct。23Q3 单季研发投入 0.14 亿元，同比增长 69.56%，占营收的比例同比增长 1.06pct 升至 6.91%。

◆ 球形品营收占比超 60%，扩大高端品产能确保长期增长

公司致力于无机填料和颗粒载体行业产品的研发、制造和销售，主要产品包括 1) 微米级/亚微米级角形粉体；2) 微米级球形无机粉体和亚微米级球形粒子；3) 各种超微粒子、功能性颗粒以及浆料产品。根据 2023 年 11 月投资者调研纪要，2023 年前三季度公司球形品营收占比超 60%，角形品营收占比约 30%。

应用领域方面，公司产品可广泛应用于 1) 芯片封装用环氧塑封材料（EMC）、液态塑封材料（LMC）和底部填充材料（Underfill）；2) 覆铜板（CCL）；3) 积层胶膜、热界面材料（TIM）、新能源汽车电池模组导热胶黏剂等其它领域。根据 2023 年 11 月投资者调研纪要，2023 年前三季度公司销往 EMC 和 CCL 领域的产品营收占比约 70%，销往热界面材料等其它领域的产品营收占比约 30%。

随着 5G 通讯、AI、HPC 等新兴技术发展，5G 通讯用高频高速基板、IC 载板、高端芯片封装等市场迎来良好的发展机遇。基于此，公司拟投资 1.28 亿元建设集成电路用电子级功能粉体材料项目，设计产能为 2.52 万吨/年。新项目中部分产品为球形硅微粉高纯原料，可满足客户对电子级功能粉体材料的小粒径、低杂质、大颗粒控制、高填充等不同特性要求。

◆ 高尖端应用产品实现批量出货，先进封装快速发展和环氧塑封料国产化率提升开拓广阔市场

环氧塑封料主要应用于半导体封装工艺中的塑封环节，用于保护芯片不受外界环境的影响，并实现导热、绝缘、耐湿、耐压、支撑等复合功能。根据国产环氧塑封料龙头厂商海诚科测算，2020 年中国传统封装用环氧塑封料市场规模约 53.11 亿元，先进封装用环氧塑封料市场规模约 3.59 亿元。环氧塑封料中硅微粉等填充料的质量分数约为 60~90%，且越高端的环氧塑封料产品硅微粉的含量越高。硅微粉在其中起到降低线性膨胀系数、降低介电常数、降低封装料成本、减小内应力、增加塑封料强度、增加热导等作用。

基础化工 | 其他化学原料III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-12-13)

54.90 元

交易数据

总市值（百万元）	10,197.43
流通市值（百万元）	10,197.43
总股本（百万股）	185.75
流通股本（百万股）	185.75
12 个月价格区间	85.52/41.00

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.92	32.81	64.09
绝对收益	15.87	22.41	49.32

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsc.cn

相关报告



作为超越摩尔定律、提升芯片系统性能的关键路径之一，先进封装技术快速发展，Yole 预计 2026 年先进封装全球市场占比将达到 50%。先进封装技术的应用也带动了低 CUT 点、高填充、低放射性含量的硅微粉、具备特殊电性能如低介质损耗等特性的球形硅微粉和高纯球形氧化铝粉需求的增加。然而，先进封装用环氧塑封料目前由住友电木、葛司蒂等海外厂商垄断，国内厂商主要处于导入考核阶段，国产化程度较低，存在较大的替代空间。

历经近 40 年的持续研发和技术积累，联瑞新材成功实现了高尖端应用的系列化产品在海内外客户的批量出货，包括应用于异构集成技术封装和 FC-BGA 封装 UF 的球形硅微粉、应用于存储芯片封装的 Low α 微米级/亚微米级球形硅微粉、应用于极低介质损耗电路基板的球形硅微粉、应用于热界面材料的高 α 相的球形氧化铝粉和亚微米球形氧化铝粉、应用于高导热存储芯片封装的 Low α 球形氧化铝粉、应用于高介电（Dk6 和 Dk10）高频基板的球形氧化钛、液态填料等产品。

我们认为，公司高尖端应用的系列化产品已得到客户充分认可，显著受益于先进封装技术快速发展以及先进封装用环氧塑封料国产化率不断提升开拓的广阔市场。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 7.40/9.27/11.27 亿元，同比分别为 11.8%/25.2%/21.7%，归母净利润分别为 1.96/2.60/3.22 亿元，同比分别为 4.2%/32.4%/24.0%；PE 分别为 52.0/39.3/31.7。在先进封装技术快速发展以及先进封装用环氧塑封料国产化率提升的大背景下，联瑞新材凭借在无机填料和颗粒载体行业雄厚的技术实力，实现高尖端应用产品的批量出货，同时积极投资扩大高端产品产能，充分把握发展良机，未来成长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	625	662	740	927	1,127
YoY(%)	54.6	6.0	11.8	25.2	21.7
归母净利润(百万元)	173	188	196	260	322
YoY(%)	55.9	8.9	4.2	32.4	24.0
毛利率(%)	42.5	39.2	40.8	43.2	44.7
EPS(摊薄/元)	0.93	1.01	1.06	1.40	1.73
ROE(%)	15.8	15.3	14.3	16.8	18.1
P/E(倍)	59.0	54.2	52.0	39.3	31.7
P/B(倍)	9.3	8.3	7.4	6.6	5.7
净利率(%)	27.7	28.4	26.5	28.0	28.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) 球形无机粉体：公司球形无机粉体产品主要分为火焰熔融法加工的微米级球形无机粉体以及高温氧化法或液相法加工的亚微米级球形粒子。高端芯片封装、异构集成先进封装应用领域的先进技术发展和应用，带动了具备如低介质损耗等特殊电性能的球形硅微粉和高纯球形氧化铝粉需求；通讯传输要求更高效率，AI 服务器要求更高算力，汽车向电动化、智能化、网联化发展，推动了新一代高频高速覆铜板、封装基板、ABF 等高端 CCL 产品的市场发展及占比不断提升，带动了公司球形硅微粉、球形氧化铝、球形二氧化钛等球形无机粉体产品发展。我们预计 2023-2025 年，公司球形无机粉体业务营收分别为 4.21/5.54/6.98 亿元，同比分别为 19.00%/31.50%/26.00%，毛利率分别为 44.00%/46.00%/47.00%，营收占比分别为 56.95%/59.80%/61.93%。

2) 角形无机粉体：公司角形无机粉体产品主要为利用先进研磨技术加工的微米级、亚微米级角形粉体。针对角形硅微粉颗粒表面棱角多、流动性差等问题，公司自主研发出微细颗粒表面棱角钝化的研磨整形技术、工艺和装备，实现了角形硅微粉表面尖锐棱角的高效去除，提高了颗粒表面规整度，改善了产品的流动性，满足了全封装大功率集成电路器件对低粘度、高填充、高导热结晶硅微粉的需求。我们预计 2023-2025 年，公司角形无机粉体营收分别为 2.36/2.74/3.15 亿元，同比分别为 2.00%/16.00%/15.00%，毛利率分别为 37.00%/39.00%/40.50%，营收占比分别为 31.96%/29.60%/27.98%。

3) 其他无机材料：公司其他无机材料包括经过表面处理的各种超微粒子、多种方法制造的功能性颗粒以及为解决粒子分散开发的浆料产品。随着 5G 和物联网技术的不断发展，以及新能源、汽车电子等新兴领域需求的不断扩大，拉动其他无机材料的需求增长。我们预计 2023-2025 年，公司其他无机材料营收分别为 0.81/0.97/1.13 亿元，同比分别为 8.00%/20.00%/16.00%，毛利率分别为 35.00%/39.00%/42.00%，营收占比分别为 10.95%/10.49%/10.00%

4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 0.01/0.01/0.01 亿元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 50.00%/50.00%/50.00%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 7.40/9.27/11.27 亿元，同比分别为 11.77%/25.24%/21.67%，毛利率分别为 40.79%/43.20%/44.68%。

表 1：联瑞新材业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
球形无机粉体	营收	3.00	3.54	4.21	5.54	6.98
	营收同比	107.37%	18.04%	19.00%	31.50%	26.00%
	毛利率	41.33%	43.05%	44.00%	46.00%	47.00%
	营收占比	48.02%	53.49%	56.95%	59.80%	61.93%
角形无机粉体	营收	2.56	2.32	2.36	2.74	3.15
	营收同比	18.39%	-9.47%	2.00%	16.00%	15.00%
	毛利率	40.98%	35.41%	37.00%	39.00%	40.50%

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他无机材料	营收占比	40.99%	35.02%	31.96%	29.60%	27.98%
	营收	0.68	0.75	0.81	0.97	1.13
	营收同比	59.05%	10.69%	8.00%	20.00%	16.00%
	毛利率	52.81%	32.58%	35.00%	39.00%	42.00%
	营收占比	10.85%	11.33%	10.95%	10.49%	10.00%
其他业务	营收	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	营收同比	37.73%	16.93%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	61.37%	46.75%	50.00%	50.00%	50.00%
	营收占比	0.14%	0.16%	0.14%	0.11%	0.09%
合计	总营收	6.25	6.62	7.40	9.27	11.27
	总营收同比	54.55%	5.96%	11.77%	25.24%	21.67%
	综合毛利率	42.46%	39.20%	40.79%	43.20%	44.68%

资料来源：聚源，华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

鉴于 A 股上市公司中尚无主要产品与联瑞新材较为相近的同行业企业，我们选择了兴森科技、华海诚科和德邦科技三家半导体材料公司作为可比公司。兴森科技专注于印制电路板产业，围绕传统 PCB 业务和半导体业务两大主线开展；半导体业务立足于芯片封装和测试环节的关键材料自主配套，实现从 CSP 封装基板到 FCBGA 封装基板领域的突破。华海诚科深耕于半导体封装材料的研发创新，主要产品为环氧塑封料和电子胶黏剂，构建了可应用于传统封装（包括 DIP、TO、SOT、SOP 等）与先进封装（QFN/BGA、SiP、FC、FOWLP/FOPLP 等）的全面产品体系。德邦科技聚焦高端电子封装材料研发及产业化，现已形成覆盖晶圆加工、芯片级封装、功率器件封装、板级封装、模组及系统集成封装的从 0 级封装到 3 级封装的全产业链产品体系。

在先进封装技术快速发展以及先进封装用环氧塑封料国产化率提升的大背景下，联瑞新材凭借在无机填料和颗粒载体行业雄厚的技术实力，实现高尖端应用产品的批量出货，同时积极投资扩大高端品产能，充分把握发展良机，未来成长动力足。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
兴森科技	15.64	3.10	5.16	7.94	0.18	0.31	0.47	86.52	52.05	33.84
华海诚科	97.93	0.46	0.64	0.84	0.57	0.79	1.04	174.30	126.76	95.81
德邦科技	53.85	1.64	2.36	3.32	1.15	1.66	2.33	46.80	32.50	23.10
均值					0.63	0.92	1.28	102.54	70.44	50.92
联瑞新材	54.90	1.96	2.60	3.22	1.06	1.40	1.73	51.99	39.27	31.67

资料来源：Wind 一致预期，联瑞新材盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2023 年 12 月 13 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	822	848	947	1120	1372
现金	125	106	161	269	469
应收票据及应收账款	184	169	201	240	272
预付账款	0	0	1	2	3
存货	76	77	91	115	134
其他流动资产	436	495	494	494	494
非流动资产	483	690	746	774	797
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	357	554	579	599	614
无形资产	53	52	52	52	52
其他非流动资产	73	84	115	123	131
资产总计	1305	1538	1693	1894	2169
流动负债	131	175	183	201	224
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	101	143	149	167	190
其他流动负债	30	32	34	34	35
非流动负债	80	132	141	149	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	80	132	141	149	163
负债合计	211	308	324	349	387
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	86	125	186	186	186
资本公积	620	581	520	520	520
留存收益	389	524	662	843	1068
归属母公司股东权益	1094	1230	1369	1545	1782
负债和股东权益	1305	1538	1693	1894	2169

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	153	241	252	245	337
净利润	173	188	196	260	322
折旧摊销	23	36	40	44	48
财务费用	1	-8	-5	-10	-5
投资损失	-12	-5	-9	-2	0
营运资金变动	-33	40	33	-47	-29
其他经营现金流	2	-11	-2	0	0
投资活动现金流	-126	-209	-150	-70	-71
筹资活动现金流	-43	-55	-48	-67	-66

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.93	1.01	1.06	1.40	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.30	1.36	1.32	1.81
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.62	7.37	8.32	9.59

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	625	662	740	927	1127
营业成本	359	402	438	526	624
营业税金及附加	6	7	8	9	11
营业费用	8	10	11	13	15
管理费用	38	43	47	58	70
研发费用	35	38	50	65	82
财务费用	1	-8	-5	-10	-5
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	-0	0	0
投资净收益	12	5	9	2	0
营业利润	197	190	199	266	330
营业外收入	0	4	2	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	197	193	201	266	330
所得税	25	5	5	7	8
税后利润	173	188	196	260	322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	173	188	196	260	322
EBITDA	217	227	237	305	368

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	54.6	6.0	11.8	25.2	21.7
营业利润(%)	59.2	-3.6	4.8	33.7	24.0
归属于母公司净利润(%)	55.9	8.9	4.2	32.4	24.0
获利能力					
毛利率(%)	42.5	39.2	40.8	43.2	44.7
净利率(%)	27.7	28.4	26.5	28.0	28.6
ROE(%)	15.8	15.3	14.3	16.8	18.1
ROIC(%)	14.6	14.0	13.1	15.4	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	16.2	20.0	19.1	18.4	17.8
流动比率	6.3	4.8	5.2	5.6	6.1
速动比率	4.1	3.3	4.0	4.4	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.0	3.7	4.0	4.2	4.4
应付账款周转率	4.2	3.3	3.0	3.3	3.5
估值比率					
P/E	59.0	54.2	52.0	39.3	31.7
P/B	9.3	8.3	7.4	6.6	5.7
EV/EBITDA	45.7	43.6	41.1	31.7	25.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn