



# 联瑞新材 (688300.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 配套下游升级，填料艺术家打破垄断

### 公司简介

公司主供电子填料粉体，产品主要应用于 EMC（环氧塑封料，先进封装成长方向）和 CCL（覆铜板，高频高速成长方向），随着下游景气度逐渐回升，公司 2024 年前三季度归母净利润同比增长 48%。

### 投资逻辑

先进封装复合增速达到 10.7%，填料要求低 CUT 点、低放射性等。据 Yole 预测，先进封装市场在 2024~2029 年间复合增长率将达到 10.7%，先进封装对低 CUT 点、球形度、放射性电性能等提出更高要求。公司依靠核心技术生产的球形无机非金属粉体材料具有行业领先的电性能、低 CUT 点、高填充率、高纯度等优良特性，如 2.5D/3D 封装中所需要的 low  $\alpha$  射线的球形氧化铝填料，公司相关产品已经做到平均低于 5ppb 级别，最低可做到低于 1ppb 级别，并且已经稳定批量配套行业领先客户。

**特种基材应用场景扩容，球形硅微粉在 CCL 的应用比例有望提升。**球形硅微粉的性能更优异但价格昂贵，目前只有高端覆铜板才会使用，如高频高速覆铜板、IC 载板等，未来随着高速通信领域继续升级，特殊基材需求有望继续保持提升，覆铜板领域应用到球形硅微粉的比例也有望提升。目前全球前十大覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚塑胶、联茂、金安国纪、台耀、韩国斗山等均是公司的核心客户，随着行业层面高端产品的应用市场扩张，公司也有望在覆铜板领域输出高端球形硅微粉产品，从而实现结构性增长。**国内难以望其项背的高盈利粉体商，成为打破垄断的填料艺术家。**与可比公司相比，公司规模更大、增速更快且盈利能力显著更高（2024H1 毛利率，公司 41%、雅克科技硅微粉业务 8%、壹石通电子材料业务 16%），已展示出难以企及的强阿尔法竞争能力。我们认为公司的主要竞争对手来自海外，如龙森、电气化学、雅都玛（Admatech）等，无论是在 EMC 还是 CCL 行业，公司的技术水平和工艺路线都已和海外龙头厂商看齐，成为打破硅微粉材料海外垄断、实现国产替代的国内首屈一指的填料艺术家。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2024~2026 年归母净利润将达到 2.6 亿元、3.6 亿元和 4.9 亿元，对应 PE 为 44 倍、32 倍、24 倍，考虑到公司强阿尔法竞争力显著，我们给予公司 2025 年归母净利润 45 倍目标 PE，对应目标市值 161 亿元，对应目标价为 86.46 元/股，给予“买入”评级。

**风险提示：**EMC 和 CCL 市场升级受阻；DeepSeek 等模型创新带来的变化竞争加剧导致盈利下滑；贸易冲突风险；汇率波动风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

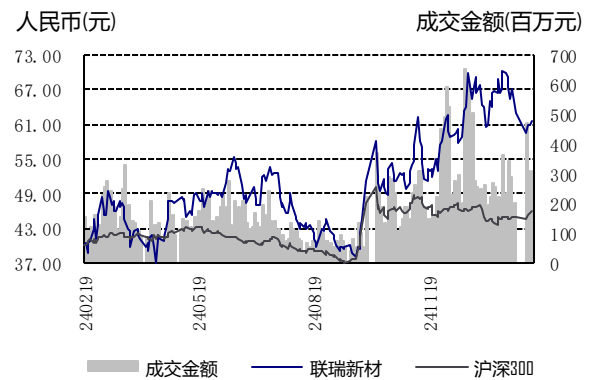
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路 (执业 S1130520080003)

dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：61.66 元

目标价 (人民币)：86.46 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	662	712	921	1,194	1,552
营业收入增长率	5.96%	7.51%	29.39%	29.68%	29.96%
归母净利润(百万元)	188	174	259	357	487
归母净利润增长率	8.89%	-7.57%	48.69%	37.92%	36.52%
摊薄每股收益(元)	1.510	0.937	1.393	1.921	2.623
每股经营性现金流净额	1.93	1.33	0.83	2.10	2.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.30%	12.91%	17.10%	20.08%	22.32%
P/E	32.24	56.53	44.27	32.10	23.51
P/B	4.93	7.30	7.57	6.44	5.25

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、业务聚焦在封装和覆铜板两大领域，基本面已进入修复上行通道.....	4
1.1、硅微粉制造商聚焦封测和覆铜板领域.....	4
1.2、下游景气度修复实现高增长，盈利能力回到较高水平.....	5
二、先进封装市场复合增长 10.7%，特殊基材覆铜板增加对球硅的应用.....	7
2.1、先进封装未来复合增速达到 10.7%，填料要求低 CUT 点、低放射性等.....	7
2.2、特种基材应用场景扩容，球形硅微粉在覆铜板中的应用比例有望提升.....	8
三、国内难以望其项背的高盈利硅微粉厂商，成为打破海外垄断的填料艺术家.....	12
四、盈利预测及估值.....	14
4.1、盈利预测：未来三年复合增长 41%.....	14
4.2、展望 161 亿目标市值.....	16
五、风险提示.....	17
5.1、EMC 和 CCL 市场升级需求受阻.....	17
5.2、DeepSeek 等模型创新带来的变化.....	17
5.3、竞争加剧导致盈利下滑.....	17
5.4、贸易冲突风险.....	17
5.5、汇率波动风险.....	17

## 图表目录

图表 1：公司主要产品外观图及微观示意图.....	4
图表 2：公司产品下游分布.....	4
图表 3：公司营收按下游分布占比.....	4
图表 4：公司毛利按下游分布占比.....	4
图表 5：公司在研项目情况.....	5
图表 6：公司营收按产品类型分布占比.....	5
图表 7：公司毛利按产品类型分布占比.....	5
图表 8：2024 年前三季度封装主流厂商经营状况.....	6
图表 9：2024 年前三季度 CCL 主流厂商经营状况.....	6
图表 10：联瑞新材历年营收及增速.....	6
图表 11：联瑞新材历年归母净利润及增速.....	6
图表 12：联瑞新材历年毛利率和净利率.....	6
图表 13：硅微粉用于环氧塑封料的产业链关系.....	7
图表 14：硅微粉在环氧塑封料原材料中的占比.....	7
图表 15：先进封装发展趋势.....	7



图表 16:	全球封装市场收入 (十亿美元)	8
图表 17:	全球封装晶圆产能耗用 (千片)	8
图表 18:	全球先进封装市场按工艺分布 (十亿美元)	8
图表 19:	2024~2029 年全球先进封装各工艺复合增速	8
图表 20:	硅微粉用于环氧塑封料的产业链关系	9
图表 21:	覆铜板用主要无机填料与玻纤布的物理性能和介电性能对比	9
图表 22:	三类硅微粉性能对比	10
图表 23:	2023 年联瑞新材球形和角形品单价 (万元/吨)	10
图表 24:	2023 年联瑞新材球形和角形品的毛利率对比	10
图表 25:	球形硅微粉在 CCL 行业的主要应用领域	10
图表 26:	高频高速对硅微粉的性能要求	10
图表 27:	全球不同类型覆铜板产值分布 (亿美元)	11
图表 28:	2018~2023 年全球不同类型覆铜板产值增速	11
图表 29:	2023 年不同类型覆铜板产值占比	11
图表 30:	特殊基材覆铜板细分品种同比增速	11
图表 31:	服务器/存储平台升级导致 CCL 升级	12
图表 32:	AI 服务器导致 CCL 升级	12
图表 33:	交换机中 PCB 组成结构 (以华为 CloudEngine S16700-8 为例)	12
图表 34:	以太网转发芯片升级趋势	12
图表 35:	联瑞新材与可比公司相关业务的营收 (亿元)	13
图表 36:	联瑞新材与雅克科技球形硅微粉营收 (亿元)	13
图表 37:	联瑞新材与可比公司相关业务的营收增速	13
图表 38:	联瑞新材与雅克科技球形硅微粉营收增速	13
图表 39:	联瑞新材与可比公司相关业务的毛利率	14
图表 40:	联瑞新材球形硅微粉毛利率水平	14
图表 41:	日本 CCL 厂家应用硅微粉的生产厂家	14
图表 42:	国内外球形二氧化硅生产厂家	14
图表 43:	公司整体毛利率水平	15
图表 44:	公司角形无机粉产品毛利率	15
图表 45:	联瑞新材营收和毛利预测	15
图表 46:	联瑞新材归母净利润预测	16
图表 47:	可比公司估值对比 (截至 2025 年 2 月 10 日)	16



## 一、业务聚焦在封装和覆铜板两大领域，基本面已进入修复上行通道

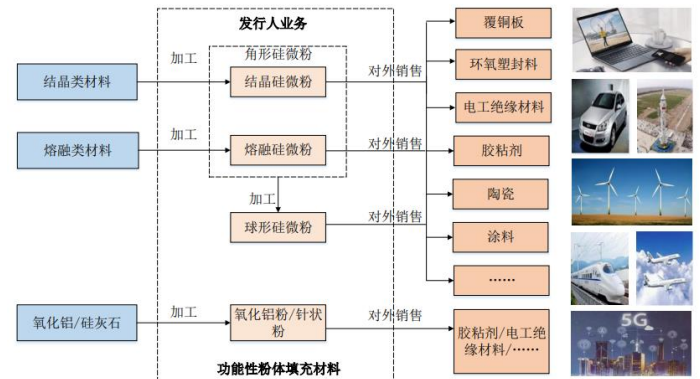
### 1.1、硅微粉制造商聚焦封测和覆铜板领域

公司是国内生产并销售硅微粉（即二氧化硅粉）及其他粉材的龙头厂商，其中主要产品是硅微粉，类别包括角形硅微粉（结晶型和熔融型）和球形硅微粉；其他产品包括氧化铝粉等。从应用范围来看，硅微粉作为一种填料添加到覆铜板、环氧塑封料、电工绝缘材料等众多用途中，主要起到调节性能的作用。

图表1：公司主要产品外观图及微观示意图

图表2：公司产品下游分布

主要产品	产品外观图	微观图
结晶硅微粉		
熔融硅微粉		
球形硅微粉		



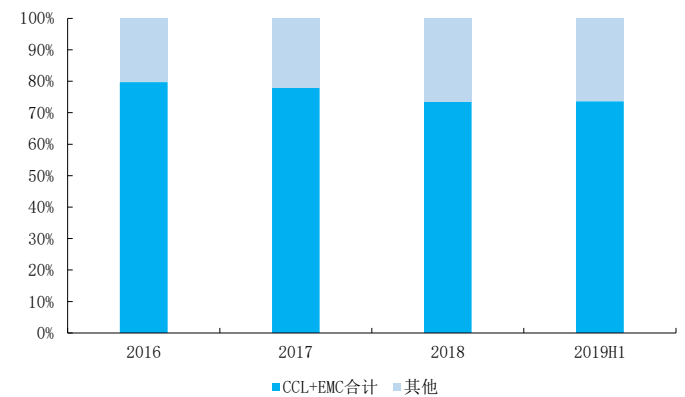
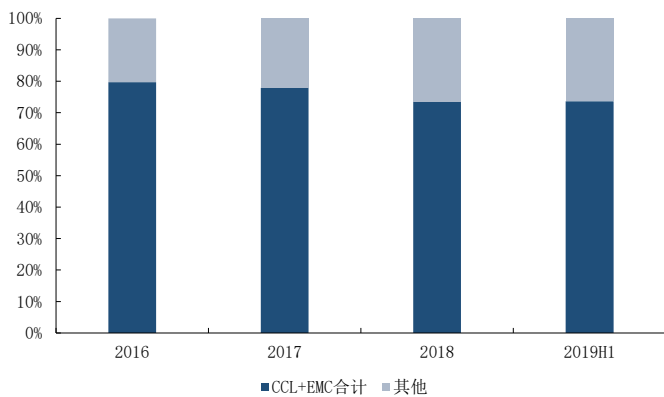
来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

公司下游主要集中在环氧塑封料(Epoxy Molding Compound,后简称 EMC)和覆铜板(Copper Clad Laminate,后简称 CCL)两大应用领域，从公司招股说明书可以看到 EMC 和 CCL 营收占比合计超过 70%，并且公司近期在研项目仍然主要针对 EMC 和 CCL 应用领域，可见公司当前业务和未来发展方向仍然聚焦于两大领域，未来这两大领域的发展变化将显著影响公司基本面。近一步看，EMC 领域主要用球形硅微粉、CCL 领域主要用角形硅微粉，自 2021 年起公司球形硅微粉营收和毛利占比就超过了角形硅微粉，这意味着自 2021 年起公司 EMC 成为第一大应用领域、CCL 为第二大应用领域。

图表3：公司营收按下游分布占比

图表4：公司毛利按下游分布占比



来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

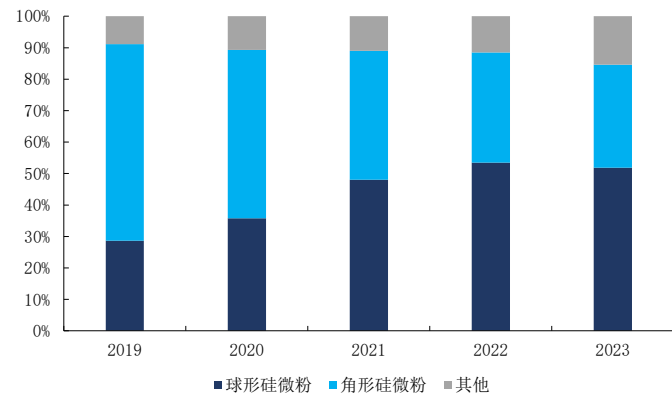


图表5: 公司在研项目情况

序号	项目名称	应用领域
1	超低损耗高速基板用球形二氧化硅开发	高速覆铜板
2	微米级低硬度球形陶瓷粉体材料开发	类载板, 车载板
3	5G 用电子级***球形二氧化硅等	5G 通信用高频高速基板、IC 载板及高端芯片封装材料等应用领域
4	UF 用亚微米球形氧化铝开发	UF、导热硅脂、EMC、CCL
5	晶圆级芯片封装用球形二氧化硅开发	底部填充胶
6	高性能基板用高介电低损耗球形二氧化钛开发	高频基板
7	热界面材料用氮化铝开发	热界面材料
8	热界面材料用氮化硼开发	热界面材料、高频基板、导热基板
9	先进封装用亚微米球形硅微粉关键技术研发	积层胶膜等
10	亚微米球形硅微粉表面修饰技术研发	UF、LMC
11	第四代半导体用氧化镓材料开发	光电子器件、半导体材料
12	新能源汽车用高性能球形氧化铝研发	新能源汽车动力电池等

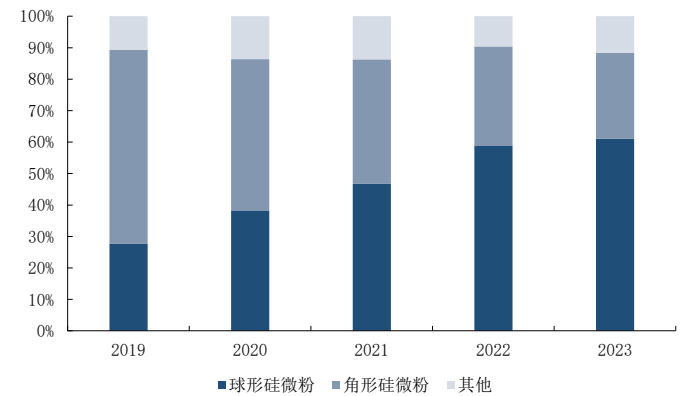
来源: 联瑞新材 2024 年半年报, 国金证券研究所

图表6: 公司营收按产品类型分布占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 公司毛利按产品类型分布占比



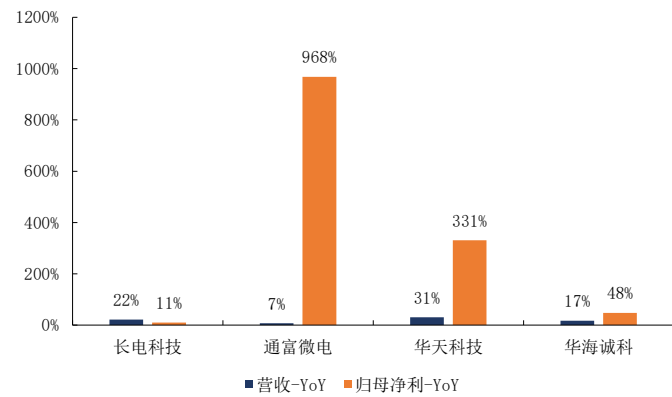
来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.2、下游景气度修复实现高增长，盈利能力回到较高水平

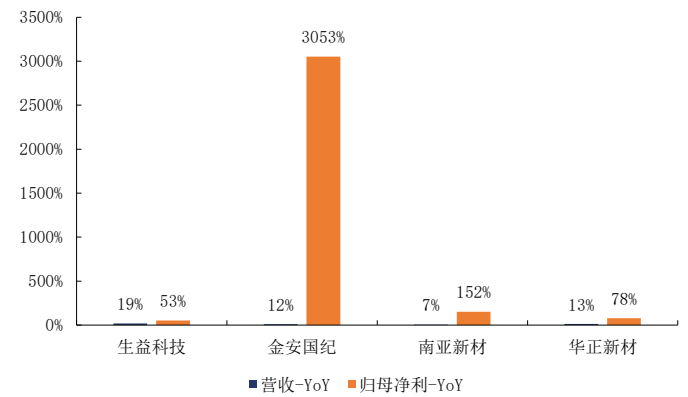
基于公司下游领域聚焦在 EMC 和 CCL，这两大应用领域的景气度和发展将关系到公司的精英情况。从 A 股封装厂（长电科技、通富微电、华天科技）、EMC 厂（华海诚科）和 CCL 厂（生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材）2024 年经营状况可以看到，封装行业和 CCL 行业景气度意有所恢复。在此基础上，公司作为上游主要供应商同样实现了基本面快速修复，2024 年前三季度实现营收 6.9 亿元、同比增长 36%，实现归母净利润 1.8 亿元、同比增长 48%，毛利率和净利率恢复至 42%和 27%的较高水平。



图表8: 2024年前三季度封装主流厂商经营状况



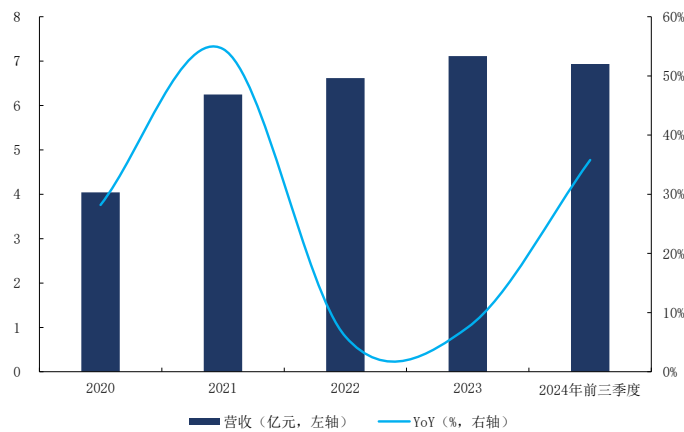
图表9: 2024年前三季度CCL主流厂商经营状况



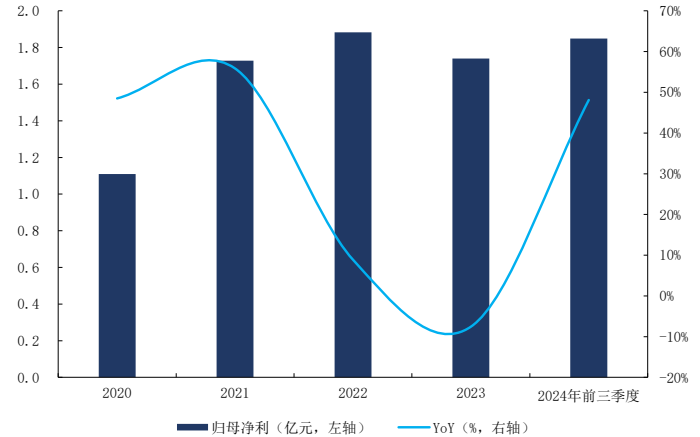
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 联瑞新材历年营收及增速



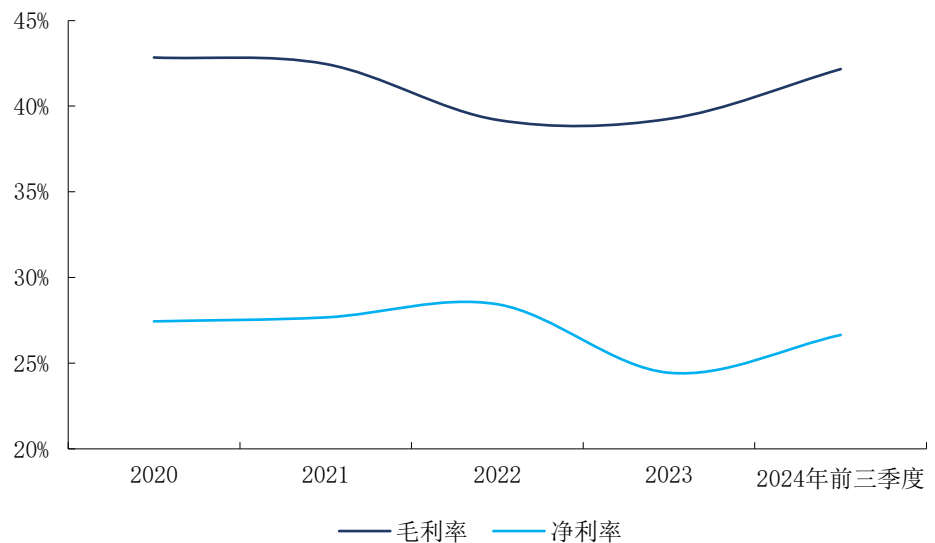
图表11: 联瑞新材历年归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 联瑞新材历年毛利率和净利率



来源: Wind, 国金证券研究所



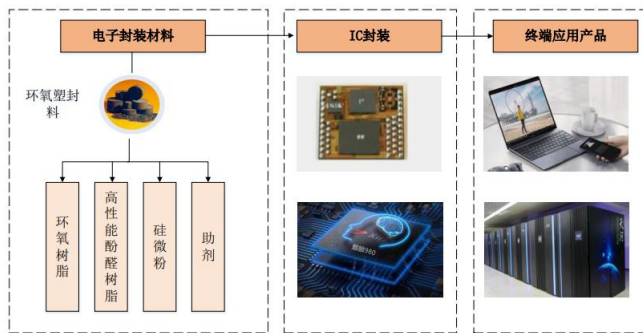
综上，我们认为公司作为封装和覆铜板两大领域的上游硅微粉材料制造商，随着下游景气度修复已经进入基本面上行通道，未来发展趋势将取决于这两大领域的技术创新。

## 二、先进封装市场复合增长 10.7%，特殊基材覆铜板增加对球硅的应用

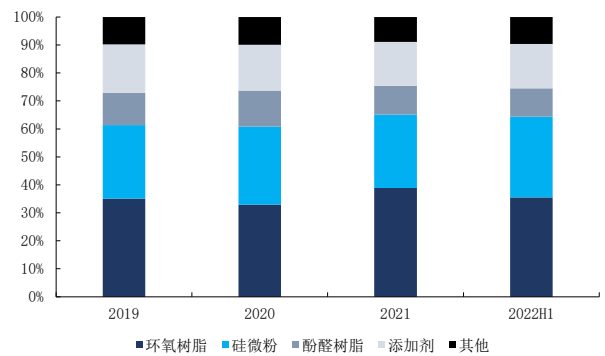
### 2.1、先进封装未来复合增速达到 10.7%，填料要求低 CUT 点、低放射性等

环氧塑封料 (Epoxy Molding Compound, 简称为 EMC)，又称环氧树脂模塑料、环氧模塑料，是由环氧树脂为基体树脂，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等为填料，以及添加多种助剂混配而成的粉状模塑料，是集成电路等半导体封装必需材料 (半导体封装中有 97% 以上采用环氧塑封料)。由于纯的环氧树脂具有高的交联结构，存在质脆、耐热性不够好、抗冲击韧性差等缺点，因此需要添加具有耐热和强固化效果的填充料，硅微粉就是常用的填充料之一，根据华海诚科招股说明书披露内容，在 2019~2022H1 EMC 的原材料采购额中，硅微粉占比平均为 27%、仅次于环氧树脂，可见硅微粉是 EMC 的重要材料之一。

图表13：硅微粉用于环氧塑封料的产业链关系



图表14：硅微粉在环氧塑封料原材料中的占比

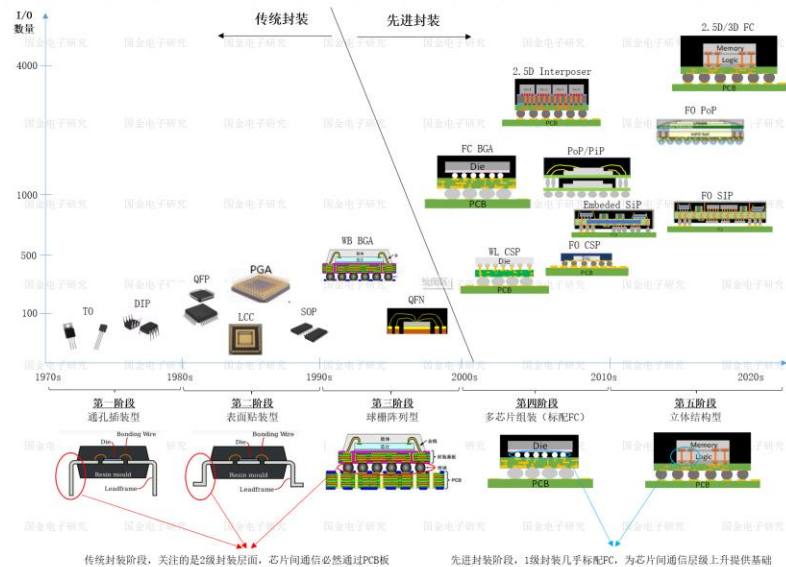


来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

来源：华海诚科招股说明书，国金证券研究所

2023~2024 年 AI 产业链景气度快速攀升，全球 GPU 龙头厂商英伟达业绩大幅提升，GPU 成为了炙手可热的“硬通货”。从产业链关系上来讲，将 GPU 推上“硬通货”位置的主导因素除了需求以外，供给端限制亦是关键所在，其中台积电 CoWoS 产能受限更是让市场意识到先进封装所带来的“超越摩尔”趋势正在以超预期的速度打入商用市场，先进封装快速进入第五阶段。根据 Yole 预测，先进封装市场在 2024~2029 年间复合增长率将达到 10.7%，至 2029 年市场规模将达到 699 亿美元，规模将超过传统封装市场。

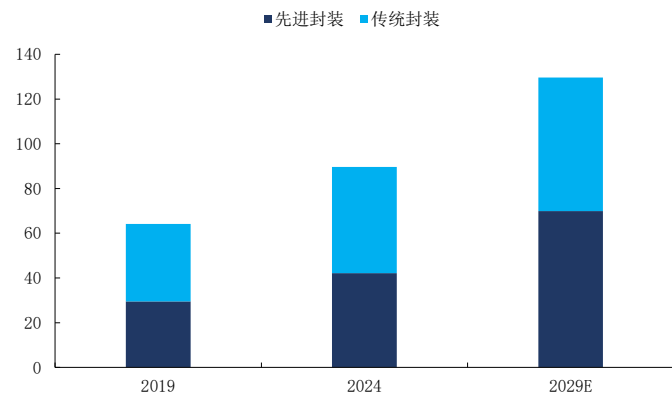
图表15：先进封装发展趋势



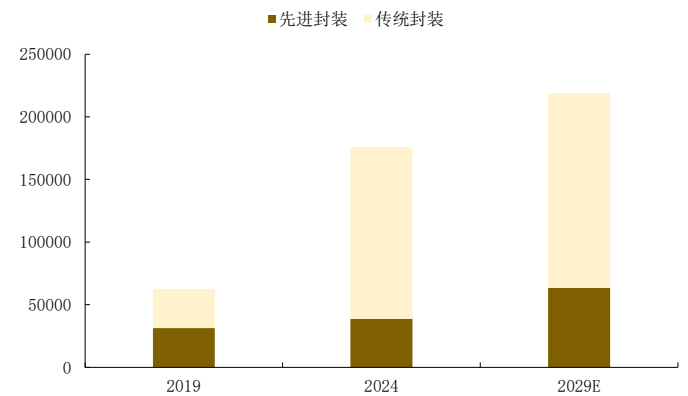
来源：拓璞产业研究院、上海北芯、深南电路招股说明书，国金证券研究所



图表16: 全球封装市场收入 (十亿美元)



图表17: 全球封装晶圆产能耗用 (千片)

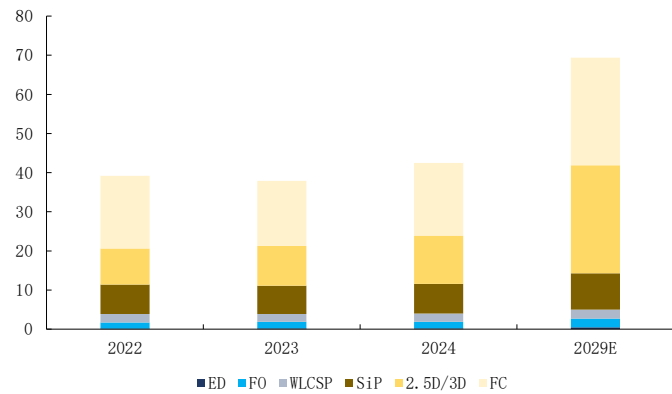


来源: Yole, 国金证券研究所

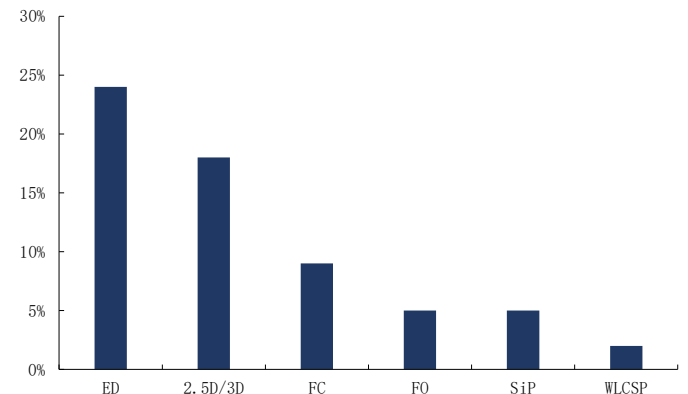
来源: Yole, 国金证券研究所

不同的先进封装工艺对封装材料的要求不一,根据Yole可知 Embedded Die(ED)和 2.5D/3D 成为未来增长最快的封装工艺,这些特殊工艺对于更低 CUT 点、更加紧密填充、更低的放射性含量的硅微粉、具备特殊电性能如 Low Df (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。

图表18: 全球先进封装市场按工艺分布 (十亿美元)



图表19: 2024~2029 年全球先进封装各工艺复合增速



来源: Yole, 国金证券研究所

来源: Yole, 国金证券研究所

公司依靠核心技术生产的球形无机非金属粉体材料具有行业领先的电性能、低 CUT 点、高填充率、高纯度等优良特性,精准满足先进封装所需低传输损耗、低传输延时、高耐热、高导热、高可靠性的要求,如 2.5D/3D 封装中所需要的 low  $\alpha$  射线的球形氧化铝填料,公司相关产品已经做到平均低于 5ppb 级别,最低可做到低于 1ppb 级别,并且已经稳定批量配套行业领先客户。

## 2.2、特种基材应用场景扩容,球形硅微粉在覆铜板中的应用比例有望提升

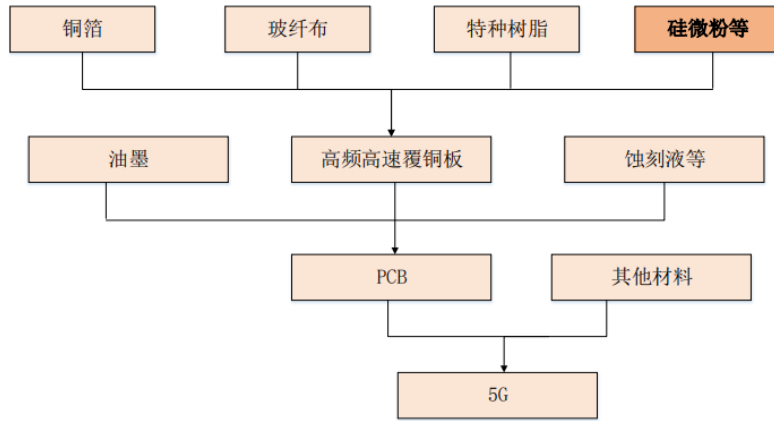
覆铜板 (Copper Clad Laminate, 简称为 CCL), 是结构为“铜箔+介质绝缘层 (树脂和增强材料)+铜箔”的、用于制造印制电路板的重要基材,下游面向通讯设备、消费电子、计算机、汽车电子、工控医疗、航空航天等多个领域,可以说覆铜板是各类电路系统的上游基础材料。

填充料已经成为 CCL 必不可少的成分。追溯 CCL 用填充料的历史可看到,早在 1970 年代 CEM-3 在日本上市之时,市场就开始使用填充料来调节 CCL 性能,但早期主要在 CEM、特种材料等有特定需求的小众化市场中运用,真正推广至市场规模最大的 FR-4 类 CCL 是在 2006 年 7 月正式全面实施 WEEE 和 RoHS 这两个指令之后,逻辑在于:这两个指令对覆铜板提出无铅兼容和无卤化要求,而“铅”和“卤”分别在覆铜板中起着耐热和阻燃两大关键作用,无铅无卤化之后就必须用填充料来重新肩负起此重任。随着电子产品的进一步进化,填充料在 CCL 中的重要性日趋明显,目前填充料已经成为 CCL 成分中必不可少的一部分。





图表20: 硅微粉用于环氧塑封料的产业链关系



来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

CCL 填料青睐于硅微粉。CCL 用填充料的选择包括硅微粉、氢氧化铝、氢氧化镁、滑石粉、云母粉等材料，其中硅微粉因其在耐热性、机械性能、电性能以及在树脂体系中的分散性都具有相对优势，可用于提高耐热性及耐湿热性、提高薄型化 CCL 的刚性、降低热膨胀系数、提高尺寸稳定性、提高钻孔定位精度与内壁平滑性、提高层间或绝缘层与铜箔间的粘接性等，因此在 CCL 填料中备受青睐。

图表21: 覆铜板用主要无机填料与玻纤布的物理性能和介电性能对比

表1 覆铜板用主要无机填料与玻纤布的物理性能的对比

	密度/(g/cm <sup>3</sup> )	莫氏硬度	粒径范围/μm	比表面积/(m <sup>2</sup> /g)	pH值	热导率cal/(cm·s·°C)	热膨胀系数/(10 <sup>-6</sup> /°C)
结晶型二氧化硅*	2.65	7.0			6.5-8.0		9
熔融型二氧化硅	2.21	6.5	4-28	0.5-0.6	5.6-7.5	1.1	0.5
气相二氧化硅			0.005-0.040	50-400		0.015	0.015
氢氧化铝	2.42	2.5-3.5	0.7-55.0	0.1-1.2			
滑石粉	2.78-2.88	1.0-1.5		3-12			8.0
云母粉	2.7-2.9	2.5-4.0	1.0-10.0	9	7.5-8.5		7.1-14.5
E-玻璃纤维		6.5		1.0		1.0(w/K·m)	2.8

注：\* 指初级颗粒。

表2 覆铜板用主要无机填料与玻纤布的介电性能的对比

	相对介电常数	介质损失角正切/10 <sup>-4</sup>	电阻率/(Ω·cm)	电气强度/(kV/cm)
熔融型二氧化硅	3.5-3.8	5-15	3.2×10 <sup>15</sup>	
气相二氧化硅			1.0×10 <sup>13</sup>	120-200
氢氧化铝	7.0	2-40		25.6
滑石粉	7.5			
云母粉	7.5			
E-玻璃纤维	5.8-6.1	15-580	10 <sup>13</sup> -10 <sup>15</sup>	45

来源：《硅微粉填料在覆铜板中的应用的研究进展》，国金证券研究所

球形硅微粉性能最佳但成本高，仅在高端覆铜板领域运用。在导热性、填充性、热膨胀性以及介电性能方面，球形硅微粉的性能都更为优异，但从价格上来看，角形硅微粉更低(根据公司年报信息，球形粉单价和毛利率高于角形粉)，因此综合性能和成本考虑，目前球形硅微粉主要应用在高端 CCL 领域，如高频高速覆铜板、IC 载板等，并且越高端的应用场景、添加比例越高。

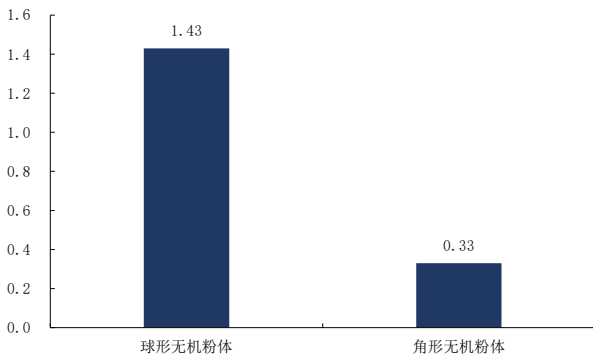


图表22：三类硅微粉性能对比

项目	特性简介	结晶硅微粉	熔融硅微粉	球形硅微粉
颗粒形貌	颗粒形貌会影响很多性能指标	SEM 下颗粒形貌为不规则角形	SEM 下颗粒形貌为不规则角形	SEM 下颗粒形貌为球形
密度	密度越小，越有利于下游产品的轻量化	$2.65 \times 10^3 \text{kg/m}^3$	$2.20 \times 10^3 \text{kg/m}^3$	$2.20 \times 10^3 \text{kg/m}^3$
莫氏硬度	硬度越大，耐磨性越高，加工难度大	7	6.5	6.5
介电常数	介电常数越小，信号传输速度越快	4.65 (1MHz)	3.88 (1MHz)	3.88 (1MHz)
介质损耗	介质损耗越小，信号传输质量越高	0.0018 (1MHz)	0.0002 (1MHz)	0.0002 (1MHz)
线性膨胀系数	线性膨胀系数越小，材料尺寸随温度变化越小	$14 \times 10^{-6} / \text{K}$	$0.5 \times 10^{-6} / \text{K}$	$0.5 \times 10^{-6} / \text{K}$
热传导率	热传导率越高，散热性能越好	12.6W/(m·K)	1.1W/(m·K)	1.1W/(m·K)
填充性	填充性越好，流动性越好	一般	一般	好
固化收缩率	收缩率越小，固化时形变越小	较大	小	小
对模具磨损性	磨损越小，耗费磨具越小	大	中	小
价格	价格越低，成本越便宜	一般	一般	高

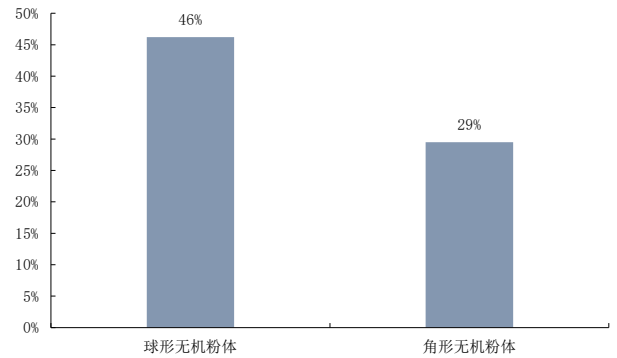
来源：联瑞新材招股说明书，《球形二氧化硅在覆铜板中的应用》，国金证券研究所

图表23：2023 年联瑞新材球形和角形品单价(万元/吨)



来源：联瑞新材 2023 年年报，国金证券研究所

图表24：2023 年联瑞新材球形和角形品的毛利率对比



来源：联瑞新材 2023 年年报，国金证券研究所

图表25：球形硅微粉在 CCL 行业的主要应用领域

应用领域	填充比	领域特点	使用原因
高速	>25%	关注电性能	优异介电性能
IC 封装	>40%	关注大颗粒	高模量、低热膨胀系数
汽车	>20%	关注可靠性	低热膨胀系数、高可靠性
服务器	>25%	关注成本、可靠性	提升多层板可靠性
HDI	>25%	关注模量、大颗粒	薄型化，提高模量

来源：《球形二氧化硅在覆铜板中的应用》，国金证券研究所

图表26：高频高速对硅微粉的性能要求

性能指标	高速覆铜板	高频覆铜板
粒径	亚微米级、微米级	微米级
形状	角形、球形	角形、球形
Dk	低	稳定
Df	低	更低
纯度	高	更高
表面处理剂类型	极性/非极性	非极性

来源：联瑞新材招股说明书，国金证券研究所

特殊基材覆铜板需求提升，高端球形硅微粉应用空间扩张。过去几年随着高速通信、先进封装市场扩容，覆铜板需求中的特殊基材类产品市场逐渐扩大，从 2018 年的 30 亿美元市场提升至 2023 年的 41 亿美元，5 年复合增速达到 7%、位列各类细分领域之首，在全球覆铜板市场中占比达到 32%。未来随着高速通信领域继续升级，特殊基材需求有望继续保持

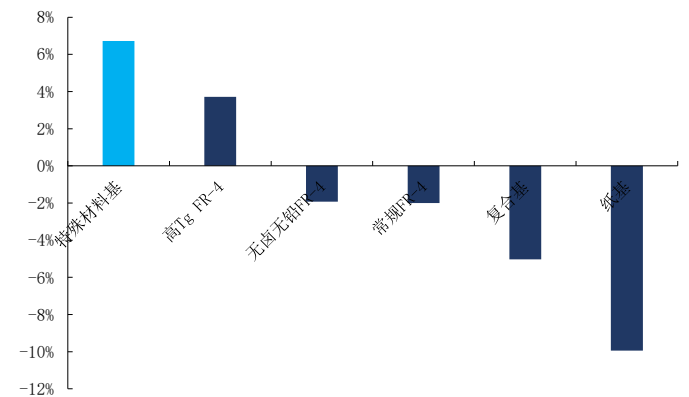
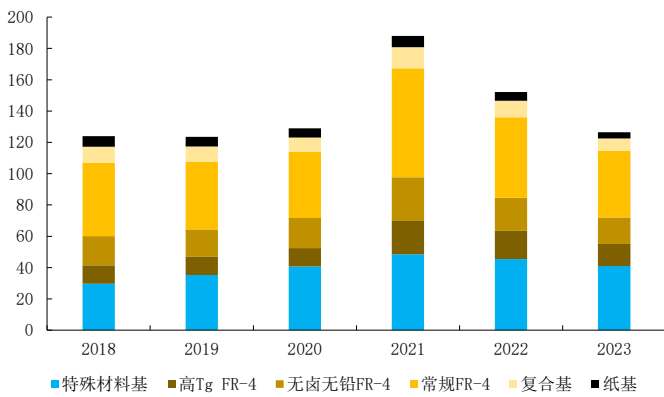


提升:

- 1) 传统服务器, 当前批量平台以 Eagle Stream 和 AMD 的 Zen4 为主、采用 Very low loss 等级 CCL, 下一代 Birtch Stream 和 Zen5 有望提升至 Ultra low loss 等级。
- 2) AI 服务器相对传统普通服务器新增了 GPU 板组, CCL 等级有望从原先的 Very low loss 提升至 Ultra low loss, 并且加大对 HDI 这一 PCB 行业传统技术的应用, 这一工艺对 CCL 的 CTE 等指标提出新的要求, CTE 指标对于硅微粉填料提出更高要求。
- 3) 交换机总带宽有望升级, 根据产业链信息, 总带宽 25.6T 的交换机需要 Ultra low loss 等级 CCL, 总带宽 51.2T 的交换机则需要 Super ultra low loss 等级 CCL, 随着 51.2T 高带宽交换机的出台, 高等级 CCL 市场扩容, 对应球形硅微粉的应用市场空间扩大。

图表27: 全球不同类型覆铜板产值分布 (亿美元)

图表28: 2018~2023 年全球不同类型覆铜板产值增速

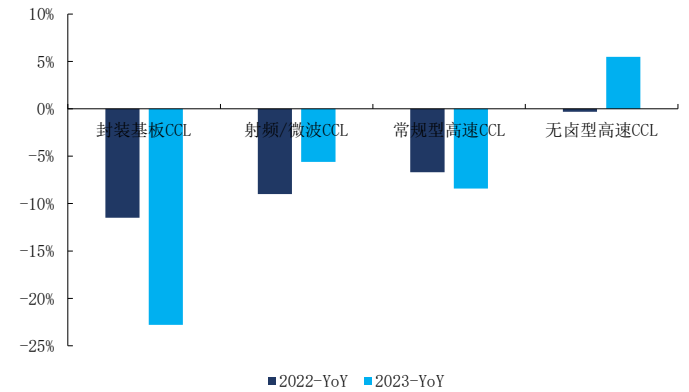
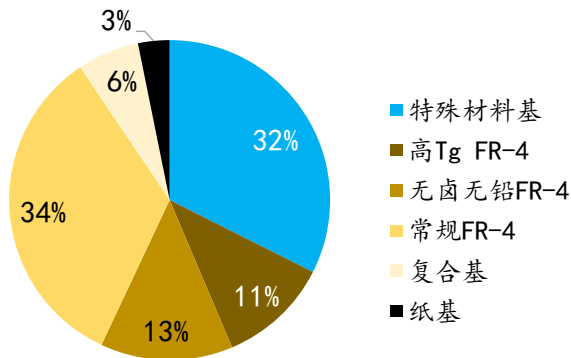


来源: 覆铜板资讯, Prismark, 国金证券研究所

来源: 覆铜板资讯, Prismark, 国金证券研究所

图表29: 2023 年不同类型覆铜板产值占比

图表30: 特殊基材覆铜板细分品种同比增速



来源: 覆铜板资讯, Prismark, 国金证券研究所

来源: 覆铜板资讯, Prismark, 国金证券研究所



图表31: 服务器/存储平台升级导致 CCL 升级

图表32: AI 服务器导致 CCL 升级

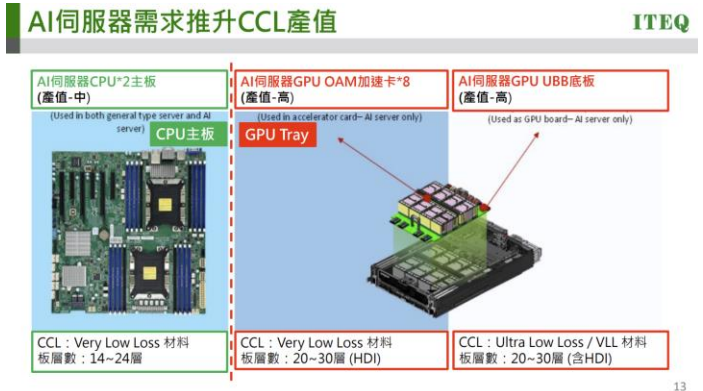
**資料中心伺服器平台持續升級 ITEQ**

Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
Nano Process	14 nm	14 nm	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD

Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
Nano Process	14 nm (Intel Foundry)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD

資料中心長期穩定升級將有利於以下：  
 • 對應設備之基板材料亦同等升級  
 • 增加銅箔基板消耗量與設計板層數

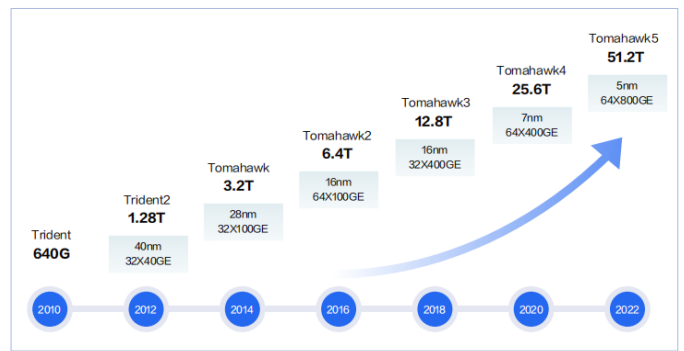
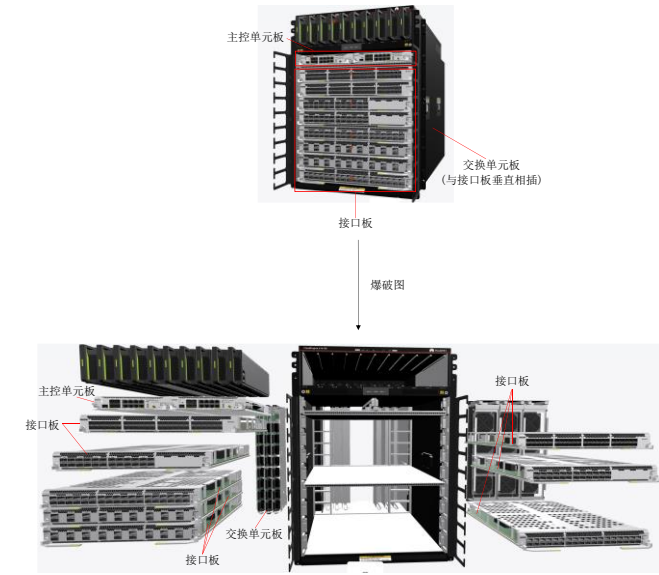


来源: 联茂官网, 国金证券研究所

来源: 联茂官网, 国金证券研究所

图表33: 交换机中 PCB 组成结构 (以华为 CloudEngine S16700-8 为例)

图表34: 以太网转发芯片升级趋势



来源: 华为官网, 国金证券研究所

来源: 百度《智算中心网络架构白皮书》, 国金证券研究所

公司深耕覆铜板领域, 目前公司销售市场已遍布中国大陆、中国台湾、日本、韩国和东南亚等地区, 全球前十大覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚塑胶、联茂、金安国纪、台耀、韩国斗山等均是公司的核心客户, 随着行业层面高端产品的应用市场扩张, 公司也有望在覆铜板领域输出高端球形硅微粉产品, 从而实现结构性增长。

### 三、国内难以望其项背的高盈利硅微粉厂商, 成为打破海外垄断的填料艺术家

除了公司专攻硅微粉市场之外, A 股上市公司中未有专营硅微粉的厂商, 具有一定可比性的 A 股上市公司是壹石通和雅克科技, 其中根据壹石通 2024 年半年报阐述, 其电子通信功能填充材料主要包括二氧化硅粉体、球形氧化铝粉体等产品, 填充在电子芯片的封装材料和电子印刷电路板中, 与公司的业务相对应; 根据雅克科技 2024 年半年报阐述, 其子公司华飞电子主要销售电子封装用二氧化硅填料, 2024 年上半年也在 CCL 领域实现了一定的突破, 可见雅克华飞的业务与公司的业务可比。

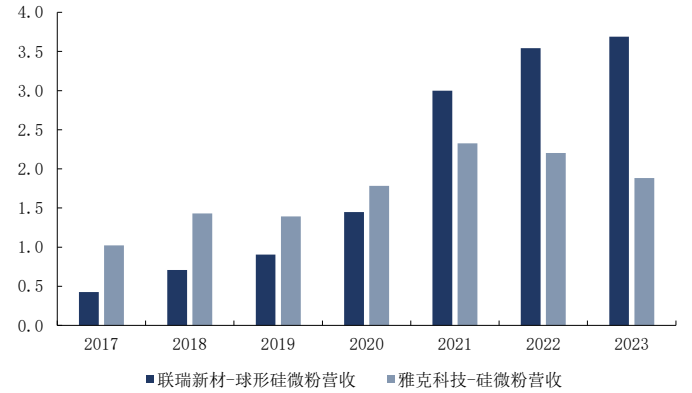
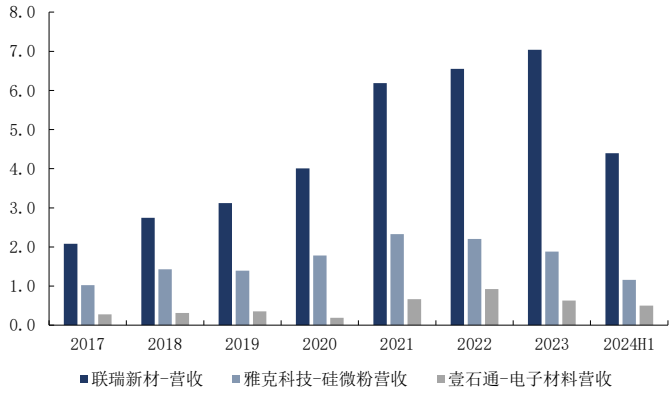
从近几年的经营数据可知, 公司的硅微粉业务体量明显大于可比公司, 2024 年上半年实现总营收 4.4 亿元, 而雅克科技旗下的华飞电子球形硅微粉业务和壹石通电子材料营收仅 1.2 亿和 0.5 亿元; 考虑到华飞电子过往硅微粉业务主要是做 EMC 行业所用球形硅微粉类产品, 我们用公司球形硅微粉产品营收与雅克科技硅微粉营收进行比较, 我们看到在 2021



年之前雅克科技旗下的华飞电子的硅微粉业务规模相较联瑞更大，但在 2021 年之后两个公司的硅微粉业务发展趋势大相径庭，公司的业务规模逐渐扩大而雅克科技旗下的球形硅微粉业务规模难以为继。

图表35：联瑞新材与可比公司业务营收（亿元）

图表36：联瑞新材与雅克科技球形硅微粉营收（亿元）



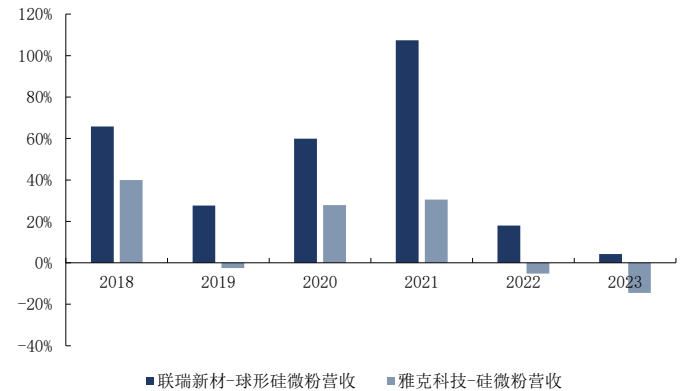
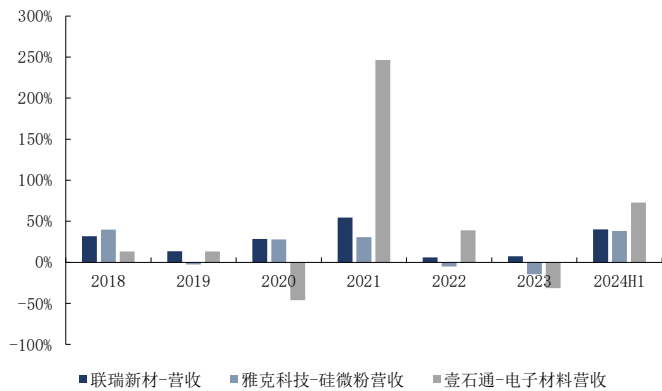
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从增速上来看，公司无论是整体业务营收还是球形硅微粉业务，营收在过去今年均保持不俗增长，2024 年 H1 实现整体业务营收同比增长 40%，而同期雅克科技的球形硅微粉业务在 2022~2023 年营收持续下降、规模已不如公司，在前期基数下滑、规模更小的情况下增速仅 38%、低于公司的增速水平；壹石通的电子材料营收规模较小，在 2023 年下滑了 32% 的情况下，2024H1 该业务营收同比增长了 73%，业务规模有一定修复但规模仍然较小。

图表37：联瑞新材与可比公司业务营收增速

图表38：联瑞新材与雅克科技球形硅微粉营收增速



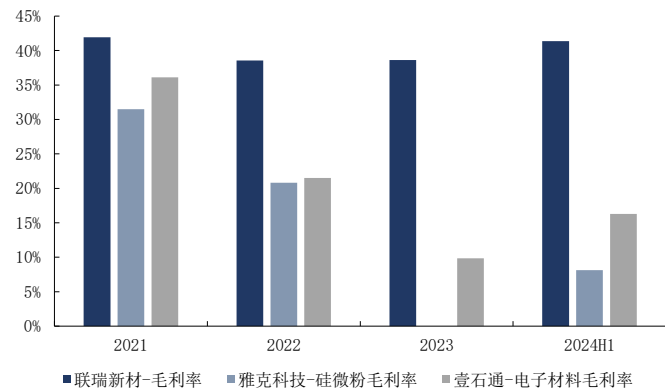
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

再进一步从盈利能力上看，近几年公司的毛利率虽然有波动，但仍然保持综合毛利率在 38% 以上，2024H1 在业务大幅增长的情况下还实现了毛利率回升至 41% 的高水平，其中球形硅微粉的毛利率更是保持在 41% 以上、2023 年恢复至 46% 的高水平；而雅克科技的球形硅微粉业务和壹石通的电子材料毛利率却一路下滑至不到 20% 的水平，结合营收规模的发展趋势，可见即使雅克科技和壹石通压缩自身的盈利空间也难以争取足够的订单来支撑营收超额增长，竞争力可见一斑。

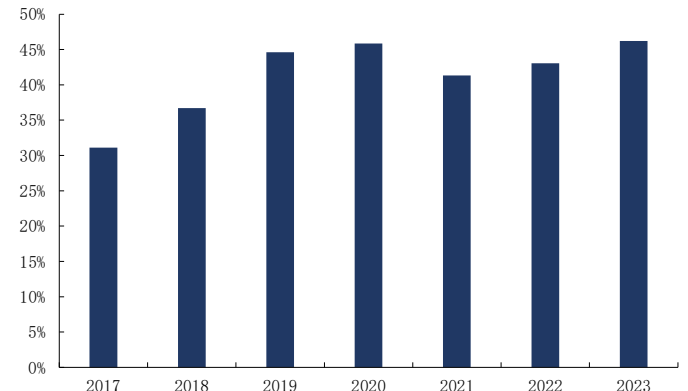


图表39: 联瑞新材与可比公司相关业务的毛利率<sup>1</sup>



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 联瑞新材球形硅微粉毛利率水平



来源: Wind, 国金证券研究所

由此可见,公司在规模已经大幅度超越国内同行、盈利能力保持高位的情况下,业务增速仍然保持稳定、不输于规模较小的国内可比公司,突显了公司在行业中的强阿尔法属性。我们认为公司的主要竞争对手已经不再局限于国内,而更多的是海外竞争对手,如龙森、电气化学、雅都玛(Admatech)等,无论是在EMC还是CCL行业,公司的技术水平和工艺路线都已和海外龙头厂商看齐,成为打破硅微粉材料海外垄断、实现国产替代的国内首屈一指的填料艺术家。

图表41: 日本CCL厂家应用硅微粉的生产厂家

生产厂家	品种	商品名	平均粒径	采用或试验用的CCL厂家	依据来源
TATSUMOR (龙森)	球形	キクソMP-04	约4.1μm	松下电工	[4]*
	熔融	FLB-1	1.1μm	日立化成	[16]
	结晶型	FD-120	30.0μm	松下电工	[12]
DENKA (电气化学工业)	球形	FB-1 SD	1.5μm	松下电工	[4]
	球形	SFP-10X	0.3μm	住友电木	[10]
	球形	SFP-30M	0.3μm	松下电工	[4]
	球形	FB-6SDX	4.4μm	住友电木	[10]
	球形	FB-1SDX	0.5μm	日立化成	[16]
Admatechs (アドマテックス)	熔融	SB 050	-	京瓷化学	[10]
	球形	SO-25H	0.5μm	日立化成	[8],[19],[20],[21]
	球形	SO-C2	0.5μm	松下电工	[4]
	球形	SO-C3	0.8μm	三菱瓦斯化学	[11]
	球形	SO-25R	0.5μm	松下电工	[12]
	球形	SO-33R	1.5μm	住友电木	[10]
TOKUYAM (トクヤマ)	湿法结晶	トクシールGU	3.0μm	日立化成	[17]
マイクロン	合成	-	-	日立化成	[18]
东燃	合成	-	-	日立化成	[18]
	结晶型(粉碎型)	-	5.0μm	日立化成	[22]

来源:《硅微粉填料在覆铜板中应用的研究进展》,国金证券研究所

图表42: 国内外球形二氧化硅生产厂家

应用领域	厂家	平均粒径	工艺路线
环氧塑封料	Tatsumori、Denka、Micron、联瑞新材、浙江华飞、Kosem、Admatechs	1-30um	火焰熔融法
覆铜板	Admatechs、Denka、联瑞新材	0.3-5um	火焰熔融法 VMC法

来源:《球形二氧化硅在覆铜板中的应用》,国金证券研究所

## 四、盈利预测及估值

### 4.1、盈利预测:未来三年复合增长41%

根据前述分析,我们对公司的主营业务情况进行假设:

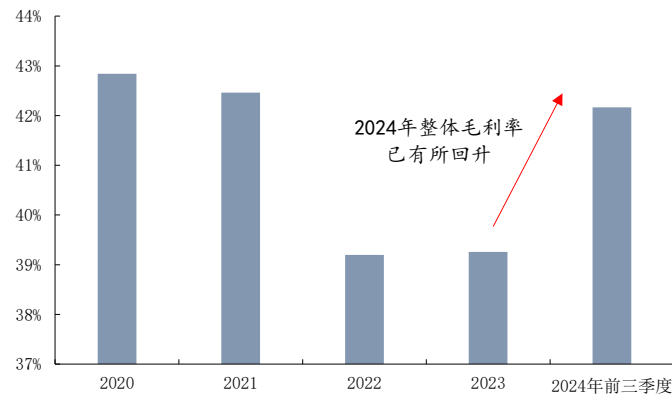
- 球形无机粉体。根据前述内容,先进封装和AI所带来的覆铜板行业升级变化将导致公司的球形硅微粉、球形氧化铝等球形无机粉体产品的市场容量扩大,公司的高端产品的占比有望提升,我们假设公司球形无机粉体营收增速在2024~2026年稳定在35%,考虑到公司整体毛利在2024年前三季度已有所回升,作为主要业务的球形粉材料毛利率也有所提升,假设毛利率稳定在47%、48%、49%;
- 角形无机粉体。公司角形无机粉体主要是熔融硅微粉和结晶硅微粉,其中熔融硅微粉也会应用在一些EMC和高度CCL,考虑到CCL的高端应用场景逐渐打开、公司在市场竞争力强,我们假设角形无机粉体在2024~2026年保持25%的增速,考虑到公司整体毛利在2024年前三季度已有所回升,作为主要业务的角形粉材料毛利率也有所提升,

<sup>1</sup> 雅克科技在2023年年报中未披露硅微粉业务的毛利率,数据缺失、不做列示。

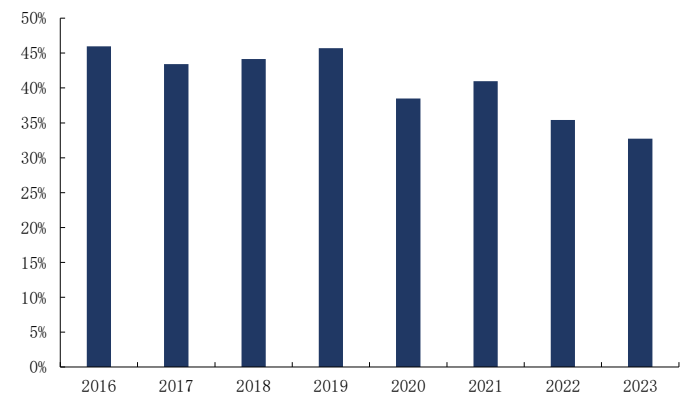


并且历史上角形硅微粉的毛利率最高能够达到 46%，我们假设毛利率也将逐渐回升到历史高位水平，假设 2024~2026 年毛利率为 39%、43%、46%；

图表43：公司整体毛利率水平



图表44：公司角形无机粉产品毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 3) 其他无机粉体。公司其他无机粉体包括球形氧化铝等应用在新能源汽车领域的产品，2021~2023 年该类业务的营收增幅均值为 38%，考虑到新能源领域竞争压力变大，我们保守假设 2024~2026 年营收增幅为 20%，假设毛利率保持在 2023 年水平即 32%。
- 4) 其他业务。公司其他业务主要包括房屋出租收入、物业费收入等，我们假设 2024~2026 年保持在 2023 年的营收水平，毛利率保持在历史平均水平 56%。

综上假设，我们预计 2024~2026 年公司营收合计为 9.2 亿元、11.9 亿元和 15.5 亿元，同比增幅达到 29%、30%、30%，毛利润合计为 3.9 亿元、5.3 亿元和 7.2 亿元，对应毛利率为 42%、44%、46%。

图表45：联瑞新材营收和毛利预测

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>球形无机粉体</b>							
营收	亿元	3	4	4	5	7	9
YoY	%	107%	18%	4%	35%	35%	35%
占比	%	48%	53%	52%	54%	56%	58%
毛利率	%	41%	43%	46%	47%	48%	49%
<b>角形无机粉体</b>							
营收	亿元	3	2	2	3	4	5
YoY	%	18%	-9%	1%	25%	25%	25%
占比	%	41%	35%	33%	32%	31%	29%
毛利率	%	41%	35%	33%	39%	43%	46%
<b>其他无机粉体</b>							
营收	亿元	1	1	1	1	2	2
YoY	%	59%	11%	45%	20%	20%	20%
占比	%	11%	11%	15%	14%	13%	12%
毛利率	%	36%	24%	32%	32%	32%	32%
<b>其他业务</b>							
营收	亿元	0	0	0	0	0	0
YoY	%	38%	17%	-33%	0%	0%	0%
占比	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率	%	61%	47%	61%	56%	56%	56%
<b>营收</b>	<b>亿元</b>	<b>6.2</b>	<b>6.6</b>	<b>7.1</b>	<b>9.2</b>	<b>11.9</b>	<b>15.5</b>
<b>YoY</b>	<b>%</b>		<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>29%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
<b>毛利润</b>	<b>亿元</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>7.2</b>
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>41%</b>	<b>38%</b>	<b>40%</b>	<b>42%</b>	<b>44%</b>	<b>46%</b>

来源：Wind，国金证券研究所

我们整体假设公司期间费用与业务规模发展拟合度保持稳定，具体来看：



- 2021~2023 年税金及附加占收入比例为 0.9%、1.0%、1.1%，三年平均为 1.0%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 1.0%；
- 2021~2023 年销售费用占收入比例为 1.4%、1.5%、1.5%，三年平均为 1.5%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 1.5%；
- 2021~2023 年管理费用占收入比例为 6.2%、6.5%、6.9%，三年平均为 6.5%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 6.5%；
- 2021~2023 年研发费用占收入比例为 5.6%、5.8%、6.7%，三年平均为 6.0%，考虑到公司配合先进封装、AI CCL 新品加大研发，我们假设 2024~2026 年该比例保持在高于历史平均的水平，假设保持在 6.3%；
- 其他损益方面，2021~2023 年该值体现为收益 0.1 亿元、0.3 亿元、0.0 亿元，三年平均收益为 0.1 亿元，我们假设 2024~2026 年收益保持在 0.1 亿元。

综上假设，我们预计公司 2024~2026 年归母净利润将达到 2.6 亿元、3.6 亿元和 4.9 亿元，同比增速达到 49%、38%、36%，三年复合增速将达到 41%。

图表46：联瑞新材归母净利润预测

	单位	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	亿元	6	7	7	9	12	16
YoY	%	0%	6%	8%	29%	30%	30%
毛利润	亿元	3	3	3	4	5	7
毛利率	%	41%	38%	40%	42%	44%	46%
税金及附加	亿元	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
税金及附加/收入	%	-0.9%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
销售费用	亿元	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
销售费用/收入	%	-1.4%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
管理费用	亿元	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0
管理费用/收入	%	-6.2%	-6.5%	-6.9%	-6.5%	-6.5%	-6.5%
研发费用	亿元	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0
研发费用/收入	%	-5.6%	-5.8%	-6.7%	-6.3%	-6.3%	-6.3%
其他损益	亿元	0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1
归母净利润	亿元	1.7	1.9	1.7	2.6	3.6	4.9
归母净利率	%	27.7%	28.4%	24.4%	28.1%	29.9%	31.4%
YoY	%	-21%	9%	-8%	49%	38%	36%

来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2、展望 161 亿目标市值

我们选取雅克科技、壹石通作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2024~2026 年可比公司的 PE 估值平均为 44 倍、32 倍、24 倍，2025 年略高于我们预测下的公司 PE 估值，考虑到公司在硅微粉行业竞争力强、客户相对更优质，公司估值应高于行业平均水平，应当给予一定溢价、加之当前估值切换到 2025 年，我们给予公司 2025 年归母净利润 45 倍目标 PE，对应目标市值 161 亿元，对应目标价为 86.46 元/股，给予“买入”评级。

图表47：可比公司估值对比（截至 2025 年 2 月 10 日）

股票简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
雅克科技	295	10	13	17	30	23	18
壹石通	40	0.4	0.9	1.5	98	44	27
平均值					64	34	22
联瑞新材	115	2.6	3.6	4.9	44	32	24

来源：Wind，国金证券研究所





## 五、风险提示

### 5.1、EMC 和 CCL 市场升级需求受阻

我们假设公司营收能够保持快速提升的前提在于 EMC 行业受到先进封装渗透率提升所需填料规格提升、CCL 行业受到 AI 行业的驱动导致球形硅微粉渗透率提升，如若先进封装和 AI 发展势头受损，则公司下游升级需求受阻，从而导致公司产品结构难以提升，营收增长将不及预期。

### 5.2、DeepSeek 等模型创新带来的变化

幻方量化旗下人工智能公司深度求索(DeepSeek)于 2025 年 1 月 20 日发布 DeepSeek-R1，性能对标 OpenAI o1 正式版，引发全球对于 AI 行业资本开支的可持续性的讨论。由于 DeepSeek 等创新模型的全部训练和推理成本并未公布，市场难以从量化测算的角度说明新的创新模型是否对资本开支产生本质的影响，并且在 Jevons 悖论的理论支撑下，成本效率的提升有望加速新技术的传播从而带来市场扩容，当前并未确认大模型创新优化对 AI 资本开支的影响。如若后续产业的发展明确了大模型创新优化能够节省 AI 资本开支、导致相应的硬件需求下降，公司所布局的 AI 产品所面临的需求则存在不及预期的风险。

### 5.3、竞争加剧导致盈利下滑

尽管公司具备核心竞争优势、在保证营收规模的情况下能够保持较高的盈利水平，但若行业的整体生态出现恶化、导致公司盈利能力承压，仍会对公司业绩造成不利影响。

### 5.4、贸易冲突风险

国际贸易冲突存在高度的不确定性，公司有部分 EMC 和 CCL 国际客户为日韩系客户，如若贸易冲突加剧、导致海外客户减少对中国大陆公司的采购，则会影响公司整体业绩。

### 5.5、汇率波动风险

公司主营业务收入海外占比不高、但部分客户为日韩系客户，并且公司未来发展更多向海外渗透，若人民币汇率发生较大变化，则将直接影响公司的业绩。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>625</b>	<b>662</b>	<b>712</b>	<b>921</b>	<b>1,194</b>	<b>1,552</b>	货币资金	125	106	189	305	474	720	
增长率	6.0%	7.5%	29.4%	29.7%	30.0%		应收款项	311	305	297	416	520	655	
<b>主营业务成本</b>	<b>-359</b>	<b>-402</b>	<b>-432</b>	<b>-531</b>	<b>-664</b>	<b>-837</b>	存货	76	77	86	122	135	159	
%销售收入	57.5%	60.8%	60.7%	57.6%	55.6%	53.9%	其他流动资产	310	359	378	268	236	278	
<b>毛利</b>	<b>265</b>	<b>259</b>	<b>279</b>	<b>390</b>	<b>530</b>	<b>715</b>	流动资产	822	848	950	1,111	1,365	1,813	
%销售收入	42.5%	39.2%	39.3%	42.4%	44.4%	46.1%	%总资产	63.0%	55.2%	54.1%	56.4%	58.9%	64.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	长期投资	0	0	25	26	26	37	
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定投资	398	569	550	580	669	696	
<b>销售费用</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	%总资产	30.5%	37.0%	31.4%	29.4%	28.9%	24.8%	
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	53	52	50	52	55	59	
<b>管理费用</b>	<b>-38</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>	<b>-60</b>	<b>-78</b>	<b>-101</b>	非流动资产	483	690	805	859	950	991	
%销售收入	6.2%	6.5%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%	%总资产	37.0%	44.8%	45.9%	43.6%	41.1%	35.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	<b>-75</b>	<b>-98</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,305</b>	<b>1,538</b>	<b>1,755</b>	<b>1,970</b>	<b>2,315</b>	<b>2,804</b>	
%销售收入	5.6%	5.8%	6.7%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	0	2	91	2	2	2	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>177</b>	<b>161</b>	<b>165</b>	<b>249</b>	<b>348</b>	<b>478</b>	应付款项	102	144	124	180	231	293	
%销售收入	28.4%	24.3%	23.1%	27.1%	29.1%	30.8%	其他流动负债	28	29	35	40	52	67	
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	流动负债	131	175	250	222	285	362	
%销售收入	0.1%	-1.2%	-0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>1</b>	其他长期负债	80	132	157	234	253	259	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	负债	211	308	407	457	538	621	
<b>投资收益</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,094</b>	<b>1,230</b>	<b>1,347</b>	<b>1,513</b>	<b>1,777</b>	<b>2,182</b>	
%税前利润	6.0%	2.5%	5.3%	4.2%	5.7%	6.3%	其中：股本	86	125	186	186	186	186	
<b>营业利润</b>	<b>197</b>	<b>190</b>	<b>195</b>	<b>291</b>	<b>402</b>	<b>548</b>	未分配利润	346	465	567	733	997	1,391	
营业利润率	31.6%	28.7%	27.5%	31.6%	33.7%	35.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,305</b>	<b>1,538</b>	<b>1,755</b>	<b>1,970</b>	<b>2,315</b>	<b>2,804</b>	
<b>税前利润</b>	<b>197</b>	<b>193</b>	<b>197</b>	<b>292</b>	<b>403</b>	<b>550</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	31.6%	29.2%	27.7%	31.7%	33.8%	35.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-25</b>	<b>-5</b>	<b>-23</b>	<b>-34</b>	<b>-46</b>	<b>-63</b>	每股收益	2.011	1.510	0.937	1.393	1.921	2.623	
所得税率	12.4%	2.5%	11.8%	11.5%	11.5%	11.5%	每股净资产	12.721	9.867	7.254	8.147	9.568	11.750	
<b>净利润</b>	<b>173</b>	<b>188</b>	<b>174</b>	<b>259</b>	<b>357</b>	<b>487</b>	每股经营现金净流	1.785	1.931	1.329	0.830	2.095	2.244	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.608	0.455	0.500	0.500	0.500	0.500	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>173</b>	<b>188</b>	<b>174</b>	<b>259</b>	<b>357</b>	<b>487</b>	<b>回报率</b>							
净利率	27.7%	28.4%	24.4%	28.1%	29.9%	31.4%	净资产收益率	15.81%	15.30%	12.91%	17.10%	20.08%	22.32%	
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	13.25%	12.24%	9.92%	13.13%	15.41%	17.37%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	14.01%	12.36%	9.81%	14.23%	16.91%	19.01%	
净利润	173	188	174	259	357	487	<b>增长率</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	54.55%	5.96%	7.51%	29.39%	29.68%	29.96%	
非现金支出	23	35	50	55	60	64	EBIT 增长率	57.42%	-9.14%	2.10%	51.49%	39.41%	37.47%	
非经营收益	-9	-23	-13	-39	-41	-64	净利润增长率	55.85%	8.89%	-7.57%	48.69%	37.92%	36.52%	
营运资金变动	-33	40	36	-120	13	-70	总资产增长率	19.43%	17.83%	14.12%	12.27%	17.52%	21.11%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>153</b>	<b>241</b>	<b>247</b>	<b>154</b>	<b>389</b>	<b>417</b>	<b>资产管理能力</b>							
资本开支	-208	-155	-53	-81	-129	-68	应收账款周转天数	85.9	92.8	91.7	100.6	95.0	90.0	
投资	67	-57	-154	132	-35	-50	存货周转天数	66.3	69.5	68.8	85.0	75.0	70.0	
其他	15	3	10	12	23	35	应付账款周转天数	63.8	79.2	77.1	83.3	84.1	83.7	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-126</b>	<b>-209</b>	<b>-197</b>	<b>63</b>	<b>-141</b>	<b>-83</b>	固定资产周转天数	208.5	305.3	276.9	221.7	174.4	132.8	
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>							
债权募资	0	0	89	2	19	10	净负债/股东权益	-32.03%	-33.26%	-27.76%	-29.39%	-36.59%	-43.51%	
其他	-43	-55	-60	-95	-94	-93	EBIT 利息保障倍数	262.1	-20.1	-65.3	112.7	144.9	205.0	
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-43</b>	<b>-55</b>	<b>29</b>	<b>-93</b>	<b>-74</b>	<b>-83</b>	资产负债率	16.18%	20.00%	23.21%	23.19%	23.23%	22.16%	
<b>现金净流量</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>	<b>80</b>	<b>124</b>	<b>174</b>	<b>250</b>								

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	0	3	5	21
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.40</b>	<b>1.29</b>	<b>1.00</b>

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