

公司研究

2024 年归母净利润同比高增 44%，高端产品持续放量

——联瑞新材（688300.SH）跟踪点评报告

要点

2024 年归母净利润同比高增 44%：公司 2024 年实现营业收入 9.6 亿元，同比增加 34.94%；2024 年实现归母净利润 2.51 亿元，同比增加 44.47%，创公司上市以来新高。

2024 年产品产销量均保持同比正增长，产品价格走势出现分化。公司主要产品 2024 年产销量均实现正增长：2024 年公司角形无机粉体产销量分别为 77446.44 吨和 76703.59 吨，分别同比增加 8.9%和 8.6%；球形无机粉体产销量分别为 37131.48 吨和 36739.18 吨，分别同比增加 40.0%和 42.3%；其他产品（球形氧化铝、浆料等）产销量分别为 7740.8 吨和 7862.75 吨，分别同比增加 59.3%和 63.9%。产品单价走势出现分化：2024 年公司角形无机粉体和球形无机粉体平均单价分别为 3304 元/吨和 14941 元/吨，分别同比增加 0.03%和 4.57%；2024 年公司其他产品均价 19937 元/吨，同比下滑 12.11%。

AI 浪潮下公司下游应用景气度保持抬升，公司对应产品持续受益。2024 年，半导体市场迎来上行周期，根据 SIA 半导体行业协会统计数据，2024 年半导体销售额相较于 2023 年提升了 19.1%。根据 Yole 数据，2023 年全球先进封装市场规模约为 439 亿美元左右，同比增长 19.62%，并预计 2028 年达到 786 亿美元，2022-2028 年 CAGR 为 10.6%，远高于传统封装的 3.2%。据 Goldman Sachs Global Investment Research 预计，全球 CCL 市场 2024-2026 年复合增长率为 9%，而高阶 CCL（HDI&高速高频）市场 2024-2026 年复合增长率高达 26%。公司产品广泛应用于芯片封装用环氧塑封材料（EMC）、液态塑封材料（LMC）、颗粒状塑封材料（GMC）、底部填充材料（UF）、电子电路基板（CCL）等。

高阶产品持续提升，海外客户持续验证。公司在优势领域继续提升份额的同时，针对异构集成先进封装（HBM、Chiplet 等）、新一代高频高速覆铜板（M7、M8）、高导热电子导热胶等领域，持续推出了多种规格的 Low α 球形二氧化硅、LowDf 超细球形二氧化硅、Low α 球形氧化铝、氮化物、球形二氧化钛等产品，精准的满足了客户对于更低 CUT 点、更低的放射性含量、更低介电损耗、高导热性等性能需求，获增更多海外市场客户认证，高阶产品销量快速提升。

盈利预测与评级：考虑到公司产品结构持续升级，我们上调盈利预测，预计 2025-2026 年 EPS 为 1.75 元/2.08 元，上调 29.5%/32.2%，新增 2027 年 EPS 预测为 2.48 元，对应 2025-2027 年 PE 为 31X/26X/22X。鉴于公司硅微粉行业龙头地位，我们维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业供给过快释放；公司产品价格下跌；公司项目建设达产不及预期；安全环保风险；技术路径变化风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	712	960	1,272	1,409	1,625
营业收入增长率	7.51%	34.94%	32.50%	10.70%	15.37%
净利润（百万元）	174	251	324	386	461
净利润增长率	-7.57%	44.47%	28.94%	19.23%	19.23%
EPS（元）	0.94	1.35	1.75	2.08	2.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.91%	16.67%	18.64%	19.06%	19.42%
P/E	58	40	31	26	22
P/B	7.5	6.7	5.8	5.0	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

增持（维持）

当前价：54.65 元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001
021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师：马俊

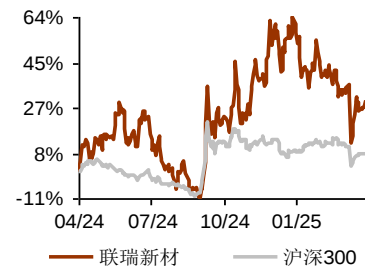
执业证书编号：S0930523070008
021-52523809

majun@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.86
总市值(亿元):	101.51
一年最低/最高(元):	37.67/72.37
近 3 月换手率:	91.45%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.02	-12.49	9.12
绝对	-3.36	-13.28	14.77

资料来源：Wind

表 1：联瑞新材单季度主要财务指标（亿元）

单位：亿元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
主营业务收入	1.77	1.73	1.37	1.74	1.45	1.69	1.97	2.01	2.02	2.41	2.50	2.67
同比增长率	178.49%	155.08%	83%	143%	-18%	-2%	43%	15%	39%	43%	27%	33%
毛利	0.69	0.70	0.55	0.66	0.53	0.67	0.84	0.75	0.82	1.03	1.07	0.95
毛利率	38.95%	40.35%	39.99%	37.67%	36.58%	39.49%	42.78%	37.55%	40.71%	42.79%	42.73%	35.72%
销售费用	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03
财务费用	0.00	-0.06	-0.04	0.03	0.01	-0.04	0.00	0.01	0.00	0.00	0.02	-0.06
管理费用	0.10	0.11	0.12	0.11	0.12	0.13	0.14	0.11	0.14	0.15	0.15	0.13
研发费用	0.10	0.11	0.08	0.10	0.10	0.12	0.14	0.13	0.13	0.16	0.14	0.17
期间费用率	12.01%	9.74%	13.04%	15.69%	16.87%	13.12%	15.66%	13.61%	14.59%	13.98%	13.63%	10.14%
税前利润	0.49	0.57	0.45	0.43	0.32	0.50	0.59	0.56	0.59	0.74	0.77	0.77
归属母公司净利润	0.43	0.50	0.39	0.57	0.29	0.44	0.52	0.49	0.52	0.66	0.67	0.66
净利率	24.06%	28.60%	28.46%	32.72%	19.80%	26.22%	26.33%	24.48%	25.55%	27.30%	26.92%	24.94%
同比增长率	249%	258%	138%	260%	-33%	-11%	33%	-14%	80%	48%	30%	35%
扣非净利润	0.41	0.46	0.31	0.32	0.23	0.39	0.46	0.43	0.46	0.60	0.64	0.57
期末净资产	11	11	12	12	13	12	13	13	14	14	14	15
年化 ROE	15.03%	17.47%	13.31%	18.53%	9.13%	14.23%	15.96%	14.59%	14.78%	19.16%	18.71%	17.64%
存货/销售收入	9.74%	11.31%	14.69%	11.07%	12.16%	11.53%	10.58%	10.69%	12.15%	10.40%	11.53%	9.91%
带息负债	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.8	1.2	1.2	1.5	1.2	1.2
货币资金	3.5	2.4	1.7	1.1	1.7	1.8	1.2	1.9	2.2	2.5	2.8	3.2
资产负债率	14.75%	17.94%	14.70%	20.00%	18.74%	20.33%	21.69%	23.21%	21.76%	24.82%	24.89%	23.54%
存货金额	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1
自由现金流	(0.2)	0.3	0.2	0.6	0.2	0.6	0.0	1.1	(0.3)	0.9	0.0	1.1
最新总股本（亿股）	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86	1.86
摊薄 EPS(元/股)	0.230	0.267	0.210	0.307	0.155	0.239	0.279	0.265	0.278	0.354	0.363	0.358

资料来源：Wind、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	712	960	1,272	1,409	1,625
营业成本	432	573	731	793	899
折旧和摊销	50	53	56	61	66
税金及附加	7	8	10	10	11
销售费用	11	11	19	21	25
管理费用	49	57	88	98	113
研发费用	47	60	85	94	109
财务费用	-3	-4	2	-1	-5
投资收益	10	17	10	10	10
营业利润	195	285	375	433	518
利润总额	197	286	381	439	524
所得税	23	35	57	53	63
净利润	174	251	324	386	461
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	251	324	386	461
EPS(元)	0.94	1.35	1.75	2.08	2.48

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	247	255	238	412	479
净利润	174	251	324	386	461
折旧摊销	50	53	56	61	66
净营运资金增加	74	73	144	52	82
其他	-51	-123	-287	-87	-129
投资活动产生现金流	-197	-52	-147	-165	-140
净资本支出	-53	-89	-100	-100	-100
长期投资变化	25	26	0	0	0
其他资产变化	-169	12	-47	-65	-40
融资活动现金流	29	-89	-92	-196	-111
股本变化	61	0	0	0	0
债务净变化	89	7	3	-99	0
无息负债变化	11	50	23	26	43
净现金流	80	117	-1	51	228

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	39.3%	40.4%	42.6%	43.7%	44.7%
EBITDA 率	32.2%	33.4%	33.1%	34.2%	34.9%
EBIT 率	25.3%	27.7%	28.7%	29.9%	30.8%
税前净利润率	27.7%	29.8%	30.0%	31.2%	32.2%
归母净利润率	24.4%	26.2%	25.5%	27.4%	28.4%
ROA	9.9%	12.7%	14.5%	15.8%	16.3%
ROE (摊薄)	12.9%	16.7%	18.6%	19.1%	19.4%
经营性 ROIC	14.1%	18.2%	19.2%	21.0%	22.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	23%	24%	22%	17%	16%
流动比率	3.79	3.29	3.05	4.02	4.37
速动比率	3.45	2.98	2.68	3.54	3.88
归母权益/有息债务	14.82	15.38	17.21	1014.08	1186.51
有形资产/有息债务	18.29	19.42	20.39	1112.52	1282.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,755	1,972	2,229	2,445	2,834
货币资金	189	320	318	369	598
交易性金融资产	276	215	200	203	206
应收账款	192	241	247	273	315
应收票据	1	1	13	14	16
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	2
存货	86	106	146	159	180
其他流动资产	204	225	233	237	242
流动资产合计	950	1,109	1,219	1,317	1,619
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	26	26	26	26
固定资产	540	572	545	521	499
在建工程	10	22	43	58	70
无形资产	50	59	107	154	201
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	112	151	151	151	151
非流动资产合计	805	863	1,010	1,128	1,214
总负债	407	464	490	417	461
短期借款	89	96	99	0	0
应付账款	82	124	183	198	225
应付票据	40	55	73	79	90
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	250	337	400	327	371
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	90	88	88	88	88
非流动负债合计	157	127	90	90	90
股东权益	1,347	1,508	1,739	2,028	2,373
股本	186	186	186	186	186
公积金	595	615	615	615	615
未分配利润	567	707	939	1,228	1,573
归属母公司权益	1,347	1,508	1,739	2,028	2,373
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.50%	1.14%	1.51%	1.52%	1.53%
管理费用率	6.92%	5.93%	6.93%	6.94%	6.95%
财务费用率	-0.35%	-0.40%	0.16%	-0.04%	-0.29%
研发费用率	6.66%	6.29%	6.67%	6.68%	6.69%
所得税率	12%	12%	15%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.50	0.52	0.62	0.74
每股经营现金流	1.33	1.37	1.28	2.22	2.58
每股净资产	7.25	8.12	9.36	10.92	12.78
每股销售收入	3.83	5.17	6.85	7.58	8.75

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	58	40	31	26	22
PB	7.5	6.7	5.8	5.0	4.3
EV/EBITDA	43.3	31.1	23.8	20.5	17.1
股息率	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入
	增持
	中性
	减持
	卖出
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	
A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP