

# 第二曲线开启，钎焊龙头高速成长期已至

## 华光新材(688379)

### 事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 19.2 亿元，同比增长 35.5%；实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 93.8%。25Q1 公司实现营业收入 5.86 亿元，同比增长 62.6%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比增长 1141%。

### 业绩持续高增，高速成长期已至

公司 2024 年及 2025Q1 业绩均实现了高增长，我们认为公司业绩高速成长期已至。根据公司 2024 年年报，24 年华光新材实现海外收入 1.5 亿元，同比增长 50%。从细分领域看，公司 24 年主业的银钎料和铜基钎料分别实现营业收入 8.8 亿元及 7.2 亿元，分别同比增长 28.2%及 16.4%；新业务银浆产品实现营业收入 3.1 亿元，同比增长 203.7%。我们看好公司主业的稳定拓展，以及新业务的快速增长。

### 第二曲线已经开启，公司新兴产业拓展成效显著

1) 继续深耕中温领域，银浆等产品开始放量：公司银浆等材料产品主要包括银浆和锡基钎料，作为电子连接材料，银浆是公司第二增长曲线。根据公司 2024 年年报，24 年银浆实现收入 1.27 亿元，同比增长 82.7%；锡基材料实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 920%。从业务结构端，银浆板块收入占比达到了 16.3%。由于第二曲线的快速增长，公司下游的行业分布也迎来了变化，2024 年电力电气及电子行业收入占比达到了 40%，新兴领域的业务高增，将持续拉动公司营收增长。毛利率端，公司 24 年毛利率达 13.8%，较 23 年同比提升 1pct，连续 2 年修复。2) 加大研发投入，新领域持续拓展：24 年公司研发投入同比增长 40%，公司持续开展机器人感应钎焊、机器人激光钎焊、机器人激光熔覆等先进焊接技术的研究，24 年实现智能感应焊接成套设备出口海外。同时，24 年公司投资了苏州联结科技，其产品包括高端 TFC（薄膜陶瓷基板）、DPC（直接电镀铜基板）、AMB（活性金属钎焊基板）和 DAC（直接粘接三维陶瓷基板）等，主要应用于光模块、智能传感器、半导体激光器、半导体制冷器、IGBT 等先进封装材料领域，公司与联结科技具有业务协同性，共同合作研发应用于功率半导体的焊接材料与焊接技术。公司核心产品做为“工业万能胶”，看好第二曲线及新兴领域的拓展。

### 产能端加速投放，保障业绩高增

1) 产能加速投放：公司处于产能投放加速期，根据公司 2024 年年报，公司将在泰国罗勇工业园分两期建设钎焊材料生产基地，一期通过租赁厂房实现年产 1000 吨产能，二期通过新建厂房增加 3500 吨产能。2025 年公司将加速推进 泰国生产基

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	33.88
股票代码：	688379
52 周最高价/最低价：	36.15/12.12
总市值(亿)	30.52
自由流通市值(亿)	30.52
自由流通股数(百万)	90.09



分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

分析师：石城

邮箱：shicheng@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524080001

联系电话：

地的建设，力争一期项目在 2025 年底前投产，并有序推进二期的产能建设。根据公司 2024 年年报，公司“年产 4000 吨新型绿色钎焊材料智能制造建设项目”逐步投产。公司的增量产能，有望为海外市场开拓，以及利润率提升保驾护航。**2) 客户结构优质，新领域大客户合作提速：**在传统领域，公司主要客户包括美的、格力、海尔等。近年在电子领域，公司成功开拓了如海康威视、大华科技等客户；在新能源汽车领域，公司产品主要用于电池密封等。

### 投资建议

我们预计公司 25-27 年营收为 25.5/33.9/44.0 亿元，归母净利润为 2.30/2.13/2.76 亿元，EPS 为 2.55/2.37/3.06 元。按照 2025 年 6 月 5 日收盘股价 33.88 元/股，公司 2025 至 2027 年 PE 为 13.3/14.3/11.1 倍。公司是钎焊材料龙头，第二曲线拉动公司业绩快速增长，且公司在新领域突破成效显著。未来在新兴领域如机器人、AI、固态电池等，均有望实现可观的业务进展。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

原材料成本波动的风险；新兴领域拓展进度不及预期的风险；海外市场进展不及预期的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,415	1,918	2,551	3,391	4,399
YoY (%)	16.0%	35.5%	33.0%	32.9%	29.7%
归母净利润(百万元)	42	81	230	213	276
YoY (%)	377.2%	93.8%	185.1%	-7.1%	29.2%
毛利率 (%)	12.8%	13.8%	14.7%	14.6%	14.3%
每股收益 (元)	0.48	0.94	2.55	2.37	3.06
ROE	4.4%	8.1%	19.9%	16.3%	18.4%
市盈率	70.58	36.04	13.28	14.30	11.07

资料来源：wind，华西证券研究所

## 1. 华光新材

公司是国内钎焊材料龙头，近年业绩稳健增长。公司主营产品为银钎料、铜基材料、银浆等材料。公司拥有近 30 年技术积累，形成了集配方研发、制备工艺控制、质量检测于一体的核心技术体系，具备绿色钎料、节银钎料、真空钎料、复合钎料等核心技术产品。公司是《银钎料》(GB/T10046-2018) 第一起草单位，参与多项国家及行业标准制定。持续的研发投入（2024 年研发投入增长超 40%）和新产品开发能力是其核心竞争力之一。公司与美的、格力、海尔、中国中车等国内外知名企业建立了长期稳定的合作关系。在巩固传统优势领域的同时，积极拓展电子、新能源汽车等新兴市场，并向比亚迪等头部客户供货。

公司积极拓展电子、新能源汽车等新赛道，相关领域营收快速增长。2024 年电子及新能源汽车营业收入分别同比增长超 35% 及 60%。银浆和锡基钎料等电子连接材料作为“第二增长曲线”，2024 年银浆产品营收超 1.2 亿元（同比增长超 80%），锡基钎料营收超 1.7 亿元（同比增长超 9 倍）。新赛道产品（如电子行业）毛利率提升空间较大，有望持续改善公司整体盈利能力。

## 2. 盈利预测及投资建议

华光新材分业务盈利预测假设如下：

**1) 银钎料：**营收占比相对较高，是公司较为成熟的业务，2024 年银钎料营收 8.8 亿元，同比增长 28.2%，且毛利率有所提升。假设 2025-2027 年收入分别同比 +30.8%、+33.7% 和 +23.3%，假设毛利率 2025-2027 年均为 21.0%。

**2) 铜基材料：**营收占比近年处于下降通道，是公司较为成熟的业务，2024 年铜基材料营收 7.2 亿元，同比增长 16.4%。假设 2025-2027 年收入分别同比 +23.5%、+16.3% 和 +15.7%，假设毛利率 2025-2027 年均为 10.0%。

**3) 银浆等材料：**是公司近年快速增长的第二曲线，营收占比持续提升。2024 年银浆等材料营收 3.11 亿元，同比增长超过 200%。假设 2025-2027 年收入分别同比 +61.3%、+60.7% 和 +60.0%，假设毛利率稳定在 8%。

我们预计公司 25-27 年营收为 25.5/33.9/44.0 亿元，归母净利润为 2.30/2.13/2.76 亿元，EPS 为 2.55/2.37/3.06 元。按照 2025 年 6 月 5 日收盘股价 33.88 元/股，公司 2025 至 2027 年 PE 为 13.3/14.3/11.1 倍。公司是钎焊材料龙头，第二曲线拉动公司业绩快速增长，且公司在新领域突破成效显著。未来在新兴领域如机器人、AI、固态电池等，均有望实现可观的业务进展。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 1 分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>银钎料</b>					
收入 (百万元)	689.9	884.1	1156.4	1546.2	1907.0
yoy	18.9%	28.2%	30.8%	33.7%	23.3%
毛利率	16.7%	21.2%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>铜基材料</b>					
收入 (百万元)	617.25	718.38	887.43	1032.15	1194.34
yoy	5.5%	16.4%	23.5%	16.3%	15.7%
毛利率	9.4%	8.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>银浆等材料</b>					
收入 (百万元)	102.6	311.6	502.6	807.7	1292.4
yoy	100.2%	203.7%	61.3%	60.7%	60.0%
毛利率	5.1%	4.8%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	1415.16	1917.83	2550.56	3390.71	4398.79
yoy	16.0%	35.5%	33.0%	32.9%	29.7%
毛利率	12.8%	13.8%	14.7%	14.6%	14.3%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 可比公司估值表 (PE)

代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
301319.SZ	维特偶	30	0.89	1.29	1.60	27.8	23.3	18.8
603045.SH	宏发股份	341	16.31	18.94	21.85	20.3	18.0	15.6

资料来源: Wind(2025 年 6 月 5 日收盘价, 可比公司归母净利润预测来自 wind 一致预期), 华西证券研究所

### 3. 风险提示

原材料成本波动的风险; 新兴领域拓展进度不及预期的风险; 海外市场进展不及预期的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,918	2,551	3,391	4,399	净利润	81	230	213	276
YoY (%)	35.5%	33.0%	32.9%	29.7%	折旧和摊销	39	62	72	81
营业成本	1,653	2,176	2,895	3,772	营运资金变动	-425	-104	-342	-363
营业税金及附加	5	6	8	11	经营活动现金流	-255	140	-30	26
销售费用	21	33	44	57	资本开支	-59	-24	-101	-101
管理费用	47	64	85	110	投资	-7	0	0	0
财务费用	36	17	22	27	投资活动现金流	-67	-26	-104	-105
研发费用	74	102	129	154	股权募资	24	0	0	0
资产减值损失	-7	0	0	0	债务募资	221	152	200	200
投资收益	-1	-3	-3	-4	筹资活动现金流	318	68	113	90
营业利润	85	241	224	289	现金净流量	-4	182	-21	11
营业外收支	-1	-1	-1	-1					
利润总额	84	241	224	289	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	4	11	10	13	<b>成长能力</b>				
净利润	81	230	213	276	营业收入增长率	35.5%	33.0%	32.9%	29.7%
归属于母公司净利润	81	230	213	276	净利润增长率	93.8%	185.1%	-7.1%	29.2%
YoY (%)	93.8%	185.1%	-7.1%	29.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.94	2.55	2.37	3.06	毛利率	13.8%	14.7%	14.6%	14.3%
					净利率	4.2%	9.0%	6.3%	6.3%
					总资产收益率 ROA	3.7%	9.1%	7.3%	8.3%
					净资产收益率 ROE	8.1%	19.9%	16.3%	18.4%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.43	1.59	1.67	1.77
					速动比率	<b>0.76</b>	<b>1.04</b>	<b>1.13</b>	<b>1.27</b>
					现金比率	0.15	0.28	0.24	0.22
					资产负债率	58.0%	57.1%	58.0%	57.9%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.89	1.01	1.17	1.32
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.94	2.55	2.37	3.06
					每股净资产	11.14	12.85	14.51	16.65
					每股经营现金流	-2.85	1.55	-0.33	0.29
					每股股利	0.28	0.77	0.71	0.92
					<b>估值分析</b>				
					PE	36.04	13.28	14.30	11.07
					PB	1.83	2.64	2.34	2.03

  

资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	195	377	356	367
预付款项	75	87	116	151
存货	741	604	643	629
其他流动资产	818	1,059	1,395	1,798
流动资产合计	1,828	2,127	2,510	2,944
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	355	393	421	440
无形资产	68	68	68	68
非流动资产合计	545	574	602	621
资产合计	2,373	2,701	3,112	3,565
短期借款	621	721	821	921
应付账款及票据	255	272	322	367
其他流动负债	402	349	361	376
流动负债合计	1,277	1,342	1,504	1,664
长期借款	84	184	284	384
其他长期负债	16	18	18	18
非流动负债合计	100	202	302	402
负债合计	1,377	1,543	1,805	2,065
股本	90	90	90	90
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	996	1,158	1,307	1,500
负债和股东权益合计	2,373	2,701	3,112	3,565

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。