

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他化学原料

联瑞新材 (688300.SH)

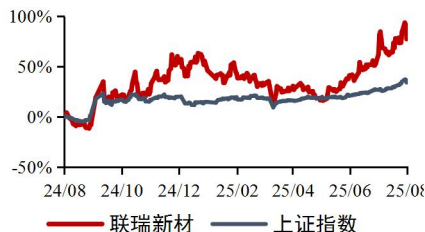
买入-B(维持)

持续聚焦高端粉体，可转债项目助力成长

2025 年 8 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2025 年 8 月 28 日

收盘价（元）：	59.79
年内最高/最低（元）：	72.37/37.55
流通 A 股/总股本（亿）：	2.41/2.41
流通 A 股市值（亿）：	144.37
总市值（亿）：	144.37

资料来源：最闻

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.57
摊薄每股收益(元)：	0.57
每股净资产(元)：	6.43
净资产收益率(%)：	8.93

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➤ 高端需求持续拉动，25Q2 业绩符合预期。2025 年上半年，公司实现营业收入 5.19 亿元，同比+17.12%；归母净利 1.39 亿元，同比+18.01%；扣除非经常性损益后的净利润为 1.28 亿元，同比+20.69%。其中 25Q2 实现营业收入 2.81 亿元，同环比分别+16.38%/ 17.55%，归母净利 0.76 亿元，同环比分别+14.89%/ 19.94%。在先进封装加速渗透、高性能电子电路基板市场需求快速提高、导热材料持续升级的行业发展趋势下，公司紧抓行业发展机遇，持续聚焦功能性先进粉体材料，收入同比保持增长，市场份额稳步提升。

事件点评

➤ 高性能高速基板需求推动产品认证速度加快。公司聚焦 AI/5G/HPC 芯片封装、Chiplet/HBM 异构集成、M8/M9 覆铜板、新能源汽车高导热材料及毫米波雷达等领域。深化纳米级球形二氧化硅、球形二氧化钛、氮化物粉体等材料研发，攻克氮化物球化、氮化铝防水解难题。推出 Low α 微米/亚微米球形二氧化硅，低钠/Low α 球形氧化铝，覆铜板用低损耗球形二氧化硅及新能源高导热球形氧化铝等产品。高阶产品营收占比提升，技术壁垒不断夯实。

➤ 可转债项目助力公司成长。公司发行 7.2 亿元可转债项目：1) 4.23 亿元投资高性能高速基板用超纯球形粉体材料项目(建设期 3 年)，瞄准 AI 算力、5G 通信等领域对高频高速基板材料的需求，项目达产后将新增 3600 吨产能，产品具有低介质损耗(Low Df)、高纯度等特性，适配新一代服务器、交换机等设备的关键材料需求，项目达产预计实现销售收入 6.59 亿元，利润总额为 1.80 亿元；2) 3.88 亿元投资高导热高纯球形粉体材料项目(建设期 18 个月)，聚焦新能源汽车、消费电子等领域的散热痛点，新增 1.6 万吨高导热球形氧化铝产能，满足热界面材料(如导热硅脂、凝胶)对填料的高导热率要求，项目达产预计实现销售收入 3.10 亿元，利润总额 0.63 亿元。

➤ 高性能高速基板市场迅速增长，推动超纯球形二氧化硅需求。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 年复合增速 26%。高性能高速基板对上游关键功能性填料提出了更高的性能要求，需要选择具有较低介电损耗的材料以保证在使用过程减少信号传输时的衰减、时延，以提高信号完整性，对于功能性填料的粒径、介电损耗等性能指标要求更为严格。超纯球形二氧化硅作为高性能高速基板的关键功能性填料，能显著降低电子电路板材料的介电损耗，提高信号传输速率和完整性，



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

高端填料需求将迎来快速增长期。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 2.9/3.4/3.9 亿元，对应 PE 分别为 50/42/37 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 市场开拓不及预期；原材料价格大幅波动；产能建设进度不及预期；技术失密或核心技术人员流失等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	712	960	1,120	1,303	1,451
YoY(%)	7.5	34.9	16.6	16.3	11.4
净利润(百万元)	174	251	289	342	389
YoY(%)	-7.6	44.5	14.9	18.4	13.7
毛利率(%)	39.3	40.4	41.1	41.8	42.3
EPS(摊薄/元)	0.72	1.0	1.20	1.42	1.61
ROE(%)	12.9	16.7	17.0	17.8	17.8
P/E(倍)	83.0	57.4	50.0	42.2	37.1
P/B(倍)	10.7	9.6	8.5	7.5	6.6
净利率(%)	24.4	26.2	25.8	26.3	26.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	950	1109	1214	1404	1597
现金	189	320	392	498	681
应收票据及应收账款	193	242	265	324	332
预付账款	1	0	1	1	1
存货	86	106	115	139	141
其他流动资产	481	441	441	442	441
非流动资产	805	863	941	1033	1088
长期投资	25	26	27	29	30
固定资产	540	572	641	722	775
无形资产	50	59	66	75	78
其他非流动资产	190	207	207	207	206
资产总计	1755	1972	2155	2437	2685
流动负债	250	337	324	388	366
短期借款	89	96	96	96	96
应付票据及应付账款	122	178	167	230	208
其他流动负债	39	62	61	62	62
非流动负债	157	127	127	127	127
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	127	127	127	127
负债合计	407	464	452	516	494
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	186	186	241	241	241
资本公积	520	522	466	466	466
留存收益	642	800	980	1187	1413
归属母公司股东权益	1347	1508	1704	1921	2191
负债和股东权益	1755	1972	2155	2437	2685

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	247	255	271	355	391
净利润	174	251	289	342	389
折旧摊销	50	54	44	52	60
财务费用	-3	-4	-5	-8	-12
投资损失	-10	-17	-11	-11	-12
营运资金变动	36	-42	-44	-19	-32
其他经营现金流	0	12	-1	-1	-1
投资活动现金流	-197	-52	-109	-132	-102
筹资活动现金流	29	-89	-90	-117	-107
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	1.04	1.20	1.42	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.05	1.12	1.47	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.58	6.24	7.06	7.96	9.07

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	712	960	1120	1303	1451
营业成本	432	573	659	758	837
营业税金及附加	7	8	11	13	14
营业费用	11	11	15	17	19
管理费用	49	57	66	77	86
研发费用	47	60	73	83	93
财务费用	-3	-4	-5	-8	-12
资产减值损失	-0	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	3	-1	1	1	1
投资净收益	10	17	11	11	12
营业利润	195	285	327	388	441
营业外收入	2	2	2	3	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	197	286	329	389	443
所得税	23	35	40	47	54
税后利润	174	251	289	342	389
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	251	289	342	389
EBITDA	247	337	368	434	491

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.5	34.9	16.6	16.3	11.4
营业利润(%)	2.7	46.0	14.7	18.4	13.9
归属于母公司净利润(%)	-7.6	44.5	14.9	18.4	13.7
获利能力					
毛利率(%)	39.3	40.4	41.1	41.8	42.3
净利率(%)	24.4	26.2	25.8	26.3	26.8
ROE(%)	12.9	16.7	17.0	17.8	17.8
ROIC(%)	11.2	14.4	14.9	15.7	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	23.2	23.5	21.0	21.2	18.4
流动比率	3.8	3.3	3.7	3.6	4.4
速动比率	2.6	2.3	2.7	2.7	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.9	4.4		4.4	4.4
应付账款周转率	3.3	3.8	3.8	3.8	3.8
估值比率					
P/E	83.0	57.4	50.0	42.2	37.1
P/B	10.7	9.6	8.5	7.5	6.6
EV/EBITDA	57.5	41.9	38.2	32.1	28.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

