

天马新材（838971）

2025 中报点评：营收端同比稳步增长，募投项目转固及高成本存货结转拖累业绩下滑

买入（维持）

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

证券分析师 薛路熹

执业证书：S0600525070008

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	188.79	254.85	367.45	474.52	585.40
同比	1.54	34.99	44.18	29.14	23.37
归母净利润（百万元）	12.25	39.38	43.37	58.34	90.03
同比	(65.62)	221.44	10.13	34.51	54.34
EPS-最新摊薄（元/股）	0.12	0.37	0.41	0.56	0.86
P/E（现价&最新摊薄）	323.55	100.66	91.40	67.95	44.03

投资要点

■ **营收端同比稳步增长，募投项目转固及高成本存货结转拖累业绩下滑。**公司发布 2025 中报，25H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 1.33/0.02/0.01 亿元，同比+22%/-86%/-91%；25Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 0.75/0.01/0.01 亿元，同比+28%/-85%/-91%，环比+31%/+21%/+1%。营收同比增长但利润同比下滑主要系募投项目逐步转为固定资产导致制造费用、折旧费上涨；同时生产周期与实现销售期间存在时滞，24 年末高成本存货在 25H1 实现销售并结转营业成本，导致营业成本增幅高于营收增幅。利润率方面，25H1 销售毛利率同比-12.87pct 至 13%，销售净利率同比-12.36pct 至 1.61%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.06%/5.83%/3.50%/0.48%，同比 -0.10/-0.11/-0.52/+0.22pct。其中，财务费用同比+130%主要系同期银行贷款利息支出、票据贴现增加，同时募投资金利息收入同比减少所致。

■ **主要产品毛利率承压下滑，高压电器用粉体材料同比增速较高。**1) 电子陶瓷用粉体材料：205H1 营收 0.62 亿元（同比-1%），占总营收比重为 47%，毛利率 19.04%（同比-9.47pct）。2) 电子及光伏玻璃用粉体材料：25H1 营收 0.23 亿元（同比+12%），占总营收比重为 17%；毛利率 6.19%（同比-14.4pct），该产品可增强玻璃基板的化学稳定性，常用于液晶基板玻璃、盖板玻璃及光伏玻璃等行业。3) 高压电器用粉体材料：25H1 营收 0.13 亿元（同比+93%）；毛利率-7.91%（同比-23.25pct），该产品粒度分布合理，浇注件机械强度高，电性能与浇注件绝缘性能优秀，常用作环氧浇注 SF6 高压组合电器及其它高压开关绝缘件专用填料。

■ **国内精细氧化铝粉体行业领先，HBM 封装+固态电池驱动新增量。**1) 行业地位：公司为国内较早具备自主研发和生产高性能精细氧化铝粉体能力的企业，在电子陶瓷、电子玻璃、研磨抛光等细分领域国内领先。2) 产能倍增：2025 年进入产能释放新周期，原有产能 2.9 万吨/年，新增募投 5 万吨/年电子陶瓷粉体材料产线已投产，年产 5 千吨高导热球形氧化铝生产线处于试生产阶段，并同步开展客户送样验证。3) 产品高端化：low- α 射线球形氧化铝粉体作为功能填料用于高性能或具有特殊用途的芯片封装场景，高端产品线技术壁垒极高，售价大幅提升，有望带动公司产品结构持续优化。4) 固态和半固态电池应用：部分技术工艺路线涉及使用氧化铝粉体（正负极涂覆用粉体、过滤膜用粉体等），公司正配合下游客户研发试制。

■ **盈利预测与投资评级：**产能需逐步释放以及成本端短期承压，下调公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.43/0.58/0.90 亿元（前值为 0.58/0.74/0.85 亿元），对应 PE 分别为 91/68/44 倍，考虑公司具备长期成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动风险；新业务拓展不达预期；市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.72
一年最低/最高价	7.80/65.20
市净率(倍)	9.08
流通 A 股市值(百万元)	3,181.79
总市值(百万元)	3,963.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.15
资产负债率(%,LF)	18.73
总股本(百万股)	105.09
流通 A 股(百万股)	84.35

相关研究

《天马新材(838971)：2024 年报点评：2024 年归母净利润+221%，球铝促进产品结构趋向高端化》

2025-03-31

天马新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	312	332	399	478	营业总收入	255	367	475	585
货币资金及交易性金融资产	25	17	26	48	营业成本(含金融类)	193	288	365	433
经营性应收款项	90	91	135	176	税金及附加	1	2	3	3
存货	101	128	143	158	销售费用	3	4	6	6
合同资产	0	0	0	0	管理费用	12	17	24	29
其他流动资产	94	96	95	97	研发费用	11	15	20	23
非流动资产	264	252	235	220	财务费用	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	7	9	12
固定资产及使用权资产	207	199	187	174	投资净收益	2	1	1	2
在建工程	18	8	3	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	26	26	25	24	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	46	50	68	105
其他非流动资产	7	14	14	14	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	575	584	634	697	利润总额	45	50	68	105
流动负债	87	73	88	98	减:所得税	6	7	9	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	4	5	4	净利润	39	43	58	90
经营性应付款项	18	26	33	40	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	2	2	3	归属母公司净利润	39	43	58	90
其他流动负债	34	41	47	51	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.37	0.41	0.56	0.86
非流动负债	35	37	37	37	EBIT	45	50	68	104
长期借款	14	14	14	14	EBITDA	55	74	93	128
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.21	21.76	23.00	26.12
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	15.45	11.80	12.29	15.38
其他非流动负债	22	23	23	23	收入增长率(%)	34.99	44.18	29.14	23.37
负债合计	123	110	124	134	归母净利润增长率(%)	221.44	10.13	34.51	54.34
归属母公司股东权益	452	474	509	563					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	452	474	509	563					
负债和股东权益	575	584	634	697					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6	51	38	65	每股净资产(元)	4.27	4.52	4.85	5.36
投资活动现金流	(26)	(9)	(7)	(6)	最新发行在外股份(百万股)	105	105	105	105
筹资活动现金流	19	(51)	(23)	(37)	ROIC(%)	8.21	8.71	11.42	16.20
现金净增加额	(1)	(9)	9	22	ROE-摊薄(%)	8.71	9.14	11.45	15.99
折旧和摊销	10	24	25	23	资产负债率(%)	21.35	18.79	19.62	19.25
资本开支	(37)	(5)	(8)	(8)	P/E(现价&最新股本摊薄)	100.66	91.40	67.95	44.03
营运资本变动	(42)	(13)	(44)	(47)	P/B(现价)	8.84	8.35	7.78	7.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>