

联瑞新材 (688300.SH)

前三季度业绩符合预期，先进封装需求不断提高

事件：公司发布 2025 年三季报，报告期内实现营业收入 8.24 亿元，同比增长 18.76%，归母净利润 2.20 亿元，同比增长 19.01%，扣非净利润 2.03 亿元，同比增长 19.72%；其中三季度单季实现收入 3.05 亿元，同比增长 21.66%，环比增长 8.56%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 20.76%，环比增长 7.63%。

□先进功能粉体市场份额上升，高阶产品营收占比提高。2025 年前三季度，公司综合毛利率 41.41%，同比下降 0.75pct，但三季度单季毛利率达 42.4%，同比下降 0.4 pct，环比提升 1.3 pct。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，市场份额稳步提升。公司高阶产品营收占比呈上升趋势，技术壁垒与品牌价值在客户信赖中持续提升。公司始终高度重视研发创新和产品升级迭代，持续夯实公司的核心技术优势，保持强劲的核心竞争力。

□聚焦高端芯片封装技术等领域，持续推出新产品。公司持续聚焦高端芯片（AI、5G、HPC 等）封装、异构集成先进封装（Chiplet、HBM 等）、新一代高频高速覆铜板（M8、M9 等）、新能源汽车用高导热材料、先进毫米波雷达等下游应用领域的先进技术，深化纳米级球形二氧化硅、高性能球形二氧化钛、先进氮化物粉体等功能性先进粉体材料的研究开发及应用推广，突破了氮化物球化技术、氮化铝防水解等诸多技术难题。持续推出多种规格、低 CUT 点、表面修饰、Low α 微米/亚微米球形二氧化硅、低钠球形氧化铝粉，Low α 球形氧化铝、高频高速覆铜板用低损耗/超低损耗/极低损耗球形二氧化硅，新能源汽车用高导热微米/亚微米球形氧化铝。

□持续技术创新驱动产业升级，拓展新项目增强成长性。公司持续深化与国内外领先的封装材料、电子电路基板、高性能导热材料等领域厂商的战略合作，重点推进新产品的验证合作；持续加强高性能球形二氧化硅、高性能球形氧化铝、高性能球形二氧化钛、先进氮化物粉体等功能性粉体材料的研究开发。公司拟投资约 1.29 亿元实施年 300 吨先进集成电路用超细球形粉体生产线建设项目，同时拟发行可转债募集资金，投资 4.2 亿元建设高性能高速基板用超纯球形粉体材料项目，投资 3.9 亿元建设高导热高纯球形粉体材料项目，增强未来成长确定性。

□维持“强烈推荐”投资评级。预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 3.20 亿、3.99 亿、4.95 亿元，EPS 分别为 1.32、1.65、2.05 元，当前股价对应 PE 分别为 49、39、32 倍，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：能源成本上涨、新项目投产不及预期，下游需求不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 712 | 960 | 1225 | 1479 | 1768 |
| 同比增长 | 8% | 35% | 28% | 21% | 20% |
| 营业利润(百万元) | 195 | 285 | 364 | 455 | 565 |
| 同比增长 | 3% | 46% | 28% | 25% | 24% |
| 归母净利润(百万元) | 174 | 251 | 320 | 399 | 495 |
| 同比增长 | -8% | 44% | 27% | 25% | 24% |

强烈推荐（维持）

周期/化工

目标估值：NA

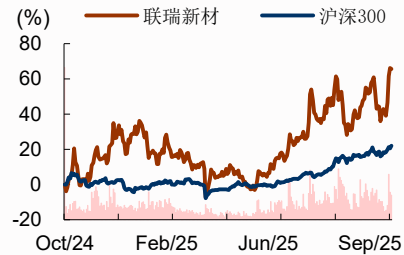
当前股价：65.2 元

基础数据

| | |
|-------------------|--------|
| 总股本（百万股） | 241 |
| 已上市流通股（百万股） | 241 |
| 总市值（十亿元） | 15.7 |
| 流通市值（十亿元） | 15.7 |
| 每股净资产（MRQ） | 6.8 |
| ROE（TTM） | 17.5 |
| 资产负债率 | 26.4% |
| 主要股东 广东生益科技股份有限公司 | |
| 主要股东持股比例 | 23.26% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 9 | 52 | 63 |
| 相对表现 | 6 | 26 | 42 |



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《联瑞新材（688300）——上半年业绩符合预期，持续开拓高端新产品》2025-08-27
- 2、《联瑞新材（688300）——一季度业绩稳健增长，高阶产品需求继续上升》2025-04-29
- 3、《联瑞新材（688300）——高阶产品销量快速提升，持续推出新项目奠定成长性》2025-03-28

周铮

S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安

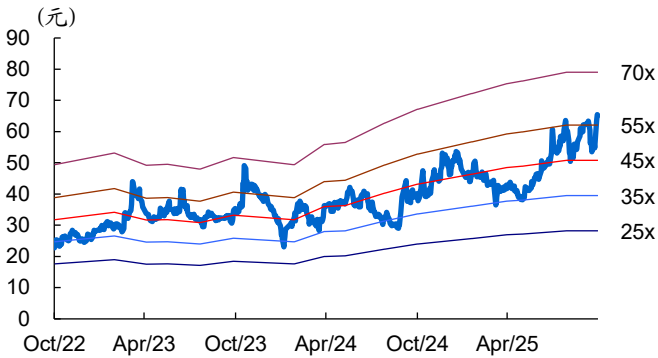
S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

| | | | | | |
|---------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(元) | 0.72 | 1.04 | 1.32 | 1.65 | 2.05 |
| PE | 90.5 | 62.6 | 49.2 | 39.4 | 31.8 |
| PB | 11.7 | 10.4 | 8.8 | 7.5 | 6.4 |

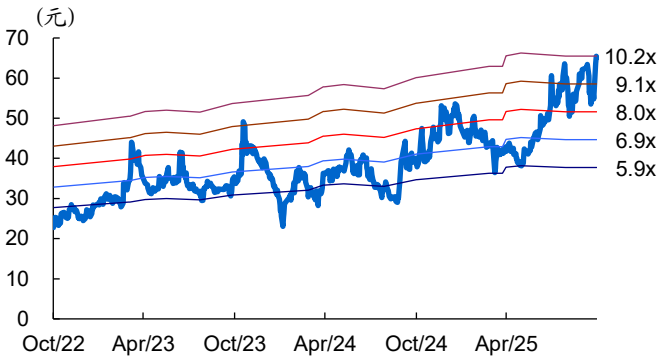
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：联瑞新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：联瑞新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 950 | 1109 | 1315 | 1637 | 2036 |
| 现金 | 189 | 320 | 403 | 583 | 822 |
| 交易性投资 | 276 | 215 | 215 | 215 | 215 |
| 应收票据 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 应收款项 | 192 | 241 | 283 | 342 | 409 |
| 其它应收款 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 存货 | 86 | 106 | 123 | 146 | 170 |
| 其他 | 205 | 226 | 288 | 348 | 416 |
| 非流动资产 | 805 | 863 | 887 | 909 | 929 |
| 长期股权投资 | 25 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 固定资产 | 540 | 572 | 602 | 629 | 654 |
| 无形资产商誉 | 50 | 59 | 53 | 47 | 43 |
| 其他 | 190 | 207 | 207 | 207 | 207 |
| 资产总计 | 1755 | 1972 | 2202 | 2546 | 2965 |
| 流动负债 | 250 | 337 | 284 | 325 | 369 |
| 短期借款 | 89 | 96 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 122 | 178 | 224 | 264 | 308 |
| 预收账款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | 38 | 62 | 60 | 60 | 60 |
| 长期负债 | 157 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 157 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 负债合计 | 407 | 464 | 412 | 453 | 496 |
| 股本 | 186 | 186 | 241 | 241 | 241 |
| 资本公积金 | 520 | 522 | 522 | 522 | 522 |
| 留存收益 | 642 | 800 | 1027 | 1330 | 1705 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 1347 | 1508 | 1790 | 2094 | 2468 |
| 负债及权益合计 | 1755 | 1972 | 2202 | 2546 | 2965 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 247 | 255 | 271 | 325 | 406 |
| 净利润 | 174 | 251 | 320 | 399 | 495 |
| 折旧摊销 | 50 | 54 | 58 | 60 | 62 |
| 财务费用 | 1 | 1 | 0 | (4) | (6) |
| 投资收益 | (11) | (17) | (30) | (30) | (30) |
| 营运资金变动 | 34 | (40) | (83) | (107) | (123) |
| 其它 | (1) | 6 | 6 | 7 | 8 |
| 投资活动现金流 | (197) | (52) | (53) | (53) | (53) |
| 资本支出 | (53) | (90) | (83) | (83) | (83) |
| 其他投资 | (144) | 38 | 30 | 30 | 30 |
| 筹资活动现金流 | 29 | (89) | (135) | (92) | (114) |
| 借款变动 | 61 | 2 | (98) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 61 | 0 | 56 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (61) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (57) | (93) | (93) | (96) | (120) |
| 其他 | 25 | 0 | (0) | 4 | 6 |
| 现金净增加额 | 79 | 114 | 83 | 181 | 239 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 712 | 960 | 1225 | 1479 | 1768 |
| 营业成本 | 432 | 573 | 718 | 849 | 989 |
| 营业税金及附加 | 7 | 8 | 10 | 12 | 14 |
| 营业费用 | 11 | 11 | 14 | 17 | 20 |
| 管理费用 | 49 | 57 | 73 | 88 | 105 |
| 研发费用 | 47 | 60 | 77 | 93 | 111 |
| 财务费用 | (3) | (4) | 0 | (4) | (6) |
| 资产减值损失 | (0) | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 3 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他收益 | 15 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 投资收益 | 10 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 营业利润 | 195 | 285 | 364 | 455 | 565 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 197 | 286 | 365 | 456 | 565 |
| 所得税 | 23 | 35 | 45 | 57 | 71 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 174 | 251 | 320 | 399 | 495 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 8% | 35% | 28% | 21% | 20% |
| 营业利润 | 3% | 46% | 28% | 25% | 24% |
| 归母净利润 | -8% | 44% | 27% | 25% | 24% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 39.3% | 40.4% | 41.4% | 42.6% | 44.1% |
| 净利率 | 24.4% | 26.2% | 26.1% | 27.0% | 28.0% |
| ROE | 13.5% | 17.6% | 19.4% | 20.6% | 21.7% |
| ROIC | 12.6% | 16.1% | 18.7% | 20.2% | 21.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 23.2% | 23.5% | 18.7% | 17.8% | 16.7% |
| 净负债比率 | 5.2% | 5.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 3.8 | 3.3 | 4.6 | 5.0 | 5.5 |
| 速动比率 | 3.4 | 3.0 | 4.2 | 4.6 | 5.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 5.3 | 6.0 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| 应收账款周转率 | 3.9 | 4.4 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 应付账款周转率 | 3.3 | 3.8 | 3.6 | 3.5 | 3.5 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.72 | 1.04 | 1.32 | 1.65 | 2.05 |
| 每股经营净现金 | 1.02 | 1.05 | 1.12 | 1.35 | 1.68 |
| 每股净资产 | 5.58 | 6.24 | 7.41 | 8.67 | 10.22 |
| 每股股利 | 0.38 | 0.38 | 0.40 | 0.50 | 0.61 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 90.5 | 62.6 | 49.2 | 39.4 | 31.8 |
| PB | 11.7 | 10.4 | 8.8 | 7.5 | 6.4 |
| EV/EBITDA | 63.2 | 45.8 | 36.0 | 29.7 | 24.5 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。