

天马新材 (920971)

2025 年报点评：高压电器与其他粉体高增亮眼，期待新产能逐步释放增量

买入（维持）

2026 年 04 月 04 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@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

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 254.85 | 273.66 | 390.40 | 548.40 | 772.40 |
| 同比 | 34.99 | 7.38 | 42.66 | 40.47 | 40.85 |
| 归母净利润（百万元） | 39.38 | 38.16 | 44.91 | 55.64 | 73.66 |
| 同比 | 221.44 | (3.09) | 17.66 | 23.89 | 32.41 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.37 | 0.36 | 0.43 | 0.53 | 0.70 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 64.74 | 66.80 | 56.77 | 45.82 | 34.61 |

投资要点

- **2025 年营收稳步增长，但盈利端受原材料和新产线投入成本增加等因素影响有所承压。**公司发布 2025 年报，全年营收同比+7.38% 至 2.74 亿元，主要系公司坚持高端精细氧化铝粉体主业不动摇，在电子陶瓷、高压电器等优势领域销售稳步增长；归母净利润同比-3.09%至 3816.42 万元，扣非归母净利润同比-38.55%至 2015.40 万元，业绩同比下滑主要系原材料价格持续高位导致营业成本上升、叠加新产线投产初期产能爬坡、研发投入持续加大等因素的综合影响。2025 年公司销售毛利率同比-6.47pct 至 17.74%，销售净利率同比-1.51 pct 至 13.95%。费用率方面，销售费用率同比+0.14pct 至 1.18%；管理费用率同比-0.89pct 至 3.67%；财务费用率同比+0.07 pct 至 0.55%；研发费用率同比-0.14pct 至 4.18%，公司持续加码高纯纳米氧化铝、Low- α 射线球形氧化铝等高端产品技术攻关，研发投入规模同比小幅+3.96%。
- **高压电器与其他粉体高增亮眼，传统电子陶瓷类业务小幅下滑。**2025 年电子陶瓷用粉体材料仍为第一大收入来源，营收占比近五成，但同比小幅-3.08%；高压电器用粉体材料增速表现最为亮眼，营收同比大增 76.30%至 3249 万元，营收占比提升至 11.87%，受益于国家电网及主流高压电器厂商供应链需求放量；其他精细氧化铝粉体材料营收同比+38.14%，成为营收增长核心动力，得益于高导热、研磨抛光等新兴领域产品放量与客户认证突破；电子及光伏玻璃用粉体材料同比-13.52%，系下游行业竞争加剧与需求结构调整所致。
- **国内精细氧化铝粉体行业领先，期待新建产能逐步释放驱动新增量。**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。公司以高压电器用粉体材料、高导热用粉体材料、锂电池隔膜用粉体材料和研磨抛光用粉体材料为重要增长点，电子陶瓷用粉体材料、液晶玻璃用粉体材料保持平稳增长。2) **新建产能逐步释放：**2025 年，公司年产 5 万吨电子陶瓷粉体材料生产基地建设项目与年产 5 千吨高导热填充粉体材料生产建设项目已全面建成投产，正加快产能爬坡、提升产能利用率。3) **半导体领域产品高端化：**low- α 射线球形氧化铝粉体正在验证中，其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，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。
- **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 2026-2027 年归母净利润为 0.45/0.56 亿元（前值为 0.58/0.90 亿元），新增 2028 年预测为 0.74 亿元，对应 PE 分别为 57/46/35 倍，考虑在半导体材料、高端芯片封装材料等领域针对性研发布局，拓展业务边界，具备长期成长潜力，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) | 24.26 |
| 一年最低/最高价 | 22.00/47.99 |
| 市净率(倍) | 5.46 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,079.15 |
| 总市值(百万元) | 2,549.43 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.45 |
| 资产负债率(% ,LF) | 18.90 |
| 总股本(百万股) | 105.09 |
| 流通 A 股(百万股) | 85.70 |

相关研究

《天马新材(920971): 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》

2025-08-28

天马新材三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 流动资产 | 318 | 380 | 456 | 539 | 营业总收入 | 274 | 390 | 548 | 772 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 10 | 15 | 36 | 27 | 营业成本(含金融类) | 225 | 308 | 437 | 616 |
| 经营性应收款项 | 94 | 130 | 160 | 214 | 税金及附加 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 存货 | 127 | 154 | 182 | 222 | 销售费用 | 3 | 5 | 8 | 12 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 10 | 14 | 21 | 30 |
| 其他流动资产 | 87 | 82 | 78 | 76 | 研发费用 | 11 | 17 | 25 | 35 |
| 非流动资产 | 258 | 237 | 218 | 201 | 财务费用 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 4 | 6 | 7 | 7 |
| 固定资产及使用权资产 | 209 | 187 | 167 | 147 | 投资净收益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 在建工程 | 13 | 14 | 16 | 19 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 26 | 25 | 24 | 24 | 减值损失 | 1 | (1) | 0 | (1) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 5 | 5 | 6 | 6 | 营业利润 | 27 | 50 | 63 | 83 |
| 其他非流动资产 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业外净收支 | 17 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 576 | 617 | 674 | 740 | 利润总额 | 44 | 52 | 64 | 84 |
| 流动负债 | 93 | 117 | 150 | 184 | 减:所得税 | 6 | 7 | 8 | 11 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 56 | 76 | 101 | 122 | 净利润 | 38 | 45 | 56 | 74 |
| 经营性应付款项 | 9 | 13 | 18 | 26 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 1 | 2 | 2 | 3 | 归属母公司净利润 | 38 | 45 | 56 | 74 |
| 其他流动负债 | 26 | 26 | 28 | 33 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.36 | 0.43 | 0.53 | 0.70 |
| 非流动负债 | 16 | 13 | 12 | 11 | EBIT | 27 | 53 | 65 | 85 |
| 长期借款 | 10 | 7 | 6 | 5 | EBITDA | 49 | 77 | 89 | 110 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 17.74 | 21.11 | 20.31 | 20.25 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 13.95 | 11.50 | 10.15 | 9.54 |
| 其他非流动负债 | 6 | 6 | 6 | 6 | 收入增长率(%) | 7.38 | 42.66 | 40.47 | 40.85 |
| 负债合计 | 109 | 130 | 161 | 194 | 归母净利润增长率(%) | (3.09) | 17.66 | 23.89 | 32.41 |
| 归属母公司股东权益 | 467 | 487 | 512 | 545 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 467 | 487 | 512 | 545 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 576 | 617 | 674 | 740 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 经营活动现金流 | 19 | 15 | 32 | 18 | 每股净资产(元) | 4.44 | 4.64 | 4.87 | 5.19 |
| 投资活动现金流 | (7) | (1) | (3) | (5) | 最新发行在外股份(百万股) | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 筹资活动现金流 | (17) | (9) | (8) | (22) | ROIC(%) | 4.58 | 8.33 | 9.47 | 11.51 |
| 现金净增加额 | (5) | 5 | 21 | (9) | ROE-摊薄(%) | 8.17 | 9.22 | 10.86 | 13.51 |
| 折旧和摊销 | 22 | 24 | 25 | 25 | 资产负债率(%) | 18.90 | 21.02 | 23.97 | 26.29 |
| 资本开支 | (19) | (2) | (5) | (7) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 66.80 | 56.77 | 45.82 | 34.61 |
| 营运资本变动 | (46) | (54) | (46) | (80) | P/B(现价) | 5.46 | 5.23 | 4.98 | 4.67 |

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>