

## 联瑞新材 (688300.SH)

强烈推荐 (维持)

## 全年业绩符合预期，高性能材料需求持续提升

事件：公司发布 2025 年年报，报告期内实现营业收入 11.16 亿元，同比增长 16.15%，归母净利润 2.93 亿元，同比增长 16.42%，扣非净利润 2.64 亿元，同比增长 16.44%；其中四季度单季实现收入 2.92 亿元，同比增长 9.38%，归母净利润 0.73 亿元，同比增长 9.21%。

□ **优势领域市占率继续提高，高性能产品占比增长较快。**报告期内，公司角形无机粉体收入 2.61 亿元，同比增长 2.97%，毛利率 20.4%，同比下降 7.2 pct，销量 7.97 万吨，同比增长 3.96%；球形无机粉体收入 6.52 亿元，同比增长 18.70%，毛利率 51.92%，同比提高 2.8 pct，销量 4.2 万吨，同比增长 14.50%。2025 年，AI 服务器、高速通讯、智能驾驶等领域的快速发展，推动先进封装、高性能高速基板、热管理材料等市场持续扩容，公司主要下游应用领域整体市场呈增长趋势，并且在 AI 等应用技术快速发展的驱动下，市场对于高性能电子材料的需求正快速增长。公司积极应对市场需求升级趋势，推动优势领域市占率继续提高的同时，围绕先进封装（2.5D/3D、SIP 等）、高性能电子电路板（M7、M8、M9、M10 等）、导热材料等领域的市场需求，积极推动更多具有低放射性、低介电损耗、更低 CUT 点、高导热性等性能的产品登陆并持续转化为实质性订单，高性能产品营收占比呈较快增长态势，产品结构持续优化，有效推动了营业收入、利润规模的稳步扩大。

□ **聚焦高端芯片封装技术等领域，持续推出高端新产品。**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、M10 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等功能性先进粉体材料的研究开发及应用推广，持续推出多种规格、低 CUT 点、表面修饰、Low  $\alpha$  微米/亚微米球形二氧化硅、低钠球形氧化铝粉，Low  $\alpha$  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/亚微米球形氧化铝等产品，持续加强功能性粉体材料的研究开发，技术储备二十余年的液相制备球形二氧化硅也正受益于高性能高速基板的发展机遇，产品认证速度不断加快。随着下游应用领域对高性能材料需求持续提升，公司产品结构有望进一步改善，从而推动经营质量不断提升。

□ **公司品牌影响力显著提升，投资新项目增强成长性。**公司致力于成为全球领先的功能性先进粉体材料及应用方案供应商，产品销售至行业领先的 EMC、LMC、GMC、UF 等封装材料、电子电路板、导热材料、胶黏剂、先进绝缘制品、蜂窝陶瓷、3D 打印、齿科材料等领域客户，品牌影响力显著提升。公司不仅在传统产品质量方面赢得国内外领先客户认可，而且微米级和亚微米级球形二氧化硅、低放射性球形二氧化硅、低放射性高纯度球形氧化铝、球形二氧化钛、氮化物等产品销售至行业领先客户。公司持续拓展新项目，拟投资约 1.29 亿元实施年 3000 吨先进集成电路用超细球形粉体生产线建设项目，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 2026~2028 年公司归母净利润分别为 3.68

周期/化工

目标估值：NA

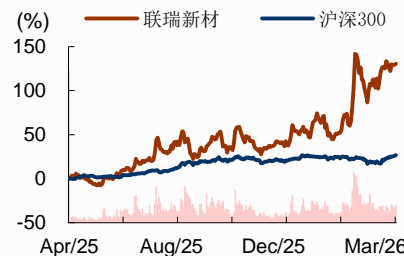
当前股价：95.38 元

## 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）	23.0
流通市值（十亿元）	23.0
每股净资产（MRQ）	7.1
ROE（TTM）	17.2
资产负债率	24.5%
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	14	70	131
相对表现	9	65	104



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《联瑞新材（688300）—全年业绩稳步提升，高性能产品增长较快》2026-02-23
- 2、《联瑞新材（688300）—前三季度业绩符合预期，先进封装需求不断提高》2025-10-30
- 3、《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

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caocheng'an@cmschina.com.cn

亿、4.61、5.60 亿元，EPS 分别为 1.52、1.91、2.32 元，当前股价对应 PE 分别为 63、50、41 倍，维持“强烈推荐”评级。

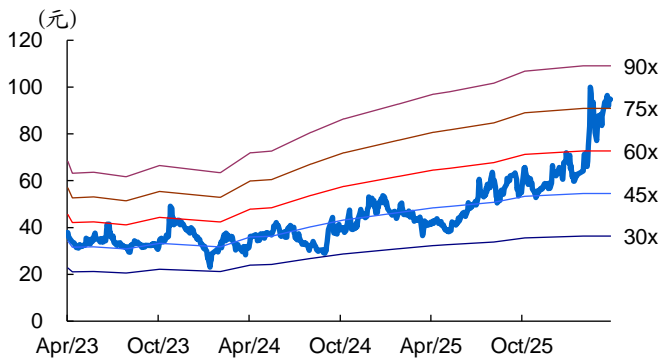
□风险提示：能源成本上涨、新项目投产不及预期，下游需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	960	1116	1336	1598	1894
同比增长	35%	16%	20%	20%	19%
营业利润(百万元)	285	335	422	529	643
同比增长	46%	18%	26%	25%	22%
归母净利润(百万元)	251	293	368	461	560
同比增长	44%	16%	26%	25%	22%
每股收益(元)	1.04	1.21	1.52	1.91	2.32
PE	91.6	78.7	62.6	50.0	41.1
PB	15.3	13.5	11.8	10.0	8.5

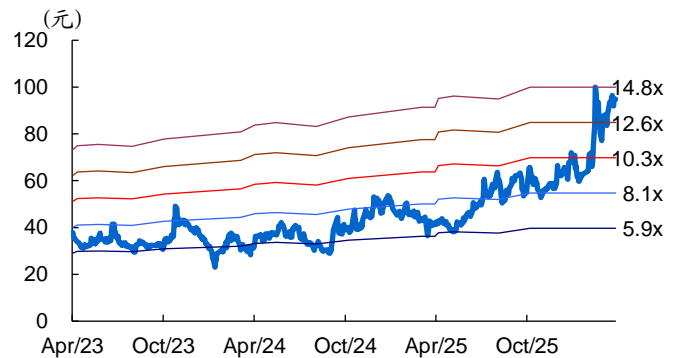
资料来源：公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1109	1430	1567	1957	2426
现金	320	132	92	240	434
交易性投资	215	216	216	216	216
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	241	279	312	373	443
其它应收款	1	2	3	3	4
存货	106	140	155	180	209
其他	226	660	790	946	1121
<b>非流动资产</b>	863	830	833	835	837
长期股权投资	26	49	49	49	49
固定资产	572	582	592	600	608
无形资产商誉	59	69	62	56	51
其他	207	129	129	129	129
<b>资产总计</b>	<b>1972</b>	<b>2260</b>	<b>2400</b>	<b>2793</b>	<b>3263</b>
<b>流动负债</b>	337	419	312	354	402
短期借款	96	142	0	0	0
应付账款	178	222	259	301	349
预收账款	0	0	0	0	0
其他	62	55	53	53	53
<b>长期负债</b>	127	136	136	136	136
长期借款	0	0	0	0	0
其他	127	136	136	136	136
<b>负债合计</b>	<b>464</b>	<b>555</b>	<b>447</b>	<b>489</b>	<b>538</b>
股本	186	241	241	241	241
资本公积金	522	464	464	464	464
留存收益	800	1000	1247	1597	2019
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1508	1706	1953	2303	2725
<b>负债及权益合计</b>	<b>1972</b>	<b>2260</b>	<b>2400</b>	<b>2793</b>	<b>3263</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	255	255	259	288	361
净利润	251	293	368	461	560
折旧摊销	54	61	65	65	65
财务费用	1	9	3	(1)	(3)
投资收益	(17)	(15)	(37)	(37)	(37)
营运资金变动	(40)	(109)	(144)	(206)	(232)
其它	6	18	3	6	7
<b>投资活动现金流</b>	(52)	(390)	(31)	(31)	(31)
资本支出	(90)	(98)	(68)	(68)	(68)
其他投资	38	(291)	37	37	37
<b>筹资活动现金流</b>	(89)	(53)	(268)	(110)	(136)
借款变动	2	49	(144)	(0)	0
普通股增加	0	56	0	0	0
资本公积增加	2	(57)	0	0	0
股利分配	(93)	(93)	(121)	(110)	(138)
其他	0	(8)	(3)	1	3
<b>现金净增加额</b>	<b>114</b>	<b>(187)</b>	<b>(40)</b>	<b>148</b>	<b>195</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	960	1116	1336	1598	1894
营业成本	573	662	770	896	1041
营业税金及附加	8	9	11	13	16
营业费用	11	15	17	21	25
管理费用	57	58	69	83	98
研发费用	60	64	77	92	109
财务费用	(4)	7	3	(1)	(3)
资产减值损失	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	(1)	3	3	3	3
其他收益	14	18	18	18	18
投资收益	17	15	15	15	15
<b>营业利润</b>	285	335	422	529	643
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	286	334	421	528	642
所得税	35	42	53	67	82
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	251	293	368	461	560

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	35%	16%	20%	20%	19%
营业利润	46%	18%	26%	25%	22%
归母净利润	44%	16%	26%	25%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.4%	40.7%	42.3%	43.9%	45.1%
净利率	26.2%	26.2%	27.6%	28.8%	29.6%
ROE	17.6%	18.2%	20.1%	21.7%	22.3%
ROIC	16.1%	17.2%	19.5%	21.6%	22.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.5%	24.5%	18.6%	17.5%	16.5%
净负债比率	5.0%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	3.4	5.0	5.5	6.0
速动比率	3.0	3.1	4.5	5.0	5.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	6.0	5.4	5.2	5.4	5.4
应收账款周转率	4.4	4.3	4.5	4.7	4.6
应付账款周转率	3.8	3.3	3.2	3.2	3.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.04	1.21	1.52	1.91	2.32
每股经营净现金	1.05	1.06	1.07	1.19	1.50
每股净资产	6.24	7.06	8.09	9.54	11.29
每股股利	0.38	0.50	0.46	0.57	0.70
<b>估值比率</b>					
PE	91.6	78.7	62.6	50.0	41.1
PB	15.3	13.5	11.8	10.0	8.5
EV/EBITDA	70.3	58.5	47.7	39.5	33.1

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。