



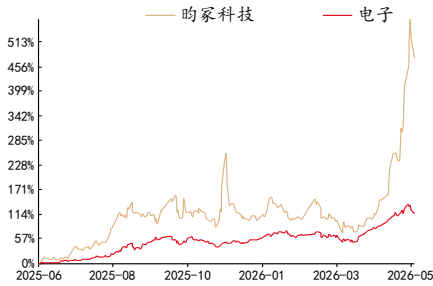
股票投资评级

买入 | 首次覆盖

昀冢科技(688260)

瓷载 AI，芯能昀集

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	82.82
总股本/流通股本(亿股)	1.20 / 1.20
总市值/流通市值(亿元)	99 / 99
52周内最高/最低价	95.84 / 14.38
第一大股东	苏州昀三企业管理咨询合伙企业(有限合伙)

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 陈天瑜
SAC 登记编号: S1340125090015
Email: chentianyu@cnpsec.com

● 投资要点

Q1 营收大幅增长，业务结构持续升级。公司 2025 年实现营业收入 5.63 亿元，归母净利润净亏 1.90 亿元；2026Q1 经营边际改善，营业收入实现 1.57 亿元，同比大增 56.28%，归母净利润净亏 0.53 亿元；增长核心为电子陶瓷产能持续释放，营收占比提升，同时公司净资产增厚，资产负债率下行，财务状况逐步优化。

消费电子基本盘稳固，电子陶瓷、汽车电子加速成长。公司核心主业聚焦手机光学精密电子零部件，产品主要应用于智能手机摄像头音圈马达（VCM）及摄像头模组（CGM），终端客户覆盖华为、小米、OPPO、VIVO、荣耀等国内主流智能手机品牌。公司自主研发的 CMI 系列集成化产品技术工艺与市场占有率稳居行业前列，未来将充分受益于智能手机光学持续升级、AI 可穿戴设备渗透率提升带来的潜望式摄像头、可变光圈、光学防抖马达等核心零部件需求扩容。在巩固消费电子基本盘的同时，公司稳步推进中长期战略布局，电子陶瓷与汽车电子两大业务板块加速兑现，经营韧性与综合竞争力显著增强。电子陶瓷板块，MLCC 与 DPC 业务协同发力，2025 年实现营收 1.65 亿元，同比大幅增长 310.69%；MLCC 产品覆盖 0201、0402、0603、0805、1206 等尺寸系列，应用场景横跨消费电子、汽车电子、通信及工业领域，公司正加速高容量、小尺寸高端产品研发与市场化进程；DPC 业务自主研发的预制金锡氮化铝、碳化硅及 T/R 管壳等产品，凭借高导热、高绝缘等优异性能，已切入高功率激光器、卫星等高端应用领域。汽车电子板块已通过比亚迪、京西重工、捷太格特等多家头部客户认证，业务覆盖线控底盘制动、转向及电子门窗系统，重点布局 ABS、ESC、ONE BOX 等线控制动核心产品，有望伴随新能源汽车产业快速发展实现持续放量。

多维度技术优势显著，MLCC 材料突破关键。公司已构建覆盖研发、工艺、质控、产品及材料的全链条技术优势体系。公司具备强大的自主研发能力，拥有高素质研发团队，可自主设计开发注塑、CMI/CCMI、陶瓷基板等多品类产品，持续推出满足客户需求的创新解决方案；在生产工艺层面，公司在注塑、冲压、插入成型及 CMI 相关的胶水、焊锡、表面处理、镀膜等核心环节均拥有领先技术优势，并持续迭代新工艺以提升生产效率与产品良率；同时建立了贯穿原材料采购、生产制造至成品检验的全流程严格质量控制体系，保障产品一致性与可靠性。公司产品线布局丰富，覆盖塑胶零部件、CMI 集成化产品、陶瓷基板及 MLCC 被动元件等多个领域，能够为客户提供一站式完整解决方案，深化客户合作粘性。尤为关键的是，公司聚焦 MLCC 关键材料自主可控，全面开展陶瓷浆料、内电极镍浆及外电极铜浆的自主研发，配套建成集材料合成、性能表征与可靠性验证于一体的专业实验室，

已攻克介质层薄型化、电极烧结匹配、高耐蚀端接等核心技术难题，为高端 MLCC 国产化替代奠定了坚实的材料基础。

核心产品持续升级，商业化进程稳步推进。公司 2025 年核心产品线研发与商业化进程持续提速，在光学镜头、摄像头模组、电子陶瓷及汽车电子等领域的技术领先地位进一步巩固。光学镜头和摄像头模组领域，多霍尔感应器与多 IC 芯片集成的 CMI 产品在 OIS 光学防抖模组中的应用占比进一步提升，客户反馈产品稳定性显著优于行业平均水平；CCMI 技术持续迭代升级，2025 年成功实现“多线圈+多霍尔感应器+双驱动 IC”架构量产，模组集成度较上一代显著提高，同时简化生产流程并降低单位制造成本；第四代高密度互连 CMI 产品 HD-CMI 稳步推进商业化，其依托陶瓷基板双层立体布线结构可实现 30PIN 以上引脚的线路连接，满足含驱动 IC 的 CMI 产品设计需求，目前已与多家潜在客户达成合作意向。在电子陶瓷领域，公司高导热陶瓷热沉产品通过工艺优化实现性能升级，金属层膜厚均匀性控制在 $\pm 1\mu\text{m}$ 以内，产品良率同比提升 10%，大功率激光应用领域出货量与市场占有率持续攀升；MLCC 业务方面，子公司池州昀冢已取得 DNV 颁发的 IATF16949:2016 汽车行业质量管理体系认证，获得进入国内外汽车供应链的关键资质，依托产品材料迭代、工艺持续优化及产能稳步扩充，公司 MLCC 业务规模与经营质量将稳步提升。

战略路径清晰，长期成长动能充足。公司立足长远发展战略，以产品开发、技术研发、市场开拓、人才建设为四大核心方向统筹系统布局，全面构建长期可持续发展能力。在具体产品开发层面，公司依托深厚的产业积淀与技术储备，同步推进光学主业升级、电子陶瓷突破与汽车电子拓展三大主线：光学领域，公司凭借在 CCM/VCM 核心零部件领域的全链条研发生产经验，已具备向精密电子零部件集成方案升级的整合能力，未来将持续与行业龙头客户联合开发马达并深度参与终端产品研发设计，同时逐步深化与国内线控底盘主流厂商的协同合作，稳步扩大汽车零部件一级供应商客户群体，力争覆盖线控底盘核心细分品类，成长为该领域具备核心竞争力的集成供应商；电子陶瓷领域，公司将围绕产品尺寸小型化与容量高端化两大方向加速新品研发，推动产品通过 IEC 国际规范测试，同时完善可靠性实验室建设提升检测验证能力，并加快推进质量管理体系认证，为消费电子与汽车电子领域的市场拓展奠定坚实基础；汽车电子领域，公司已在材料选择与结构设计方面积累丰富成果，相关产品已实现批量供货，具备整车电子零部件批量开发的理论与实践基础。此外，公司将紧密跟踪下游行业发展趋势与客户需求，持续推进前瞻性产品与技术看研，按计划落地各在研项目，不断巩固行业领先地位。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 9/12/16 亿元，归母净利润 -0.7/0.6/1.8 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；产品价格下跌风险；

直接客户及终端用户集中度较高风险；MLCC项目投资风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	563	862	1176	1563
增长率(%)	0.43	53.05	36.43	32.90
EBITDA(百万元)	-63.89	124.44	297.75	467.36
归属母公司净利润(百万元)	-190.06	-72.45	55.64	175.49
增长率(%)	-53.34	61.88	176.80	215.39
EPS(元/股)	-1.58	-0.60	0.46	1.46
市销率(P/S)	17.65	11.53	8.45	6.36
市净率(P/B)	79.87	49.28	41.30	25.50
EV/EBITDA	-67.27	86.87	36.47	23.01

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	563	862	1176	1563	营业收入	0.4%	53.0%	36.4%	32.9%
营业成本	546	731	880	1102	营业利润	-64.7%	65.3%	176.0%	222.8%
税金及附加	6	8	10	13	归属于母公司净利润	-53.3%	61.9%	176.8%	215.4%
销售费用	21	30	33	38	获利能力				
管理费用	53	72	79	91	毛利率	3.1%	15.2%	25.2%	29.5%
研发费用	95	121	135	148	净利率	-33.7%	-8.4%	4.7%	11.2%
财务费用	32	30	32	39	ROE	-152.7%	-35.9%	23.1%	45.0%
资产减值损失	-64	0	0	0	ROIC	-17.3%	-3.7%	5.5%	11.6%
营业利润	-247	-86	65	211	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	92.3%	90.3%	89.8%	85.7%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	0.41	0.64	0.75	0.91
利润总额	-248	-86	65	211	营运能力				
所得税	-46	-11	8	32	应收账款周转率	3.38	4.38	4.28	4.40
净利润	-202	-75	57	179	存货周转率	5.31	5.39	5.32	5.57
归母净利润	-190	-72	56	175	总资产周转率	0.36	0.48	0.55	0.63
每股收益(元)	-1.58	-0.60	0.46	1.46	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.58	-0.60	0.46	1.46
货币资金	27	251	382	626	每股净资产	1.04	1.68	2.01	3.25
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	188	292	379	486	PE	-52.29	-137.17	178.62	56.63
预付款项	1	1	2	2	PB	79.87	49.28	41.30	25.50
存货	119	152	178	217	现金流量表				
流动资产合计	359	736	986	1383	净利润	-202	-75	57	179
固定资产	849	948	1009	1041	折旧和摊销	147	181	200	217
在建工程	115	75	51	40	营运资本变动	5	-33	-54	-33
无形资产	27	26	24	23	其他	53	-5	2	2
非流动资产合计	1198	1268	1303	1319	经营活动现金流净额	3	67	204	365
资产总计	1556	2004	2289	2702	资本开支	-141	-217	-217	-217
短期借款	322	472	572	652	其他	0	1	17	31
应付票据及应付账款	342	451	530	652	投资活动现金流净额	-141	-216	-200	-186
其他流动负债	221	234	219	218	股权融资	121	0	0	0
流动负债合计	884	1157	1322	1522	债务融资	-93	254	180	140
其他	553	653	733	793	其他	85	-19	-54	-75
非流动负债合计	553	653	733	793	筹资活动现金流净额	113	234	126	65
负债合计	1437	1809	2054	2315	现金及现金等价物净增加额	-25	86	131	244
股本	120	120	120	120					
资本公积金	431	431	431	431					
未分配利润	-437	-360	-329	-207					
少数股东权益	-5	-7	-6	-3					
其他	11	11	19	45					
所有者权益合计	119	194	234	387					
负债和所有者权益总计	1556	2004	2289	2702					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部)，1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048