金戈新材（920083）

功能性导热粉体国内领先，募投扩产 + 新品迭代打开成长空间

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	467.49	533.65	612.80	698.50	791.40
同比（%）	21.56	14.15	14.83	13.98	13.30
归母净利润（百万元）	47.39	57.48	66.00	75.81	87.00
同比（%）	14.76	21.30	14.82	14.86	14.77
EPS-最新摊薄（元/股）	0.53	0.64	0.74	0.85	0.97
P/E（现价&最新摊薄）	55.34	45.63	39.74	34.60	30.15

投资要点

- **国家级专精特新小巨人，深耕功能性粉体材料领域。**公司主营导热粉体材料、阻燃粉体材料和吸波粉体材料的研发、生产和销售，下游广泛应用于新能源汽车、消费电子、5G 通信、光伏储能等领域。2025 年度公司实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 14.15%；归母净利润 5748 万元，同比增长 21.30%。公司是国家级专精特新小巨人、广东省制造业单项冠军企业，根据中国电子材料行业协会粉体技术分会 2024 年 4 月出具的证明，公司生产销售的电子电器用高性能导热填料性能达到领先水平，市场占有率（按产品销售数量计算）位居国内行业前三名。

- **功能性粉体下游高景气，国产替代持续推进。**1）行业：2024 年中国导热粉体市场规模为 107.46 亿元，头豹研究院预计到 2029 年达到 154.53 亿元；阻燃粉体市场规模 2024 年约 161.1 亿元，预计 2029 年达 283.2 亿元；2022-2028 年全球吸波材料市场规模年均复合增速为 9.2%。2）公司：①2025 年导热粉体收入 3.59 亿元，占比 67.25%；②阻燃粉体收入 1.44 亿元，占比 26.92%；③吸波粉体收入 3064 万元，占比 5.74%。公司已进入德国汉高、回天新材、硅宝科技等世界 500 强及国内龙头供应体系。

- **存量业务稳盈利，募投扩产 + 新品迭代打开长期天花板。**1）公司产品矩阵丰富，主要产品包括导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料等，产品细分种类较多，能够满足新能源汽车、消费电子、5G 通信、光伏储能等不同领域客户的具体需求。2）公司在导热粉体领域具备差异化竞争优势，公司核心产品具备高分散性、高填充效率、高稳定性等优异性能特点，据头豹研究院数据，公司属于中国导热粉体行业第一梯队企业。3） 公司客户资源优质，产品已成功进入德国汉高、回天新材、硅宝科技等世界 500 强公司及国内龙头上市公司的供应体系。为确保产品的一致性、安全性与稳定性，下游客户在确定供应商后通常不会轻易更换，具备较强的客户粘性。4）公司北交所上市的募集资金将投资于年产 3 万吨功能性材料技术改造项目、研发试验基地建设项目、智能仓储建设项目及补充流动资金，项目实施将有效缓解公司产能紧张的局面，增强公司综合竞争力。研发试验基地建设项目将进一步提升公司研发创新能力，智能仓储建设项目将提高公司仓储物流效率，补充流动资金将增强公司资金实力，支撑业务持续扩张。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 0.66/0.76/0.87 亿元，对应最新 PE 为 40/35/30 倍。考虑到公司作为国家级专精特新小巨人企业，在导热粉体领域市占率位居国内前三，且吸波粉体业务处于高速成长期，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**（1）市场竞争加剧风险；（2）原材料价格波动风险；（3）产品毛利率下滑风险。

2026 年 11 月 10 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 武阿兰
执业证书：S0600526070005
wual@dwzq.com.cn
研究助理 陈哲晓
执业证书：S0600124080015
sh_chenzhx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.38
一年最低/最高价	27.21/79.20
市净率(倍)	3.88
流通 A 股市值(百万元)	1,117.12
总市值(百万元)	2,622.74

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.57
资产负债率(%,LF)	14.06
总股本(百万股)	89.27
流通 A 股(百万股)	38.02

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 功能性粉体材料领先企业，多元业务驱动成长 4
1.1. 国家级专精特新小巨人，深耕功能性粉体材料领域十余年 4
1.2. 导热阻燃吸波三大产品线并进，下游覆盖新能源与消费电子等多领域 5
1.3. 收入利润重回增长通道，盈利能力进入改善区间 6
2. 功能性粉体下游高景气，国产替代持续推进 8
2.1. 功能性粉体材料是高分子材料功能化的核心填料 8
2.2. 新能源车热管理、AI 算力散热与 5G/光储共驱功能性粉体材料市场扩容 11
2.3. 功能性粉体的技术壁垒较高，高端粉体国产替代空间广阔 12
3. 存量业务稳盈利，募投扩产 + 新品迭代打开长期天花板 14
3.1. 三大产品线技术领先，导热粉体市占率国内前三 14
3.2. 研发投入持续加码，产学研合作与资质认证构筑护城河 15
3.3. 进入世界 500 强供应体系，客户粘性强且集中度低 16
3.4. 募资拟投年产 3 万吨功能性材料技术改造项目，突破产能瓶颈增强综合竞争力 16
4. 盈利预测与投资建议 18
5. 风险提示 20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 金戈新材发展历程.....4
图 2: 金戈新材股权结构图（截至 2026/9/30）.....5
图 3: 金戈新材主要产品概览.....5
图 4: 2022-2026H1 公司营收产品结构.....6
图 5: 2022-2026H1 公司分产品毛利率情况（单位：%）.....6
图 6: 2022~2026Q1-3 公司营收及同比增速.....7
图 7: 2022~2026Q1-3 公司归母净利润及同比增速.....7
图 8: 2022~2026Q1-3 公司销售毛利率和销售净利率（单位：%）.....7
图 9: 2022~2026Q1-3 公司期间费用率走势（单位：%）.....7
图 10: 中国导热粉体行业市场规模（亿元，2024-2029E）.....8
图 11: 中国阻燃粉体行业市场规模（亿元，2024-2029E）.....9
图 12: 导热粉体材料和阻燃粉体材料生产工艺流程.....9
图 13: 吸波粉体材料生产工艺流程.....10
图 14: 全球吸波材料市场规模不同时期的 CAGR 表现.....10
图 15: 2024-2029 年中国新能源汽车领域导热粉体市场规模（亿元）.....11
图 16: 2024-2029 年中国 5G 通信领域导热粉体市场规模（亿元）.....11
图 17: 2024-2029 年中国消费电子领域导热粉体市场规模（亿元）.....12
图 18: 2024-2029 年中国光伏储能领域导热粉体市场规模（亿元）.....12
图 19: 2024-2029 年中国电线电缆行业中阻燃粉体的应用规模（亿元）.....12
图 20: 2024-2029 年中国建筑材料行业中阻燃粉体的应用规模（亿元）.....12
图 21: 金戈新材所在行业主要参与者的产品及业务描述.....13
图 22: 公司主要产品及应用.....14
图 23: 金戈新材所在行业主要参与者市场地位.....15
图 24: 2025 年公司前五大客户（单位：万元）.....16
图 25: 公司募投项目概览.....17
图 26: 公司分业务盈利预测（单位：百万元）.....19
图 27: 可比公司估值（截至 2026 年 11 月 9 日）.....20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 功能性粉体材料领先企业，多元业务驱动成长

1.1. 国家级专精特新小巨人，深耕功能性粉体材料领域十余年

金戈新材(920083.BJ)于 2012 年在广东佛山成立，公司主要从事功能性材料研发、生产和销售，核心产品具备高分散性、高填充效率、高稳定性等优异性能特点，现拥有导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料等产品系列，下游客户通过将公司相关产品填充至高分子材料中，使其具备导热、阻燃、吸波等特性，最终产品广泛应用于新能源汽车、消费电子、5G 通信、光伏储能等领域。金戈新材初期以无卤阻燃粉体切入市场，并持续搭建研发平台，拓展导热与吸波粉体产品矩阵；2016 年公司获评高新技术企业，后续陆续取得国家级专精特新“小巨人”、广东省制造业单项冠军等资质。2026 年，公司登陆北交所，获批国家级博士后科研工作站，持续扩产发力新能源与电子材料赛道。

图1：金戈新材发展历程

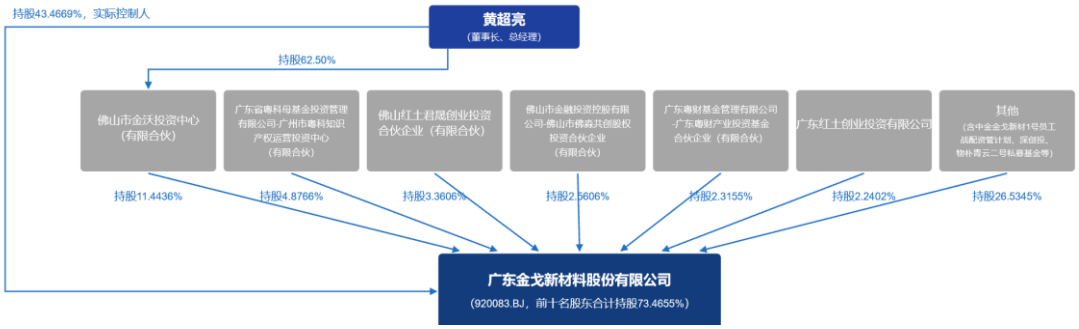
发展阶段	时间	重大事项
初创奠基	2012 年	广东金戈新材料有限公司设立，扎根佛山三水，主营无卤阻燃粉体材料。
	2014 年	自有生产基地建成投产，引入粤科集团股权投资，搭建市级企业技术中心。
技术积累	2016 年	首次认定国家高新技术企业，建成广东省导热高分子材料工程技术研究中心。
	2017 年	引入深创投股权投资，推出导热吸波复合粉体，产品实现出口欧洲。
	2018–2019 年	获评广东省专精特新中小企业，设立华东销售中心，持续深化产学研合作。
规范跃升	2020 年	公司整体变更为股份有限公司，为资本运作奠定基础。
	2023 年	获评国家级专精特新“小巨人”企业。
	2024 年	获评广东省制造业单项冠军企业。
资本加速	2025 年	公司于全国股转系统新三板挂牌（证券代码：873524）。
	2026 年	北交所成功上市（证券代码：920083），获批设立国家级博士后科研工作站。

数据来源：iFind,东吴证券研究所

截至 2026 年 9 月 30 日，公司控股股东、实际控制人为黄超亮先生，其直接持有公司 43.47% 股份，同时通过担任执行事务合伙人、持有佛山市金沃投资中心（员工持股平台）62.50% 的合伙份额，由此间接控制公司 11.44% 股份，合计控制公司 54.91% 的表决权。公司股权结构较为集中，实际控制人控制权稳定。机构股东方面，截至 2026 年 9 月 30 日，粤科知识产权运营中心持股 4.88%、佛山红土君晟（深创投旗下投资平台）持股 3.36%，另有佛淼共创等私募机构持股，其余为公众股东。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：金戈新材股权结构图（截至 2026/9/30）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.2. 导热阻燃吸波三大产品线并进，下游覆盖新能源与消费电子等多领域

公司深耕功能性粉体材料行业，主要产品包括导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料等。从收入结构看，2025 年导热粉体材料、阻燃粉体材料和吸波粉体材料收入占比分别为 67.25%、26.92%和 5.74%。其中，导热粉体材料为公司核心优势主业，根据中国电子材料行业协会粉体技术分会 2024 年 4 月出具的证明，公司生产销售的电子电器用高性能导热填料性能达到领先水平，市场占有率（按产品销售数量计算）位居国内行业前三名。

图3：金戈新材主要产品概览

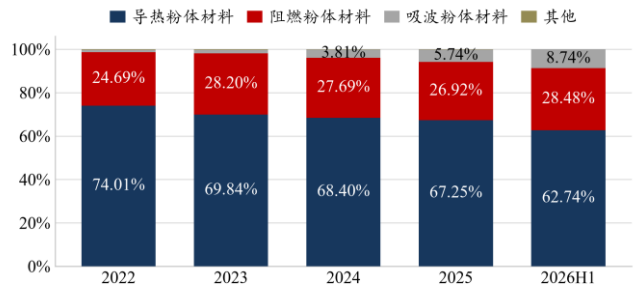
序号	产品类型	2025年营收占比	2025年毛利率	产品介绍	产品特点	应用领域
1	导热粉体材料	67.25%	27.05%	以氧化铝为主要原料，适配有机硅/环氧/聚氨酯/丙烯酸体系	高导热、高填充、高分散、低比重、耐候性优、吸油值低、绝缘性佳	新能源汽车、5G通信、消费电子、光伏储能 → 导热垫片/凝胶/硅脂、灌封胶、粘接胶、结构胶
2	阻燃粉体材料	26.92%	8.77%	氢氧化铝、氢氧化镁单一或复配，经表面改性处理	消烟阻燃、分解温度高、无卤环保、结晶完善白度高、粒径分布窄易调控	电力、汽车、光通讯、建筑工程、轨交、船舶、航空航天 → 电线电缆、发泡硅胶、隔热保温材料、工程塑料、绝缘子
3	吸波粉体材料	5.74%	30.40%	吸波+导热双功能粉体，粒径形貌控制与表面处理	吸波效率高、绝缘佳、微波吸收频段可调、对硅氢化反应无影响、添加搅拌性好	5G通信、新能源汽车、军工、消费电子 → 导热吸波贴片、吸波涂料/塑料
4	其他	0.08%	68.81%	其他功能材料及其他业务	—	—
合计		100%	22.36%	-	—	—

数据来源：iFind，东吴证券研究所

公司收入结构逐步由导热粉体材料主导向“导热+阻燃+吸波”同步发展。导热粉体材料收入占比由 2022 年的 74.01% 逐年降至 2025 年的 67.25%。非导热产品合计占比相应由 2022 年的 25.96% 升至 2025 年的 32.75%，其中，吸波粉体材料占比由 1.09% 升至 5.74%，提升 4.65 个百分点，对应收入同比 2024 年+173.50%、2025 年同比+72.01%、2026H1 同比+90.55%；阻燃粉体材料占比则相对稳定。

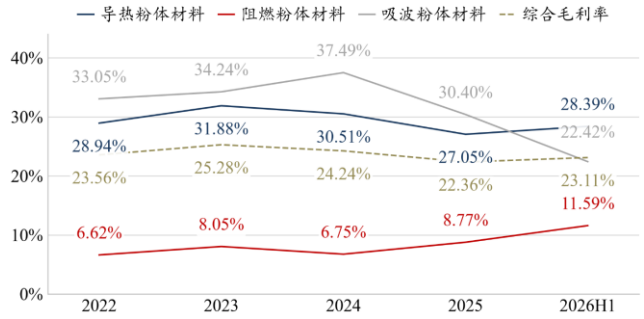
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：2022-2026H1 公司营收产品结构



数据来源：wind,东吴证券研究所

图5：2022-2026H1 公司分产品毛利率情况（单位：%）



数据来源：wind,东吴证券研究所

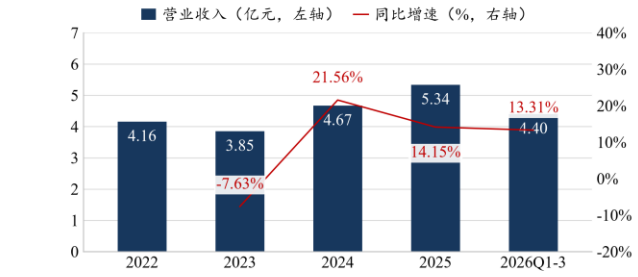
从销售区域看，公司产品主要在中国境内销售，2025 年度境内销售占比 99.06%，境外销售占比 0.94%。从销售模式看，2025 年度直接销售占比 99.48%，贸易商销售占比 0.52%。公司前五大客户 2025 年度销售收入合计 1.21 亿元，占当期营业收入的比例为 22.70%，不存在向单个客户销售比例超过当期销售收入 50%或严重依赖少数客户的情况。

1.3. 收入利润重回增长通道，盈利能力进入改善区间

收入利润重回增长通道，利润端弹性显著大于收入端。从收入来看，公司营业收入由 2022 年的 4.16 亿元降至 2023 年的 3.85 亿元（同比-7.63%），2023 年下滑主要系新能源汽车行业景气度低于预期、整车降价压力沿供应链向上游传导，消费电子出货量降至近十年低位，公司新能源导热材料与消费电子相关收入同步回落。2024 年起公司通过产能扩张实施“以量补价”，粉体总产能由 2023 年末的 2.86 万吨/年增至 2025H1 的 5.64 万吨/年，叠加下游需求回暖，2024 年、2025 年营收分别同比增长 21.56%、14.15%至 4.67 亿元、5.34 亿元。2026 年前三季度实现营收 4.40 亿元、同比+13.31%，增长动能延续。从利润来看，公司归母净利润由 2022 年的 0.45 亿元降至 2023 年的 0.41 亿元（同比-8.86%）后逐年修复，2024 年、2025 年分别同比+14.76%、+21.30%至 0.47 亿元、0.57 亿元；2026 年前三季度归母净利润 0.52 亿元、同比+25.37%，增速为近年同期最高，且自 2024 年以来利润增速持续快于收入增速，主要受益于原材料成本管控见效与期间费用率下行，销售净利率由 2024 年的 10.14%提升至 2026 年前三季度的 11.92%，盈利质量明显改善。

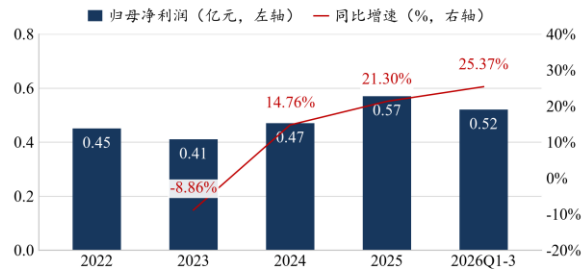
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图6：2022~2026Q1-3 公司营收及同比增速



数据来源：wind,东吴证券研究所

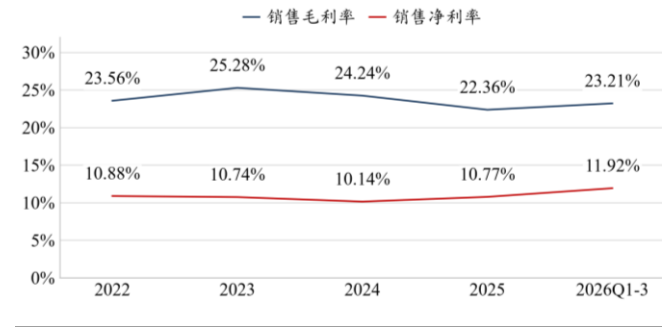
图7：2022~2026Q1-3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：wind,东吴证券研究所

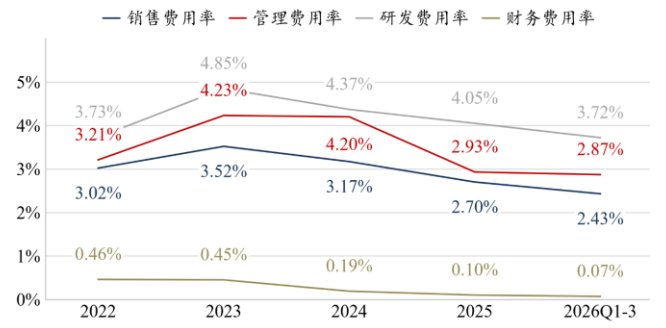
毛利率企稳回升、费用率下行，盈利能力进入改善区间。盈利能力方面，公司销售毛利率呈“升-降-稳”走势，2022-2025 年分别为 23.56%、25.28%、24.24%、22.36%，2026 年前三季度回升至 23.21%（同比+1.39 个百分点）。毛利率下滑主要系 2024 年因主要原材料价格上涨，以及下游产业链成本压力较大并传导至公司所处细分领域，公司增加高性价比产品的销售，使得公司产品平均售价有所降低所致。公司销售净利率由 2024 年低点 10.14%持续提升至 2026 年前三季度的 11.92%（同比+1.15 个百分点），毛利率与净利率走势的剪刀差走阔，反映费用管控与减值损失收敛对利润率的贡献。

图8：2022~2026Q1-3 公司销售毛利率和销售净利率（单位：%）



数据来源：wind,东吴证券研究所

图9：2022~2026Q1-3 公司期间费用率走势（单位：%）



数据来源：wind,东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 功能性粉体下游高景气，国产替代持续推进

2.1. 功能性粉体材料是高分子材料功能化的核心填料

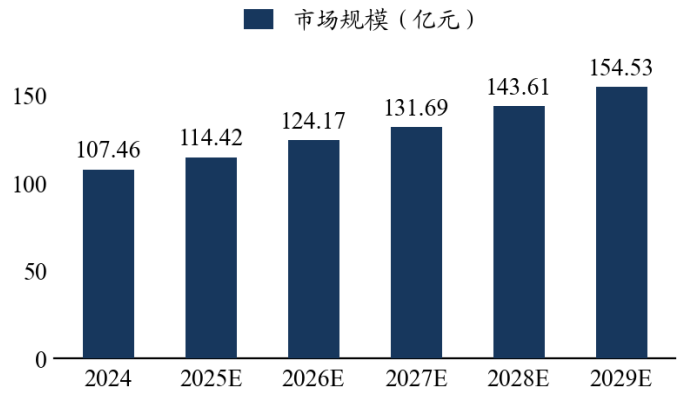
功能性粉体以微小颗粒为基本形态，通过控制粒径大小、颗粒形貌、比表面积、晶体结构，再经表面改性、掺杂复合等手段，赋予材料特殊物理化学性能。伴随超细粉碎、表面包覆、纳米合成、复合改性技术日趋成熟，功能性粉体从单一填充作用，拓展到导电、导热、催化、阻燃、吸附、储能等多领域，成为高端制造、新能源、环保、生物医药不可或缺的基础关键材料。

1、导热粉体材料

导热粉体材料是导热材料性能的核心来源，导热材料的基材多为高分子材料，而高分子材料虽然绝缘性好且易于成型加工，但其本身导热性能差，是热的不良导体。行业内通过物理共混的方法直接将导热粉体加入到基体中，以提高聚合物的热导率。导热粉体材料的性能直接影响聚合物的性能，提升导热粉体材料各项性能指标的核心方法是通过再加工的方式，优化粉体的性能和加工工艺，提高材料的导热性能、降低加工难度，并满足特定应用需求，再加工的主要工序包含煅烧、筛选、复配、表面改性等。

根据头豹研究院数据，2024 年中国导热粉体行业市场规模为 107.46 亿元，头豹研究院预计到 2029 年中国市场的规模将达到 154.53 亿元。推动导热粉体市场增长的主要因素包括新能源汽车、5G 通信、消费电子、半导体等高科技领域的快速发展。这些领域对高性能导热材料的需求不断增加，从而推动了导热粉体市场的扩展。例如，纳米级球形氧化铝导热粉体因其优异的导热性能和化学稳定性，正在被广泛应用于新能源汽车、电子科技和通信工程等领域。此外，国家政策的支持和技术进步也为导热粉体行业的发展提供了良好的环境。

图10：中国导热粉体行业市场规模（亿元，2024-2029E）



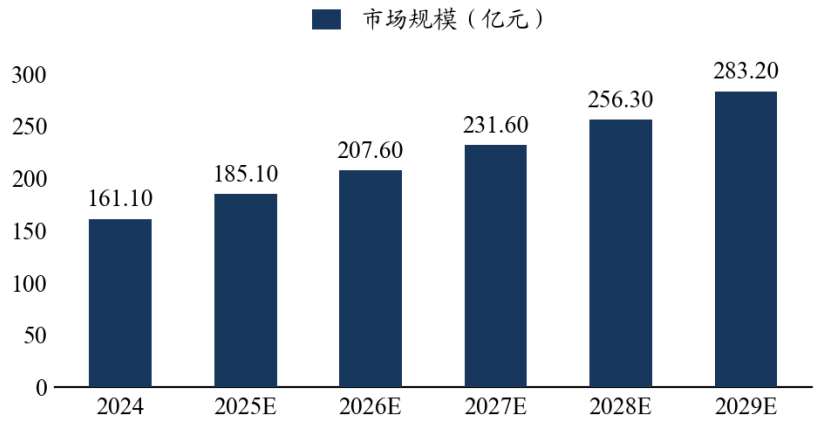
数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

2、阻燃粉体材料

请务必阅读正文之后的免责声明部分

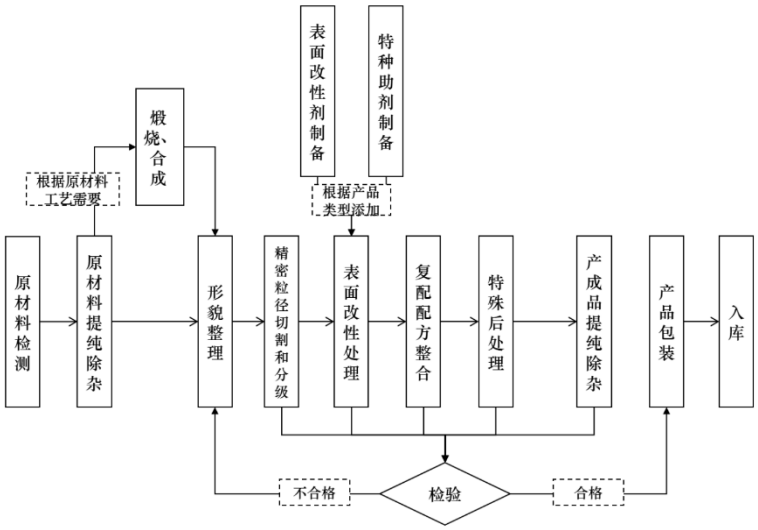
阻燃粉体行业消费结构调整升级，逐渐转变为以无机系、有机磷系阻燃粉体为主的格局。阻燃粉体行业的应用广泛，可应用于化学建材、电子电器、交通运输和航天航空等领域。随着下游市场快速发展，阻燃粉体的市场发展空间将进一步扩大。此外，由于阻燃粉体的使用涉及人们的生命财产安全，各国政府对阻燃粉体的法规要求愈加严格，新型、环保、高效的阻燃粉体成为行业发展重点。无机阻燃粉体凭借高效阻燃、无毒环保和价格低廉等优势，使得其对卤系阻燃粉体的替代进程持续加快。根据头豹研究院数据，阻燃粉体的市场规模在 2024 年的规模约为 161.1 亿元，头豹研究院预计到 2029 年达到 283.2 亿元，其市场规模将继续受到需求推动、政策出台等多方面因素的影响。

图11：中国阻燃粉体行业市场规模（亿元，2024-2029E）



数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

图12：导热粉体材料和阻燃粉体材料生产工艺流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

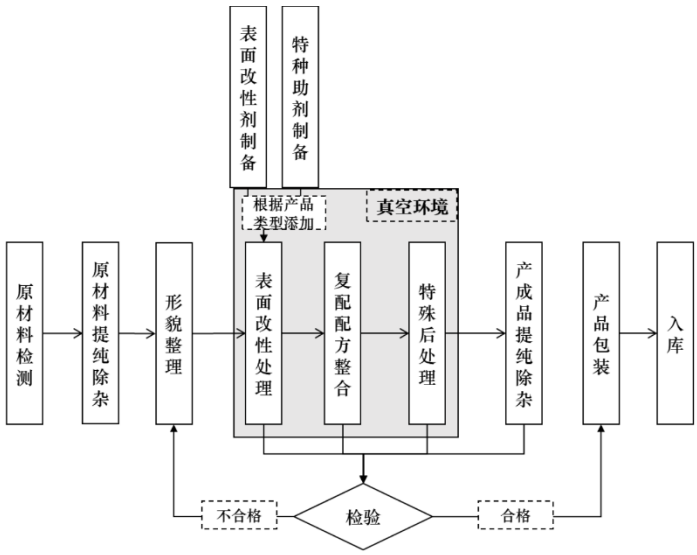
3、吸波材料

请务必阅读正文之后的免责声明部分

随着电子产品不断朝着多功能化、小型化和高度集成化发展，其内部的热量积聚问题和电磁干扰问题日趋严重。各厂家主要通过在高分子材料中混合加入导热粉体材料和吸波粉体材料，获得导热吸波粉体材料。导热吸波粉体材料的研发难度一方面在于导热粉体、吸波粉体与高分子材料相容性差，大量填充容易损害高分子材料的机械性能；另一方面在于高分子材料中功能填料添加存在最大限度，导热粉体和吸波粉体的添加会使产品的导热性能和吸波性能存在此消彼长的情况，难以实现两种性能的协同提升。基于市场的大量需求和产品的研发难度，高效吸收电磁波并具有高热导率的吸波材料市场前景广阔。

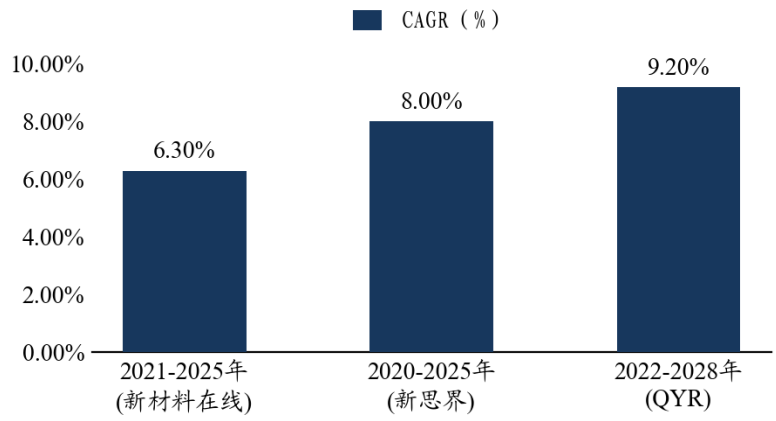
吸波粉体材料根据其产品特性，主要应用领域与导热粉体应用领域类似，包括新能源汽车、5G 通信、消费电子等。根据新材料在线、QY Research 及 BBC Research 的数据预测，2022-2028 年全球吸波材料市场规模的 CAGR 为 9.2%。

图13：吸波粉体材料生产工艺流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图14：全球吸波材料市场规模不同时期的 CAGR 表现



数据来源：公司招股书，QYResearch、新材料在线、新思界，东吴证券研究所

2.2. 新能源车热管理、AI 算力散热与 5G/光储共驱功能性粉体材料市场扩容

导热粉体材料下游应用领域广泛，主要包括新能源汽车、5G 通信、消费电子、光伏储能等。

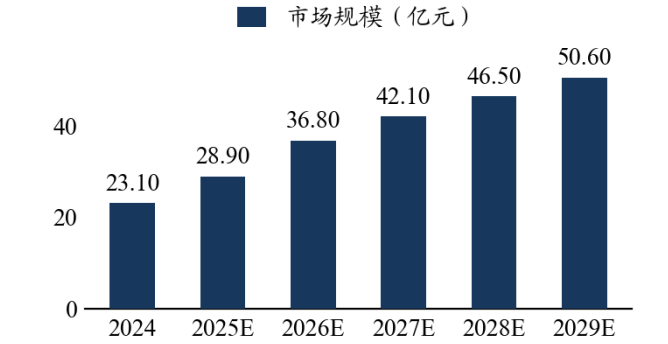
1）新能源汽车：新能源汽车在运行过程中会带来较多热量，需要有效的热管理方式控制其温升。导热材料凭借高导热、低热阻、轻量化等优势，协助电源和电机控制器系统、IGBT、逆变器系统、充电器和电源等热管理实现快速散热，成为动力电池生产过程广泛使用的安全辅助材料。根据头豹研究院数据，2024 年中国新能源汽车领域导热粉体市场规模约为 23.1 亿元，头豹研究院预计到 2029 年达到 50.6 亿元，2025-2029 年预计复合年增长率为 15.00%。

2）5G 通信：根据头豹研究院数据，中国 5G 通信行业对导热粉体的需求将保持较为稳定的市场规模，头豹研究院预计 2029 年中国 5G 通信领域导热粉体市场规模约 8 亿元。

3）消费电子：手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、AR/VR 等产品内电子元器件的粘接和封装对导热材料的导热系数要求逐步升高，消费电子产品庞大的出货量为导热材料提供了广阔的市场空间。根据头豹研究院数据，2024 年中国消费电子领域导热粉体市场规模约 25.3 亿元，头豹研究院预计到 2029 年达到 35 亿元，2025-2029 年预计复合年增长率为 7.40%。

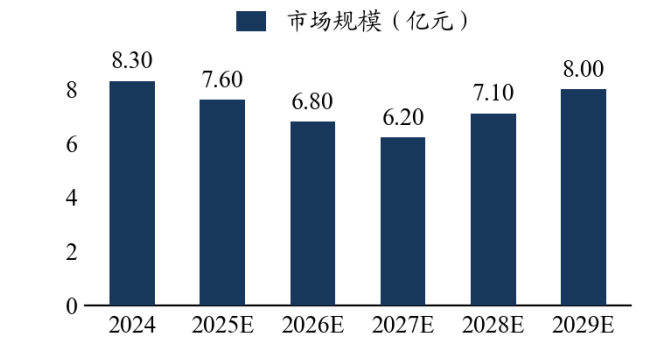
4）光伏储能：导热材料在光伏领域主要应用在光伏电池背板材料、光伏电池用导热胶黏剂、光伏组件封装材料等。根据头豹研究院数据，2024 年中国光伏储能领域导热粉体市场规模约为 3.32 亿元，头豹研究院预计到 2029 年达到 5.65 亿元，2025-2029 年复合年增长率为 8.4%。

图15：2024-2029 年中国新能源汽车领域导热粉体市场规模（亿元）



数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

图16：2024-2029 年中国 5G 通信领域导热粉体市场规模（亿元）



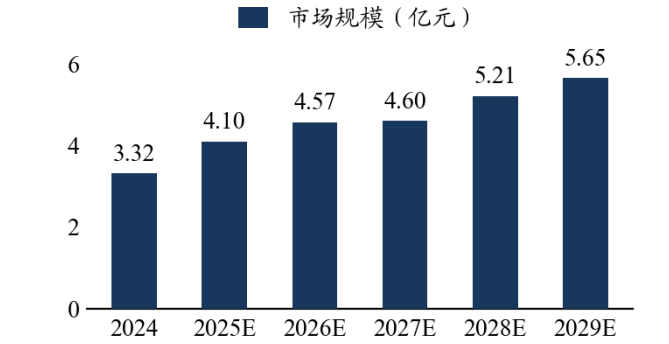
数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

图17：2024-2029 年中国消费电子领域导热粉体市场规模（亿元）



数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

图18：2024-2029 年中国光伏储能领域导热粉体市场规模（亿元）



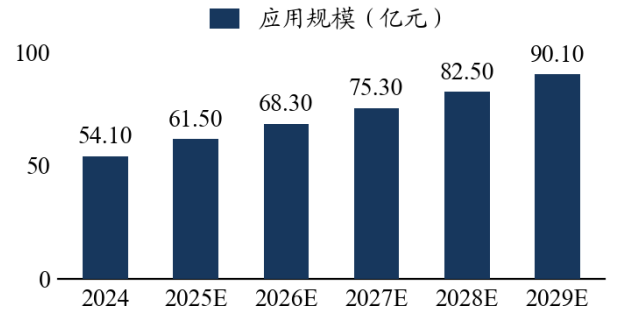
数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

阻燃粉体材料下游应用领域广泛，主要包括电线电缆、建筑材料等应用领域。

1）电线电缆：电线电缆产品主要包括电力电缆、通信电缆和光缆、电气装备用电缆等。根据头豹研究院的数据，2024 年中国电线电缆中阻燃粉体的市场规模约为 54.1 亿元，头豹研究院预计 2029 年中国电线电缆中阻燃粉体的市场规模增长至 90.1 亿元。

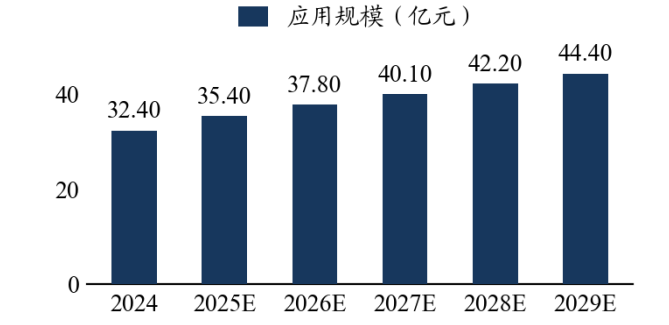
2）建筑材料：阻燃粉体材料广泛用于建筑材料的保温等用途，受益“双碳”政策目标，优质保温阻燃材料在建筑工程项目中的应用达成广泛共识。根据头豹研究院数据，2024 年中国建筑材料中阻燃粉体的市场规模约为 32.4 亿元，头豹研究院预计 2029 年中国建筑材料中阻燃粉体的市场规模增长至 44.4 亿元。

图19：2024-2029 年中国电线电缆行业中阻燃粉体的应用规模（亿元）



数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

图20：2024-2029 年中国建筑材料行业中阻燃粉体的应用规模（亿元）



数据来源：公司招股书，头豹研究院，东吴证券研究所

2.3. 功能性粉体的技术壁垒较高，高端粉体国产替代空间广阔

功能性粉体的技术壁垒较高，主要在于：1）功能性粉体种类多、物理特性差异大（如形貌、粒径、密度等），生产设备需根据粉体特性及应用需求进行设计与开发。新晋

企业要新建产能且生产出品质稳定性能突出的功能性粉体材料，需要克服相关设备技术瓶颈；2）功能性粉体材料与高分子材料极性差异大，提高粉体材料在高分子材料中的分散性，提高二者相容性，是制备功能性粉体材料的关键。功能性粉体的功能主要体现在产品的生产工艺和配方，相关核心技术和配方的形成需要持续的研发投入和工艺积累，行业内的先入企业通过长时间的技术创新和积累，在产品规格种类、技术成熟度等方面形成一定先发优势，更精准贴合下游需求，对行业内新加入的企业形成较高的技术壁垒。

1、导热材料：导热粉体材料包括球形氧化铝、氧化铝、硅微粉等类别，其中，1）球形氧化铝：近年来中国球形氧化铝技术进步和产品出货量增长，海外企业在国内球形氧化铝市场份额有所下降，国内主要球形氧化铝企业包括百图股份、联瑞新材、泽希新材等。2）氧化铝：精细氧化铝行业具有下游应用广泛、客户需求多样的特点，精细氧化铝产品品种繁多，产品规格参数及性能要求等受下游行业客户需求影响较大。国内从事精细氧化铝生产的企业包括中国铝业、壹石通、天马新材等。

2、阻燃材料：作为降低材料着火能力的材料助剂，已成为高分子材料制备的重要材料。从国际市场来看，部分欧美大型化工企业基于其先发优势，处于行业领先地位，美国雅宝公司、德国纳波泰、以色列化工集团等是全球阻燃剂生产商巨头。从国内市场集中度来看，国内阻燃剂行业集中度较低，主要系阻燃剂类型多样，企业产品布局较为分散。从细分市场来看，我国磷系阻燃剂行业集中度较高，雅克科技和万盛股份占据磷系阻燃剂大部分的市场份额；溴系阻燃剂生产企业主要集中在山东地区；无机系阻燃剂生产商数量多，集中度较低，而规模较大的企业多为拥有铝矿、镁矿资源的矿冶企业。

3、吸波材料：国外大型电磁屏蔽材料企业经过数十年发展，产品范围较广，电磁屏蔽材料通常仅为其主营业务的一部分。国内企业起步较晚，在产品种类、应用领域范围、终端客户群体上与国外企业存在一定差异。全球市场领先生产商包括美国 ARC、美国 3M、美国杜邦、德国汉高、日本 TDK、日本 NEC 等，我国市场包括飞荣达、鸿富诚等。

图21：金戈新材所在行业主要参与者的产品及业务描述

分类	公司名称	成立/上市时间	主要产品及业务描述
（1）导热粉体材料	天马新材	成立于2000年，2022年北交所上市	主要从事高性能精细氧化铝粉体的研发、生产和销售，主要产品为电子陶瓷用、高压电器用、电子及光伏玻璃用、锂电池隔膜用、研磨抛光用、高导热材料用和耐火材料用粉体材料等领域的精细氧化铝粉体。
	壹石通	成立于2006年，2021年上交所上市	主要产品包括无机功能粉体材料和聚合物材料两大类。其中，无机功能粉体材料主要包括勃姆石、二氧化硅粉体、球形氧化铝粉体等产品，聚合物材料主要包括纳米复合阻燃材料、陶瓷化硅橡胶阻燃材料等产品。
	百图股份	成立于2007年	主要产品包括球形氧化铝、亚微米氧化铝、氮化硼、氮化铝等功能性粉体材料，公司产品供应莱尔德、派克汉尼汾、LG化学、比亚迪、德国汉高、金戈新材等国内外知名企业。
	泽希新材	成立于2020年	主要产品包括球形氧化铝、球形硅微粉铝等材料。
	联瑞新材	成立于2002年	主要产品有利用研磨技术制造的微米级、亚微米级角形粉体；火焰熔融法制造的微米级球形无机粉体；高温氧化法和液相法制造的亚微米级、纳米级球形粒子；经过表面处理的各种超微粒子、多种方法制造的功能性颗粒以及为解决粒子分散开发的浆料产品。产品广泛应用于芯片封装用环氧塑封材料、液态塑封材料、颗粒状塑封材料等领域。
	锦艺新材	成立于2017年	主要产品包括电子信息功能材料、导热散热功能材料、涂料功能材料和其他新兴功能材料，产品广泛应用于包括IC载板在内的各级覆铜板、高导热胶、先进涂料、锂电池隔膜和工程塑料等领域。
（2）阻燃粉体材料	中超股份	成立于2003年	主要产品为超细氢氧化铝、特种氧化铝、勃姆石等，生产的超细氢氧化铝已获得临海亚东、凯波电缆、中广核技、万马股份、金发科技等下游电线电缆、高端保温材料等高分子材料细分领域的知名企业的认可。
	万盛股份	成立于2000年，2014年上交所上市	自成立以来一直专注于功能性精细化学品的生产、研发和销售，为全球最主要的磷系阻燃剂生产、供应商。万盛股份主要产品可分为阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂、家庭及个人护理品添加剂、原料及中间体等系列。
	壹石通	成立于2006年，2021年上交所上市	主要产品包括无机功能粉体材料和聚合物材料两大类。其中，无机功能粉体材料主要包括勃姆石、二氧化硅粉体、球形氧化铝粉体等产品，聚合物材料主要包括纳米复合阻燃材料、陶瓷化硅橡胶阻燃材料等产品。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 存量业务稳盈利，募投扩产 + 新品迭代打开长期天花板

3.1. 三大产品线技术领先，导热粉体市占率国内前三

公司产品矩阵丰富，主要产品包括导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料等，产品细分种类较多，能够满足新能源汽车、消费电子、5G 通信、光伏储能等不同领域客户的具体需求。导热粉体材料方面，公司根据各类高分子材料特性，通过自主粉体处理技术设计开发出适用于有机硅、环氧、聚氨酯、丙烯酸等体系的导热粉体材料，具有高导热、高填充、高分散、低比重、耐候性优异等特性，产品包括以各类形貌的氧化铝为主要原料的单一粉体材料和复配粉体材料。阻燃粉体材料方面，公司产品为无机系阻燃粉体，应用于电线电缆、建筑材料等领域，凭借高效阻燃、无毒环保和价格低廉等优势对卤系阻燃粉体形成替代。吸波粉体材料方面，公司产品能够结合导热和吸波材料的性能特点，通过对粉体粒径形貌控制、粉体表面处理而开发的兼具吸波、导热双功能粉体，主要应用于消费电子、5G 通信设备行业。

图22：公司主要产品及应用



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司在导热粉体领域具备差异化竞争优势。公司核心产品具备高分散性、高填充效率、高稳定性等优异性能特点，经过特殊表面改性处理，粉体吸油值低，与高分子材料相容性佳，加工性能良好；粉体为高导热材料，较低填充即可实现高导热系数，绝缘性能佳。公司自主研发的填料几何形貌整理技术、精密粒径分布切割技术、粉体表面改性

请务必阅读正文之后的免责声明部分

技术、复合填料复配技术、新型特种助剂的制备及应用技术等核心技术，已实现规模化生产并应用于公司各类主要产品。其中，粉体表面改性技术通过干/湿法改性技术、原位聚合改性技术将表面改性剂通过物理或化学方式均匀包覆在粉体表面，显著改善无机粉体与有机高分子材料的极性差异，粉体在树脂基体的最大填充量可达 97%。根据中国电子材料行业协会粉体技术分会 2024 年 4 月出具的证明，公司生产销售的电子电器用高性能导热填料性能达到领先水平，市场占有率（按产品销售数量计算）位居国内行业前三名。根据头豹研究院数据，公司属于中国导热粉体行业第一梯队企业。

图23：金戈新材所在行业主要参与者市场地位

公司名称	主营业务情况	专利技术情况	主要荣誉称号	市场地位
壹石通	主要产品分为无机功能粉体材料和聚合物材料两大类，其中无机功能粉体材料主要包括勃姆石、二氧化硅粉体、球形氧化铝粉体等产品；聚合物材料主要包括纳米复合阻燃材料、陶瓷化硅橡胶阻燃材料等产品。	截至 2025 年 12 月 31 日，已获授权发明专利 101 项。	国家高新技术企业 国家级制造业单项冠军企业 国家级专精特新“小巨人”企业 安徽省优秀创新型企业 安徽省“三重一创”重点企业等	在无机功能粉体材料锂电池涂覆材料领域，壹石通是全球锂电池用勃姆石最大供应商。
万盛股份	主要产品包括聚合物功能性助剂、有机胺、涂料助剂、原料及中间体、家庭及个人护理品添加剂等。	截至 2025 年 12 月 31 日，已获授权发明专利 133 项。	国家高新技术企业 国家级制造业单项冠军企业 国家级技术中心 浙江省专精特新企业等	全球最主要的磷系阻燃剂生产、供应商。
天马新材	主营业务为高性能精细氧化铝粉体的研发、生产和销售。产品主要应用于电子陶瓷和电子玻璃等领域。	截至 2025 年 12 月 31 日，已获授权发明专利 8 项。	国家高新技术企业 国家级制造业单项冠军企业 国家级专精特新“小巨人”企业 河南省技术创新示范企业等	根据《制造业单项冠军企业培育提升专项行动实施方案》，天马新材在相关领域入选工信部与中国工业经济联合会认定的第六批“制造业单项冠军示范企业”，在电子陶瓷领域处于行业领先地位。
联瑞新材	主要产品为功能性先进粉体材料，涵盖微米级和亚微米级角形粉体、微米级至纳米级球形粉体以及其他超微粒子和液态填料等。产品主要应用于半导体覆铜板等领域。	截至 2025 年 12 月 31 日，已获授权发明专利 76 项。	国家高新技术企业 国家级制造业单项冠军企业 国家级专精特新“小巨人”企业	功能性先进粉体材料领域尤其是硅微粉领域的领先企业。
百图股份	主要产品为无机非金属导热粉体，具体包括球形氧化铝、氮化物、亚微米氧化铝等，具体应用于消费电子、网络通信、新能源汽车等领域。	截至 2025 年 3 月 31 日，已获授权发明专利 18 项。 注：百图股份 2025 年年度报告未披露发明专利情况	国家级专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业、四川省新经济示范企业、四川省技术创新示范企业。	根据高工产业研究院统计，2022 年百图股份在球形氧化铝领域的全球市场占有率约为 15%，出货量位列全国第一、全球第二。
金戈新材	公司主要产品包括导热粉体材料、阻燃粉体材料和吸波粉体材料，产品应用于新能源汽车、消费电子、5G 通信、光伏等领域。	截至 2025 年 12 月 31 日，已获授权发明专利 36 项。	国家高新技术企业 国家级专精特新“小巨人”企业 广东省制造业单项冠军企业 广东省专精特新中小企业 广东省企业技术中心等	根据中国电子材料行业协会粉体技术分会 2024 年 4 月出具的证明，公司生产销售的电子电器用高性能导热填料性能达到领先水平，市场占有率（按产品销售数量计算）位居国内行业前三名。根据头豹研究院数据，公司属于中国导热粉体行业第一梯队企业。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2. 研发投入持续加码，产学研合作与资质认证构筑护城河

公司研发实力雄厚，注重研发投入，自成立以来一直坚持自主创新的发展道路，经过十余年的积累和沉淀，形成了强大、稳定的研发团队。2023-2025 年公司研发费用率分别为 4.85%、4.37%和 4.05%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 78 名，占全部员工人数的 13.15%。公司拥有省级、市级导热高分子工程技术中心、省企业技术中心等称号，并配备了行业先进的 X 射线衍射仪、扫描电镜、矢量分析仪、导热检测仪等研发设备。公司积极开展校企合作，与华南理工大学、佛山大学等高校建立了稳定的合作关系，已成为广东省研究生联合培养基地示范点、华南理工大学教学实习基地。2021 年，经广东省生产力促进中心专家评审，公司自主研发的新型导热填料配方，氮化硼包覆改性技术，多路自动化填料装备等成果被认定为创新性较强，达到先进水平。

公司品牌与资质优势显著，先后通过了国家高新技术企业认证、ISO9001 质量管理体系认证、GB/T29490 知识产权管理体系认证、IATF16949 汽车质量管理体系认证，并主动采用国内外通用标准实施产品质量控制。公司获评国家级专精特新小巨人、广东省

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制造业单项冠军等荣誉。公司凭借卓越的产品品质、成本优势以及完备、稳定的供应链渠道体系成为功能性粉体领域的知名企业。公司正积极布局和拓展 5G 通信、新能源、人工智能、人形机器人、低空经济等创新领域，在研项目包括除杂技术对无机非金属粉体在高分子材料中的性能影响研究、类球型高导热非金属粉体材料在有机硅导热界面材料中的应用研究、可适应户外极端环境的耐候型氧化镁导热填料的研究开发、低吸油值导热氧化锌微球的形貌整理和表面改性技术研究等。

3.3. 进入世界 500 强供应体系，客户粘性强且集中度低

公司客户资源优质，产品已成功进入德国汉高、回天新材、硅宝科技等世界 500 强公司及国内龙头上市公司的供应体系。2025 年度，公司前五大客户分别为回天新材（销售金额 4763 万元，占比 8.93%）、博恩新材（2270 万元，占比 4.25%）、优邦科技（1730 万元，占比 3.24%）、安品新材（1715 万元，占比 3.21%）和腾威电子（1639 万元，占比 3.07%），前五大客户集中度约 22.70%。下游客户采购产品一般需经过供应商认证等程序，建立合格供应商名单，其对产品或服务稳定性、安全性具有较高的要求。为确保产品的一致性、安全性与稳定性，下游客户在确定供应商后通常不会轻易更换，具备较强的客户粘性。

图24：2025 年公司前五大客户（单位：万元）

序号	客户名称	是否关联方	销售内容	金额	占营业收入比例
1	回天新材	否	导热粉体材料、阻燃粉体材料	4,763.43	8.93%
2	博恩新材	否	导热粉体材料、阻燃粉体材料	2,269.65	4.25%
3	优邦科技	否	导热粉体材料、阻燃粉体材料等	1,730.44	3.24%
4	安品新材	否	导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料	1,715.00	3.21%
5	腾威电子	否	导热粉体材料、阻燃粉体材料	1,638.90	3.07%
合计				12,117.43	22.70%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.4. 募资拟投年产 3 万吨功能性材料技术改造项目，突破产能瓶颈增强综合竞争力

公司北交所上市的募集资金将投资于年产 3 万吨功能性材料技术改造项目、研发试验基地建设项目、智能仓储建设项目及补充流动资金。其中，年产 3 万吨功能性材料技术改造项目拟投资总额 7535 万元，占比 36.76%；研发试验基地建设项目拟投资总额 5641 万元，占比 27.52%；智能仓储建设项目拟投资总额 3819 万元，占比 18.64%；补充流动资金 3,500 万元，占比 17.08%。本次募投项目的实施有望突破公司产能瓶颈，2023-2025 年公司产能利用率分别为 138.86%、105.57%和 94.96%，2023 年和 2024 年存在超产能生产的情形，超产比例分别为 38.86%和 5.57%。公司产能上限主要受批复产能的限制，年产 3 万吨功能性材料技术改造项目的实施将有效缓解公司产能紧张的局面，增强公司综合竞争力。研发试验基地建设项目将进一步提升公司研发创新能力，智能仓储建设项目将提高公司仓储物流效率，补充流动资金将增强公司资金实力，支撑业务持

请务必阅读正文之后的免责声明部分

续扩张。

图25：公司募投项目概览

单位：万元

序号	项目名称	拟投资总额	拟募集资金投资金额	占比
1	年产 3 万吨功能性材料技术改造项目	7,535.03	7,535.03	36.76%
2	研发试验基地建设项目	5,641.20	5,641.20	27.52%
3	智能仓储建设项目	3,819.44	3,819.44	18.64%
4	补充流动资金	3,500.00	3,500.00	17.08%
合计		**20,495.67**	**20,495.67**	**100.00%**

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分为导热粉体材料、阻燃粉体材料、吸波粉体材料和其他业务。

1）导热粉体材料：公司导热粉体主要在新能源汽车、5G 通信、消费电子、光伏储能等领域中作为生产导热散热材料的原材料。该业务受益于新能源汽车、消费电子等下游领域需求持续增长，2023-2025 年下游客户持续加大高性价比型号采购导致公司产品单位售价小幅下行，2026 年上半年产品均价已逐步回升且高性价比产品占比趋于稳定。此外，随着公司 2024Q4 采购的高价原材料已基本结转完毕，同时增加低成本原材料的采购比重，我们预计公司该业务毛利率呈现温和修复趋势。由此我们预计 2026-2028 年公司导热粉体材料实现收入分别为 3.85/4.19/4.59 亿元，实现毛利率分别为 28.00%/28.30%/28.50%。

2）阻燃粉体材料：公司阻燃粉体材料主要在电力、汽车、光通讯、建筑工程、轨道交通、船舶、航空航天等行业中作为生产电线电缆、发泡硅胶、隔热保温材料、工程塑料、绝缘子等的原材料。该业务销量受益于无机阻燃粉体对卤系阻燃粉体的替代进程持续加快，同时考虑到公司阻燃粉体均价长期稳定在 0.50 万元/吨左右（2023 年 0.53 万元/吨，2024 年 0.50 万元/吨，2025 年 0.50 万元/吨），随着业务销量增长带来的规模效应，预计公司该业务毛利率稳中有升。由此我们预计 2026-2028 年公司阻燃粉体材料实现收入分别为 1.72 /1.96/2.22 亿元，实现毛利率分别为 11.00%/11.30%/11.40%。

3）吸波粉体材料：公司吸波粉体材料能够结合导热和吸波材料的性能特点，通过对粉体粒径形貌控制、粉体表面处理而开发的兼具吸波、导热双功能粉体，主要应用于 5G 通信、新能源汽车、军工、消费电子等行业中生产导热吸波贴片、涂料、塑料等的原材料。该业务受益于 5G 通信基站、新能源车电磁屏蔽、射频器件等领域需求增长驱动，2026 年处于客户批量导入期，降价推广导致毛利率有所下滑，后续随着公司高端新品放量和产品结构持续升级，该业务毛利率将有所回升。由此我们预计 2026-2028 年公司吸波粉体材料实现收入分别为 0.55/0.83/1.10 亿元，实现毛利率分别为 25.00%/26.00%/26.30%。

4）其他业务：主要为少量粉体受托加工业务，占公司整体业绩比重较小，业务体量和毛利率基本保持稳定。我们预计 2026-2028 年公司其他业务实现收入分别为 36.77/48.89/55.40 万元，实现毛利率分别为 74.00%/74.00%/74.00%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 6.13/6.99/7.91 亿元，同比增速分别为 14.83%/13.98%/13.30%；归属于母公司股东的净利润分别为 0.66/0.76/0.87 亿元，同比增速分别为 14.82%/14.86%/14.77%。

图26：公司分业务盈利预测（单位：百万元）

收入项目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**384.59**	**467.49**	**533.65**	**612.80**	**698.50**	**791.40**
增长率%	*-7.63%*	*21.56%*	*14.15%*	*14.83%*	*13.98%*	*13.30%*
营业成本	**287.35**	**354.18**	**414.34**	**471.91**	**535.77**	**605.95**
增长率%	*-9.71%*	*23.26%*	*16.98%*	*13.90%*	*13.53%*	*13.10%*
毛利	97.24	113.31	119.31	140.89	162.73	185.45
毛利率	**25.28%**	**24.24%**	**22.36%**	**22.99%**	**23.30%**	**23.43%**
按产品						
导热粉体材料						
收入	268.61	319.78	358.85	385.45	419.10	459.01
增长率%	-12.83%	19.05%	12.22%	7.41%	8.73%	9.52%
成本	182.97	222.20	261.80	277.52	300.49	328.19
增长率%	-16.44%	21.44%	17.82%	6.01%	8.28%	9.22%
毛利	85.64	97.58	97.05	107.93	118.61	130.82
毛利率	31.88%	30.51%	27.05%	28.00%	28.30%	28.50%
占总收入比重	69.84%	68.40%	67.25%	62.90%	60.00%	58.00%
阻燃粉体材料						
收入	108.46	129.45	143.67	171.83	195.58	221.83
增长率%	5.52%	19.35%	10.98%	19.60%	13.82%	13.42%
成本	99.74	120.71	131.07	152.93	173.48	196.54
增长率%	3.91%	21.03%	8.58%	16.68%	13.44%	13.29%
毛利	8.73	8.74	12.60	18.90	22.10	25.29
毛利率	8.05%	6.75%	8.77%	11.00%	11.30%	11.40%
占总收入比重	28.20%	27.69%	26.92%	28.04%	28.00%	28.03%
吸波粉体材料						
收入	6.51	17.81	30.64	55.15	83.33	110.00
增长率%	44.08%	173.50%	72.01%	79.98%	51.09%	32.01%
成本	4.28	11.14	21.33	41.36	61.66	81.07
增长率%	41.50%	160.00%	91.53%	93.95%	49.08%	31.47%
毛利	2.23	6.68	9.32	13.79	21.67	28.93
毛利率	34.24%	37.49%	30.40%	25.00%	26.00%	26.30%
占总收入比重	1.69%	3.81%	5.74%	9.00%	11.93%	13.90%
其他						
收入	0.98	0.43	0.44	0.37	0.49	0.55
增长率%	20.34%	-56.75%	4.28%	-17.15%	32.98%	13.30%
成本	0.36	0.13	0.14	0.10	0.13	0.14
增长率%	25.01%	-62.83%	3.64%	-30.93%	32.98%	13.30%
毛利	0.62	0.29	0.31	0.27	0.36	0.41
毛利率	63.49%	68.62%	68.81%	74.00%	74.00%	74.00%
占总收入比重	0.26%	0.09%	0.08%	0.06%	0.07%	0.07%

数据来源：公司招股书，wind，东吴证券研究所

可比公司估值方面，我们选取壹石通（688733.SH）、天马新材（920971.BJ）、联瑞新材（688300.SH）作为同行业可比公司。其中，壹石通主营产品包括新能源锂电池涂覆材料、电子通信功能填充材料、低烟无卤阻燃材料等三大类，公司锂电用勃姆石产品在全球市占率连续多年第一，是宁德时代勃姆石产品的核心供应商；天马新材主营产品精细氧化铝粉体是生产电子陶瓷元器件、液晶玻璃、锂电池隔膜涂覆、高压电器绝缘件、晶圆研磨抛光材料等产品的重要基础材料，具备绝缘、耐高温、高导热及化学性稳定等特点，终端应用覆盖消费电子、集成电路、半导体、电力工程、先进通讯、新能源、平板显示等多个应用领域；联瑞新材主要产品为功能性先进粉体材料，涵盖微米级和亚微米级角形粉体、微米级至纳米级球形粉体以及其他超微粒子和液态填料等，产品广泛应用于芯片封装、导热材料、特种胶黏剂、蜂窝陶瓷载体以及特高压电力电子制品、3D 打印材料、齿科材料等新兴业务。上述可比公司在产品大类、客户大类等方面与金戈新材

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业务存在一定的可比性。

图27：可比公司估值（截至 2026 年 11 月 9 日）

代码	公司	收盘价（元）	总股本（亿股）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			市盈率(P/E)		
					2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688733.SH	壹石通	22.66	2.00	45.27	0.82	1.34	1.98	55.50	33.80	22.84
920971.BJ	天马新材	21.76	1.04	22.62	0.39	0.57	0.75	58.01	39.87	30.27
688300.SH	联瑞新材	80.25	3.14	251.92	4.01	5.75	8.12	62.87	43.83	31.04
平均值								58.79	39.16	28.05
920083.BJ	金戈新材	29.38	0.89	26.23	0.66	0.76	0.87	39.74	34.60	30.15

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：可比公司盈利预测来自 2026 年 11 月 9 日 wind 一致预期，金戈新材盈利预测来自东吴证券研究所）

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 0.66/0.76/0.87 亿元，对应最新 PE 为 40/35/30 倍。截至 2026 年 11 月 9 日，行业可比公司平均 PE 达 58.79x，金戈新材仅 39.74x，较行业均值折价超 30%。相较联瑞新材等大市值标的，金戈新材总市值仅 26 亿元，属于小市值专精特新新材料标的，在下游需求回暖、新品放量、核心客户突破等催化出现时，业绩与估值的双击弹性有望高于行业大市值可比公司。综上，我们认为金戈新材当前短期估值低于可比公司均值，中长期估值与行业中枢基本接轨，盈利稳健性突出、市值弹性充足，在新材料可比板块内具备明确的估值性价比，若后续业绩持续兑现，有望迎来估值修复行情，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

（1）市场竞争加剧风险：公司业绩情况会受到下游部分行业市场环境变化及行业内部竞争等因素的影响，若未来下游市场环境发生重大不利变化，或者市场竞争加剧，将使得包括公司在内的部分上游材料供应商收入、利润规模有所下降。

（2）原材料价格波动风险：公司原材料主要为球形氧化铝、氧化铝、氢氧化铝和氧化锌等，2023-2025 年公司直接材料成本占公司当期营业成本的比重分别为 74.63%、76.92%和 78.01%，对公司产品成本的影响较大。如果未来原材料价格大幅上升，且公司无法及时有效向客户转移相关成本压力，将导致公司产品成本上升和毛利率下降。

（3）产品毛利率下滑风险：若未来公司无法通过技术研发持续推进产品迭代和成本优化，或未来宏观经济的增速继续放缓、市场竞争加剧或新市场领域开发情况不及预期，公司产品售价和毛利率将面临下滑风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金戈新材三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**369**	**564**	**461**	**653**
货币资金及交易性金融资产	93	284	157	313
经营性应收款项	185	197	213	240
存货	85	77	84	92
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	6	7	8	8
非流动资产	**173**	**271**	**511**	**459**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	142	144	154	345
在建工程	2	2	239	1
无形资产	27	120	114	108
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	3	5	5	5
资产总计	**542**	**835**	**972**	**1,112**
流动负债	**90**	**119**	**160**	**203**
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	21	41	51
经营性应付款项	62	79	97	114
合同负债	1	1	1	1
其他流动负债	17	19	22	37
非流动负债	**11**	**26**	**46**	**56**
长期借款	8	23	43	53
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	1	0	1	1
其他非流动负债	2	2	2	2
负债合计	**101**	**145**	**207**	**260**
归属母公司股东权益	441	690	766	853
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**441**	**690**	**766**	**853**
负债和股东权益	**542**	**835**	**972**	**1,112**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**534**	**613**	**699**	**791**
营业成本(含金融类)	414	472	536	606
税金及附加	4	4	5	5
销售费用	14	16	18	21
管理费用	16	18	20	23
研发费用	22	25	29	34
财务费用	1	1	1	1
加:其他收益	3	3	3	3
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(2)	(5)	(6)	(5)
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**65**	**76**	**87**	**100**
营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	**64**	**75**	**86**	**99**
减:所得税	6	9	10	12
净利润	**57**	**66**	**76**	**87**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**57**	**66**	**76**	**87**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.64	0.74	0.85	0.97
EBIT	66	76	87	100
EBITDA	81	103	117	153
毛利率(%)	22.36	22.99	23.30	23.43
归母净利率(%)	10.77	10.77	10.85	10.99
收入增长率(%)	14.15	14.83	13.98	13.30
归母净利润增长率(%)	21.30	14.82	14.86	14.77

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	66	108	106	140
投资活动现金流	(21)	(126)	(272)	(2)
筹资活动现金流	(6)	208	39	19
现金净增加额	39	190	(127)	156
折旧和摊销	16	27	31	53
资本开支	(21)	(124)	(272)	(2)
营运资本变动	(10)	9	(8)	(8)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	6.59	7.73	8.58	9.55
最新发行在外股份（百万股）	89	89	89	89
ROIC(%)	13.66	11.16	9.65	9.71
ROE-摊薄(%)	13.03	9.57	9.90	10.21
资产负债率(%)	18.63	17.39	21.25	23.35
P/E（现价&最新股本摊薄）	45.63	39.74	34.60	30.15
P/B（现价）	4.46	3.80	3.43	3.08

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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