

联瑞新材 (688300.SH)

高端产品保持快速增长，新产能新产品放量成长性强

事件: 公司发布 2022 年年报, 报告期内实现营业收入 6.6 亿元, 同比增长 6.0%, 归母净利润 1.88 亿元, 同比增长 8.9%; 其中四季度单季实现收入 1.74 亿元, 同比增长 2.8%, 环比增长 27%, 归母净利润 0.57 亿元, 同比增长 29.7%, 环比增长 46.2%。

□ **高端产品保持快速增长，加大研发投入提升竞争力。**报告期内，面对原材料和天然气等能源价格上涨、消费电子需求放缓等不利因素，公司积极拓展海外市场，获得海内外客户更多新产品认证，高端产品市占率持续提升。公司角形无机粉体收入 2.32 亿元，同比下降 9.5%，毛利率 35.4%，同比下降 5.57 pct；球形无机粉体收入 3.54 亿元，同比增长 18.0%，毛利率 43.1%，同比提高 1.73 pct。公司研发投入 3850 万元，同比增长 9.82%，先进芯片封装用电子级亚微米球形硅微粉、底部填充胶用化学合成球形二氧化硅微粉、高可靠车载板用低杂质硅微粉等项目已经结题并实现产业化。公司持续聚焦面向先进封装材料以及 5G 高频高速覆铜板应用需求的球形陶瓷粉体材料的研发，研发成果取得行业客户的认可，提升了公司竞争力。

□ **天然气跌价有助改善业绩，新产能投产增强成长性。**公司球形无机粉体成本中燃料动力占比达 48.8%，受天然气价格影响大，近期天然气价格持续下跌利好公司业绩。公司紧盯电子电路板、EMC、LMC、UF、热界面材料等下游领域变化趋势，持续优化产品结构，球形品销量持续提升，其中应用于高频高速覆铜板需求的降低 Df 值的系列球形硅微粉、高端芯片封装需求的 Low α 球形硅微粉、高导热环氧塑封料需求的 Low α 球形氧化铝等产品销量持续提升；液体填料产品在国内实现批量销售。报告期内，全资子公司电子级新型功能性材料项目产线顺利运行、年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体项目于 2022 年四季度顺利调试，增强未来成长确定性。

□ **球形硅微粉国产替代空间大，拓展新品类前景广阔。**日本企业占据全球球形硅微粉市场 70% 份额，日本雅都玛垄断了 1 微米以下的球形硅微粉填料市场，国产替代空间大。公司持续聚焦芯片先进封装、新一代高频高速覆铜板、新能源汽车动力电池模组、先进毫米波雷达和光伏电池胶黏剂等下游应用领域，应用于异构集成技术封装、FC-BGA 封装 UF 的球形硅微粉、应用于存储芯片封装的 Low α 微米级和亚微米级球形硅微粉、应用于 ELL Df 电路板的球形硅微粉、应用于热界面材料的高 α 相的球形氧化铝粉和亚微米球形氧化铝粉、应用于高导热存储芯片封装的 Low α 球形氧化铝粉、应用于高介电 (Dk6 和 Dk10) 高频基板的球形氧化钛、液态填料等高尖端应用的系列化产品已通过海内外客户的认证并批量出货。公司持续研发投入开展大晶体高纯氧化铝粉、硅基氮化物粉体、铝基氮化物粉体、硼基氮化物粉体、球形氧化镁等产品的研究开发，夯实核心技术优势，保持强劲的核心竞争力。

维持“强烈推荐”投资评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别为 2.38 亿、3.06 亿、3.74 亿元，EPS 分别为 1.91、2.45、3.00 元，当前股价对应 PE 分别为 35、27、22 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：原材料和能源成本上涨、新项目投产不及预期，下游市场需求不及预期。**

强烈推荐 (维持)

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 66.45 元

基础数据

总股本 (万股)	12466
已上市流通股 (万股)	12466
总市值 (亿元)	83
流通市值 (亿元)	83
每股净资产 (MRQ)	9.9
ROE (TTM)	15.3
资产负债率	20.0%
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	13	26	15
相对表现	14	21	18



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《联瑞新材 (688300) 一、二季度毛利率环比提升，看好公司成长性》2022-08-25
- 2、《联瑞新材 (688300) 一、二季度毛利率环比提升，看好公司成长性》2022-08-15
- 3、《联瑞新材 (688300) 一、季度业绩同比有所增加，公司将持续保持高速发展》2022-04-26

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	625	662	850	1054	1279
同比增长	55%	6%	28%	24%	21%
营业利润(百万元)	197	190	271	349	427
同比增长	59%	-4%	43%	29%	22%
归母净利润(百万元)	173	188	238	306	374
同比增长	56%	9%	27%	28%	22%
每股收益(元)	1.39	1.51	1.91	2.45	3.00
PE	47.9	44.0	34.7	27.1	22.2
PB	7.6	6.7	5.9	5.0	4.3

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	822	848	886	1021	1172
现金	125	106	60	73	87
交易性投资	226	305	305	305	305
应收票据	14	3	4	5	6
应收款项	171	166	190	236	286
其它应收款	0	1	1	1	1
存货	76	77	83	99	119
其他	210	190	243	302	366
非流动资产	483	690	869	1034	1188
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	357	554	738	908	1066
无形资产商誉	53	52	47	42	38
其他	73	84	84	84	84
资产总计	1305	1538	1755	2055	2360
流动负债	131	175	211	277	300
短期借款	0	0	11	43	25
应付账款	101	143	169	203	244
预收账款	1	0	0	1	1
其他	30	32	30	30	30
长期负债	80	132	132	132	132
长期借款	0	0	0	0	0
其他	80	132	132	132	132
负债合计	211	308	343	409	432
股本	86	125	125	125	125
资本公积金	620	581	581	581	581
留存收益	388	524	706	940	1222
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1094	1230	1412	1646	1928
负债及权益合计	1305	1538	1755	2055	2360

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	153	241	213	265	338
净利润	173	188	238	306	374
折旧摊销	23	36	47	61	73
财务费用	1	(4)	(0)	1	1
投资收益	(12)	(5)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(34)	38	(62)	(95)	(104)
其它	2	(13)	9	12	13
投资活动现金流	(126)	(209)	(212)	(212)	(212)
资本支出	(208)	(155)	(232)	(232)	(232)
其他投资	82	(54)	20	20	20
筹资活动现金流	(43)	(55)	(47)	(40)	(111)
借款变动	(38)	(39)	9	32	(18)
普通股增加	0	39	0	0	0
资本公积增加	0	(39)	0	0	0
股利分配	(43)	(52)	(57)	(72)	(92)
其他	38	36	0	(1)	(1)
现金净增加额	(15)	(23)	(47)	13	15

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	625	662	850	1054	1279
营业成本	359	402	477	573	687
营业税金及附加	6	7	9	11	13
营业费用	8	10	12	15	18
管理费用	38	43	54	66	81
研发费用	35	38	48	59	72
财务费用	1	(8)	(0)	1	1
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	2	2	2
其他收益	8	13	13	13	13
投资收益	12	5	5	5	5
营业利润	197	190	271	349	427
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	197	193	274	352	430
所得税	25	5	36	46	56
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	173	188	238	306	374

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	55%	6%	28%	24%	21%
营业利润	59%	-4%	43%	29%	22%
归母净利润	56%	9%	27%	28%	22%
获利能力					
毛利率	42.5%	39.2%	43.9%	45.7%	46.3%
净利率	27.7%	28.4%	28.1%	29.0%	29.2%
ROE	16.8%	16.2%	18.1%	20.0%	20.9%
ROIC	16.7%	15.3%	17.7%	19.5%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	16.2%	20.0%	19.6%	19.9%	18.3%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.6%	2.1%	1.1%
流动比率	6.3	4.8	4.2	3.7	3.9
速动比率	5.7	4.4	3.8	3.3	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.5	5.3	6.0	6.3	6.3
应收账款周转率	4.0	3.7	4.7	4.8	4.8
应付账款周转率	4.2	3.3	3.1	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	1.39	1.51	1.91	2.45	3.00
每股经营净现金	1.23	1.93	1.71	2.13	2.71
每股净资产	8.77	9.87	11.32	13.20	15.47
每股股利	0.42	0.45	0.57	0.74	0.90
估值比率					
PE	47.9	44.0	34.7	27.1	22.2
PB	7.6	6.7	5.9	5.0	4.3
EV/EBITDA	39.1	39.5	26.9	20.9	17.1

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。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业高级分析师。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

姚姿宇：招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022 年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。