

2026 年 06 月 17 日

天马新材(920971.BJ)

投资评级： 增持（首次）

——高性能精细氧化铝粉体龙头，受益上游原料价格回落+下游电子材料增长红利

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2026 年 06 月 16 日
收盘价 (元)	35.94
一年内最高 / 最低 (元)	47.99 / 24.00
总市值 (百万元)	3,776.86
流通市值 (百万元)	3,080.16
总股本 (百万股)	105.09
资产负债率 (%)	16.99
每股净资产 (元/股)	4.50

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **专注于高性能精细氧化铝粉体产品，2026Q1 归母净利润同比修复显著。**公司长期专注于先进无机非金属材料领域，主要从事高性能精细氧化铝粉体的研发、生产和销售，其终端应用覆盖了集成电路、消费电子、电力工程、电子通讯、新能源汽车、平板显示、光伏发电等多个重点领域。公司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。公司与三环集团等知名客户长期紧密合作，2023-2025 年公司对前五大客户合计销售收入占比从 50.1%降至 34.1%。2025 年公司实现营业收入 2.74 亿元 (yoy+7.38%)；实现归母净利润 3,816 万元 (yoy-3.09%)。2026Q1 公司实现营业收入 0.61 亿元 (yoy+5.71%)、归母净利润 528 万元 (yoy+443%)。
- **电子陶瓷基板等领域精细氧化铝粉体领军者，传统优势业务+新兴半导体业务双轮驱动不断优化产品矩阵。**业务结构：公司业务主要分为电子陶瓷用粉体材料、电子及光伏玻璃用粉体材料、高压电器用粉体材料和其他精细氧化铝粉体材料四大类，2025 年四大业务分别实现营收 1.36 亿元 (yoy-3%)、4075 万元 (yoy-14%)、3249 万元 (yoy+76%) 和 6298 万元 (yoy+38%)，公司坚持高端精细氧化铝粉体主业不动摇，营业收入在电子陶瓷、高压电器等优势领域带动下实现稳步增长。毛利率：2025 年四大业务毛利率分别为 24.1% (yoy-2.7pcts)、9.9% (yoy-8.7pcts)、-2.5% (yoy-12.9pcts) 和 19.1% (yoy-9.4pcts)，毛利率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对损益的综合影响。公司是国内高性能精细氧化铝粉体领域的细分领军企业，专注电子专用材料赛道二十余年，在技术、客户、认证、品牌方面具备显著优势。在电子陶瓷基板用氧化铝粉体领域，公司国内市占率领先，是国内少数能够供应高端电子陶瓷粉体的企业；在高压电器绝缘填料市场，产品进入国家电网及主流高压电器厂商供应链；在球形氧化铝、low- α 射线氧化铝、高纯氧化铝等新兴高端领域，公司率先实现技术突破，成功切入半导体封装、导热材料、新能源等高增长赛道。2025 年，在行业结构性分化背景下，公司凭借高端产品持续开拓、新客户拓展、新产品放量，实现经营业绩稳健增长，行业领先地位进一步巩固。
- **上游工业氧化铝价格已恢复至近年来平均水平，下游电子材料行业受益于 5G 通信、新能源汽车等新兴产业持续高增。**2025 年，全球电子信息产业呈现出 AI 赋能、先进封装升级、新能源渗透加速的新特征。下游应用结构的深刻变革直接传导至上游材料环节，推动精细氧化铝行业整体呈现“高端高增、低端承压”的结构性分化格局。上游：工业氧化铝价格在经历 2024 年大幅上涨后，自 2025 年第一季度起持续回落，当前已恢复至近年来平均水平，公司凭借规模化采购、长单协议及工艺优化，对冲原材料价格波动影响。下游：公司主要下游为电子材料行业，受益于 5G 通信、新能源汽车、人工智能、物联网等新兴产业快速发展，2025 年我国电子材料行业延续高增长。根据华经产业研究院预测，2025 年中国电子材料市场规模或突破 6,000 亿元，产值达 7,573.5 亿元。其中半导体材料表现突出，TECHCET 预测 2025 年全球半导体材料市场规模或达 700 亿美元，同比增长 6%。竞争格局：国内企业在中低端领域同质化竞争有所加剧，而高端市场仍由技术、认证、客户壁垒构建护城河，头部企业优势持续扩大。
- **高纯纳米级氧化铝研发项目顺利完成有望开拓电子、新能源等领域，募投项目全面投产助力**

匹配下游需求。研发投入：公司坚持创新驱动，持续加大研发投入，深化与郑州大学产学研协同合作。通过研究制备过程中的物相变化、显微形貌、粒度组成、分散性和产品纯度，2025 年公司已完成高纯纳米级氧化铝制备工艺的研发。该技术有望丰富公司高纯粉体产品品类，拓展电子、新能源等应用领域，巩固公司在精细氧化铝粉体领域的行业领先地位。**募投项目：**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，目前工作重心已转向加快产能爬坡、提升产能利用率，优化工艺、严控质量，确保匹配下游需求。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.40/0.53/0.68 亿元，对应 PE 分别为 94/72/55 倍。我们选取国瓷材料、三环集团、联瑞新材、壹石通为可比公司。公司是精细氧化铝粉体领军者，在电子陶瓷基板、半导体封装、导热材料、新能源等赛道有望持续拓展增量，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动的风险、应用领域拓展不达预期的风险、技术创新风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	255	274	340	416	510
同比增长率（%）	34.99%	7.38%	24.23%	22.30%	22.54%
归母净利润（百万元）	39	38	40	53	68
同比增长率（%）	221.44%	-3.09%	5.02%	31.23%	29.43%
每股收益（元/股）	0.37	0.36	0.38	0.50	0.65
ROE（%）	8.71%	8.17%	8.26%	10.34%	12.62%
市盈率（P/E）	95.91	98.96	94.23	71.81	55.48

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	10	33	63	79
应收票据及账款	94	98	101	109
预付账款	1	1	1	1
其他应收款	0	0	0	0
存货	127	112	98	97
其他流动资产	87	88	91	102
流动资产总计	318	332	355	389
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	209	203	206	200
在建工程	13	17	10	10
无形资产	26	26	28	30
长期待摊费用	5	5	5	5
其他非流动资产	5	7	6	6
非流动资产合计	258	258	255	251
资产总计	576	590	610	639
短期借款	55	45	35	25
应付票据及账款	9	10	12	13
其他流动负债	29	33	39	46
流动负债合计	93	89	86	84
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	109	105	101	100
股本	105	105	105	105
资本公积	255	255	255	255
留存收益	107	125	149	180
归属母公司权益	467	485	509	539
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	467	485	509	539
负债和股东权益合计	576	590	610	639

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	38	33	45	60
折旧与摊销	22	24	26	27
财务费用	1	2	2	1
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-57	15	13	-9
其他经营现金流	15	8	9	10
经营性现金净流量	19	81	92	87
投资性现金净流量	-7	-23	-22	-22
筹资性现金净流量	-17	-34	-40	-48
现金流量净额	-5	23	30	16

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	274	340	416	510
营业成本	225	271	326	395
税金及附加	1	1	2	2
销售费用	3	3	4	5
管理费用	10	11	12	15
研发费用	11	14	17	21
财务费用	1	2	2	1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	1	2	-1	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	4	5	6	7
营业利润	27	45	60	77
营业外收入	17	2	1	1
营业外支出	0	1	1	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	44	46	60	78
所得税	6	6	8	10
净利润	38	40	53	68
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	38	40	53	68
EPS(元)	0.36	0.38	0.50	0.65

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	7.38%	24.23%	22.30%	22.54%
营业利润增长率	-40.51%	65.32%	33.21%	29.17%
归母净利润增长率	-3.09%	5.02%	31.23%	29.43%
经营现金流增长率	195.29%	326.68%	14.71%	-6.27%
盈利能力				
毛利率	17.74%	20.16%	21.69%	22.40%
净利率	13.95%	11.79%	12.65%	13.36%
ROE	8.17%	8.26%	10.34%	12.62%
ROA	6.63%	6.80%	8.62%	10.65%
估值倍数				
P/E	98.96	94.23	71.81	55.48
P/S	13.80	11.11	9.08	7.41
P/B	8.09	7.79	7.42	7.00
股息率	0.56%	0.58%	0.77%	0.99%
EV/EBITDA	49	53	43	36

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。