

金属粉体龙头企业，AI需求爆发加速 产业升级

——有研粉材（688456.SH）深度报告

股票投资评级：买入|首次覆盖

李帅华/魏欣

中邮证券研究所 新材料团队

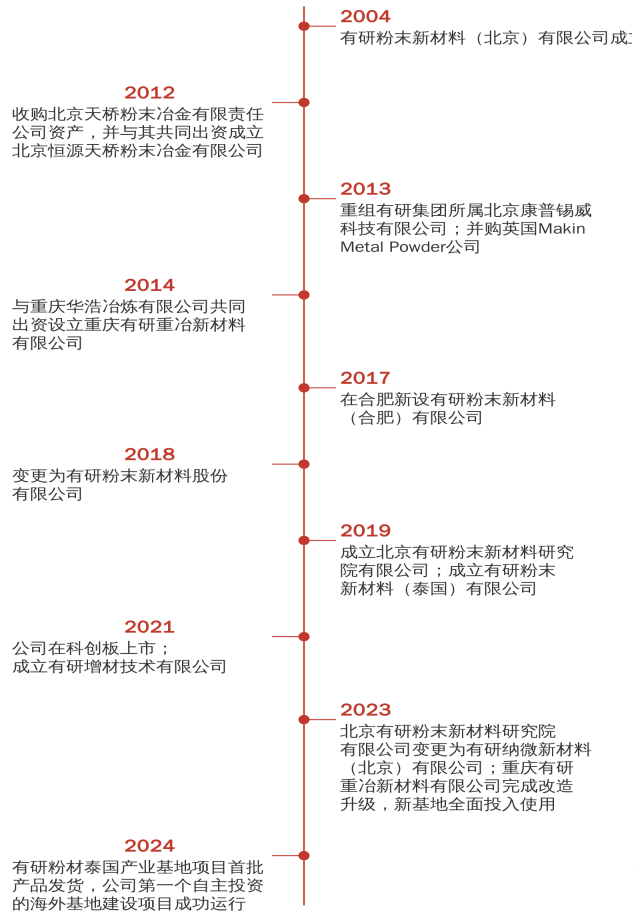
中邮证券

发布时间：2026-06-24

1.1 金属粉体龙头企业

- **金属粉体材料龙头企业。**公司成立于2004年3月，由中国有研科技集团有限公司（隶属国务院国资委的中央企业）控股，专业从事有色金属粉体材料的设计、研发、生产和销售，是国内铜基金属粉体材料和锡基焊粉材料领域的龙头企业。
- 公司成立以来主要经历三个阶段：
 - **奠定基础阶段**（2004年至2011年）：公司立足于先进铜基金属粉体材料领域，完成早期客户资源和工艺技术的积累，形成了电解铜金属粉体材料、雾化铜基金属粉体材料、扩散铜基金属粉体材料、化学冶金铜基金属粉体材料等产品线，逐步成为国内领先的铜基金属粉体材料供应商。
 - **产业拓展阶段**（2012年至2014年）：公司积极拓展产品应用领域，推进国内外产业布局，先后整合了康普锡威、有研重冶、英国Makin等公司，进一步提升技术水平，优化产品结构，扩大市场份额，发展成为国内铜基金属粉体材料和锡基焊粉材料领域的龙头企业，并为进一步拓展国际市场做好了准备。
 - **高质量发展阶段**（2015年至今）：进一步完善产业布局，积极构建重庆、安徽、山东等国内区域性产业基地以及英国、泰国等国际产业基地，成为国际领先的先进有色金属粉体材料生产企业之一，2021年正式在科创板上市。

图表1：公司股权结构

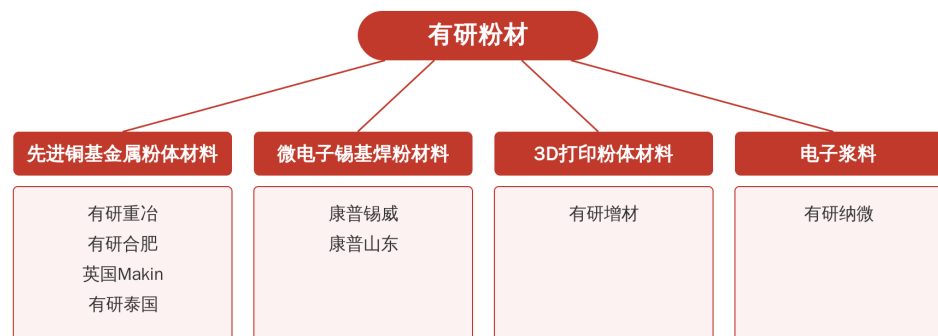


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 立足铜基、锡基材料主业，打造第二增长曲线

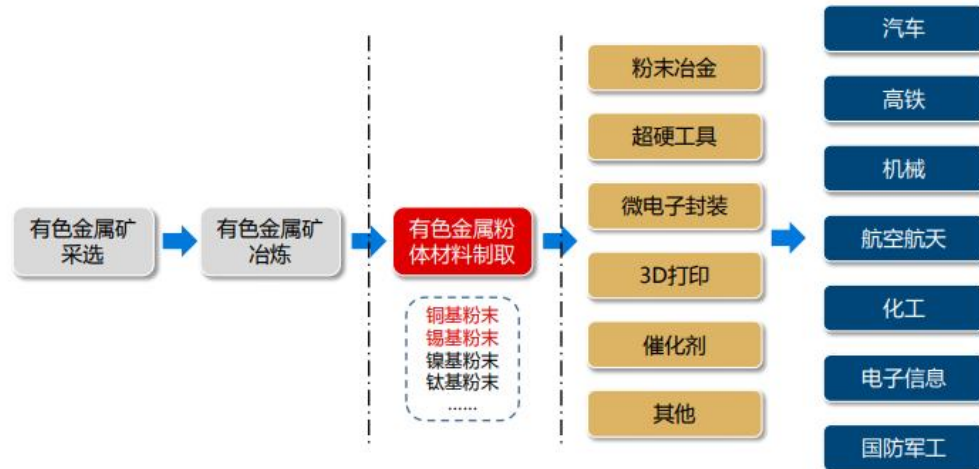
- 公司现有主要业务分为四个板块：先进铜基金属粉体材料（有研重冶、有研合肥、英国Makin、有研泰国）、微电子锡基焊粉材料（康普锡威、康普山东）、3D打印粉体材料（有研增材）、电子浆料（有研纳微）。其中铜基材料、锡基材料为公司传统主业，3D打印粉体材料、电子浆料业务打造第二增长曲线。
- 公司主要产品包括铜基金属粉体材料、微电子锡基焊粉材料、3D打印粉体材料和电子浆料等，主要用于粉末冶金、超硬工具、微电子封装/组装、摩擦材料、催化剂、电工合金、电碳制品、导电材料、热管理材料、3D打印等领域，其终端产品广泛应用于汽车、高铁、机械、航空、航天、化工、电子信息、国防军工、光伏新能源等诸多领域。

图表2：公司业务布局



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表3：有色金属粉体产业链

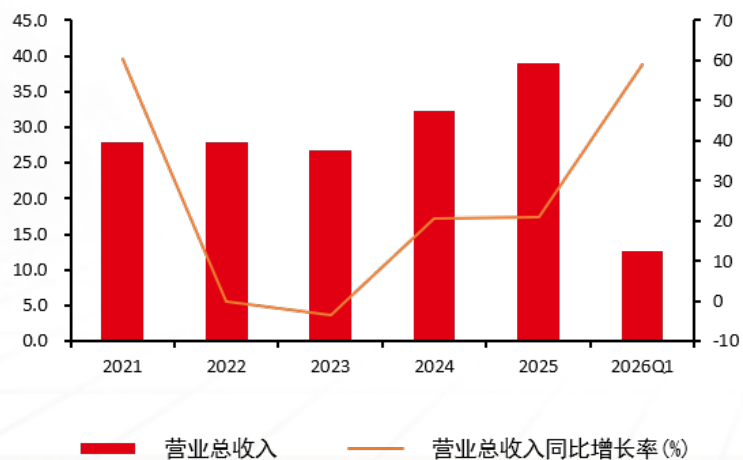


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 新材料业务逐步放量，利润稳步增长

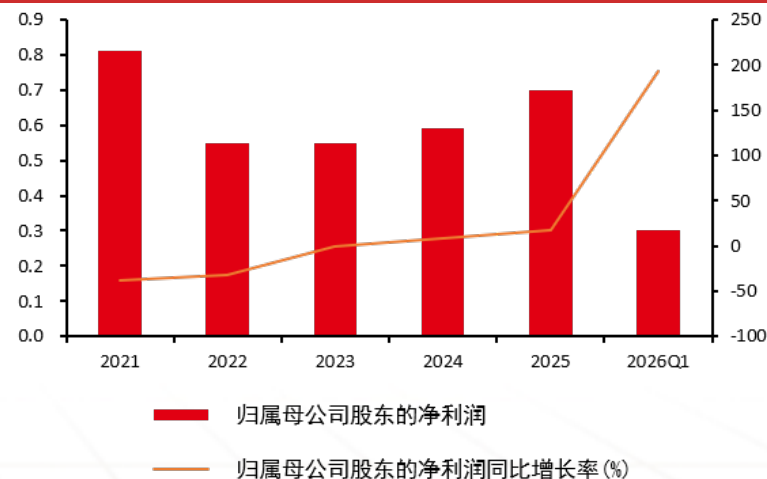
- **成本+加工费定价，2024年起营收快速增长。**公司采用“原材料价格+加工费”定价模式，营收波动主要受铜、锡等金属价格驱动。2021年铜锡价格大涨推动营收跃升至27.8亿元，2022-2023年金属价格回落叠加下游金刚石工具、消费电子需求低迷，营收连续两年持平或小幅下滑。2024年起量价共振修复，叠加铜价上行，营收反弹至32.3亿元（+20.4%），2025年延续增势至39亿元（+20.9%），2026Q1更是同比+59%，增长显著加速。
- **新业务逐步成型，净利润稳中有增。**公司利润规模长期在5000-8000万元区间波动，主要由于传统铜基/锡基产品毛利率仅6-7%，盈利能力受限。2025年和2026Q1，主要受益于泰国基地、6000吨电子级氧化铜粉投产放量，规模效应释放、费用率下降，以及高毛利新业务3D打印、电子浆料业务占比提升。

图表4：2021-2026Q1营收变化（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表5：2021-2026Q1归母净利润变化（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.3 新材料业务逐步放量，利润稳步增长

- 分业务看，铜基粉体、锡基粉体为公司主要业务，2025年贡献毛利1.77/0.79亿元，占比57%/25%。
- 铜基粉体业务随着重庆基地2023年投产、泰国基地2024年6月投产，营收归母稳步增长，毛利润由2021年的1.45亿元增至1.77亿元。
- 电子浆料和3D打印粉体材料为公司新业务，近年来产量快速增长，2025年毛利占比达7%/4%，且毛利率为13.52%/23.30%，新业务发展将带动公司整体盈利能力提升。

图表6：公司各产品产量（吨）

产品	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
铜基金属粉体材料	26411.39	23007.98	24256.49	26868.05	27902.36
微电子锡基焊粉材料	3,231.97	3,204.98	2,927.17	3,114.02	3,342.38
3D打印粉体材料	25.11	74.42	102.30	293.69	480.56
电子浆料	—	144.85	340.56	409.19	778.47
合计	29,668.47	26,432.23	27,626.53	30,694.95	32,503.77

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表7：公司分业务盈利情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025
营业收入	27.81	27.81	26.81	32.29	39.04
营业成本	25.43	25.76	24.58	29.82	35.92
毛利	2.38	2.04	2.23	2.47	3.12
铜基金属粉体材料					
营业收入	16.73	15.16	15.28	19.06	21.72
营业成本	15.28	14.17	14.09	17.68	19.95
毛利	1.45	0.99	1.19	1.38	1.77
毛利率	8.66%	6.51%	7.76%	7.23%	8.16%
微电子锡基焊粉材料					
营业收入	8.38	9.28	8.03	9.49	12.59
营业成本	7.71	8.61	7.34	8.91	11.80
毛利	0.67	0.67	0.68	0.58	0.79
毛利率	8.04%	7.24%	8.50%	6.07%	6.28%
电子浆料					
营业收入	--	0.26	0.60	0.82	1.59
营业成本	--	0.22	0.53	0.73	1.37
毛利	--	0.03	0.07	0.09	0.21
毛利率	--	13.06%	12.26%	10.81%	13.52%
3D打印用粉体材料					
营业收入	0.10	0.21	0.30	0.48	0.58
营业成本	0.05	0.12	0.21	0.34	0.44
毛利	0.05	0.09	0.09	0.14	0.13
毛利率	45.45%	43.64%	29.70%	28.33%	23.30%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.4 铜基粉体：产能稳步增长，新品类值得期待

- 公司铜基粉体产品包括电解铜粉、雾化铜基粉及其他铜基粉体，国内市占率排名第一（约35%），该板块的公司有有研合肥、有研重冶和境外的有研泰国，产品下游应用覆盖粉末冶金零部件、超硬工具（金刚石工具）、电碳电刷、高铁闸片、摩擦材料等领域。
- 主要客户包括全球领先的汽车零部件供应商辉门集团、世界知名粉末冶金企业赫格纳斯集团、知名摩擦材料生产企业米巴集团、知名碳刷生产企业雄克电碳技术公司，国内粉末冶金行业企业东睦股份、国内超硬工具行业企业博深股份、国内高铁动车组用粉末冶金闸片供应商天宜上佳、国内电碳制品行业规模最大企业之一神奇电碳集团等。
- **公司在铜粉领域持续深耕，开发出多款应用于PCB的铜粉产品**，主要有氧化铜粉、微细铜粉、散热铜粉、纳米铜粉等，用于PCB行业的互连、封装和散热等环节。
- **6000吨电子氧化铜粉项目逐步爬产**。公司有研合肥旗下6000吨电子氧化铜粉项目达产，目前已有实质性订单，实现了批量销售，其主要应用于PCB镀铜制程、铜催化剂、复合铜箔等领域。

图表8：公司铜粉产品及客户

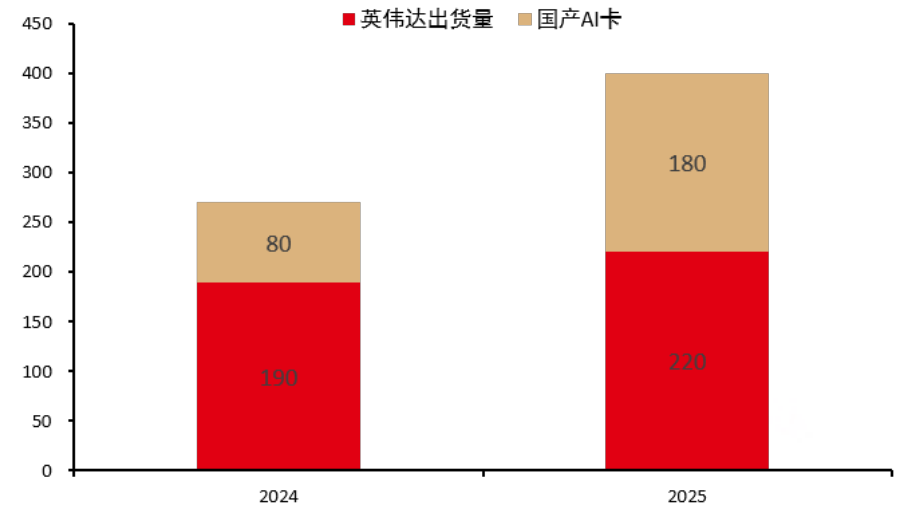
产品类别	终端场景	主要客户
新型散热铜粉	GPU/NPU散热（VC板、热管）、	华为
电子级氧化铜粉	PCB镀铜制程、铜催化剂、复合铜箔	PCB厂商
电解铜粉	粉末冶金零部件、超硬工具、高铁动车组及航空飞行器闸片、电机电刷、电工合金、电子浆料等	赫格纳斯集团/东睦股份/博深股份/天宜上佳、神奇电碳集团等
雾化铜粉	用于粉末冶金零部件、超硬工具、过滤器、化工合成催化剂、涂层、漆料等	
MIM专用铜粉	IGBT散热基板、液冷冷板	
3D打印铜粉	液冷散热器	
复合铜粉	GPU散热、新能源汽车	
低松比铜粉	电碳制品、导电浆料、航空航天	

资料来源：招股说明书，iFinD，中邮证券研究所

1.4 铜基粉体：产能稳步增长，新品类值得期待

- **与华为合作成功研发新型散热铜粉。** 根据公司披露，公司与华为成功合作开发新型散热铜粉，可以应用于GPU和NPU上，解决风冷散热场景，该产品经两年研制成功，从传统水雾化法转向化学还原法，具有梯度孔隙结构、比表面积发达、松装密度低等特点，在散热效率方面较传统雾化铜粉，性能提升10%-20%，热端收益3-5℃，属于行业内首创。
- **散热铜粉稳定出货。** 目前公司散热铜粉通过提供下游客户间接供给华为，成功应用于华为昇腾910B芯片，每月稳定出货达吨级，根据公司披露，单张算力卡（GPU）对应的散热铜粉用量约100克（以标准平板VC均热板计），随着芯片功耗代际跃升和3D VC等新结构应用，实际用量可能进一步增加。
- **国产算力芯片放量有望带动销量增长。** 根据IDC，2025年中国AI加速卡市场总出货量达到约400万张，其中国产芯片合计出货约165万张，占比41%，华为出货量达81.2万张，占全市场约20%的份额，Bernstein Research预计国产AI芯片市占率有望首次超过50%，预计到2028年，中国本土AI芯片产量即可覆盖国内需求，供应需求比例预计达到104%。

图表9：2024-2025中国AI加速卡出货量（万张）



资料来源：IDC，芯智讯，中邮证券研究所

1.4 锡基粉体：光模块需求带动高端锡粉放量

- 公司锡基粉体主要产品为锡焊粉，在国内高端微电子锡基焊粉材料市占率约15%，该板块公司为康普锡威及其山东子公司，产品广泛应用于电子信息产品互连封装，应用领域包括3C产品的各类板卡、移动终端、5G通讯、汽车电子、生物医药、LED照明/显示、光伏控制器等产品的微电子封装。
- 主要客户包括确信爱法、镨泰科技、弘辉电子等世界知名锡焊料生产商。
- 锡粉常见型号有T2/T3/T4/T5号粉，锡粉的粉号越大锡粉的直径就越小，更容易印刷到线路板上，能够有效提高细间距的印刷能力。**公司锡粉种类齐全，包含T5-T7级别的锡粉，是国内为数不多能大批量生产T7锡粉的公司，同时具备生产T5-T7级别锡膏产品的能力。**
- 在光模块及其部件的生产过程中，锡膏常用在四个环节：PCB 主板SMT、TOSA/ROSA 光器件与 COB 光引擎焊接、高速 FPC 软板热压焊接、结构件/壳体接地焊接，其中主板 SMT 主流用 T4-T6 锡膏；光器件及 COB、高速 FPC 焊接多使用 T5-T7 高端超细粉锡膏，**800G/1.6T 产品 FPC工序进一步升级至 T6-T7 规格**；结构件/壳体接地焊接则采用常规T4锡膏。整体来看，低速光模块多使用常规锡膏、成本随锡银等原料价格浮动，高速率光模块受工艺限制，则需采用T5-T7 超细粉锡膏。

图表10：锡粉在光模块中的应用

工艺环节	锡膏牌号	典型焊盘
PCB 主板 SMT	T4-T6	阻容件 0201: 0.3×0.15mm; QFN/BGA 按开孔面积
TOSA/ROSA 光器件封装 / 主芯片 COB 光引擎焊接	T5-T7	TO 引脚 φ0.3mm 圆形焊盘; COB 微焊盘 0.1~0.2mm
高速 FPC 软板热压焊接	T5-T7	窄间距引脚 0.2~0.4mm 长条焊盘
结构件 / 壳体接地焊接	T4	大焊盘 2~5mm

资料来源：唯特偶公告，中邮证券研究所

1.4 锡基粉体：未来有望切入光模块用高端锡膏市场

- 目前常规4N锡粉价格约41万元/吨，而6N-7N锡粉往往需要属于极高纯度的定制稀缺材料，主要用于尖端科研、半导体掺杂或特种合金，常规市场无统一定价。其价格通常基于基础锡锭价格加上数倍到十倍的提纯与深加工溢价。
- 根据唯特偶披露，单个800G光模块需要用到锡膏1.0-1.2g，对应锡粉0.9-1.08g，单个1.6T光模块需要用到锡膏2.0-2.4g，对应锡粉1.8-2.16g，根据Lightcounting预测，2026年800G和1.6T光模块将迎来快速放量，预计2027年1.6T光模块量增下6N/7N锡粉需求量将达到194吨，2030年将达到465吨。
- **投资锡膏产线，未来有望切入光模块用高端锡膏市场。**公司旗下有研纳微公司2025年8月追加预算1.4亿元用于锡膏生产线建设及对外投资并购，目前具备锡膏产能1000吨，未来有望进一步向光模块用高端锡膏市场渗透。

图表11：光模块锡膏需求量测算

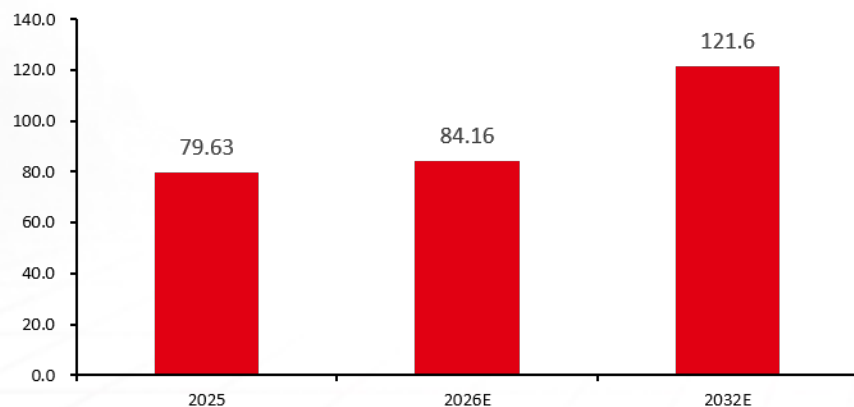
	2026	2027	2028	2029	2030
光模块出货量 (万只)					
800G	4300	5000	4000	3000	2500
1.6T	2000	4600	8500	7500	6000
3.2T		1300	3000	6000	8000
单位用量 (g/只)					
800G	1	1	1	1	1
1.6T	2	2	2	2	2
3.2T	4	4	4	4	4
锡粉需求量 (吨)					
800G	43	50	40	30	25
1.6T	40	92	170	150	120
3.2T		52	120	240	320
合计 (吨)	83	194	330	420	465

资料来源：中际旭创公告，唯特偶公告，iFinD，中邮证券研究所

1.4 锡基粉体：国际巨头主导，国内企业加速突破

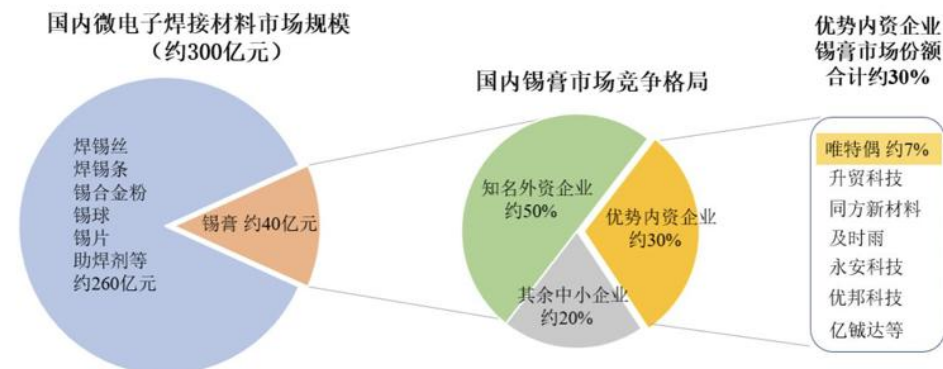
- 根据QYResearch 分析报告，2025年全球电子级锡焊料市场规模约为79.63亿美元，预计至2032年将达到121.6亿美元，2026—2032年复合增长率约为6.3%；其中，中国作为全球最大的市场，约占61%的市场份额。
- 全球电子锡焊料市场呈国际巨头主导高端、国内企业加速追赶的竞争格局。Alpha、干住金属、镅泰等外资企业凭借数十年配方积累与客户认证壁垒，长期占据高端市场及光通信、半导体封装等领域的绝大部分份额，其品牌溢价与技术护城河显著。
- 国内企业以唯特偶、华光新材为代表，已实现消费电子用锡膏的规模化替代，正向通信级高端市场发起冲击。上游粉体环节，有研粉材凭借高纯度球形锡粉制备能力占据国内细分市场龙头地位。

图表12：全球电子级锡焊料市场规模及测算（亿美元）



资料来源：唯特偶公告，中邮证券研究所

图表13：国内锡膏竞争格局

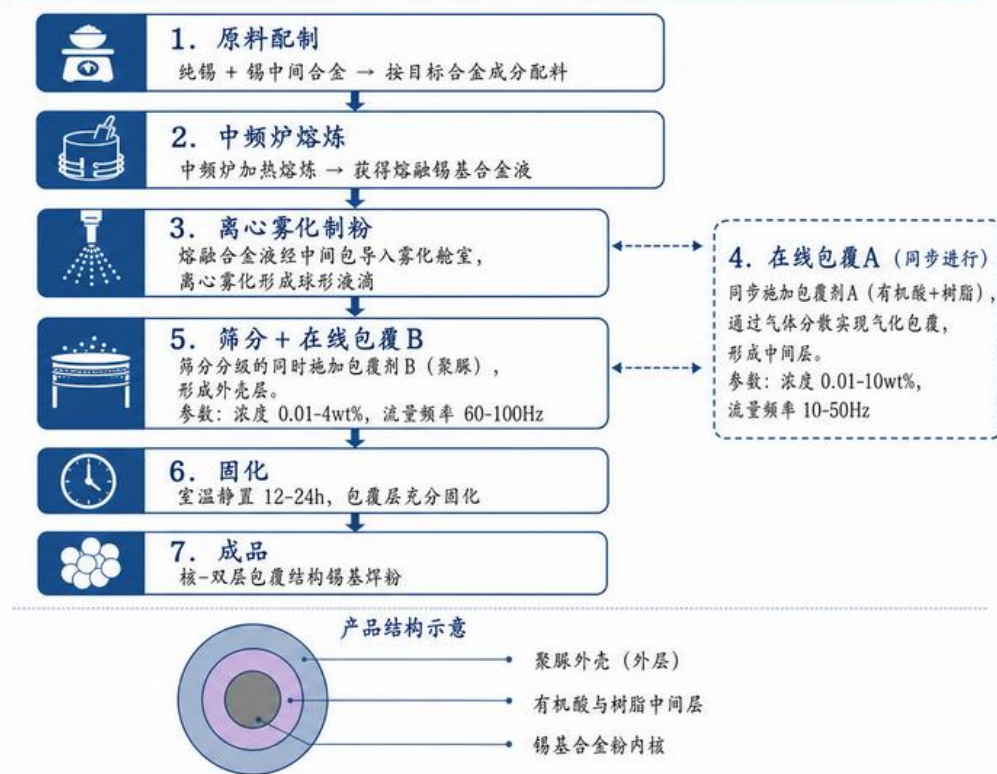


资料来源：唯特偶公告，中邮证券研究所

1.4 锡基粉体：国际巨头主导，国内企业加速突破

- 高端锡粉壁垒来自制备技术、设备定制和客户认证。公司旗下康普锡威采用自主研发的离心雾化技术+自制设备，出粉率达到国际顶尖水平。
- 制备技术方面，锡粉制备技术主要分为雾化法和化学法，其中雾化法（超声波/离心雾化）是制备电子级高品质焊锡粉的核心技术，对粉体窄粒度分布、球形度、氧含量有极高要求，雾化工艺参数（如气压、温度、流速）与粉体性能的映射关系复杂，新玩家缺乏长期数据积累，难以稳定产出符合T5/T7级标准的产品。
- 设备方面核心是熔炼系统和雾化系统，高端锡粉生产通常采用真空或惰性气体保护下的感应熔炼，在不同应用场景（对锡银铜等合金配比有特定要求），设备需具备快速换料、精准温控及在线成分监测能力；雾化系统需要高精度的雾化设备、气流分级设备等，依赖进口或国内少数头部厂商定制。
- 此外，高端产品下游客户认证周期长、供应链准入门槛高，新产品研发过程中也需大量资金支持，资金实力不足的企业很难满足客户的多样化需求。

图表14：康普锡威锡粉制备流程

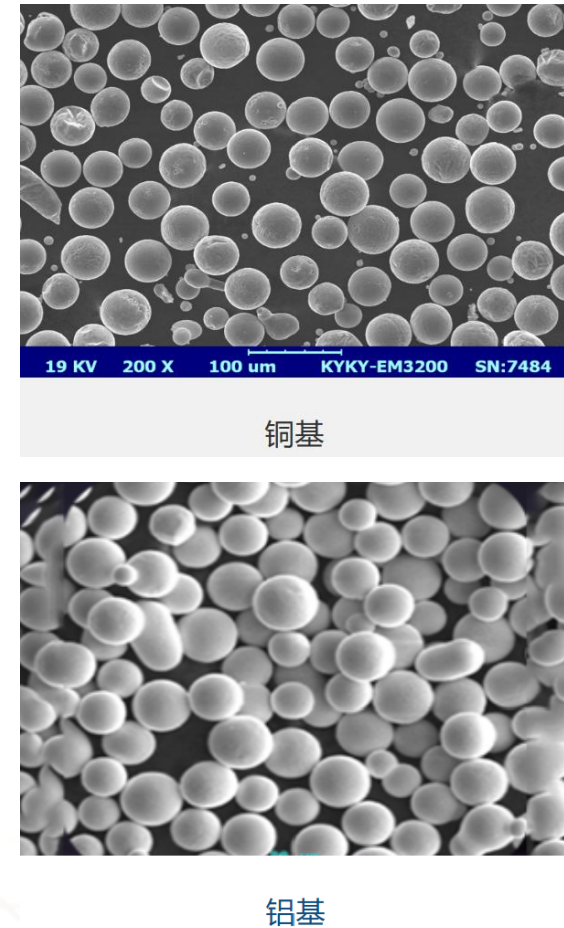


资料来源：国家专利局，中邮证券研究所

1.4 3D打印粉体：战略核心方向之一，扩产4580吨

- 增材制造用粉体材料（3D打印用粉体材料）板块，运营的公司为有研增材及其山东子公司，3D打印粉体产品主要为生产工艺比较有特色的铝合金粉、高温合金粉、铜合金粉和不锈钢粉，另外有研增材除了3D打印用粉体材料还生产一些高温特种粉体材料如软磁、MIM粉等。
- 目前公司销售的3D打印粉体材料主要应用于军工、商业航天等领域，同时民品市场也在积极拓展，已覆盖鞋模、模具、手板等细分场景。
- **新建3D打印粉体产业基地、扩大3D打印粉体产能。**2025年公司3D打印粉体产量 480.56吨，同比+ 63.66%。2025年5月有研增材在山东滨州启动实施山东基地项目，**设计产能约4580吨**，公司预计2026年10月份完成土建施工，11月份启动设备调试工作并于**2027年起逐步释放产能**。当前3D打印市场需求持续爆发，市场前景好，有研增材的现有产能严重不足，扩产是适应当前市场的必然选择；且3D打印板块是公司的战略核心方向之一，扩产符合集团及公司战略方向，有助于支持战新产业快速发展，有助于提升公司整体竞争力水平。

图表15：公司3D打印粉体产品

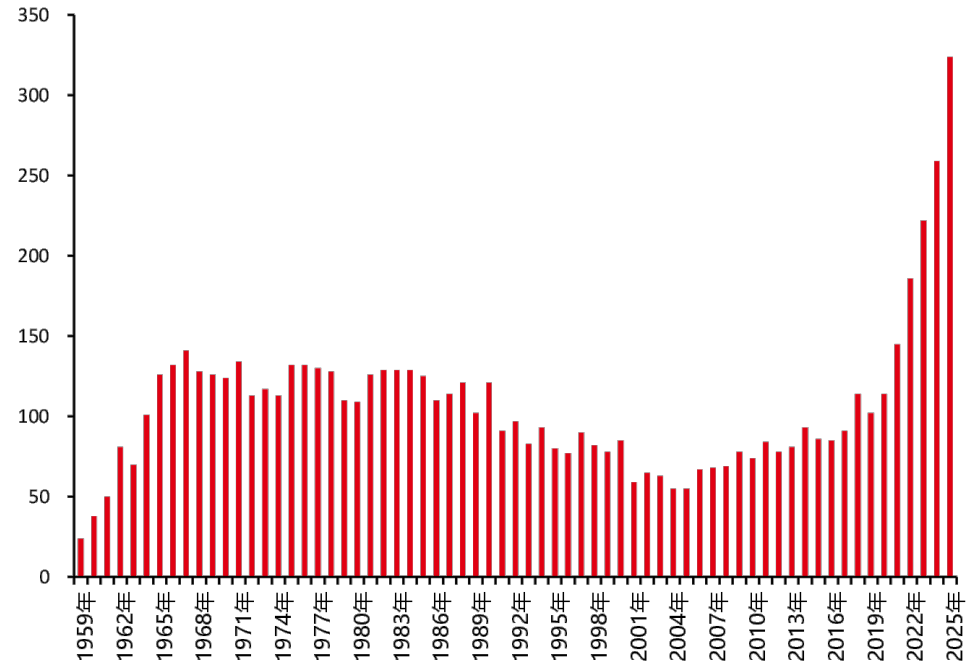


资料来源：有研粉材官网，中邮证券研究所

1.4 3D打印粉体：商业航天打开新成长空间

- 公司代表产品如CuCrZr产品具有一定技术壁垒，利润率领先于公司传统产品，目前产品已在部分商业航天客户的型号产品上实现供货。
- 商业航天液体火箭发动机约 70% 的零部件采用金属 3D 打印，先进型号接近 90%，一体化打印可减重超 50%、强度提升 2 倍以上，交付周期从半年压缩到数周,大幅降低了商业火箭的造价和时间成本，也使得回收试验中的反复结构调整成为可能。
- **商业航天发射频次：**2025年，我国商业航天保持快速发展。全年完成发射50次，占比我国全年宇航发射总数54%。全年入轨商业卫星311颗，占比我国全年入轨卫星总数84%。
- **卫星组网需求：**GW星座规划12992颗、千帆星座规划一期648+二期1296+三期1.5万颗，我国2025年底再向ITU申请新增20.3万颗。

图表16：全球航天发射次数

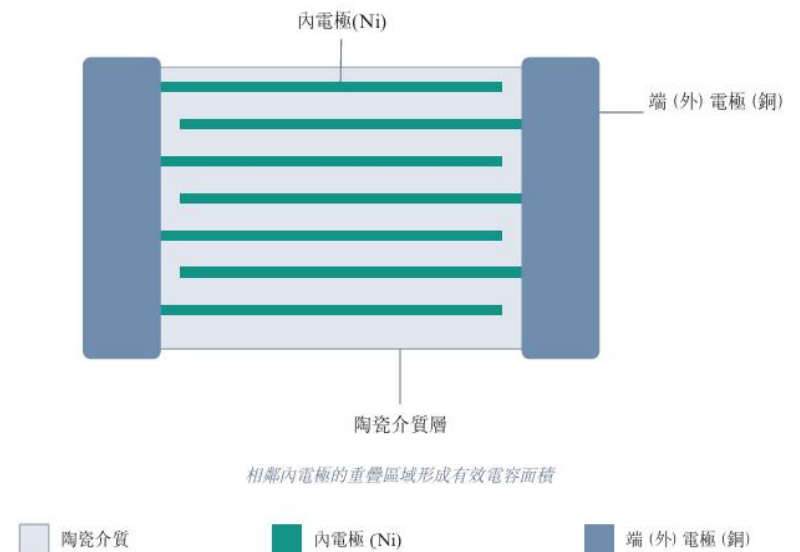


资料来源：Space Stats，中邮证券研究所

1.4 电子浆料：未来产业的重点技术突破

- 第四个板块是电子浆料，与微电子锡基焊粉材料都属于微电子互连材料，有研纳微公司的锡膏模块也属于锡粉的下游领域，主要用于微电子的封装、半导体组装等，新开发的产品包括纳米级铜粉、银铜粉和镍粉。此外有研纳微公司主要聚焦国家重大专项任务，承担了未来产业的重点技术突破。
- **MLCC镍粉：**专门用于MLCC内电极的超细金属镍粉。它被制成导电浆料，与陶瓷介质片交替堆叠，再在受控气氛下高温共烧，形成连续导电薄膜，实现电容器的储能与放电功能。全球MLCC镍粉供应市场高度集中，主要供应商集中于日本和中国内地。按2025年MLCC镍粉收入计，前五大市场参与者合计市占约61.7%。
- **银包铜粉：**一种核壳结构复合粉末，通过化学镀、电镀或机械化学工艺在铜颗粒表面均匀镀覆一层薄银壳。铜芯提供低成本骨架，银壳赋予高导电性与抗氧化性；其芯材制备技术的关键在于在铜基材上形成致密、均匀的银涂层。

图表17：MLCC结构

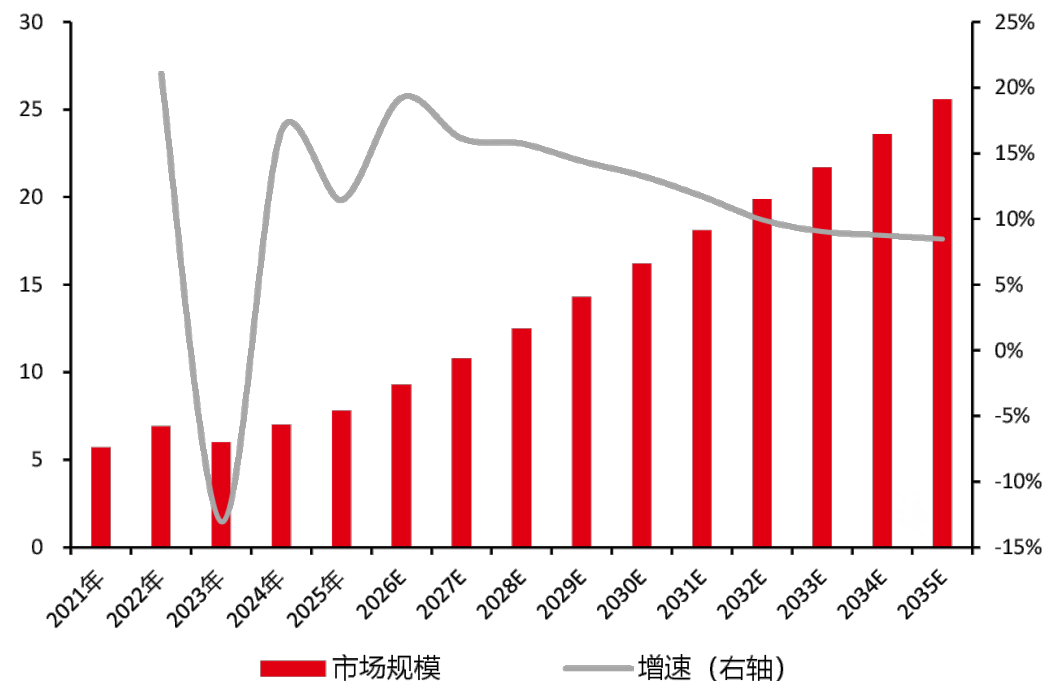


资料来源：博迁新材招股书（草稿），中邮证券研究所

1.4 电子浆料：高端MLCC用镍粉需求持续增长

- 在AI服务器、数据中心、新能源汽车及消费电子升级驱动下，高性能MLCC放量，对内电极镍粉的纯度、粒径、粒径分布、球形度及烧结稳定性提出更高要求。2025年全球MLCC用镍粉市场规模达78亿元，2025–2035年CAGR达12.5%，高端镍粉需求持续上行。
- MLCC镍粉行业属技术+资本双密集型，三大准入壁垒：
 - ① **技术及工艺壁垒**：随着MLCC小型化、高容量化，镍粉要求趋严：约80nm粒径、窄粒径分布、高球形度、良好烧结活性，且需共烧时与陶瓷基材兼容。全球仅少数企业能稳定量产纳米级镍粉。
 - ② **客户认证 + 高转换成本**：认证周期长达3–5年（含材料兼容性测试与终端产线验证）；微小原料变化即可能影响品质，认证后客户不轻易换供应商 → 客户黏性强。
 - ③ **规模化生产 + 资本壁垒**：量产需巨额资本、定制化设备与精准工艺控制，并要攻克实验室→商业化放大的工艺优化与批次稳定性难题 → 对资金、研发、生产管理均形成高门槛。

图表18：全球MLCC镍粉市场规模（十亿元）



资料来源：博迁新材招股书（草稿），中邮证券研究所

1.4 电子浆料：银包铜粉兼具高导电性和成本优势

- 银包铜粉是纯银粉的高性价比替代材料，在HJT和TOPCon电池中均可应用，是光伏电极"以铜代银"、降低银耗成本的关键材料。
- 凭借超薄银壳带来的优异导电性、成本优势及与细线金属化的兼容性，**广泛用于HJT电池**：用于正/背面电极的低温导电浆料（加工温度<250℃）。在保持优异导电性的同时，**成本可降至纯银浆的30–50%**，随HJT产能扩张，应用前景日益广阔。
- TOPCon产线扩张则进一步推动多种电池平台采用"银减量"策略：采用两步金属化工艺平衡性能与成本——先用常规银浆高温（700–850℃）烧结形成致密银晶种层，再将银包铜浆低温（200–300℃）固化于其上，构建银互连网络，既防止铜芯氧化扩散、保证可靠性，又减少高纯银用量、实现降本。
- **降本情况**：传统纯银浆料因银资源稀缺、成本高昂（占HJT电池非硅成本的35%以上），严重制约光伏技术的规模化应用。银包铜浆料技术已在HJT电池实现量产，当前银含量可控制在20%-30%，据思尔维纳米，**银含量20~35%的低银含导电浆料可降低成本40%-70%**。未来银含量有望降至10%以下，降本空间还将进一步打开。

图表19：银包铜浆料应用场景

应用领域	用途	优势
光伏电池（PERC、TOPCon、HJT等）	正面/背面主栅、细栅电极	替代传统纯银浆，降低电池片非硅成本
电子元器件（MLCC、电感、芯片封装）	内电极、端电极、导电胶	成本敏感型产品的理想方案
汽车电子	功率模块、传感器、连接器	高可靠+降本，满足车规级要求
5G/通信	射频器件、天线	高频性能接近银浆

资料来源：方宇鑫材料科技，中邮证券研究所

1.4 盈利预测

图表20：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	3,903.53	5,990.65	8,230.14	9,825.96	营业收入	20.89%	53.47%	37.38%	19.39%
营业成本	3,592.03	5,447.88	7,435.25	8,845.73	营业利润	18.00%	158.22%	61.53%	28.31%
税金及附加	9.05	13.78	18.93	22.60	归属于母公司净利润	17.76%	156.80%	61.53%	28.31%
销售费用	20.01	30.55	41.97	50.11	获利能力				
管理费用	76.37	119.81	164.60	196.52	毛利率	7.98%	9.06%	9.66%	9.98%
研发费用	134.89	206.68	283.94	339.00	净利率	1.79%	3.00%	3.52%	3.79%
财务费用	12.14	3.15	5.55	9.21	ROE	5.53%	13.08%	18.59%	20.65%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.93%	11.18%	15.85%	17.73%
营业利润	76.97	198.75	321.05	411.93	偿债能力				
营业外收入	0.29	0.00	0.00	0.00	资产负债率	40.08%	32.67%	35.43%	35.47%
营业外支出	0.09	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.96	2.43	2.36	2.45
利润总额	77.17	198.75	321.05	411.93	营运能力				
所得税	5.29	13.61	21.99	28.22	应收账款周转率	12.82	23.02	41.67	39.18
净利润	71.88	185.14	299.06	383.71	存货周转率	10.89	14.90	16.62	15.65
归母净利润	69.93	179.58	290.08	372.20	总资产周转率	2.02	2.84	3.62	3.68
每股收益(元)	0.67	1.73	2.80	3.59	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.67	1.73	2.80	3.59
货币资金	210.58	150.78	27.72	4.15	每股净资产	12.20	13.24	15.06	17.39
交易性金融资产	104.24	104.24	104.24	104.24	估值比率				
应收票据及应收账款	571.54	332.81	457.23	545.89	PE	236.61	92.14	57.04	44.46
预付款项	68.14	27.24	37.18	44.23	PB	13.09	12.05	10.60	9.18
存货	352.93	378.33	516.34	614.29					
流动资产合计					现金流量表				
流动资产合计	1,616.36	1,557.93	1,975.66	2,394.51	净利润	71.88	185.14	299.06	383.71
固定资产	414.33	377.41	340.20	302.77	折旧和摊销	42.77	44.10	45.58	47.04
在建工程	5.05	4.04	3.23	2.58	营运资本变动	-229.68	-222.85	-383.79	-341.55
无形资产	71.96	88.42	103.88	118.34	其他	20.57	19.00	25.02	29.41
非流动资产合计	528.39	519.52	495.94	470.90	经营活动现金流净额	-94.46	25.38	-14.13	118.61
资产总计	2,144.75	2,077.45	2,471.60	2,865.41	资本开支	-36.82	-22.00	-22.00	-22.00
短期借款	225.37	265.37	305.37	345.37	其他	-255.68	-24.85	-16.46	-19.65
应付票据及应付账款	227.87	325.36	464.70	552.86	投资活动现金流净额	-292.50	-46.85	-38.46	-41.65
其他流动负债	369.58	50.27	67.93	80.64	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	822.82	641.00	838.00	978.86	股权融资	31.89	39.66	40.00	40.00
其他	36.81	37.61	37.61	37.61	其他	267.66	-77.08	-110.47	-140.52
非流动负债合计	36.81	37.61	37.61	37.61	筹资活动现金流净额	304.55	-37.42	-70.47	-100.52
负债合计	859.63	678.61	875.61	1,016.47	现金及现金等价物净增加额	-80.52	-59.79	-123.07	-23.56
股本	103.66	103.66	103.66	103.66					
资本公积金	651.45	651.45	651.45	651.45					
未分配利润	473.90	562.55	707.21	892.82					
少数股东权益	20.69	26.24	35.21	46.72					
其他	35.43	54.95	98.46	154.29					
所有者权益合计	1,285.12	1,398.84	1,595.99	1,848.94					
负债和所有者权益总计	2,144.75	2,077.45	2,471.60	2,865.41					

资料来源：有研粉材公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表21：财务报表和主要财务比率

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,904	5,991	8,230	9,826
增长率(%)	20.89	53.47	37.38	19.39
EBITDA(百万元)	140	246	372	468
归属母公司净利润(百万元)	70	180	290	372
增长率(%)	17.76	156.80	61.53	28.31
EPS(元/股)	0.67	1.73	2.80	3.59
市盈率 (P/E)	236.61	92.14	57.04	44.46
市净率 (P/B)	13.09	12.05	10.60	9.18
EV/EBITDA	57.71	67.80	45.25	36.11

资料来源：有研粉材公告，中邮证券研究所

1.5 风险提示

- 价格波动风险;
- 下游需求不及预期风险;
- 国内外项目投产进度不及预期风险;
- 模型假设与实际不符;
- 政策超预期风险等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

李帅华（首席分析师）

SAC编号：S1340522060001

邮箱：lishuaihua@cnpsec.com

魏欣（分析师）

SAC编号：S1340524070001

邮箱：weixin@cnpsec.com

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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。

投资评级说明

投资评级标准

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。

类型

股票评级

增持

中性

回避

行业评级

强于大市

中性

弱于大市

可转债

推荐

谨慎推荐

中性

回避

评级

买入

增持

中性

回避

强于大市

中性

弱于大市

推荐

谨慎推荐

中性

回避

说明

预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

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



中 邮 证 券
CHINA POST SECURITIES