



重要在研产品取得突破，助力公司加速成长

——天马新材点评报告

2024年10月11日

- 事件：**公司于10月10日发布重要在研产品取得阶段性成果公告，公司自主研发的Low- α 射线球形氧化铝粉体取得阶段性成果，该产品检测放射性元素铀（U）和钍（Th）的含量均低于5ppb级别，经过进一步对粒度级配和晶体形貌的调整，目前公司已掌握该产品的核心技术，实验室阶段已取得突破性进展，处于实验中试向产业化过渡阶段。公司将尽快与下游客户对接洽谈送样验证事项。
- Low- α 射线球形氧化铝的关键性能指标——将放射性元素控制在ppb级：**Low- α 射线球形氧化铝是一种低 α 射线指标的球形氧化铝材料，其具有 α 粒子含量低、导热率高、绝缘性优、粒径分布可调、球形化率高、体积填充率高、磁性异物含量低等优点，主要作为功能填料用于高性能或具有特殊用途的芯片封装场景，属于先进芯片高端封装材料。对球形氧化铝的Low- α 射线的控制，需要将放射性元素铀（U）和钍（Th）的含量降至ppb（十亿分之一）级别，技术壁垒高、工艺难度大，且需兼顾形貌控制等其他多项指标，在高带宽存储器（HBM）封装技术中，Low- α 射线球形氧化铝作为关键填充材料能够减少信号串扰、提高信号完整性、保障芯片的高性能运行。
- 研发投入持续增长，在研项目储备丰富：**2024年上半年，公司研发费用为436.95万元，同比增长10.64%，研发费用率为4.02%。2020年-2023年公司研发费用由468.10万元增长至893.19万元，复合增长率为24.03%，过去4年公司的研发投入持续增长。公司在研项目储备丰富，除Low- α 射线球形氧化铝粉体之外，公司布局的高纯氧化铝粉体纯度达到4N和5N级别，可应用于精细陶瓷基片、蓝宝石衬底、透明陶瓷、生物陶瓷、半导体集成电路基片等领域，该类产品未来量产后有望打破国内主要依赖进口的行业格局，成为公司新的营收增长极。
- 新产能投产稳步推进，产品结构有望持续优化：**公司的年产5万吨电子陶瓷粉体材料生产线目前已投产，处于产能爬坡阶段；年产5千吨高导热粉体材料生产线已基本建设完成，进入设备调试和试生产阶段，其主要产品球形氧化铝可用于制作导热界面材料、导热铝基覆铜板、特种陶瓷等领域等，最终延伸可用于电子材料、高端基板行业等的封装封测。新生产线的产能释放有助于公司提供差异化产品研发和解决方案，优化产品结构，保持客户粘性。
- 投资建议：**Low- α 射线球形氧化铝的研发突破将助力公司构建多层次产品矩阵，布局高端精细氧化铝材料产业。我们预计公司2024-2026年归母净利润为0.43/0.58/0.75亿元，同比增长247.63%/35.75%/29.35%，对应市盈率分别为26/19/15倍。我们认为，天马新材作为精细氧化铝粉体的细分赛道龙头，随着公司新建产能的投产、下游行业的复苏以及前期研发投入的逐步转化，公司有望迈入加速成长期，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**主要客户收入占比较高的风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险。

天马新材 (838971.BJ)

推荐 维持评级

分析师

范想想

☎：010-8092-7663

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

贾亚萌

☎：010-80927680

✉：jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

市场数据 2024-10-10

股票代码	838971.BJ
A股收盘价(元)	10.59
上证指数	3,301.93
总股本(万股)	10,600.80
实际流通A股(万股)	8,469.03
流通A股市值(亿元)	8.97

相对北证50表现图 2024-10-10



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河非金属】公司深度报告_天马新材(838971.BJ)_精细氧化铝领域技术优势明显，未来成长可期
- 【银河北交所&建材】公司点评_天马新材_深耕精细氧化铝二十余年，产能释放+结构优化引领高质量成长

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	189	289	391	483
收入增长率%	1.54	53.08	35.29	23.53
归母净利润(百万元)	12	43	58	75
利润增速%	-65.62	247.63	35.75	29.35
毛利率%	26.23	26.28	26.85	27.74
摊薄 EPS(元)	0.12	0.40	0.55	0.71
PE	91.63	26.36	19.42	15.01
PB	2.57	2.34	2.09	1.83
PS	5.95	3.88	2.87	2.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3. 【银河北交所&建材】公司点评_天马新材(838971)_营收利润双增长, 受益于下游消费电子复苏

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	290.27	369.82	441.86	519.22
现金	26.03	101.87	123.47	178.85
应收账款	30.22	46.66	63.39	65.10
其它应收款	0.22	0.24	0.33	0.41
预付账款	2.56	5.51	7.39	9.02
存货	70.30	76.88	95.36	106.76
其他	160.94	138.66	151.92	159.08
非流动资产	228.50	221.54	229.86	247.30
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	62.18	102.46	128.30	149.12
无形资产	26.94	26.21	25.48	24.75
其他	139.38	92.87	76.08	73.43
资产总计	518.77	591.36	671.72	766.52
流动负债	61.59	90.19	112.73	132.74
短期借款	4.60	14.60	24.60	34.60
应付账款	11.61	16.26	20.23	22.75
其他	45.38	59.33	67.89	75.39
非流动负债	20.47	21.27	21.27	21.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.47	21.27	21.27	21.27
负债合计	82.06	111.46	134.00	154.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	436.71	479.90	537.72	612.50
负债和股东权益	518.77	591.36	671.72	766.52

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	19.40	70.73	38.00	84.20
净利润	12.25	42.59	57.82	74.78
折旧摊销	7.37	14.81	18.09	21.38
财务费用	0.10	0.00	0.00	0.00
投资损失	-3.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1.09	14.04	-37.35	-11.41
其它	1.58	-0.71	-0.55	-0.55
投资活动现金流	-104.23	-7.78	-26.41	-38.82
资本支出	-106.76	-9.60	-26.41	-38.82
长期投资	-0.32	0.00	0.00	0.00
其他	2.86	1.82	0.00	0.00
筹资活动现金流	-7.64	12.89	10.00	10.00
短期借款	-5.40	10.00	10.00	10.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2.24	2.89	0.00	0.00
现金净增加额	-92.46	75.84	21.59	55.39

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	188.79	289.00	391.00	483.00
营业成本	139.27	213.05	286.00	349.00
营业税金及附加	0.97	2.35	2.63	3.22
营业费用	2.28	3.21	4.37	5.53
管理费用	9.26	11.99	17.76	21.89
财务费用	-0.69	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.68	0.15	0.15	0.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	31.77	47.17	64.03	82.82
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	18.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.99	47.17	64.03	82.82
所得税	0.74	4.58	6.22	8.04
净利润	12.25	42.59	57.82	74.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	12.25	42.59	57.82	74.78
EBITDA	35.45	61.97	82.12	104.20
EPS(元)	0.12	0.40	0.55	0.71

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	1.54%	53.08%	35.29%	23.53%
营业利润增速	-20.30%	48.47%	35.75%	29.35%
归属母公司净利润增	-65.62%	247.63%	35.75%	29.35%
毛利率	26.23%	26.28%	26.85%	27.74%
净利率	6.49%	14.74%	14.79%	15.48%
ROE	2.81%	8.87%	10.75%	12.21%
ROIC	6.00%	8.59%	10.26%	11.53%
资产负债率	15.82%	18.85%	19.95%	20.09%
净负债比率	-4.91%	-17.90%	-18.13%	-23.33%
流动比率	4.71	4.10	3.92	3.91
速动比率	1.83	2.25	2.30	2.48
总资产周转率	0.38	0.52	0.62	0.67
应收账款周转率	6.01	7.52	7.11	7.52
应付账款周转率	13.34	15.29	15.68	16.24
每股收益	0.12	0.40	0.55	0.71
每股经营现金	0.18	0.67	0.36	0.79
每股净资产	4.12	4.53	5.07	5.78
P/E	91.63	26.36	19.42	15.01
P/B	2.57	2.34	2.09	1.83
EV/EBITDA	48.01	16.73	12.48	9.40
P/S	5.95	3.88	2.87	2.32

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想，北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队队员。

贾亚萌，建材行业分析师。澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn