

天马新材 (838971)

氧化铝单项冠军行业领导者，需求增长与产能落地助推发展新局面

买入 (首次)

2024年03月15日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	207.90	185.93	188.79	355.44	553.08
同比	87.45%	-10.57%	1.54%	88.27%	55.60%
归母净利润 (百万元)	54.25	35.64	12.24	65.48	117.73
同比	234.40%	-34.31%	-65.66%	435.11%	79.79%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.51	0.34	0.12	0.62	1.11
P/E (现价&最新摊薄)	19.00	28.92	84.21	15.74	8.75

投资要点

■ **深耕材料领域 20 年，氧化铝行业单项冠军：(1) 天马新材是国家级专精特新“小巨人”企业，在材料、工艺、设备端拥有核心竞争力。**材料端：公司制备高纯氧化铝工艺简洁、效率高、污染小；工艺端：公司从 2000 年成立至今，积累了丰富的经验；设备端：公司根据自身工艺需求对标准化设备进行定制化改造。目前公司产品齐全，壁垒较高，伴随下游电子、新能源发展，发展前景广阔。(2) **客户优质，下游订单放量，公司有望迎来量价持续增长。**公司下游主要客户为行业领军企业，合作粘性高，且均有不同的扩产能计划促使订单放量。天马新材的营收和净利润从 17 年的 0.91 亿元和 0.11 亿元增长到 22 年的 1.86 亿元和 0.36 亿元，营收和净利润的年复合增长率为 16% 和 27%，后续公司粉体随客户扩产及下游复苏有望迎来量价持续增长。(3) **研发费用逐年提高，产品竞争力强，公司核心技术产品收入占比超九成。**

■ **应用前景广阔，新能源及电子制造需求增长带动放量：(1) 消费电子、智能汽车市场不断扩容，电子陶瓷需求量持续增长。**2018 年至 2022 年，中国电子陶瓷行业的市场规模快速增长，从 577 亿元增加到 998 亿元，年复合增长率达到 14.7%。(2) **下游景气度回升，业绩将环比逐渐改善。**下游消费电子板块周期触底，公司电子陶瓷及电子玻璃业务 (23 年收入占比超 70%) 跟随消费电子周期，预计将逐渐环比改善，24 年业绩增长确定性高。(3) **涂覆隔膜市场前景广阔，加速高端精细氧化铝国产替代进程。**据 GGII 预测，2025 年预计无机涂覆膜用量为 39.0 亿平方米，2021-2025 年复合增长率将高达 25.54%。当前处于精细氧化铝的进口替代窗口期，公司持续研发突破技术瓶颈，迎来精细氧化铝的高速发展期。

■ **产能释放在即，打开业绩增长新空间：(1) 2024 年进入产能释放周期，有望推动业绩释放。**原有共线产能 26000 万吨和高压电器产能 3000 吨，后续增加产能 6 万吨：预计业绩会在未来 3 年内均匀释放，除原有业务外，有望开辟公司增长第二曲线。(2) **产品结构趋向高端化，盈利能力增强。**24 年投产的 5000 吨铝售价大幅提升。售价相较于原有售价大幅提升。产能倍增+需求旺盛订单量充足+盈利能力改善，打开业绩增长新空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.12/0.65/1.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.12/0.62/1.11 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 84/16/9 倍，**基于公司未来成长性及下游市场需求增长迅速，有望进入新一轮高质量发展空间，首次覆盖给予“买入”评级。**

■ **风险提示：**(1) 原材料价格波动风险；(2) 新业务发展不达预期；(3) 宏观经济波动及产业政策变化

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.71
一年最低/最高价	6.72/19.93
市净率(倍)	2.31
流通 A 股市值(百万元)	311.41
总市值(百万元)	1,030.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.21
资产负债率(% ,LF)	12.48
总股本(百万股)	106.13
流通 A 股(百万股)	32.07

相关研究

内容目录

1. 专精特新氧化铝行业领导者，单项冠军高速增长	4
1.1. 深耕材料领域 20 年，产品布局多元化	4
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富	4
1.3. 营收利润稳步增长，各项费率稳中有降	6
2. 氧化铝粉体多元应用前景广阔，半导体及电子制造需求增长带动放量	8
2.1. 下游高景气带动国内电子陶瓷市场需求持续增长	10
2.2. 电子及光伏玻璃国产替代进程加速促进上游材料销量提升	11
2.3. 涂覆隔膜的应用丰富，市场空间广阔	12
2.4. 下游高压电器应用放量推动产品销量	13
3. 产线布局紧密，打开业绩增量空间	14
3.1. 拓展球形氧化铝业务，打开第二增长曲线	15
3.2. 下游需求高增，拉动锂电隔膜用勃姆石发展	17
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 盈利预测拆分	17
4.2. 投资建议及估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 天马新材近 5 年发展历程.....	4
图 2: 天马新材股权架构 (截至 2024 年 3 月 15 日)	5
图 3: 天马新材管理层.....	6
图 4: 不同种类氧化铝销售占比.....	7
图 5: 公司收入和归母净利润及其 yoy.....	7
图 6: 毛利率净利率变化.....	8
图 7: 天马新材主要客户.....	9
图 8: 精细氧化铝市场金字塔状竞争格局.....	10
图 9: 氧化铝陶瓷基板流延成型.....	11
图 10: CL 系列低钠 α -氧化铝用途.....	11
图 11: 电子陶瓷用氧化铝收入、收入比例及毛利率变化.....	11
图 12: 电子及光伏玻璃用粉体收入、收入比例及毛利率变化.....	12
图 13: 锂电池陶瓷隔膜用高纯氧化铝用途.....	13
图 14: 锂电池陶瓷隔膜用高纯氧化铝形态.....	13
图 15: 锂电池隔膜用精细氧化铝粉体的收入、收入比例及毛利率变化.....	13
图 16: 高压电器用粉体收入、收入比例及毛利率变化.....	14
图 17: 新建产能情况.....	15
图 18: 导热用 α 球形氧化铝 1	15
图 19: 导热用 α 球形氧化铝 2	15
图 20: 中国球形氧化铝市场规模预测 (亿元)	16
图 21: 导热用系列 QW 球形氧化铝规格书.....	16
图 22: 2023~2025 年产能预测 (单位: 吨)	18
图 23: 天马新材分业务盈利预测.....	19
图 24: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 3 月 14 日)	19

1. 专精特新氧化铝行业领导者，单项冠军高速成长

1.1. 深耕材料领域 20 年，产品布局多元化

(1) 天马新材是一家专注于先进无机非金属材料领域的企业。公司长期致力于研发生产精细氧化铝粉体材料，材料适用于制造电子陶瓷基片、电子玻璃、锂电池隔膜、高压电器和晶圆研磨抛光液等产品。天马新材是国家级专精特新企业，获得工信部颁发的“制造业单项冠军示范企业”荣誉称号。(2) 精细氧化铝粉体是电子陶瓷器件、电子玻璃、锂电池隔膜、高压电器和晶圆研磨抛光材料等产品的重要基础材料。粉体具备绝缘性、耐高温性、高导热性和化学稳定性等特点，所以被广泛应用于集成电路、消费电子、电力工程、电子通讯、新能源汽车、平板显示和光伏发电等多个国家重点发展领域。(3) 作为国内领先的精细氧化铝粉体国产化企业，天马新材于 2022 年在北交所成功上市。当前，我国的集成电路、消费电子、电力工程、电子通讯、新能源汽车、平板显示和光伏发电等战略新兴行业正经历快速发展阶段。天马新材通过持续的产品研发和市场开拓，逐渐形成多元化的产品布局，与头部企业建立起了长期稳定的合作关系。

图1：天马新材近 5 年发展历程

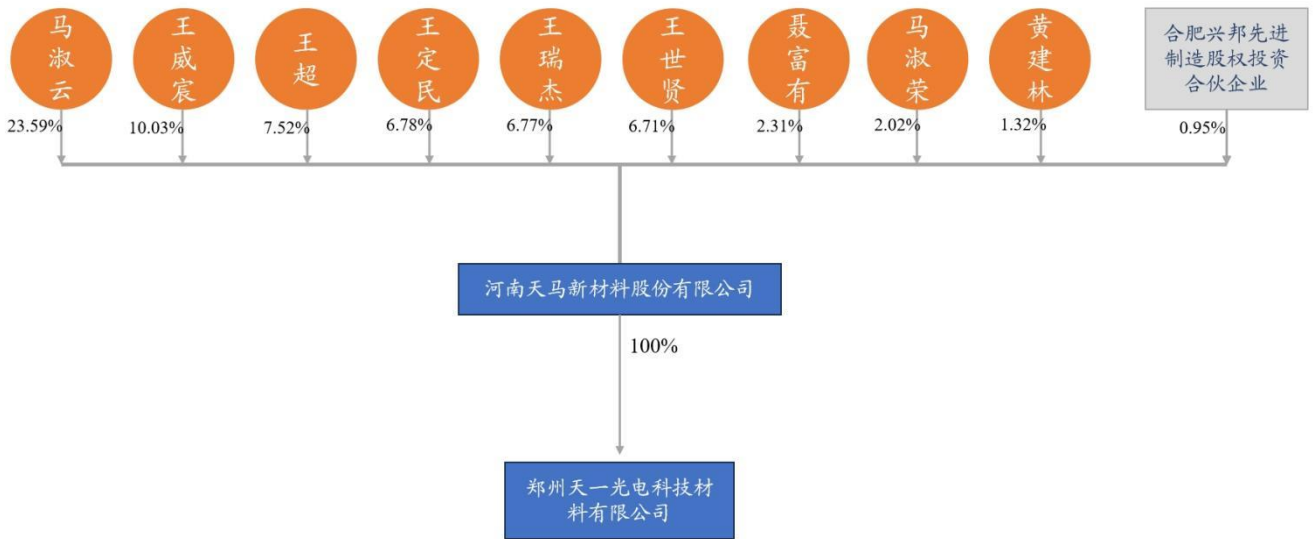


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司的股权结构稳定，属于家族式企业。马淑云和王世贤是实际控制人，其儿子王威宸是一致行动人，三人合计持有公司 40.33%的股权。马淑云曾任职郑州轻金属研究院，王世贤具备高级工程师资质，曾任职于中国有色金属等公司。实际控制人多年来在该行业中积累了丰富的经验，对原材料价格趋势把握敏锐，对行业发展规律和趋势具有深刻的洞察力。

图2: 天马新材股权架构 (截至 2024 年 3 月 15 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司管理层拥有着丰富的研发与生产经验。团队的核心是董事长马淑云女士, 拥有二十余年精细氧化铝技术研发与生产经营经验。团队成员具备深厚的理论基础和丰富的实践经验, 对精细氧化铝的理论研究、工艺技术和产业化应用有着独到的理解。公司的高管团队包括总经理马淑云和副总经理黄建林等人。马淑云女士在冶金物理化学专业拥有本科学历, 曾在郑州轻金属研究院任助理工程师和工程师职位。而黄建林先生是硅酸盐系玻璃专业的硕士研究生, 从 2021 年 11 月开始在天马新材任职, 曾担任研发总监和副总经理职位。

图3: 天马新材管理层

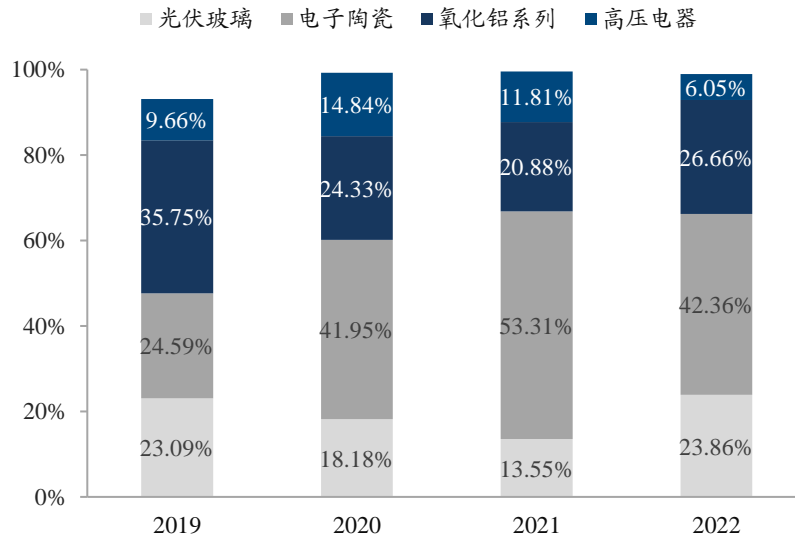
姓名	职务	履历
马淑云	董事长、总经理	女，出生于1968年8月，毕业于北京科技大学，冶金物理专业，专业背景良好。1991年7月至2000年9月任职于郑州轻金属研究院，历任助理工程师，工程师，高级工程师，产业经验丰富；2000年9月至2016年1月，任职于天马微粉，历任经理，执行董事兼总经理；2016年2月至今，任职于天马新材，担任董事长，总经理，管理经验丰富。2005年6月至今，任郑州市上街区粉体商会会长，2006年1月至2012年3月，任郑州市工商联常委，郑州市总商会副会长。
茹红丽	董事、财务总监	女，出生于1969年9月，中级会计师，税务师，拥有30年财务、税务工作经验。1993年1月至1996年2月在郑州市上街区物资总公司担任会计，1996年3月至2000年12月郑州市国家税务局税务咨询代理中心上街区分部从事税务咨询；2001年2月至2018年1月在河南同兴税务师事务所有限公司从事财税咨询；2018年2月至今，河南天马新材料股份有限公司财务部从事会计工作。
马明江	董事、副总经理	男，出生于1962年5月，毕业于佳木斯师范专科学校，化学专业，专业背景对口。2002年8月至2016年1月，任职于天马微粉，历任生产主管，生产部经理，生产副总。2016年2月至今，任职于天马新材股份，担任董事，副总经理。在公司内拥有着20年的生产管理工作经验。
黄建林	副总经理	男，出生于1965年8月，毕业于西北轻工业学院，硅酸盐系玻璃专业，专业背景良好，拥有着30余年的相关产业工作、管理经验。1993年1月-2016年5月，任职于珠海彩珠金顺有限公司，历任工程师、总经理、总工程师；2016年6月至近，任职于河南天马新材料股份有限公司，历任总经理助理、副总经理。
胡晓晔	董事会秘书	出生于1983年2月12日，产业经济学专业，硕士学历，对证券事务有10年的工作经验。2013年11月至2021年9月，分别任职于郑州瑞龙制药股份有限公司、河南红枫生物高科股份有限公司、河南润弘制药股份有限公司、金居建设发展股份有限公司，担任证券事务代表。2021年12月至今，任职于河南天马新材料股份有限公司，历任董秘办员工，董事会秘书。
孙亚光	独立董事	出生于1962年4月，矿物加工专业，博士，教授级高级工程师，1983年7月至1998年11月于河南焦作化工总厂，担任科研所所长；1998年12月至2005年11月，任职于中国地质科学院郑州矿产综合利用研究所，担任科技开发处副处长；2005年12月至今任职于河南工业大学材料科学与工程学院，从事科研与教学工作；2022年1月至今兼任河南飞孟金刚石股份有限公司独立董事。孙亚光先生同时兼任全国化学标准化委员会无机化工分技术委员会委员，中国有色金属工业协会钛锆铌分会专家组专家，中国硅酸盐学会陶瓷分会常务理事，中国硅酸盐学会特种陶瓷委员会理事。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 营收利润稳步增长，各项费率稳中有降

(1) 公司的主要收入来源是销售电子陶瓷用、电子玻璃用、高压电器用、高导热封装材料用、锂电池隔膜涂覆用、研磨抛光用和耐火材料用精细氧化铝粉体材料。(2) 随着公司产能的提升以及客户和产品类别的不断拓展，公司的整体业绩稳步增长。营收和净利润从2017年的0.91亿元和0.11亿元增长到2022年的1.86亿元和0.36亿元，营收和净利润的复合增长率分别为16%和27%。这主要得益于公司根据市场实际情况充分发挥自身优势，积极开展各项工作，使得经营业绩持续改善。(3) 受到2022年消费电子产业下游需求下降的影响，电子陶瓷需求减少，导致整体业绩有所下滑。

图4：不同种类氧化铝销售占比

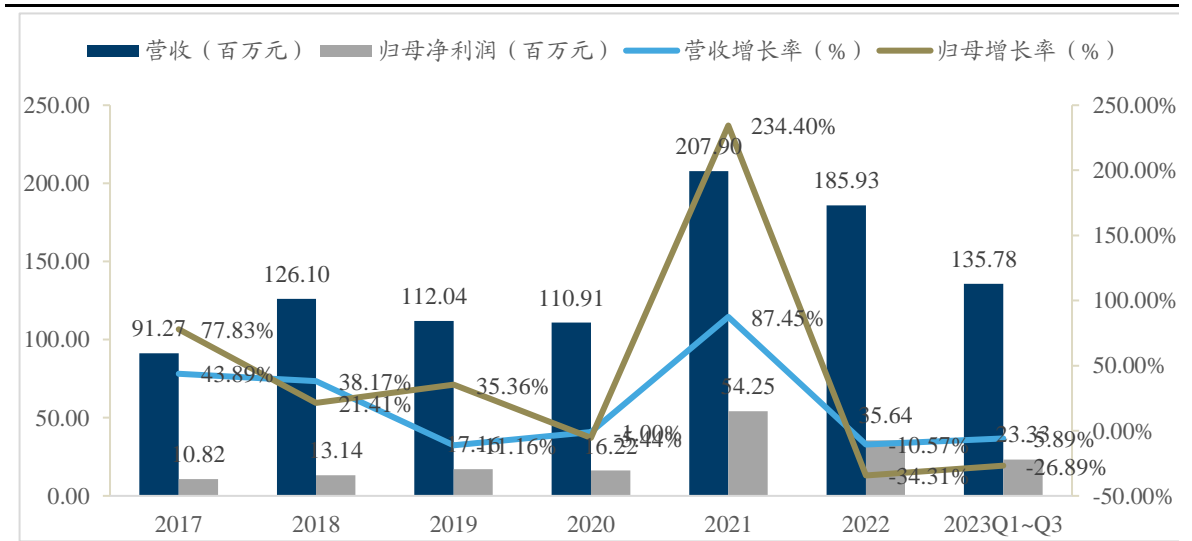


数据来源：Wind，东吴证券研究所

(1) 主业周期触底。电子陶瓷及电子玻璃业务占公司营收比例最大，2023Q1-Q3 收入占比近 80%。22 年和 23 年一季度受到宏观经济环境、行业周期变动等复杂因素影响，公司下游消费电子行业需求放缓，销售量受到一定影响，23 年二季度以来下游需求改善，核心客户三环集团自 2022Q3 以来不断扩张电子陶瓷相关产业，为天马新材带来订单。同时，液晶面板市场触底反弹，价格持续稳步上升，公司 2023H1 电子玻璃业务较上年同期增长 77.27%，

(2) 高压电器用粉体主要用于高压、特高压绝缘件的填充材料，23H1 收入占比 4.6%，同比下滑 42%。2022 年开始特高压建设放缓，收入下滑，不过公司在该板块收入占比小，对公司发展影响不大。

图5：公司收入和归母净利润及其 yoy



数据来源：Wind，东吴证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/655003331030011123>