

环比改善趋势明确，新业务进展顺利

➤ **事件概述：**2023 年上半年，公司实现营收 2.83 亿元，同比减少 43%，实现归母净利润 1686 万元，同比减少 83%，实现扣非归母净利润 -518 万元，同比减少 105%。2023Q2，公司实现营收 1.58 亿元，同比减少 35%，环比增加 27%；实现归母净利润 1506 万元，同比减少 74%，环比增加 737%；实现扣非归母净利润 453 万元，同比减少 92%，环比增加 147%。

➤ 点评：环比改善趋势明确，新业务进展顺利

➤ **量：**公司产品销量持续爬升。公司 2023H1 公司产品出货量持续回升，2023Q1 合计出货量约 185 吨，环比 2022Q4 增长 77%，2023Q2 合计出货量约 274 吨，环比 2023Q1 增长 48%。镍粉方面，2023Q1 出货约 173 吨，参考整体出货量 48% 的增长速度，我们测算 2023Q2 镍粉出货约 255 吨；银包铜粉方面，2023 年上半年累计出货量已达 3 吨以上，下半年有望继续放量贡献业绩增量。

➤ **价：**公司整体盈利有望持续改善。公司 2023Q2 毛利率 12.14%，环比下滑 6.22pct，主要系公司高价库存仍未消化，同时镍价持续下行放大成本端影响（2023Q1 金川镍均价约 20.76 万元/吨，2023Q2 金川镍均价约 18.16 万元/吨，环比下跌 2.6 万元/吨）；其次公司镍粉 2023Q1 产能利用率为 28.02%，产能发挥不足引起单位产品承担的人工及制造费用等固定生产成本支出上升，进一步压缩产品毛利润；同时产品结构方面 2023Q2 销量恢复主要为低毛利产品，低毛利产品结构占比提升略拖累毛利率。伴随公司产能利用率持续爬升，高价库存持续消化，叠加高毛利产品有望逐步起量，公司盈利能力有望持续改善。

➤ **核心看点：**公司镍粉主业伴随下游 MLCC 行业逐步复苏，出货量有望持续增长，同时得益于分级工艺优化与技术创新提高小粒径成品镍粉品质，公司小粒径镍粉新品及车规级镍粉产品也有望逐步放量，盈利扰动因素有望逐步消化实现营收和盈利双增；银包铜粉 2023H1 已实现累计超 3 吨出货，下半年出货量级有望进一步提升，贡献业绩增量；纳米硅粉中试产线项目预计在 2023 年年底前建设完成，产业化进程有望加速打开新成长空间；大股东定增全额认购，彰显对公司未来发展信心。

➤ **投资建议：**我们认为电子行业需求全年复苏趋势明确，公司镍粉业务环比有望持续改善，叠加 23 年银包铜粉出货量级快速提升，全年业绩预计呈现环比持续改善走势。纳米硅粉业务产业化进程也有望加速，打开公司又一成长空间。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，“一体两翼”布局，成长空间可期，我们调整 2023-2025 年归母净利润分别为 0.95/1.65/3.09 亿元，对应 2023 年 8 月 18 日收盘价的 PE 为 86/49/26 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格大幅波动风险，新品进展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	747	829	1246	1744
增长率（%）	-23.0	11.1	50.3	39.9
归属母公司股东净利润（百万元）	153	95	165	309
增长率（%）	-35.5	-38.2	73.8	87.2
每股收益（元）	0.59	0.36	0.63	1.18
PE	53	86	49	26
PB	4.8	4.8	4.5	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
31.02 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1. 博迁新材 (605376.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：下游需求疲弱销量受挫，新产品依然值得期待-2023/05/06

2. 博迁新材 (605376.SH) 深度报告：PVD 技术为基，“一体两翼”起飞-2023/02/15

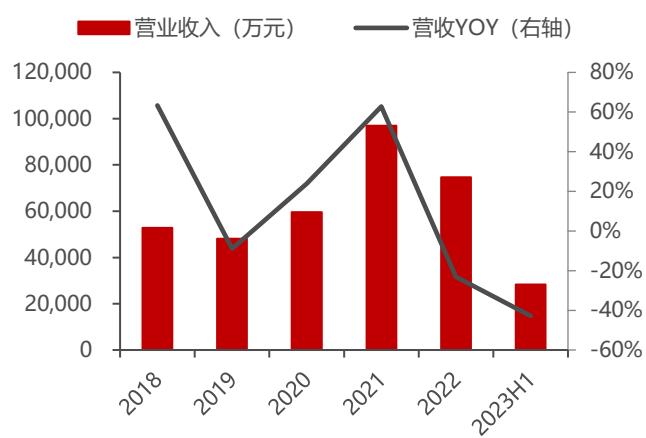
目录

1 事件概述：公司发布 2023 年半年度报告	3
2 点评：环比改善趋势明确，新业务进展顺利	4
2.1 销量环比提升显著，银包铜粉实现突破吨级销售	4
2.2 2023Q1 毛利下滑显著，拖累业绩	7
3 核心看点：下游需求复苏趋势明确拐点已现，新品放量有望贡献增量业绩	9
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：公司发布 2023 年半年度报告

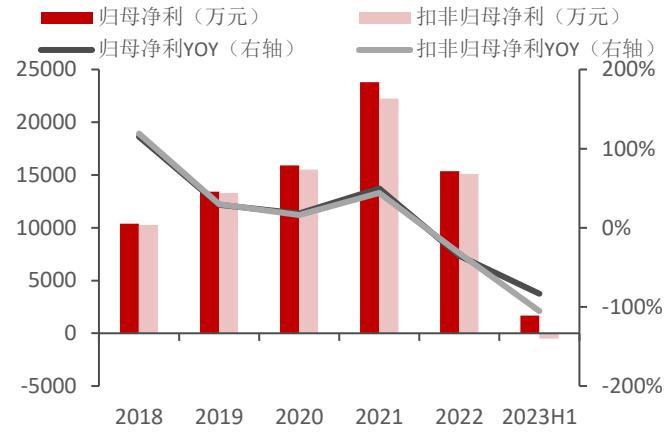
公司发布 2023 年半年度报告：2023 年上半年，公司实现营收 2.83 亿元，同比减少约 43%，实现归母净利润 1686 万元，同比减少约 83%，实现扣非归母净利润约 -518 万元，同比减少 105%。2023Q2，公司实现营收 1.58 亿元，同比减少 35%，环比增加 27%；实现归母净利润 1506 万元，同比减少 74%，环比增加 737%；实现扣非归母净利润 453 万元，同比减少 92%，环比增加 147%。

图1：公司 2023H1 营收同比减少 42.8%



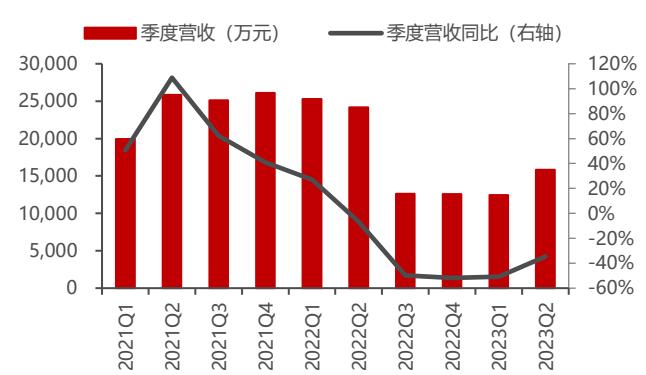
资料来源：wind, 民生证券研究院

图2：公司 2023H1 归母净利润同比减少 83.4%



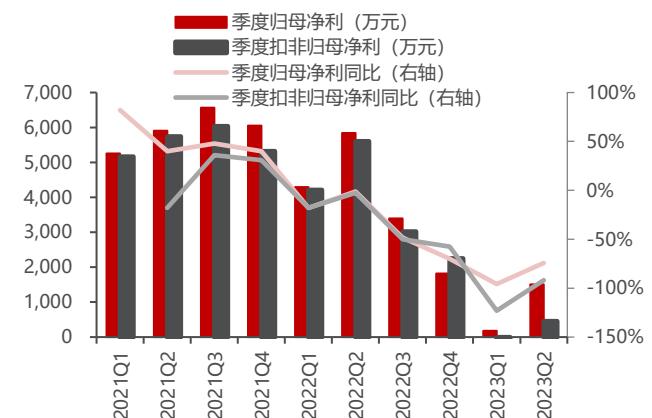
资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：公司 2023Q2 营收环比增加 27%



资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：公司 2023Q2 归母净利润环比增加 737%



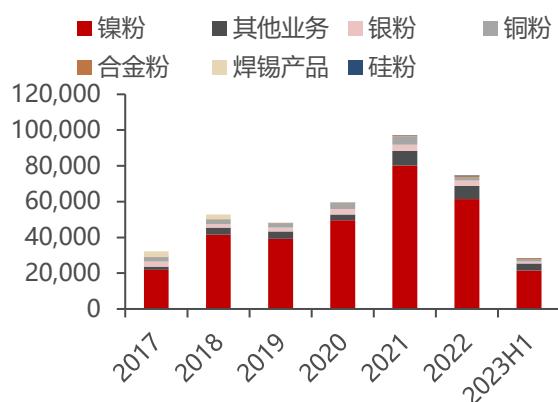
资料来源：wind, 民生证券研究院

2 点评：环比改善趋势明确，新业务进展顺利

2.1 销量环比提升显著，银包铜粉实现突破吨级销售

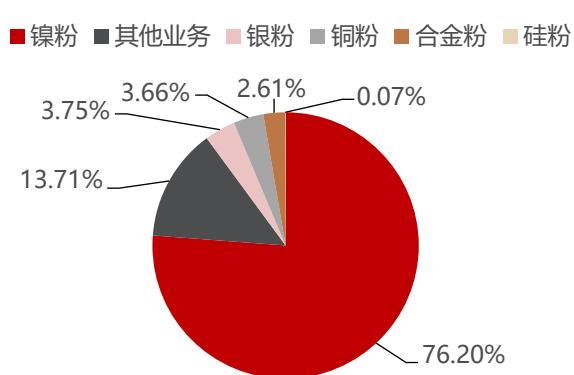
2023年H1，公司营收2.83亿元，同比减少42.1%。分产品来看，镍粉收入2.16亿元，同比减少48.3%，占比总营业收入76.2%；银粉收入1062万元，同比减少43.1%，占比总营业收入3.8%；铜粉收入1035万元，同比减少15.7%，占比总营业收入3.7%；合金粉收入740万元，同比增加60.4%，占比总营业收入2.6%；硅粉收入21万元，同比增长226.2%，占比总营业收入0.1%。

图5：2017-2023公司分产品营收变化（单位：万元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2023H1年公司产品收入结构

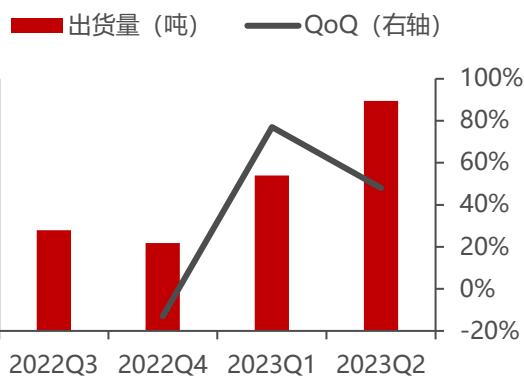


资料来源：Wind，民生证券研究院

量：伴随行业逐步复苏，公司销量呈现逐步爬升趋势。从公司整体出货量来看，2022Q3到2023Q2各季度出货量分别为119.82吨、104.47吨、184.94吨、273.71吨，2023年上半年相比2022年下半年增长显著，2023Q1和2023Q2环比增速分别为77.03%和48.00%。截至2023年6月29日，公司合计在手订单123.44吨。由此可见，下游MLCC需求复苏趋势明确，公司后续出货量有望迎来持续爬升。细分产品来看，2023Q1公司镍粉销量约172.87吨，铜粉销量10.78吨，银粉销量0.83吨，参考2023Q2整体出货量增速，我们测算2023Q2镍粉销量超250吨，环比增长显著。

价：受前期采购原材料成本较高及产能利用率较低影响，镍粉毛利率下滑较多。2023Q1公司镍粉毛利率为21.88%，相比2022年42.10%下滑20.22pct，主要系原材料采购单价偏高导致成本增加、产品产能利用率下降导致单位人工及制造费用增加叠加产品结构变化所致。2022年上半年公司产品产销两旺，为应对下游需求，公司于2022年上半年对原材料镍块进行了较大量的采购，2022年下半年

受下游需求减弱影响，公司镍块采购较少，公司原材料镍块在价格高位时段的集中采购，导致公司原材料库存成本较高，2023年一季度产品结转成本较高。从金川镍价格可以看到，2022Q1-2023Q2 金川镍均价分别为 19.17、21.91、18.40、20.82、20.76、18.16、17.35 万元/吨。从产能利用率来看，2022 年公司镍粉产能利用率约 62.52%，2023Q1 为 28.02%，产能发挥不足引起单位产品承担的人工及制造费用等固定生产成本支出上升，进一步压缩产品毛利润。

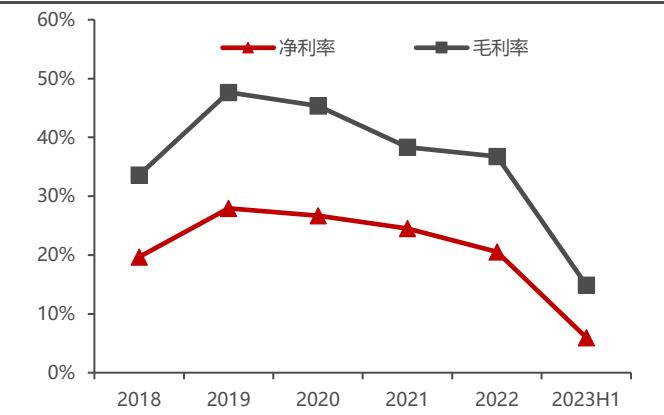
图7：2022Q3-2023Q2 年公司产品销量变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院

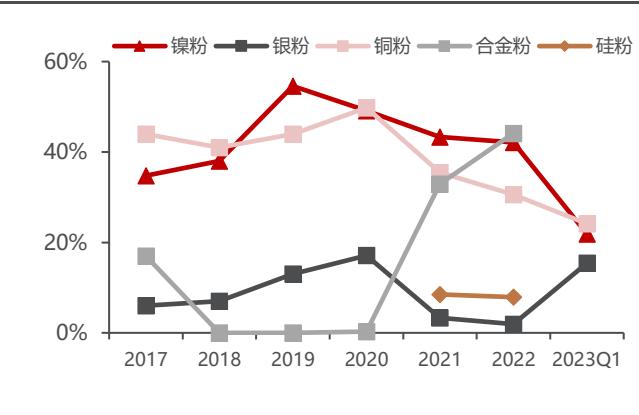
图8：金川镍价格走势


资料来源：Wind，民生证券研究院

2023 年上半年，公司毛利率为 14.88%，净利率为 5.96%。分产品来看，2023Q1，镍粉毛利率为 21.88%，相比 2022 年下降 20.22pct，主要系高价位采购的原材料成本结转及产能利用率不足导致产品单位成本上涨，但产品价格上涨幅度较小所致；银粉毛利率为 15.40%，相比 2022 年提升 13.47pct，主要系白银价格上涨带来公司银粉售价提升；铜粉毛利率为 24.14%，相比 2022 年下降 6.42pct，主要系产能利用率不足导致产品单位成本上涨所致。

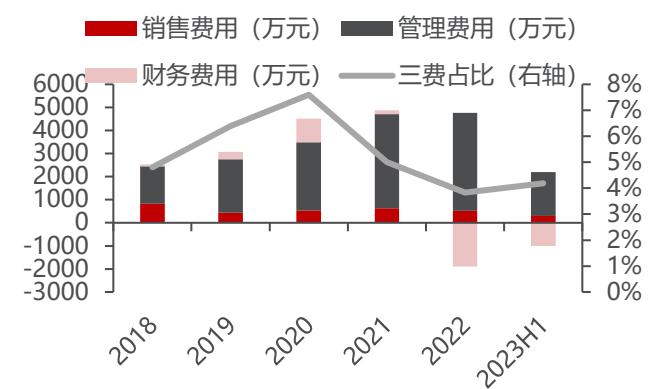
图9：2018-2023 公司毛利率及净利率变化


资料来源：Wind，民生证券研究院

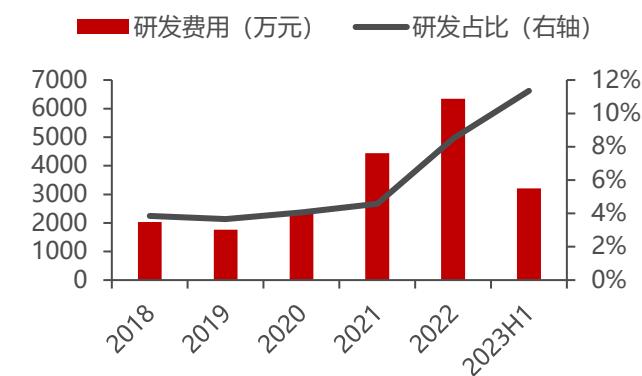
图10：2017-2023Q1 公司分产品毛利率变化


资料来源：Wind，民生证券研究院

费用方面，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重有所上升，研发费用大幅增加。2023年H1公司期间费用为4396.5万元，期间费用率增加3.21pct到15.53%，其中销售费用同比上升13.2%至303.83万元；管理费用同比下降8.5%至1887.55万元；财务费用为-1005.96万元，主要系2023年上半年人民币对美元汇率下跌，汇兑收益增加所致；研发费用同比增加5.41%到3211.08万元。

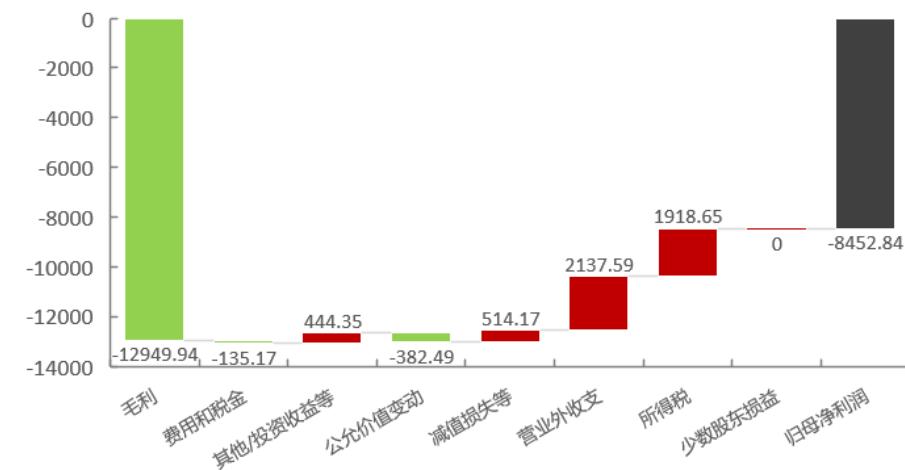
图11：公司三费情况（管理、销售、财务）


资料来源：wind, 民生证券研究院

图12：公司研发费用率情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

综合来看，2023 H1 业绩同比降低主要系毛利大幅降低。减利项主要来自毛利 (-12950 万元)、费用和税金 (-135.17 万元)、公允价值变动 (-382.49 万元)；增利项主要来自其他/投资收益等 (444.35 万元)、营业外收支 (2137.59 万元)、减值损失等 (514.17 万元)、所得税 (1918.65 万元)。

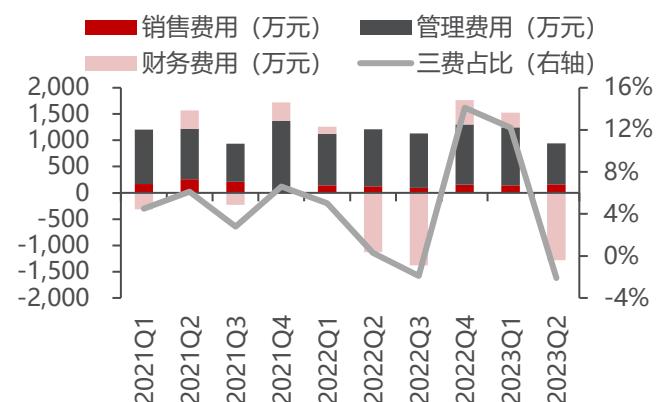
图13：2023H1 公司业绩同比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind, 民生证券研究院

2.2 2023Q1 毛利下滑显著，拖累业绩

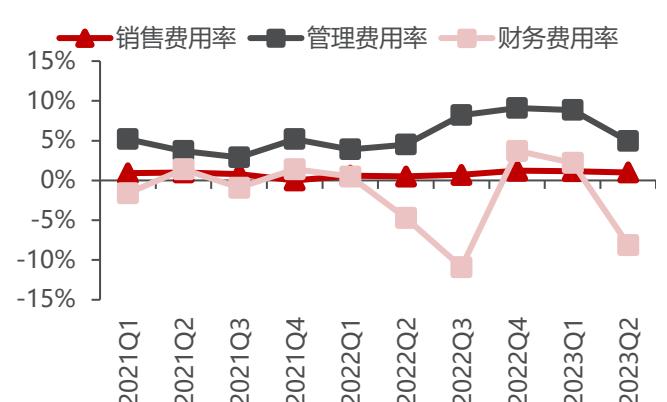
2023Q2，公司期间费用率环比下降 19.24pct 至 7.06%，其中销售费用率环比下降 0.15pct 到 1.01%，管理费用率环比下降 3.9pct 到 4.95%，财务费用率环比下降 10.32pct 到 -8.1%，研发费用率环比下降 4.87pct 至 9.2%。公司毛利率环比下降 6.22pct 至 12.14%，净利率环比上升 8.07pct 至 9.51%。

图14：公司分季度三费情况（管理、销售、财务）



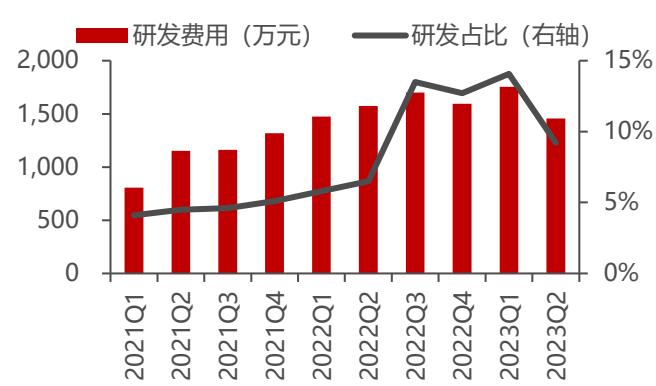
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司分季度三费费用率情况



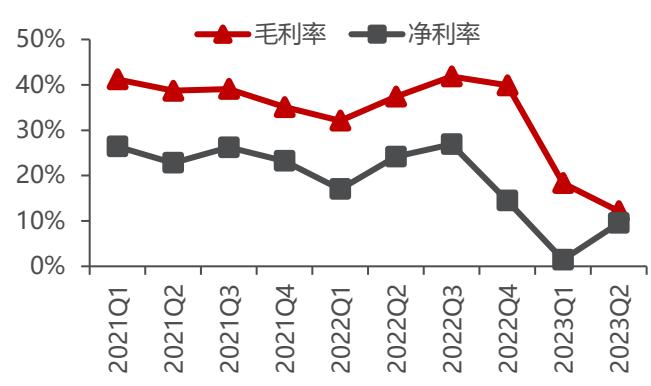
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：公司分季度研发费用率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：公司分季度毛利率与净利率情况

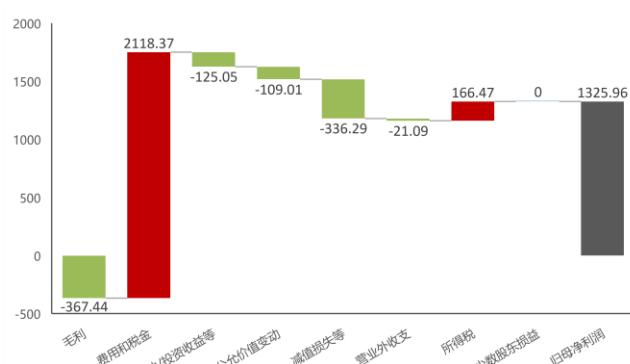


资料来源：wind，民生证券研究院

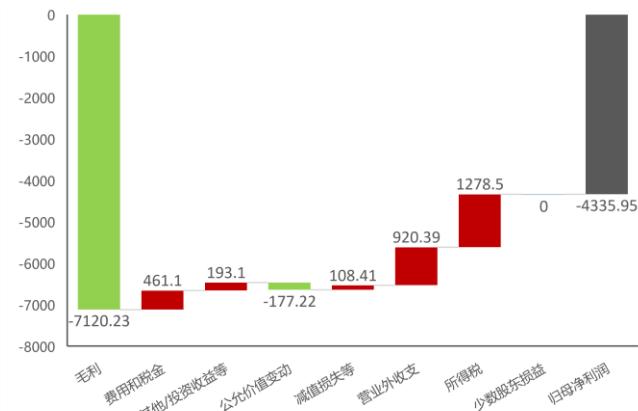
同比来看，2023Q2 v.s. 2022Q2：2023Q2，公司归母净利润同比减少 74%。

减利项主要在于毛利 (-7120.23 万元)、公允价值变动 (-177.22 万元)；增利项主要在于费用和税金 (461.1 万元)、其他/投资收益等 (193.1 万元)、减值损失等 (180.41 万元)、营业外收支 (920.39 万元)、所得税 (1278.5 万元)。

环比来看, 2023Q2 v.s. 2023Q1: 2023Q2, 公司归母净利润环比上升 736%。
减利项主要来自毛利 (-367.44 万元)、其他/投资收益等 (-125.05 万元)、公允价值变动 (-109.01 万元)、减值损失等 (-336.29 万元)、营业外收支 (-21.09 万元)；增利项主要在于费用和税金 (2118.37 万元)、所得税 (166.47 万元)。

图18: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：下游需求复苏趋势明确拐点已现，新品

放量有望贡献增量业绩

1) 镍粉：目前公司共计 168 条纳米金属粉体产线，其中镍粉 162 条，铜粉 4 条，银粉 2 条。电子下游需求复苏趋势明确，公司镍粉销售持续增长，有望伴随行业回暖逐步恢复常态。2023 年上半年，公司还加快推进多种规格小粒径成品镍粉的规模化量产工作，通过分级工艺优化与技术创新，提高小粒径成品镍粉品质，多款产品已在客户端送样评价，反馈结果良好，未来新品放量有望贡献新增量。

2) 银包铜粉：随着 HJT 电池降本需求的不断提升，下游浆料厂家对银包铜粉体的需求开始进入上升趋势，公司一方面针对银包铜粉产业化进行一期扩建工作，并引入自动化控制系统以降低人工成本；一方面成立专门营销团队，为客户提供个性化解决方案和优质的售后服务，不断提升客户满意度和忠诚度。同时，公司积极开拓新客户和新市场应用领域，持续拓展销售渠道和业务范围。2023 年上半年，公司银包铜粉累计出货量已达 3 吨以上，下半年有望持续放量贡献业绩增量。

3) 纳米硅粉：公司为满足公司中长期发展战略和产能布局的需求，提升公司市场竞争能力，提前进行硅基负极产业布局。2022 年，公司全资子公司宁波广新纳米材料有限公司与宁波广迁电子材料有限公司以自有资金，合资设立江苏广豫储能材料有限公司，并竞拍取得土地使用权，正式建设硅碳负极用纳米级硅粉中试生产线项目。公司还借助平台优势，与中科院宁波材料所合作组建“先进能源材料与储能器件研发中心”，共同探索碳包覆技术，加快推进锂电池负极材料用纳米硅粉的规模化量产进程。公司研发部门在现有技术储备与客户资源的基础上，多措并举迭代优化工艺路径，控制制造成本，提升产能，助力纳米硅粉中试产线项目在 2023 年年底前建设完成，持续推进纳米硅粉产业化工作，为硅基负极材料的应用提供产业动力，有望打开又一成长空间。

4 盈利预测与投资建议

我们认为电子行业需求全年复苏趋势明确，公司镍粉业务环比有望持续改善，叠加 23 年银包铜粉出货量级快速提升，全年业绩预计呈现环比持续改善走势。纳米硅粉业务产业化进程也有望加速，打开公司又一成长空间。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，“一体两翼”布局，成长空间可期，我们调整 2023-2025 年归母净利润分别为 0.95/1.65/3.09 亿元，对应 2023 年 8 月 18 日收盘价的 PE 为 86/49/26 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司主要业务镍粉下游对应 MLCC 市场，受电子行业需求波动影响较大，电子行业需求复苏节奏若不及预期或对公司镍粉业务产生影响；公司主要业务银包铜粉下游对应 HJT 电池市场，HJT 电池渗透率提升节奏若不及预期或对公司银包铜业务产生影响。

2) 原材料价格大幅波动风险。公司产品的主要原材料为镍块、铜棒及银砂，其价格会随该金属品种的全球市场的价格波动而发生变化。公司主要原材料采购价格受大宗商品及相关商品期货价格的影响较大，价格波动可能对公司的生产成本造成较大影响。

3) 新品进展不及预期。公司布局银包铜粉和纳米硅粉业务处于刚刚起步和前期验证阶段，下游应用领域的持续需求尚不明朗，若银包铜方案和硅基负极材料技术路径验证情况不及预期，公司银包铜粉和纳米硅粉业务成长持续性或存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	747	829	1246	1744
营业成本	472	635	899	1167
营业税金及附加	5	5	7	10
销售费用	5	5	7	10
管理费用	42	41	62	87
研发费用	63	58	87	122
EBIT	164	94	197	366
财务费用	-19	-15	8	11
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	178	109	189	355
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	177	109	189	355
所得税	23	14	25	46
净利润	153	95	165	309
归属于母公司净利润	153	95	165	309
EBITDA	230	177	304	487

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	307	221	206	269
应收账款及票据	228	211	317	444
预付款项	13	26	37	48
存货	498	467	661	859
其他流动资产	42	55	68	83
流动资产合计	1089	981	1289	1703
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	831	994	972	960
无形资产	88	88	88	87
非流动资产合计	989	1172	1148	1135
资产合计	2078	2153	2437	2838
短期借款	220	220	320	420
应付账款及票据	83	118	166	216
其他流动负债	40	60	80	106
流动负债合计	343	398	566	742
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	45	50	50	50
非流动负债合计	45	50	50	50
负债合计	388	447	616	791
股本	262	262	262	262
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1689	1705	1822	2046
负债和股东权益合计	2078	2153	2437	2838

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-23.02	11.08	50.31	39.93
EBIT 增长率	-41.46	-42.73	110.10	85.75
净利润增长率	-35.47	-38.21	73.83	87.23
盈利能力 (%)				
毛利率	36.77	23.41	27.91	33.09
净利润率	20.56	11.44	13.23	17.70
总资产收益率 ROA	7.39	4.40	6.76	10.88
净资产收益率 ROE	9.09	5.56	9.05	15.08
偿债能力				
流动比率	3.17	2.47	2.28	2.30
速动比率	1.61	1.16	1.00	1.04
现金比率	0.90	0.56	0.36	0.36
资产负债率 (%)	18.70	20.78	25.26	27.89
经营效率				
应收账款周转天数	111.13	88.30	88.30	88.30
存货周转天数	384.99	268.48	268.48	268.48
总资产周转率	0.39	0.39	0.54	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.36	0.63	1.18
每股净资产	6.46	6.52	6.96	7.82
每股经营现金流	-0.21	0.99	0.12	0.64
每股股利	0.30	0.19	0.32	0.60
估值分析				
PE	53	86	49	26
PB	4.8	4.8	4.5	4.0
EV/EBITDA	35.43	46.02	26.83	16.76
股息收益率 (%)	0.97	0.60	1.04	1.94
现金流量表 (百万元)				
净利润	153	95	165	309
折旧和摊销	66	83	107	121
营运资金变动	-278	76	-251	-275
经营活动现金流	-54	260	31	168
资本开支	-229	-243	-80	-103
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-242	-260	-80	-103
股权募资	0	0	0	0
债务募资	100	0	95	100
筹资活动现金流	46	-86	33	-2
现金净流量	-247	-86	-15	63

插图目录

图 1: 公司 2023H1 营收同比减少 42.8%.....	3
图 2: 公司 2023H1 归母净利润同比减少 83.4%	3
图 3: 公司 2023Q2 营收环比增加 27%	3
图 4: 公司 2023Q2 归母净利润环比增加 737%	3
图 5: 2017-2023 公司分产品营收变化 (单位: 万元)	4
图 6: 2023H1 年公司产品收入结构	4
图 7: 2022Q3-2023Q2 年公司产品销量变化	5
图 8: 金川镍价格走势	5
图 9: 2018-2023 公司毛利率及净利率变化	5
图 10: 2017-2023Q1 公司分产品毛利率变化	5
图 11: 公司三费情况 (管理、销售、财务)	6
图 12: 公司研发费用率情况	6
图 13: 2023H1 公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	6
图 14: 公司分季度三费情况 (管理、销售、财务)	7
图 15: 公司分季度三费费用率情况	7
图 16: 公司分季度研发费用率情况	7
图 17: 公司分季度毛利率与净利率情况	7
图 18: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 19: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026