

## 主营业务环比持续改善，新品放量带动毛利率提升

2023 年 10 月 27 日

➤ **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023 年前三季度，公司实现营业收入 4.91 亿元，同比减少 20.87%，归母净利润 1284 万元，同比减少 90.51%，扣非归母净利润-783 万元，同比减少 13619 万元。单季度来看，2023Q3，公司实现营业收入 2.08 亿元，环比增长 31.55%，同比增长 65.10%；实现归母净利润-402 万元，环比减少 1908 万元，同比减少 3794 万元；实现扣非归母净利润-265 万元，环比减少 719 万元，同比减少 3282 万元。

➤ **点评：主营业务环比持续改善，新品放量带动毛利率提升**

➤ **价：**2023 年前三季度，公司毛利率为 15.72%，同比下降 20.42pct，主要受原材料成本上升、产能发挥不足引起单位产品承担的人工及制造费用上升、高毛利产品销量下滑的综合影响；2023Q3，公司毛利率为 16.86%，环比提升 4.72pct，同比下降 24.97pct，环比改善主要得益于银包铜粉逐步放量带来产品结构调整，同时镍粉销量环比持续提升，驱动 23Q3 毛利率环比提升。

➤ **费用：**2023Q3 公司期间费用占营收比重为 16.65%，环比提升 9.58pct，主要系研发费用提升和汇兑收益减少导致。2023Q3 公司研发费用为 2205 万元，环比提升 51.34%。受汇兑收益减少影响，2023Q3 公司财务费用为 169 万元，2023Q2 为-1283 万元。

➤ **经营分析：**公司 2023Q1 和 Q2 分别产生营业外收入为 1206 万元和 1195 万元，主要为一次性政府补贴。剔除汇兑收益和营业外收入的影响，2023Q1 到 Q3 剔除影响后利润总额分别为-501 万元、-891 万元和-33 万元，公司 23Q3 主营业务利润环比改善。未来伴随电子行业逐步复苏，公司产品出货量有望持续提升，盈利端也有望伴随产能利用率提升和产品结构优化逐步修复。

➤ **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 0.48/1.55/2.72 亿元，对应 2023 年 10 月 26 日收盘价的 PE 为 144/45/26 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动风险、新品研发不及预期、下游需求不及预期。

### 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   | 749   | 1296  | 1640  |
| 增长率 (%)          | -23.0 | 0.3   | 73.0  | 26.6  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 153   | 48    | 155   | 272   |
| 增长率 (%)          | -35.5 | -68.5 | 220.1 | 75.6  |
| 每股收益 (元)         | 0.59  | 0.18  | 0.59  | 1.04  |
| PE               | 46    | 144   | 45    | 26    |
| PB               | 4.1   | 4.2   | 3.9   | 3.5   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 26 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

27.11 元


**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 李挺**

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

### 相关研究

- 1.博迁新材 (605376.SH) 2023 年半年报点评：环比改善趋势明确，新业务进展顺利-2023/08/19
- 2.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
- 3.博迁新材 (605376.SH) 深度报告：PVD 技术为基，“一体两翼”起飞-2023/02/15

**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   | 749   | 1296  | 1640  |
| 营业成本      | 472   | 611   | 952   | 1128  |
| 营业税金及附加   | 5     | 7     | 12    | 13    |
| 销售费用      | 5     | 6     | 9     | 10    |
| 管理费用      | 42    | 38    | 58    | 66    |
| 研发费用      | 63    | 67    | 91    | 115   |
| EBIT      | 164   | 26    | 182   | 318   |
| 财务费用      | -19   | -5    | 8     | 9     |
| 资产减值损失    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 178   | 31    | 174   | 309   |
| 营业外收支     | -2    | 24    | 0     | 0     |
| 利润总额      | 177   | 55    | 174   | 309   |
| 所得税       | 23    | 7     | 19    | 37    |
| 净利润       | 153   | 48    | 155   | 272   |
| 归属于母公司净利润 | 153   | 48    | 155   | 272   |
| EBITDA    | 230   | 109   | 289   | 438   |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 307   | 191   | 421   | 599   |
| 应收账款及票据     | 228   | 191   | 330   | 418   |
| 预付款项        | 13    | 25    | 40    | 47    |
| 存货          | 498   | 449   | 391   | 463   |
| 其他流动资产      | 42    | 52    | 68    | 79    |
| 流动资产合计      | 1089  | 908   | 1250  | 1606  |
| 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   | 1190  | 1166  | 1153  |
| 资产合计        | 2078  | 2098  | 2417  | 2759  |
| 短期借款        | 220   | 220   | 320   | 420   |
| 应付账款及票据     | 83    | 113   | 176   | 209   |
| 其他流动负债      | 40    | 58    | 84    | 101   |
| 流动负债合计      | 343   | 391   | 580   | 729   |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 45    | 48    | 48    | 48    |
| 非流动负债合计     | 45    | 48    | 48    | 48    |
| 负债合计        | 388   | 439   | 628   | 777   |
| 股本          | 262   | 262   | 262   | 262   |
| 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计      | 1689  | 1659  | 1789  | 1982  |
| 负债和股东权益合计   | 2078  | 2098  | 2417  | 2759  |

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  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | -23.02 | 0.33   | 72.99  | 26.61  |
| EBIT 增长率        | -41.46 | -84.15 | 600.64 | 74.63  |
| 净利润增长率          | -35.47 | -68.48 | 220.07 | 75.62  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |        |        |        |
| 毛利率             | 36.77  | 18.42  | 26.54  | 31.26  |
| 净利率             | 20.56  | 6.46   | 11.95  | 16.57  |
| 总资产收益率 ROA      | 7.39   | 2.31   | 6.41   | 9.86   |
| 净资产收益率 ROE      | 9.09   | 2.92   | 8.65   | 13.72  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 流动比率            | 3.17   | 2.32   | 2.16   | 2.20   |
| 速动比率            | 1.61   | 1.04   | 1.37   | 1.47   |
| 现金比率            | 0.90   | 0.49   | 0.73   | 0.82   |
| 资产负债率 (%)       | 18.70  | 20.92  | 25.97  | 28.17  |
| <b>经营效率</b>     |        |        |        |        |
| 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 | 150.00 | 150.00 |
| 总资产周转率          | 0.39   | 0.36   | 0.57   | 0.63   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.59   | 0.18   | 0.59   | 1.04   |
| 每股净资产           | 6.46   | 6.34   | 6.84   | 7.58   |
| 每股经营现金流         | -0.21  | 0.87   | 0.97   | 1.06   |
| 每股股利            | 0.30   | 0.09   | 0.30   | 0.53   |
| <b>估值分析</b>     |        |        |        |        |
| PE              | 46     | 144    | 45     | 26     |
| PB              | 4.1    | 4.2    | 3.9    | 3.5    |
| EV/EBITDA       | 30.73  | 64.68  | 24.50  | 16.15  |
| 股息收益率 (%)       | 1.12   | 0.35   | 1.13   | 1.99   |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 153   | 48    | 155   | 272   |
| 折旧和摊销       | 66    | 83    | 107   | 121   |
| 营运资金变动      | -278  | 112   | -18   | -128  |
| 经营活动现金流     | -54   | 228   | 254   | 278   |
| 资本开支        | -229  | -219  | -80   | -103  |
| 投资          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | -242  | -257  | -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    | -88   | 57    | 3     |
| 现金净流量       | -247  | -117  | 231   | 178   |

## 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人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 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。 | 公司评级 | 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       |
|                                                                                                                       | 行业评级 | 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