

2024年05月10日  
有研粉材 (688456.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他化学制品 III

## 募投项目稳步推进，3D 打印粉末成长空间可观

目 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

✓2023 年营业收入 26.81 亿元，同比-3.58%；归母净利 0.55 亿元，同比-0.59%；扣非归母 0.24 亿元，同比-38.85%。

✓2024 年 Q1 营业收入 6.61 亿元，同比+8.76%、环比-1.95%；归母净利 978 万元，同比-8.44%、环比-42.30%；扣非归母 619 万元，同比-37.29%、环比+558.51%。

目 铜锡基材料仍为毛利贡献基本盘

2023 年公司总毛利 2.23 亿元，同比+9.49%；毛利率 8.31%，同比+0.98pct，其中主要业务微电子锡基焊粉材料、铜基金属粉体材料、3D 打印粉体材料、电子浆料毛利依次为 6823、11855、904、737 万元，依次同比变动+1.47%，+20.08%，-2.69%，+119.26%，占比依次为 31.01%，53.89%，4.11%，3.35%。

目 铜、锡基金属粉材业务积极开拓市场空间

2023 年，铜基金属粉体材料营收 15.28 亿元，同比+0.76%，毛利率 7.76%，同比+1.25pct。实现产销量分别为 2.43、2.31 万吨，同比分别增长 5.43%、0.93%。公司选择重点领域开拓新客户新市场，同时优化结构，提高产品毛利，积极开拓海外市场。

2023 年，微电子锡基焊粉材料实现营收 8.03 亿元，同比-13.53%，毛利率 8.50%，同比+1.26pct。实现产销量分别为 2927、2955 吨，同比分别减少 8.67%、5.86%。公司着重推进高附加值产品销售及中小客户维护开发。

2024 年，公司计划在铜基和锡基粉体材料领域以量为先，提高市场占有率，重点做好国内市场协同，国际市场开拓工作。

目 电子浆料产能扩张，新产品技术迭代

2023 年，电子浆料实现营收 6013.8 万元，同比+133.68%，毛利率 12.26%，同比-0.81pct。实现产销量分别为 340.56、334.98 吨，同比分别增加 135.11%、133.11%。2023 年 4 月，公司成立有研纳微，并实现产能扩大。公司抓住光伏新能源发展机遇，结合公司整体资产优化目标，重组原粉末研究院，实现电子互连浆料领域业务独立。

2024 年，公司计划加大现有产品产能增加销量，同时完成新产品技术迭代，形成小批量销售，据 23 年 12 月投资者活动记录表，预计 2024 年产能达到 700 吨左右。

投资评级

**买入-A****维持评级**

6 个月目标价

47.04 元

股价 (2024-05-09)

35.12 元

交易数据

总市值(百万元) 3,640.54

流通市值(百万元) 3,640.54

总股本(百万股) 103.66

流通股本(百万股) 103.66

12 个月价格区间 17.75/40.15 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	28.1	68.6	26.6
绝对收益	31.8	77.6	17.6

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥

联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

金属粉体材料领先企业，增 2023-09-06  
材制造业务或勾勒第二成长  
曲线

### 目 3D 打印业务量增显著，成长空间可观

2023 年，3D 打印粉体材料营收 3045 万元，同比+42.98%，毛利率 29.70%，同比-13.94pct。3D 打印粉体材料实现产销量分别为 102.3、89.78 吨，同比分别增长 37.46%、22.38%。公司开发新客户，实现销量显著增加。

2024 年，公司计划在 3D 打印领域抓住快速成长期，力争销量翻倍，探索延伸产业链。

### 目 募投项目进展

✓泰国基地：2023 年，泰国基地工程建设项目，已通过泰国 IEAT 工业管理局验收，厂房已经具备使用条件，机电部分已全面实现燃动入户，电解铜生产线安装调试接近尾声，预计 2024 年 6 月实现投产，铜粉产能增加 5000 吨，主要面向欧洲、亚太等国际市场。

✓重庆基地：2023 年，重庆基地完成了项目建设、设备调试并全部投产，产能扩展 4000 吨。

✓科创中心：2023 年，科创中心建设项目将根据公司发展情况，向 3D 打印及未来产业倾斜，稳步推进。

### 目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 33.70、39.13、39.29 亿元，实现净利润 1.03、1.47、1.55 亿元，对应 EPS 分别为 1.00、1.42、1.50 元/股，目前股价对应 PE 为 35.2、24.8、23.5 倍。公司维持“买入-A”评级，6 个月目标价维持 47.04 元/股，对应 24 年 PE 约 47 倍。

### 目 风险提示：需求不及预期，项目进展不及预期，原材料价格波动风险

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,780.6	2,681.0	3,370.4	3,913.1	3,928.8
净利润	55.4	55.1	103.3	146.9	155.0
每股收益(元)	0.53	0.53	1.00	1.42	1.50
每股净资产(元)	10.82	11.23	12.26	13.67	15.17

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	65.7	66.0	35.2	24.8	23.5
市净率(倍)	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3
净利润率	2.0%	2.1%	3.1%	3.8%	3.9%
净资产收益率	4.9%	4.7%	8.1%	10.4%	9.9%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.6%	6.7%	10.5%	11.1%	11.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2,780.6	2,681.0	3,370.4	3,913.1	3,928.8	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	2,576.2	2,458.3	3,028.9	3,481.3	3,484.5	营业收入增长率	0.0%	-3.6%	25.7%	16.1%	0.4%
营业税费	4.4	7.8	9.8	11.4	11.4	营业利润增长率	-33.9%	20.1%	78.1%	44.9%	6.6%
销售费用	16.2	18.0	22.6	26.2	26.4	净利润增长率	-31.7%	-0.6%	87.4%	42.2%	5.5%
管理费用	52.1	64.7	81.4	94.5	94.9	EBITDA 增长率	-33.4%	-19.7%	148.6%	51.7%	13.9%
研发费用	91.5	105.6	132.8	154.1	154.7	EBIT 增长率	-45.0%	-36.0%	272.9%	53.0%	7.3%
财务费用	-5.0	3.4	4.4	5.1	5.1	NOPLAT 增长率	-41.2%	39.9%	75.5%	43.8%	6.4%
资产减值损失	-3.4	-	-1.1	-1.5	-0.9	投资资本增长率	17.0%	11.9%	35.4%	7.7%	13.6%
加: 公允价值变动收益	0.7	-0.2	-	-	-	净资产增长率	3.7%	4.0%	9.6%	12.1%	11.4%
投资和汇兑收益	-4.0	-0.6	-	-	-						
<b>营业利润</b>	52.2	62.7	111.7	161.9	172.6	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	7.5	-0.8	4.5	3.7	2.5	毛利率	7.4%	8.3%	10.1%	11.0%	11.3%
<b>利润总额</b>	59.7	61.9	116.2	165.6	175.1	营业利润率	1.9%	2.3%	3.3%	4.1%	4.4%
减: 所得税	3.2	3.5	6.5	9.2	9.8	净利润率	2.0%	2.1%	3.1%	3.8%	3.9%
<b>净利润</b>	55.4	55.1	103.3	146.9	155.0	EBITDA/营业收入	2.3%	1.9%	3.8%	4.9%	5.6%
						EBIT/营业收入	1.4%	1.0%	2.9%	3.8%	4.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	29	38	44	49	61
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	72	82	77	73	74
货币资金	247.2	230.0	269.6	313.0	314.3	流动资产周转天数	138	143	132	128	130
交易性金融资产	5.4	4.8	4.8	4.8	4.8	应收账款周转天数	25	25	25	25	25
应收账款	183.1	192.9	279.7	268.9	281.9	存货周转天数	27	30	30	30	29
应收票据	204.4	190.3	305.9	270.2	308.2	总资产周转天数	186	204	194	196	211
预付账款	38.1	21.9	52.1	32.9	52.2	投资资本周转天数	112	133	132	135	149
存货	211.9	242.1	317.3	325.7	317.9						
其他流动资产	159.4	196.8	156.8	171.0	174.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.9%	4.7%	8.1%	10.4%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.9%	3.7%	5.4%	7.1%	6.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	5.6%	6.7%	10.5%	11.1%	11.0%
投资性房地产	-	2.3	2.3	2.3	2.3	<b>费用率</b>					
固定资产	214.4	358.9	469.7	601.2	730.9	销售费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	83.9	34.4	93.7	117.5	127.0	管理费用率	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
无形资产	61.2	59.5	58.3	57.0	55.8	研发费用率	3.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	48.1	47.0	37.7	39.8	37.6	财务费用率	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	1,457.0	1,580.9	2,047.8	2,204.4	2,407.6	四费/营业收入	5.6%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
短期债务	95.8	147.7	292.1	297.2	302.4	<b>偿债能力</b>					
应付账款	154.5	196.3	232.6	260.8	234.0	资产负债率	22.3%	25.5%	37.0%	34.4%	33.0%
应付票据	13.5	-	30.2	2.8	26.1	负债权益比	28.7%	34.2%	58.7%	52.3%	49.3%
其他流动负债	29.0	31.1	32.8	31.0	31.6	流动比率	3.58	2.88	2.36	2.34	2.45
长期借款	-	-	143.4	137.0	173.4	速动比率	2.86	2.23	1.82	1.79	1.91
其他非流动负债	31.7	28.0	26.2	28.6	27.6	利息保障倍数	-8.00	7.49	21.93	28.89	30.89
<b>负债总额</b>	324.5	403.2	757.2	757.4	795.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	11.1	13.7	20.1	29.6	40.0	DPS(元)	0.20	-	-	-	-
股本	103.7	103.7	103.7	103.7	103.7	分红比率	37.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,029.2	1,063.5	1,166.9	1,313.7	1,468.7	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	1,132.5	1,177.8	1,290.6	1,447.0	1,612.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	56.5	58.4	103.3	146.9	155.0	EPS(元)	0.53	0.53	1.00	1.42	1.50
加: 折旧和摊销	25.6	27.5	31.2	46.0	62.0	BVPS(元)	10.82	11.23	12.26	13.67	15.17
资产减值准备	3.4	-	-	-	-	PE(X)	65.7	66.0	35.2	24.8	23.5
公允价值变动损失	-0.7	0.2	-	-	-	PB(X)	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3
财务费用	5.3	6.3	4.4	5.1	5.1	P/FCF	-67.0	-855.1	175.1	101.0	-320.6
投资损失	4.0	0.6	-	-	-	P/S	1.3	1.4	1.1	0.9	0.9
少数股东损益	1.1	3.3	6.4	9.5	10.4	EV/EBITDA	52.4	54.8	29.8	19.4	17.3
营运资金的变动	-124.9	-126.3	-192.4	42.3	-67.7	CAGR(%)	40.4%	41.4%	10.6%	40.4%	41.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	29.0	1.2	-47.1	249.8	164.8	PEG	1.6	1.6	3.3	0.6	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	58.7	-74.5	-200.0	-200.0	-200.0	ROIC/WACC	0.6	0.7	1.1	1.1	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-26.2	54.9	286.7	-6.4	36.5	REP	6.3	3.9	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034