

事件：公司发布 2024 年半年报。2024H1，公司实现营业收入 15.13 亿元，同比+19.32%，归母净利润 2938.83 万元，同比-1.11%，扣非归母净利润 2275.46 万元，同比+25.42%。2024Q2，公司实现营业收入 8.52 亿元，环比+28.88%，同比+29.04%；归母净利润 1960.94 万元，环比+100.53%，同比+3.01%；扣非归母净利润 1656.84 万元，环比+167.83%，同比+100.14%。

量：传统主业铜粉和锡粉销售稳步增长，3D 打印粉体和电子浆料等新兴业务快速放量。铜基板块上半年销量同比增长 13%，主要受益于新能源汽车、高铁市场需求持续增长叠加海外市场需求复苏，英国 Makin 子公司主营业务利润同比增长 56%；微电子互连锡基焊粉板块焊锡粉销量同口径增长 15%，主要系公司稳定重点客户、持续开发外资新客户；3D 打印粉体板块上半年销量同比增长 163%，主要系公司前期部分验证产品进入放量阶段，同时公司积极进行市场拓展抢占份额；电子浆料板块上半年销量同比增长 130%，主要系公司持续推进产品迭代同时积极寻找新的增量客户。

价：海外业务修复叠加产品结构持续优化，毛利率稳步上行。2024H1，公司毛利率为 8.86%，同比提升 0.66pct；2024Q2，公司毛利率为 9.07%，环比提升 0.49pct，同比提升 1.38pct。跟踪金属价格，24Q2，铜期货均价约 8.01 万元/吨，同比+19.27%，环比 15.28%；锡期货均价约 26.40 万元/吨，同比+27.48%，环比+21.54%。得益于海外高毛利业务需求修复，3D 打印粉体、电子浆料等新兴业务持续放量，以及积极拓展新型铜粉品类，公司产品结构持续优化，毛利率稳步上行。

泰国基地 6 月正式投产，完善全球化业务布局。2024 年 6 月有研泰国正式投入运营，开始按照订单数量排产，形成以泰国和英国为东西方市场窗口，泰国公司辐射东南亚、MAKIN 公司辐射欧洲北美的产业布局。泰国基地产能约 5000 吨铜基、1000 吨锡基，有望持续放量成为新的利润增长点。

新推出导热铜粉有望享受 AI 发展红利。公司新推出导热铜粉主要用于制造风冷散热组件，与传统雾化铜粉相比，具有梯度孔隙结构、比表面积发达、松装密度低等特点，在散热效率方面较传统雾化铜粉性能提升 10%-20%，热端收益 3-5°C，现已成功应用于 VC 板等部分散热器件，终端已经部分应用于 AI 算力服务器、基站、大型路由器、交换机等场景，应用反馈良好。导热铜粉目前国内只有公司能做，已实现每月小批量吨级销售，产品盈利较传统铜粉有显著提升，未来有望受益 AI 应用持续放量。

投资建议：公司为国内铜基和锡基粉体材料龙头，募投项目达产有望逐步贡献增量，3D 打印粉体材料等新品伴随市场需求也有望快速放量，业绩增长可期。我们预计 2024-2026 年，公司归母净利润为 0.71、0.95、1.17 亿元，对应 8 月 28 日股价的 PE 分别为 37/28/23X，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动风险；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,681	3,321	3,660	3,963
增长率 (%)	-3.6	23.9	10.2	8.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	55	71	95	117
增长率 (%)	-0.6	29.6	33.7	22.3
每股收益 (元)	0.53	0.69	0.92	1.13
PE	48	37	28	23
PB	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
25.75 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

- 有研粉材 (688456.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：募投产能陆续落地，3D 打印粉末持续放量-2024/05/02
- 有研粉材 (688456.SH) 2023 年三季报点评：经营环比持续增长，研发费用增长影响业绩-2023/10/29
- 有研粉材 (688456.SH) 2023 年半年报点评：下游需求低迷传统业务承压，3D 打印业务快速发展-2023/08/22
- 有研粉材 (688456.SH) 深度报告：金属粉体材料平台，3D 打印材料开拓新空间-2023/07/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,681	3,321	3,660	3,963
营业成本	2,458	3,053	3,357	3,628
营业税金及附加	8	8	11	11
销售费用	18	20	22	24
管理费用	65	66	68	71
研发费用	106	120	124	131
EBIT	56	81	107	129
财务费用	3	3	4	2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	63	78	104	127
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	62	78	104	127
所得税	3	4	5	6
净利润	58	74	98	120
归属于母公司净利润	55	71	95	117
EBITDA	86	115	148	174

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	230	229	351	473
应收账款及票据	380	437	451	423
预付款项	22	31	34	36
存货	242	274	230	219
其他流动资产	205	134	111	107
流动资产合计	1,079	1,105	1,178	1,259
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	359	409	411	414
无形资产	60	59	59	59
非流动资产合计	502	549	542	538
资产合计	1,581	1,654	1,720	1,797
短期借款	148	148	148	148
应付账款及票据	172	176	175	169
其他流动负债	55	67	62	60
流动负债合计	375	391	385	377
长期借款	0	10	10	10
其他长期负债	28	29	29	29
非流动负债合计	28	39	39	39
负债合计	403	429	424	416
股本	104	104	104	104
少数股东权益	14	16	19	23
股东权益合计	1,178	1,225	1,296	1,381
负债和股东权益合计	1,581	1,654	1,720	1,797

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-3.58	23.88	10.20	8.26
EBIT 增长率	5.38	44.17	32.23	20.21
净利润增长率	-0.59	29.62	33.66	22.33
盈利能力 (%)				
毛利率	8.31	8.09	8.28	8.44
净利润率	2.06	2.15	2.61	2.95
总资产收益率 ROA	3.49	4.32	5.55	6.50
净资产收益率 ROE	4.74	5.91	7.48	8.60
偿债能力				
流动比率	2.88	2.83	3.06	3.34
速动比率	1.93	2.00	2.33	2.61
现金比率	0.61	0.59	0.91	1.26
资产负债率 (%)	25.50	25.96	24.64	23.14
经营效率				
应收账款周转天数	25.85	24.00	22.00	19.00
存货周转天数	35.95	32.81	25.00	22.00
总资产周转率	1.76	2.05	2.17	2.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.69	0.92	1.13
每股净资产	11.23	11.66	12.32	13.10
每股经营现金流	0.01	0.99	1.84	1.98
每股股利	0.20	0.26	0.35	0.42
估值分析				
PE	48	37	28	23
PB	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	31.54	23.63	18.42	15.64
股息收益率 (%)	0.78	1.01	1.35	1.65

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	58	74	98	120
折旧和摊销	30	34	40	45
营运资金变动	-85	-11	46	33
经营活动现金流	1	103	191	205
资本开支	-67	-75	-32	-38
投资	-10	0	0	0
投资活动现金流	-74	-78	-32	-38
股权募资	0	0	0	0
债务募资	69	10	-2	0
筹资活动现金流	55	-25	-38	-45
现金净流量	-16	-1	122	122

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。	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