

乘 AI 东风，盈利修复有望加速

2024 年 09 月 24 日

► **AI 浪潮初露锋芒，助力电子需求持续增长。** 2022-2023 年，消费电子行业整体处于下行周期，行业整体处于被动去库存阶段，电子产业链上下游反馈均较疲软。伴随行业库存消化到低位，2024 年电子行业景气度开始呈现复苏态势，各类电子终端出货数据以及主要企业营收状态都呈现持续向好趋势，AI 应用需求成为重要推力。受益于生成式 AI 赋能智能手机、PC、平板电脑等增加产品代际创新步伐刺激市场迭代意愿，换机周期有望缩短，迭代需求叠加新兴市场消费潜力逐步释放需求，各类电子终端产品出货量有望继续维持增长趋势。

► **端侧 AI 应用挑战促进被动元件迭代升级，AI 生态蓝图打开被动元件成长空间。** AI 已逐步从算力大模型拓展向端侧应用，从 AI 服务器拓展到 AI PC、AI 手机、智能可穿戴设备等终端应用场景，AI 赋能端侧应用的基础是配套硬件的完善和升级，比如处理器、存储器、被动元件等。端侧 AI 发展驱动计算能力大幅提升的同时也不可避免的带来功耗的大幅提升，大功率的 AI 芯片对于电路设计带来新的挑战，比如能源损耗、信号完整性、电源稳定性、外围器件的可靠性等，为了保证电路设计的稳定高效，被动元件作为电路中不可或缺的组成部分也必须进行相应的升级迭代才能满足需求，比如超薄型（小尺寸）、高容化、耐高温、高可靠性等。以 MLCC 为例，为了在小尺寸化趋势的同时实现高容量化，那么就需要做到电介质的薄层化和增加电介质层数，这就要求电介质层材料（镍粉）要往小粒径的方向不断升级迭代。

► **公司产品结构持续改善加速盈利修复，小粒径镍粉新品导入叠加 AI 放大高阶需求市场有望打开成长天花板。** 24H1，受益于下游 MLCC 需求持续复苏公司镍粉出货量同比大幅提升，镍粉实现营收 3.27 亿元，同比增长 51.78%；同时公司高端电子浆料用新型小粒径镍粉相关产品已成功导入海外主要客户的供应链体系并形成批量销售，镍粉产品结构也在持续改善，24H1 镍粉实现毛利率 23.65%，对比 23 年毛利率水平提升 5.29pct；展望 24H2，AI 应用终端高功能化发展以及产业链软硬件升级迭代驱动消费电子行业步入新一轮成长周期，进而推动高阶 MLCC 用小粒径镍粉用量增加，伴随产能稼动率提升镍粉业务量利双升有望继续加速盈利修复。

► **投资建议：**我们认为电子行业需求复苏趋势明确，AI 赋能有望助力电子需求增长，公司镍粉业务修复态势迎来加速拐点，银包铜粉出货量级有望持续提升，合金粉有望打开新成长曲线，业绩修复有望迎来加速期。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，成长空间可期，我们上调 2024-2026 年归母净利润分别为 1.49/2.51/3.49 亿元，对应 2024 年 9 月 23 日收盘价的 PE 为 37/22/16 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求不及预期，新品进展不及预期，原材料价格波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	689	1,118	1,532	1,856
增长率 (%)	-7.7	62.3	37.0	21.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-32	149	251	349
增长率 (%)	-121.1	560.9	68.3	39.2
每股收益 (元)	-0.12	0.57	0.96	1.33
PE	/	37	22	16
PB	3.5	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.30 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

- 博迁新材 (605376.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：周期低点已过，盈利拐点来临-2024/05/01
- 博迁新材 (605376.SH) 2023 年三季报点评：主营业务环比持续改善，新品放量带动毛利率提升-2023/10/27
- 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
- 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
- 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

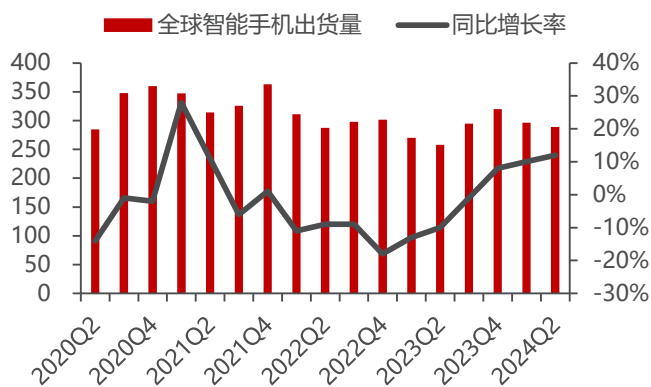
1 电子行业持续复苏，AI 浪潮初露锋芒	3
2 端侧 AI 加速技术升级，被动元件产业链迎成长机遇	8
2.1 端侧 AI 驱动被动元件技术迭代升级	8
2.2 端侧 AI 市场快速增长带来被动元件市场成长机遇	9
3 AI 助力产品结构改善，盈利修复有望持续加速	12
3.1 高端产品结构好转，盈利修复开始加速	12
3.2 小粒径新品成功导入大客户，有望打开成长天花板	14
4 盈利预测与投资建议	16
5 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 电子行业持续复苏，AI 浪潮初露锋芒

电子行业景气复苏叠加科技创新赋能，电子终端产品出货量持续增长。

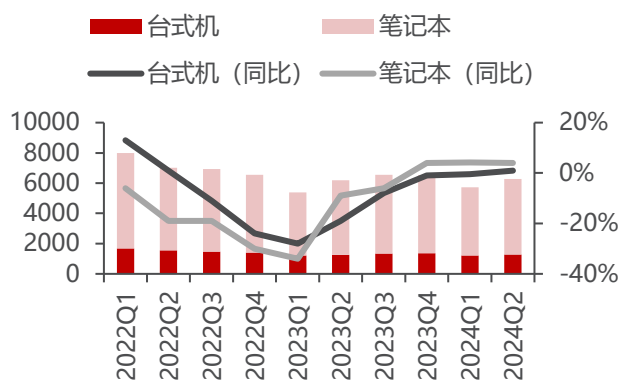
2024Q2 全球智能手机出货量同比增长 12% 达 2.889 亿台，自 2023Q1 以来历经同比跌幅逐步收窄到 2023Q4 同比转正，至今已经连续三个季度实现正增长，复苏拐点明确；2024Q2 全球个人电脑(PC)市场出货量达 6280 万台，同比增长 3.4%，连续三个季度实现正增长，其中笔记本（含移动工作站）的出货量达 5000 万台，同比增长 4%，台式机（含台式工作站）占整个 PC 市场总量的 20%，略微增长 1%，总出货量达到 1280 万台；2024Q2 全球平板电脑出货量同比增长 18% 达到 3590 万台，已连续两个季度实现同比增长；2024Q2，全球可穿戴腕带设备出货量同比增长 0.2%，达到 4430 万台。2022-2023 年，由于前期居家办公环境部分透支电子产品需求，消费电子行业整体处于下行周期，行业整体面临被动去库存阶段，电子产业链上下游反馈均较疲软。伴随行业库存消化到低位，2024 年电子行业景气度开始呈现复苏态势，同时受益于生成式 AI 赋能智能手机、PC、平板电脑等扩大产品代际差异化增强市场迭代意愿，以及新兴市场消费潜力逐步释放，各类电子终端产品出货量有望维持增长趋势。

图1：智能手机出货量持续复苏（百万台）



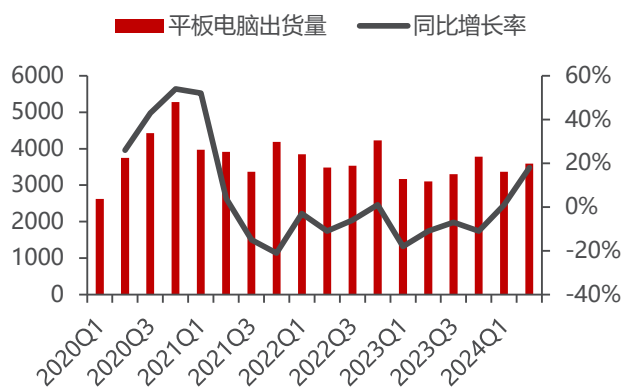
资料来源：Canalys，民生证券研究院

图2：PC 出货量持续复苏（万台）



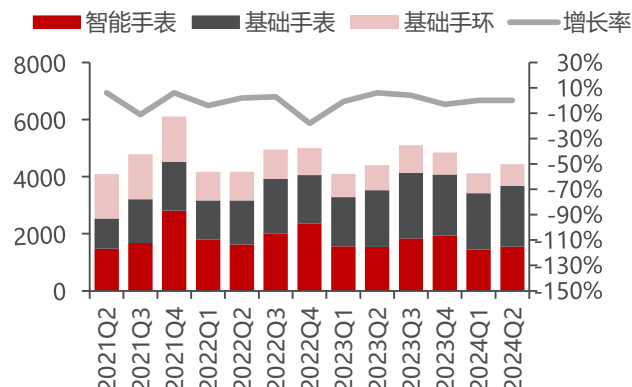
资料来源：Canalys，民生证券研究院

图3：平板电脑出货量持续复苏（万台）



资料来源：Canalys，民生证券研究院

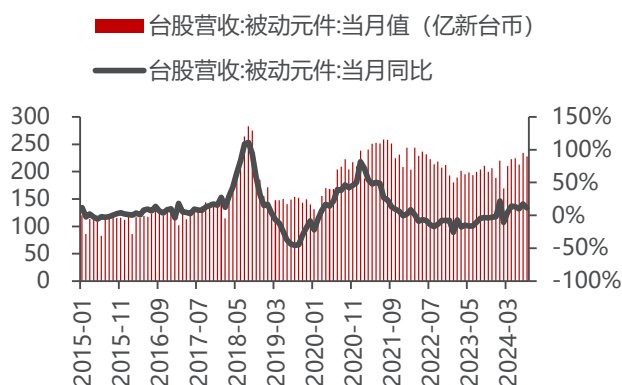
图4：智能手表出货量持续复苏（万台）



资料来源：Canalys，民生证券研究院

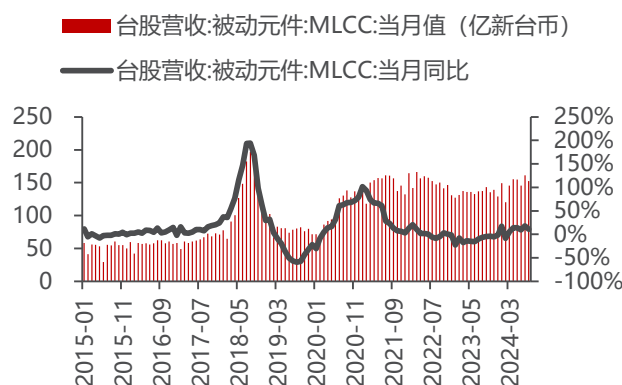
被动元件行业正处于新一轮周期上行阶段。被动元件行业作为电子产业链的上游环节，呈现出跟随电子行业周期性波动的特点。从台股被动元件企业以及MLCC企业月度营收数据可以看到，上一轮电子周期从2019年下半年开始启动，到2021年达到峰值，到2022年底到达低谷；从2023年开始又迎来新一轮电子周期，目前正处于周期向上阶段，2023年台股被动元件营收同比跌幅不断收窄，并于2024年同比转正，上行趋势明确。

图5：台股被动元件收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：台股MLCC收入及增速

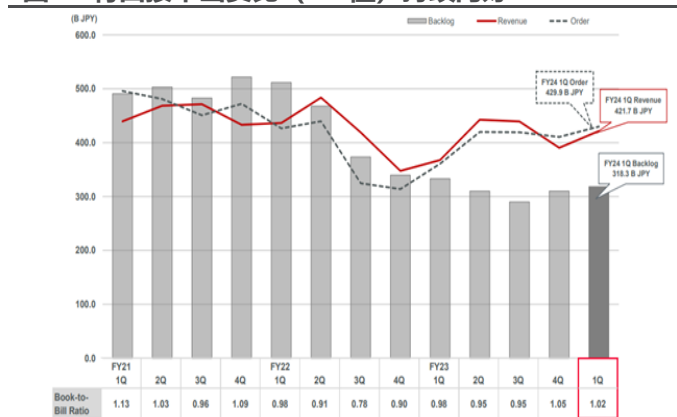


资料来源：wind，民生证券研究院

村田接单出货比（BB值）连续两个季度突破活跃线，MLCC营收呈现持续上行趋势，稼动率也相应提升。村田为全球被动元件龙头企业，根据村田最新FY24Q1财报情况，村田FY24Q1接获订单额为4299亿日元，同比增长19.1%，营收4217亿日元，同比增长14.7%，接单出货比（BB值）为1.02，连续两个季度突破1，反映出订单情况增长良好。细分来看村田MLCC业务变化，FY24Q1村田MLCC实现营收2033亿日元，同比增长20.0%，MLCC接获订单同比增长29.8%至2132

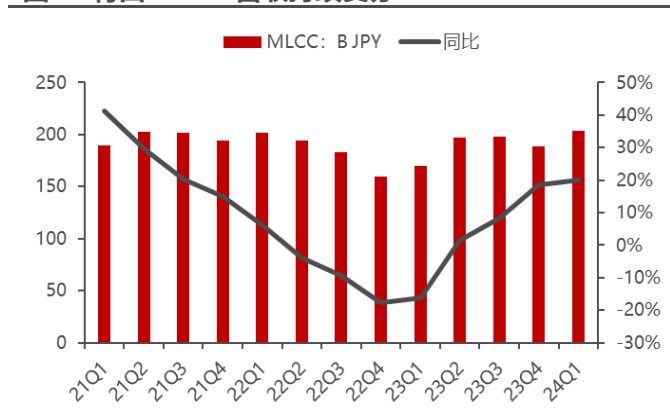
亿日元，自 FY23 财年以来 MLCC 业务修复趋势非常明确。村田制作所社长中岛规巨指出，FY24Q1 村田 MLCC 工厂稼动率约 80%~85%，预计 FY24Q2 将提高至 85%~90%，以响应订单增长需求。综合来看，村田被动元件业务的快速增长，主要得益于智能手机市场复苏以及计算机（含服务器）领域需求快速增长，尤其 AI 服务器的需求非常强劲，并且预计 AI 应用的拓宽将带来用于 pc、智能手机和可穿戴设备等边缘设备的被动元件需求上升。

图7：村田接单出货比（BB 值）持续向好



资料来源：村田官网，民生证券研究院

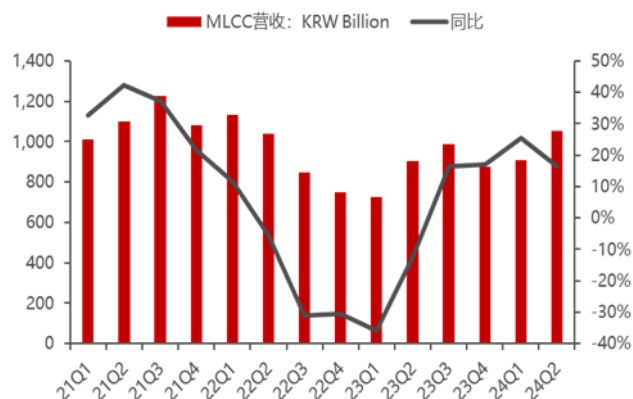
图8：村田 MLCC 营收持续复苏



资料来源：村田官网，民生证券研究院

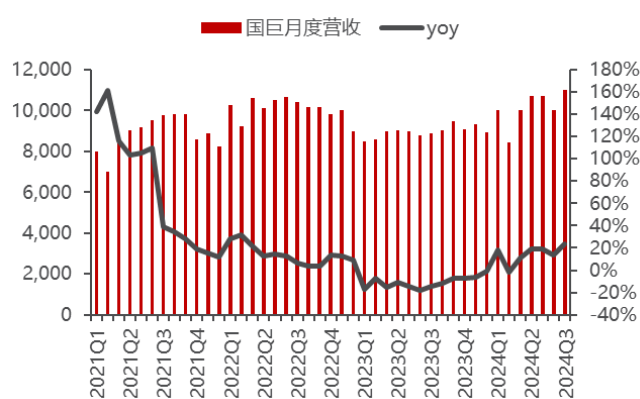
消费电子和 AI 动能强劲，支撑三星电机和国巨持续增长。三星电机是全球第二大 MLCC 厂商，24Q2 三星电机实现营收 11603 亿韩元，环比增长 13%，同比增长 15%，实现连续 4 个季度正增长，主要得益于消费电子、工业（含服务器）、汽车等领域需求持续增长，展望 24Q3，新款智能手机推出、AI 服务器需求旺盛叠加汽车市场客户不断拓宽有望带动需求持续增长，同时三星电机也积极响应下游高端化应用对于小尺寸和高容值 MLCC 的技术迭代需求。国巨也是全球主要 MLCC 主要厂商之一，24Q2 实现营收约 70 亿元，同比增长 15.0%，连续两个季度同比实现正增长，主要系 AI 和消费电子领域需求持续向好，订单出货比（BB 值）也达到 1 以上，为了应对良好的需求预期，稼动率方面标准品将计划从 24Q2 的 50% 拉升至 65%，特殊品也从 70% 略增至 75%。

图9：三星 MLCC 营收持续快速复苏



资料来源：三星电机官网，民生证券研究院

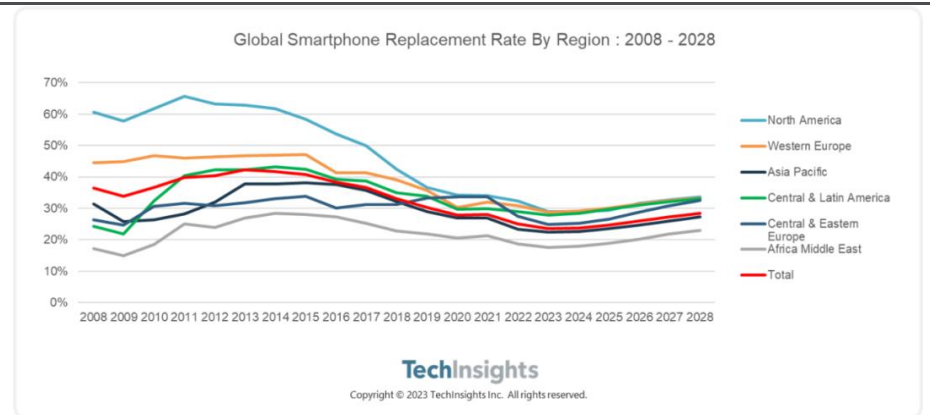
图10：国巨月度营收持续向好



资料来源：wind，民生证券研究院

AI 赋能有望缩短换机周期，打开新一轮周期成长空间。过去十年，由于部分市场的补贴减少、低收入预付费用户的增加以及智能手机质量的提高，全球智能手机的换机率一直在下降，换机周期持续延长，这制约了整体电子产业产值的持续增长。据 TechInsights 数据，2023 年全球智能手机的换机率约下跌至 23.5%（对应换机周期约 51 个月），为近十年的最低点。在换机率持续下降的背后，也反映了智能手机代际之间的创新迭代在缩小，无法刺激换机意愿。如今，AI 的影响逐渐从算力侧拓展到端侧，AI 赋能为智能手机等电子终端产品增加了代际的差异，新颖的技术创新有助于刺激换机意愿提升。展望 2024 年，换机率有望在 AI 的刺激下开始扭转持续下行趋势，从而带动电子产业整体迭代需求增长，在新一轮电子周期中也有望打开成长空间。

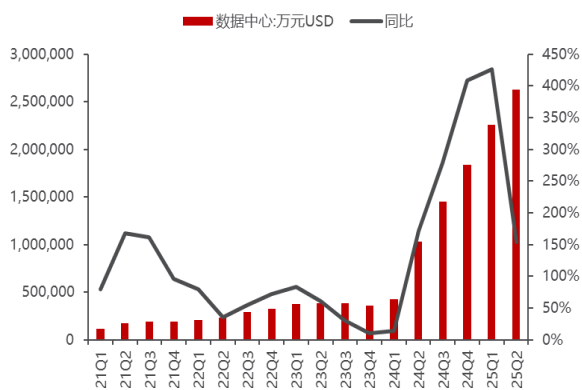
图11：智能手机换机率变化拐点有望逐步显现



资料来源：wind，民生证券研究院

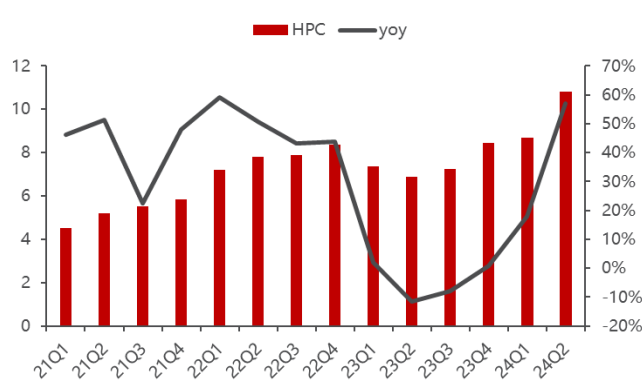
英伟达享 AI 浪潮第一波红利，台积电 HPC 业务印证 AI 需求动能强劲。AI 大模型所需的海量算力支持带动英伟达数据中心板块营收自 FY24Q1 以来持续高速增长，从 FY24Q1 的 43 亿美元增长到 FY25Q2 的 263 亿美元，季度复合增长率约 43.6%，占营收结构比重也从 59.6%增长到 87.5%，英伟达享受到 AI 浪潮的第一波红利。台积电作为全球领先的芯片代工厂商，同样深度受益 AI 强劲需求，对应高性能计算板块 (HPC) 营收实现快速增长。从 23Q2 到 24Q2，台积电 HPC 业务营收从 69 亿美元增长到 108 亿美元，季度复合增长率约 11.9%，占总营收比重从 44%提升到 52%。

图12：英伟达数据中心营收情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：台积电 HPC 营收情况



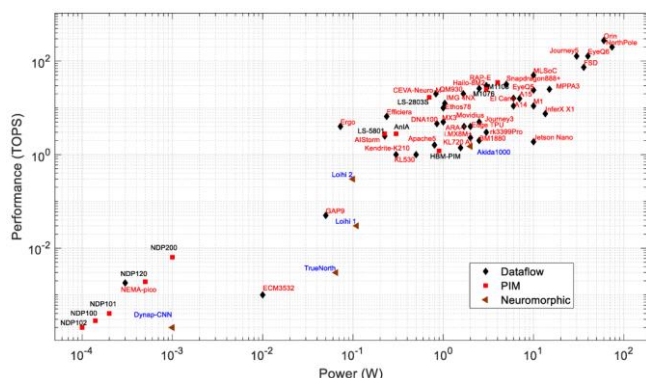
资料来源：台积电官网，民生证券研究院

2 端侧 AI 加速技术升级, 被动元件产业链迎成长机遇

2.1 端侧 AI 驱动被动元件技术迭代升级

AI 已逐步从算力大模型拓展向端侧应用, 从 AI 服务器拓展到 AI PC、AI 手机、智能可穿戴设备等终端应用场景, AI 赋能端侧应用的基础是配套硬件的完善和升级, 比如处理器、存储器等。处理器对应的是计算能力, 算力提升是 AI 成功应用到终端的核心, 头部芯片厂商如英特尔、AMD、Apple 和高通等公司都积极开发专用处理器将专用的 AI 加速块 (NPU) 集成到 CPU 中。存储对应的是数据容纳能力, 算力提升同时带来的就是数据流大增的挑战, AI 服务器拉动高带宽内存(HBM)需求快速增长, 端侧 AI 对于大容量 DRAM 的需求也大幅提升。

图14: AI 边缘处理器的功耗和性能



资料来源: 半导体行业观察, 民生证券研究院

图15: 端侧 AI 给存储带来的挑战

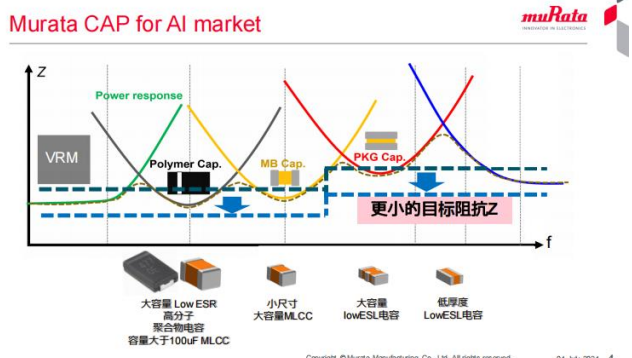


资料来源: 天天 IC, 民生证券研究院

端侧 AI 发展驱动计算能力大幅提升的同时也不可避免的带来功耗的大幅提升, 大功率的 AI 芯片对于电路设计带来新的挑战, 比如能源损耗、信号完整性、电源稳定性、外围器件的可靠性等, 为了保证电路设计的稳定高效, 被动元件作为电路中不可或缺的组成部分也必须进行相应的升级迭代才能满足需求, 比如超薄型 (小尺寸)、高容化、耐高温、高可靠性等。目前芯片发展呈现制程越来越小的趋势, 芯片的核心电压也越来越小, 比如十多年前的芯片核心电压在 3.3V 左右, 但如今先进芯片的核心电压都在 1V 或 1V 以下。核心电压下降对于芯片的供电电源稳定性要求会变高, 以往电源波动能够接受 10%以内的范围, 但如今只能接受 5%甚至更小的波动, 于是对于芯片外围的电容总容量要求就提高了。对于 AI 加速卡来说, 加速卡的 PCB 板上有更高容量的电容, 在尺寸受到限制的加速卡 PCB 板上, 就意味着需要提高单颗电容的容量密度, 以及提供更小型化大容量的电容产品。为了在小型化趋势的同时实现高容量化, 那么就需要做到电介质的薄层化和增加

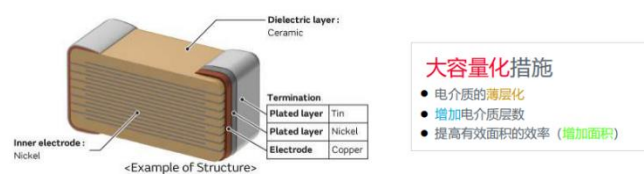
电介质层数，这就要求电介质层材料（镍粉）要往小粒径的方向不断升级迭代。

图16: 村田针对 AI 市场推出的 MLCC 产品



资料来源: 村田, 民生证券研究院

图17: MLCC 小尺寸大容量化解决方案



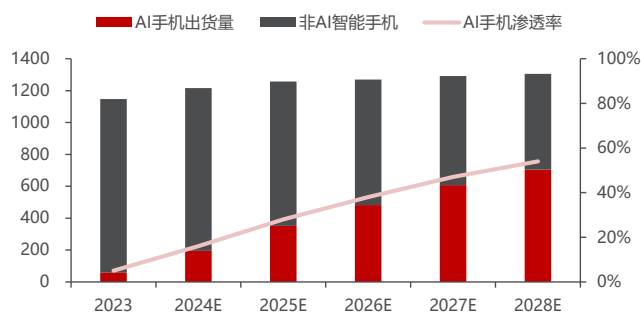
资料来源: 村田, 民生证券研究院

2.2 端侧 AI 市场快速增长带来被动元件市场成长机遇

得益于 AI 助手和端侧处理等增强功能的推动，AI 手机渗透率有望快速提升。

据 Canalsy 数据预测，2024 年全球 AI 手机渗透率将达到 16%，出货量接近 2 亿台，到 2028 年 AI 手机渗透率将有望增长到 54%，出货量约达到 7 亿台，2023-2028 年预计 AI 手机市场的年均复合增长率将超 60%。AI 手机出货量快速增长的同时，还会同步带动专用处理器，如 ASIC、GPU 以及存储、被动元件等其他零部件的优化升级以及出货量增长，尤其对于被动元件而言，功能的多样化还会带来 MLCC 等被动元件单机用量的提升，被动元件市场有望深度受益。苹果目前在 AI 手机市场占据领先地位，24Q2 苹果市场份额约 51%。苹果最新发布的 iPhone 16 系列，也是针对 AI 应用升级了 A18 和 A18 Pro 芯片组，还配备了 8GB RAM，专为 Apple Intelligence（苹果的 AI 功能）而打造，为未来 Apple Intelligence 的发展奠定了硬件基础。

图18: 全球 AI 手机渗透率展望 (百万台)



资料来源: canalsy, 民生证券研究院

图19: 2024Q2 全球 AI 手机市场格局



资料来源: canalsy, 民生证券研究院

得益于高生产力、个性化和能效特点，AI PC 渗透率有望快速提升，同时 AI PC 单机 MLCC 用量也呈现大幅增长。据 Canalsys 数据预测，2024 全球 AI PC 出货量将达到 4800 万台，占个人 PC 总出货量的 18%，预计到 2025 年，AI PC 出货量将超过 1 亿台，占 PC 总出货量的 40%，到 2028 年 AI PC 出货量将达到 2.05 亿台，渗透率达到约 70%，2024 -2028 年期间的复合年增长率将超 40%。AI PC 同时带 MLCC 实现量价双升，一方面高容值 MLCC 占比大幅提升，参考今年在 Computex 展会大放异彩的 WoA 笔电，尽管采用低能耗见长的精简指令集（RISC）架构（ARM）设计架构，整体 MLCC 用量仍高达 1,160~1,200 颗，与 Intel 高端商务机种用量接近，ARM 架构下的 MLCC 容值规格也有所提高，其中 1u 以上 MLCC 用量占总用量近八成，另一方面从单机 MLCC 用量相较普通 PC 而言也大增约八成，MLCC 市场有望深度受益 AI PC 持续增量。

图20：中国大陆 AI PC 渗透率展望



资料来源: canalsys, 民生证券研究院

图21：全球 AI PC 渗透率展望

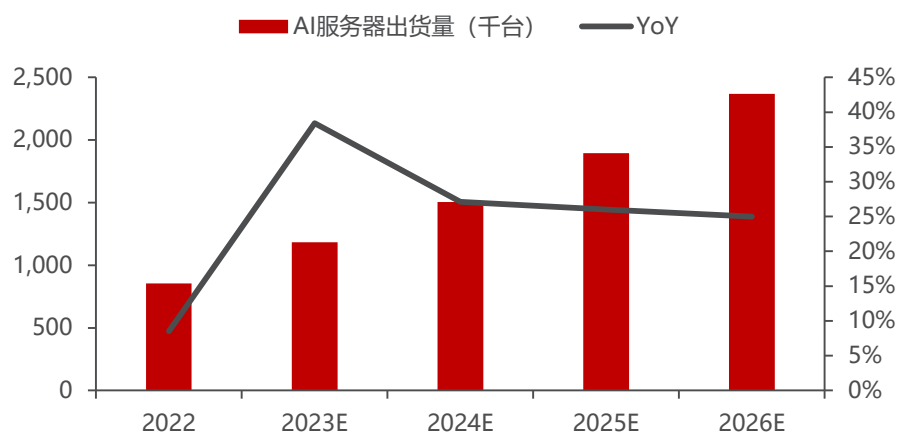


资料来源: canalsys, 民生证券研究院

AI 服务器受益于算力需求快速增长，出货量有望持续攀升，带动 MLCC 需求量价双升。AI 服务器作为算力基础，是 AI 生态布局不可缺少的硬件资本开支。据 TrendForce 数据预测，2023 年 AI 服务器（包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等）出货量近 120 万台，同比增长 38.4%，占整体服务器出货量近 9%，预计到 2026 年 AI 服务器出货量将接近 240 万台，占整体服务器出货量约 15%，2022--2026 年 AI 服务器出货量年复合增长率将达 22%。同时，服务器对 MLCC 的需求呈现出量增、质升、种多的特点。量增是高性能计算设备的需求带来对 MLCC 的需求大幅增加，比如 AI 服务器的 MLCC 用量比通用服务器增加 80%以上，平均每台搭载量高达三、四千颗，以 GB200 系统主板为例，MLCC 总用量不仅较通用服务器增加一倍，高容值用量占 60%，耐高温用量高达 85%，系统主板 MLCC 总价也增加一倍；质升是 AI 服务器对 MLCC 的耐压值、频率特性等要求更高，以满足高频信号传输和恶劣工作环境的需求；种多是服务器尤其 AI 应用场景的拓展，对 MLCC

的种类也提出了高容量、低阻抗、耐高温等更高和更多的要求。

图22: 全球 AI 服务器出货量展望



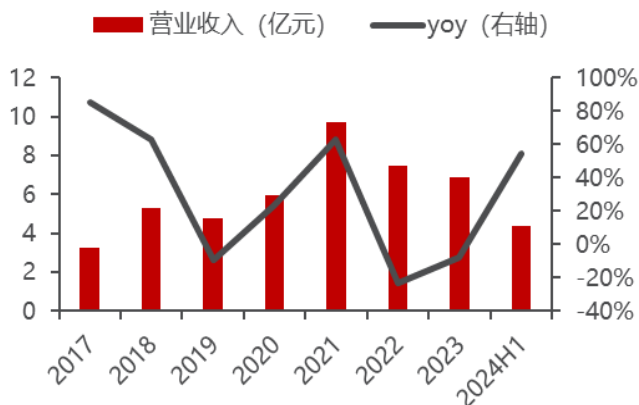
资料来源: Trendforce, 民生证券研究院

3 AI 助力产品结构改善，盈利修复有望持续加速

3.1 高端产品结构好转，盈利修复开始加速

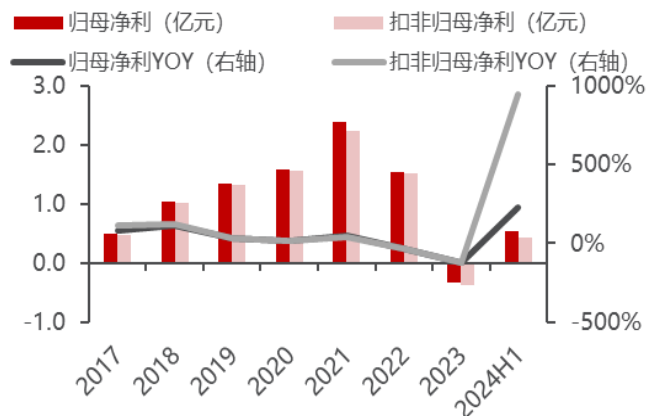
底部反转趋势显著，公司盈利修复拐点出现。2024年上半年，公司实现营收4.38亿元，同比+54.88%；实现归母净利润0.55亿元，同比+223.67%，实现扣非归母净利润0.44元，同比+943.44%；2024Q2，公司实现营收2.38亿元，环比+19.28%，同比+50.58%；归母净利润0.39亿元，环比+0.23亿元，同比+158.94%，扣非归母净利润0.33亿元，环比+0.23亿元，同比+631.47%；主要系行业持续复苏，公司产品销量同比显著增长，同时前期高价库存成本经过一年周转后显著下降，且目前镍价也逐步企稳，同时在结构端高毛利产品销售也开始出现好转信号。

图23：2024年上半年，公司实现营收4.38亿元



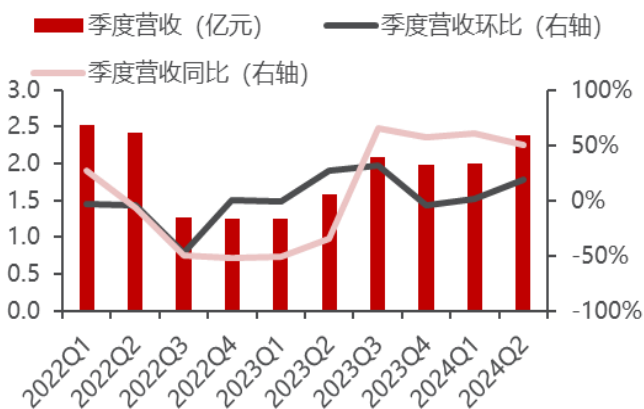
资料来源：ifind，民生证券研究院

图24：2024年上半年，公司实现归母净利润0.55亿元



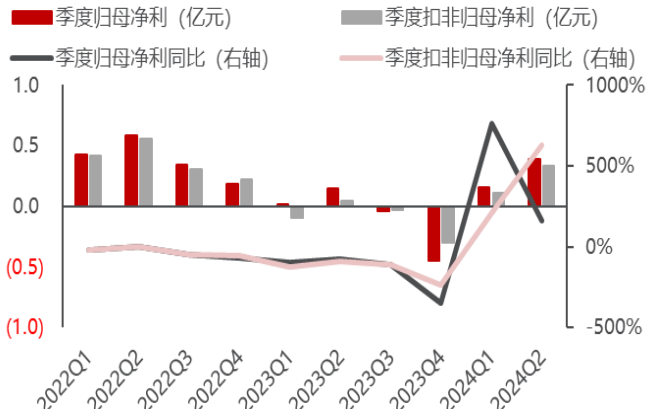
资料来源：ifind，民生证券研究院

图25：2024Q2，公司实现营收2.38亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

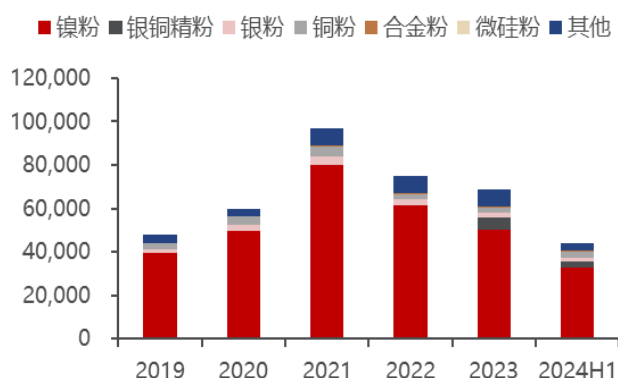
图26：2024Q2，公司实现归母净利润0.39亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

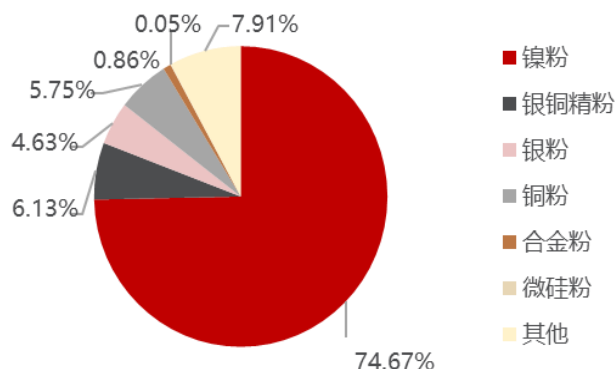
受益于行业复苏，镍粉、铜粉营收同比增长显著。2024年上半年，镍粉实现营收3.27亿元，同比+51.78%，营收占比约74.7%，主要系MLCC周期持续复苏带动公司镍粉销量同比显著增长，量增幅度大于镍价下行导致产品售价同比下行幅度；银包铜粉实现营收2685万元，营收占比达6.13%，银包铜粉受到日系浆料厂商新品竞争影响导致出货节奏略有放缓，不过公司银包铜粉也在持续往低银含方向发展；铜粉实现营收2521万元，同比+143.6%，营收占比约5.75%，已超23年全年水平，主要得益于整体需求复苏叠加国内银包铜粉厂商采购需求增长；银粉实现营收2028万元，同比+91.1%，营收占比约4.63%，主要系销量和银价双升；合金粉实现营收377万元，同比-49.0%，营收占比约0.86%，主要系银包铜粉之前合并并在合金粉口径中而现在单独披露；硅粉实现营收20万元，营收占比约0.05%，同比基本持平。

图27：公司分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

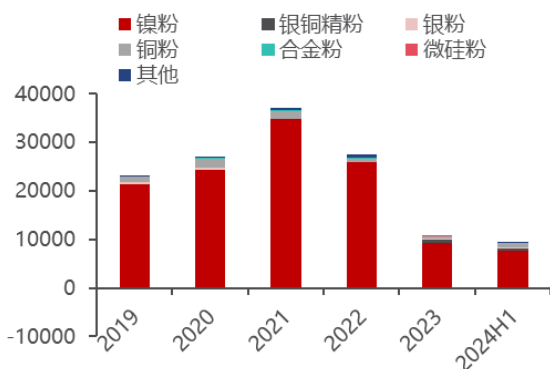
图28：2024年上半年分产品营收占比结构



资料来源：ifind，民生证券研究院

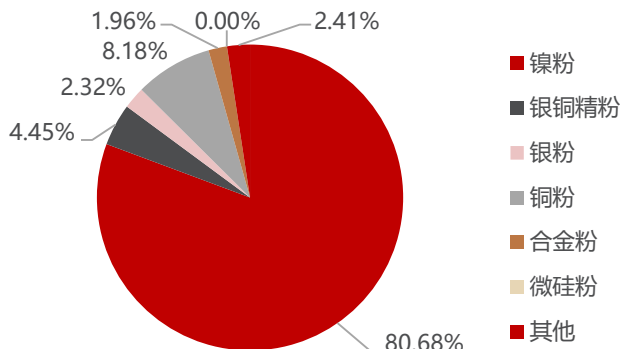
高端产品结构改善，盈利拐点出现。2024年上半年，公司综合毛利率为21.89%，同比+7.01pct。分产品来看，2024年上半年，公司镍粉产品毛利率为23.65%，相比23年镍粉毛利率提升5.29pct，毛利占比80.68%；银包铜粉毛利率为15.90%，相比23年银包铜粉毛利率提升3.36pct，毛利占比4.45%；铜粉毛利率为31.11%，相比23年铜粉毛利率提升9.92pct，毛利占比8.18%；银粉毛利率为10.97%，毛利占比为2.32%。镍粉毛利率快速修复主要系公司高端镍粉产品销售开始恢复，带动产品结构优化，同时出货量持续提升摊薄固定成本，叠加高价库存影响逐步被消化。展望24H2，伴随镍粉出货量持续爬升，叠加高端产品结构持续改善，以及新拓展高端产品逐步放量，公司产品结构有望进一步优化，毛利率有望呈现加速提升趋势。

图29：公司分产品毛利情况（单位：亿元）



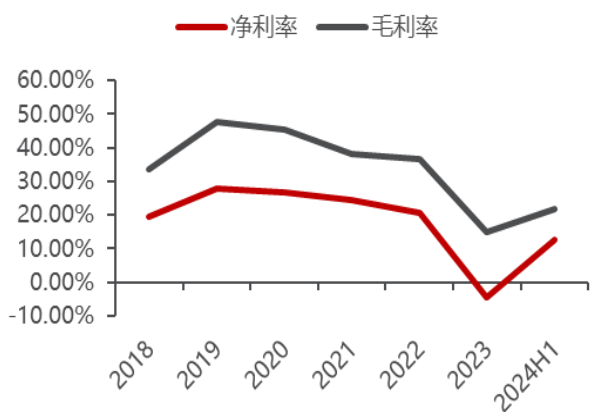
资料来源：ifind，民生证券研究院

图30：2024年上半年分产品毛利占比结构



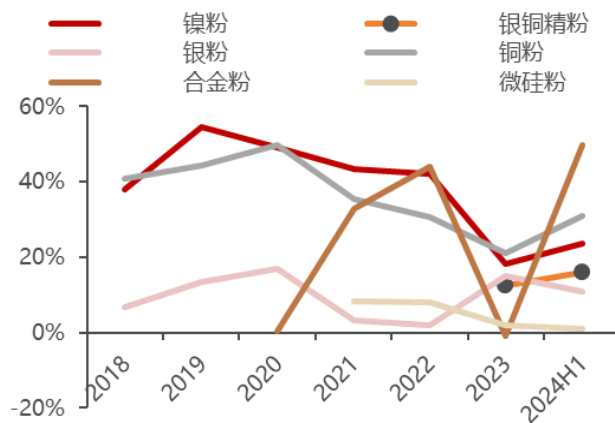
资料来源：ifind，民生证券研究院

图31：公司净利率与毛利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图32：公司分产品毛利率变化

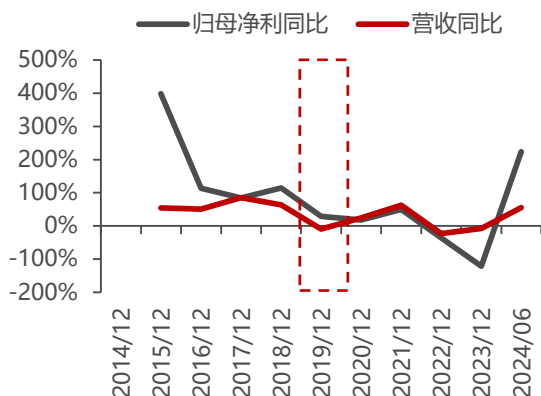


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.2 小粒径新品成功导入大客户，有望打开成长天花板

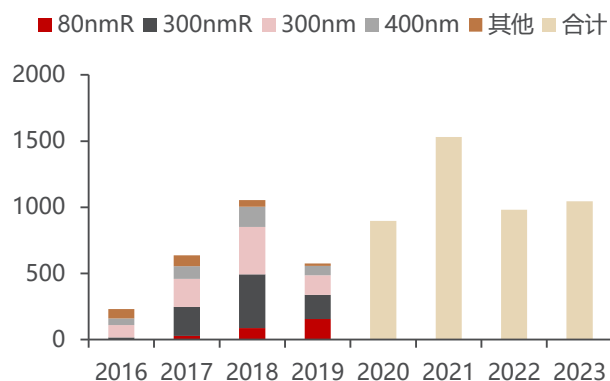
上一轮周期公司凭借镍粉新品拓展放量实现跨越周期。上一轮 MLCC 周期区间约是 2016-2019 年，公司把握住这一轮周期机遇成功实现营收从 2016 年的 1.74 亿增长到 2018 年的 5.28 亿，增幅达 203%，归母净利润从 2016 年的 2625 万元增长到 2018 年的 1.04 亿元，增幅达 296%，镍粉销量从 2016 年的 231 吨增长到 2018 年的 1055 吨，增幅达 356%。2019 年，受到 MLCC 周期下行影响，公司镍粉销量同比下滑 45%，其中普通规格 300nmR/300nm/400nm 镍粉同比分别减少 55%/59%/53%，但是 80nmR 新品销量同比增长 79%，最终帮助公司跨越周期，在 2019 年营收同比下降 9% 的背景下实现归母净利润同比增长 29%，公司经历这一轮周期后也在大客户享有不错份额。

图33: 公司历史营收及归母净利同比增速对比



资料来源: ifind, 民生证券研究院

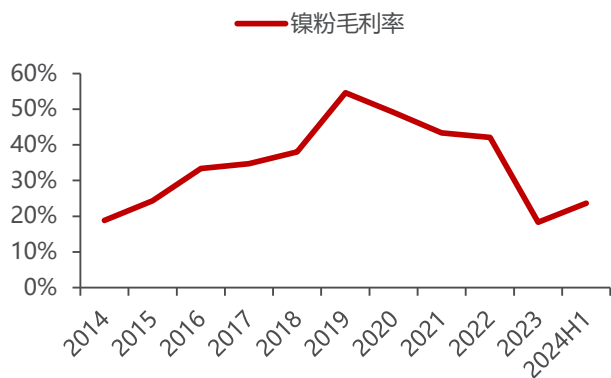
图34: 公司历史产品销量结构 (吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

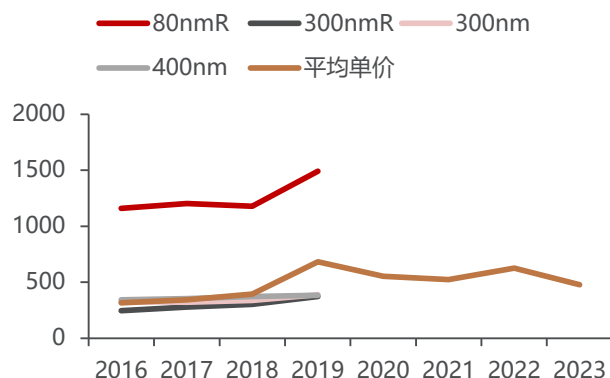
新型小粒径镍粉成功导入大客户, 有望打开公司成长天花板。公司一方面对现有生产工艺进行改革创新, 通过开发新分级工艺、调整工艺路线等有效途径, 使得分级过程更为精准可控; 一方面, 围绕市场需求趋势布局产品线, 加大适配高容电子浆料用小粒径成品粉体开发力度, 推出多种新型号和粒径规格的粉体产品, 目前已实现 MLCC 用全系列电极镍粉产品布局。公司高端电子浆料用新型小粒径镍粉相关产品已成功导入海外主要客户的供应链体系并形成批量销售。AI 应用终端高功能化发展以及产业链软硬件升级迭代驱动消费电子行业步入新一轮成长周期, 进而推动高阶 MLCC 用小粒径镍粉用量增加, 公司有望受益新品持续放量, 盈利修复有望持续加速。

图35: 公司镍粉毛利率历史变化情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图36: 公司镍粉单价历史变化情况 (元/kg)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

我们认为电子行业需求复苏趋势明确，AI 赋能有望助力电子需求增长，公司镍粉业务修复态势迎来加速拐点，银包铜粉出货量级有望持续提升，合金粉有望打开新成长曲线，业绩修复有望迎来加速期。公司依托核心技术优势构建了坚实护城河，竞争格局优异，成长空间可期，我们上调 2024-2026 年归母净利润分别为 1.49/2.51/3.49 亿元，对应 2024 年 9 月 23 日收盘价的 PE 为 37/22/16 倍，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	689	1,118	1,532	1,856
增长率 (%)	-7.7	62.3	37.0	21.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-32	149	251	349
增长率 (%)	-121.1	560.9	68.3	39.2
每股收益 (元)	-0.12	0.57	0.96	1.33
PE	/	37	22	16
PB	3.5	3.3	3.0	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 9 月 23 日收盘价)

5 风险提示

1) 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) 新品研发不及预期。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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	689	1,118	1,532	1,856
营业成本	585	820	1,088	1,286
营业税金及附加	8	10	14	15
销售费用	6	7	9	10
管理费用	38	50	64	74
研发费用	68	78	92	102
EBIT	-35	168	280	387
财务费用	-6	2	2	0
资产减值损失	-32	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	-32	165	278	388
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-33	165	278	388
所得税	0	17	28	39
净利润	-32	149	251	349
归属于母公司净利润	-32	149	251	349
EBITDA	45	265	403	527

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	96	158	296	516
应收账款及票据	183	215	253	306
预付款项	14	20	27	32
存货	435	337	417	423
其他流动资产	67	65	79	91
流动资产合计	795	796	1,073	1,369
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	924	1,087	1,064	1,050
无形资产	99	98	98	97
非流动资产合计	1,147	1,328	1,302	1,286
资产合计	1,942	2,124	2,376	2,655
短期借款	80	80	80	80
应付账款及票据	106	149	198	234
其他流动负债	134	147	174	194
流动负债合计	320	376	452	508
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	43	67	67	67
非流动负债合计	43	67	67	67
负债合计	363	444	519	575
股本	262	262	262	262
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,578	1,680	1,856	2,080
负债和股东权益合计	1,942	2,124	2,376	2,655

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	-7.72	62.30	37.01	21.15
EBIT 增长率	-121.49	576.61	66.92	38.37
净利润增长率	-121.05	560.85	68.31	39.18
盈利能力 (%)				
毛利率	15.04	26.70	28.98	30.73
净利润率	-4.69	13.32	16.36	18.79
总资产收益率 ROA	-1.66	7.01	10.55	13.14
净资产收益率 ROE	-2.05	8.86	13.50	16.77
偿债能力				
流动比率	2.48	2.11	2.37	2.70
速动比率	1.00	1.10	1.34	1.75
现金比率	0.30	0.42	0.66	1.02
资产负债率 (%)	18.72	20.90	21.86	21.67
经营效率				
应收账款周转天数	96.69	70.00	60.00	60.00
存货周转天数	270.96	150.00	140.00	120.00
总资产周转率	0.34	0.55	0.68	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	-0.12	0.57	0.96	1.33
每股净资产	6.03	6.42	7.10	7.95
每股经营现金流	0.69	1.39	1.20	1.80
每股股利	0.18	0.28	0.48	0.67
估值分析				
PE	/	37	22	16
PB	3.5	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	122.43	20.76	13.65	10.45
股息收益率 (%)	0.85	1.34	2.25	3.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-32	149	251	349
折旧和摊销	80	97	123	139
营运资金变动	104	118	-64	-20
经营活动现金流	180	363	313	472
资本开支	-227	-255	-92	-118
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-221	-268	-92	-118
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-80	0	0	0
筹资活动现金流	-46	-32	-83	-134
现金净流量	-83	63	138	220

插图目录

图 1: 智能手机出货量持续复苏 (百万台)	3
图 2: PC 出货量持续复苏 (万台)	3
图 3: 平板电脑出货量持续复苏 (万台)	4
图 4: 智能手表出货量持续复苏 (万台)	4
图 5: 台股被动元件收入及同比增速	4
图 6: 台股 MLCC 收入及增速	4
图 7: 村田接单出货比 (BB 值) 持续向好	5
图 8: 村田 MLCC 营收持续复苏	5
图 9: 三星 MLCC 营收持续快速复苏	6
图 10: 国巨月度营收持续向好	6
图 11: 智能手机换机率变化拐点有望逐步显现	6
图 12: 英伟达数据中心营收情况	7
图 13: 台积电 HPC 营收情况	7
图 14: AI 边缘处理器的功耗和性能	8
图 15: 端侧 AI 给存储带来的挑战	8
图 16: 村田针对 AI 市场推出的 MLCC 产品	9
图 17: MLCC 小尺寸大容量化解决方案	9
图 18: 全球 AI 手机渗透率展望 (百万台)	9
图 19: 2024Q2 全球 AI 手机市场格局	9
图 20: 中国大陆 AI PC 渗透率展望	10
图 21: 全球 AI PC 渗透率展望	10
图 22: 全球 AI 服务器出货量展望	11
图 23: 2024 年上半年, 公司实现营收 4.38 亿元	12
图 24: 2024 年上半年, 公司实现归母净利润 0.55 亿元	12
图 25: 2024Q2, 公司实现营收 2.38 亿元	12
图 26: 2024Q2, 公司实现归母净利润 0.39 亿元	12
图 27: 公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	13
图 28: 2024 年上半年分产品营收占比结构	13
图 29: 公司分产品毛利情况 (单位: 亿元)	14
图 30: 2024 年上半年分产品毛利占比结构	14
图 31: 公司净利率与毛利率情况	14
图 32: 公司分产品毛利率变化	14
图 33: 公司历史营收及归母净利润同比增速对比	15
图 34: 公司历史产品销量结构 (吨)	15
图 35: 公司镍粉毛利率历史变化情况	15
图 36: 公司镍粉单价历史变化情况 (元/kg)	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
盈利预测与财务指标	16
公司财务报表数据预测汇总	18

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