



博迁新材 (605376.SH)

买入 (维持评级)

公司研究
证券研究报告

AI 需求有望带动毛利率大幅改善

核心逻辑

AI 服务器用 MLCC 需求迎来爆发式增长。据 TrendForce 集邦咨询, 2025 年第一季度, 全球 MLCC 供应商的出货总量预计将达到 11467 亿颗以上, 但季减幅度可能达到 3%。尽管 MLCC 市场整体出货量依然庞大, 但市场需求结构正在发生深刻变化。从需求领域来看, 2025 年, 产业订单需求焦点主要集中在 AI 服务器、加速器及电源管理系统等 AI 基础建设领域, 预计这部分需求在 2025 年将实现超过 20% 的增长。其中, AI 服务器对 MLCC 的需求量更是呈现出爆发式增长, 相较于传统服务器, AI 服务器中 MLCC 的使用量增加了数倍甚至数十倍。

三星电机计划扩大高温高容产品序列应对 AI 需求增长。据三星电机四季度财报, 预计 25 年 AI 服务器的高增长势头等 AI 需求将继续保持强势, 预计 25 年第一季度的营业利润将比前一季度及去年同期增长两位数以上。三星电机计划通过扩大 AI 服务器用高温、大容量及 EV 动力总成用高温、高压品阵容等, 适时应对需求, 通过扩大车载用 MLCC 生产能力等, 持续增加 AI 服务器、车载领域的销售额。

高端 MLCC 镍粉逐步放量, 产品结构优化空间广阔。受益于 AI 服务器带来的 MLCC 需求量的大幅提升, 预计公司 MLCC 镍粉需求在 25 年或将迎来显著增长, 而 MLCC 高温高容小型化的趋势会进一步提高小粒径高端粉体的需求。从 23 年到 24 年上半年, 公司对三星电机的销售收入占比已经从 44.78% 恢复至 51.24%, 预计 25 年或将有进一步提升。三星电机 AI 服务器相关 MLCC 产品的持续扩容将带动公司小粒径高端镍粉占比持续修复。23-24 年公司业绩受到行业景气度下滑、原材料价格波动以及高端产品占比持续下滑等多重因素影响, 产品毛利率和净利率显著低于 22 年的景气周期。预计 25 年公司 MLCC 镍粉产品结构优化空间广阔, 公司毛利率有望迎来大幅改善。

盈利预测、估值与评级

预计随着 AI 服务器用 MLCC 需求的大幅增长, 公司小粒径高端 MLCC 镍粉有望迎来结构性修复, 公司毛利率修复可期。预计公司 24-26 年营收分别为 9.16 亿元、12.53 亿元、17.46 亿元, 归母净利润分别为 0.87 亿元、3.05 亿元、3.70 亿元, 对应 EPS 分别为 0.33 元、1.17 元、1.41 元, 对应 PE 分别为 86.74 倍、24.81 倍、20.48 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

传统需求不及预期; 原材料价格大幅波动; 高端品修复不及预期。

金属材料组

分析师: 李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 29.86 元

相关报告:

- 《博迁新材公司点评: 需求修复销量提升, 业绩大幅增长》, 2024.10.25
- 《博迁新材公司点评: MLCC 需求修复, 公司业绩环比大增》, 2024.8.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	747	689	916	1,253	1,746
营业收入增长率	-23.02%	-7.72%	33.02%	36.69%	39.38%
归母净利润(百万元)	153	-32	87	305	370
归母净利润增长率	-35.47%	-121.05%	N/A	249.61%	21.15%
摊薄每股收益(元)	0.587	-0.124	0.334	1.167	1.414
每股经营性现金流净额	-0.21	0.69	-0.15	1.40	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.09%	-2.05%	5.35%	16.83%	18.17%
P/E	79.14	-228.32	86.74	24.81	20.48
P/B	7.19	4.67	4.64	4.18	3.72

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、AI 服务器带动高温高容 MLCC 需求大幅提升.....	3
1. AI 服务器用 MLCC 需求迎来爆发式增长.....	3
2、三星电机计划扩大高温高容产品序列应对 AI 需求增长.....	3
二、高端 MLCC 镍粉逐步放量，产品结构优化空间广阔.....	4
三、投资建议.....	5
四、风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 谐振电路中随温度变化的容值图.....	4
图表 2： 三星电机 25V MLCC.....	4
图表 3： 公司营收及利润逐步修复.....	4
图表 4： 产品毛利率有望迎来进一步修复.....	4



一、AI 服务器带动高温高容 MLCC 需求大幅提升

1. AI 服务器用 MLCC 需求迎来爆发式增长

根据 TrendForce 集邦咨询的最新研究数据显示，2025 年第一季度，全球 MLCC 供应商的出货总量预计将达到 11467 亿颗以上，但季减幅度可能达到 3%。这一数据表明，尽管 MLCC 市场整体出货量依然庞大，但市场需求结构正在发生深刻变化。从需求领域来看，2025 年，产业订单需求焦点主要集中在 AI 服务器、加速器及电源管理系统等 AI 基础设施建设领域，预计这部分需求在 2025 年将实现超过 20% 的增长。其中，AI 服务器对 MLCC 的需求量更是呈现出爆发式增长，相较于传统服务器，AI 服务器中 MLCC 的使用量增加了数倍甚至数十倍。以某特定型号搭载 8 个 GPU 的 AI 服务器为例，其 MLCC 的使用量与传统型号相比增加了 7 到 8 倍，而机架解决方案中 MLCC 的使用量更是增加了百倍以上。预计到 2026 年，AI 服务器和 AIPC 将为 MLCC 增加约 6 亿美元的整体潜在市场，至 2030 年将超过 11 亿美元。

据猎芯网，以电容用量来看，传统服务器单机主板约 2000 颗，但就英伟达 HGX 系列、8 张 GPU 模块来看，将提升 10 倍达 2 万颗，GB200 则将再增加 10 倍来到 20 万颗，年复合成长率为 15%；其中，高阶 X6S（通用型陶瓷电容）多出约 2000 颗。若以价值金额来看，AI 服务器大电源供应器内的被动元件价值增加 10-30%；电阻则较传统服务器增加 40-60%；以英伟达 GB200 为例，电容价值较传统服务器增加 200 美金，部分料号单价更是差 10 倍。

与之形成鲜明对比的是，ICT 产业的其他部分，如智能手机、平板电脑、笔记本电脑等传统消费电子领域，对 MLCC 的需求增长则相对缓慢，预估平均增幅不到 10%。这主要是由于这些传统消费电子市场逐渐趋于饱和，产品更新换代速度放缓，市场竞争激烈，导致对 MLCC 的需求增长乏力。因此，从数据层面来看，2025 年 MLCC 的需求增长将主要由 AI 基建主导，这一趋势将深刻改变 MLCC 市场的需求格局。

日本村田制作所社长中岛规巨表示，看好 AI 应用百花齐放带动被动元件需求爆发，预计 2025 财年年度，AI 服务器相关 MLCC 需求将增长一倍以上，且 AI 服务器搭载的 MLCC 数量是传统服务器的 8 倍。被动元件产业在历经了长达三年半的供需调整之后，村田最新公布的 2024 年 10-12 月财报显示，该产业已经复苏。受益于 AI 服务器相关零件需求稳健、订单增加，加上日元贬值，带动合并营收同比增长 2%，达到 4480 亿日元，合并净利润同比大涨 43.8% 至 710 亿日元。村田透露，近期订单出货比（B/B 值）已回到代表景气扩张的 1 以上，预估 2024 财年（2024 年 4 月至 2025 年 3 月）合并纯益将大增 30%，达 2350 亿日元，获利是近三年来首度呈现增长态势。

2、三星电机计划扩大高温高容产品序列应对 AI 需求增长

2025 年年初，三星电机陆续发布两款 AI 相关 MLCC 产品。

（1）工规高压 COG MLCC

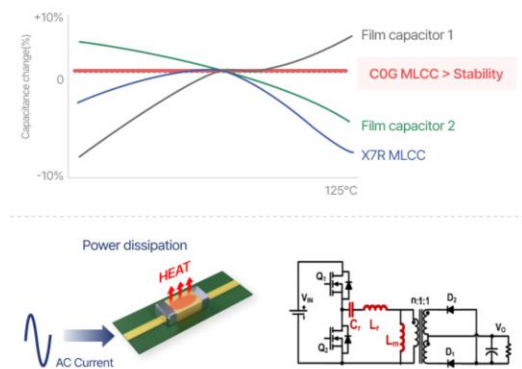
1 月 8 日，三星电机发布工规高压 COG MLCC（1210inch, 22nF, 1000V）。AI 服务器的电源供应装置（PSU）需要 4kW 以上的功率，在电力转换和供电过程中产生的发热立即导致费用增加。为了提高电力效率，LLC 谐振电路被广泛应用，并在此采用高压 COG MLCC。组成谐振电路的电容（高压 COG MLCC）和其他电容相比，拥有容值几乎不会随着温度变化而产生变化的优点。

（2）工规高容 MLCC 25V

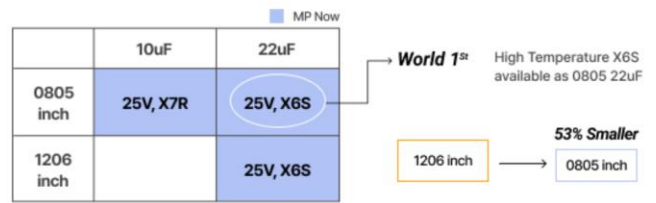
2 月 5 日，三星电机世界首发产品工规 MLCC 25V（0805 inch, X6S, 22uF, 25V）。当功耗增加到约 500W 左右，高性能 AI 加速器容易产生纹波电压，需要高容值产品来消除这种电压波动，稳定供电。另外，随着耗电量的增加，流动的电流也会增多，会产生发热现象，所以需要高温特性。以 AI 加速器为例，由于使用了标准 12V 的 Power Input，因此需要 25V 级的 MLCC，在此背景下，开发出了容量为 22uF, 25V, X6S MLCC 产品，比现有的 10uF MLCC 容量更大。



图表1: 谐振电路中随温度变化的容值图



图表2: 三星电机 25V MLCC



来源: 三星电机官网, 国金证券研究所

来源: 三星电机官网, 国金证券研究所

据三星电机四季度财报, 预计 25 年 AI 服务器的高增长势头等 AI 需求将继续保持强势, 汽车的车载化扩大等车载用市场也将持续增长, 预计 2025 年第一季度的营业利润将比前一季度及去年同期增长两位数以上。三星电机计划加强 AI 服务器用 MLCC/封装基板, 车载用 MLCC/相机模组等高附加值产品相关阵容, 并持续扩大客户公司的多元化及供应。

三星电机计划通过扩大 AI 服务器用高温、大容量及 EV 动力总成用高温、高压品阵容等, 适时应对需求, 通过扩大车载用 MLCC 生产能力等, 持续增加 AI 服务器、车载领域的销售额。

二、高端 MLCC 镍粉逐步放量, 产品结构优化空间广阔

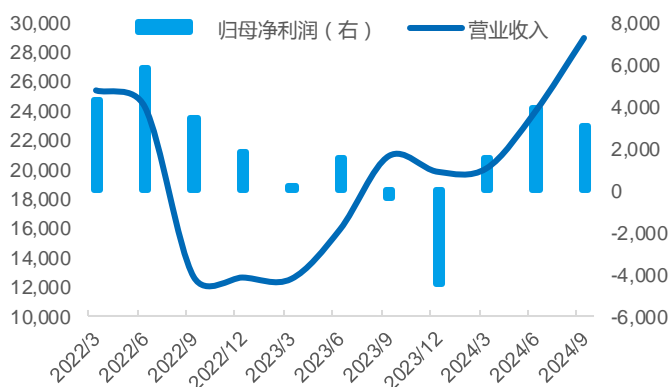
受益于 AI 服务器带来的 MLCC 需求量的大幅提升, 预计公司 MLCC 镍粉需求在 25 年或将迎来显著增长, 而 MLCC 高温高容小型化的趋势会进一步提高小粒径高端粉体的需求。

据博迁新材 24 年半年报, 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。

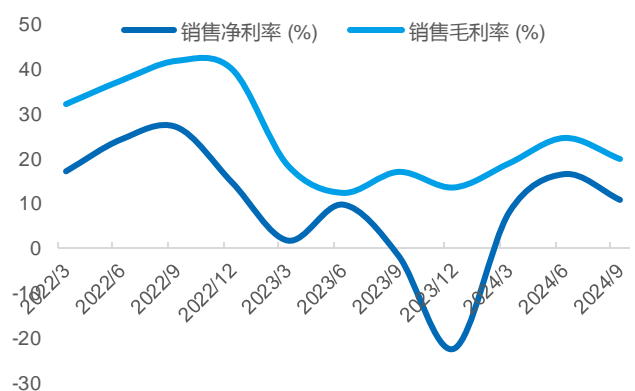
三星电机作为博迁新材的核心客户, 从 23 年到 24 年上半年, 公司对三星电机的销售收入占比已经从 44.78% 恢复至 51.24%, 预计 25 年或将有进一步提升。三星电机 AI 服务器相关 MLCC 产品的持续扩容将带动博迁新材小粒径高端镍粉占比持续修复。

23-24 年公司业绩受到行业景气度下滑、原材料价格波动以及高端产品占比持续下滑等多重因素影响, 产品毛利率和净利率显著低于 22 年的景气周期。预计 25 年公司 MLCC 镍粉产品结构优化空间广阔, 公司毛利率有望迎来大幅改善。

图表3: 公司营收及利润逐步修复



图表4: 产品毛利率有望迎来进一步修复



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



三、投资建议

预计随着 AI 服务器用 MLCC 需求的大幅增长，公司小粒径高端 MLCC 镍粉有望迎来结构性修复，公司毛利率修复可期。预计公司 24-26 年营收分别为 9.16 亿元、12.53 亿元、17.46 亿元，归母净利分别为 0.87 亿元、3.05 亿元、3.70 亿元，对应 EPS 分别为 0.33 元、1.17 元、1.41 元，对应 PE 分别为 86.74 倍、24.81 倍、20.48 倍，维持公司“买入”评级。

四、风险提示

传统 MLCC 需求不及预期。传统 MLCC 领域需求如果低于预期，将影响公司总体销量，或导致业绩下滑。

原材料价格大幅波动。公司核心原材料镍价格如果出现单边持续下跌，公司产品定价模式下，毛利率会有所下滑。

高端产品修复不及预期。AI 服务器用 MLCC 需求如果不及预期，或导致公司高端产品占比无法提升，进而无法提高综合毛利率。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	970	747	689	916	1,253	1,746	货币资金	429	307	96	372	378	571	
增长率		-23.0%	-7.7%	33.0%	36.7%	39.4%	应收款项	255	241	225	283	387	539	
主营业务成本	-598	-472	-585	-718	-743	-1,083	存货	241	498	435	596	595	843	
%销售收入	61.7%	63.2%	85.0%	78.3%	59.3%	62.0%	其他流动资产	54	43	40	55	56	70	
毛利	372	275	104	198	510	663	流动资产	978	1,089	795	1,307	1,416	2,023	
%销售收入	38.3%	36.8%	15.0%	21.7%	40.7%	38.0%	%总资产	54.5%	52.4%	40.9%	50.5%	49.5%	56.0%	
营业税金及附加	-6	-5	-8	-10	-14	-20	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.6%	0.7%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	680	845	981	1,103	1,260	1,402	
销售费用	-6	-5	-6	-6	-8	-11	%总资产	38.0%	40.7%	50.5%	42.6%	44.0%	38.8%	
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	93	105	113	119	125	131	
管理费用	-41	-42	-38	-40	-63	-87	非流动资产	815	989	1,147	1,282	1,445	1,591	
%销售收入	4.2%	5.7%	5.5%	4.4%	5.0%	5.0%	%总资产	45.5%	47.6%	59.1%	49.5%	50.5%	44.0%	
研发费用	-44	-63	-68	-47	-63	-87	资产总计	1,793	2,078	1,942	2,589	2,860	3,614	
%销售收入	4.6%	8.5%	9.9%	5.1%	5.0%	5.0%	短期借款	2	224	145	758	835	1,304	
息税前利润 (EBIT)	275	158	-17	95	363	458	应付款项	129	85	135	126	121	161	
%销售收入	28.3%	21.2%	n.a	10.4%	29.0%	26.2%	其他流动负债	54	34	40	37	56	81	
财务费用	-2	19	6	1	-20	-31	流动负债	185	343	320	921	1,012	1,546	
%销售收入	0.2%	-2.5%	-0.9%	-0.2%	1.6%	1.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-3	-3	-30	-13	-2	-2	其他长期负债	20	45	43	38	35	33	
公允价值变动收益	1	1	-2	0	0	0	负债	205	388	363	958	1,047	1,578	
投资收益	5	-6	-2	0	0	0	普通股股东权益	1,588	1,689	1,578	1,631	1,814	2,036	
%税前利润	1.7%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	262	262	262	262	262	262	
营业利润	284	178	-32	93	351	435	未分配利润	575	669	557	609	792	1,014	
营业利润率	29.3%	23.9%	n.a	10.2%	28.0%	24.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	4	-2	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,793	2,078	1,942	2,589	2,860	3,614	
税前利润	288	177	-33	93	351	435	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	29.7%	23.7%	n.a	10.2%	28.0%	24.9%	每股指标							
所得税	-50	-23	0	-6	-46	-65	每股收益	0.909	0.587	-0.124	0.334	1.167	1.414	
所得税率	17.4%	13.1%	n.a	6.6%	13.0%	15.0%	每股净资产	6.070	6.457	6.033	6.233	6.934	7.782	
净利润	238	153	-32	87	305	370	每股经营现金净流	0.382	-0.205	0.687	-0.154	1.397	0.783	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.280	0.200	0.300	0.133	0.467	0.565	
归属于母公司的净利润	238	153	-32	87	305	370	回报率							
净利率	24.5%	20.6%	n.a	9.5%	24.4%	21.2%	净资产收益率	14.98%	9.09%	-2.05%	5.35%	16.83%	18.17%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.27%	7.39%	-1.66%	3.37%	10.67%	10.23%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	14.26%	7.18%	-0.98%	3.73%	11.91%	11.65%	
净利润	238	153	-32	87	305	370	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	62.74%	-23.02%	-7.72%	33.02%	36.69%	39.38%	
非现金支出	45	69	110	97	99	115	EBIT 增长率	33.59%	-42.43%	-110.87%	-655.30%	280.28%	26.19%	
非经营收益	0	2	-1	36	53	71	净利润增长率	49.59%	-35.47%	-121.05%	N/A	249.61%	21.15%	
营运资金变动	-183	-278	104	-260	-92	-351	总资产增长率	13.60%	15.89%	-6.54%	33.34%	10.48%	26.35%	
经营活动现金净流	100	-54	180	-40	365	205	资产管理能力							
资本开支	-344	-229	-227	-227	-260	-260	应收账款周转天数	52.6	99.5	108.6	99.0	99.0	99.0	
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	117.6	285.5	290.7	310.0	300.0	290.0	
其他	2	-14	6	0	0	0	应付账款周转天数	54.6	78.2	58.9	60.0	55.0	50.0	
投资活动现金净流	-342	-242	-221	-227	-260	-260	固定资产周转天数	219.7	406.2	489.6	396.4	321.3	249.7	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-40	100	-80	611	78	469	净负债/股东权益	-26.93%	-5.11%	3.15%	23.62%	25.23%	36.03%	
其他	-80	-54	34	-63	-175	-219	EBIT 利息保障倍数	164.1	-8.3	2.7	-63.7	18.1	14.9	
筹资活动现金净流	-120	46	-46	548	-97	251	资产负债率	11.42%	18.70%	18.72%	37.02%	36.59%	43.67%	
现金净流量	-365	-247	-83	281	8	195								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	9
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.50	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究