

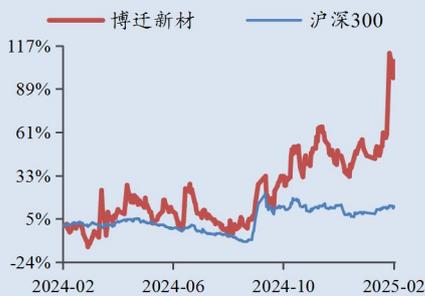
高端 MLCC 镍粉放量，光伏无银化加速推进

——博迁新材（605376.SH）点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年02月27日

当前价格（元）	41.81
52周价格区间（元）	17.76-42.85
总市值（百万元）	10,937.50
流通市值（百万元）	10,937.50
总股本（万股）	26,160.00
流通股（万股）	26,160.00
近一月换手（%）	55.69

分析师：杨阳
执业证书编号：S0230523110001
邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：许紫荆
执业证书编号：S0230524080001
邮箱：xuzj@hlzq.com

相关阅读

观点：

- **高端 MLCC 镍粉放量，高毛利产品占比有望提升。** 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。截至 2024 年 H1，公司对三星电机的销售收入占公司主营业务收入比重恢复到 51.24%，随着产品结构的改善，公司毛利率水平有望实现提升。
- **光伏无银化加速推进，有望打开成长空间。** 当前银价达到 7500 元/kg 以上，按照 10mg/W 耗量计算，贵金属成本达到 7-8 分/W，占光伏电池非硅成本的比重较高，无银化技术对光伏行业降本至关重要。铜是导电性仅次于银的金属，公司以市场需求为导向，陆续推出多款导电性能良好且含银量低的 HJT 银包铜粉新品，不断扩充银包金属粉体系列产品线。
- **布局固态电池硅基负极材料。** 公司依托技术及研发优势，充分把握新能源领域的新兴需求，协同客户进行硅基材料的新品开发工作，并配合下游客户在动力电池能量密度、循环寿命、快充性能等关键指标上进行优化探索。目前公司研发的纳米级硅粉及硅合金粉体已送下游客户试样评价。
- **盈利预测及投资评级：** 公司是全球 MLCC 用镍粉龙头，AI 需求带动高端 MLCC 镍粉放量，公司盈利能力有望提升；光伏领域无银化加速推进，有望打开盈利空间。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.86/2.76/3.31 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 127.4/39.7/33.0 倍。我们选取帝科股份、聚和材料、有研粉材作为可比公司，可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 20.4/17.9/10.0 倍，公司是镍粉龙头且具备新业务成长逻辑，我们认为其未来几年具备估值溢价的可能性。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 行业政策变动风险；下游需求变动风险；行业竞争加剧；技术进步不及预期；原材料价格波动风险；确认收入节奏不及预期的风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	747	689	948	1,338	1,581
增长率（%）	-23.02	-7.72	37.61	41.14	18.16
归母净利润（百万元）	153	-32	86	276	331
增长率（%）	-35.47	-121.05	365.75	221.04	20.25
ROE（%）	9.09	-2.05	5.31	15.03	15.73
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.59	-0.12	0.33	1.05	1.27
市盈率（P/E）	71.3	-338.5	127.4	39.7	33.0
市净率（P/B）	6.5	6.9	6.8	6.0	5.2

数据来源：Wind，华龙证券研究所

➤ 可比公司估值表

代码	简称	2025/2/27	EPS（元）					PE（倍）				
		收盘价（元）	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
300842.SZ	帝科股份	50.24	-0.17	3.85	3.49	4.46	5.04	-	13.1	14.4	11.3	10.0
688503.SH	聚和材料	49.05	3.50	2.67	2.97	3.53	-	14.0	-	16.5	13.9	-
688456.SH	有研粉材	36.17	0.53	0.53	1.19	1.27	-	67.6	68.0	30.4	28.5	-
	平均值		1.29	2.35	2.55	3.09	5.04	40.8	40.5	20.4	17.9	10.0
605376.SH	博迁新材	41.81	0.59	-0.12	0.33	1.05	1.27	71.3	-	127.4	39.7	33.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所；可比公司盈利预测来自Wind一致预测。

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,089	795	1,202	1,586	1,658	营业收入	747	689	948	1,338	1,581
现金	307	96	266	341	386	营业成本	472	585	749	874	1,025
应收票据及应收账款	228	183	311	431	438	税金及附加	5	8	9	13	16
其他应收款	12	7	32	20	39	销售费用	5	6	8	11	13
预付账款	13	14	31	32	41	管理费用	42	38	53	74	88
存货	498	435	518	715	706	研发费用	63	68	47	67	79
其他流动资产	30	60	43	46	47	财务费用	-19	-6	-6	7	9
非流动资产	989	1,147	1,317	1,614	1,766	资产和信用减值损失	-3	-30	-3	-2	-4
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	8	11	10	10	10
固定资产	831	924	1,086	1,368	1,515	公允价值变动收益	1	-2	-0	-1	-1
无形资产	88	99	112	117	124	投资净收益	-6	-2	-2	-3	-2
其他非流动资产	70	124	119	129	127	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2,078	1,942	2,519	3,200	3,424	营业利润	178	-32	93	296	354
流动负债	343	320	862	1,324	1,275	营业外收入	0	0	1	0	0
短期借款	220	80	667	1,102	1,028	营业外支出	2	0	1	1	1
应付票据及应付账款	83	106	154	151	201	利润总额	177	-33	93	295	353
其他流动负债	40	134	40	70	46	所得税	23	-0	7	20	22
非流动负债	45	43	40	42	41	净利润	153	-32	86	276	331
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	43	40	42	41	归属母公司净利润	153	-32	86	276	331
负债合计	388	363	902	1,366	1,317	EBITDA	245	52	180	423	509
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	-0.12	0.33	1.05	1.27
股本	262	262	262	262	262						
资本公积	708	708	708	708	708						
留存收益	720	609	739	1,197	1,777						
归属母公司股东权益	1,689	1,578	1,617	1,834	2,108						
负债和股东权益	2,078	1,942	2,519	3,200	3,424						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-54	180	-60	94	451
净利润	153	-32	86	276	331
折旧摊销	63	75	71	90	110
财务费用	-19	-6	-6	7	9
投资损失	6	2	2	3	2
营运资金变动	-275	109	-219	-284	-6
其他经营现金流	18	33	6	2	5
投资活动现金流	-242	-221	-247	-389	-264
资本支出	229	227	248	385	261
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-14	6	1	-4	-3
筹资活动现金流	46	-46	-77	-57	-77
短期借款	220	-140	587	435	-74
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-174	94	-664	-492	-2
现金净增加额	-247	-83	-384	-353	110

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	-23.02	-7.72	37.61	41.14	18.16
营业利润同比增速(%)	-37.17	-118.17	388.19	216.79	19.63
归属于母公司净利润同比增速(%)	-35.47	-121.05	365.75	221.04	20.25
获利能力					
毛利率(%)	36.77	15.04	21.04	34.66	35.18
净利率(%)	20.56	-4.69	9.06	20.60	20.97
ROE(%)	9.09	-2.05	5.31	15.03	15.73
ROIC(%)	8.18	-1.31	4.36	10.50	11.84
偿债能力					
资产负债率(%)	18.70	18.72	35.80	42.69	38.45
净负债比率(%)	-3.34	4.92	26.37	42.92	31.69
流动比率	3.17	2.48	1.39	1.20	1.30
速动比率	1.61	1.00	0.73	0.61	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.34	0.43	0.47	0.48
应收账款周转率	3.67	3.36	4.06	3.76	3.79
应付账款周转率	4.67	6.20	5.77	5.73	5.82
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	-0.12	0.33	1.05	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.69	-0.23	0.36	1.72
每股净资产(最新摊薄)	6.46	6.03	6.18	7.01	8.06
估值比率					
P/E	71.3	-338.5	127.4	39.7	33.0
P/B	6.5	6.9	6.8	6.0	5.2
EV/EBITDA	44.33	213.65	63.12	27.71	22.81

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

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及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。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。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046