

## 博迁新材（605376）

# 电子粉体龙头技术领先，拓展新能源第二增长极

## 买入（首次）

2025 年 06 月 11 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐铨嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A    | 2024A  | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|--------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 688.91   | 945.31 | 1,184.34 | 2,207.82 | 3,267.88 |
| 同比（%）         | (7.72)   | 37.22  | 25.29    | 86.42    | 48.01    |
| 归母净利润（百万元）    | (32.31)  | 87.48  | 249.50   | 500.85   | 650.04   |
| 同比（%）         | (121.05) | 370.73 | 185.23   | 100.74   | 29.79    |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.12)   | 0.33   | 0.95     | 1.91     | 2.48     |
| P/E（现价&最新摊薄）  | (286.12) | 105.69 | 37.05    | 18.46    | 14.22    |

关键词：#第二曲线

### 投资要点

■ **国产 MLCC 镍粉龙头，技术实力引领行业：**1) 公司深耕金属粉体领域，有望 MCLL+新能源双轮驱动：公司成立于 2010 年，在国内唯一采用 PVD 法制备电子粉体，镍粉供应韩资日资企业、技术实力强劲。2) 技术+市场双驱动型团队架构，持续布局研发投入：核心高管平均从业年限 18 年，董事长王利平深耕电子材料行业逾 30 年，主导推动了镍粉纳米化技术从实验室到 MLCC 产业链的产业化突破。3) 营收受消费电子周期波动，24 年起量利修复：镍粉为公司核心业务，受益 20/21 年消费电子需求旺盛表现亮眼，随后连续两年步入下行周期；24 年 MLCC 需求逐步修复，量利回暖。

■ **AI 服务器驱动 MLCC 高端化，技术实力构筑粉体壁垒：**MLCC：AI+消费电子双轮驱动，高端化趋势明确：MLCC 行业 23 年触底后进入新一轮景气周期，24 年全球市场同增 7%至 1042 亿，预计 25 年提升至 1120 亿。AI 服务器对 MLCC 需求爆发，推动 MLCC 往高性能、小尺寸方向发展。1) 电子粉体技术实力领先，PVD 工艺铸就壁垒：公司是国内电子粉体材料的“隐形冠军”，负责了我国第一部《电容器电极镍粉》行业标准的起草及制定工作。主导了超细镍粉技术参数的制定，奠定行业技术权威。2) 深耕核心大客户，受益 AI 服务器+高端消费电子复苏：公司深度绑定三星电机，连续多年销售占比超 50%，是其高端 MLCC 镍粉核心供应商；三星 AI 服务器 MLCC 用量提升，单台达 2.5 万颗，是普通服务器（2000 颗）的 12.5 倍；且对应镍粉粒径要求提升，直接拉动公司高端产品需求。

■ **光伏降银趋势明确，铜粉有望带动二次成长：**光伏浆料铜代银大势所趋，产业化临界点已至。光伏装机持续增长，预计 24-25 年年光伏用银 7000-8000 吨，推升银价整体高位运行，少银/无银化大势所趋。光伏降银持续推进，有望贡献第二增长极：公司凭借粉体技术卡位产业链关键环节。银包铜粉率先实现国产替代，公司产业化进度领先，我们预计 24 年实现约 30 吨批量出货，导入下游 HJT 厂商供应。光伏铜浆有望量产，公司 24H2 起于头部企业量产导入验证，预计 25Q3 完成工艺验证；若铜浆量产突破，仅考虑 BC 电池场景，预计 26 年有望贡献千吨级市场空间；随光伏需求增长+铜浆渗透率提升，预计市场体量有望达 7000 吨+。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.5/5/6.5 亿元，同增 185%/100%/30%，对应 EPS 为 0.95/1.91/2.48 元。结合公司电子粉体龙头企业地位，我们给予公司 2026 年 30xPE，对应目标价 57.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动、技术进展不及预期、市场竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 35.34       |
| 一年最低/最高价      | 18.93/45.54 |
| 市净率(倍)        | 5.84        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,244.94    |
| 总市值(百万元)      | 9,244.94    |

### 基础数据

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF)  | 6.05   |
| 资产负债率(% ,LF) | 14.69  |
| 总股本(百万股)     | 261.60 |
| 流通 A 股(百万股)  | 261.60 |

### 相关研究

《博迁新材(605376)：MLCC 镍粉领跑者，PVD 工艺拓展空间广阔》

2021-03-14

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 聚焦电子粉体，MCLL 技术领先、拓展新能源第二增长级 .....  | 4  |
| 1.1. 深耕金属粉体领域，MLCC+新能源双轮驱动 .....      | 4  |
| 1.2. “技术+市场”双驱动型团队架构，持续布局研发投入 .....   | 5  |
| 1.3. 受消费电子影响呈现波动，2024 年起量利修复 .....    | 7  |
| 2. AI 服务器驱动 MLCC 高端化，光伏降银趋势明确 .....   | 10 |
| 2.1. MLCC：AI+消费电子双轮驱动，高端化趋势明确 .....   | 10 |
| 2.2. 光伏浆料：铜代银大势所趋，产业化临界点已至 .....      | 12 |
| 3. 技术实力构筑粉体壁垒，光伏降银有望带动二次成长 .....      | 15 |
| 3.1. 电子粉体技术实力领先，PVD 工艺铸就壁垒 .....      | 15 |
| 3.2. 深耕核心大客户，受益 AI 服务器+高端消费电子复苏 ..... | 17 |
| 3.3. 光伏降银持续推进，有望贡献第二增长极 .....         | 18 |
| 4. 盈利预测及投资建议 .....                    | 20 |
| 5. 风险提示 .....                         | 21 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 1: 博迁新材发展历程.....                       | 4  |
| 图 2: 博迁新材股权结构 (截至 2025 年 4 月 30 日) ..... | 5  |
| 图 3: 博迁新材任职情况.....                       | 5  |
| 图 4: 公司研发投入情况.....                       | 6  |
| 图 5: 公司员工构成情况.....                       | 7  |
| 图 6: 博迁新材营业收入及增速 (单位: 亿元) .....          | 7  |
| 图 7: 博迁新材归母净利润及增速 (单位: 亿元) .....         | 7  |
| 图 8: 公司主营业务构成 (单位: 亿元) .....             | 8  |
| 图 9: 公司主营业务营收变化 (单位: 亿元) .....           | 9  |
| 图 10: 博迁新材各项费用率情况 (单位: %) .....          | 10 |
| 图 11: 博迁新材总体费用率情况 (单位: %) .....          | 10 |
| 图 12: 中国 MLCC 市场规模 (亿元) .....            | 10 |
| 图 13: 全球 MLCC 市场规模 .....                 | 10 |
| 图 14: 2017-2024 年中国 MLCC 进出口数量情况 .....   | 11 |
| 图 15: 片式多层陶瓷电容器构造 .....                  | 11 |
| 图 16: 2022 年中国 MLCC 市场主要企业市场份额 .....     | 11 |
| 图 17: 中国 MLCC 龙头企业营收及毛利 .....            | 11 |
| 图 18: MLCC 技术发展趋势 .....                  | 12 |
| 图 19: 不同产品所需 MLCC 数量 .....               | 12 |
| 图 20: 光伏电池成本构成.....                      | 14 |
| 图 21: 电池片正面金属电极技术市场占比变化趋势.....           | 14 |
| 图 22: 金及白金金属价格变化情况 (美元/盎司, 白银右轴) .....   | 15 |
| 图 23: 光伏用银占比测算.....                      | 15 |
| 图 24: 铜浆银浆对比.....                        | 15 |
| 图 25: 公司技术人员占比保持近 15% .....              | 16 |
| 图 26: 公司专利数量 (截止 24 年底) .....            | 16 |
| 图 27: 公司电子粉体产能 (吨/年) .....               | 16 |
| 图 28: 高端客户占公司销售高, 深度绑定大客户 .....          | 17 |
| 图 29: 博迁新材镍粉毛利率及吨净利 (测算) (%) .....       | 18 |
| 图 30: 银包铜量产导入加速 HJT 金属化降本.....           | 19 |
| 图 31: 可比公司估值表 (截止 2025 年 6 月 10 日) ..... | 21 |
| 表 1: 全球光伏装机预期 (单瓦: GW) .....             | 13 |
| 表 2: 全球银浆市场空间测算.....                     | 13 |
| 表 3: 光伏铜粉市场空间测算.....                     | 19 |
| 表 4: 博迁新材盈利拆分测算 (亿元) .....               | 20 |

## 1. 聚焦电子粉体，MCLL 技术领先、拓展新能源第二增长级

### 1.1. 深耕金属粉体领域，MLCC+新能源双轮驱动

公司深耕纳米金属粉体材料领域，加速向新能源领域延伸。江苏博迁新材料股份有限公司前身江苏广博纳米科技，公司成立于 2010 年 6 月，早期聚焦纳米金属粉体技术研发，突破液相还原法制备小径粒镍粉的产业化难题，奠定行业地位。2016 年完成股份制改造并更名，引入宁波众智聚成创投等战略投资者，注册资本增至 1.1 亿元，推进产品多元化。2020 年 12 月登陆上交所主板（代码：605376），募资扩建年产 1,200 吨纳米金属粉体产能，加速全球化布局。

公司逐步切入光伏市场，第二增长极稳步发展。2024 年 MLCC 镍粉业务逐步复苏，净利润扭亏为正。未来重点开发银包铜粉降本技术及新能源材料，预计构建“高端电子+光伏”双主业架构。

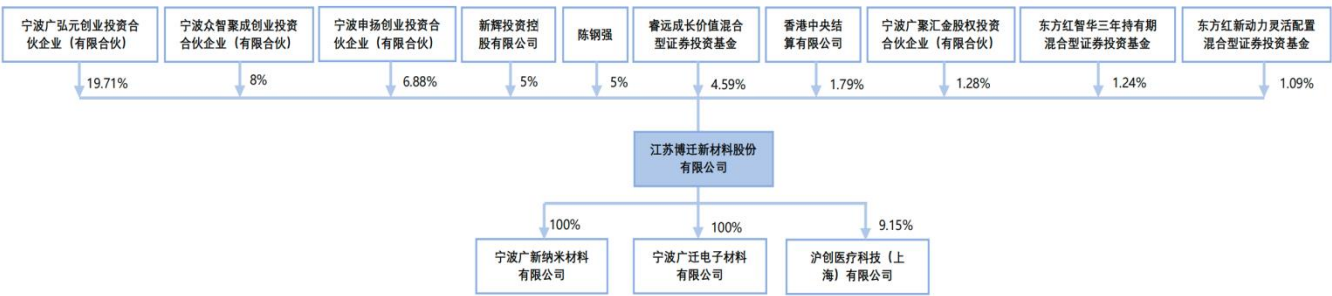
图1：博迁新材发展历程



数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

**股权结构集中，王利平家族主导公司。**截至 2025 年 4 月 30 日，公司总股本 2.6 亿股，无限售流通股。宁波广弘元创业投资合伙企业（有限合伙）为第一大股东，控制 19.71% 股权。第二、三大股东为宁波众智聚成创业投资合伙企业（有限合伙）（持股 8.%）和宁波申扬创业投资合伙企业（有限合伙）（持股 6.88%），前十大股东合计持股 55%，整体股权集中。

图2：博迁新材股权结构（截至 2025 年 4 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. “技术+市场”双驱动型团队架构，持续布局研发投入

公司管理层呈现“技术+市场”双驱动型团队架构。核心高管平均从业年限 18 年，其中董事长兼实际控制人王利平深耕电子材料行业逾 30 年，主导推动了镍粉纳米化技术从实验室到 MLCC 产业链的产业化突破。陈钢强主管研发工作，拥有 16 年纳米粉体制备经验，其团队主导的 80nm 级镍粉技术全球领先。管理团队战略执行力突出，持续研发推动银粉业务收入占比从 0%快速提升至 2024 年的 4.66%。

图3：博迁新材任职情况

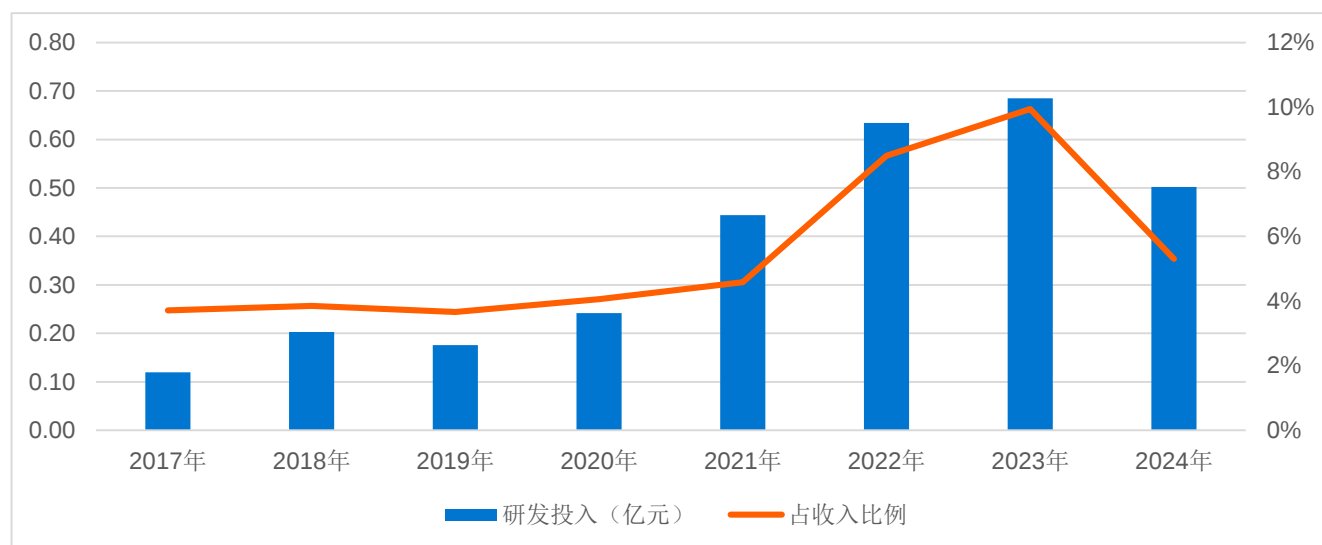
| 姓名  | 简介                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王利平 | 1960年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，复旦大学EMBA高级经济师。历任宁波城建机械厂销售科长，厂长助理，鄞县电子门窗厂经营厂长，鄞县彩印包装用品公司总经理，宁波东方印业有限公司总经理，广博集团股份有限公司（及其前身浙江广博文具发展有限公司）董事长，宁波广博纳米新材料股份有限公司（及其前身宁波广博纳米材料有限公司）董事长，宁波通商银行股份有限公司监事，公司及其前身江苏博迁新材料有限公司董事等。现任公司董事长，广博集团股份有限公司董事长，宿迁广博控股集团有限公司董事长，宁波广博建设开发有限公司董事，宁波市鄞州联枫投资咨询有限公司执行董事兼总经理，Geoswift Asset Management Limited（汇元通）公司董事，沪创医疗科技（上海）有限公司董事。王利平先生为第十二届、第十三届全国人大代表。                           |
| 陈钢强 | 1956年出生，男，1992年取得加拿大国籍，护照号GA2****4，持有由中国国家移民管理局核发的“中国外国人永久居留身份证”；浙江大学化工系工学学士学位，工学硕士学位，加拿大麦吉尔大学(McGill University)化工系博士学位。曾任加拿大魁北克省电力应用研究院博士后研究员，美国Down Ceramic Inc研究员，加拿大Noranda高科技材料研究所研究员，加拿大电子粉体公司主任研究员，宁波广博纳米新材料股份有限公司（及其前身宁波广博纳米材料有限公司）董事，总经理，江苏博迁新材料有限公司董事，总经理。现任公司董事兼总经理 Gangqiang Chen（陈钢强）先生分别于2005年、2007年、2008年、2012年荣获宁波市科技创新特别奖，宁波市科学技术进步二等奖，浙江省科学技术进步三等奖，宁波市首届优秀出国留学人才奖，宁波市“茶花奖”等多项荣誉。 |
| 江益龙 | 1973年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，中共中央党校函授学院法律专业本科学历。曾担任海军警卫连警卫，保密室保密员，军士长，政治处干事，于宁波市江东区东柳街道从事党建工作。历任宁波三一网络科技发展有限公司办公室主任，广博集团股份有限公司党委办公室主任，宁波广博纳米新材料股份有限公司（及其前身宁波广博纳米材料有限公司）副总经理，董事，宁波锐升投资咨询有限公司执行董事兼总经理，董事长，江苏广昇新材料有限公司董事长，公司及其前身江苏博迁新材料有限公司总经理，董事长。现任公司董事兼副总经理，宁波广新进出口有限公司执行董事兼总经理，宁波广新日本株式会社代表董事。                                                                                                          |
| 舒丽红 | 1978年出生，女，中国国籍，无境外永久居留权，西北工业大学国际经济与贸易大专学历，历任广博集团股份有限公司统计员，品质部主管，车间主管，分厂厂长，宁波广博纳米新材料股份有限公司副总经理，宁波锐升投资咨询有限公司董事。现任公司副总经理，宁波广迁电子材料有限公司监事。                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 裴欧特 | 1969年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，西南科技大学会计学专业本科学历，中国注册会计师协会非执业会员，高级会计师。历任慈溪市糖烟酒公司会计，象山县工业经营总公司会计，宁波雅戈尔服饰有限公司审计专员，象山天家联合会计师事务所审计经理，广博集团股份有限公司审计部副经理，监事，内审负责人，宁波伟业旅游用品有限公司董事，宁波广博纳米新材料股份有限公司财务总监，江苏博迁新材料有限公司财务负责人。现任公司董事兼财务负责人，宁波广新纳米材料有限公司执行董事兼总经理。                                                                                                                                                            |
| 蒋颖  | 1980年出生，女，中国国籍，无境外永久居留权，上海财经大学国际经济法专业毕业，法学学士学位。曾就职于上海飞讯数码科技发展有限公司，历任广博集团股份有限公司法务部经理，宁波广博纳米材料有限公司上市办经理，宁波广博纳米新材料股份有限公司董事会秘书，江苏博迁新材料有限公司上市办经理。现任公司董事兼董事会秘书。                                                                                                                                                                                                                                           |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

研发投入规模跃升、强度加码。公司研发投入呈持续增长态势，金额由 2020 年的 0.24 亿元攀升至 2023 年的 0.68 亿元，年复合增速达 34.3%，占营收比重从 4.06%提升至 9.94%，显示技术投入强度不断增强：2020 年研发投入 0.24 亿元，团队规模 86 人（占员工总数 12.7%），重点突破 MLCC 镍粉分级技术；2023 年投入增至 0.68 亿元，研发人员扩至 157 人（硕博占比 7%），完成银粉表面改性及银包铜浆料技术储备，支撑 HJT

电池降本需求。2024 年研发投入约 0.5 亿，总体保持平稳。

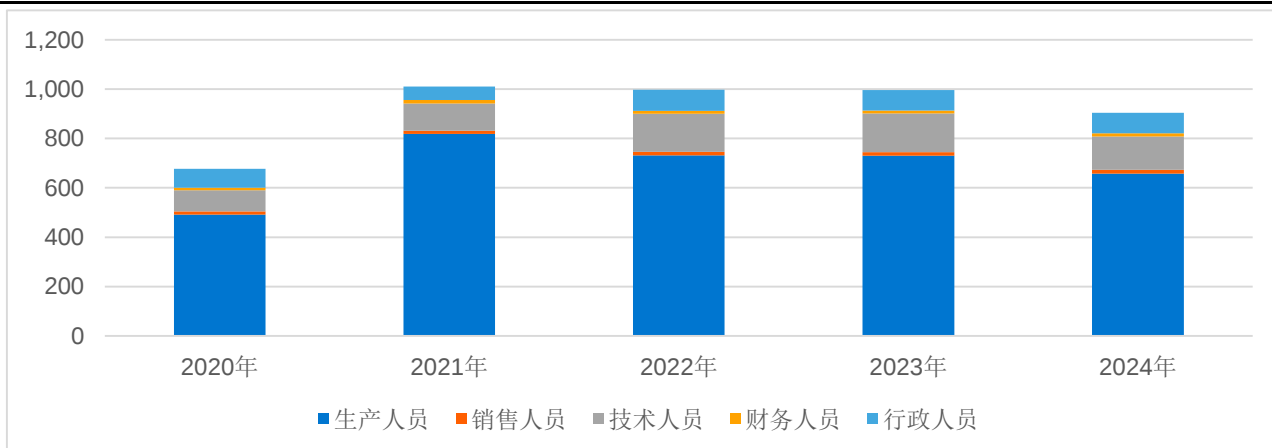
图4：公司研发投入情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

**员工结构呈现研发强化与效率提升双轨并进态势。** 技术人员占比从 2020 年 12.7% 升至 2024 年 14.9%，核心投向细粒径镍粉迭代及光伏银铜浆料开发，2023 年新增研发人员 34 人后 2024 年优化至 135 人，研发人均投入达 37.3 万元（总投入 0.50 亿元），显著高于行业平均。生产人员占比维持高位(2024 年 72.8%)，但人均创收同比提升 51.2% 至 104.57 万元，体现产线自动化升级成效。高管团队稳定且技术背景突出，陈钢强博士领衔材料专家持续研究，员工管理高效。

图5：公司员工构成情况

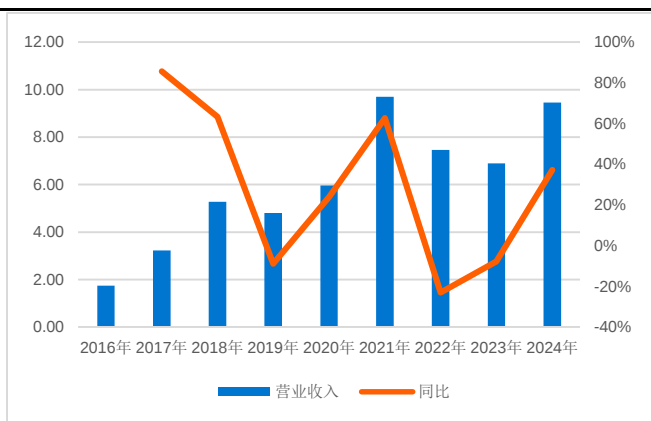


数据来源：wind，东吴证券研究所

### 1.3. 受消费电子影响呈现波动，2024年起量利修复

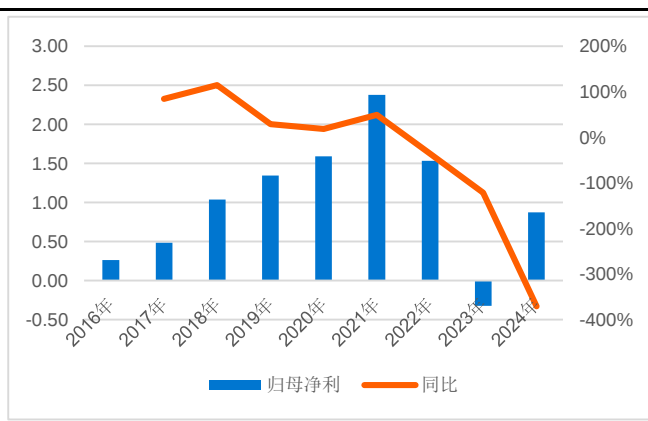
经营情况随消费电子行业呈现波动，近两年开始恢复。营业收入从2020年5.96亿元增长至2021年9.7亿元峰值后，连续两年下滑至2023年6.89亿元，但2024年恢复性增长37.2%至9.45亿元，主要受消费电子MLCC行业周期波动影响。利润端表现分化，归母净利润2021年达2.38亿元高位后，2023年因镍粉价格下跌及资产减值计提亏损0.32亿元，2024年扭亏为0.87亿元。

图6：博迁新材营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：博迁新材归母净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

镍粉为核心业务，光伏银包铜粉占比逐渐提升。公司镍粉2021年贡献收入8.02亿元（占比82.6%），但2023年收入从8.02亿缩减至5亿（占比72.6%），毛利率从43.3%降至18.4%，2024年回升至6.85亿元（占比72.5%），毛利率亦呈现修复。铜粉成为增

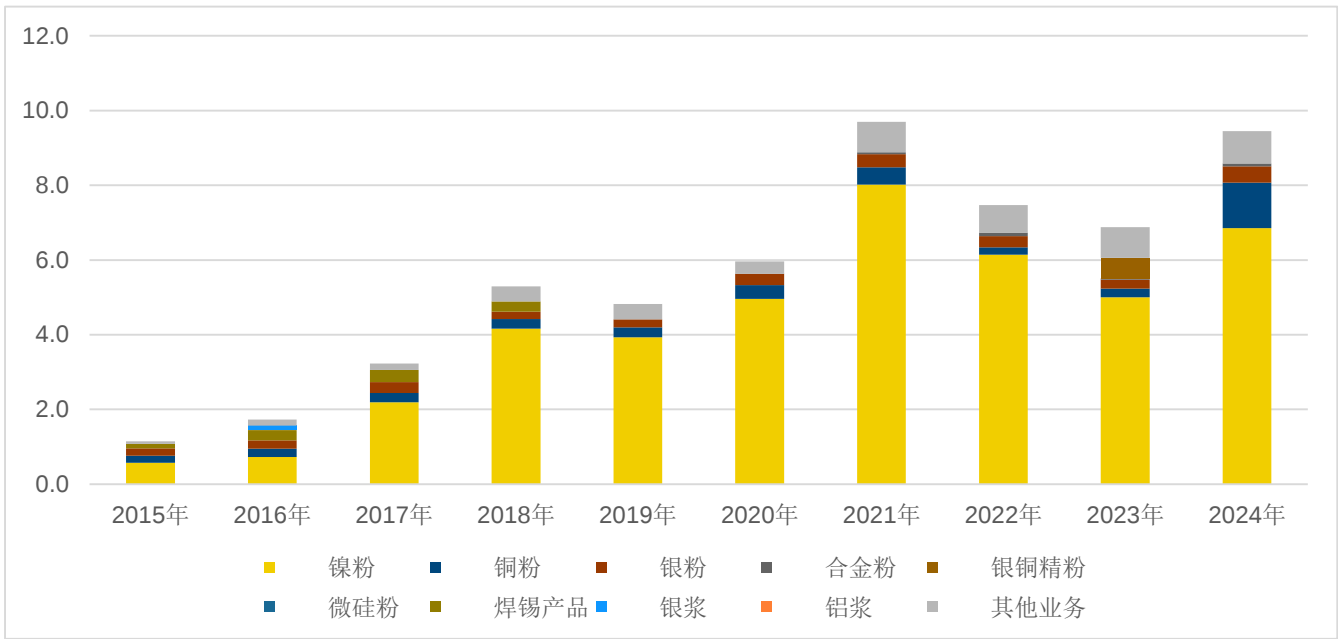
长亮点，2024 年收入 1.22 亿元（占比 12.9%），同比增长 431%。银粉与合金粉规模较小但技术突破显著，2023 年银粉毛利率修复至 15.1%。

图8：公司主营业务构成（单位：亿元）

| 产品分类 | 产品名称                | 特性                                                                       | 用途                                        | 终端产品                            |
|------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|---------------------------------|
| 纯金属粉 | 镍粉                  | 镍粉是一种灰黑色的粉体状产品，球形度好、振实密度高、电导率高、电迁移率小、对焊料的耐蚀性和耐热性好、烧结温度较高、与陶瓷介质材料的高温共烧性较好 | 广泛应用于制造MLCC的内部电极及其他电子组件的电极材料              | 消费电子、汽车电子、通信以及工业自动化、航空航天等其他工业领域 |
|      | 铜粉                  | 铜粉呈褐红色，电导率高、烧结温度低于镍粉和陶瓷介质材料                                              | 广泛用作MLCC外电极材料及其他电子组件的电极材料                 | 消费电子、汽车电子、通信以及工业自动化、航空航天等其他工业领域 |
|      | 银粉                  | 银粉呈灰黑色，导电性好、球形度好、振实密度高                                                   | 继续加工成导电银浆，用于导电涂层                          | 消费电子、汽车电子、通信以及工业自动化、航空航天等其他工业领域 |
| 合金粉  | 镍铬合金粉/ 镍锡合金粉/ 镍铁合金粉 | 粒径均匀、球形度好、流动性好、微观组织和元素分布均匀、烧结活性高                                         | 用于制造3D打印金属材料、电子屏蔽材料、高端机床刀具制造材料和金属粉末注射成型材料 | 消费电子、汽车电子、通信以及工业自动化、航空航天等其他工业领域 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司主营业务营收变化（单位：亿元）

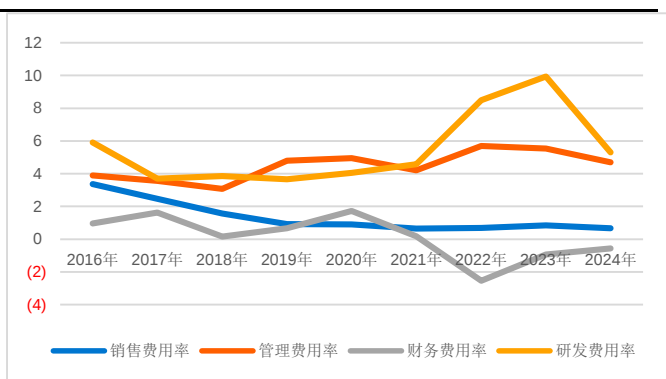


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**费用结构呈现一定波动特征。**管理费用率（含研发）从2020年9.01%跃升至2023年15.5%，2024年减缓回落至10.0%。研发投入持续高强度，2021-2023年金额从0.44亿元增至0.68亿元，投入占比从4.58%升至9.94%，核心投向纳米镍粉细度提升与银包铜浆料开发，2024年降为0.50亿元（占比5.31%）反映部分技术转入产业化阶段。

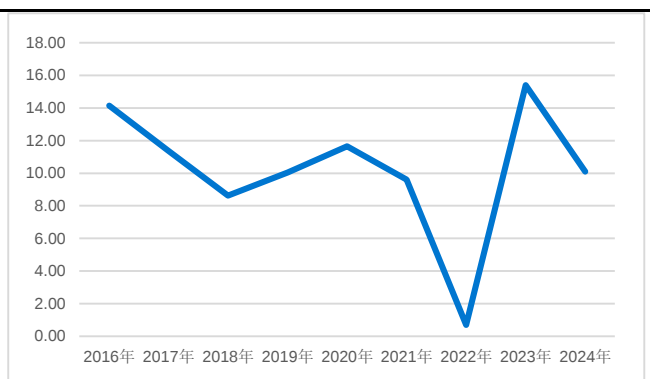
**费用管控分化明显，整体处于低位。**销售费用率稳定于低区间（2020-2024年均<0.9%），显示直销模式下渠道成本控制高效；但财务费用受汇率冲击显著，2023年后受益美元负债优化及汇兑收益，财务费用率转负至-0.93%。

图10: 博迁新材各项费用率情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 博迁新材总体费用率情况 (单位: %)



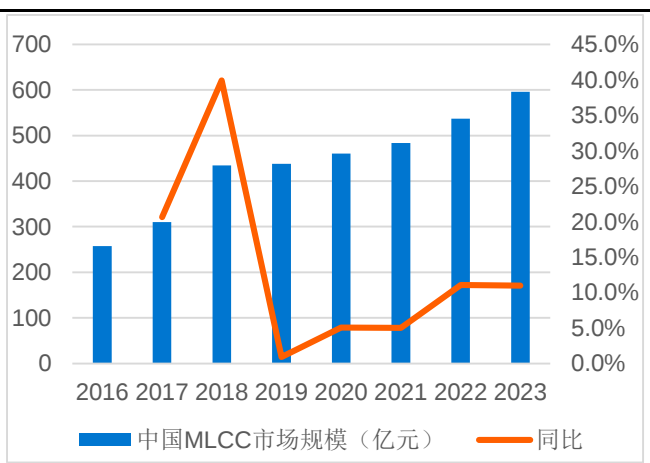
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. AI 服务器驱动 MLCC 高端化, 光伏降银趋势明确

### 2.1. MLCC: AI+消费电子双轮驱动, 高端化趋势明确

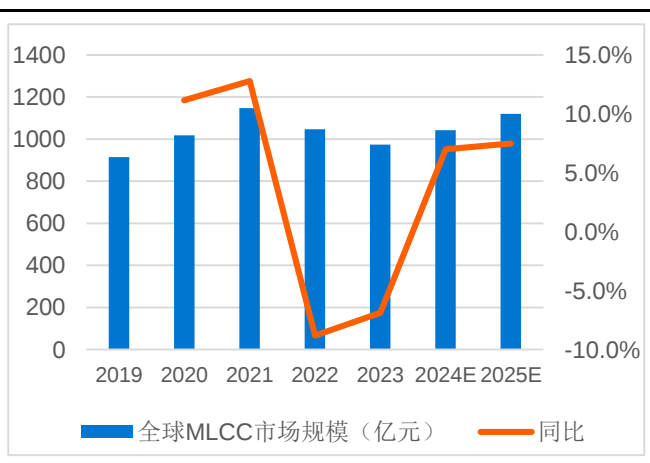
MLCC 行业在 2023 年触底后进入新一轮景气周期, 2024 年全球市场规模同比增长 7%至 1042 亿元, 预计 2025 年市场规模提升至 1120 亿元。驱动因素呈现多维升级特征。

图12: 中国 MLCC 市场规模 (亿元)



数据来源: 中商情报网等, 东吴证券研究所

图13: 全球 MLCC 市场规模



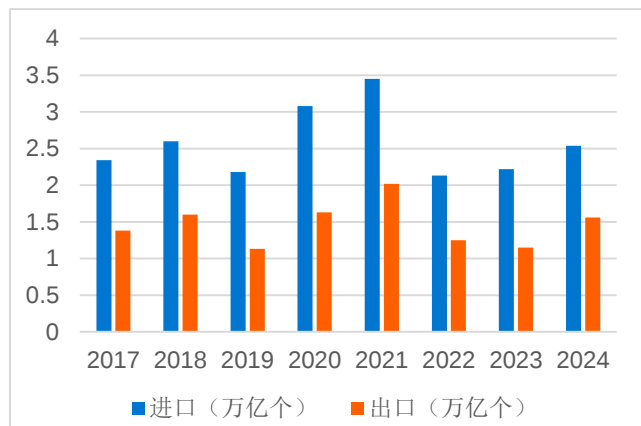
数据来源: 中商情报网等, 东吴证券研究所

**AI 终端与服务器对 MLCC 需求爆发, 推动 MLCC 往高性能、小尺寸方向发展。**AI 服务器单机 MLCC 用量达 4000-6000 颗, 较传统服务器提升了 2-3 倍。其中高容值、小尺寸产品占比超 60%, 成为市场主流。此外, 全球 MLCC 龙头大厂日本村田表示 2025 年 AI 服务器相关应用将带动 MLCC 需求增长超 100%。

**汽车电子呈现结构性增长, 新能源汽车对 MLCC 需求显著增加。**新能源汽车单车 MLCC 需求超 5000 颗, 而传统燃油车 MLCC 需求约 3000 颗。其中动力系统 MLCC 增

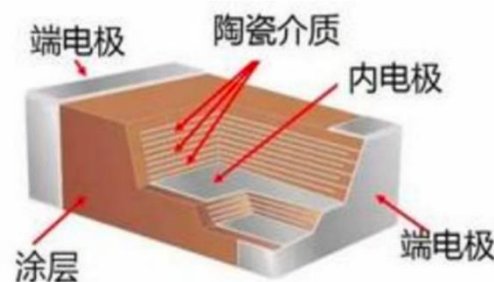
量最大,新能源汽车动力系统 MLCC 用量可达 2700-3100 颗,而传统燃油车仅 450-600 颗。此外,随着 800V 高压平台的推广,高耐压 MLCC 渗透率从 2023 年年 15%提升至 28%,进一步推动 MLCC 市场发展。

图14: 2017-2024 年中国 MLCC 进出口数量情况



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

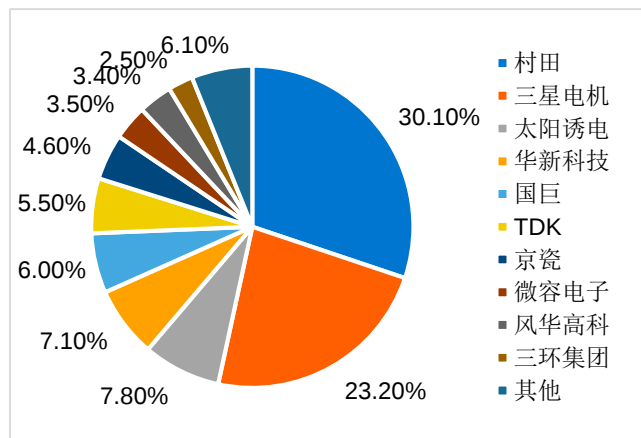
图15: 片式多层陶瓷电容器构造



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

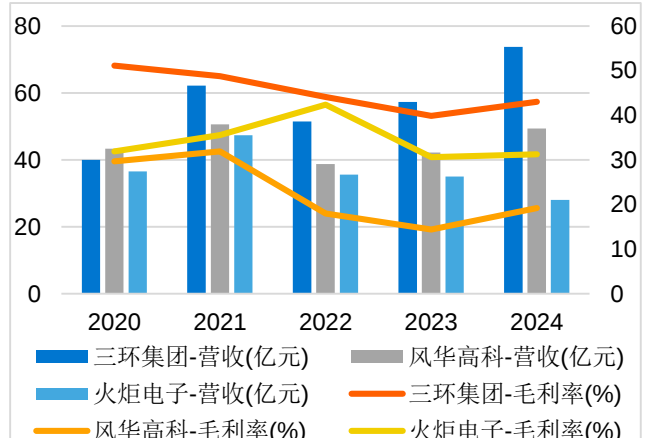
高阶镍粉呈现国产化替代趋势,产品竞争力逐步提升。2024 年,全球 80nm 以下镍粉市场规模约 2 亿美元,其中日企占据大多数份额。博迁新材依托 PVD 工艺的优势,其 80nm 产品得率持续,并在 2024 年高端镍粉出货量占比加速提升,有望呈现国产替代趋势。

图16: 2022 年中国 MLCC 市场主要企业市场份额



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

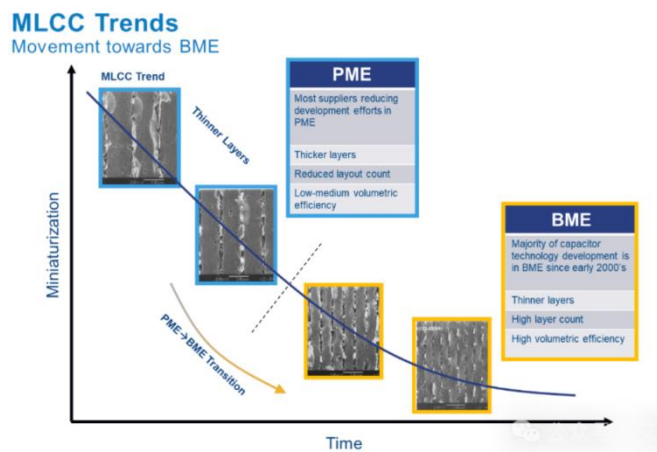
图17: 中国 MLCC 龙头企业营收及毛利



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

技术迭代路径上, MLCC 正朝“小尺寸-高容量-高频化”三轴演进。(1) 从 2023 年到 2025 年, 0201/01005 型号占比不断提升, 小型化趋势明显; (2) 村田开发出 10  $\mu$ F 容值的 008004 型产品, 对镍粉粒径一致性进一步要求提升; (3) 5G 基站 AAU 模块要求 MLCC 在 28GHz 高频下 Q 值更高, 推动镍粉纯度标准提升。整体呈现细径粒趋势, 镍粉要求更高。

图18：MLCC 技术发展趋势



数据来源：艾邦半导体网，东吴证券研究所

图19：不同产品所需 MLCC 数量

| 产品类别    | 所需 MLCC 个数 |
|---------|------------|
| 智能手机    | 1200       |
| 笔记本电脑   | 800        |
| 平板电脑    | 600        |
| 汽车      | 5000-8000  |
| 汽车数字电视机 | 600        |
| 智能手表    | 350        |

数据来源：村田 2024 价值报告，东吴证券研究所

2.2. 光伏浆料：铜代银大势所趋，产业化临界点已至

光伏需求持续增长，用银量需求高增。中国光伏装机高位企稳，我们预计 25 年全国新增装机 255GW，26 年装机达到 265GW。24 年奠定高基数，预计 25-26 年增速放缓，保持稳增。预计 2025 年全球新增光伏装机约 569GW，同增约 8%；预计 26 年随国内装机稳定，全球将保持 10-15% 增长。

表 1：全球光伏装机预期（单瓦：GW）

|      | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国   | 44    | 30    | 48    | 55    | 87    | 216   | 277   | 255   | 265   |
| 同比   |       | -32%  | 60%   | 14%   | 59%   | 147%  | 28%   | -8%   | 4%    |
| 欧洲   | 11    | 17    | 20    | 30    | 45    | 60    | 70    | 84    | 101   |
| 同比   |       | 48%   | 17%   | 53%   | 50%   | 33%   | 17%   | 20%   | 20%   |
| 美国   | 11    | 13    | 19    | 24    | 20    | 31    | 40    | 44    | 51    |
| 同比   |       | 25%   | 44%   | 25%   | -16%  | 53%   | 29%   | 10%   | 15%   |
| 中东   | 4     | 4     | 2     | 4     | 5     | 8     | 15    | 28    | 36    |
| 同比   |       | 21%   | -50%  | 66%   | 42%   | 52%   | 88%   | 87%   | 29%   |
| 印度   | 8     | 7     | 3     | 12    | 14    | 10    | 24    | 31    | 36    |
| 同比   |       | -11%  | -57%  | 275%  | 17%   | -27%  | 135%  | 29%   | 16%   |
| 巴西   | 1     | 2     | 3     | 6     | 11    | 13    | 16    | 20    | 25    |
| 同比   |       | 120%  | 50%   | 82%   | 77%   | 25%   | 20%   | 25%   | 25%   |
| 日本   | 6     | 6     | 6     | 4     | 5     | 5     | 4     | 5     | 6     |
| 越南   | 0     | 5     | 13    | 1     | 1     | 1     | 2     | 2     | 3     |
| 其他   | 21    | 33    | 26    | 36    | 52    | 60    | 80    | 100   | 120   |
| 同比   |       | 60%   | -22%  | 40%   | 44%   | 15%   | 33%   | 25%   | 20%   |
| 全球   | 106   | 119   | 140   | 172   | 240   | 404   | 528   | 569   | 642   |
| 全球同比 |       | 12%   | 18%   | 23%   | 40%   | 68%   | 31%   | 8%    | 13%   |

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：全球银浆市场空间测算

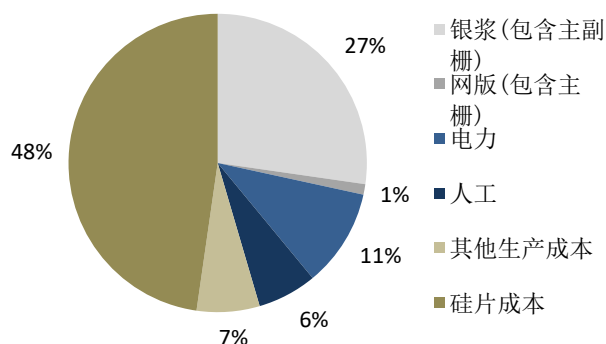
|                   | 2020 | 2021  | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 2026E |
|-------------------|------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 光伏装机(GW)          | 140  | 172   | 240    | 404    | 538    | 570    | 645   |
| 电池片需求(GW)         | 182  | 223   | 312    | 526    | 699    | 742    | 838   |
| PERC 占比 (%)       | 100% | 99%   | 94%    | 72%    | 22%    | 3%     | 0%    |
| PERC 需求量 (GW)     | 182  | 221   | 294    | 376    | 154    | 22     | 0     |
| 银浆耗量 (吨/GW)       | 11   | 11    | 11     | 10     | 10     | 10     | 10    |
| PERC 加工费 (万元/吨)   | 55   | 52.5  | 50     | 47.5   | 45     | 42.5   | 42.5  |
| 银浆需求量 (吨)         | 2000 | 2428  | 3230   | 3760   | 1539   | 222    | 0     |
| 同比增长 (%)          | -    | 21.4% | 33.0%  | 16.4%  | -59.1% | -85.5% | -     |
| TOPCon 占比 (%)     | 0%   | 1%    | 5%     | 27%    | 75%    | 90%    | 88%   |
| TOPCon 需求量 (GW)   | 0    | 2     | 16     | 142    | 525    | 667    | 737   |
| 银浆耗量 (吨/GW)       | 20   | 15    | 13     | 12     | 11.5   | 11     | 10    |
| TOPCon 加工费 (万元/吨) | 80   | 77.5  | 75     | 72.5   | 70     | 50     | 50    |
| 银浆需求量 (吨)         | 0    | 33    | 203    | 1704   | 6033   | 7341   | 7373  |
| 同比增长 (%)          | -    | -     | 507.1% | 739.1% | 254.1% | 21.7%  | 0.4%  |
| BC 占比 (%)         | 0%   | 0%    | 0%     | 1%     | 2%     | 6%     | 9%    |
| BC 需求量 (GW)       | -    | 0     | 0      | 3      | 10     | 41     | 75    |
| 银浆耗量 (吨/GW)       | -    | -     | -      | 13     | 12     | 11.5   | 10.5  |
| BC 加工费 (万元/吨)     | -    | -     | -      | -      | 80     | 100    | 80    |
| 银浆需求量 (吨)         | -    | -     | -      | 34     | 126    | 469    | 792   |

|                |      |       |       |       |        |        |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 同比增长 (%)       | -    | -     | -     | -     | 268.4% | 272.5% | 68.8%  |
| HJT 占比 (%)     | 0%   | 0%    | 1%    | 1%    | 2%     | 2%     | 3%     |
| HJT 需求量 (GW)   | 0    | 0     | 3     | 5     | 10     | 11     | 25     |
| 银浆耗量 (吨/GW)    | 30   | 18    | 14    | 11    | 11     | 10     | 10     |
| HJT 加工费 (万元/吨) | 115  | 112.5 | 110   | 107.5 | 105    | 103    | 103    |
| 银浆需求量 (吨)      | 0    | 0     | 44    | 58    | 115    | 111    | 251    |
| 银浆空间 (亿元)      | 0.00 | 0.00  | 0.48  | 0.62  | 1.21   | 1.15   | 2.59   |
| 同比增长 (%)       | -    | -     | -     | 32.3% | 99.5%  | -3.6%  | 126.0% |
| 银浆市场需求量 (吨)    | 2000 | 2461  | 3477  | 5521  | 7687   | 7675   | 7624   |
| 同比增长           | -    | 23.1% | 41.2% | 58.8% | 39.2%  | -0.2%  | -0.7%  |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

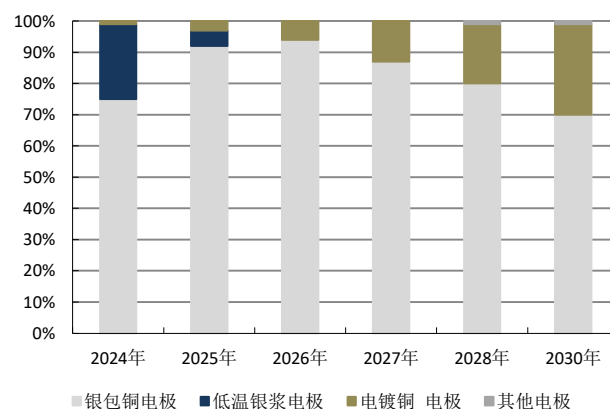
**光伏金属化成本占比高，贱金属降本大势所趋。**银浆作为光伏组件生产的主要辅材，是光伏电池第一大非硅成本。根据中国光伏行业协会发布的光伏主流产品（N 型 M10 及 G12R）的各环节综合成本数据，银浆在电池片的成本占比中高达为 27%，为仅次于硅片的光伏电池第二大成本，且在非硅成本中占比超过 50%。未来预计采用银包铜技术、电镀铜技术和激光转印技术等银含量更低的技术，减少银浆耗用量、降低光伏电池金属化工艺成本。

图20: 光伏电池成本构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

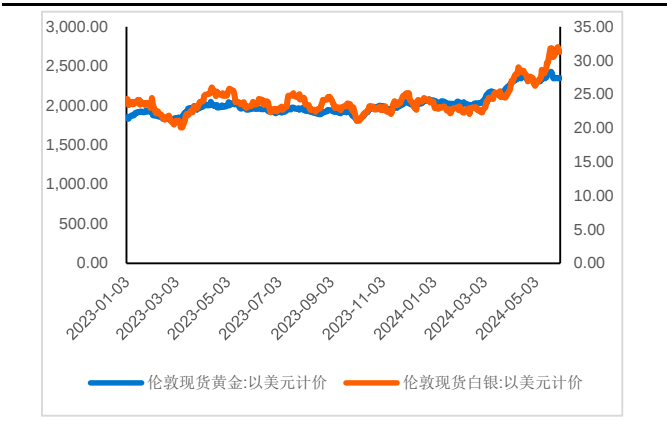
图21: 电池片正面金属电极技术市场占比变化趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

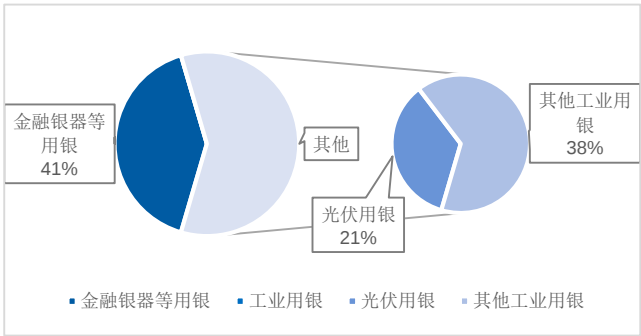
**贵金属价格整体处于高位，工业用银持续增加，助推银价上涨。**23 年全球白银年产量约 3.1 万吨/需求量约 3.7 万吨，其中金融投资需求等约 1.7 万吨；工业用银需求约 2 万吨，其中光伏约占 6000 吨，预计 24-25 年年光伏用银 7500-8000 吨，光伏用银持续提升，银价整体维持高位。

图22：金及白金金属价格变化情况（美元/盎司，白银右轴）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图23：光伏用银占比测算



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**无银/少银化趋势明确。**银价不断上升，即使单瓦银耗量不断减少，但金属化占电池片成本占比不断提升，0BB，叠栅，铜电镀，银包铜等无银/少银技术层出不穷。少银/无银化是大势所趋。

**铜浆/高铜浆大有可为，壁垒显著。**截止 2025 年 5 月 22 日，铜价约为 80 元/kg，仅为银价的百分之一。铜地壳含量是银的 850 倍，20 摄氏度时电阻率仅比银高 5%。铜浆金属化成本比银浆少约 4 分/W，在无银/少银化中潜力巨大。铜浆生产有铜粉制备、铜粉表面处理、铜浆制作三个工艺难点。铜浆制备难度显著高于银浆，率先掌握铜浆制备技术厂商将享受溢价

图24：铜浆银浆对比

|                   | 铜                      | 银                      |
|-------------------|------------------------|------------------------|
| 原材料价格(元/KG)       | 80                     | 8000+                  |
| 20℃电阻率(Ωm)        | $1.586 \times 10^{-8}$ | $1.678 \times 10^{-8}$ |
| 单瓦耗量(mg/W)        | 15-20                  | 约10                    |
| 加工费(元/KG)         | 1000-2000              | 500-700                |
| TOPCon浆料单瓦成本(元/W) | 0.02-0.03              | 0.07                   |

数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3. 技术实力构筑粉体壁垒，光伏降银有望带动二次成长

#### 3.1. 电子粉体技术实力领先，PVD 工艺铸就壁垒

博迁新材是国内电子粉体材料的“隐形冠军”，其技术实力通过自主创新与标准化引领确立行业标杆地位。

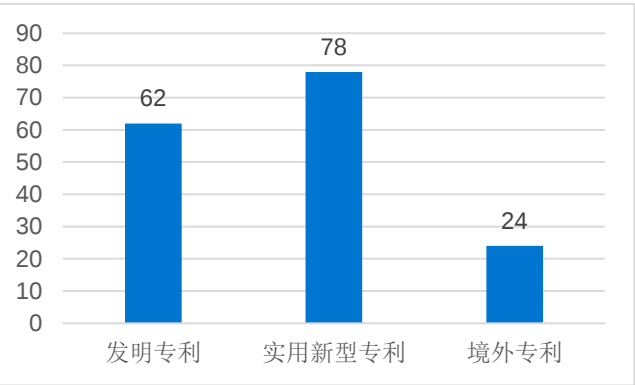
**参与行业标准制定，巩固技术话语权。**公司作为唯一起草和制定单位，负责了我国第一部《电容器电极镍粉》行业标准的起草及制定工作。主导了超细镍粉技术参数的制定，奠定行业技术权威。截至 2024 年，公司累计获得授权专利 164 项（含境外专利 24 项），覆盖粒径控制、表面改性、分散工艺等核心环节，专利数量及质量国内同行业第一。

图25：公司技术人员占比保持近 15%

| 时间     | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 专业构成   |       |       |       |       |       |
| 生产人员   | 491   | 819   | 732   | 730   | 658   |
| 销售人员   | 13    | 13    | 14    | 14    | 15    |
| 技术人员   | 86    | 110   | 154   | 157   | 135   |
| 财务人员   | 11    | 14    | 12    | 12    | 13    |
| 行政人员   | 76    | 54    | 85    | 83    | 83    |
| 技术人员占比 | 13%   | 11%   | 15%   | 16%   | 15%   |
| 学历构成   |       |       |       |       |       |
| 研究生及以上 | 15    | 14    | 11    | 13    | 16    |
| 本科     | 61    | 85    | 102   | 121   | 112   |
| 专科     | 92    | 133   | 142   | 169   | 140   |
| 高中及以下  | 509   | 778   | 742   | 693   | 636   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：公司专利数量（截止 24 年底）



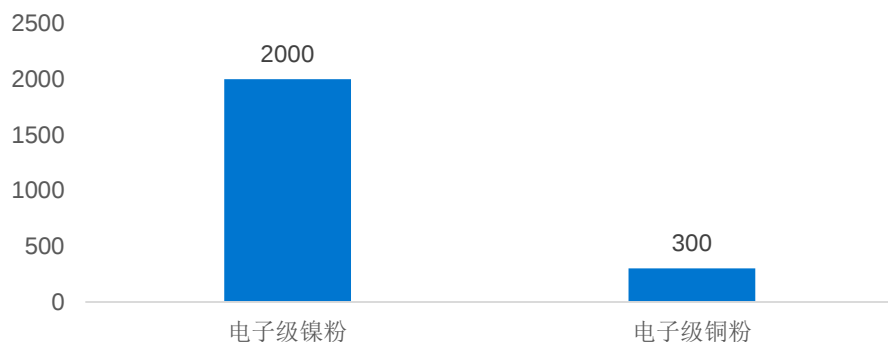
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**PVD 工艺技术难度高，打造独特优势。**公司采用全球领先的等离子雾化+气相冷凝联合工艺，实现超细金属粉体制备的“粒度分布窄、表面形貌优、批次稳定性高”。公司镍粉粒径精细控制，80nm 以下高端产品占比高，较化学还原法提升优势明显；工艺效率优异，突破传统物理法单线产能低的瓶颈，通过多级分级技术使镍粉单线年产能提升；车规级产品认证通过，产品已导入三星电机车载 MLCC 产线。

**基于核心技术平台，延伸应用场景。**基于 PVD 工艺积累，公司开发核壳结构包覆技术，实现材料的跨界应用；光伏铜粉抗氧化解决；采用纳米硅层包裹+预处理钝化技术，铜粉存放周期变长，氧化增重率降低。

技术产能方面，2025 年预计公司镍粉产能达 2000 吨+，电子级铜粉年产能已扩至 300 吨，光伏级铜粉专用产线持续改进调整中，形成镍粉+铜粉双轮驱动格局。

图27：公司电子粉体产能（吨/年）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 深耕核心大客户，受益 AI 服务器+高端消费电子复苏

公司凭借技术优势锁定 MLCC 头部客户，深耕下游形成“金字塔型”客户结构。

**深度绑定三星电机，高端客户占比高。**公司连续多年对三星销售额占比持续超 50%，是其高端 MLCC 镍粉核心供应商；预计随消费电子产品复苏，公司高端客户有望保持高占比。

图28：高端客户占公司销售高，深度绑定大客户

| 年份        | 客户                             | 单位: 万元, % |           |
|-----------|--------------------------------|-----------|-----------|
|           |                                | 销售金额      | 占主营业务收入比重 |
| 2020年1-6月 | 三星电机                           | 17,062.63 | 69.32     |
|           | 株式会社则武 (Noritake Co., Ltd.)    | 1,393.12  | 5.66      |
|           | 华新科技股份有限公司 (Walsin technology) | 1,196.11  | 4.86      |
|           | 东莞住矿电子浆料有限公司                   | 1,079.05  | 4.38      |
|           | 国巨股份有限公司 (Yageo Corporation)   | 956.35    | 3.89      |
|           | 合计                             | 21,687.27 | 88.10     |
| 2019年     | 三星电机                           | 36,718.37 | 83.47     |
|           | 株式会社则武 (Noritake Co., Ltd.)    | 1,549.13  | 3.52      |
|           | 东莞住矿电子浆料有限公司                   | 1,149.46  | 2.61      |
|           | 华新科技股份有限公司 (Walsin technology) | 525.26    | 1.19      |
|           | 广州三则电子材料有限公司                   | 429.22    | 0.98      |
|           | 合计                             | 40,371.43 | 91.77     |
| 2018年     | 三星电机                           | 35,502.57 | 72.79     |
|           | 华新科技股份有限公司 (Walsin technology) | 2,393.85  | 4.91      |
|           | 国巨股份有限公司 (Yageo Corporation)   | 1,172.31  | 2.40      |
|           | 株式会社则武 (Noritake Co., Ltd.)    | 1,048.63  | 2.15      |
|           | 东莞市国瓷戎普电子科技有限公司                | 927.5     | 1.90      |
|           | 合计                             | 41,044.86 | 84.15     |
| 2017年     | 三星电机                           | 18,797.58 | 61.51     |
|           | 华新科技股份有限公司 (Walsin technology) | 1,528.08  | 5.00      |
|           | 株式会社则武 (Noritake Co., Ltd.)    | 1,379.19  | 4.51      |
|           | 国巨股份有限公司 (Yageo Corporation)   | 873.47    | 2.86      |
|           | 纳米股份                           | 820.96    | 2.69      |
|           | 合计                             | 23,399.28 | 76.6      |

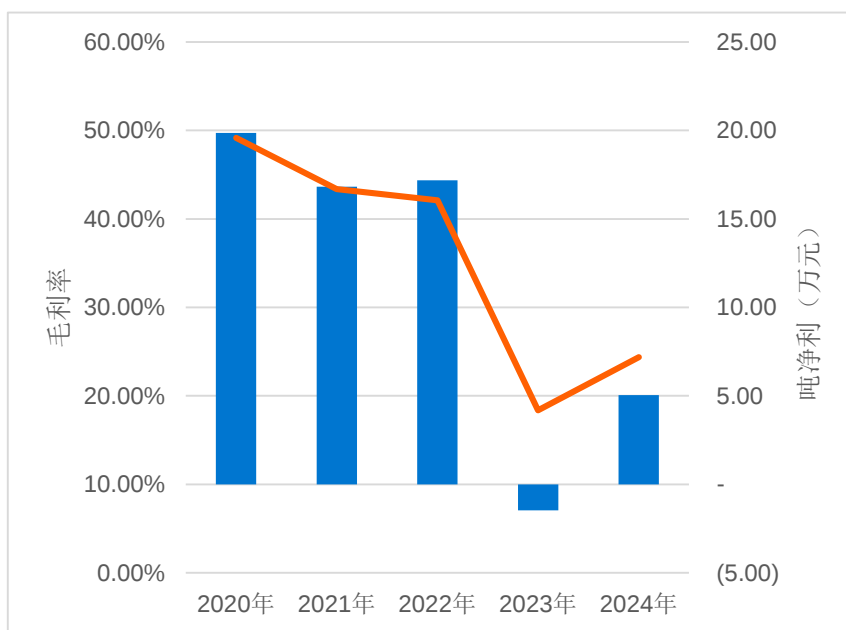
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**高端消费复苏提振盈利中枢。**1) 汽车、通信设备以及高端装备领域市场的需求放量带动高规格 MLCC 渗透率提升；2) PC 及手机消费 25 年持续复苏；推动公司高端镍粉销售占比提升，产品结构改善。

**AI 算力与高端消费驱动需求升维，公司产品结构加速优化。**AI 服务器 MLCC 需求爆发式增长。在用量上，需求跳跃式提升。三星电机数据显示，单台 AI 服务器 MLCC 用量达 2.5 万颗，是普通服务器（2000 颗）的 12.5 倍。材料规格升级，AI 服务器 MLCC 需采用 008004/0201 超微型规格，对应镍粉粒径要求从 500nm 提至 80nm 以下，直接拉动公司高端产品需求。

**量利催化改善，预计镍粉显著修复。**2025 年公司镍粉销量有望恢复至 1500-1600 吨（接近 2021 年水平），叠加产品结构优化，预计镍粉业务毛利率亦有望修复至 2021 年水平，整体持续复苏。

图29：博迁新材镍粉毛利率及吨净利（测算）（%）



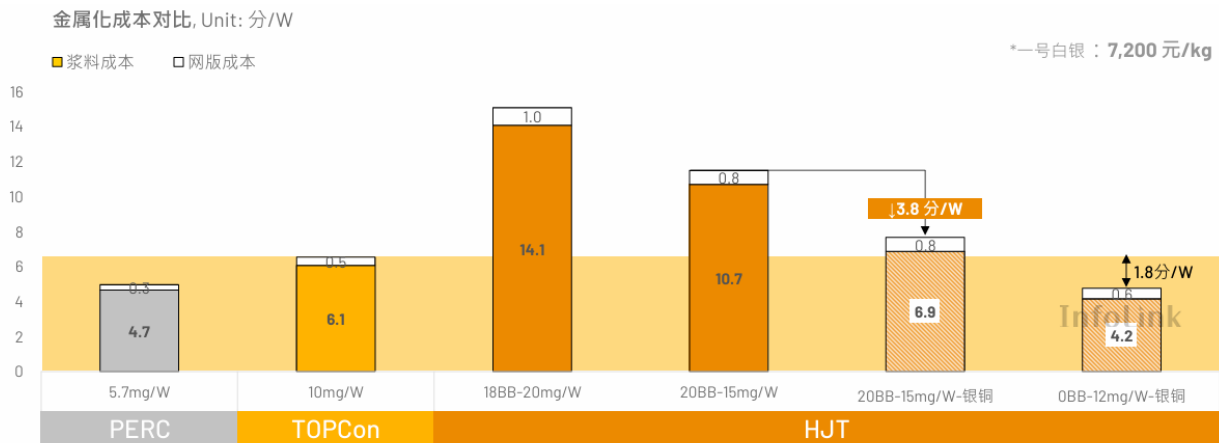
数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3.3. 光伏降银持续推进，有望贡献第二增长极

光伏银浆高成本倒逼“以铜代银”技术突破，公司凭借粉体制备技术卡位产业链关键环节。

**银包铜粉率先实现国产替代，先发优势明显。**降本效果显著，银含量 30% 的银包铜粉配套低温浆料，可使 HJT 电池银耗量降至 4mg/W，浆料成本下降 60%。公司产业化进度领先，我们预计 2024 年实现约 30 吨批量出货，导入下游 HJT 厂商供应。

图30：银包铜量产导入加速 HJT 金属化降本



数据来源：wind，东吴证券研究所

光伏铜浆有望量产，行业龙头积极推进。光伏铜粉技术难度较高，考验粉体技术实力。公司采用 PVD 法制备高纯铜粉，品质形貌较优、具备工艺及产品优势。

下游导入验证，25H2 或有望确定量产。公司 2024 下半年启动与头部企业量产导入验证，预计 2025Q3 完成工艺验证；2026 年有望量产出货释放，带动光伏铜粉放量。

市场空间广阔，有望贡献第二成长曲线。由于铜浆导电性较银浆略低，因此铜浆单 GW 耗量更高。若铜浆量产突破，仅考虑 BC 电池场景，预计 2026 年有望贡献千吨级市场空间；随光伏需求增长+铜浆渗透率提升，预计 2030 年市场体量有望达 7000 吨+。

表 3：光伏铜粉市场空间测算

|                | 2024E | 2025E | 2026E  | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 光伏装机(GW)       | 538   | 570   | 645    | 735   | 736   | 846   | 973   |
| 电池片需求(GW)      | 699   | 742   | 838    | 955   | 956   | 1100  | 1265  |
| BC 占比 (%)      | 2%    | 6%    | 9%     | 15%   | 18%   | 20%   | 25%   |
| BC 需求量 (GW)    | 10    | 41    | 75     | 143   | 172   | 220   | 316   |
| 铜浆耗量 (吨/GW)    | -     | 35    | 30     | 30    | 30    | 28    | 25    |
| 铜浆渗透率          | -     | 0%    | 50%    | 75%   | 85%   | 80%   | 95%   |
| 铜浆需求量 (吨)      | -     | 1     | 1131   | 3224  | 4390  | 4928  | 7510  |
| 预计铜粉加工费 (万元/吨) | -     | 100   | 80     | 75    | 65    | 60    | 50    |
| 铜粉市场盈利空间 (亿元)  | -     | 0.01  | 9.05   | 24.18 | 28.54 | 29.57 | 37.55 |
| 同比增长 (%)       | -     | -     | 79142% | 185%  | 36%   | 12%   | 52%   |

数据来源：wind，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资建议

公司为电子粉体头部厂商，有望充分受益于 MCLL 复苏+高端化以及光伏降银的高速发展。我们预计 2025-2027 年公司营业总收入分别为 11.84/20.43/31.68 亿元，其中镍粉业务 2025-2027 年销量预期约保持 1600 吨，贡献收入约 8 亿元，毛利率保持近 40%；铜粉业务 2025-2027 年销量预期分别为 300/1050/2000 吨，贡献收入约 2.86/11/19.70 亿元，毛利率受益提升。

表 4：博迁新材盈利拆分测算（亿元）

| 项目         | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入         | 9.70   | 7.47   | 6.88   | 9.45   | 11.84  | 22.08  | 32.68  |
| 成本         | 5.97   | 4.73   | 5.85   | 7.48   | 7.81   | 14.36  | 22.51  |
| 毛利率        | 38.45% | 36.68% | 14.97% | 20.85% | 34.03% | 34.96% | 31.10% |
| <b>镍粉</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入（亿元）     | 8.02   | 6.14   | 5.00   | 6.85   | 8.40   | 8.40   | 8.40   |
| 销售量（吨）     | 1,530  | 982    | 1,045  | 1,421  | 1,600  | 1,600  | 1,600  |
| 价格（元/kg）   | 524    | 625    | 478    | 482    | 525    | 525    | 525    |
| 成本         | 4.54   | 3.56   | 4.08   | 5.18   | 4.96   | 5.04   | 5.46   |
| 吨成本（万）     | 29.67  | 36.25  | 39.04  | 36.45  | 30.98  | 31.50  | 34.13  |
| 毛利         | 3.48   | 2.59   | 0.92   | 1.67   | 3.44   | 3.36   | 2.94   |
| 吨毛利（万）     | 22.74  | 26.38  | 8.80   | 11.75  | 21.53  | 21.00  | 18.38  |
| 毛利率（%）     | 43.35% | 42.10% | 18.36% | 24.36% | 41.00% | 40.00% | 35.00% |
| <b>铜粉</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入         | 0.46   | 0.20   | 0.23   | 1.22   | 2.86   | 11.10  | 19.70  |
| 销售量（吨）     | 134    | 134    | 60     | 151    | 300    | 1,050  | 2,000  |
| 价格（元/kg）   | 344    | 149    | 383    | 810    | 954    | 1,057  | 985    |
| 成本         | 0.30   | 0.14   | 0.18   | 0.99   | 2.35   | 7.21   | 13.36  |
| 吨成本（万）     | 22.41  | 10.46  | 29.94  | 65.74  | 78.27  | 68.70  | 66.78  |
| 毛利（亿）      | 0.16   | 0.06   | 0.05   | 0.23   | 0.52   | 3.88   | 6.34   |
| 吨毛利（万）     | 11.95  | 4.48   | 8.32   | 15.27  | 17.18  | 36.99  | 31.72  |
| 毛利率（%）     | 35.50% | 30.56% | 21.19% | 18.63% | 18.0%  | 35.0%  | 32.2%  |
| <b>银粉</b>  |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入         | 0.35   | 0.30   | 0.24   | 0.44   | 0.44   | 0.44   | 0.44   |
| 销售量（kg）    | 6,680  | 6,460  | 4,457  | 6,485  | 6,485  | 6,485  | 6,485  |
| 价格（元/kg）   | 5,240  | 4,644  | 5,385  | 6,785  | 6,785  | 6,785  | 6,785  |
| 成本         | 0.33   | 0.30   | 0.21   | 0.40   | 0.40   | 0.40   | 0.40   |
| 毛利         | 0.01   | 0.01   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.04   |
| 毛利率（%）     | 3.30%  | 1.93%  | 15.10% | 9.63%  | 9.00%  | 9.00%  | 9.00%  |
| <b>合金粉</b> |        |        |        |        |        |        |        |

|        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入     | 0.05   | 0.09   | 0.04   | 0.07   | 0.07   | 1.07   | 2.07   |
| 成本     | 0.03   | 0.05   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.64   | 1.24   |
| 毛利     | 0.02   | 0.04   | 0.00   | 0.03   | 0.03   | 0.43   | 0.83   |
| 毛利率(%) | 32.92% | 44.14% | -1.03% | 44.08% | 44.00% | 40.00% | 40.00% |
| 其他业务   |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入     | 0.82   | 0.74   | 0.82   | 0.87   | 0.07   | 1.07   | 2.07   |
| 成本     | 0.77   | 0.68   | 0.86   | 0.87   | 0.07   | 1.06   | 2.06   |
| 毛利     | 0.05   | 0.06   | -0.04  | 0.01   | 0.00   | 0.01   | 0.01   |
| 毛利率(%) | 5.87%  | 7.53%  | -4.50% | 0.68%  | 0.68%  | 0.68%  | 0.68%  |

数据来源：wind，东吴证券研究所

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.5/5/6.5 亿元，同增 185%/100%/30%，对应 EPS 为 0.95/1.91/2.48 元。我们给予聚和材料、帝科股份、铂科新材 30%、30%和 40%权重。如下图所示，可比公司的 2026 年动态 PE 加权均值为 15 倍。结合公司电子粉体龙头企业地位，我们给予公司 2026 年 30xPE，对应目标价 57.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图31：可比公司估值表（截止 2025 年 6 月 10 日）

| 代码              | 公司   | 权重  | 收盘价（元） | 市值（亿元） |       |       |       |       |       |       | 来源       |
|-----------------|------|-----|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
|                 |      |     |        |        | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |          |
| 688503          | 聚和材料 | 30% | 35.81  | 86.7   | 4.96  | 6.23  | 8.12  | 17.5  | 13.9  | 10.7  | 东吴研究所    |
| 300842          | 帝科股份 | 30% | 41.79  | 59.2   | 3.93  | 5.24  | 6.69  | 15.1  | 11.3  | 8.9   | 东吴研究所    |
| 300811          | 铂科新材 | 40% | 42.92  | 123.8  | 4.81  | 5.99  | 7.17  | 25.7  | 20.7  | 17.3  | wind一致预测 |
| 可比公司加权平均（权重*PE） |      |     |        |        |       |       |       | 20.1  | 15.8  | 12.8  | /        |
| 605376          | 博迁新材 | /   | 35.34  | 92.5   | 2.49  | 5     | 6.5   | 37.1  | 18.5  | 14.2  | 东吴研究所    |

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

1) 下游需求周期性波动风险：公司主营 MLCC 镍粉业务依赖消费电子、新能源车等行业需求，若 AI 服务器、折叠屏手机等高端终端需求低于预期，可能导致镍粉销量及毛利率承压。

**2) 汇率波动冲击财务成本：**2022 年因持有美元负债导致汇兑损失约 1 亿元，2023 年财务费用率回升至 1.71%，未来若人民币汇率大幅波动，或进一步拖累利润表现。

**3) 光伏铜代银技术产业化滞后风险：**光伏铜浆验证进度依赖下游厂商导入进度，若铜浆认证延迟，铜粉产能释放及盈利能力或低于预期。

**4) 原材料价格波动传导压力：**MLCC 镍粉核心原料镍价与国际大宗商品强相关，2023 年镍价波动导致公司毛利率从 2021 年 43%降至 18%，若镍价再遇剧烈波动，盈利能力或有冲击。

博迁新材三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)       |            |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                 | 2024A      | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>662</b>   | <b>912</b>   | <b>1,400</b> | <b>2,061</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>945</b> | <b>1,184</b> | <b>2,208</b> | <b>3,268</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 97           | 271          | 238          | 305          | 营业成本(含金融类)      | 748        | 781          | 1,436        | 2,251        |
| 经营性应收款项          | 230          | 286          | 533          | 791          | 税金及附加           | 11         | 13           | 24           | 36           |
| 存货               | 289          | 302          | 555          | 870          | 销售费用            | 6          | 8            | 14           | 20           |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 管理费用            | 44         | 56           | 88           | 124          |
| 其他流动资产           | 45           | 53           | 74           | 96           | 研发费用            | 50         | 63           | 116          | 150          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,125</b> | <b>1,125</b> | <b>1,125</b> | <b>1,125</b> | 财务费用            | (5)        | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 1            | 1            | 1            | 1            | 加:其他收益          | 20         | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产及使用权资产       | 914          | 914          | 914          | 914          | 投资净收益           | (3)        | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程             | 40           | 40           | 40           | 40           | 公允价值变动          | (4)        | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 95           | 95           | 95           | 95           | 减值损失            | (13)       | 0            | 0            | 0            |
| 商誉               | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产处置收益          | 1          | 0            | 0            | 0            |
| 长期待摊费用           | 10           | 10           | 10           | 10           | <b>营业利润</b>     | <b>92</b>  | <b>263</b>   | <b>529</b>   | <b>686</b>   |
| 其他非流动资产          | 64           | 64           | 64           | 64           | 营业外净收支          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,787</b> | <b>2,037</b> | <b>2,525</b> | <b>3,186</b> | <b>利润总额</b>     | <b>92</b>  | <b>263</b>   | <b>529</b>   | <b>686</b>   |
| <b>流动负债</b>      | <b>185</b>   | <b>311</b>   | <b>499</b>   | <b>705</b>   | 减:所得税           | 5          | 14           | 28           | 36           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 85           | 203          | 303          | 403          | <b>净利润</b>      | <b>87</b>  | <b>250</b>   | <b>501</b>   | <b>650</b>   |
| 经营性应付款项          | 53           | 56           | 102          | 160          | 减:少数股东损益        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 合同负债             | 1            | 1            | 2            | 3            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>87</b>  | <b>250</b>   | <b>501</b>   | <b>650</b>   |
| 其他流动负债           | 46           | 52           | 92           | 139          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 0.33       | 0.95         | 1.91         | 2.48         |
| 非流动负债            | 67           | 66           | 66           | 66           | EBIT            | 93         | 263          | 529          | 686          |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | EBITDA          | 181        | 263          | 529          | 686          |
| 应付债券             | 0            | 0            | 0            | 0            | 毛利率(%)          | 20.91      | 34.03        | 34.96        | 31.10        |
| 租赁负债             | 19           | 19           | 19           | 19           | 归母净利率(%)        | 9.25       | 21.07        | 22.69        | 19.89        |
| 其他非流动负债          | 49           | 47           | 47           | 47           | 收入增长率(%)        | 37.22      | 25.29        | 86.42        | 48.01        |
| <b>负债合计</b>      | <b>252</b>   | <b>377</b>   | <b>565</b>   | <b>771</b>   | 归母净利润增长率(%)     | 370.73     | 185.23       | 100.74       | 29.79        |
| 归属母公司股东权益        | 1,535        | 1,660        | 1,960        | 2,415        |                 |            |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            |                 |            |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,535</b> | <b>1,660</b> | <b>1,960</b> | <b>2,415</b> |                 |            |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,787</b> | <b>2,037</b> | <b>2,525</b> | <b>3,186</b> |                 |            |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |        |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 295   | 182   | 66    | 159   | 每股净资产(元)        | 5.87   | 6.34  | 7.49  | 9.23  |
| 投资活动现金流     | (99)  | (2)   | 0     | 0     | 最新发行在外股份 (百万股)  | 262    | 262   | 262   | 262   |
| 筹资活动现金流     | (207) | (7)   | (98)  | (93)  | ROIC(%)         | 5.19   | 14.18 | 24.06 | 25.40 |
| 现金净增加额      | (6)   | 174   | (33)  | 66    | ROE-摊薄(%)       | 5.70   | 15.03 | 25.55 | 26.91 |
| 折旧和摊销       | 89    | 0     | 0     | 0     | 资产负债率(%)        | 14.11  | 18.51 | 22.36 | 24.19 |
| 资本开支        | (81)  | 0     | 0     | 0     | P/E (现价&最新股本摊薄) | 105.69 | 37.05 | 18.46 | 14.22 |
| 营运资本变动      | 107   | (69)  | (435) | (491) | P/B (现价)        | 6.02   | 5.57  | 4.72  | 3.83  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>