

博迁新材（605376）

全球 MLCC 镍粉龙头，光伏铜粉放量可期 买入（维持）

2026 年 08 月 26 日

证券分析师 刘奕町

执业证书：S0600526060002

liuyt@dwzq.com.cn

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书：S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	945.31	1,151.76	2,416.22	3,890.67	5,692.01
同比（%）	37.22	21.84	109.78	61.02	46.30
归母净利润（百万元）	87.48	219.19	656.09	1,156.07	1,659.35
同比（%）	370.73	150.57	199.33	76.21	43.53
EPS-最新摊薄（元/股）	0.33	0.84	2.51	4.42	6.34
P/E（现价&最新摊薄）	438.29	174.92	58.44	33.16	23.11

投资要点

■ **深耕 MLCC 行业二十余载，全球镍粉龙头崛起：**1) 公司 2025 年以 11.0% 的份额位居全球第二，是中国最大 MLCC 镍粉供应商。公司发展历程可分为四阶段：从零到一，技术长征，奠基核心客户（2000-2010 年）；技术成熟应用，绑定全球龙头规模化量产（2010-2018 年）；登陆资本市场，穿越行业周期（2019-2023 年）；AI 驱动 MLCC 需求复兴，新业务、产能扩张未来可期（2024 年至今）。2) 公司股权结构集中且稳定，实际控制人为董事长王利平先生。3) 管理层深耕行业多年，“产业+技术”双重基因驱动。4) 公司凭借全球领先小粒径镍粉量产能力，近年来营收业绩伴随产能利用率回升和产品结构升级实现强劲增长；公司营收从 2014 年的 0.7 亿元增长至 2025 年的 11.5 亿元，归母净利从 2014 年-0.04 亿元增至 2025 年 2.2 亿元。

■ **微米级及纳米级电子金属粉末市场需求有望持续扩大：**电子金属粉末下游应用主要包含 MLCC、光伏电池电极、半导体封装、汽车电子、增材制造五大领域。2025 年全球电子金属粉末市场规模 2853 亿元，弗若斯特沙利文预计 2025-2035 年 CAGR 为 16.7%。电子金属粉末行业产业链分上、中、下游及终端应用环节，公司属于中游粉末供应商。1) **涉及下游重点看点一：MLCC 行业处于结构性景气周期，镍粉市场规模需求有望进一步加速。**2017-2023 年 MLCC 走完两轮完整周期，2024 年温和复苏，2025 年涨价加速，2026 年高端涨价显著，低端跟涨，进入结构景气周期，有望延续至 2027 年。以 2025 年 MLCC 镍粉营收口径统计，行业 CR5 市占率达 61.7%，公司全球排名第二，中国第一。全球 MLCC 镍粉市场规模 2025 年为 78 亿元，2025-2035 年 CAGR 为 12.5%，需求进一步加速。2) **涉及下游重点看点二：光伏背接触（BC）电池电极已成功商业化，光伏贱金属替代趋势清晰，纯铜粉空间广阔。**光伏行业铜代银路线在白银价格高企下进程加速，全球光伏用银量持续增长，2025 年光伏白银需求占比 16%。降低银耗一直是行业重点降本方向，也是电池片非硅环节降本的主要驱动力，目前 BC 纯铜已实现量产，银包铜是目前主流解决方案。

■ **核心竞争力：1) 粉体技术及工艺壁垒：自主可控、填补国内空白，全球领先。**公司搭建以自主常压等离子物理气相冷凝（PVD）为核心的粉体技术平台，拥有转移弧、非转移弧等离子体两套自研量产工艺，填补国内空白，全球领先。2025 年全球高端 MLCC 镍粉市场前五厂商中，昭荣化学、JFE、东邦钛、住友金属均为日系企业，技术路线以 CVD 化学气相法、液相还原法为主，仅昭荣化学并购单一 PVD 产线，公司技术相比竞品具备全方位差异化壁垒。2) **严格认证及供应链壁垒：2-3 年漫长验证周期，龙头客户深入绑定。**公司客户梯队优势显著，绑定全球龙头共同成长，公司前五大客户 2023-2025 年营收占比保持稳定，均在 75% 左右，且公司与主要客户合作时间均在 10 年左右。3) **初期资金投入较大，核心设备均为自研，长协订单保障企业规模成本优势。**2024 年 8 月至 2026 年 7 月，公司及子公司累计扩产项目共 15 个，累计投资金额 8.8 亿元，超细粉体单千吨投入 2 亿元左右。中长期持续扩产规划，拉大行业产能差距，我们预计 2026 年 7 月公告后项目若全部达产，镍粉总产能有望接近 6000 吨/年。2023-2025 年公司工厂产线稼动率持续提升，2025-2029 年订单绑定 X 公司构筑量增安全垫。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 6.6/11.6/16.6 亿元，yoy+199%/+76%/+44%。截至 8 月 26 日，2027 年可比公司平均 PE 为 41 倍，我们预计公司 PE 为 33 倍，基于公司作为国产替代龙头、全球粉体制造技术领先公司，充分受益下游 MLCC 和光伏景气周期，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**客户较为集中风险；原料价格波动风险；周期需求及地缘冲突风险；扩产带来的财务风险；安环政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	146.56
一年最低/最高价	43.54/296.30
市净率(倍)	21.78
流通 A 股市值(百万元)	38,340.10
总市值(百万元)	38,340.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.73
资产负债率(% ,LF)	29.63
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)：2025 年半年报点评：业绩同比高增，镍基延续复苏态势、铜基降银持续推进》

2025-08-25

《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》

2025-06-11

内容目录

1. 深耕 MLCC 行业二十余载，全球镍粉龙头崛起	4
1.1. 公司历程：深耕 MLCC 行业二十余载，全球镍粉龙头崛起	4
1.2. 股权结构：集中稳定，实控人为王利平先生	6
1.3. 管理层深耕行业多年，“产业+技术”双重基因驱动	7
1.4. 经营复盘：小粒径镍粉量产能力全球领先，营收业绩增长强劲	7
2. 微米级及纳米级电子金属粉末市场需求有望持续扩大	9
2.1. 全球电子金属粉末市场规模 2025-2035 年预计 CAGR 为 16.7%	10
2.2. 公司处于电子金属粉末行业产业链中游位置	10
2.3. 公司涉及下游重点看点一：镍粉：MLCC 行业处于结构性景气周期	12
2.3.1. 高端 MLCC 竞争格局：营收口径高度集中，核心厂商为日本企业和中国企业	13
2.3.2. MLCC 镍粉主流生产技术中物理气相冷凝法相对更优，适用于高端 MLCC	14
2.3.3. 全球 MLCC 镍粉市场规模 2025-2035 年 CAGR 为 12.5%，需求进一步加速	15
2.4. 公司涉及下游重点看点二：光伏背接触（BC）电池电极已成功商业化，光伏贱金属替代趋势清晰，纯铜粉空间广阔	16
3. 公司核心竞争力：全球高端超细金属粉体国产替代核心龙头	18
3.1. 粉体技术及工艺壁垒：自主可控、填补国内空白，全球领先	18
3.2. 客户严格认证及供应链壁垒：2-3 年漫长验证周期，龙头客户深入绑定	20
3.3. 初期资金投入较大，核心设备均为自研，长协订单保障企业规模成本优势	21
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	公司代表性和精选镍基产品的扫描电子显微镜图像.....	4
图 2:	公司成功登陆上交所主板.....	5
图 3:	公司发展历程.....	6
图 4:	公司股权架构（截至 2026 年 6 月）.....	6
图 5:	公司管理层（截至 2026 年 6 月）.....	7
图 6:	2014-2025 年公司营收（亿元）.....	8
图 7:	2014-2025 年归母净利润（亿元）.....	8
图 8:	2014-2025 年毛利率和净利率（%）.....	8
图 9:	电子金属粉末分类.....	9
图 10:	全球电子金属粉末市场规模（十亿元）.....	10
图 11:	电子金属粉末行业产业链.....	11
图 12:	MLCC 周期复盘.....	12
图 13:	2021-2026 年村田公司订单出货比.....	13
图 14:	2021-2026 年村田公司积压订单营收比.....	13
图 15:	2024-2026 年三星电机各部门销售额（亿韩元）.....	13
图 16:	全球高端 MLCC 竞争格局（2025 年营收口径）.....	14
图 17:	2021-2035E MLCC 镍粉市场规模预测（十亿元）.....	15
图 18:	2011-2025 年白银光伏需求量占比（%）不断提升.....	16
图 19:	2024 年光伏电池片成本占比（%）.....	17
图 20:	2013-2025 年铜银比（铜价/银价）.....	17
图 21:	PVD 法制备镍粉流程图.....	18
图 22:	气相及液相化学还原法制备超细镍粉流程图.....	18
图 23:	公司 2016-2025 年研发费用及研发费用率.....	20
图 24:	公司 2016-2025 年技术人员及员工总人数.....	20
图 25:	公司 2023-2025 年前五大客户营收占比.....	20
图 26:	公司 2023-2025 年直销和经销营收占比.....	21
图 27:	公司生产流程核心设备均为自研.....	23
图 28:	各工厂 2023-2025 年稼动率（%）.....	24
图 29:	2023-2026 年毛利率和净利率稳定增长.....	24
表 1:	电子金属粉末下游应用.....	10
表 2:	公司产品对应下游应用.....	11
表 3:	MLCC 镍粉制作方法.....	15
表 4:	光伏领域低成本金属替代分类.....	17
表 5:	全球主要 MLCC 镍粉生产商技术路线对比.....	19
表 6:	2024.08-2026.07 公司扩产项目.....	22
表 7:	盈利预测拆分.....	25
表 8:	可比公司估值表（截至 2026 年 8 月 26 日）.....	26

1. 深耕 MLCC 行业二十余载，全球镍粉龙头崛起

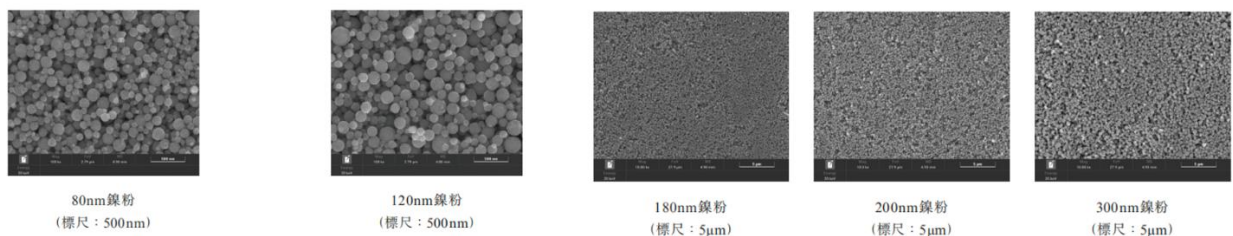
1.1. 公司历程：深耕 MLCC 行业二十余载，全球镍粉龙头崛起

公司于 2010 年 11 月 5 日成立于江苏宿迁，前身可追溯至创始人王利平先生于 2000 年 8 月创立的宁波广博纳米新材料股份有限公司（“广博纳米”）。2019 年公司作为国内 MLCC 用镍粉行业标准主导起草单位。根据弗若斯特沙利文数据，全球 MLCC 用镍粉供应市场高度集中，2025 年以收入计前五大供应商合计占据约 61.7% 的市场份额，公司以 11.0% 的份额位居全球第二，是中国最大的 MLCC 镍粉供应商。

公司发展历程可分为四个阶段：

（一）从零到一，技术长征，奠基核心客户（2000-2010 年）：2000 年 8 月，创始人王利平先生创立广博纳米，踏入纳米金属粉体领域。陈钢强博士（加拿大麦吉尔大学化工系博士，拥有逾 30 年金属粉体材料研发经验，曾任职于加拿大魁北克电力研究院（博士后）、美国 DownCeramicInc.、加拿大 Noranda 研究所及加拿大电子粉体公司。2000 年以技术入股方式与王利平联合创立广博纳米并出任总经理，是公司 PVD 制粉技术体系的核心奠基人）。此后十年，广博纳米完成早期技术积累和客户拓展：2007 年开始向三星电机销售镍粉，合作延续至今。2010 年 11 月，为加速产业化布局，广博纳米出资在江苏宿迁设立江苏博迁光伏材料有限公司（博迁新材前身），选址苏北建设产业化基地。

图1：公司代表性和精选镍基产品的扫描电子显微镜图像



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

（二）技术成熟应用，绑定全球龙头规模化量产（2010-2018 年）：①初步发展（2010-2014 年）：建成 9 条并购买 6 条物理气相法（PVD）金属粉体生产线，更新设备、扩大产线；②业务整合，打破日本技术垄断（2015-2016 年）：2016 年，宁波广博纳米新材料股份有限公司实施分拆重组，将电子金属粉末业务整体注入博迁新材，同时购入 10 条 PVD 产线及知识产权，新建 11 条 PVD 产线，成功研发出全球领先的 80nm 镍粉，一举打破日本企业在该领域的长期垄断；③迅速发展（2017-2018 年）：2017 年 5 月，与三星电机正式签署合作协议；同年新建 56 条 PVD 产线，80nm 镍粉完成从实验室到产业化量产的跨越，截至 A 股上市前，公司拥有 PVD 产线 92 条。2019 年，公司作为主导起草单位，制定了我国第一部《电容器电极镍粉》行业标准。

（三）登陆资本市场，穿越行业周期（2019-2023 年）：2020 年 12 月 8 日，公司在上交所主板挂牌上市，发行 6,540 万股 A 股，募投项目包括“年产 1200 吨超细纳米金属粉体材料项目”等。2020 年 3 月，公司与三星电机签署新一轮战略合作协议。2021 年，受益于 5G 基站建设和消费电子景气上行，公司营收攀至 9.70 亿元、归母净利润 2.38 亿元，创上市后首个业绩高点。2022 年，公司遭遇挫折：LME 镍价逼空事件导致原材料成本失控、全球消费电子寒冬下 MLCC 厂商集体去库存、美元大幅升值产生大额汇兑损失。2022 年全年营收同比下滑 23.02%至 7.47 亿元，归母净利润同比下滑 35.47%至 1.53 亿元。2023 年，受到全球消费电子行业寒冬影响，MLCC 产业链周期进一步探底，归母净利润亏损约 3,231 万元，录得上市以来首次亏损。但即便在最困难时期，受到光伏行业“铜代银”产业趋势影响，铜基产品销量逆势增长，由 2023 年的 82.5 吨增至 2024 年的 150.6 吨，纳米硅合金粉（用于锂电池负极材料）中试线同步推进——为下一轮增长埋下关键火种。

图2：公司成功登陆上交所主板

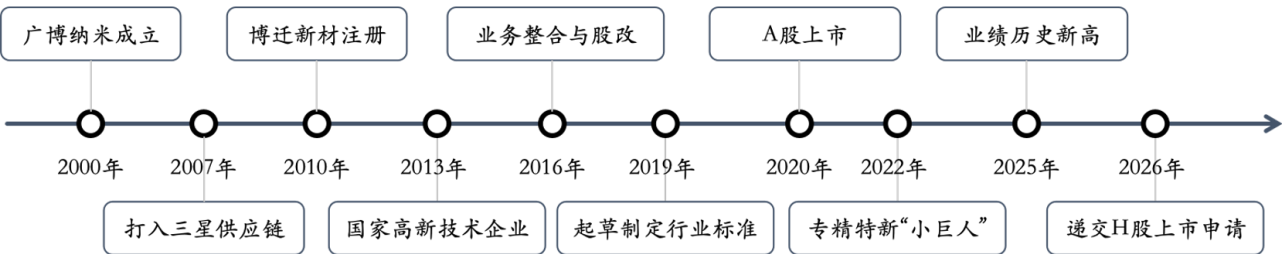


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

（四）AI 驱动 MLCC 需求复兴，新业务、产能扩张未来可期（2024 年至今）：2024 年，AI 服务器需求开始向 MLCC 供应链传导。公司作为全球少数具备 80nm 镍粉规模化量产能力的企业，直接受益于这一结构性紧缺叠加消费电子温和复苏，全年实现营收 9.45 亿元（yoy+37.2%），归母净利润约 8,747.59 万元，成功扭亏为盈。2025 年业绩全面爆发，归母净利润 2.19 亿元（yoy+150.6%），创历史新高。其中，镍基产品营收 8.62 亿元（yoy+25.9%），毛利率 37.54%；2025 年镍粉销量达 1,448.1 吨，均价 59.50 万元/吨（yoy+23.5%），高端小粒径产品占比持续提升；受益于光伏低银化/无银化趋势，铜基产品（含银包铜粉）2025 年出货 200.6 吨（yoy+33.2%）；银粉营收增至 0.53 亿元（yoy+19.33%）；合金粉末营收 0.27 亿元（yoy+255.0%），用于功率电感及磁性元件等新兴领域；纳米硅合金粉已完成中试，正推进头部电池厂商验证。产能扩张同步推进：2026 年 4 月董事会批准 640 吨超细金属粉体扩产项目（总投资约 1.2 亿元），另有 800 吨铜粉项目在建；H 股 IPO 募集资金拟用于宁波基地搬迁扩产（新增铜基 640 吨/年）

及宿迁基地扩产（新增镍基 320 吨/年+铜基 640 吨/年）。

图3：公司发展历程

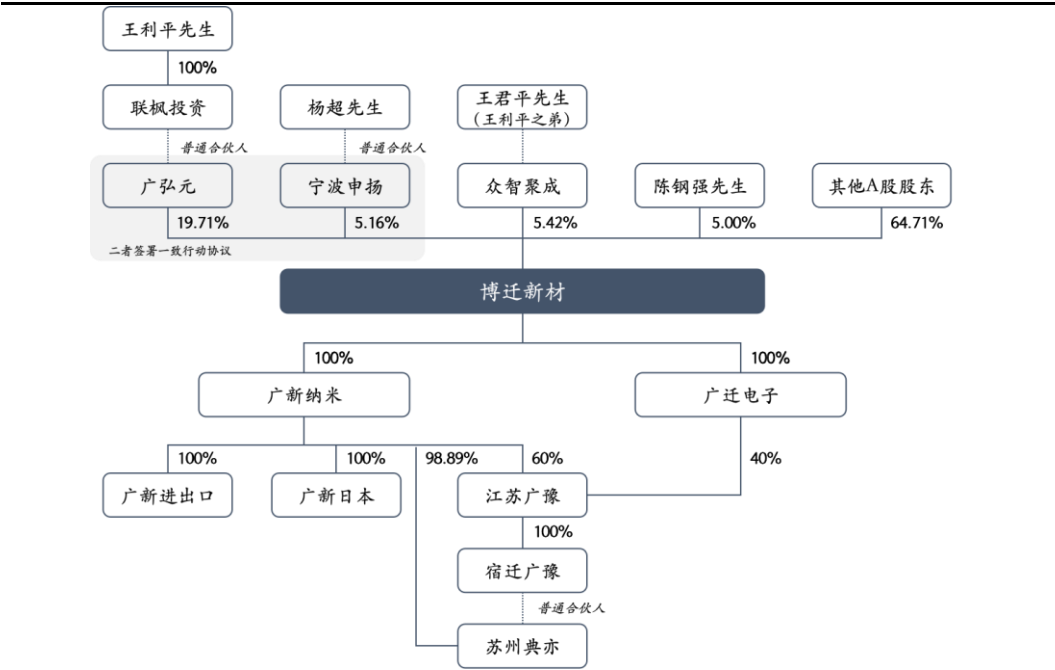


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：集中稳定，实控人为王利平先生

公司股权结构集中且稳定，实际控制人为董事长王利平先生。根据 2026 年 6 月 17 日向港交所呈交的招股章程，王利平先生通过广弘元持股公司 19.71%股份，杨超先生通过宁波申扬持有公司股份 5.16%，二者签署一致行动协议，合计控制公司约 24.87%的投票权。王利平之弟王君平先生作为有限合伙人持有众智聚成部分合伙权益，众智聚成持有公司 5.42%股份。前董事陈钢强博士持股 5.00%，其他 A 股股东合计持股 64.71%。H 股 IPO 完成后，上述持股比例将相应稀释，但王利平先生仍将通过一致行动安排维持实际控制人地位。

图4：公司股权架构（截至 2026 年 6 月）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 管理层深耕行业多年，"产业+技术"双重基因驱动

管理层深耕行业多年，"产业+技术"双重基因驱动。公司核心管理团队兼具产业运营与前沿研发的复合背景：董事长王利平先生拥有逾 35 年制造业管理经验，是广博股份创始人兼董事长，在电子材料及金属粉体行业深耕 17 年；总经理袁欧特先生为高级会计师及中国注册会计师协会非执业会员，具备逾 20 年财务运营经验；核心创始人陈钢强博士拥有加拿大麦吉尔大学化工博士学位及博士后研究经历，曾任职于美国 Down Ceramic Inc.、加拿大 Noranda 高科技材料研究所及加拿大电子粉体公司，在金属粉体材料研发领域拥有近 30 年经验。其他高管团队多出身于广博纳米及广博股份体系，平均从业经验超 15 年，保障了公司战略的连续性、技术路线的稳定性和运营决策的执行力。

图5：公司管理层（截至 2026 年 6 月）

姓名	职务	年龄	学历/资质	核心背景
王利平	董事长/执行董事	65	复旦大学EMBA 高级经济师	制造业35年经验，广博股份创始人兼董事长，2010年创立公司，全面负责战略规划及业务运营
袁欧特	总经理/执行董事	56	西南科技大学会计学 高级会计师/CPA 非执业	曾任广博纳米财务总监、广博集团审计主管，专业会计及财务运营经验逾20年
江益龙	副总经理/执行董事	53	中央党校函授 学院法学	海军服役逾十年，曾任广博纳米执行副总经理，企业管理经验近20年
赵登永	材料研究院院长 /执行董事	44	宁波大学应用化学 高级工程师	化工及材料行业逾19年，2006年加入广博纳米，全面负责公司研发工作
蒋颖	董事会秘书 /执行董事	45	上海财经大学国际 经济法	法律及企业管治领域约20年，持有沪深交易所董秘资格证书
蔡俊	技术部负责人 /执行董事(职工 代表)	43	南京工业大学 材料科学硕士	纳米金属材料制造逾15年，曾任广博纳米生产经理
陈钢强	前董事/核心创 始人	69	加拿大麦吉尔大学 化工博士	加拿大公民，金属粉体研发近30年，曾任加拿大电子粉体公司主任研究员、博士后研究员
冷军	独立非执行董事 (审计委员会主席)	48	辽宁大学会计学 博士 CPA非执业会员	宁波大学副教授，曾任维科技术(600152.SH)独立董事
徐金富	独立非执行董事 (提名委员会主席)	60	华东理工大学 材料科学博士	宁波工程学院教授，材料科学领域资深学者

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.4. 经营复盘：小粒径镍粉量产能力全球领先，营收业绩增长强劲

公司凭借全球领先小粒径镍粉量产能力，近年来营收业绩伴随产能利用率回升和产品结构升级实现强劲增长；

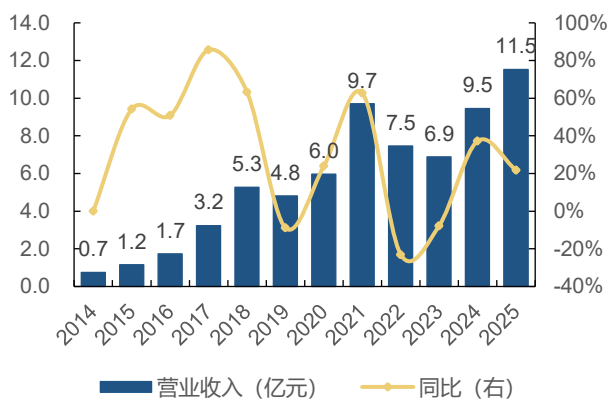
公司营收从 2014 年的 0.7 亿元增长至 2025 年的 11.5 亿元，复合增长率约 29%，公司归母净利润从 2014 年的负 0.04 亿元增长至 2025 年的 2.2 亿元；

①2014 年至 2021 年，受益于 5G 手机渗透率提升和新能源汽车电子化影响，叠加公司国产替代技术突破+大客户导入+产能扩张，公司营收从 0.7 亿元增长至 9.7 亿元，归母净利润从负 0.04 亿元增长至 2.4 亿元；

②2021 年至 2023 年，消费电子需求疲软，下游客户订单减少，受 MLCC 行业下行周期影响，公司高端产品占比下降，营收从 9.7 亿元降至 6.9 亿元，归母净利润从 2.4 亿元降至负 0.3 亿元；

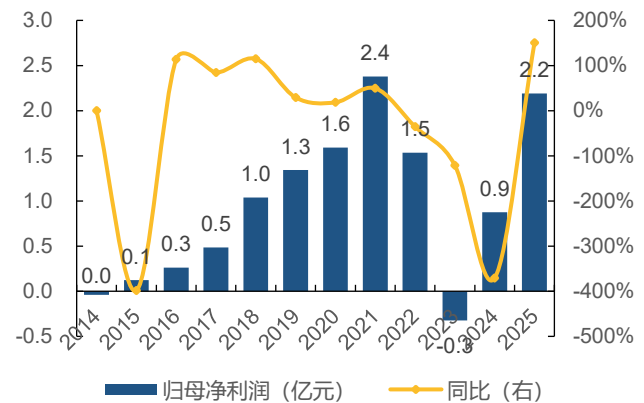
③2023 年至 2025 年，随着 AI 服务器成为全新需求引擎+消费电子市场走出谷底，公司凭借技术壁垒+产品结构升级，营收从 6.9 亿元增长至 11.5 亿元，归母净利润从负 0.3 亿元增长至 2.2 亿元；

图6：2014-2025 年公司营收（亿元）



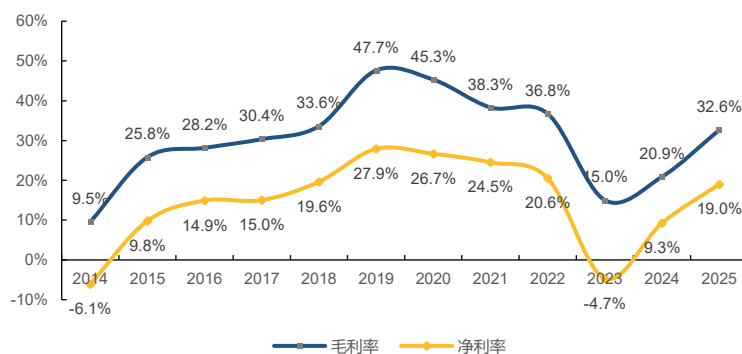
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2014-2025 年归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2014-2025 年毛利率和净利率（%）

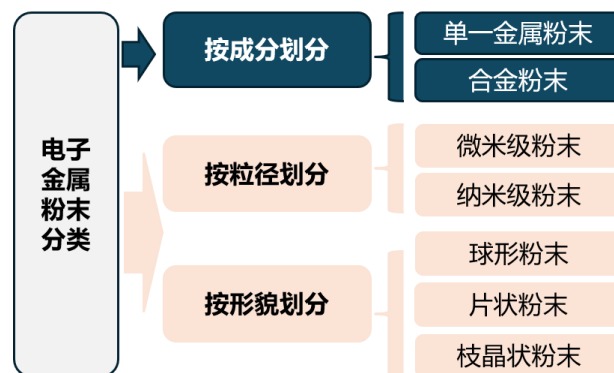


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 微米级及纳米级电子金属粉末市场需求有望持续扩大

由于电子行业高功率密度、高集成度及器件小型化趋势推动，粒径更小、形貌更均匀的电子金属粉末或迎来更大的市场需求。公司主营产品均为电子金属粉末，而电子金属粉末是通过精密制造工艺生产的高纯度金属或合金粉末，专为电子行业的关键功能应用而设计，其应用方向主要取决于电子金属粉末的导电、导热及电磁性。电子金属粉末分类方式主要有两种，化学成分或者粒径和形貌。1) 从化学成分来看，主要包含单一金属粉末和合金粉末；2) 从粒径和形貌划分，粒径分为微米级及纳米级粉末，形貌分为球形、片状和枝晶状。由于电子行业高功率密度、高集成度及器件小型化趋势推动，粒径更小、形貌更均匀的电子金属粉末或迎来更大的市场需求，例如纳米级球形粉末。

图9：电子金属粉末分类



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

电子金属粉末下游应用主要包含 MLCC、光伏电池电极、半导体封装、汽车电子、增材制造五大领域，各赛道粉体规格需求差异明显，其中 MLCC 和半导体封装要求较高。MLCC、半导体封装分别采用 80-400、50-500 纳米超细粉，受益 5G、AI 服务器与芯片小型化、高电容化趋势推高镍、银、铜纳米粉需求；光伏电极使用 1-5 微米粉体，降本驱动银包铜、铜粉替代银粉。汽车电子适配 5-50 微米粉体，软磁、镍铜粉等服务车载功率模块、雷达系统及传感器；增材制造采用 15-45 微米钛、镍基超合金粉，用于轻量化精密构件。

表1：电子金属粉末下游应用

应用	描述	主粉末	粒径
MLCC	•高端金属粉末的核心应用受 5G、AI 服务器和汽车电子驱动；呈现小型化和高电容化的趋势	•纳米级镍粉（内电极）、超细铜/银粉（外电极）	80-400 纳米
光伏电池电极	•通过丝网印刷制备金属浆料以形成汇流条；粉末质量直接影响光伏转换效率	•银粉及银包铜粉（HJT/TOPCon 电池）、铜粉（BC 电池）	1-5 微米
半导体封装	•用于芯片与引线框架黏接的导电胶，提供机械连接及电/热传导	•纳米/微米级银粉、金粉、铜粉	50-500 纳米
汽车电子	•用于电动汽车功率模块、雷达系统及传感器	•合金软磁粉、碳酰铁粉（电磁屏蔽）、镍/铜粉（汽车级 MLCC）	5-50 微米
增材制造	•电子外壳、散热结构及轻量化精密部件的 3D 打印	•钛合金粉、镍基超合金粉、不锈钢粉、铜合金粉	15-45 微米

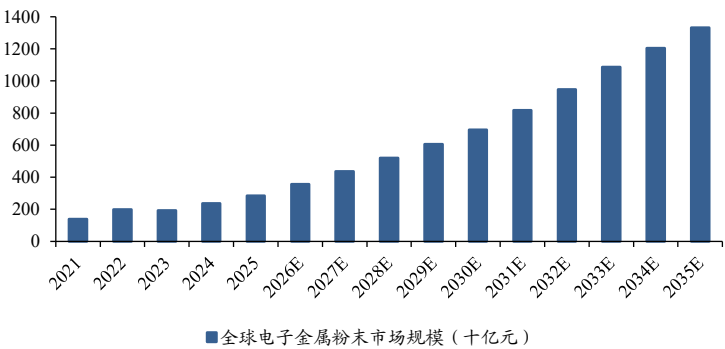
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.1. 全球电子金属粉末市场规模 2025-2035 年预计 CAGR 为 16.7%

2025 年全球电子金属粉末市场规模 2853 亿元，预计 2025-2035 年 CAGR 为 16.7%。

根据弗若斯特沙利文数据，全球电子金属粉末市场规模从 2021 年 1392 亿元增长至 2025 年 2853 亿元，2021-2025CAGR 为 19.6%，预计往后 10 年，受益于电子、汽车、航空航天、制造业等行业推动，预计 2025-2035 年市场规模 CAGR 为 16.7%，2035 年预计市场规模有望达到 1.3 万亿元。

图10：全球电子金属粉末市场规模（十亿元）



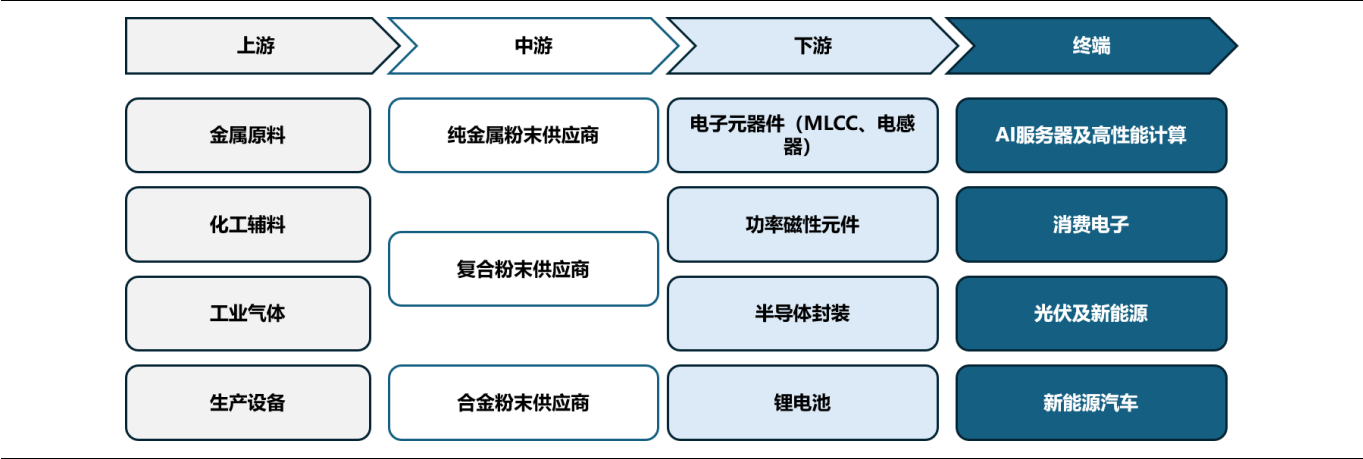
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.2. 公司处于电子金属粉末行业产业链中游位置

电子金属粉末行业产业链分上、中、下游及终端应用环节，公司属于中游粉末供应商。上游为原材料供应商、化工辅料、工业气体及生产设备供应商，中游制造主要包含

纯金属粉末、复合粉末、合金粉末的供应商，下游主要应用于电子元器件（MLCC、电感器）、功率磁性元件、半导体封装和锂电池，分别针对 AI 服务器及高性能计算、消费电子、光伏、新能源汽车等领域。

图 11：电子金属粉末行业产业链



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司金属粉末产品线布局完善，覆盖镍、铜、银、合金四大品类，深度绑定 MLCC、光伏、锂电、功率电感等高景气赛道。镍粉专供 MLCC 内部电极；铜粉一方面配套 MLCC，另一方面作为光伏低银/无银银浆核心原料，适配 BC、HJT、TOPCon 电池降本需求。银粉覆盖高端电子、半导体封装、汽车电子及传统光伏领域。合金粉末中，铁合金粉用于功率电感，硅合金粉用作锂电池负极。公司产品横跨 MLCC 被动元件、光伏新能源、储能锂电三大成长赛道，下游需求高景气。

表 2：公司产品对应下游应用

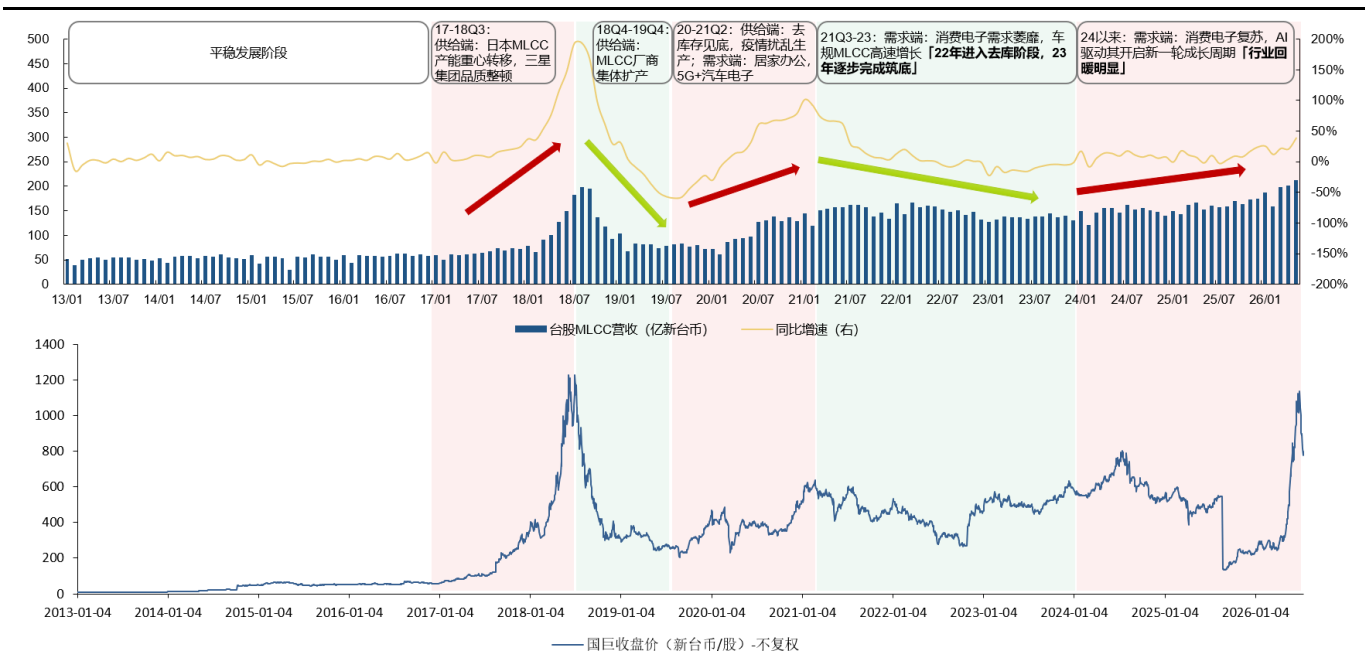
产品大类	细分产品	下游应用	
镍基产品	纳米级镍粉	MLCC 内部电极材料	
	亚微米级镍粉		
铜基产品	亚微米级铜粉	主要应用 MLCC 和低银、无银化光伏领域	BC 太阳能电池
	微米级铜粉		HJT 电池和 TOPCon 电池
	银包铜粉		
银粉	亚微米级银粉	高性能电子元件、MLCC、先进半导体封装；汽车电子与大功率工业应用；光伏传统基板	
	微米级银粉		
合金粉末	亚微米级合金粉	磁性材料、硬质合金	超细铁合金粉末用于功率电感器；硅合金粉末用于锂离子电池负极
	微米级合金粉		

数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 公司涉及下游重点看点一：镍粉：MLCC 行业处于结构性景气周期

2017-2023 年 MLCC 走完两轮完整周期，2024 年温和复苏，2025 年涨价加速，2026 年高端涨价显著，低端跟涨，进入结构景气周期，有望延续至 2027 年。2017-2019 年由供给驱动，日厂收缩通用产能引发缺货，后期集体扩产带来库存积压、价格下行；2020-2023 年核心受需求影响，疫情、5G 与新能源车带动上行，后续消费电子需求走弱开启去库存。2024 年补库叠加 AI 终端拉动行业回暖，通用消费及 AI、车规高端料均开始温和涨价。2025 年下半年供需缺口增加，涨价加速。进入 2026 年，AI 算力、消费电子换机、汽车电子三重增量共振，高端涨价显著，通用小幅跟涨，由于高端产能释放周期较慢，我们预计供需紧张态势或维持至 2027 年。

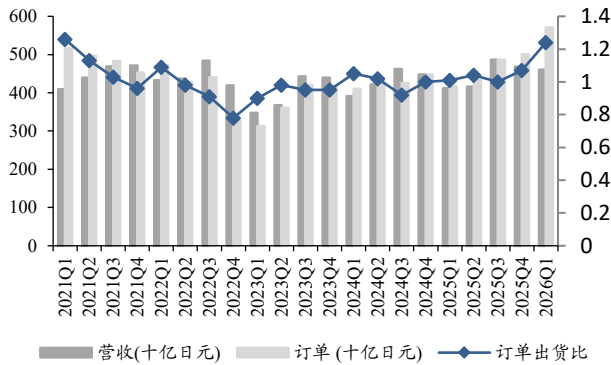
图12：MLCC 周期复盘



数据来源：Wind，东吴证券研究所

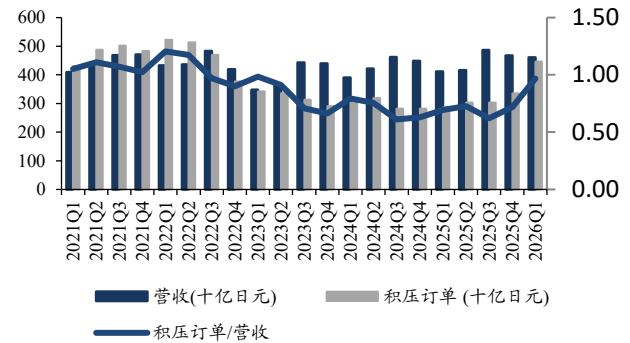
从 MLCC 主流厂商来看，2026Q1 订单、销售额均处于景气度较高水平。以村田和三星为例，村田 2026Q1 订单出货比、积压订单营收比均恢复至 2021 年高位水平。三星电机销售额环比持续创新高。

图13：2021-2026 年村田公司订单出货比



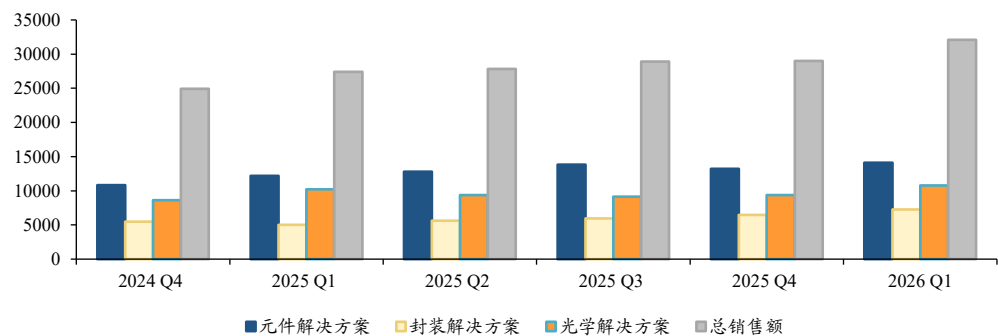
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2021-2026 年村田公司积压订单营收比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15：2024-2026 年三星电机各部门销售额（亿韩元）

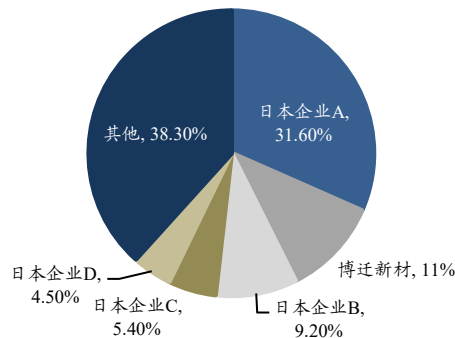


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.1. 高端 MLCC 竞争格局：营收口径高度集中，核心厂商为日本企业和中国企业

全球高端 MLCC 镍粉供应格局高度集中，核心厂商为日本企业与中国企业。以 2025 年 MLCC 镍粉营收口径统计，行业前五企业合计市占率达 61.7%。高端 MLCC 镍粉赛道竞争壁垒更高，2025 年本公司全球排名第二，对应市场份额 11.0%，同时也是当年全球规模第一的国产 MLCC 镍粉供应商。整体行业供给由海外龙头主导，国内厂商份额仍有提升空间。

图16: 全球高端 MLCC 竞争格局 (2025 年营收口径)



数据来源: 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 东吴证券研究所

2.3.2. MLCC 镍粉主流生产技术中物理气相冷凝法相对更优, 适用于高端 MLCC

物理气相冷凝法生成镍粉形态好、杂质少、共烧匹配性高、生产稳定性高, 适用于高端 MLCC 镍粉。针对 MLCC 等电子元器件所用金属粉体, 制备工艺直接决定粉体粒径分布、颗粒形貌与纯度, 行业主流制备路线包含物理气相冷凝法 (PVD)、液相化学还原法、化学气相冷凝法 (CVD), 三类工艺在技术特点、适用场景上存在明显差异。其中 PVD 法是高端 MLCC 镍粉生产的优选路线, 工艺通过常压等离子加热熔融蒸发金属镍, 再经惰性气氛冷凝制粉, 全程杂质引入少, 粉体结晶度高、球形度优异, 可提升粉体流动性与振实密度, 让电极浆料涂布更均匀, 优化终端元器件电气性能。同时 PVD 镍粉粒径分布窄、烧结活性高, 与 MLCC 陶瓷基板高温共烧适配性强, 能匹配陶瓷热处理时的胀缩特性, 减少烧结后裂纹、气孔与界面应力, 保障产品良率与一致性; 传统工艺粉体易在高温烧结时团聚, 难以适配高端小型化 MLCC 的量产要求。

表3：MLCC 镍粉制作方法

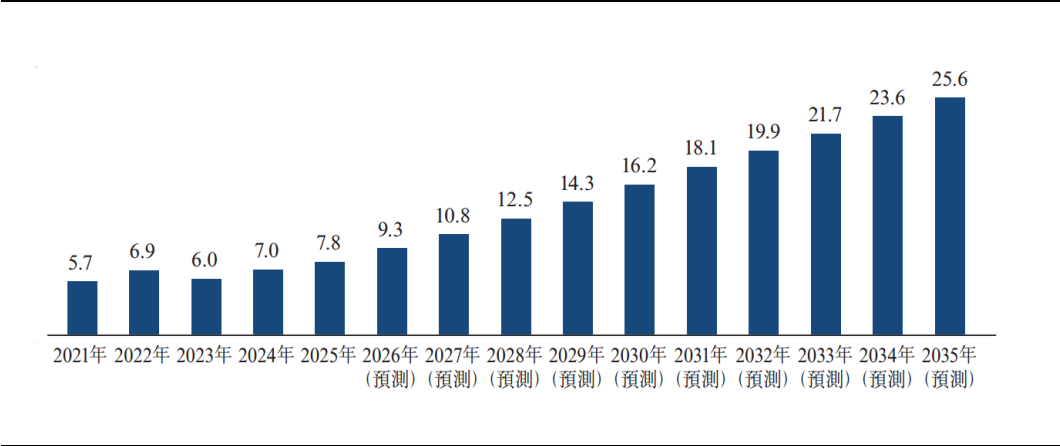
方法	描述	形态控制	纯度	共烧匹配性	生产稳定性	污染	典型应用
物理气相冷凝 (PVD)	金属原料于常压下经等离子体加热、熔融并蒸发，形成金属蒸气；随后由氮气载送并急速冷却，经成核与生长过程，制备成粒径涵盖次微米至纳米等级之超细金属粉末。	良好	高（污染极轻）	高（颗粒适应陶瓷共烧性能良好，缺陷风险低）	高（批次间一致性良好，适合工业规模生产）	低（无化学前体，排放量极少）	高端 MLCC 内部电极
液相化学还原	使用还原剂（例如 NaBH4、肼）还原溶液中的金属离子，形成金属纳米颗粒。	中等	中等（可能残留还原剂或离子）	中等（烧结过程中颗粒可能发生团聚）	中等（可能残留还原剂或离子）	中等至高（化学试剂可能产生废物）	中高端 MLCC 粉末
化学气相冷凝 (CVD)	金属前体在高温氢气氛围中分解，形成细微金属粉末	良好	中等（可能存在前体分解产生的杂质）	中等（可能需要额外的后处理以提高共烧匹配性）	中等（可能存在批次间差异）	高（反应性前体，可能产生废气）	中高端 MLCC 内部电极

数据来源：公司年报，公司招股书，东吴证券研究所

2.3.3. 全球 MLCC 镍粉市场规模 2025-2035 年 CAGR 为 12.5%，需求进一步加速

全球 MLCC 镍粉市场规模 2025 年为 78 亿元，2025-2035 年 CAGR 为 12.5%，需求进一步加速。据弗若斯特沙利文数据，全球 MLCC 镍粉市场规模按营收计算 2021 年为 57 亿元，2025 年为 78 亿元，2021-2025CAGR 为 8.4%，预计 2025 年后，伴随 AI 基础设施、高性能计算增长，以及电动汽车需求领域需求持续增加，2035 年 MLCC 全球镍粉市场规模有望达到 256 亿元，2025-2035CAGR 为 12.5%，需求或进一步加速。

图 17：2021-2035E MLCC 镍粉市场规模预测（十亿元）

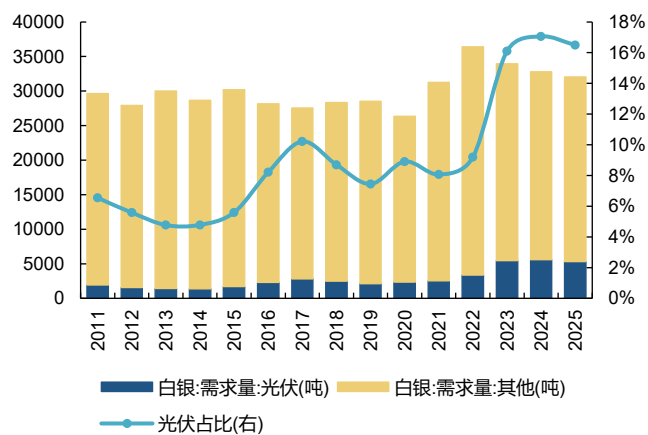


数据来源：公司年报，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.4. 公司涉及下游重点看点二：光伏背接触（BC）电池电极已成功商业化，光伏贱金属替代趋势清晰，纯铜粉空间广阔

光伏行业铜代银路线在白银价格高企下进程加速。全球光伏用银量持续增长，2025 年光伏白银需求占比 16%。白银是太阳能光伏电池金属化的主要材料之一，近年来受益于全球光伏市场需求高速增长，光伏领域用银量自 2020 年以来持续增长，已成为拉动白银工业需求边际变化最明显的应用领域。据世界白银协会数据，2023-2025 年全球光伏用银量分别为 5463/5599/5290 吨，占白银总需求的 16%-18%；2025 年受银价大幅上涨及行业加速推进贱金属替代影响，光伏用银量小幅回落，但整体仍处于历史较高水平。

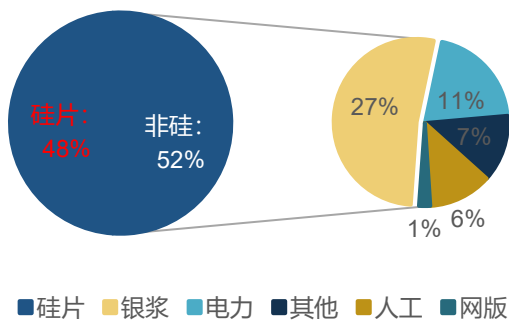
图18：2011-2025 年白银光伏需求量占比（%）不断提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

近年来白银价格中枢显著抬升，银浆在电池片成本中的占比持续提高，或突破40%，去银化紧迫性进一步增强。2025 年银价全年涨幅达 124.43%，年内最高涨幅超 147%，价格大幅攀升。与此同时，电池片上游硅料、硅片价格延续低位运行，此消彼长下银浆成本在电池片非硅成本中的占比进一步扩大。根据行业数据，光伏金属化占电池片成本的比例已从 2022 年底的约 10%提升至 2024 年 10 月的约 27%。以 2025 年银价高位运行的情况推算，我们预计银浆成本占比或将突破 40%，成为仅次于硅片的第二大成本项。成本压力驱动光伏导电材料加速向银包铜、铜浆等贱金属替代方向演进，产业化进程明显提速。

图19：2024 年光伏电池片成本占比（%）



数据来源：中国光伏行业协会，东吴证券研究所

图20：2013-2025 年铜银比（铜价/银价）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

降低银耗一直是行业重点降本方向，也是电池片非硅环节降本的主要驱动力，目前BC 纯铜已实现量产，银包铜是目前主流解决方案。围绕量和价，在保持一定转化效率的前提下，降低银耗有两个思路：一是减少栅线面积从而降低银浆用量，具体的方法有多主栅技术、无主栅技术、激光转印技术、叠栅技术等；二是减少贵金属银的使用，用一部分贱金属（如铜/铝）替代银，具体的方法有银包铜、电镀铜以及铜浆、铝浆等。根据目前的产业化进程，多主栅技术已成熟应用，无主栅实现中等范围应用；贱金属替代方面，纯铜可应用在BC 电池领域，目前已实现量产，HJT 和 TOPCon 电池的应用仍处于研究阶段，银包铜已是成熟技术，已广泛应用于HJT 电池领域，是目前主流解决方案，银用量减少约40-60%。

表4：光伏领域低成本金属替代分类

替代路径	技术定义	应用场景	主要优势	当前产业化水平
纯铜	• 用作导电填料的高浓度铜；适用于各种电池类型	• BC 电池 • TOPCon 电池和 HJT 电池；（目前正在进行产线验证）	• 原材料成本低；几乎完全金属化（不含银）；与现有印刷工艺兼容	• BC 电池已实现量产；HJT 和 TOPCon 电池的应用仍处于研究阶段，其导电性和可靠性仍在验证中。
银包铜	• 铜颗粒表面覆有一层薄银层；通过丝网印刷形成光伏电池栅线	• 低温工艺电池，包括 HJT 及部分串联/背面结构电池	• 导电性接近传统银；银用量减少约40-60%；可高分辨率印刷网格线	• 成熟技术；已广泛应用于 HJT 电池量产；是短期内降低成本的主流解决方案
电镀铜	• 首先在电池表面形成铜晶种层（例如薄铜层），随后电镀铜栅格	• BC 电池和高效 TOPCon 电池	• 低成本铜原材料；可实现超细栅线；复杂工艺提升导电性	• 工艺复杂；量产良率需验证

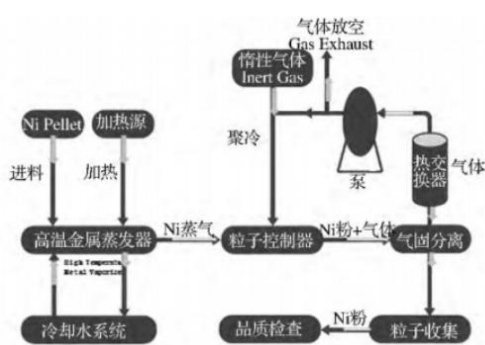
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 公司核心竞争力：全球高端超细金属粉体国产替代核心龙头

3.1. 粉体技术及工艺壁垒：自主可控、填补国内空白，全球领先

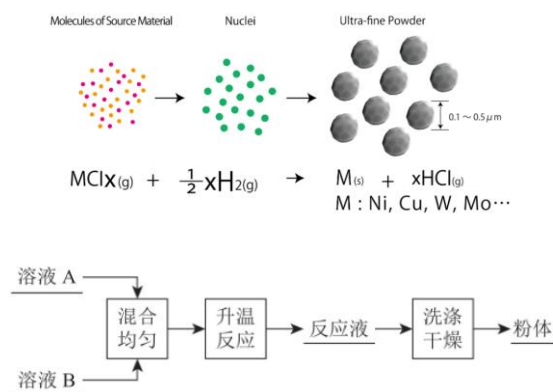
公司搭建以自主常压等离子物理气相冷凝（PVD）为核心的粉体技术平台，拥有转移弧、非转移弧等离子体两套自研量产工艺，填补国内空白，全球领先。转移弧等离子技术依托万级高温等离子热源，将纯金属熔融汽化，惰性气氛冷却制粉，全程仅发生物理变化，无化学前驱体参与，可稳定产出纳米、亚微米、微米级球形镍、铜、合金粉体，粉体纯度、球形度、结晶度优异，适配主流 MLCC 量产需求。非转移弧等离子技术可生产粒径 80nm 以下超细粉体，重点制备高纯硅合金粉，用于锂电池负极材料。整套工艺相较化学还原法惰性气体、冷却水可循环复用，绿色低污染，既能大批量标准化生产，也可快速切换规格完成小批量定制开发。

图21：PVD 法制备镍粉流程图



数据来源：中国粉体网，东吴证券研究所

图22：气相及液相化学还原法制备超细镍粉流程图



数据来源：JME 官网，中国粉体网，东吴证券研究所

2025 年全球高端 MLCC 镍粉市场前五厂商中，昭荣化学、JFE、东邦钛、住友金属均为日系企业，技术路线以 CVD 化学气相法、液相还原法为主，仅昭荣化学并购单一 PVD 产线，公司技术相比竞品具备全方位差异化壁垒。

1) 第一，公司粉体性能优势显著：JFE、东邦钛采用 CVD 氯化氢还原工艺，粉体易残留氯、氧杂质，高温共烧易产生气孔裂纹；住友使用液相还原法，粉体易团聚、分散性差，仅适配中低端产品。公司自研双等离子 PVD 工艺气氛可控，粉体高纯度、高球形度，共烧匹配性更强，且是全球少数具备 80nm 镍粉规模化量产能力企业，完美匹配 AI、车规小型化高端 MLCC 发展趋势。

2) 第二，公司绿色生产与成本优势突出：日系化学法持续产出腐蚀性废气、含盐废液，设备防腐与环保运维成本高；公司全流程无有害三废产出，介质循环利

用，叠加国内自研设备供应链，长期扩产具备成本优势。

- 3) 第三，公司技术平台延展性更强：竞品工艺仅适配单一镍粉品类，公司双等离子体系可同步量产镍、铜、银、硅合金粉体，横向拓展光伏、锂电、3D 打印赛道，打开长期成长天花板。
- 4) 第四，公司技术自主可控，柔性交付能力领先：昭荣化学 PVD 技术为海外外购，无迭代优化能力；公司全套设备、工艺自主研发，产线可灵活切换粉体规格，兼顾大批量标准品与定制化小单，设备利用率高于同业。

表5：全球主要 MLCC 镍粉生产商技术路线对比

制粉方式		具体工艺	研发地位	产品特性
公司	PVD	纯金属镍直接等离子高温汽化，惰性密闭气氛冷凝成粉，全程仅物理变化，无化学前驱体、无腐蚀 / 有毒副产物；惰性气体、冷却水可循环复用。	全球唯一实现双等离子常压 PVD 技术大规模工业化的公司，填补国内空白	可产业化量产粒径为 80nm 的镍粉
昭荣化学	PVD+CVD	等离子加热金属镍蒸发冷凝制粉，同时传统氯化镍氢还原 CVD 作为补充。	同步布局 PVD+CVD 双 线，先发优势凸显	生产形貌呈单结晶状、粒径为 250-650nm 的镍粉
JFE	CVD	该工艺先对氯化镍加热使其气化，再通入氢气与之发生反应，最终制得超细镍粉。	全球首家采用化学气相沉积（CVD）工艺实现超细镍粉工业化量产并完成商业化落地的企业。	颗粒呈球形，平均粒径： 200-400nm 粒度分布狭窄，几何标准偏差：1.3–1.5
东邦钛	CVD	镍氯化物高温气相分解还原，依靠反应温度调控粒径，粉体残留微量氯、氧杂质，需额外水洗除杂工序。	路径与 JFE 同源	可生产粒径为 180-400nm 的镍粉，但粉体中会有少量杂质，如氯、氧等。
住友	液相化学还原法（反应结晶法）	镍盐溶液添加水合肼等还原剂析出镍颗粒；依靠表面活性剂调控形貌，存在废液、有毒试剂残留问题。	湿式化学路线代表	粒径为 450nm 的镍粉。但镍粉氧含量占比 0.6%，碳含量占比 0.2%，相比其他公司，其纯度较低。

数据来源：各公司官网，公司年报，中国粉体网，东吴证券研究所

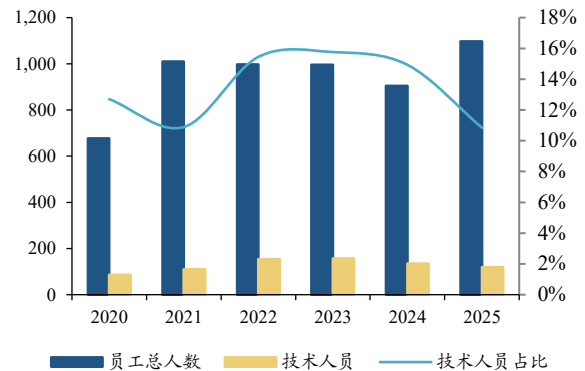
2020-2025 年公司技术团队持续夯实，核心团队成员拥有 10 年以上行业丰富经验。2020 至 2023 年技术人员由 86 人增长至 157 人，技术人员占比最高达 16%，充分搭建起粉体材料核心研发梯队，团队核心成员拥有 10 年以上电子材料及金属粉体行业经验。2016-2023 年研发费用持续加码，从 0.1 亿元增长至 0.68 亿元，研发费用率提升至 10%，持续深耕 MLCC 镍粉、铜粉等超细金属粉体核心制备工艺。2024-2025 年公司步入稳健运营阶段，研发费用维持 0.48-0.5 亿元稳定区间，技术人员规模小幅优化，研发资源投放更趋精细化、高效化。长期充足的研发积淀，为公司高端粉体产品迭代、工艺技术壁垒筑牢坚实基础。

图23: 公司 2016-2025 年研发费用及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 公司 2016-2025 年技术人员及员工总人数



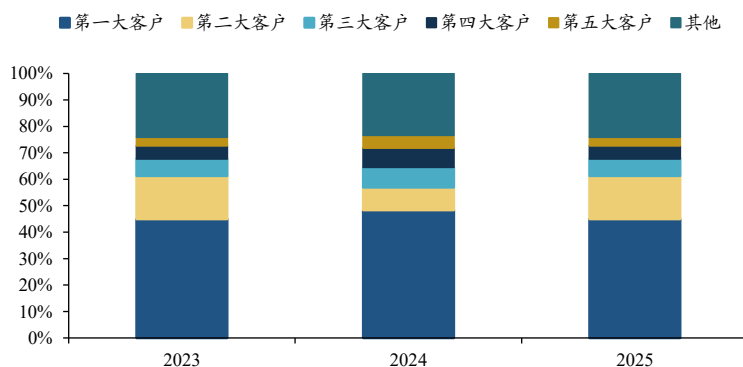
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 客户严格认证及供应链壁垒: 2-3 年漫长验证周期, 龙头客户深入绑定

MLCC 超细镍粉行业具备极高的客户准入壁垒, 核心源于下游厂商严苛、漫长的原材料认证流程, 形成极高客户转换成本。普通电子化学品认证周期约 6-12 个月, 锂电金属粉体认证周期约 1-2 年, 而全球 MLCC 大厂对镍粉供应商完整认证周期通常 2-3 年, 甚至 3-5 年, 流程覆盖粉体材料相容性全维度测试、终端电容量产全流程验证, 任何粉体粒径、纯度、球形度的微小波动, 都会直接造成终端电容短路、漏电、失效等品质事故, 下游厂商不会轻易更换已通过认证的粉体供应商。

公司客户梯队优势显著, 绑定全球龙头共同成长。公司客户主要为 MLCC 等电子元器件生产商以及各类浆料生产商, 包括三星电机、潮州三环、台湾国巨、国瓷材料等, 均为行业内龙头企业。目前公司前五大客户 2023-2025 年营收占比保持稳定, 均在 75% 左右, 且公司与主要客户合作时间均在 10 年左右, 体现上下游合作深入绑定关系。

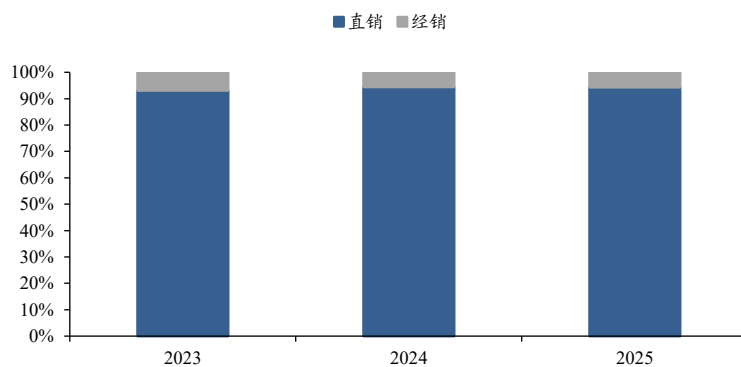
图25: 公司 2023-2025 年前五大客户营收占比



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司营销方式直销为主，高度稳定，经销为辅。2023-2025 年，公司销售结构维持高度稳态，直销收入占比持续稳定在 93%左右，经销渠道占比维持低位，且近 3 年经销商均小于 10 家。高直销运营模式意味着企业可直接对接全球 MLCC 核心终端厂商，深度参与下游产品前置研发、粉体指标持续迭代与长期量产验证环节，实现与头部客户深度绑定合作模式。稳定高直供格局持续放大公司先发认证优势，有效抬高行业准入门槛，持续巩固供应链壁垒，保障中长期订单具备较强确定性。

图26：公司 2023-2025 年直销和经销营收占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.3. 初期资金投入较大，核心设备均为自研，长协订单保障企业规模成本优势

初始厂房设备大额资本开支构筑新进入者高资金门槛，超细粉体单千吨投入 2 亿元左右。MLCC 超细镍粉行业为重资产赛道，新建标准化产线需配套专用 PVD 气相冷凝设备、无尘洁净厂房、三废环保处理系统，资金壁垒显著。2024 年 8 月至 2026 年 7 月，公司及子公司累计扩产项目共 15 个，累计投资金额为 8.8 亿元。其中公司 2025 年 8 月计划进行两大镍粉扩产项目，宁波、宿迁项目分别计划投资 1.27 亿元、1.7 亿元，合计总投资 2.97 亿元，共计新增 1200 吨镍粉产能，按照宁波项目 600 吨超细镍粉产线投入计算，单千吨投入超 2.11 亿元。2026 年 4/7 月公司追加投资 1.2/0.8 亿元建设 640/600 吨超细金属粉体材料项目，单千吨投入 1.9/1.3 亿元。行业中小厂商难以一次性承担大额设备、土地、环保配套投入，新进入者启动产能建设即面临数亿级资金压力。公司自主设计全套制粉设备，自研产线适配纳米级粉体生产，外部设备厂商无法直接提供成套成熟产线，进一步抬高外来玩家设备配套门槛，形成先发资本壁垒。

表6：2024.08-2026.07 公司扩产项目

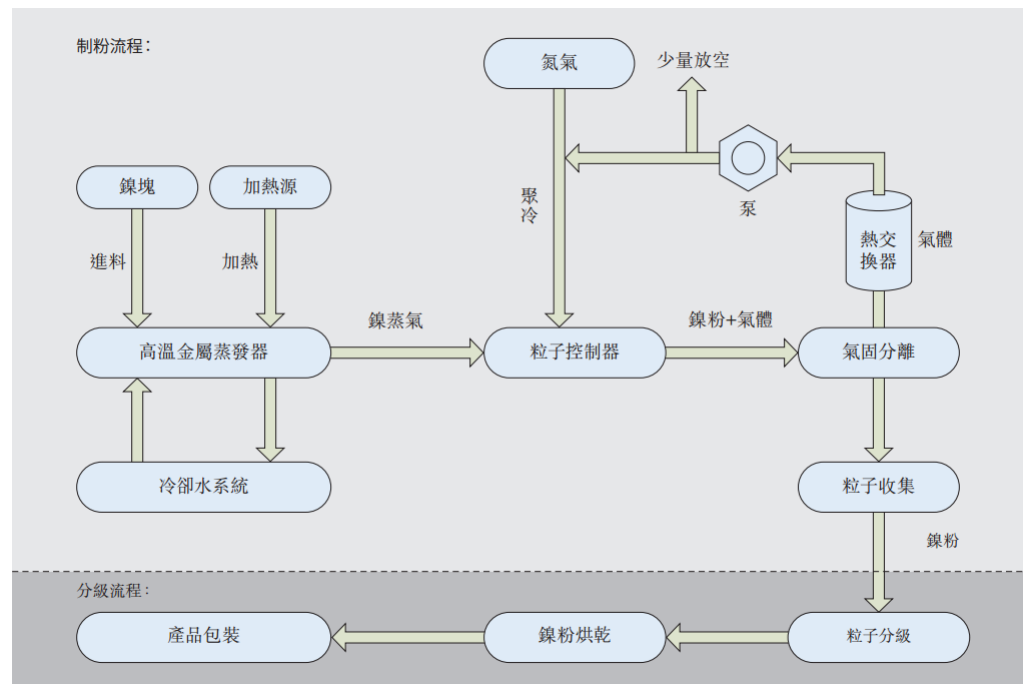
公告日期	项目名称	项目实施主体	投资金额（万元）	单吨投资（亿元）	建设周期（截至公告）
2025.08	广迁电子“超细镍粉扩产项目”（年产 600 吨超细镍粉产线）	宁波广迁电子材料有限公司	12700	2.12	12 个月，预计 2026.08 建成
2025.08	超细镍粉扩产项目（新建厂房及年产 600 吨超细镍粉产线）	江苏广豫储能材料有限公司	17000	2.83	12 个月，预计 2026.08 建成
2025.08	超细镍粉分级生产线技术改造项目	宁波广迁电子材料有限公司	450	/	在建
2025.08	200nm 及以下镍粉精细分级技术改造项目	江苏广豫储能材料有限公司	2200	/	在建
2025.08	电子专用超细金属粉末生产线技术改造项目	宁波广新纳米材料有限公司	279.29	/	已完成
2025.08	纳米金属镍粉精细化分级技术改造项目	江苏博迁新材料股份有限公司	1857.99	/	已完成
2025.08	超细铜粉制备技术改造项目	江苏博迁新材料股份有限公司	1058.85	/	已完成
2025.08	600 吨超细金属粉体材料技术改造项目	江苏广豫储能材料有限公司	6500	/	在建
2026.04	640 吨超细金属粉体材料项目（年产 640 吨超细金属粉体材料产线）	江苏广豫储能材料有限公司	12000	1.88	36 个月，预计 2029.04 建成，截至 2026.06 在建
2026.04	年产 800 吨高性能超细铜粉项目	宁波广迁电子材料有限公司	9254	1.16	截至 2026.06 在建
2026.04	110kv 变电站建设项目	江苏广豫储能材料有限公司	2000	/	/
2026.04	铜粉精细化分级项目	江苏博迁新材料股份有限公司	2200	/	/
2026.07	纳米金属镍粉精细化分级扩产项目	江苏广豫储能材料有限公司、 宁波广迁电子材料有限公司	3500	/	/
2026.07	200nm 及以下镍粉精细分级扩产项目		8900	/	/
2026.07	年产 600 吨超细金属粉体材料项目		7750	1.29	/
合计金额			87650.13		
注：建设状态未完成项目投资金额为预计金额。					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中长期持续扩产规划，拉大行业产能差距。公司中长期产能扩张节奏清晰，持续巩固全球第二镍粉龙头地位，拉开与国内追赶厂商的产能差距。2025 年 8 月落地 1200 吨镍粉扩产项目，2026 年 4 月追加 1.2 亿元建设年产 640 吨超细金属粉体项目，同时布局 9254 万元高性能铜粉产线，在建镍粉产能合计 1840 吨，2026 年 7 月公司再发公告计划投资 7750 万元的年产 600 吨超细金属粉体材料项目，全部达产后我们预计镍粉总产能有望接近 6000 吨/年。

国产核心设备均为自研配套，投产周期显著优于海外同业。依托国内完整工业供应链与自主设备研发能力，公司扩产落地速度大幅领先海外日系厂商，形成交付响应壁垒。公司制粉设备单条产线建设周期仅 3-4 个月，以超细镍粉产线为例，整体项目建设周期约 12 个月，铜粉细分产线建设周期或更快。反观日本昭荣化学等同业，设备高度定制化、海外供应链配套周期长，我们预计同等规模产能建设周期普遍 24-36 个月。公司核心设备机器（物理气相冷凝制粉设备、气相分级设备、液相分级设备）均为自主研发，无需依赖海外进口设备，规避海外设备交期、关税、售后滞后等问题。下游 AI 服务器、新能源车 MLCC 需求爆发阶段，公司可快速扩产匹配客户增量，日系厂商产能投放节奏滞后，持续丢失高端增量订单。

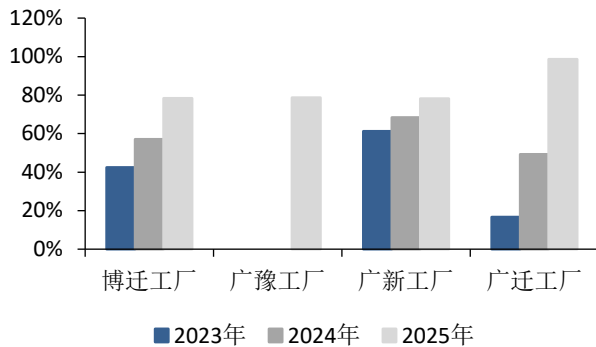
图27：公司生产流程核心设备均为自研



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

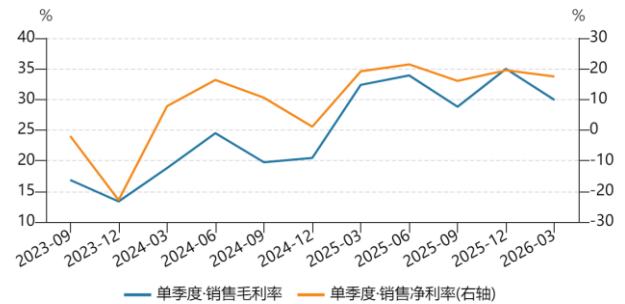
2023-2025 年公司工厂产线稼动率持续提升，订单绑定 X 公司构筑量增安全垫。公司四大生产基地产能利用率呈现一定分化，2023 年公司博迁工厂、广新工厂及广迁工厂产能利用率分别为 43%/61%/17%，主要受到 MLCC 行业需求低谷期影响，2024 年-2025 年公司工厂稼动率显著回升，至 2025 年三个工厂稼动率分别为 78%/78%/99%。行业新进入者如果无订单支撑，前期或需长期承担低稼动率带来的折旧亏损压力。公司与 X 公司签订 2025-2029 年长协，将在 2025 年 9 月至 2029 年 12 月 31 日期间，向其供应 5420-6495 吨符合双方约定规格的镍粉产品，预计销售额约为 43 亿至 50 亿元人民币，锁定核心产线产能，依靠稳定大额订单摊薄厂房、设备固定折旧，形成规模成本优势。

图28: 各工厂 2023-2025 年稼动率 (%)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图29: 2023-2026 年毛利率和净利率稳定增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

核心假设: 1) 假设公司 2026-2028 年主要产品销量均有稳健增长, 镍粉 120nm 量价齐升, 光伏铜粉快速放量; 2) 假设公司投产计划稳步推进, 伴随需求显著增长带动产能利用率及综合毛利率水平稳健提升。

公司层面:

1) 镍粉产品: 假设镍粉产品 2026-2028 年收入为 15/22/33 亿元, 由于公司市占率有望进一步提升, 预计毛利率或稳定在 45%以上, 假设毛利率水平为 46%/49%/47%;

2) 铜基产品及光伏铜粉产品: 假设铜基产品 2026-2028 年收入和毛利率均较为稳定, 收入为 1.8/2.6/3.4 亿元, 毛利率水平稳定在 20-21%; 另假设光伏铜粉产品 2026-2028 年销量快速增长, 收入为 6/12/18 亿元, 毛利率稳定在 45%;

3) 银粉产品: 假设银粉产品 2026-2028 年收入稳定在 0.6 亿元, 毛利率水平稳定为 10%;

4) 合金粉产品: 假设合金粉产品 2026-2028 年收入为 0.3/0.4/0.5 亿元, 毛利率水平为 60%/60%/60%;

盈利预测: 根据以上假设, 我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 24/39/57 亿元, yoy+110%/61%/46%; 公司归母净利润分别为 6.6/11.6/16.6 亿元, yoy+199%/+76%/+44%。

表7: 盈利预测拆分

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
镍粉	销量 (吨)	1421	1448	2300	3000	4050
	单价 (万元/吨)	48	60	63	75	83
	收入 (百万元)	685	862	1450	2238	3345
	毛利率	24%	38%	46%	49%	47%
铜基	销量 (吨)	151	201	240	368	500
	单价 (万元/吨)	81	61	76	71	68
	收入 (百万元)	122	121	183	261	340
	毛利率	19%	27%	20%	21%	21%
银粉	销量 (吨)	6	6	7	7	7
	单价 (万元/吨)	681	853	850	850	850
	收入 (百万元)	44.1	52.62	55.25	55.25	55.25
	毛利率	10%	7%	10%	10%	10%
合金粉	收入 (百万元)	7.5	26.61	31.93	38.32	45.98
	毛利率	44%	62%	60%	60%	60%
光伏铜粉	销量 (吨)			1000	2000	3000
	单价 (万元/吨)			60	60	60
	收入 (百万元)			600	1200	1800
	毛利率			45%	45%	45%
其他业务	收入 (百万元)	87.2	89.4	95.9	98.3	105.5
	毛利率	0.65%	-0.33%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入 (百万元)	945	1152	2416	3891	5692
	毛利率 (%)	21%	33%	41%	44%	44%
	归母净利润 (百万元)	87	219	656	1156	1659
	归母净利增速 (%)		151%	199%	76%	44%

数据来源: Wind, 公司年报, 东吴证券研究所预测

估值及投资建议: 我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 2.5、4.4、6.3 元/股, 对应 PE 分别为 59/33/23 倍。对应具体可比公司, 我们选取了布局电子金属粉体赛道的安泰科技、有研粉材, 和布局 MLCC 上游核心粉体材料的国瓷材料, 以及粉体制造工艺相似的悦安新材 4 家标的进行对比, 截至 8 月 26 日, 2027 年可比公司平均 PE 为 41 倍, 我们预计公司 PE 为 33 倍, 基于公司作为国产替代龙头、全球粉体制造技术领先公司, 充分受益下游 MLCC 和光伏景气周期, 维持“买入”评级。

表8: 可比公司估值表 (截至 2026 年 8 月 26 日)

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000969.SZ	安泰科技	177	16.9	3.9	4.3	4.7	46.0	41.6	38.0
688456.SH	有研新材	81	77.8	1.6	2.4	3.2	50.4	33.2	25.5
300285.SZ	国瓷材料	639	64.1	8.4	10.7	13.1	76.3	59.6	48.8
688786.SH	悦安新材	46	26.3	1.0	1.5	2.2	44.6	31.0	21.2
平均							54.3	41.3	33.4
605376.SH	博迁新材	383	146.6	6.6	11.6	16.6	58.5	33.2	23.1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

备注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

客户较为集中风险: 大客户依赖度高, 海外客户占比高, 订单波动易冲击业绩。

原料价格波动风险: 镍铜银等大宗商品波动, 成本传导滞后, 存在减值压力。

周期需求及地缘冲突风险: 消费电子、光伏景气度波动, 需求走弱拖累订单。汇率波动、贸易壁垒、地缘冲突影响出口盈利。

扩产带来的财务风险: 扩产资本开支大, 产能利用率不足将抬升折旧压力, 估值承压。

安环政策风险: 环保安监管趋严, 限产、安全事故或造成停工损失。

博迁新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	806	1,527	2,519	4,101	营业总收入	1,152	2,416	3,891	5,692
货币资金及交易性金融资产	43	278	618	1,231	营业成本(含金融类)	776	1,420	2,168	3,201
经营性应收款项	390	709	1,092	1,695	税金及附加	14	28	46	67
存货	306	453	683	1,007	销售费用	7	16	25	37
合同资产	0	0	0	0	管理费用	55	116	187	273
其他流动资产	66	87	126	168	研发费用	48	101	162	237
非流动资产	1,459	1,639	1,800	1,998	财务费用	6	(18)	(3)	14
长期股权投资	73	73	73	73	加:其他收益	14	17	15	16
固定资产及使用权资产	1,107	1,245	1,365	1,502	投资净收益	(4)	(2)	(2)	(2)
在建工程	136	177	217	275	公允价值变动	4	0	2	1
无形资产	92	92	92	92	减值损失	(15)	(40)	(40)	(40)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	10	11	13	营业利润	245	728	1,281	1,838
其他非流动资产	42	42	42	42	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)
资产总计	2,265	3,166	4,319	6,099	利润总额	242	726	1,279	1,836
流动负债	484	809	944	1,262	减:所得税	23	70	123	176
短期借款及一年内到期的非流动负债	267	463	463	463	净利润	219	656	1,156	1,659
经营性应付款项	147	209	294	503	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	11	10	20	37	归属母公司净利润	219	656	1,156	1,659
其他流动负债	59	127	168	260	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	2.51	4.42	6.34
非流动负债	66	65	65	65	EBIT	250	708	1,276	1,850
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	344	723	1,306	1,898
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.64	41.21	44.28	43.76
租赁负债	21	21	21	21	归母净利率(%)	19.03	27.15	29.71	29.15
其他非流动负债	44	43	43	43	收入增长率(%)	21.84	109.78	61.02	46.30
负债合计	550	874	1,009	1,327	归母净利润增长率(%)	150.57	199.33	76.21	43.53
归属母公司股东权益	1,715	2,292	3,310	4,771					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,715	2,292	3,310	4,771					
负债和股东权益	2,265	3,166	4,319	6,099					

现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	135	318	673	1,060	每股净资产(元)	6.56	8.76	12.65	18.24
投资活动现金流	(321)	(202)	(195)	(250)	最新发行在外股份(百万股)	262	262	262	262
筹资活动现金流	132	119	(137)	(198)	ROIC(%)	12.43	26.77	35.12	36.95
现金净增加额	(53)	235	340	612	ROE-摊薄(%)	12.78	28.62	34.92	34.78
折旧和摊销	93	15	30	48	资产负债率(%)	24.27	27.61	23.36	21.76
资本开支	(245)	(196)	(192)	(246)	P/E (现价&最新股本摊薄)	174.92	58.44	33.16	23.11
营运资本变动	(196)	(400)	(555)	(690)	P/B (现价)	22.36	16.73	11.58	8.04

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>