下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

一技多金属，AI 再进阶

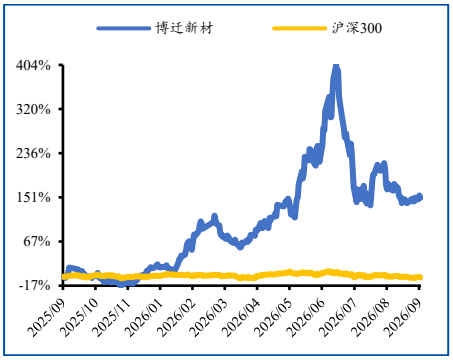
博迁新材（605376）

证券研究报告

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-09-23
收盘价（元）	139.15
流通股本（亿股）	2.62
每股净资产（元）	6.97
总股本（亿股）	2.62

最近 12 月市场表现



分析师 谢哲栋
SAC 证书编号：S0160525120005
xiezd@ctsec.com

分析师 张建业
SAC 证书编号：S0160526040003
zhangjy03@ctsec.com

联系人 虞佑桢
yuyz0101@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **博迁新材是高端超细金属粉体平台公司，MLCC 镍粉全球第二。**公司于 2020 年底登陆 A 股主板，2026 年 6 月递交港股上市申请，拟新增 320 吨镍粉及 1,280 吨铜粉产能，有望强化高端镍粉优势、加快铜粉放量。2025 年公司营收 11.52 亿元，同比+22%，归母净利润 2.19 亿元，同比+151%，AI 浪潮推动高毛利的小粒径镍粉占比提升，业绩快速修复。公司以物理气相冷凝法（PVD）平台为底座，形成轻资产、短周期、可复制的高端电子金属粉体平台，可跨金属体系快速地切入其他景气赛道的产品验证。

- **镍粉：AI 高景气扩张周期，公司放量+高端占比提升。**AI 需求启动高景气扩张周期，预计 2026 年 MLCC 供给首次出现缺口，2027-28 年供需差继续放大。这轮周期日系头部厂商扩产保守，导致需求溢出，其中超高端供给最紧缺。对应公司两条逻辑：一是三星电机超高端 MLCC 份额提升带动公司 80-120nm 超高端产品占比提升；二是普通高容需求溢出由中国台湾、中国大陆厂商承接，带动整体放量。**我们预计 2027 公司镍粉出货 3000-3300 吨，同增约 50%，其中高端占比升至 10%+，毛利率可升至 45-50%。**

- **铜粉：光伏总量持稳，公司替代逻辑。**2026H1 营收 1.92 亿元，同比+260%。光伏行业总量进入平台期，公司成长依赖“贱金属代银”的结构性趋势。**MLCC 需求同步镍粉扩张，国产替代带动公司放量：**铜粉需求与 MLCC 出货同步增长，AI 驱动 MLCC 扩产叠加国产替代，有望推动公司 MLCC 铜粉持续放量。

- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营收 20.27/32.17/44.11 亿元，归母净利润 3.3/8.4/12.1 亿元，对应 PE 为 90/39/26 倍。**基于公司自主 PVD 工艺构筑的深厚技术壁垒和平台复制能力、全球 MLCC 镍粉龙头地位，有望深度受益于 AI 高景气带来的业绩扩容。**首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争加剧、技术路线迭代及客户认证、原材料价格波动及盈利能力风险、人民币汇率波动、一致行动人减持。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	945	1,152	2,027	3,217	4,411
收入增长率（%）	37.2	21.8	76.0	58.7	37.1
归母净利润（百万元）	87	219	325	838	1,210
净利润增长率（%）	—	150.6	48.3	157.8	44.4
EPS（元）	0.33	0.84	1.24	3.20	4.62
PE	87.7	77.9	112.0	43.4	30.1
ROE（%）	5.7	12.8	16.2	30.5	31.7
PB	4.9	10.0	18.1	13.3	9.6

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 23 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 公司基本情况 4
1.1 发展阶段：核心镍粉打底，产品结构进入升级期 4
1.2 控制权稳定，H 股已递表 4
1.3 利润弹性释放，毛利率较下游 MLCC 提升强势 5
2 镍粉 6
2.1 周期复盘：AI 高景气扩张周期，久期+幅度预计强于往届 6
2.2 AI 供需差 2027 年继续放大，带动高端镍粉需求 7
2.3 镍粉全球第二，高端龙头主导，溢价明显 8
2.4 三星电机超高端上量积极，国产承接溢出需求 8
3 铜粉 10
3.1 光伏：总量持稳，用量通缩，公司替代逻辑 10
3.2 MLCC：需求量同步镍粉扩张，国产替代带动公司放量 11
4 其他金属粉 12
4.1 电感：合金粉体导入加速，1-2 年有望批量供货 12
4.2 硅基负极 12
5 盈利预测与投资建议 12
5.1 盈利预测与投资建议 12
5.2 可比公司对比 14
6 风险提示 15

图表目录

图 1：公司历史发展阶段 4
图 2：公司一致行动人持股约 25% 4
图 3：公司收入增速加速 5
图 4：公司归母净利继续修复，但 2026H1 增速有所下滑 5
图 5：下游毛利率不断回升，公司因产能前置，阶段性调整 5
图 6：镍粉成本中材料是主要波动项 7
图 7：先进 AI 服务器对 MLCC 需求提升 7
图 8：AI MLCC 供需差放大至 2028 年 7
图 9：2025 年 MLCC 镍粉市场格局 8
图 10：村田/太诱的 MLCC BB Ratio 均创历史新高 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：村田/太诱收入增速滞后订单，处于启动初期状态 9
图 12：三星电机/国巨收入亦处于启动初期状态 9
图 13：中国光伏电池产量或将进入平台期 11
图 14：未来 XBC 电池占比将提升 11
图 15：软磁粉末市场 2025-2032 年复合增速 9.25% 12
图 16：公司合金粉收入增速较快、体量相对小 12
图 17：博迁收入较可比公司具备更强弹性 14
图 18：博迁毛利率有更强的周期性 14

表 1：公司历史费用率（红字为波动项） 5
表 2：2025 年镍粉进入 AI 新周期，盈利能力有望提升 6
表 3：高端 80nmR 镍粉较普通 300nmR 有多倍价差 8
表 4：小型超高容 MLCC 助涨低粒径镍粉需求 8
表 5：2026 年 MLCC 进入涨价周期，多个原厂调涨价格 8
表 6：2025H2 起公司扩产计划上量明显 10
表 7：公司业务拆分及预测 13
表 8：公司销售/管理/研发费用率及所得税率预测 14
表 9：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 23 日） 14

下载日志已记录，仅供内部参考

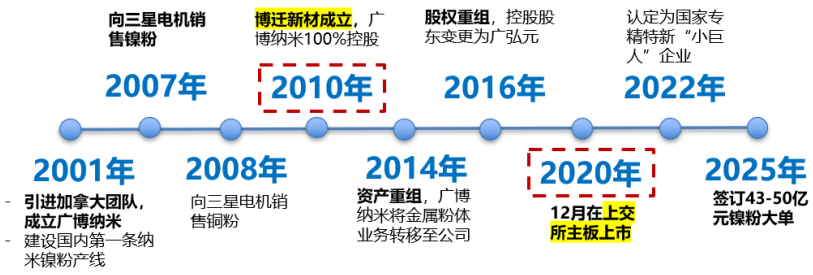
1 公司基本情况

1.1 发展阶段：核心镍粉打底，产品结构进入升级期

公司 2010 年成立，2020 年底 A 股主板上市。公司以**物理气相冷凝法（PVD）**技术为核心基石，实现纳米/亚微米级镍粉、铜粉及多元合金粉等高端金属粉体的规模化制备，**现已发展为全球领先的超细金属粉体材料供应商，亦是全球极少数具备 MLCC 高端镍粉量产能力的企业之一**。以 2025 年收入计，公司在全球 MLCC 用镍粉供应商中排名第二，市场份额约为 11%。

目前，公司正进入“第二曲线”的战略验证阶段，向光伏电极贱金属化、合金粉、硅粉以及境外资本平台等方向拓展成长边界。

图1: 公司历史发展阶段



数据来源：公司官网、公司公告、财通证券研究所

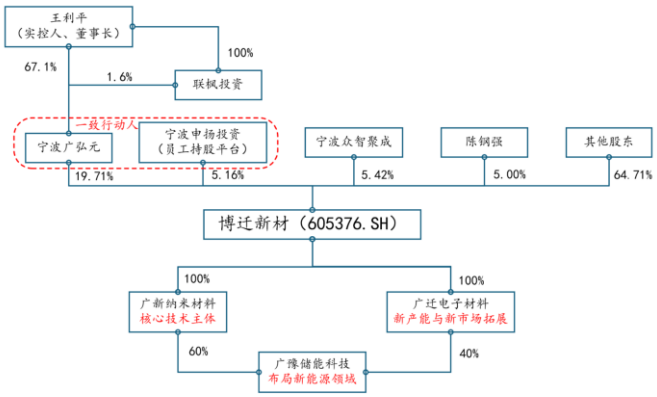
1.2 控制权稳定，H 股已递表

截至 2026 年中报，宁波广弘元为控股股东，直接持股公司股份 19.71%，宁波广弘元与一致行动人宁波申扬投资（员工持股平台）合计持股公司股份 24.87%。申扬投资于 2026 年 6 月因自身资金需求完成减持 450 万股，减持股份占公司总股本的 1.72%。

公司董事长及实控人王利平合计持股公司股份 13.54%。王利平同为广博股份（002103.SZ）的实际控制人，合计持有广博股份 24.92%的股份。

广博股份主营文具、办公用品等业务，**公司是广博股份向高新技术转型时孵化的项目**。目前广博股份与公司无业务关联与往来。

图2: 公司一致行动人持股约 25%



数据来源：公司公告、财通证券研究所，截至 2026 年 9 月 18 日

下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 4 月公司启动港股上市，最新进展到 6 月 17 日递交中国香港联交所上市申请。

1.3 利润弹性释放，毛利率较下游 MLCC 提升强势

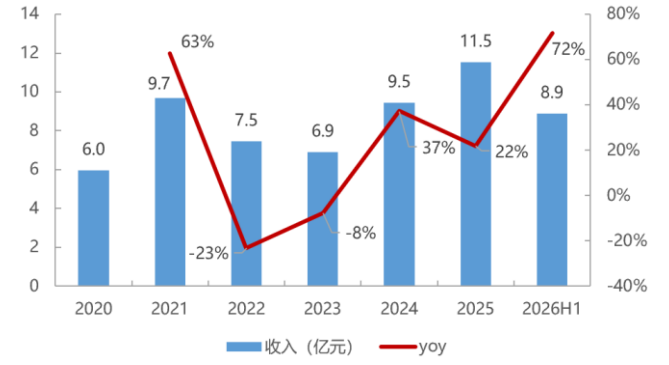
2025 年公司收入 11.5 亿元，同增 21.8%；归母净利 2.2 亿元，同增 151%。

利润增速显著高于收入，主要是 AI 浪潮推动高毛利的小粒径镍粉销售占比提升，是周期修复后的进一步利增。**因公司为行业龙头地位，AI 带来的高端占比提升较行业平均更为显著，毛利率较下游 MLCC 提升强势。**

2026H1 公司收入 8.9 亿元，同增 71.6%；归母净利 1.36 亿元，同增 28.5%。

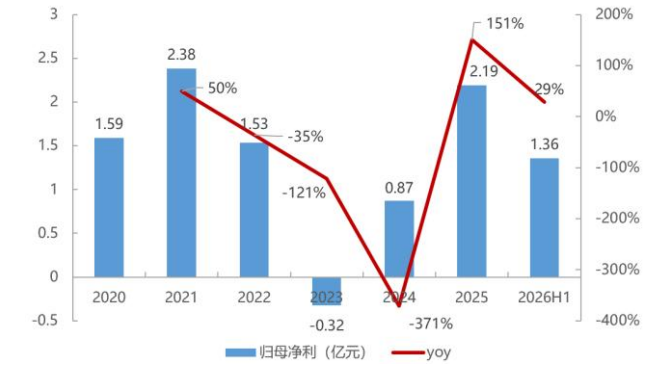
收入增速加速（2026Q2 环比增速为 17.2%）。归母净利增速有所下滑，主要系 2026Q2 镍粉新产能投产，被折旧和工人费用前置拉低了毛利率。

图3: 公司收入增速加速



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图4: 公司归母净利继续修复，但 2026H1 增速有所下滑

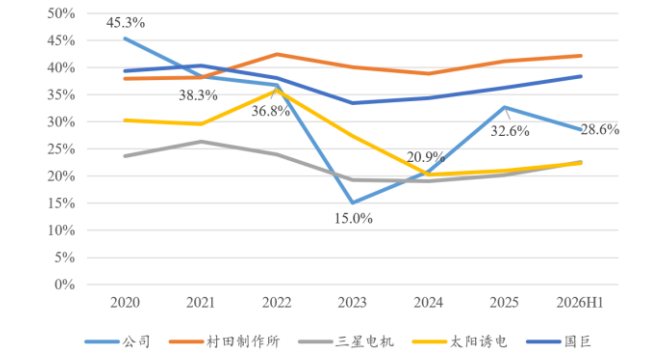


数据来源：公司公告、财通证券研究所

费用率方面，2025 年四费合计 10.1%。

1. 直销为主，销售费用率低。销售费用和管理费用率波动较小；
2. 研发费用历史上在资产扩张期会有较大提升，当前状态类似 2022-2023 年扩张期，**我们预计 2026-2027 年将会有所提升。**

图5: 下游毛利率不断回升，公司因产能前置，阶段性调整



数据来源：公司公告、财通证券研究所

表1: 公司历史费用率（红字为波动项）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
销售费用率	0.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
管理费用率	5.0%	4.2%	5.7%	5.5%	4.7%	4.8%	3.9%
研发费用率	4.1%	4.6%	8.5%	9.9%	5.3%	4.2%	3.6%
合计	9.9%	9.4%	14.9%	16.3%	10.7%	9.6%	8.0%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2 镍粉

在 MLCC 领域，公司主要产品为镍粉（用于制成 MLCC 内电极），2025 年占公司收入约 75%。

2.1 周期复盘：AI 高景气扩张周期，久期+幅度预计强于往届

复盘看，单价主要靠高端产品（如 80nm）需求拉动，美元在涨价周期也有正向拉动；单位成本中仅材料有波动性，占比约 1/2；**由于定价模式为：下单前 1-3 个月的镍原料均价+加工费的模式，**成本略滞后于镍价。

2019-2023 年：

2019 年高端消费电子需求激增，带动高盈利的小粒径镍粉占比提至 27%（同增 18.8pct）。公司镍粉单位价格同增 74%至 68 万元/t，毛利率大增至 55%。

2021 年-2023Q3 成本端受锂电需求带动、以及俄乌冲突导致俄镍供应（高纯镍占全球 20%）中断，镍价高涨。

2023 年疫情“宅经济”红利消退+经济修复过程中，高端消费电子转向去库，而高端车规虽有较大潜力，但规模还小。公司高端占比下滑带动单位价格同降 24%至 48 万元/t，毛利率压缩至 18.4%。

2025 年至今：

2025 年 AI 需求逐渐走高，同时高端车规需求规模化，共同接替滑落的高端消费电子需求。公司镍粉单位价格再次回升至 60 万元/t。

2026 年印尼镍（产量占全球 67%）管控政策削减供给超 30%，刺激预期从“过剩”到“紧平衡”反转，价格回升企稳。

我们预计此轮 AI 需求久期长于消电，幅度也将更大，价利齐增有望继续演绎。我们认为 2025 年公司镍粉毛利率回升至 37.5%仅为此轮 AI 周期的初期状态，虽 2026 年初镍价有所回升，但由于 AI 占镍需求比例较低，整体紧平衡仍将维持。

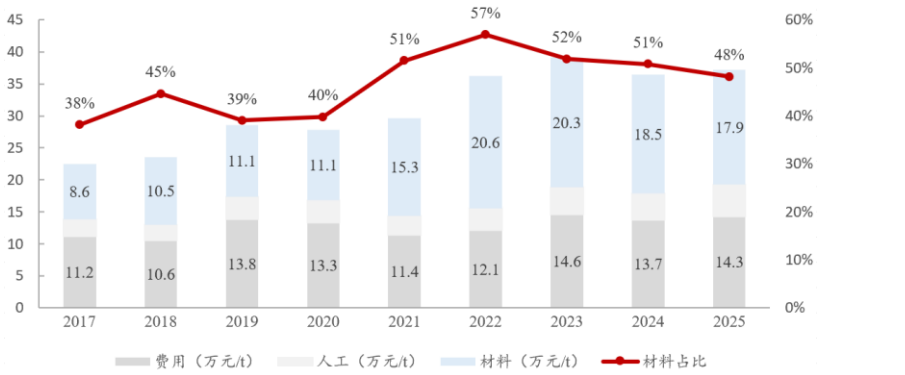
表2: 2025 年镍粉进入 AI 新周期，盈利能力有望提升

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
单价 万元/t	34.4	39.4	68.3	55.3	52.4	62.5	47.9	48.2	59.5
单位成本 万元/t	8.6	10.5	11.1	11.1	15.3	20.6	20.3	18.5	17.9
毛利率	34.8%	38.0%	54.6%	49.1%	43.4%	42.1%	18.4%	24.4%	37.5%
分析			消电高端需求带动利增		成本上涨	成本高点	高端需求走弱+库存导致成本高企		AI高端需求带动利增

数据来源：公司公告、财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图6: 镍粉成本中材料是主要波动项



数据来源：公司公告、财通证券研究所

2.2 AI 供需差 2027 年继续放大，带动高端镍粉需求

2026 年受 AI 需求带动，MLCC 进入景气周期，村田、太诱、三星电机、国巨等 MLCC 巨头相继发布涨价函。

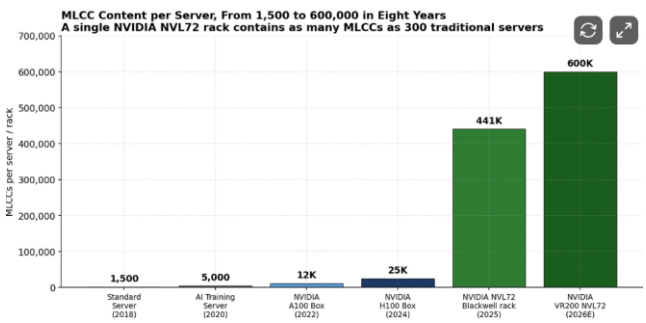
AI 服务器算力和功耗提升，带动 MLCC 需求增长，同时高容、小型化料号占比提升，进而增加对 80nm 级超细镍粉、亚微米铜粉等高端金属粉体的需求。

传统服务器约使用 1,500 颗 MLCC，英伟达 Blackwell NVL72 机柜提升至约 44.1 万颗，下一代 Rubin 机柜预计超过 60 万颗。

AI MLCC 通过更薄介质层和更多电极层提升容量，带动单体镍粉用量增长；同时，**电极层薄型化要求镍粉由 200-300nm 向 80-120nm 等超细粒径升级。**

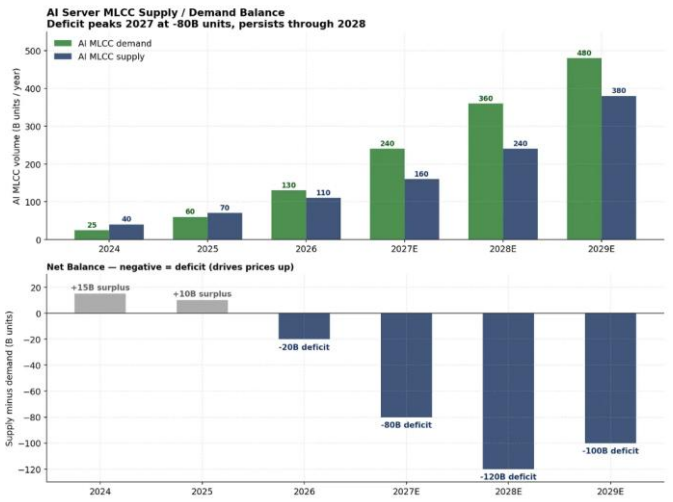
供需差上，BanyanLane 估算 **2026 年 AI 服务器 MLCC 将首次出现约 200 亿颗缺口，且缺口预计在 2028 年前持续扩大。**由于本轮是高端、高容的 AI MLCC 结构性紧张，技术壁垒较高，具备生产能力的日韩系扩产滞后。因此我们预计村田和三星电机新增产能于 2027-2029 年逐步释放后才能缓解。

图7: 先进 AI 服务器对 MLCC 需求提升



数据来源：BanyanLane、财通证券研究所

图8: AI MLCC 供需差放大至 2028 年



数据来源：BanyanLane、财通证券研究所

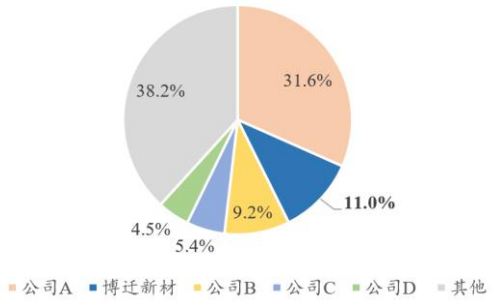
下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 镍粉全球第二，高端龙头主导，溢价明显

在全球高端 MLCC 镍粉市场中，公司是全球第二大、国内第一大供应商，2025 年全球市占率约 11%。行业 CR5 约 61.7%，市场集中度较高，整体呈现日系龙头主导、国产厂商加速追赶的竞争格局。

高端镍粉技术难度大，格局集中，溢价明显。高端 MLCC 镍粉对粒径控制、批次一致性及规模化量产良率要求更高，市场格局更为集中。高端低粒径 MLCC 镍粉具有显著价格溢价，80nm 产品价格约为 300nm 产品的 3–4 倍。公司近年来持续推进高端镍粉研发、量产及海外客户认证，产品结构持续向高附加值方向升级。高端化有望同时带动公司镍粉销量和 ASP 提升，成为盈利增长的重要来源。

图9: 2025 年 MLCC 镍粉市场格局



数据来源：弗若斯特沙利文，财通证券研究所

表3: 高端 80nmR 镍粉较普通 300nmR 有多倍价差

元/kg	2017	2018	2019
80nmR	1491	1178	1203
300nmR	373	302	277
倍数	400%	390%	434%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.4 三星电机超高端上量积极，国产承接溢出需求

本轮 AI 周期，日系扩产仅聚焦超高端料号为主，且转产保守。而三星电机更激进，扩产的同时亦积极转产，可承接更多超高端需求。中国台湾国巨、华新科，中国大陆三环集团等凭借产能扩张有望承接普通高容的需求溢出，带动整体放量。

此轮日韩系 MLCC 龙头已多次调涨 MLCC 价格，下游涨价有助于公司议价。

表4: 小型超高容 MLCC 助涨低粒径镍粉需求

镍粉粒径	对应MLCC规格
80-120nm	0201、0402超高容（10-22μF）
150-180nm	0603、0805高容（1-4.7μF）
200-300nm	0805、1206常规（约0.1μF）

数据来源：公司公告，三星电机 MLCC 产品手册等，财通证券研究所

表5: 2026 年 MLCC 进入涨价周期，多个原厂调涨价格

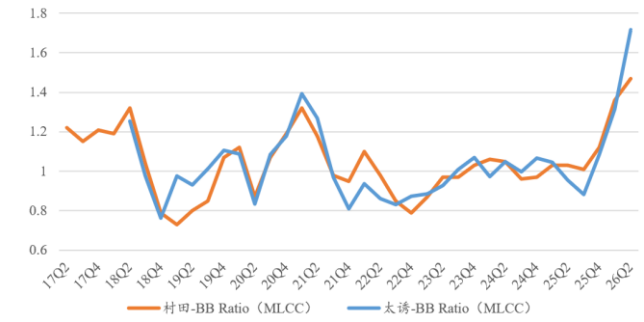
厂商	公告时间	涨幅
三星电机	2026/8/1	全系列MLCC约+30%（第二轮涨价）
三星电机	2026/6/1	消费级MLCC约20-30%
太阳诱电	2026/7/23	部分MLCC调价10%-30%
国巨	2026/7/1	全系列电容约+50%
TDK	2026年5月跟进	高端料号约20%-30%
村田制作所	2026/4/1	AI/车规级MLCC约15%-30%

数据来源：国际电子商情、新浪财经等，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

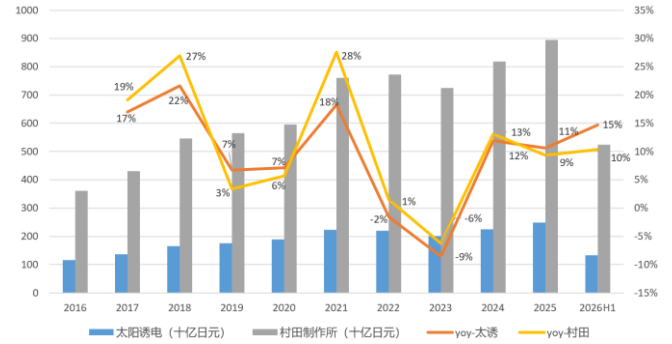
MLCC 的 BB Ratio 上，2026Q2 村田达 1.47，太阳诱电约 1.72。数据均创历史新高，佐证历史最强周期。2026Q2 是此轮周期的第二个环增季度，且收入端增速尚未放量，因此我们认为需求仍处扩张期。

图10: 村田/太诱的 MLCC BB Ratio 均创历史新高



数据来源：村田公告、太阳诱电公告、财通证券研究所

图11: 村田/太诱收入增速滞后订单，处于启动初期状态



数据来源：村田公告、太阳诱电公告、财通证券研究所

公司自 2007 年向三星电机销售镍粉，2008 年销售铜粉，有长期合作经验。

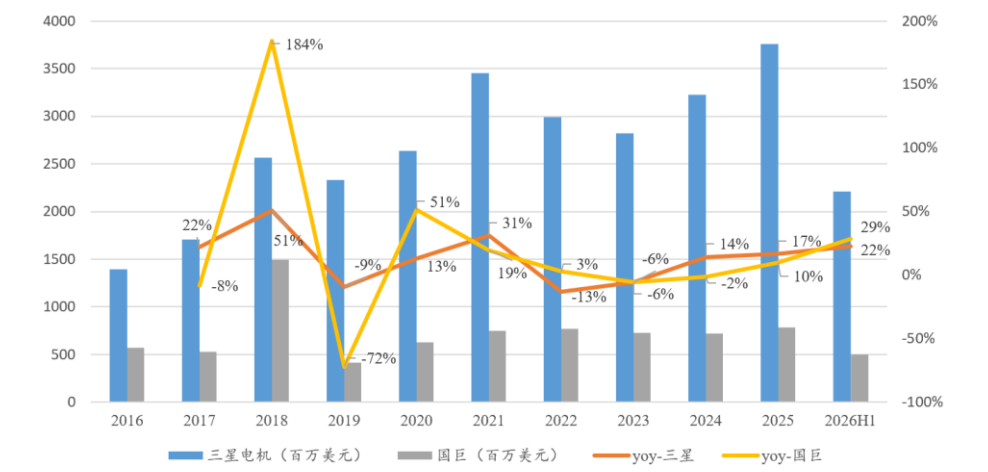
2025 年 9 月公司公告签署多年镍粉协议，预计销售 5420-6495 吨、金额约 43-50 亿元，折算每年销售约 1200-1500 吨，单价约 77-79 万元/吨，为长期业绩增长奠定基石。

三星电机 2026H1 元件事业部收入 3.1 万亿韩元，同比+22.47%，并预计 2026Q3 长协议数量继续增加、ASP 继续提升。三星电机分别于 2026 年 6 月签署约 4540 亿韩元、7 月签署约 2950 亿韩元、8 月签署约 1.07 万亿韩元的 AI 服务器 MLCC 大单，下游客户提前锁定 2027 年供给，验证供需迫切程度。

公司亦长期供应中国台湾国巨、华新科等客户。

2026H1 国巨 MLCC 营收 158 亿新台币，同比+28.68%，并预计标准品产能利用率由八成继续提升，反映普通高容需求溢出由中国台湾厂商承接的情况。对公司而言，中国台湾客户放量将直接带动中高端镍粉出货。

图12: 三星电机/国巨收入亦处于启动初期状态



数据来源：三星电机公告、国巨公告、财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司不断追加扩产，供给侧验证需求高涨。公司自 2025 年 8 月开始此轮扩产，作为上游原材料端，略微前置于此轮 AI 景气爆发。后续下游 MLCC 原厂开启涨价后，公司于 2026 年 4 月、7 月接连公告扩产超细金属粉体项目；另据 H 股招股书披露，公司规划新增 320 吨镍粉及 1280 吨铜粉，供给侧验证需求高涨。

表6: 2025H2 起公司扩产计划上量明显

公告时间	扩产年产能
2020年IPO招股书	740吨镍粉+80吨铜粉+20吨银粉
2025年8月	1200吨超细镍粉
2026年4月	640吨超细金属粉体+800吨超细铜粉
2026年7月	600吨超细金属粉体及其他2项精细分级扩产项目
2026年H股招股书	规划新增320吨镍粉+1280吨铜粉

数据来源：公司公告、财通证券研究所

3 铜粉

公司铜基产品出货以 MLCC 用铜粉及光伏用纯铜粉为主，2025 年公司铜基产品实现收入 1.21 亿元，营收占比 10.54%，毛利率 26.87%。2026H1 铜基产品营收 1.92 亿元，同比+260%，营收占比 21.6%，毛利率提升至 29%。营收快速增长的主要受低银及无银材料在光伏电池端下游的推广进程进一步加快、MLCC 国产替代加速叠加厂商出货提升驱动。

3.1 光伏：总量持稳，用量通缩，公司替代逻辑

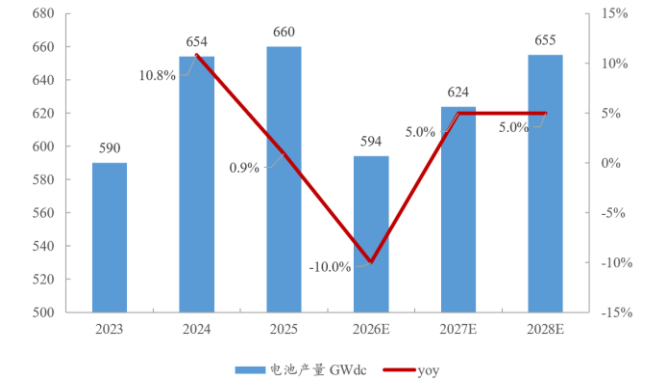
在光伏领域，公司提供电极贱金属化解决方案，主要产品为银包铜粉（主要应用于采用低温烧结的异质结路线、并逐渐应用于 TOPCon 路线以降低银耗）、纯铜粉（主要应用于 XBC 路线-由于电极全部位于背面，更适合导入铜工艺）。

行业上，全球光伏年度新增装机仍处高位，2025 年中国光伏电池产量为 660GW，但增速已经明显放缓，年增 1%，我们预计未来将进入平台期，增速趋缓、波动加大。分结构看，未来 XBC 电池由于技术进步和行业龙头力推，市占率将逐步提升。

技术上，由于银价大幅上涨及降本压力驱动，行业由“降银”阶段逐步迈向“替银”趋势。2025 年 XBC 路线的 0BB 银浆平均耗量约 10mg/w，未来或通过纯铜方案实现“去银化”技术的导入或加速。TopCon 路线的 0BB 银浆平均耗量约 8.7mg/w，未来或通过银包铜浆料逐步降低银耗、实现少银化。异质结路线的 0BB 银浆平均耗量约 11.2mg/w，其中银含量平均约 43%，未来通过降低银含量实现去银化。

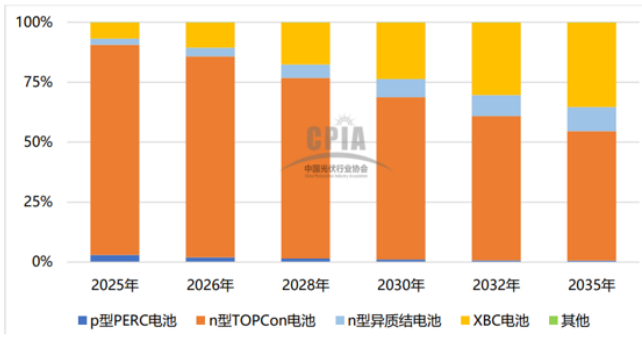
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：中国光伏电池产量或将进入平台期



数据来源：CPIA，财通证券研究所

图14：未来 XBC 电池占比将提升



数据来源：CPIA，财通证券研究所

落地节奏上：

XBC 电极全部位于背面，正面遮光损失低，对铜浆接触、效率和可靠性的约束较弱，适合用纯铜粉替代高成本银粉。**隆基绿能**预计 2026Q2 开始量产贱金属化产品，其 21GW 铜基合金产线实现完全去银，已落地陕西西咸；有研粉材亦储备纯铜粉、低温铜浆。公司已完成隆基、爱旭等 BC 客户验证，形成粉体-浆料-电池协同导入，处于从验证转向量产的前夜。

TopCon 则由于 2026 年银价上涨压力，亟需银包铜导入降本：**帝科**高铜浆料已通过 2X 以上 IEC 可靠性测试和边缘钝化兼容验证，在 TOPCon 龙头客户率先实现大规模量产。**聚和材料**则在 TopCon、低温银浆和银包铜浆之间共用产能，具备快速承接银包铜放量的能力。**晶科能源** 2026 年银包铜技术落地、预计 2027 年金属化基础成本下降超 80%。公司作为上游粉体供应商，可通过聚和、帝科等浆料客户导入放量。

虽然光伏装机进入平台期、但公司在光伏电极贱金属化解决方案上，乘风 XBC 纯铜粉和 TOPCon 银包铜的渗透提升，有望成为公司有力的“第二增长“曲线。

3.2 MLCC：需求量同步镍粉扩张，国产替代带动公司放量

在 MLCC 领域，公司亦供应铜粉（用于制成 MLCC 外电极），当前公司收入占比较低。我们预计 MLCC 铜粉未来发展将呈现“**需求量与镍粉同步增长、产品结构持续升级、国产替代加速**”的发展特征。

需求量与镍粉具有较强同步性，均直接受益于 MLCC 产量增长。随着下游 MLCC 厂商持续扩产，铜粉同样具备较为广阔的成长空间。

产品结构上，AI 推动的超高容、小型化 MLCC 亦将推动铜粉向更具备技术壁垒的高附加值产品提升。不过，我们预计当前铜粉并不随镍粉粒径同步、等量缩小，铜粉的高端化程度和价值量弹性低于镍粉。

公司放量节奏主要依赖国产化替代。公司此前 MLCC 铜粉主要供应三星电机，放量节奏在较大程度上受制于国产替代进程。自 2025 年起，公司开始加速拓展国内浆料客户，随着国内 MLCC 产业链国产替代持续推进，相关客户有望逐步放量，成为公司铜粉业务后续增长的重要来源。

下载日志已记录，仅供内部参考

4 其他金属粉

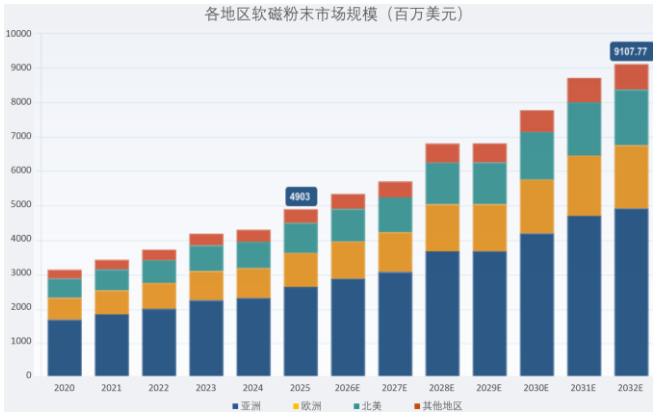
4.1 电感：合金粉体导入加速，1-2 年有望批量供货

公司在电感行业的产品为铁镍合金粉、铁硅合金粉等亚微米级合金粉体，通过引入亚微米/纳米级细颗粒来构建多尺度复合结构，有助于降低高频下的涡流损耗，是推动金属软磁粉芯渗透率提升的潜在添加材料。

AI 服务器和新能源汽车加速推动金属软磁粉芯替代铁氧体。根据 PW-Consulting 数据，全球软磁粉末 2025 年市场规模 49.03 亿美元，预计 2032 年达到 91.08 亿美元，年复合增速 9.25%。当前 AI 服务器属于高增速新兴细分，整体占全球软磁粉末市场比重仍较低，未来增速显著高于其他传统下游。

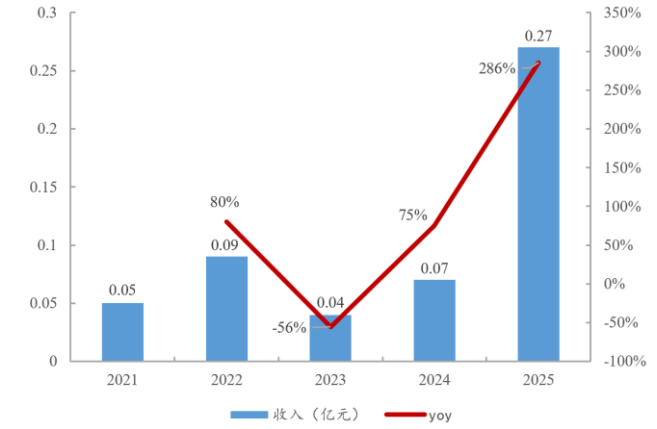
2025 年公司合金粉体收入约 2,662 万元，同增 255%，但整体仍处于产品导入和放量早期。当前的核心制约是成本较高，同时涉及绝缘包覆、粒径分布、树脂比例、压制工艺和批次一致性问题，我们预计未来 1-2 年有望实现从送样验证向部分型号批量供货突破。

图15: 软磁粉末市场 2025-2032 年复合增速 9.25%



数据来源：PW Consulting，财通证券研究所

图16: 公司合金粉收入增速较快、体量相对小



数据来源：公司公告，财通证券研究所

4.2 硅基负极

公司在电池硅基负极领域主要提供纳米硅粉和硅铁合金粉，可用于液态、半固态和固态锂电池负极。公司相关产品目前仍处于试样、客户评测和应用验证阶段，尚未形成大规模收入。长期看，硅基负极受电池能量密度提升和快充需求驱动，具有较好的成长空间；但短期仍受体积膨胀、首次效率、循环寿命、成本及客户认证周期制约。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营业总收入分别为 20.27/32.17/44.11 亿元，其中各主营业务收入：

下载日志已记录，仅供内部参考

（1）镍粉业务：我们预计 2026-2028 年销售收入分别为 13.32/22.57/30.81 亿元，毛利率分别为 36.3%/47.2%/48.5%。MLCC 需求持续景气，公司镍粉已供应三星电机、国巨等，若这些公司在本轮 AI 周期中产品放量，公司单价和毛利率都具备更强弹性。2026 年公司更多为产能前置建设与爬坡，我们预计公司高端占比尚未明显起量，2026 年镍粉出货 2000-2200 吨，同增 38-52%，毛利率预计约 35-40%。随着下游高端 MLCC 增产逐渐落地，我们预计 2027 年是高端镍粉真正加速放量的关键年份，镍粉出货 3000-3300 吨，同增约 50%，高端占比升至 10%+，驱动毛利率提升至 45-50%。**（2）铜粉业务：我们预计 2026-2028 年销售收入分别为 4.55/7.00/10.50 亿元，毛利率分别为 30%/32%/34%。**2026H1 收入已达到 1.92 亿元，同比增长 260%，2026 年公司铜基产品正由客户验证阶段转向规模化放量，收入呈现快速增长状态，我们预计全年出货有望达 600-650 吨，同增 200%+。2027 年我们预计较高附加值的光伏纯铜粉产品占比提升，叠加产能利用率及良率改善，带动毛利率持续上行，全年出货 1000-1200 吨，同增约 70%。

表7: 公司业务拆分及预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万元）	945	1,152	2027	3217	4411
yoy	37.2%	21.8%	76.0%	58.7%	37.1%
毛利率	21%	33%	30.9%	40.3%	42.2%
镍粉					
收入（百万元）	685	862	1332	2257	3081
yoy	36.8%	25.9%	54.5%	69.5%	36.5%
销量（吨）	1,421.16	1,448.14	2000	3000	3900
毛利率	24.4%	37.5%	36.3%	47.2%	48.5%
铜粉					
收入（百万元）	122	121	455	700	1050
yoy	150.5%	33.2%	224.1%	53.8%	50.0%
销量（吨）	150.60	200.58	650	1000	1500
毛利率	18.6%	23%	30%	32%	34%
银粉					
收入（百万元）	44	53	120	140	160
yoy	81.2%	19.3%	128.0%	16.7%	14.3%
毛利率	9.6%	6.8%	6%	6%	6%
其他业务					
收入（百万元）	95	116	120	120	120
yoy	-33.0%	22.5%	3.5%	0.0%	0.0%
毛利率	4%	18%	12%	12%	12%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

费用端：1）考虑公司收入规模持续扩大、核心客户相对稳定，我们预计销售费用率维持低位，2026-2028 年分别按 0.6/0.6/0.5%测算；2）随着产能扩张、人员增加及海外和子公司运营投入提升，但我们预计规模效应有望推动管理费用率由 2025 年的 4.8%逐步降至 2026-2028 年的 4.4/4.0/3.8%；3）研发费用方面，考虑超细镍粉、铜粉及新产品仍处于持续迭代、客户认证及工艺优化阶段，我们预计研发投入保持较高强度，2026-2028 年研发费用率分别按 4.3/4.1/4.0%测算。

税收方面：公司作为高新技术企业，法定企业所得税税率为 15%。2024 年-2026 年上半年公司实际所得税率偏低，主要受益于研发费用加计扣除、前期可弥补亏损抵扣以及递延所得税调整。2026 年上半年末，公司已确认递延所得税资产中与未弥补亏损相关的金额，由 2025 年末 353.6 万元下降至 1.83 万元；未确认递延所得税资产对应的可抵扣亏损亦由 1259.5 万元收窄至 24.9 万元，未来可用于抵税的亏损空间显著压缩。综合考虑高新技术企业资质延续及税收优惠消退，我们预计 2026-2028 年实际所得税率为 13%/14%/15%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表8：公司销售/管理/研发费用率及所得税率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
管理费用率%	4.7%	4.8%	4.4%	4.0%	3.8%
研发费用率%	5.3%	4.2%	4.3%	4.1%	4.0%
所得税率%	5%	10%	13%	14%	15%

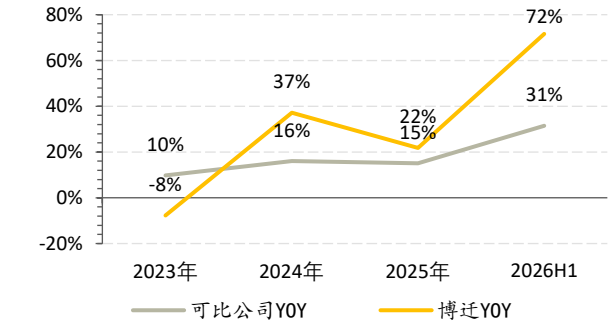
数据来源：公司公告，财通证券研究所

5.2 可比公司对比

由于有研粉材、铂科新材、国瓷材料均为电子粉体、电子浆料产业链龙头企业，与公司业务高度协同、赛道属性匹配，因此我们选取这 3 家公司作为可比公司。

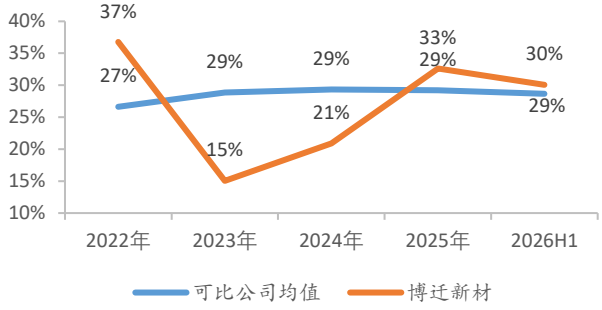
博迁新材具备更强的周期性，短期具备更强增长弹性。2026H1 营收同增 71.6%，归母净利润仅同增 28.5%。同时，经营现金流为-0.50 亿元；同时存货同增 63.6%、短期借款同增 91.2%。我们认为公司当前处于产能扩张和产品结构升级阶段，盈利兑现的关键在于后续若能够实现销量增长（改善产能利用率）、高端镍粉及铜基产品放量、库存增速回落和经营现金流转正，则扩产有望逐步转化为高质量增长。

图17：博迁收入较可比公司具备更强弹性



数据来源：Wind，财通证券研究所

图18：博迁毛利率有更强的周期性



数据来源：Wind，财通证券研究所

估值与投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 3.3/8.4/12.1 亿元，同比+48%/158%/44%，对应 PE 为 90/39/26 倍。基于公司自主 PVD 工艺构筑的深厚技术壁垒和平台复制能力、全球 MLCC 镍粉龙头地位，有望深度受益于 AI 高景气带来的业绩扩容，我们首次覆盖，给予"买入"评级。

表9：可比公司估值（截至 2026 年 9 月 23 日）

代码	公司	总股本（亿股）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				
				2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
688456. SH	有研粉材	1. 04	81. 3	0. 59	0. 70	1. 6	2. 4	3. 2	137	116	51	33	26
300811. SZ	铂科新材	4. 08	354. 1	3. 76	4. 18	5. 9	8. 0	10. 5	94	85	60	44	34
300285. SZ	国瓷材料	9. 97	688. 0	6. 05	6. 10	8. 4	10. 7	13. 1	114	113	82	64	53
可比公司PE均值									115	105	64	47	37
605376. SH	博迁新材	2. 62	364. 0	0. 87	2. 19	4. 1	9. 3	13. 7	416	166	90	39	26

数据来源：Wind，可比公司数据来自 Wind 一致预期，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

6 风险提示

市场竞争加剧风险：随 MLCC 高端镍粉、光伏银包铜粉及纯铜粉市场空间扩大，国内外材料企业、光伏浆料企业及电池厂商均可能加大投入。若行业竞争加剧导致产品价格下降，导致盈利能力低于预期。

技术路线迭代及客户认证风险：光伏金属化技术同时存在银包铜、纯铜浆料、电镀铜及激光转印等多种路线，MLCC 内电极材料也持续向更细粒径和更高性能方向升级。若公司产品无法持续满足客户要求，或下游技术路线发生变化，可能导致研发投入无法转化为规模销售。

原材料价格波动及盈利能力风险：公司主要原材料包括镍、铜、白银等金属，原材料价格波动将直接影响产品成本。若产品调价存在滞后，可能对公司毛利率、存货跌价及经营现金流造成压力。

人民币汇率波动风险：公司出口业务占比 57%，外币汇率波动将影响公司营业收入、毛利率、净利润及经营现金流。若汇率出现较大幅度波动，且公司外币收入、支出及套期保值安排无法完全匹配，可能对公司经营业绩造成不利影响。

一致行动人减持风险：根据已披露公告，2026 年 5 月 11 日至 6 月 9 日期间，公司控股股东的一致行动人宁波申扬投资通过集中竞价及大宗交易方式累计减持公司股份 450 万股，占公司总股本的 1.72%，减持计划已实施完毕，减持后持股比例降至 5.16%。未来若控股股东及其一致行动人因资金安排、投资退出或其他原因继续减持，可能增加公司股票供给，导致股价波动加大，并可能对股东结构、控制权稳定性、股票流动性及投资者预期产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**945.31**	**1151.76**	**2026.60**	**3217.20**	**4411.00**
减:营业成本	747.69	775.85	1400.02	1919.30	2551.17
营业税费	10.75	13.55	16.21	25.74	35.29
销售费用	6.24	7.46	12.16	17.69	22.06
管理费用	44.40	55.24	89.17	128.69	167.62
研发费用	50.18	47.99	87.14	131.91	176.44
财务费用	-5.30	5.62	30.44	0.95	13.52
资产减值损失	-13.38	-7.95	-15.00	-19.50	-25.35
加:公允价值变动收益	**-3.59**	**4.02**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	-2.80	-3.95	-4.05	-4.83	-6.62
营业利润	**92.26**	**244.96**	**373.61**	**974.34**	**1423.23**
加:营业外净收支	0.06	-2.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	**92.33**	**242.48**	**373.61**	**974.34**	**1423.23**
减:所得税	4.85	23.29	48.57	136.41	213.48
净利润	**87.48**	**219.19**	**325.04**	**837.93**	**1209.74**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	97.10	43.25	126.79	186.19	407.43
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	184.29	307.36	491.65	769.30	1042.75
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	12.70	42.11	35.00	47.98	63.78
存货	288.82	306.21	529.45	711.89	932.27
其他流动资产	28.49	42.36	42.36	42.36	42.36
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	0.62	72.90	72.90	72.90	72.90
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	891.67	1079.42	1406.22	1605.70	1638.90
在建工程	40.41	136.22	165.35	185.75	200.02
无形资产	95.41	92.33	89.22	86.11	82.99
其他非流动资产	31.53	8.74	24.41	24.41	24.41
资产总额	**1787.20**	**2264.52**	**3163.72**	**3978.74**	**4820.42**
短期债务	80.00	260.08	644.72	579.83	189.26
应付账款	53.26	146.58	233.34	319.88	425.19
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.12	1.48	1.48	1.48	1.48
长期借款	0.00	0.00	77.46	77.46	77.46
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**252.16**	**549.67**	**1155.37**	**1232.46**	**1008.78**
少数股东权益	**0.16**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
股本	261.60	261.60	261.60	261.60	261.60
留存收益	565.40	745.35	1038.87	1776.79	2842.15
股东权益	**1535.04**	**1714.85**	**2008.35**	**2746.28**	**3811.64**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	87.48	219.19	325.04	837.93	1209.74
加:折旧和摊销	88.64	93.09	156.22	194.78	220.42
资产减值准备	13.44	15.09	30.00	39.50	50.35
公允价值变动损失	3.59	-4.02	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.20	1.70	15.87	22.22	15.39
投资收益	2.41	3.95	4.05	4.83	6.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金的变动	106.52	-195.96	-335.68	-435.42	-458.08
经营活动产生现金流量	**295.09**	**134.71**	**195.05**	**663.83**	**1044.44**
投资活动产生现金流量	**-99.12**	**-320.66**	**-529.33**	**-417.32**	**-272.86**
融资活动产生现金流量	**-206.65**	**-48.14**	**25.91**	**-122.23**	**-159.77**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	37.2%	21.8%	76.0%	58.7%	37.1%
营业利润增长率	—	165.5%	52.5%	160.8%	46.1%
净利润增长率	—	150.6%	48.3%	157.8%	44.4%
EBITDA 增长率	303.0%	89.6%	63.1%	108.8%	41.6%
EBIT 增长率	—	170.7%	61.3%	141.4%	47.3%
NOPLAT 增长率	—	158.2%	55.3%	138.6%	45.6%
投资资本增长率	-5.8%	22.3%	38.0%	24.3%	19.6%
净资产增长率	-2.7%	11.7%	17.1%	36.7%	38.8%
利润率					
毛利率	20.9%	32.6%	30.9%	40.3%	42.2%
营业利润率	9.8%	21.3%	18.4%	30.3%	32.3%
净利润率	9.3%	19.0%	16.0%	26.0%	27.4%
EBITDA/营业收入	19.2%	29.8%	27.6%	36.4%	37.6%
EBIT/营业收入	9.8%	21.7%	19.9%	30.3%	32.6%
运营效率					
固定资产周转天数	346	308	221	169	132
流动营业资本周转天数	**175**	**156**	**122**	**116**	**117**
流动资产周转天数	277	229	190	183	190
应收账款周转天数	70	77	71	71	74
存货周转天数	174	138	107	116	116
总资产周转天数	710	633	482	400	359
投资资本周转天数	643	569	424	347	308
投资回报率					
ROE	5.7%	12.8%	16.2%	30.5%	31.7%
ROA	4.7%	10.8%	12.0%	23.5%	27.5%
ROIC	5.4%	11.3%	12.7%	24.4%	29.7%
费用率					
销售费用率	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
管理费用率	4.7%	4.8%	4.4%	4.0%	3.8%
财务费用率	-0.6%	0.5%	1.5%	0.0%	0.3%
三费/营业收入	4.8%	5.9%	6.5%	4.6%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	14.1%	24.3%	36.5%	31.0%	20.9%
负债权益比	16.4%	32.1%	57.5%	44.9%	26.5%
流动比率	3.58	1.67	1.32	1.77	3.14
速动比率	1.79	0.86	0.72	1.04	1.95
利息保障倍数	25.13	70.64	25.46	43.90	93.38
分红指标					
DPS(元)	0.47	0.10	0.15	0.38	0.55
分红比率	1.41	0.12	0.12	0.12	0.12
股息收益率	1.6%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.33	0.84	1.24	3.20	4.62
BVPS(元)	5.87	6.56	7.68	10.50	14.57
PE(X)	87.7	77.9	112.0	43.4	30.1
PB(X)	4.9	10.0	18.1	13.3	9.6
P/FCF					
P/S	8.0	14.9	18.0	11.3	8.3
EV/EBITDA	41.8	50.5	66.1	31.5	21.9
CAGR(%)					
PEG	0.2	0.5	2.3	0.3	0.7
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 23 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
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、发表或引用，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。