

铂科新材 (300811.SZ)

公司快报

有色金属 | 稀土及磁性材料III

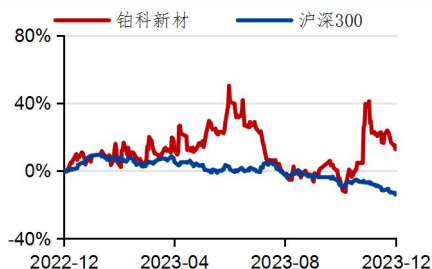
 投资评级 **买入-A(首次)**

 股价(2023-12-21) **51.50 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,238.74
流通市值(百万元)	8,045.37
总股本(百万股)	198.81
流通股本(百万股)	156.22
12个月价格区间	104.00/40.36

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.63	30.44	28.33
绝对收益	-17.49	20.33	15.32

 分析师 **孙远峰**

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

 分析师 **王海维**

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

三大引擎协力助成长, 算力下沉边缘侧刺激需求

投资要点

◆ 三大引擎协力助成长, 23Q3 业绩同比增长

铂科新材致力于为电能变换各环节电力电子设备或系统提供高性能软磁材料、电感以及整体解决方案, 现有金属软磁粉、金属软磁粉芯和芯片电感三大产品线, 广泛应用于光伏发电、新能源汽车及充电桩、储能、AI、智能驾驶、数据中心等领域。23Q3 公司业绩同比实现增长。23Q3 公司实现营收 2.73 亿元, 同比增长 0.34%; 归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 4.04%; 扣非归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 6.28%; 毛利率 37.66%, 同比增长 0.29pct; 净利率 20.14%, 同比增长 0.74pct; 研发费用 0.17 亿元, 同比增长 24.12%, 环比增长 1.46%。

◆ 金属软磁粉: 基石业务稳健发展, 新品放量在即贡献新增长点

金属软磁粉是指含有铁、硅及其他多种金属或非金属元素的粉末, 其成分、纯度、形貌等关键指标决定了软磁材料的性能, 并最终决定功率电感元件的性能。金属软磁粉是公司另外两大产品线金属软磁粉芯和芯片电感的基础。公司金属软磁粉产品主要有铁硅粉、铁硅铝粉、铁硅铬粉和片状铁硅铝粉末等; 其中, 铁硅粉、铁硅铝粉主要用于生产金属软磁粉芯产品, 铁硅铬粉主要供给下游客户生产一体成型电感。历经十数年技术积累, 公司已成功打造了以合金精炼、物理破碎(气雾化、水雾化和高能球磨)为核心的金属粉末制备技术平台, 并掌握了直径 2 μ m-50 μ m 的金属粉末的制备工艺。

随着电子产品不断小型化、轻薄化发展, 传统电感器件难以满足需求, 因此新型元器件不断向小型化、片式化、高频化、高功率密度等方向发展。其中, 一体成型电感因感量高、耐大电流、漏磁少、尺寸多样化等特点得到了广泛的应用, 而其核心原材料金属软磁粉末的材料性能是决定其上述特性能否实现的关键因素。公司成功开发了具有良好的球形度和高饱和特性并兼顾防锈特性的微细球形铁硅铬粉末, 整体性能指标已与日本进口粉末相当, 并已取得数家外资品牌贴片电感厂商的认可。目前, 该粉末产品处于小批量转量产阶段, 有望实现高性能球形铁硅铬粉末的国产替代, 并成为公司新的盈利增长点。此外, 公司的非晶纳米晶粉末已经得到了客户的验证, 后续也将逐步导入客户量产。

◆ 金属软磁粉芯: 数次迭代追求更高性能, 持续推出新品丰富产品线

金属软磁粉芯是指将金属软磁粉采用绝缘包覆、压制、退火、浸润、喷涂等工艺技术所制成的磁芯, 是电感元件的核心部件之一; 电感在电路中可起到储能、滤波、振荡、延迟、限波等作用。公司坚持以终端应用需求为产品开发导向, 以精密制造工艺为支撑, 从“铁硅 1 代”金属磁粉芯开始, 不断迭代升级至“铁硅 4 代”, 建立了一套覆盖 5kHz~2MHz 频率段应用的金属磁粉芯体系, 可满足众多应用领域的性能需求; 此外, 公司还陆续推出了全新铁硅系列磁粉芯 (NPV、NPC 系列)、铁镍系列磁粉芯 (NPN-LH) 等新品, 不断丰富金属软磁粉芯产品线。



◆ **芯片电感：算力下沉边缘侧刺激需求，产品实现发电端到负载端全覆盖**

芯片电感起到为 GPU、CPU、ASIC、FPGA 等芯片前端供电的作用。随着越来越多的算力需求下沉至边缘侧，大算力芯片以及芯片电感等元件需求不断提升。相比传统的铁氧体材质芯片电感，金属软磁材料制成的芯片电感由于具有小型化、耐大电流的特性，更适用于人工智能、自动驾驶、服务器、通讯电源、笔记本电脑等大算力应用场景。

基于对金属软磁材料产品的持续迭代，公司成功开发出了性能指标行业领先的铁硅 3 代及 4 代金属软磁材料，适用开关频率高达 500kHz~10MHz，为金属软磁材料进入更高频率段的半导体应用领域提供了可能性。在此基础上，公司结合独创的高压成型结合铜铁共烧工艺，制造出具有更高效率、小体积、高可靠性和大功率的芯片电感产品，完成了从发电端到负载端电能变换（包括 DC/AC，AC/AC，AC/DC，DC/DC）全覆盖的产品线布局。在产能布局方面，公司持续加速自动化生产线的建设，预计 2023 年底可实现产能约 500 万片/月，2024 年有望扩充到 1000-1500 万片/月。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 12.18/17.27/23.31 亿元，同比分别为 14.3%/41.8%/35.0%，归母净利润分别为 2.50/3.59/4.88 亿元，同比分别为 29.5%/43.6%/35.8%；PE 分别为 40.9/28.5/21.0。随着公司金属软磁粉芯的稳步发展，芯片电感开始量产进入高速发展的快车道，金属软磁粉产能及市场认可度的提升，公司三条增长曲线模型构建日趋成熟，未来可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	726	1,066	1,218	1,727	2,331
YoY(%)	46.1	46.8	14.3	41.8	35.0
归母净利润(百万元)	120	193	250	359	488
YoY(%)	12.9	60.5	29.5	43.6	35.8
毛利率(%)	33.8	37.6	39.2	39.5	40.0
EPS(摊薄/元)	0.60	0.97	1.26	1.81	2.45
ROE(%)	12.1	11.9	13.5	16.6	18.7
P/E(倍)	85.1	53.0	40.9	28.5	21.0
P/B(倍)	10.3	6.3	5.5	4.7	3.9
净利率(%)	16.6	18.1	20.5	20.8	20.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) 金属软磁粉：金属软磁粉是公司另外两大产品线金属软磁粉芯和芯片电感的基础。历经十数年技术积累，公司已成功打造了以合金精炼、物理破碎（气雾化、水雾化和高能球磨）为核心的金属粉末制备技术平台，并掌握了直径 2 μ m-50 μ m 的金属粉末的制备工艺。微细球形铁硅铬粉末和非晶纳米晶粉末放量在即，有望成为业绩增长新动力。我们预计 2023-2025 年，公司金属软磁粉营收分别为 25.44/37.65/53.47 百万元，同比分别为 26.00%/48.00%/42.00%，营收占比分别为 2.09%/2.18%/2.29%。

2) 金属软磁粉芯：公司坚持以终端应用需求为产品开发导向，以精密制造工艺为支撑，金属磁粉芯历经数次迭代升级至“铁硅 4 代”，建立了一套覆盖 5kHz~2MHz 频率段应用的金属磁粉芯体系，可满足众多应用领域的性能需求；此外，公司还陆续推出了全新铁硅系列磁粉芯（NPV、NPC 系列）、铁镍系列磁粉芯（NPN-LH）等新品，不断丰富金属软磁粉芯产品线。我们预计 2023-2025 年，公司金属软磁粉芯营收分别为 1103.93/1490.30/1937.39 百万元，同比分别为 8.00%/35.00%/30.00%，营收占比分别为 90.66%/86.30%/83.12%。

3) 芯片电感：随着越来越多的算力需求下沉至边缘侧，大算力芯片以及芯片电感等元件需求不断提升。公司现已完成从发电端到负载端电能变换（包括 DC/AC, AC/AC, AC/DC, DC/DC）全覆盖的产品线布局，并持续加速自动化生产线的建设，预计 2024 年产能有望扩充到 1000-1500 万片/月。我们预计 2023-2025 年，公司芯片电感营收分别为 85.19/195.95/337.03 百万元，同比分别为 320.00%/130.00%/72.00%，营收占比分别为 7.00%/11.35%/14.46%。

4) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 3.05/3.05/3.05 百万元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 12.18/17.27/23.31 亿元，同比分别为 14.26%/41.83%/34.97%，毛利率分别为 39.20%/39.50%/40.00%。

表 1：铂科新材业务指标预测（百万元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
金属软磁粉	营收	13.49	20.19	25.44	37.65	53.47
	营收同比	28.83%	49.62%	26.00%	48.00%	42.00%
	营收占比	1.86%	1.89%	2.09%	2.18%	2.29%
金属软磁粉芯	营收	702.21	1022.16	1103.93	1490.30	1937.39
	营收同比	45.93%	45.56%	8.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	33.02%	37.72%	38.00%	38.50%	39.00%
	营收占比	96.74%	95.92%	90.66%	86.30%	83.12%
芯片电感	营收	6.04	20.28	85.19	195.95	337.03
	营收同比	222.80%	235.87%	320.00%	130.00%	72.00%
	营收占比	0.83%	1.90%	7.00%	11.35%	14.46%
其他业务	营收	4.14	3.05	3.05	3.05	3.05
	营收同比	26.03%	-26.46%	0.00%	0.00%	0.00%

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	营收占比	0.57%	0.29%	0.25%	0.18%	0.13%
	总营收	725.89	1065.68	1217.61	1726.95	2330.93
合计	总营收同比	46.11%	46.81%	14.26%	41.83%	34.97%
	综合毛利率	33.85%	37.64%	39.20%	39.50%	40.00%

资料来源：聚源，公司公告，华金证券研究所 注：公司仅公布金属软磁粉芯的毛利率数据

2、可比公司估值与投资建议

我们选取了天通股份、东睦股份和顺络电子三家公司作为可比公司。天通股份主要业务包括电子材料和高端装备两大板块；其中电子材料业务以软磁材料和软磁产品的研发、生产和销售为主，产品包括锰锌铁氧体、镍锌铁氧体、金属软磁、磁性薄片、一体成型电感等。东睦股份主要从事合金粉末、铁粉芯、合金磁粉芯的研发、生产和销售，是国内主要的软磁金属磁粉芯供应商之一。顺络电子产品涵盖磁性器件、微波器件、敏感及传感器件、精细陶瓷四大产品发展方向，可应用在通信、光伏、储能及新能源、汽车电子、消费；其中片式电感产品市场份额达到全球前三、国内第一；新型电感产品和各类型各系列变压器产品持续推向市场。

铂科新材坚持以技术开发和产品创新为核心驱动，三条增长曲线模型构建日趋成熟，金属软磁粉芯的稳步发展，芯片电感开始量产进入高速发展的快车道，金属软磁粉产能及市场认可度的提升，未来可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
天通股份	8.45	4.31	5.68	7.47	0.35	0.46	0.61	24.18	18.36	13.96
东睦股份	14.20	1.89	2.95	3.89	0.31	0.48	0.63	46.35	29.69	22.51
顺络电子	26.32	6.80	9.30	11.99	0.84	1.15	1.49	31.19	22.82	17.69
均值					0.50	0.70	0.91	33.91	23.62	18.05
铂科新材	51.50	2.50	3.59	4.88	1.26	1.81	2.45	40.94	28.51	20.99

资料来源：Wind 一致预期，铂科新材盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2023 年 12 月 21 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	707	1216	1237	1430	1802	营业收入	726	1066	1218	1727	2331
现金	118	166	126	206	397	营业成本	480	665	740	1045	1399
应收票据及应收账款	322	523	536	615	717	营业税金及附加	5	7	8	10	12
预付账款	9	20	25	31	36	营业费用	13	24	22	28	35
存货	117	144	226	272	364	管理费用	42	64	67	90	119
其他流动资产	140	363	324	307	288	研发费用	42	64	76	114	163
非流动资产	508	1033	1201	1307	1378	财务费用	7	27	21	26	36
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-11	2	0	0
固定资产	292	538	689	766	801	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	34	33	40	47	53	投资净收益	4	5	3	0	0
其他非流动资产	182	462	473	494	524	营业利润	140	219	290	415	567
资产总计	1215	2249	2438	2738	3179	营业外收入	0	0	1	0	0
流动负债	213	355	320	318	334	营业外支出	3	6	3	0	0
短期借款	31	50	35	20	15	利润总额	137	213	287	415	567
应付票据及应付账款	78	163	174	183	200	所得税	16	20	37	56	79
其他流动负债	104	143	111	116	119	税后利润	120	193	250	359	488
非流动负债	11	264	260	250	235	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	10	98	94	84	69	归属母公司净利润	120	193	250	359	488
其他非流动负债	1	166	166	166	166	EBITDA	166	263	352	495	654
负债合计	224	619	580	569	569						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	104	110	199	199	199	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	399	859	771	771	771	成长能力					
留存收益	488	660	870	1176	1591	营业收入(%)	46.1	46.8	14.3	41.8	35.0
归属母公司股东权益	991	1629	1858	2169	2611	营业利润(%)	10.3	56.6	32.6	43.3	36.6
负债和股东权益	1215	2249	2438	2738	3179	归属于母公司净利润(%)	12.9	60.5	29.5	43.6	35.8
						获利能力					
						毛利率(%)	33.8	37.6	39.2	39.5	40.0
						净利率(%)	16.6	18.1	20.5	20.8	20.9
						ROE(%)	12.1	11.9	13.5	16.6	18.7
						ROIC(%)	11.0	10.0	11.6	14.6	16.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.4	27.6	23.8	20.8	17.9
						流动比率	3.3	3.4	3.9	4.5	5.4
						速动比率	2.3	2.5	2.5	2.9	3.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.7	0.8
						应收账款周转率	2.7	2.5	2.3	3.0	3.5
						应付账款周转率	6.7	5.5	4.4	5.9	7.3
						估值比率					
						P/E	85.1	53.0	40.9	28.5	21.0
						P/B	10.3	6.3	5.5	4.7	3.9
						EV/EBITDA	61.3	38.9	29.3	20.7	15.3

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn