

2024年5月8日

铂科新材 (300811.SZ)

买入 (首次覆盖)

——一体化粉芯龙头，芯片电感打开AI算力第二成长极

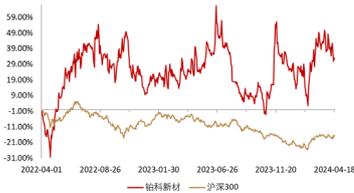
证券分析师

田源
S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年5月7日

收盘价(元)	56.87
年内最高/最低(元)	69.72/38.1
总市值(亿元)	113.09

基础数据: 2024年3月31日

总股本(亿股)	1.99
总资产(亿元)	25.97
净资产(亿元)	19.86
每股净资产(元)	9.96
市净率PB	6.15

投资要点:

- **软磁粉芯持续景气，一体化龙头乘风产业趋势。**软磁粉芯为功率电感核心材料，站稳光储新能源及充电桩等景气赛道。根据我们测算，2022-2025年全球合金软磁粉芯市场空间预计达45.9/65.6/82.7/100.1亿元，3年CAGR达29.7%。其中，光伏市场需求有望由2022年14.6亿元提升至2025年的33.4亿元，成为最大下游应用场景；新能源汽车市场需求有望由2022年的6.4亿提升至2025年的18.9亿元，成为复合增速最快的下游应用场景。
- **主业成本+盈利+新品优势显著，双基地积极扩产。**公司作为细分赛道龙头，形成粉体+粉芯+电感一体化布局，在成本+盈利能力+新产品研发拓展方面有望铸造核心竞争力。产能方面，公司实行惠东+河源双生产基地布局，其中惠东通过技改升级产能有望达3万吨以上；河源基地新建年产能2万吨项目，预计将于2024、2025年达到满产状态。
- **一体化延伸赋能电力到电子赛道，AI算力打开芯片电感需求空间。**芯片电感为公司一体化延伸的自研新品，对比传统材料具备高功率+小型化优势，充分受益电子电力行业高功率密度趋势。AI算力产业趋势推动芯片电感需求释放，根据我们测算，2022-2027年潜在高算力芯片电感市场空间预计对应7.1/11.5/15.7/25.0/32.4/40.6亿元，5年CAGR达41.6%。其中，GPU为公司重要下游应用，根据我们测算，预计2022-2027年芯片电感在AI服务器的市场空间有望达1.0/1.9/3.8/7.1/10.2/12.4亿元，5年CAGR达66.9%。
- **芯片电感产品+产能+激励三重布局，有望打造新主营业务。**产品认证方面，公司已取得多家国际知名芯片厂商的验证和认可，于23年下半年进入大批量生产交付阶段。产能布局方面，24年有望继续扩充至1000-1500万片/月。团队激励方面，公司与核心员工持股平台共同投资设立了控股子公司惠州铂科新感技术有限公司，通过打造独立法人平台，积极优化资源配置，赋能业务长期发展。
- **盈利预测与估值:**我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为3.41/4.35/6.03亿元，对应2024年5月7日收盘价PE估值为33/26/19x。我们选取东睦股份、龙磁科技、顺络电子作为可比公司，根据Wind一致预期，可比公司2024-2026年平均PE分别为23/18/14x。考虑公司芯片电感业务从0到1产能持续放量，有望打开算力赛道的第二成长极，该业务有望享受更高的成长性和一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:**需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期风险；市场空间测算偏差的风险。

盈利预测与估值					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1065.68	1158.52	1529.36	1876.75	2635.97
同比增长率 (%)	46.81	8.71	32.01	22.71	40.45
毛利率 (%)	37.64	39.61	40.06	40.85	40.56
归母净利润 (百万元)	193.06	255.77	341.47	434.81	602.83
同比增长率 (%)	60.52	32.48	33.51	27.33	38.64
每股收益 (元/股)	0.97	1.29	1.72	2.19	3.03
ROE (%)	11.85	13.45	15.23	16.24	18.38
市盈率	58.95	44.50	33.32	26.17	18.87

投资案件

投资评级与估值

站稳光储新能源高景气赛道，芯片电感有望打开第二成长极，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.41/4.35/6.03 亿元，对应 2024 年 5 月 7 日收盘价 PE 估值为 33/26/19x。作为国内软磁材料赛道一体化龙头企业，充分受益新能源赛道高景气度传导，盈利能力长期领先同行。同时，公司芯片电感业务从 0 到 1 产能持续放量，有望打开算力赛道的第二成长极，该业务有望享受更高的成长性和一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 合金软磁粉芯：考虑新能源产业增速及公司扩产节奏，假设公司 2024-2026 年合金软磁粉芯营收增速分别为 20%、19%、46%，毛利率分别为 38%、38%、37%。

2) 芯片电感：考虑算力产业增速及公司扩产规划，假设公司 2024-2026 年磁性电感元器件营收增速分别为 200%、35%、18%，毛利率为 47%、48%、48%。

投资逻辑要点

合金软磁粉芯为功率电感核心材料，站稳光储新能源及充电桩等景气赛道，全球市场空间预计稳步提升。作为细分赛道龙头，公司形成粉体+粉芯+电感一体化布局，在成本+盈利能力+新产品研发拓展方面有望铸造核心竞争力，同时绑定优质头部客户，双基地布局积极扩产。该业务 2023 年受产业链去库影响，2024 年有望重回增长态势。

芯片电感为公司一体化延伸的自研新品，对比传统材料具备高功率+小型化优势，充分受益电子电力行业高功率密度趋势。作为新业务营收规模提升迅速，24 年有望继续扩充至 1000-1500 万片/月，有望逐步打造为新主营业务。该业务享受算力产业景气度，同时毛利率高于传统主业，有望提升综合盈利能力。

核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期风险；市场空间测算偏差的风险。

目录

1. 一体化粉芯龙头，芯片电感打开 AI 算力第二成长极.....	6
1.1 历史发展.....	6
1.2 股权结构.....	6
1.3 产品矩阵：合金软磁粉芯一体化布局，芯片电感新品拓展.....	7
1.4 财务表现：业绩稳步增长，盈利能力不断提升.....	8
2. 合金软磁粉芯：需求持续景气，一体化龙头乘风产业趋势.....	9
2.1 软磁粉芯站稳新能源赛道，公司一体化产业布局.....	9
2.2 软磁材料种类多样，金属软磁粉芯兼具高功率+低损耗性能.....	10
2.3 合金软磁粉芯：远期全球市场空间有望突破百亿元.....	11
2.4 一体化布局打造强盈利能力，双基地产能布局赋能远期成长.....	13
3. 芯片电感：一体化延伸赋能电力到电子赛道，AI 算力打开芯片电感需求空间.....	14
3.1 芯片电感实现高功率密度，替代传统铁氧体，打开 AI 算力应用.....	14
3.2 市场空间测算：百亿级潜在替代空间，5 年 CAGR 有望达 45%.....	15
3.3 产品+产能+激励三重布局，有望打造新主营业务.....	16
4. 盈利预测与估值.....	17
5. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司历史沿革.....	6
图表 2：公司股权结构（截止至 2024 年 3 月 31 日）.....	7
图表 3：公司实现粉芯产业链一体化布局.....	7
图表 4：公司产品矩阵图.....	7
图表 5：公司营收实现稳步增长.....	8

图表 6: 公司归母净利润实现稳步增长	8
图表 7: 公司期间费用保持相对稳定	9
图表 8: 公司研发费用持续增加	9
图表 9: 合金软磁粉芯贡献主要营收 (亿元)	9
图表 10: 合金软磁粉芯毛利率长期保持较高水平 (%)	9
图表 11: 公司产品覆盖软磁粉芯全行业, 下游市场广阔	10
图表 12: 磁性材料分类	10
图表 13: 公司产品覆盖高功率和高频率应用场景	11
图表 14: 全球光伏新增装机量不断增长	12
图表 15: 全球新能源汽车月度销量稳步提升	12
图表 16: 光伏市场空间测算	12
图表 17: 储能市场空间测算	12
图表 18: 新能源汽车市场空间测算	13
图表 19: 充电桩市场空间测算	13
图表 20: 变频空调和 UPS 市场空间测算	13
图表 21: 合金软磁粉芯市场空间合计	13
图表 22: 公司绑定优质头部客户	14
图表 23: 公司产品盈利能力较强	14
图表 24: 公司芯片电感产业链图	15
图表 25: 高算力芯片电感潜在市场空间测算	15
图表 26: 公司芯片电感产能及预测 (万片/月)	17
图表 27: 营收预测表	17
图表 28: 可比公司估值表 (盈利预测采用 Wind 一致预期, 截至 2024 年 5 月 7 日)	18
图表 29: 财务摘要	20

1. 一体化粉芯龙头，芯片电感打开 AI 算力第二成长极

作为国内合金软磁材料领域的领先企业，铂科新材具备了大规模生产的实力，同时也拥有广泛的软磁材料产品系列。公司专注于合金软磁粉末及其衍生产品的开发、制造和市场销售，其产品被广泛应用，如太阳能光伏、调频空调、电动车辆、电动汽车充电设施、后台数据中心、能量存储系统、个人电子设备、电力质量管理以及铁路交通等。同时，公司积极拓展芯片电感等新品类，不断打开材料的新应用空间。

1.1 历史发展

2009年，深圳市铂科磁材有限公司成立，成功研发铁硅和铁硅铝磁粉芯并推向市场。2010年，惠东生产基地一期落成。2017年，惠东生产基地二期建建成，年产量达1.5万吨。2019年，公司在深交所成功挂牌。2020年，公司荣获国家级专精特新“小巨人”企业称号。2023年，公司芯片电感产品加速拓展，公司成长迈向新征程。

图表 1：公司历史沿革

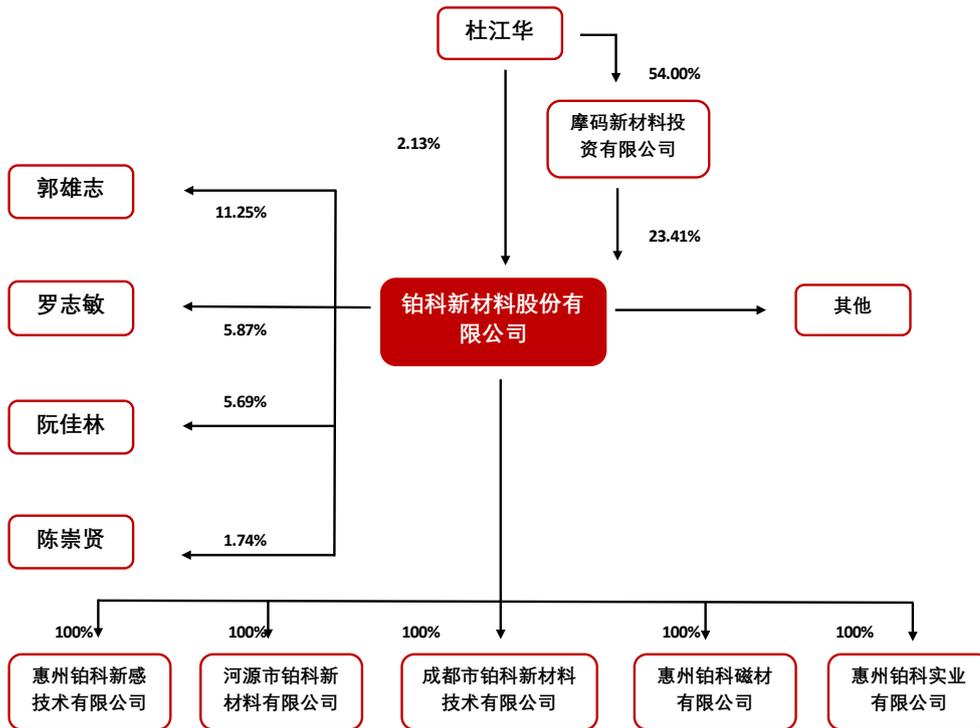


资料来源：公司官网，华源证券研究

1.2 股权结构

摩码投资为公司控股股东，杜江华为公司实际控制人。杜江华为现任公司董事长，拥有近20年的金属粉体材料行业经营管理经验，其直接持有公司2.13%的股份，并通过摩码投资间接持有公司12.64%的股份，合计持有公司14.77%的股份，为公司的实际控制人。

图表 2：公司股权结构（截止至 2024 年 3 月 31 日）



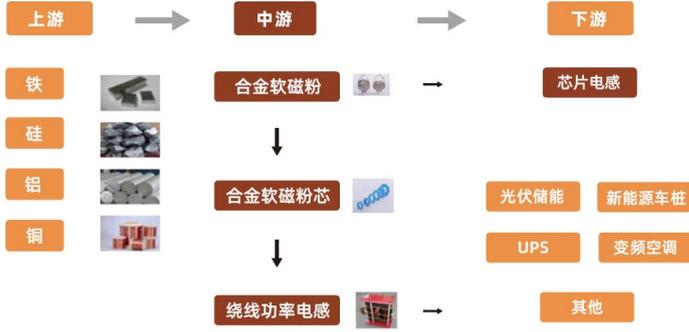
资料来源：Wind，华源证券研究

1.3 产品矩阵：合金软磁粉芯一体化布局，芯片电感新品拓展

公司产品矩阵丰富，实现合金软磁粉末+合金软磁粉芯+电感元器件一体化布局。(1) 合金软磁粉：主要包含铁硅粉、铁硅铝粉、铁硅铬粉和片状铁硅铝粉末等，其中铁硅粉、铁硅铝粉主要用于进一步加工合金软磁粉芯，铁硅铬粉供应客户制备一体成型电感；(2) 合金软磁粉芯：主要为电感元器件的核心材料，公司从“铁硅 1 代”迭代升级至“铁硅 4 代”，形成覆盖 500khz-10Mhz 频段的产品矩阵；(3) 芯片电感：芯片电感主要用于 CPU、GPU 等芯片供电系统，公司金属软磁材料制备的芯片电感具备高功率+小体积的优势，适用于算力服务器场景。

图表 3：公司实现粉芯产业链一体化布局

图表 4：公司产品矩阵图



产品分类	主要产品	应用领域
合金软磁粉末	铁硅磁粉、铁硅铝磁粉、铁硅铬磁粉	金属粉芯等软磁材料
	合金钢粉末	金属注射成型、热喷涂、激光熔覆、工模具钢等材料
合金软磁粉芯	铁硅一、铁硅二代、铁硅三代、铁硅四代、NPV系列、NPC系列	新能源汽车、光伏逆变器、储能变流器、变频空调、不间断电源、充电桩等
电感元件	芯片电感	高频 (325kHz-10MHz) ; 大电流 (40A/80A/100A) 低电压 (12V~1V or less) ; 低感量 (nH)

资料来源：公司公告，华源证券研究

资料来源：公司可转债募集说明书，华源证券研究

1.4 财务表现：业绩稳步增长，盈利能力不断提升

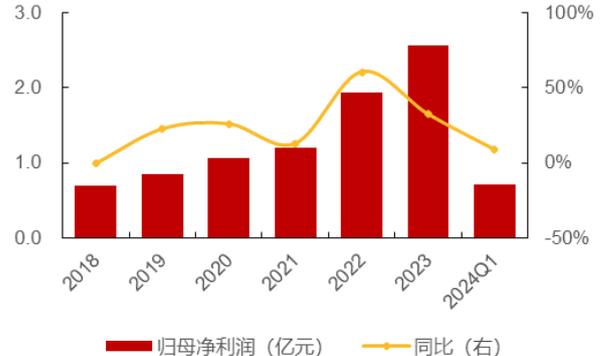
公司营收和净利润实现稳步增长。2018年-2023年公司营业收入由3.2亿元提升至11.6亿元，5年CAGR达29.0%，主要受益新能源产业景气度传导实现营收大幅提升；2024Q1期间实现营收3.4亿元，同比+15.3%，维持增长态势。2018年-2023年公司归母净利润由0.7亿元提升至2.6亿元，5年CAGR达30.0%，主要受益主业营收增长和公司盈利能力的提升；2024Q1期间实归属净利润0.7亿元，同比+32.5%，增速高于同期营收增速。

图表 5：公司营收实现稳步增长



资料来源：公司公告，华源证券研究

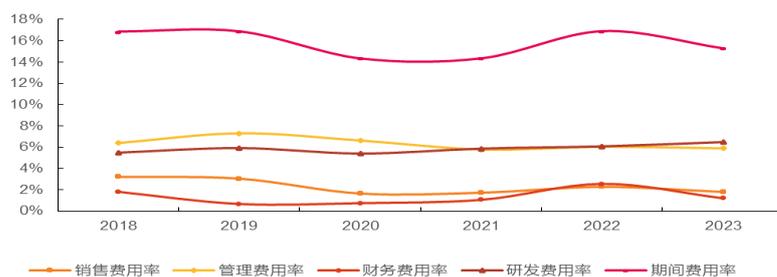
图表 6：公司归母净利润实现稳步增长



资料来源：公司公告，华源证券研究

整体费用率控制稳定，深耕科研不断提高研发费用。2018年-2023年公司期间整体费用率控制稳定，其中销售费用和财务费用率维持较低水平。同时，公司深耕研发不断迭代新品，研发费用由2018年的0.2亿元提升至2023年的0.75亿元，长期维持在营业收入的5-7%，持续加码产品的技术领先优势。

图表 7：公司期间费用保持相对稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究

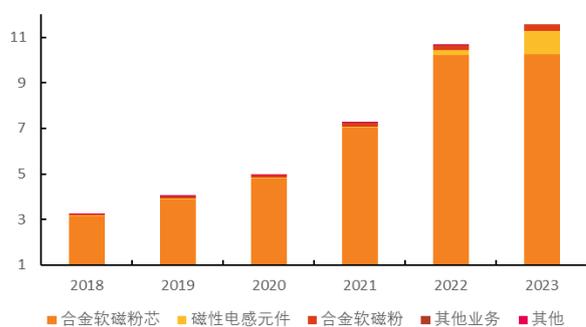
图表 8：公司研发费用持续增加



资料来源：公司公告，华源证券研究

合金软磁粉芯贡献主要毛利，盈利能力维持较高水平。2023 年合金软磁粉芯实现营收 10.3 亿元，占总营收比例 88.6%，实现毛利 4.0 亿元，占总毛利比例 87.1%。同时，23 年公司合金软磁粉芯毛利率 38.96%，该产品属于粉体深加工产品，具备一定技术壁垒，成为公司高盈利水平的主要支撑动力。

图表 9：合金软磁粉芯贡献主要营收（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 10：合金软磁粉芯毛利率长期保持较高水平 (%)



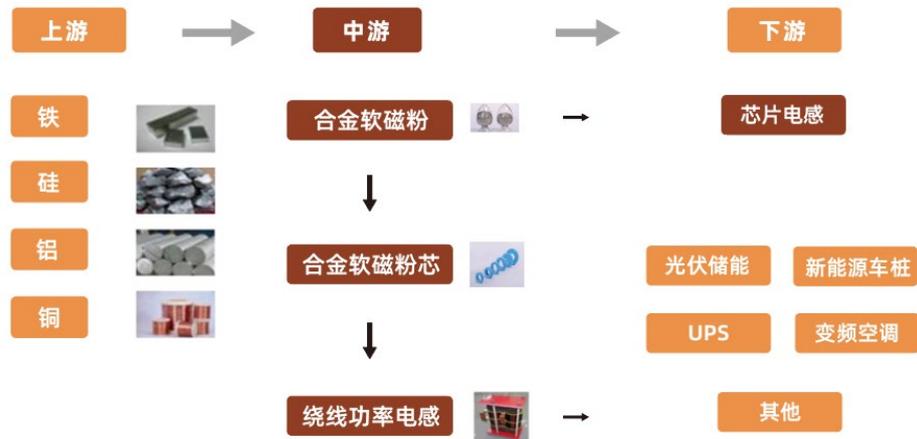
资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 合金软磁粉芯：需求持续景气，一体化龙头乘风产业趋势

2.1 软磁粉芯站稳新能源赛道，公司一体化产业布局

合金软磁粉芯站稳新能源赛道，公司实现一体化产业链布局。上游方面，铁、硅、铝、铜是电感元件的重要原材料之一，其价格波动直接影响公司磁粉、粉芯和电感元件的制造成本。中游方面，公司形成一体化布局，具备合金软磁粉+合金软磁粉芯+电感元件产品矩阵，协同效应显著。下游方面，应用场景主要包括光伏逆变器、新能源汽车及充电桩、变频空调、UPS 不间断电源等。同时，公司从合金软磁粉进一步拓展新品类芯片电感，打开 GPU、CPU 等新应用场景。

图表 11：公司产品覆盖软磁粉芯全行业，下游市场广阔

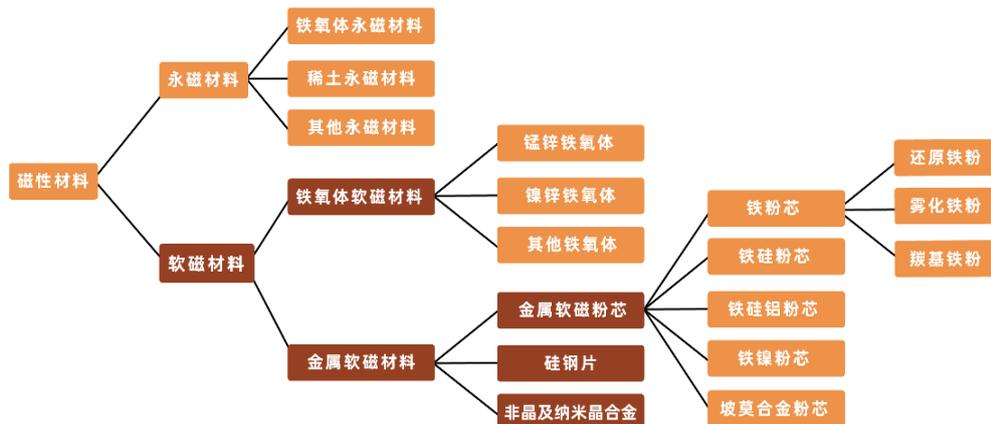


资料来源：公司公告，华源证券研究

2.2 软磁材料种类多样，金属软磁粉芯兼具高功率+低损耗性能

磁性材料分为软磁和永磁材料，其中软磁材料种类多样。磁性材料按应用类型可以分为软磁、永磁等材料。软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料，易于磁化，也易于退磁，主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输，广泛用于各种电能变换设备中。软磁材料主要包括金属软磁材料、铁氧化物软磁材料以及其他软磁材料。

图表 12：磁性材料分类



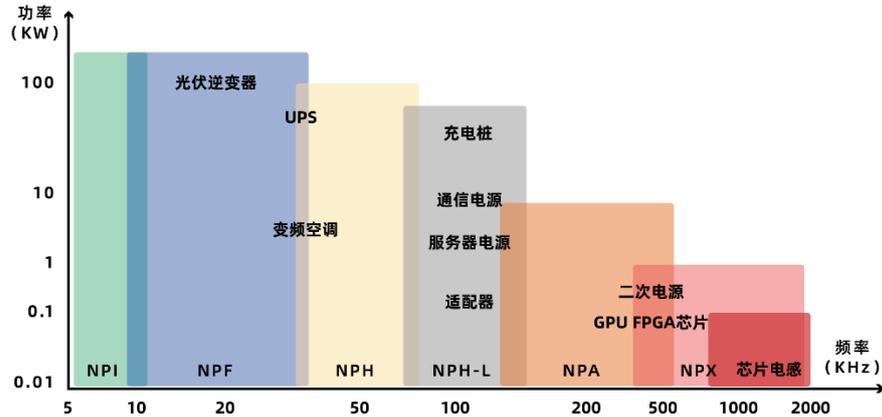
资料来源：公司公告，华源证券研究

铁氧化物软磁材料：优点是高电阻率、低损耗，缺点是低 B_s 值，适用于高频低功率工作环境。

硅钢片：优点是高 B_s 值，缺点是低电阻率、高损耗，适用于低频高功率工作环境。

金属软磁粉芯：通过特殊制备工艺结合铁氧体和硅钢片的优势，兼具高 Bs 值、高电阻率、低损耗，成为高功率密度趋势下的优秀选择，适用于相对高频率高功率的工作环境。以公司多款产品为例，其覆盖终端场包含高功率和高频率两个区间。

图表 13：公司产品覆盖高功率和高频率应用场景



资料来源：公司公告，华源证券研究

2.3 合金软磁粉芯：远期全球市场空间有望突破百亿元

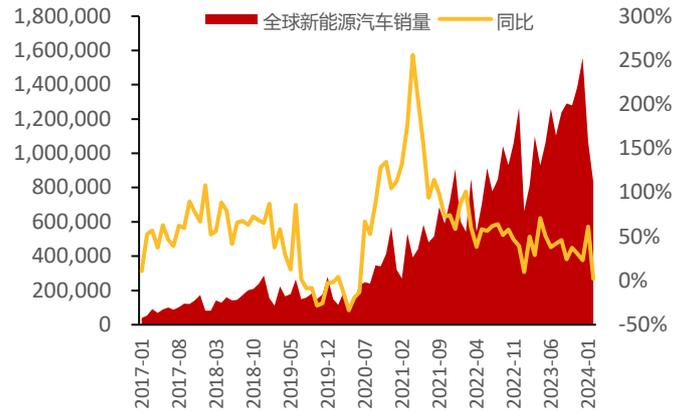
合金软磁粉芯下游应用广泛，主要包含光伏、储能、新能源汽车、充电桩、UPS、变频空调等终端场景。其中，光伏需求目前占比最大，储能、新能源汽车及充电桩需求正持续贡献市场增量。

光伏领域：全球光伏新增装机量呈现稳步增长趋势，由 2012 年的 30GW 提升至 2022 年的 240GW，CAGR 达 23.1%。公司合金软磁粉芯为光伏逆变器的核心材料，受益光伏装机量提升需求持续释放，目前是已成为最主要的下游应用。

新能源汽车领域：全球新能源汽车销量呈快速增长趋势，根据 CleanTechnica 数据，2023 年 12 月全球销量实现 155.67 万辆，为近 5 年来最高值。公司合金软磁粉芯应用于车载 OBC、DC/DC 及 HDC 电源模块，受益新能源汽车景气度传导需求加速提振，持续贡献需求增量。

图表 14：全球光伏新增装机量不断增长


资料来源：IEA PVPS，华源证券研究

图表 15：全球新能源汽车月度销量稳步提升


资料来源：iFinD，CleanTechnica，华源证券研究

市场空间测算：根据我们的测算，2022-2025 年全球合金软磁粉芯市场空间预计达 45.9/65.6/82.7/100.1 亿元，3 年 CAGR 达 29.7%。其中，光伏市场需求有望由 2022 年 14.6 亿元提升至 2025 年的 33.4 亿元，成为最大下游应用场景；新能源汽车市场需求有望由 2022 年的 6.4 亿提升至 2025 年的 18.9 亿元，成为复合增速最快的下游应用场景。

图表 16：全球光伏市场空间测算

	单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	
光伏新增装机量	中国	GW	48.20	54.88	87.40	183.0	225.0	235.0
	全球	GW	145.00	175.00	240.00	400.0	455.0	480.0
容配比	中国		1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10
	海外		1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
逆变器新增需求	中国	GW	53.02	60.37	96.14	201.30	247.50	258.50
	全球	GW	161.29	216.52	294.52	483.40	546.50	577.00
逆变器替换需求	中国	GW	2.33	4.33	6.00	8.33	10.00	12.33
	全球	GW	7.00	13.00	18.00	25.00	30.00	37.00
逆变器需求合计	中国	GW	55.35	64.70	102.14	209.63	257.50	270.83
	全球	GW	168.29	229.52	312.52	508.40	576.50	614.00
组串式逆变器渗透率	中国		65%	67%	70%	74%	78%	80%
	全球		65%	68%	71%	75%	79%	81%
合金软磁材料用量需求	中国	万吨	0.72	0.86	1.42	3.18	4.12	4.55
	全球	万吨	2.19	3.10	4.41	7.82	9.34	10.44
合金软磁材料市场规模	中国	亿元	2.37	2.84	4.69	10.18	13.18	14.33
	全球	亿元	7.22	10.23	14.56	25.01	29.88	33.42

资料来源：公司公告，IEA PVPS，国家能源局，北极星太阳能光伏网，华源证券研究

图表 17：全球储能市场空间测算

	单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2026E	
新型储能	全球	GW	2.31	4.36	21.80	28.34	39.68	55.55
抽水蓄能储能	全球	GW	4.00	5.20	17.90	23.27	32.58	45.61
蓄热蓄冷储能	全球	GW	2.00	4.25	0.50	0.60	0.84	1.26
储能装机量	全球	GW	8.31	13.81	40.20	52.21	73.09	102.42
合金软磁材料用量需求	全球	万吨	0.17	0.28	0.80	1.04	1.46	2.05
合金软磁材料市场规模	全球	亿元	0.55	0.91	2.65	3.34	4.68	6.55

资料来源：公司公告，中国储能网，华源证券研究

图表 18: 全球新能源汽车市场空间测算

		单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源乘用车销量	中国	万辆	137	352	689	950	1149	1379
	全球	万辆	325	670	1082	1465	1797	2213
新能源汽车结构	400V纯电动		82%	80%	81%	65%	60%	55%
	800V纯电动		0%	0%	1%	5%	10%	15%
	混动		18%	20%	18%	30%	30%	30%
合金软磁材料单车用量	中国/全球	Kg	1.18	1.22	1.18	1.58	1.68	1.78
合金软磁材料用量需求	中国	万吨	0.16	0.43	0.81	1.50	1.93	2.45
	全球	万吨	0.38	0.82	1.27	2.32	3.02	3.94
合金软磁材料市场规模	中国	亿元	0.84	2.23	4.21	7.65	9.84	12.39
	全球	亿元	1.99	4.25	6.36	11.11	14.49	18.91

资料来源: 公司公告, CleanTechnica, iFinD, 199IT, 华源证券研究

图表 19: 全球充电桩市场空间测算

		单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
充电桩销量	中国	万台	20	50	179	250	450	650
	全球	万台	50	100	305	448	806	1165
新能源汽车结构	交流充电桩 (慢充)		62%	59%	57%	56%	55%	54%
	直流充电桩 (快充)		38%	41%	43%	44%	45%	46%
合金软磁材料单桩用量	中国/全球	Kg	3.30	3.46	3.59	3.64	3.70	3.76
合金软磁材料用量需求	中国	万吨	0.07	0.17	0.64	0.91	1.67	2.44
	全球	万吨	0.16	0.35	1.10	1.63	2.98	4.38
合金软磁材料市场规模	中国	亿元	0.34	0.90	3.34	4.64	8.49	12.34
	全球	亿元	0.86	1.80	5.48	7.83	14.32	21.02

资料来源: 公司公告, 华经产业研究院, 艾媒咨询, 华源证券研究

图表 20: 全球变频空调和 UPS 市场空间测算

		单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内空调销量	家用空调	亿台	1.45	1.56	1.53	1.70	1.77	1.84
	变频空调	亿台	0.75	1.04	1.04	1.20	1.27	1.32
全球空调销量	家用空调	亿台	1.60	1.70	1.64	1.82	1.90	1.97
	变频空调	亿台	0.83	1.13	1.11	1.29	1.36	1.42
合金软磁材料用量需求	中国	万吨	1.88	2.60	2.60	3.00	3.18	3.31
	全球	万吨	2.08	2.83	2.79	3.22	3.41	3.55
合金软磁材料市场规模	中国	亿元	5.25	5.46	5.46	6.30	6.68	6.95
	全球	亿元	5.82	5.95	5.85	6.75	7.16	7.45

		单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
UPS市场规模	全球	亿元	509	534	561	589	618	650
合金软磁材料用量需求	全球	万吨	2.30	2.41	2.53	2.66	2.79	2.94
合金软磁材料市场规模	全球	亿元	10.00	10.50	11.03	11.58	12.16	12.78

资料来源: 公司公告, 产业在线, iFinD, AVC, 华经产业研究院, 华源证券研究

图表 21: 全球合金软磁粉芯市场空间测算

		单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
用量需求	光伏	万吨	2.19	3.10	4.41	7.82	9.34	10.44
市场规模	光伏	亿元	7.22	10.23	14.56	25.01	29.88	33.42
用量需求	储能	万吨	0.17	0.28	0.80	1.04	1.46	2.05
市场规模	储能	亿元	0.55	0.91	2.65	3.34	4.68	6.55
用量需求	新能源汽车	万吨	0.38	0.82	1.27	2.32	3.02	3.94
市场规模	新能源汽车	亿元	1.99	4.25	6.36	11.11	14.49	18.91
用量需求	充电桩	万吨	0.16	0.35	1.10	1.63	2.98	4.38
市场规模	充电桩	亿元	0.86	1.80	5.48	7.83	14.32	21.02
用量需求	UPS	万吨	2.30	2.41	2.53	2.66	2.79	2.94
市场规模	UPS	亿元	10.00	10.50	11.03	11.58	12.16	12.78
用量需求	空调	万吨	2.08	2.83	2.79	3.22	3.41	3.55
市场规模	空调	亿元	5.82	5.95	5.85	6.75	7.16	7.45
用量需求	合计	万吨	7.28	9.79	12.91	18.68	23.01	27.30
市场规模	合计	亿元	26.43	33.64	45.94	65.62	82.69	100.14

资料来源: 公司公告, IEA PVPS, 国家能源局等, 华源证券研究

2.4 一体化布局打造强盈利能力, 双基地产能布局赋能远期成长

客户优势显著, 绑定头部客户深度拓展服务。公司自建立了覆盖下游产业链的营销策略, 凭借卓越的产品性能和稳定的供货能力, 与多家国内外知名头部企业建立了良好的合作, 如 ABB、比亚迪、华为、中兴、美的等。多年的用户需求数据积累同时支撑了公司在技术创新、市场拓展和品牌建设方面的持续发展, 通过与用户深度的技术合作, 不断增强用户粘性。

受益一体化布局, 打造强盈利能力。公司具备软磁粉末+合金软磁粉芯+电感元器件研发和生产能力, 使得相关产品具备更低的成本优势+更强的盈利能力+更完善的研发迭代能力。多年的技术积累和市场洞察使公司能够与客户及终端用户紧密合作, 通过材料和设计创新, 公司不断满足并创造用户需求, 协同合作模式更有效控制成本和品质, 确保产品在性能、成本效益和市场竞争方面的优势, 并持续打开应用领域。

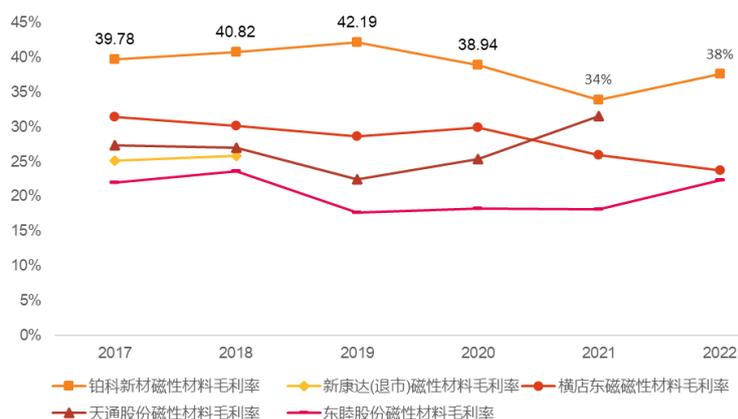
产能双基地布局，赋能远期成长。公司实行惠东+河源双生产基地布局，其中惠东通过技改升级产能有望达 3 万吨以上；河源基地新建年产能 2 万吨项目，于 2023 年进入产能爬坡阶段，预计将于 2024、2025 年达到满产状态。

图表 22：公司绑定优质头部客户



资料来源：公司公告，华源证券研究

图表 23：公司产品盈利能力较强



资料来源：各公司公告，华源证券研究

3. 芯片电感：一体化延伸赋能电力到电子赛道，AI 算力打开芯片电感需求空间

3.1 芯片电感实现高功率密度，替代传统铁氧体，打开 AI 算力应用

独创工艺自研芯片电感，打开新应用场景。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，适用开关频率可达 500kHz~10MHz，结合独创的高压成型结合铜铁共烧工艺，制备出具有更高效率、小体积、高可靠性及大功率的芯片电感产品，推动供芯片供电模块向小型化、高功率化方向发展，同时完成了公司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。

芯片电感性能优异，受益算力产业需求加速。随着芯片制程的微型化，对芯片电感的要求日益提高，金属软磁材料的芯片电感以其低电压、大电流、小体积的优势，有望成为未来大算

力应用的主流选择。5G、AI 和 IOT 技术的兴起，推动了算力需求向边缘和终端下沉，进一步增加了对大算力芯片及其电感元件的需求。

图表 24：公司芯片电感产业链图



资料来源：公司公告，华源证券研究

3.2 市场空间测算：百亿级潜在替代空间，5 年 CAGR 有望达 45%

一体化延伸赋能公司由电力到电子赛道，AI 算力打开芯片电感需求空间。 芯片电感为公司一体化延伸的自研新品，对比传统材料具备高功率+小型化优势，有望充分受益电子行业高功率密度趋势及 AI 算力产业趋势。

市场空间测算：根据我们的测算，2022-2027 年潜在高算力芯片电感市场空间预计对应 7.1/11.5/15.7/25.0/32.4/40.6 亿元，5 年 CAGR 达 41.6%。其中，GPU 为公司重要下游应用，AI 产业趋势推动产品需求持续加速，根据测算我们预计 2022-2027 年芯片电感在 AI 服务器的市场空间有望达 1.0/1.9/3.8/7.1/10.2/12.4 亿元，5 年 CAGR 达 66.9%。

图表 25：高算力芯片电感潜在市场空间测算

		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
芯片电感总需求	亿颗	167	177	189	202	216	241	263
芯片电感市场空间	亿元	88.80	94.79	102.09	111.43	122.15	138.77	154.35
潜在高算力芯片电感市场空间	亿元	6.74	7.13	11.52	15.74	25.01	32.36	40.58
智能手机用芯片电感	亿颗	141.5	153.6	163.6	174.0	185.1	203.1	217.5
智能手机出货量	亿台	13.55	13.96	14.45	14.95	15.48	16.12	16.73
5G渗透率	%	43%	50%	54%	58%	62%	70%	75%
5G手机电感单位用量	颗/台	15	15	15	15	15	15	15
非5G手机电感单位用量	颗/台	7	7	7	7	7	7	7
5G手机电感用量	亿颗	87	105	117	130	144	169	188
非5G手机电感用量	亿颗	54	49	47	44	41	34	29
智能手机电感单价	元/颗	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
市场空间	亿元	70.73	76.78	81.79	87.01	92.57	101.56	108.75
其中：高算力芯片电感市场空	亿元	2.83	3.07	3.27	3.48	7.41	8.12	8.70
PC用芯片电感	亿颗	24	20	23	26	27	33	39
PC出货量	亿台	3.58	3.10	3.20	3.40	3.50	4.03	4.63
高功率GPU渗透率	%	5%	5%	10%	13%	15%	18%	21%
中功率GPU渗透率	%	45%	45%	40%	38%	35%	33%	29%
高功率PC单位电感用量	颗/台	20	20	20	20	20	20	20
中功率PC单位电感用量	颗/台	8	8	8	8	8	8	8
低功率PC单位电感用量	颗/台	4	4	4	4	4	4	4
高功率PC用电感	亿颗	4	3	6	9	11	14	19
中功率PC用电感	亿颗	13	11	10	10	10	10	11
低功率PC用电感	亿颗	7	6	6	7	7	8	9
高功率PC用电感单价	元/颗	1	1	1	1	1	1	1
中功率PC用电感单价	元/颗	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
低功率PC用电感单价	元/颗	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
市场空间	亿元	16.18	14.01	16.77	19.04	20.86	25.44	31.59
其中：高算力芯片电感市场空	亿元	3.58	3.10	6.40	8.50	10.50	14.09	19.44
服务器用芯片电感	亿颗	1.67	3.35	2.30	2.88	3.98	5.01	5.72
服务器出货量	万台	876	1710	986	1003	1053	1128	1152
AI服务器占比	%	1%	2%	5%	10%	15%	20%	24%
AI服务器出货量	万台	9	26	49	100	158	226	276
AI服务器单位电感用量	颗/台	125	125	125	125	150	150	150
传统服务器单位电感用量	颗/台	18	18	18	18	18	18	18
AI服务器用电感	亿颗	0.11	0.32	0.62	1.25	2.37	3.38	4.15
传统服务器用电感	亿颗	1.56	3.03	1.69	1.62	1.61	1.62	1.58
AI服务器用电感单价	元/颗	3	3	3	3	3	3	3
传统服务器用电感单价	元/颗	1	1	1	1	1	1	1
市场空间	亿元	1.89	3.99	3.53	5.38	8.72	11.78	14.01
其中：高算力芯片电感市场空	亿元	0.33	0.96	1.85	3.76	7.11	10.15	12.44

资料来源：公司公告，中国信息通信研究院，中国电子元件行业协会，IDC，华经情报网，TrendForce，艾瑞网，华源证券研究（PC 芯片电感以搭载低中高功率 GPU 为假设，用量假设为 GPU 芯片电感用量）

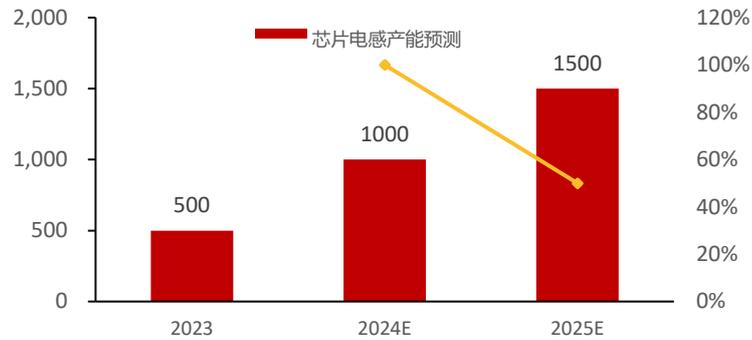
3.3 产品+产能+激励三重布局，有望打造新主营业务

产品认证方面，公司已取得多家国际知名芯片厂商的验证和认可，于 23 年下半年进入大批量生产交付阶段。

产能布局方面，截至 2023 年报告期内公司已实现产能 500 万片/月，将持续加速自动化生产线建设，根据市场需求 24 年有望继续扩充至 1000-1500 万片/月。我们认为，软磁粉芯聚焦于新能源发电领域，芯片电感的拓展实现了从电力到电子的跨越，AI 算力产业趋势下公司产能的积极布局有望接力新能源景气度打开公司的第二成长极。

团队激励方面，公司与核心员工持股平台共同投资设立了控股子公司惠州铂科新感技术有限公司，通过打造独立法人平台，积极优化资源配置，提升公司产品的行业竞争力，并赋能芯片电感业务的长期发展。

图表 26：公司芯片电感产能及预测（万片/月）



资料来源：公司公告，华源证券研究

4. 盈利预测与估值

作为国内合金软磁粉芯龙头，站稳光储新能源高景气赛道，芯片电感有望打开第二成长极。我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.3/18.8/26.4 亿元，归母净利润分别为 3.4/4.3/6.0 亿元。

图表 27：营收预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
合金软磁粉芯				
收入 (百万元)	1026.30	1229.62	1466.94	2145.43
成本 (百万元)	626.45	767.47	916.23	1350.30
毛利 (百万元)	399.85	462.15	550.71	795.13
毛利率 (%)	39%	38%	38%	37%
磁性电感元器件				
收入 (百万元)	100.00	300.00	405.00	477.90
成本 (百万元)	57.80	159.00	210.60	248.51
毛利 (百万元)	42.20	141.00	194.40	229.39
毛利率 (%)	42%	47%	48%	48%
合金软磁粉				
收入 (百万元)	27.11	52.50	70.00	105.00
成本 (百万元)	12.53	22.50	22.50	23.50
毛利 (百万元)	14.58	30.00	47.50	81.50
毛利率 (%)	54%	50%	50%	50%
其他营业				
收入 (百万元)	237.00	200.00	200.00	201.00
成本 (百万元)	126.16	59.23	59.23	59.23
毛利 (百万元)	110.84	140.77	140.77	141.77
毛利率 (%)	47%	50%	50%	150%
合计				
收入 (百万元)	1158.52	1584.12	1943.94	2730.34
成本 (百万元)	699.63	949.56	1149.92	1622.90
毛利 (百万元)	458.89	634.56	794.02	1107.44
毛利率 (%)	40%	40%	41%	41%

资料来源：公司公告，华源证券研究

我们选取东睦股份、龙磁科技、顺络电子作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 23/18/14x。作为国内软磁材料赛道一体化龙头企业，充分受益新能源赛道高景气度传导，盈利能力长期领先同行。同时，公司芯片电感业务从 0 到 1 产能持续放量，有望打开算力赛道的第二成长极，该业务有望享受更高的成长性和一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表（盈利预测采用 Wind 一致预期，截至 2024 年 5 月 7 日）

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	利润 (亿元)			估值PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600114.SH	东睦股份	95.35	3.96	5.17	6.40	24.09	18.45	14.91
300835.SZ	龙磁科技	29.54	1.43	1.75	2.30	20.70	16.89	12.83
002138.SZ	顺络电子	214.32	8.94	11.27	13.76	23.97	19.02	15.57
	平均值					22.92	18.12	14.44
300811.SZ	铂科新材	113.09	3.41	4.35	6.03			

资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

5. 风险提示

需求波动风险：合金软磁粉芯需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：公司合金软磁粉芯和芯片电感项目处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

原材料波动风险：公司主要产品的原材料为大宗金属，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

新业务拓展不及预期风险：芯片电感作为新产品方向，客户拓展和市场销售若不及预期可能会影响其投产进度，进而影响公司远期经营增长。

市场空间测算偏差风险：行业市场规模测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在行业市场规模不及预期的风险。

图表 29：财务摘要

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	166.31	231.05	429.43	661.32	930.37
应收票据及应收	522.51	538.87	767.78	893.63	1,399.17
预付账款	19.65	17.95	26.68	30.18	48.08
存货	144.23	217.84	199.89	340.30	397.87
其他	363.07	187.75	156.24	147.42	156.09
流动资产合计	1,215.76	1,193.45	1,580.02	2,072.85	2,931.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	538.29	715.31	648.78	582.24	515.71
在建工程	130.58	121.60	121.60	121.60	121.60
无形资产	32.67	46.68	45.77	44.87	43.96
其他	331.28	434.68	373.31	388.77	375.71
非流动资产合计	1,032.82	1,318.27	1,189.45	1,137.48	1,056.97
资产总计	2,248.59	2,511.72	2,769.48	3,210.33	3,988.55
短期借款	50.02	55.02	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付	162.64	131.16	227.41	222.81	401.32
其他	142.59	86.95	91.37	84.08	89.62
流动负债合计	355.25	273.13	318.79	306.89	490.93
长期借款	97.82	93.53	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	166.18	237.25	201.72	219.48	210.60
非流动负债合计	264.01	330.78	201.72	219.48	210.60
负债合计	619.49	604.35	520.50	526.37	701.53
少数股东权益	0.00	6.04	6.17	6.36	6.58
股本	109.86	198.81	198.81	198.81	198.81
资本公积	859.06	808.67	808.67	808.67	808.67
留存收益	660.17	893.86	1,235.32	1,670.13	2,272.96
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,629.09	1,907.37	2,248.97	2,683.97	3,287.02
负债和股东权益	2,248.59	2,511.72	2,769.48	3,210.33	3,988.55

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1065.68	1158.52	1529.36	1876.75	2635.97
营业成本	664.52	699.64	916.74	1110.18	1566.81
营业税金及附加	7.09	9.73	0.00	0.00	30.84
销售费用	24.25	20.76	42.82	52.55	73.81
管理费用	64.15	68.04	85.64	101.34	142.34
研发费用	64.48	74.71	84.12	103.22	144.98
财务费用	27.05	13.58	18.53	22.74	31.94
资产/信用减值损失	(10.80)	(0.77)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
公允价值变动收益	1.16	0.02	0.40	0.53	0.32
投资净收益	5.27	2.38	2.50	2.50	2.50
其他	(0.06)	(24.90)	(8.05)	(9.32)	(41.98)
营业利润	218.58	295.31	390.46	497.07	688.04
营业外收入	0.31	0.26	0.10	0.10	0.10
营业外支出	5.53	4.83	2.38	2.86	2.86
利润总额	213.35	290.74	388.18	494.31	685.29
所得税	20.29	35.15	46.58	59.32	82.23
净利润	193.06	255.60	341.60	434.99	603.05
少数股东损益	0.00	(0.18)	0.13	0.19	0.22
归属于母公司净利润	193.06	255.77	341.47	434.81	602.83
每股收益(元)	0.97	1.29	1.72	2.19	3.03

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	193.06	255.60	341.47	434.81	602.83
折旧摊销	44.92	69.19	67.44	67.44	67.44
财务费用	26.30	13.90	18.53	22.74	31.94
投资损失	(5.27)	(2.38)	(2.50)	(2.50)	(2.50)
营运资金变动	(311.78)	(230.89)	(103.15)	(270.54)	(401.44)
其它	47.60	55.93	0.53	0.71	0.54
经营活动现金流	(5.17)	161.35	322.32	252.66	298.81
资本支出	228.39	170.04	35.53	(17.77)	8.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(655.16)	(209.79)	19.59	19.74	(6.70)
投资活动现金流	(426.77)	(39.74)	55.12	1.97	2.18
债权融资	60.27	(37.94)	(179.06)	(22.74)	(31.94)
股权融资	444.04	38.56	0.00	0.00	0.00
其他	(58.46)	(79.50)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	445.85	(78.89)	(179.06)	(22.74)	(31.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	13.92	42.72	198.38	231.89	269.05

资料来源：公司公告，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数