

2024年04月26日

证券研究报告·2023年报及2024一季报点评

铂科新材 (300811) 新材料/有色金属

持有 (下调)

当前价: 56.87元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 芯片电感业务超预期，光伏市场有望回暖

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年报及 2024Q1 季报, 23 年实现收入 11.6 亿元, 同比 +8.7%, 实现扣非净利润 2.4 亿元, 同比 +29.6%; 24Q1 实现收入 3.4 亿元, 同比 +15.3%, 实现扣非净利润 0.7 亿元, 同比 +5.1%。
- **光伏需求放缓拖累 23 年营收增长, 芯片电感超预期支持业绩高增。** 分业务看, 23 年公司软磁粉芯实现营收 10.3 亿元, 同比 +0.4%, 低于预期, 主要原因是 23 年海外分布式光伏装机不及预期, 拖累逆变器出货量所致。24Q1 公司营收同比 +15.3%, 考虑到软磁粉芯收入占比近 88.6%, 同时 23Q1 营收基数较高, 综合判断应为光伏逆变器粉芯需求回暖所致。23 年磁性电感元器件实现营收 1.0 亿元, 同比 +406.5%, 主要是用于 AI 芯片领域的芯片电感大规模量产拉动所致, 依据年报披露, 公司已与美国 MPS、英飞凌及其他 GPU 厂商建立合作, 我们判断 24 年伴随 AI 需求的持续高增, 公司芯片电感业务有望保持高增长趋势。
- **毛净利率持续提升, 粉芯电感毛利率双增。** 23 年公司综合毛利率 39.6%, 同比 +2.0pp; 净利率 22.1%, 同比 +3.9pp。分项业务盈利能力上, 23 年粉芯业务毛利率 39.0%, 同比 +1.2pp, 显示虽然光伏需求增速放缓, 但粉芯毛利率依然保持增长, 判断为产品结构改善所致。23 年磁性电感业务毛利率 42.2%, 较 21 年 +22.4pp, 判断为高盈利能力的 AI 芯片电感业务拉动所致。24Q1 综合毛利率 37.9%, 同比 -3.0pp, 判断为公司粉芯新产能投放后, 低毛利率业务及光伏业务占比回升所致。费用率方面, 23 年销售费用率 1.8%, 同比 -0.5pp; 管理费用率 (不含研发费用) 5.9%, 同比 -0.2pp; 研发费用率 6.5%, 同比 +0.4pp, 财务费用率 1.2%, 同比 -1.4pp。显示公司销售管理效率有所提高, 研发投入持续增长, 为公司长期竞争力夯实基础。
- **经营性现金流改善, 收益质量大幅提升。** 23 年公司经营性现金流净额 1.6 亿元, 对比 22 年报的负值大幅提升, 判断原因为芯片电感业务现金结算为主, 大幅改善了公司总体经营性现金流水平。23 年公司现金收入比为 76.4%, 同比 +23.7pp。24Q1 现收比 57.7%, 同比 -9.3pp, 判断或为光伏收入占比回暖提升所致。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.57 元、2.15 元、2.99 元, 对应动态 PE 分别为 36 倍、26 倍、19 倍。公司第二成长曲线芯片电感业务需求高景气, 盈利能力优秀, 看好在 AI 长线需求拉动下的盈利弹性, 考虑到目前股价相对 24 年盈利预测 36 倍, 下调至“持有”评级。
- **风险提示:** AI 芯片出货不及预期、光伏需求不及预期、市场竞争加剧致利润率下滑等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,159	1,486	1,936	2,601
增长率	8.71%	28.25%	30.30%	34.34%
归属母公司净利润 (百万元)	256	312	427	594
增长率	32.48%	22.11%	36.62%	39.18%
每股收益 EPS (元)	1.29	1.57	2.15	2.99
净资产收益率 ROE	13.45%	14.06%	16.11%	18.32%
PE	41	36	26	19
PB	5.53	5.04	4.23	3.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮

执业证号: S1250522070001

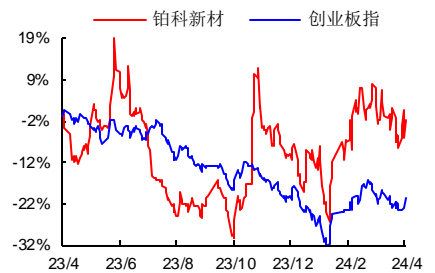
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

分析师: 黄腾飞

执业证号: S1250523070010

邮箱: htengf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.99
流通 A 股(亿股)	1.62
52 周内股价区间(元)	39.58-105.48
总市值(亿元)	112.06
总资产(亿元)	25.97
每股净资产(元)	9.96

### 相关研究

1. 铂科新材 (300811): 光伏新能源需求致量价齐升, 23Q1 业绩超预期 (2023-04-26)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司磁性电感元器件由于 AI 需求的强劲带动，2024-2026 年销量增速分别为 140.00%、100.00%、100.00%，且价格保持稳定。毛利率 24 年开始由于高毛利率的 AI 芯片电感占磁性电感元器件比例大幅提升而有所上升，后续保持稳定，2024-2026 年分别为 45.00%，45.00%，45.00%。

假设 2：合金软磁粉由于公司气雾化产能的释放，预计 2024-2026 销量增速为 19.99%、5.01%、5.01%，且价格保持稳定。相应毛利率为 53.78%、53.78%、53.78%。

假设 3：合金软磁粉芯 24 年预计随着光伏储能需求的回暖，增速有所回升，后续由于基数变大，增速预计平稳下降。预计 2024-2026 年销量增速分别为 17.28%、16.78%、12.09%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
磁性电感元件	收入	102.74	246.58	493.15	986.3
	增速	406.47%	140.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	42.19%	45.00%	45.00%	45.00%
合金软磁粉	收入	27.11	32.53	34.16	35.87
	增速	34.29%	19.99%	5.01%	5.01%
	毛利率	53.78%	53.78%	53.78%	53.78%
合金软磁粉芯	收入	1,026.30	1,203.65	1,405.68	1,575.61
	增速	0.41%	17.28%	16.78%	12.09%
	毛利率	38.96%	37.00%	37.00%	37.00%
其他业务	收入	2.37	3.04	3.04	3.04
	增速		28.50%	0.00%	0.00%
	毛利率	46.77%	46.77%	46.77%	46.77%
合计	收入	1,158.52	1,485.80	1,936.03	2,600.82
	增速	8.71%	28.25%	30.30%	34.34%
	毛利率	39.61%	38.72%	39.35%	40.28%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.85 亿元 (+28.3%)、19.36 亿元 (+30.3%) 和 26 亿元 (+34.3%)，归母净利润分别为 3.1 亿元 (+22.1%)、4.3 亿元 (+36.6%)、5.9 亿元 (+39.2%)，EPS 分别为 1.57 元、2.15 元、2.99 元，对应动态 PE 分别为 36 倍、26 倍、19 倍。

综合考虑业务范围，选取了软磁材料行业 3 家上市公司作为估值参考。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600114.SH	东睦股份	95.35	15.47	0.32	0.64	0.84	1.04	48.18	24.09	18.45	14.91
688786.SH	悦安新材	30.77	35.95	0.93	1.46	1.91	2.92	38.52	24.66	18.87	12.31
688190.SH	云路股份	94.85	79.04	2.77	3.23	3.96	4.93	28.57	24.49	19.96	16.04
平均值								38.42	24.41	19.09	14.42
300811.SZ	铂科新材	113.09	56.87	1.29	1.57	2.15	2.99	44.09	36.22	26.45	19.02

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 44 倍，行业平均值为 38 倍。考虑到公司软磁行业龙头企业，高利润率的 AI 芯片电感业务具备广阔的需求空间，看好利润端未来的弹性释放，考虑到目前股价相对 24 年盈利预测 36 倍，下调至“持有”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,159	1,486	1,936	2,601	净利润	256	312	427	594
营业成本	700	911	1,174	1,553	折旧与摊销	86	120	153	193
营业税金及附加	10	11	15	20	财务费用	14	6	7	7
销售费用	21	30	39	55	资产减值损失	1	15	15	13
管理费用	68	91	118	161	经营营运资本变动	-188	-130	-206	-311
财务费用	14	2	4	4	其他	-7	-9	-9	-12
资产减值损失	0	3	5	7	<b>经营活动现金流净额</b>	161	314	386	484
投资收益	2	5	6	8	资本支出	-177	-417	-392	-379
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	137	-8	6	8
其他经营损益	19	13	25	31	<b>投资活动现金流净额</b>	-40	-425	-385	-371
<b>营业利润</b>	295	352	480	670	短期借款	5	3	6	5
其他非经营损益	-5	0	0	0	长期借款	-4	0	0	0
<b>利润总额</b>	291	352	480	670	股权融资	18	8	0	0
所得税	35	39	54	76	支付股利	-27	-6	-7	-7
净利润	256	312	427	594	其他	-70	0	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	<b>筹资活动现金流净额</b>	-79	4	-0	-2
归属母公司股东净利润	256	312	427	594	<b>现金流量净额</b>	45	-106	1	111
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	231	125	126	237	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	557	671	837	1,081	销售收入增长率	8.71%	28.25%	30.30%	34.34%
存货	218	253	326	431	营业利润增长率	35.11%	19.07%	36.63%	39.39%
其他流动资产	43	43	43	43	净利润增长率	32.48%	22.11%	36.62%	39.18%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	32.49%	21.63%	34.76%	35.92%
投资性房地产	7	6	6	5	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	837	1,052	1,207	1,318	毛利率	39.61%	38.72%	39.35%	40.28%
无形资产和开发支出	47	55	63	72	三费率	8.84%	8.23%	8.31%	8.47%
其他非流动资产	129	143	143	143	净利率	22.06%	21.01%	22.03%	22.82%
<b>资产总计</b>	2,512	2,923	3,443	4,155	ROE	13.45%	14.06%	16.11%	18.32%
短期借款	55	58	65	70	ROA	10.18%	10.69%	12.39%	14.29%
应付和预收款项	131	184	240	312	ROIC	11.76%	12.11%	14.22%	16.49%
长期借款	94	94	94	94	EBITDA/销售收入	33.59%	31.86%	32.95%	33.33%
其他负债	325	360	391	432	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	604	696	789	908	总资产周转率	0.49	0.55	0.61	0.68
股本	199	199	199	199	固定资产周转率	1.85	1.77	1.84	2.16
资本公积	809	816	816	816	应收账款周转率	2.78	3.36	3.61	3.88
留存收益	894	1,206	1,633	2,227	存货周转率	3.86	3.87	4.06	4.10
归属母公司股东权益	1,901	2,221	2,648	3,242	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	6	6	6	6	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1,907	2,227	2,654	3,247	资产负债率	24.06%	23.80%	22.92%	21.84%
负债和股东权益合计	2,512	2,923	3,443	4,155	带息债务/总负债	59.72%	52.37%	46.99%	41.43%
					流动比率	4.36	3.53	3.41	3.60
					速动比率	3.34	2.65	2.53	2.71
					股利支付率	15.55%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	389	473	638	867	每股收益	1.29	1.57	2.15	2.99
PE	41	36	26	19	每股净资产	9.56	11.17	13.32	16.30
PB	6	5	4	3	每股经营现金	0.81	1.58	1.94	2.43
PS	9	8	6	4	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	27	24	18	13					
股息率	0.38%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---