

新莱福(301323)

报告日期: 2025年01月19日

创新材料陆续放量, 平台实力日益彰显

——新莱福金股推荐

投资要点

□ 一句话核心推荐逻辑:

新莱福致力于打造磁电材料创新应用平台型公司, 无铅辐射防护材料进入成长期, 多种培育期新材料前景广阔, 将驱动盈利和估值上行。

□ 赛道β和公司α如何看?

赛道β: 1) 公司的无铅辐射防护材料处于核技术应用赛道。我国已发布《核技术应用产业高质量发展三年行动方案(2024-2026年)》, 要求推动核技术在国民经济领域更快、更好、更广的深度融合。核技术应用的同时必然带来辐射防护材料的需求。2) 公司的电子陶瓷元件、钐铁氮稀土永磁材料的下游应用广泛, 例如新能源、汽车电子、机器人等, 尤其机器人、汽车电子均处于快速发展期。

公司α: 公司是一家新材料研发应用企业, 使用新材料替代已经成熟应用的传统材料, 获得远超行业的增长。例如, 公司的无铅辐射防护材料可替代传统含铅或含贵金属的辐射防护材料, 公司钐铁氮稀土永磁材料可在部分领域替代传统钕铁硼材料。

□ 主要的预期差在哪里?

市场认为: 公司的吸附功能材料、电子陶瓷材料, 所处行业成熟, 竞争激烈, 增长缓慢。而公司新产品辐射防护材料的规模较小, 应用前景不明朗。

我们认为: 公司定位是一家创新材料平台型公司, 研发能力强, 磁吸材料和电子陶瓷元件是其已经成功发展的产品, 与此同时, 公司研发储备了多种创新材料, 处于不同发展阶段。无铅辐射防护材料已进入成长期, 钐铁氮、吸波材料等即将产业化, 随着这些新材料规模增长, 公司在成长速度和空间上均有望超预期。

□ 潜在的催化剂: 产品研发顺利推进; 产品开拓新客户; 产品进入新领域

□ 盈利预测与估值

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为1.5、1.9、2.5亿元, 分别同比增长10%、25%、35%。对应PE分别为28、22、17倍。考虑公司在辐射防护材料、钐铁氮等创新材料领域具备竞争优势, 市场前景广阔, 给予2025年30倍PE, 对应目标价53.91元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

□ 风险提示

贸易摩擦风险; 上游原材料价格波动风险; 产品研发风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 钟凯锋
执业证书号: S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

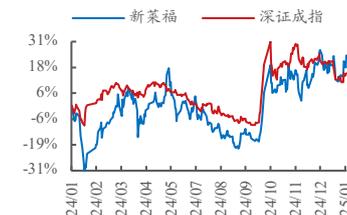
分析师: 宋伟
执业证书号: S1230523110001
songwei@stocke.com.cn

研究助理: 杨世祺
yangshiqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥40.03
总市值(百万元)	4,200.06
总股本(百万股)	104.92

股票走势图



相关报告

1 《打造磁材应用平台, 无铅辐射防护迎来放量》2024.12.02

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	771	890	1064	1314
(+/-) (%)	8%	15%	20%	24%
归母净利润	138	151	189	254
(+/-) (%)	8%	10%	25%	35%
每股收益(元)	1.32	1.44	1.80	2.42
P/E	30	28	22	17
ROE (%)	9%	7%	9%	11%

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 新莱福：专注粉体研发的创新型材料公司	4
1.1 公司高管专业技术背景深厚，高管和员工持股比例较高	4
1.2 成熟产品稳健增长，成长和培育产品带来业绩和估值弹性	5
1.3 商业模式：公司为材料或器件供应商	7
1.4 竞争格局：公司多处于细分行业龙头	7
2 赛道 β 研判：核技术应用加快，无铅化辐射防护渗透率提升	9
2.1 辐射防护材料的景气度变化：核技术应用发展加快	9
2.2 辐射防护材料的发展阶段：医疗/安检/核工业等多领域加快应用拓展	9
2.3 辐射防护材料的驱动逻辑：向无铅化、轻量化加快发展	12
3 公司 α 分析：“技术领先+国内稀缺”两个趋动因素	13
3.1 公司的市场地位：无铅辐射防护材料领域全球领先	13
3.2 核心竞争壁垒：强大的研发能力	14
3.3 公司业绩增长有望加速，进入新一轮高增长阶段	14
3.4 公司 α 分析：源于创新性，用新材料代替传统材料或创造新需求	15
4 未来主要预期差在哪？	17
4.1 市场预期	17
4.2 最重要预期差	17
4.3 与众不同的认识	17
5 股价上涨由何驱动？	17
5.1 预期差的跟踪检验指标	17
5.2 驱动股价上涨的催化剂	17
6 盈利预测与投资建议	17
7 风险提示	19

图表目录

图 1: 公司股权结构(截至 2024 三季度).....	4
图 2: 公司吸附能材料产业链结构及其主要产品.....	5
图 3: 电子陶瓷材料及应用领域.....	6
图 4: 其他功能材料分类及应用.....	6
图 5: 钐铁氮应用领域.....	7
图 6: 公司定位于粉体材料制造商, 与下游客户建立买断式的销售模式.....	7
图 7: 根据所含材料, 含铅屏蔽材料占比 63%(2023 年).....	9
图 8: 根据物理性质, 高能射线防护材料分为刚性和柔性.....	9
图 9: 介入手术辐射来自 X 光机, 影响医生和病人健康.....	10
图 10: 介入手术辐射防护相关措施.....	10
图 11: 2013-2023 年中国 PCI 数量年复合增长率 14%.....	10
图 12: 各国 2020 年前后 PCI 介入手术总量(万台).....	10
图 13: 按临床用途分为断用放射性药物和治疗用放射性药物.....	11
图 14: 全球核药市场规模及预测(亿美元).....	11
图 15: 过地铁安检掀铅帘, 辐射相当于直接照 X 光.....	11
图 16: 公司自主研发的安检机无铅防护帘.....	11
图 17: 安检涉及的主要行业及占比(2022 年).....	12
图 18: 中国 X 射线检测设备市场规模(亿元).....	12
图 19: 中国核电产业链.....	12
图 20: 公司的核能 γ 射线防护材料.....	13
图 21: 公司的核能 γ 射线防护用品.....	13
图 22: 公司营业收入增长率有望加快.....	15
图 23: 公司净利润增长率有望加快.....	15
图 24: 预计 2024-2026 辐射防护材料占比提升.....	15
图 25: 公司盈利能力有望不断提升.....	15
图 26: 公司的无铅辐射防护材料增长迅猛.....	16
图 27: 铅、特制铅、无铅三种材料的屏蔽效果对比.....	16
图 28: 辐射防护的主要原材料价格走势(万元/吨).....	16
表 1: 公司高管介绍.....	4
表 2: 磁性材料行业内主要企业(2023 年).....	7
表 3: 电子陶瓷元件行业内主要企业(2023 年).....	8
表 4: 医疗和安检领域以 X 射线防护为主, 主流无铅防护材料为铋、铊等.....	8
表 5: 《核技术应用产业高质量发展三年行动方案(2024—2026 年)》对核技术发展及应用的相关要求.....	9
表 6: 欧盟 RoHS 2 对含铅辐射防护材料的豁免情况(截至 2024 年 12 月).....	12
表 7: 医疗和安检领域以 X 射线防护为主, 主流无铅防护材料为铋、铊等.....	13
表 8: 核辐射防护服重量及防护能力对比.....	14
表 9: 公司主要产品营收及毛利率.....	18
表 10: 可比上市公司的股价、市值、归母净利润、PE.....	19
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 新莱福：专注粉体研发的创新型材料公司

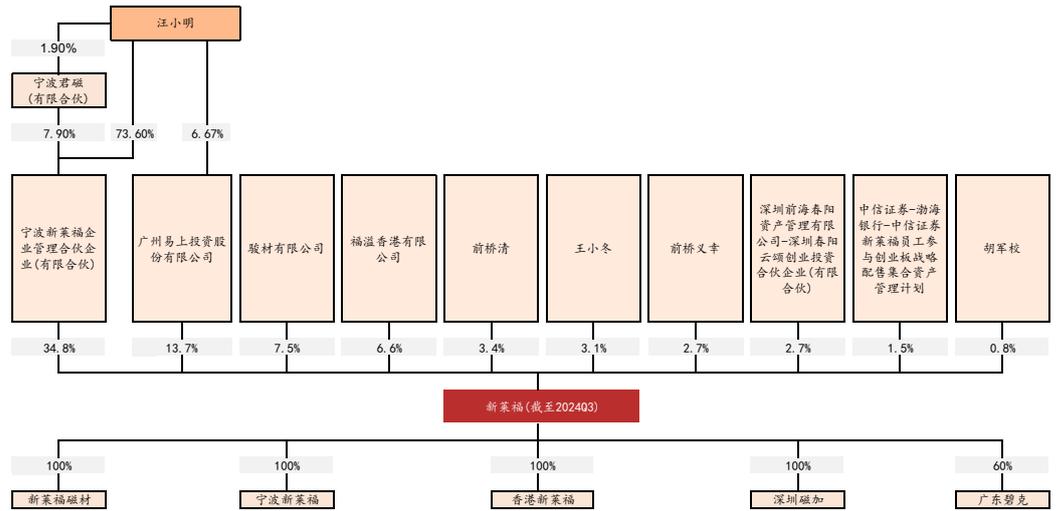
公司成立于1998年，位于广东省广州市，2023年创业板上市，实际控制人是汪小明先生。公司基于粉体研究，布局了磁性吸附功能材料、电子陶瓷材料、其他功能材料等产品，应用于吸附式广告展示、消费电子、辐射防护等领域。公司注重核心技术积累，自主设计并建设了多个自动化生产平台，是功能材料领先厂商之一。

1.1 公司高管专业技术背景深厚，高管和员工持股比例较高

股权结构：高管与员工持股比例较高。汪小明先生持有公司27%股权，为公司实际控制人；新莱福企业管理持股比例为35%，为高管持股平台；广州易上投资持股比例14%，为员工持股平台；中信证券新莱福员工参与创业板战略配售集合资产管理计划，系公司为高管、核心员工参与公司IPO战略配售设立的专项资产管理计划，持股比例为1.5%。综合来看，公司实控人、高管团队、核心员工等合计持股比例超50%。

骏材有限公司、福溢香港有限公司均为香港股东，持股比例分别为7.5%、6.6%；前桥清与前桥义幸为父子关系，均为日本股东，持股比例分别为3.4%、2.7%；

图1：公司股权结构(截至2024三季度)



资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

公司高管专业技术背景强。公司董事长汪小明先生，硕士生学历，正高级工程师，广州市高层次人才，曾任广东省钢铁研究所所长；总经理王学钊先生，本科学历，正高级工程师，广州市产业发展和创新人才，长期从事电子陶瓷材料、新型功能材料研发与企业管理，曾任广东省钢铁研究所检测工程师、公司压敏电阻厂厂长等；林珊女士任公司董事、副总经理，高级工程师，曾任广东省钢铁研究所助理工程师。

表1：公司高管介绍

公司董事会成员	职务	简介
汪小明	董事长	正高级工程师，享受国务院特殊津贴，广州市第十五届人民代表大会代表，广州市高层次人才。曾任广东省钢铁研究所所长；现任广州易上董事长、金南公司董事长等。
刘磊	董事	现在任骏材磁业、骏材有限董事长；世拓有限董事长；磁石有限董事长；东莞中世拓董事长；INA Living Ltd 董事长；AIC Group Ltd 董事长；AIC Engineering Ltd 董事长；骏材科技董事长。
王学钊	董事、总经理	正高级工程师，广州市产业发展和创新人才——产业高端人才、广东工业大学轻工化工学院硕士研究生答辩委员会委员，长期从事电子陶瓷材料、新型功能材料研发与企业管理。曾任广东省钢铁研究所检测工程师、公司压敏电阻厂厂长、监事、常务副总经理等。
林珊	董事、副总经理	高级工程师，曾任广东省钢铁研究所助理工程师

资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.2 成熟产品稳健增长，成长和培育产品带来业绩和估值弹性

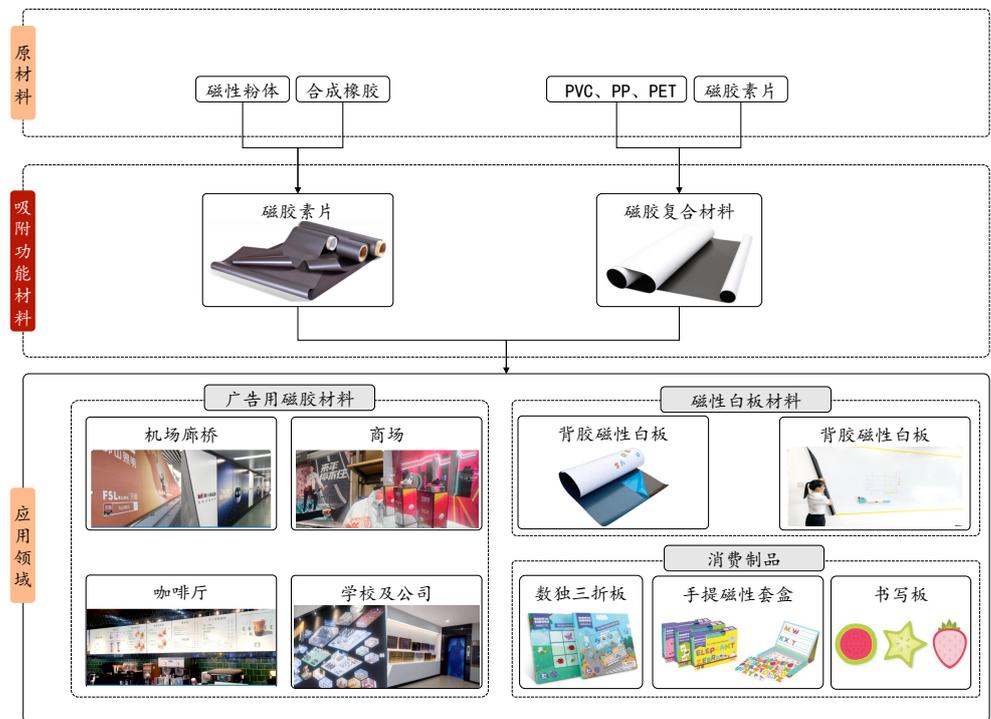
公司定位是一家创新材料平台型公司，产品线较多，处于不同发展阶段。总结而言，1) 成熟产品线：磁胶材料、电子陶瓷元件，技术和应用成熟，公司市场地位较高，预期稳健增长；2) 成长产品线：无铅辐射防护材料等，公司技术领先，产品性价比高，收入正快速增长，预期未来保持高速增长；3) 培育产品线：钕铁氮稀土永磁材料等，公司技术领先，但应用端尚处于初期阶段，未来前景广阔。

(1) 吸附功能材料：磁胶材料稳健成长

公司的吸附功能材料聚焦在粘结铁氧体（橡胶磁）领域，产品分为磁胶素片、磁胶复合材料，应用于广告展示、办公教育、装修装饰、玩具工艺品、消费制品等领域。

- **磁胶素片**：由磁性粉体与合成橡胶共混、成型制成的柔性材料。由于加入了磁性粉体，磁胶素片可稳固的吸附于铁磁性材料表面。
- **磁胶复合材料**：磁胶素片与 PVC、PP、PET 等裱覆物复合而成的材料。

图2：公司吸附能材料产业链结构及其主要产品



资料来源：公司公告、公司官网、浙商证券研究所

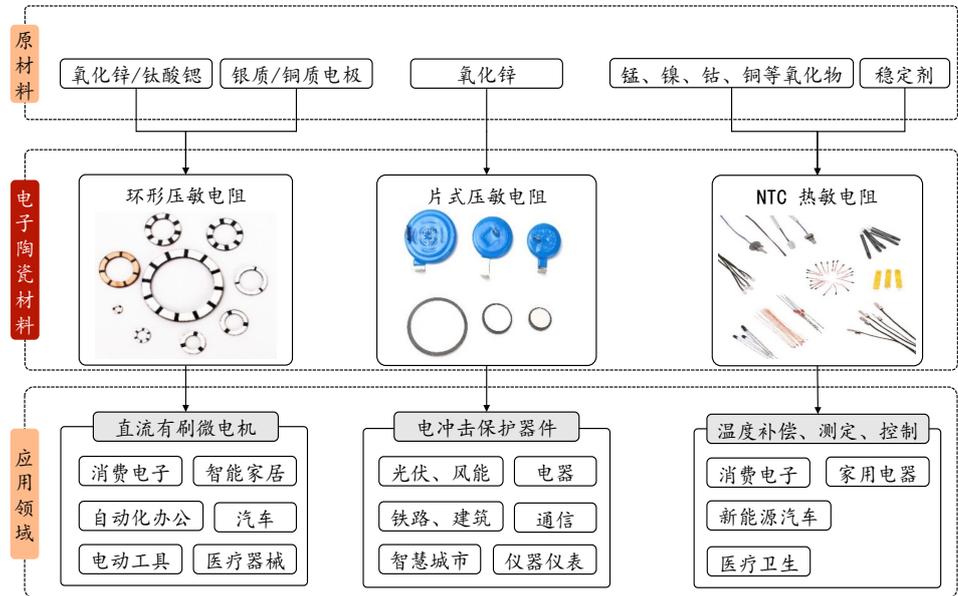
(2) 电子陶瓷元件：布局环形压敏电阻、片式压敏电阻和热敏电阻

公司的电子陶瓷元器件主要产品有环形压敏电阻、通用型压敏电阻、NTC 热敏电阻等，2022 年压敏电阻和热敏电阻销量近 15 亿支。

- **环形压敏电阻**：一种电阻值随电压的增加而急剧降低的半导体电子元件，同时具备电阻、电容特性，主要应用于直流有刷电机，保护电机的电刷和绕组。终端应用包括汽车、医疗器械、办公自动化、消费电子、智能家居、电动工具等。
- **片式压敏电阻**：是用氧化锌非线性电阻元件作为核心而制成的电冲击保护器件，起过电压保护、防雷、抑制浪涌电流、限幅、高压灭弧、保护半导体元器件等作用，可广泛应用于光伏、风能、通信、铁路、电器、仪器仪表等各种过压保护和防静电保护。

- **热敏电阻：**公司主要生产 NTC 热敏电阻，主要功能是温度补偿、温度测定、温度控制等，主要应用场景包括消费电子、新能源汽车、家用电器、医疗卫生等需要进行温度控制或测量的领域。

图3：电子陶瓷材料及应用领域

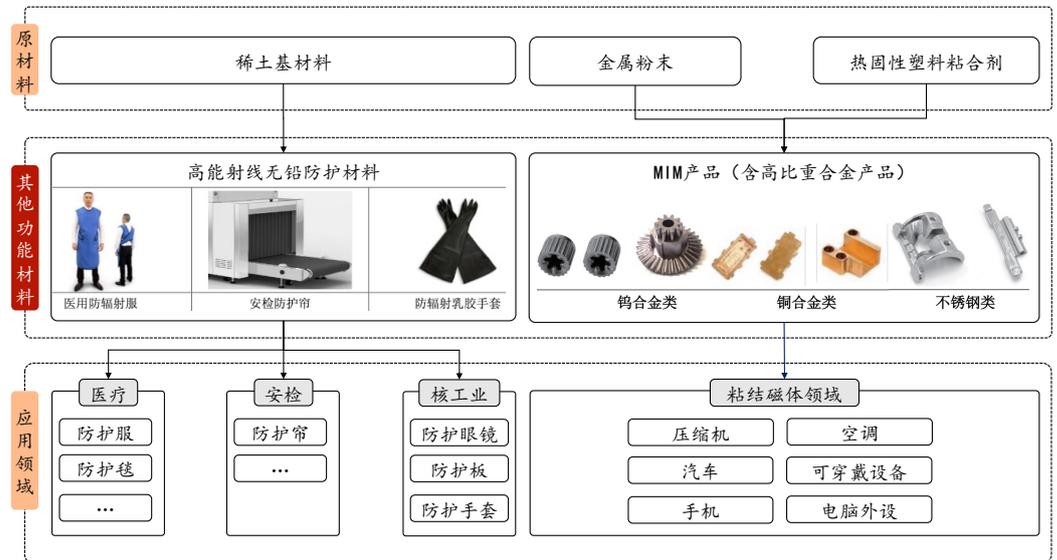


资料来源：公司公告、公司官网、东沃电子、敏创电子、浙商证券研究所

(3) 辐射防护材料：引领全球创新，市场应用空间广阔

公司通过材料创新研发，开发了高能射线无铅防护材料，产品包括医用防辐射服、安检防护帘、防辐射乳胶手套等。

图4：其他功能材料分类及应用



资料来源：公司公告、公司官网、Prolean、浙商证券研究所

(4) 钕铁氮稀土永磁：未来应用前景广阔，公司具备技术优势

公司 2014 年开始进行钕铁氮磁粉研究，目前已掌握关键生产技术，建成了一条钕铁氮磁粉中试生产线，具备小批量生产能力。与粘结钕铁硼对比，钕铁氮稀土永磁在部分性能、材料成本、资源储备等方面具备优势，未来具有广阔应用前景。此外，通过对伴生轻稀土有效利用，将稀土资源发挥出更大价值，对我国稀土产业的平衡发展具有重大意义。

图5：钕铁氮应用领域

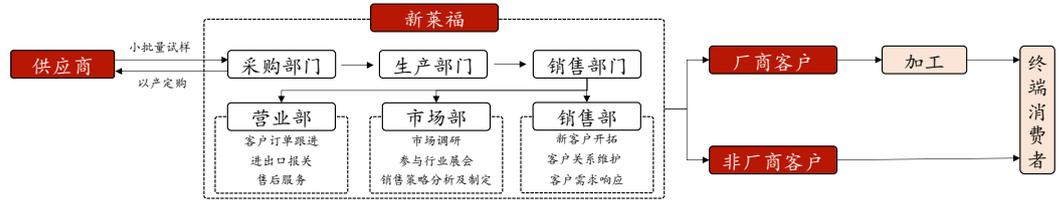


资料来源：公司官网、OFweek 新材料网、浙商证券研究所

1.3 商业模式：公司为材料或器件供应商

公司为材料或器件供应商，采购原材料，通过经销商或直销厂商客户。其中，与上游供应商的合作模式为小批量试样、以产订购等。完成原材料采购和生产后，公司通过下游经销商或厂商客户实现向终端客户的间接销售。

图6：公司定位于粉体材料制造商，与下游客户建立买断式的销售模式



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.4 竞争格局：公司多处于细分行业龙头

(1) 磁性材料行业内主要企业

国内上市公司有横店东磁、大地熊、银河磁体、铂科新材、龙磁科技等，国外公司包括 Magnum Magnetics、日本 MagX 株式会社等。其中，横店东磁以烧结铁氧体为主，有少部分粘结铁氧体业务；大地熊以烧结钕铁硼为主，少部分粘结铁氧体；银河磁体以粘结钕铁硼为主；中科三环、宁波韵升等以烧结钕铁硼为主；铂科新材主要以软磁材料为主。

公司主要以粘结铁氧体以及钕铁氮稀土永磁材料为主，与磁材领域其他上市公司业务和定位存在较大差异。公司在粘结铁氧体领域处于行业龙头地位。

表2：磁性材料行业内主要企业(2023年)

公司名称	总营收 (亿元)	主要产品	产品营收 (亿元)	毛利率	磁性材料介绍
横店东磁	197	太阳能单晶硅电池片	127.8	21.2%	磁性材料产品主要包括预烧料、永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、磁粉心、非晶纳米晶等。 截至 2023 年，具有年产 23.8 万吨磁性材料（包括永磁、软磁和塑磁等）生产能力，是全球规模最大的铁氧体磁性材料生产企业
		磁性材料	37.4	26.5%	
		新能源电池	20.5	6.9%	
		振动器件	7.4	22.8%	
大地熊	14	烧结钕铁硼	11.6	13.5%	公司专注于高性能烧结钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售； 橡胶磁主要应用于文具、玩具、马达磁条和白色家电等
		其他业务	2.3	0.7%	
		其他磁性材料	0.2	20.7%	
		橡胶磁	0.2	36.1%	
铂科新材	12	合金软磁粉芯	10.3	39.0%	全球领先的金属软磁粉芯生产商和服务提供商
		磁性电感元件	1.0	42.2%	
		合金软磁粉	0.3	53.8%	
银河磁体	8	粘结钕铁硼磁体	7.5	33.2%	国内较早从事粘结钕铁硼磁体研发、生产和销售的企业，公司粘结钕铁硼磁体业务在行业内具有较大领先优势
		热压磁体	0.6	\	
		钕钴磁体	0.2	\	
新莱福	8	吸附功能材料	5.6	38.2%	在吸附功能材料领域，公司创造性的提出磁性展览展示系统概念，持续引领行业发展，市场占有率多年全球领先
		电子陶瓷元件	1.3	29.4%	
		其他功能材料	0.8	35.9%	

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

(2) 电子陶瓷元件行业内主要企业

与公司的电子陶瓷元件领域关联度较高的企业包括日本 TDK、日本太阳诱电，国内的顺络电子、三环集团、风华高科等。以上企业多是综合型电子元器件企业，产品类型丰富，营收和利润规模较大。

公司在电子元件领域聚焦在敏感元件产品，侧重于做细分应用市场，营收规模远小于其他企业，但毛利率相对较高。

表3：电子陶瓷元件行业内主要企业(2023年)

公司名称	总营收 (亿元)	主要产品	产品营收 (亿元)	毛利率	市场地位
日本TDK	1098	能源应用	591	12.6%	磁性材料和消费锂电领域的双料巨头，日本被动元件七巨头之一(京瓷、TDK、村田、电产、NITTO、ALPS、罗姆)
		被动元件	290	16.6%	
		磁性产品	101	-28.1%	
		传感器	85	6.3%	
日本太阳诱电	162	电容	104	\	定位超高端 MLCC 和电感巨头，已经成为世界上可以量产 008004超小尺寸的公司之一
		电感器	28		
		集成模块	18		
		其他	13		
三环集团	57	电子元件材料	22.0	32.4%	在电子陶瓷元件领域具有超过50年的研发经验，掌握各类陶瓷材料的制备、成型、烧结技术，以及多种精密模具的设计制作技术
		光通信部件	19.9	40.4%	
		其他	14.3	50.4%	
顺络电子	50	片式电子元件	50.0	35.2%	专注于微波和射频领域23年，在局部领域已经成为全球行业领先者之一
		其他业务	0.4	59.4%	
风华高科	42	电子元器件	41.6	13.3%	深耕电子元件行业40年，是国内品种系列齐全、规模较大的新型元器件及电子信息基础产品科研、生产和出口基地
		其他业务	0.6	86.0%	
新莱福	8	吸附功能材料	5.6	38.2%	2023年环形压敏电阻销量超过12.7亿只，是目前全球范围内工艺技术先进、品类齐全、市场占有率领先的重要供应商之一
		电子陶瓷元件	1.3	29.4%	
		其他功能材料	0.8	35.9%	

资料来源：公司公告、公司官网、Wind、浙商证券研究所

(3) 辐射防护材料行业主要企业

目前全球范围内有多家企业在开发和生产高能射线防护材料。国际上德国 MAVIG、美国 Bar-Ray、英国 Kemmetech 等都有着较长的生产历史，国内双鹰、华仁等也在高能射线防护领域耕耘多年，但现有生产商大部分产品依然以含铅产品为主。

公司开发的无铅辐射防护材料处于业务领先地位。公司自主研发出 Smart 系列放散射线高纤纳米复合材料，并开发了一次性医用射线防护毯产品，可以大幅降低患者和医生接收的环境辐射剂量，并有效提高手术成像清晰度。该产品获得广东省科技厅的名优高新技术产品证书，评为国际先进水平，并在美国食品药品监督管理局(FDA)注册。

表4：医疗和安检领域以 X 射线防护为主，主流无铅防护材料为铋、铍等

公司名称	公司概况	产品	防护材料
德国默威格(MAVIG)	成立于1921年，专注X射线和焊接防护，现有员工200人	围绕医疗的X射线防护：服装、眼镜、手套、围脖围裙等	铅、无铅(铋)
英国 Kemmetech	成立于1984年，是全球头部柔性辐射防护材料生产商	辐射防护系列产品：围裙、手套、防护毯、防护帘等	铅、无铅
美国百瑞(Bar-Ray)	成立于1930年，是全球最大的辐射防护制造商	铅衣、铅围脖、铅帽、铅眼镜、围裙	铅、无铅(铋)
爱尔兰AmRay	成立于1988年，是医疗和保健领域辐射防护产品和系统制造商	辐射防护系列产品：围裙、头脖手腿腰防护、眼镜、防护毯、防护帘等	铅、无铅(铋、铍)
山东双鹰	位于山东省龙口市，注册资金1201万元，现有员工60人	X射线防护铅胶系列制品；安检机防护帘等	铅、无铅
华仁益康	位于北京市，主营医用X射线、核医学防护用品及装置	围裙、眼镜、面罩、屏风等	铅、无铅
新莱福	高能射线无铅防护材料研发多年，产品2022年开始全面推向市场	穿戴型医用射线防护材料、防护毯等，安检防护材料	无铅(稀土)

资料来源：各公司官网、浙商证券研究所

2 赛道β研判：核技术应用加快，无铅化辐射防护渗透率提升

2.1 辐射防护材料的景气度变化：核技术应用发展加快

核技术应用发展将催生辐射防护材料需求快速增长。根据《中国核技术应用产业发展报告（2023）》，我国核技术应用经济规模持续扩大，产业进入快速扩张期。保守估计，我国核技术应用产值从2015年的3000亿元（约占GDP的0.40%），到2022年底已接近7000亿元（约占GDP的0.57%），年均增长15%以上。其中，工业应用产值占比超过50%，医用核技术产值占比约20%。

2024年10月31日，国家原子能机构等十二部门关于印发《核技术应用产业高质量发展三年行动方案（2024—2026年）》，方案提出“发展核技术应用产业是适应新一轮科技革命和产业变革，拓展核技术应用领域，促进核工业高质量发展的必然趋势，是支撑国民经济各领域转型升级、提质增效的重要赋能手段。为积极推动核技术在国民经济领域更快、更好、更广的深度融合，促进核技术应用产业高质量发展，特制定本行动方案。”

《中国核技术应用产业发展报告（2023）》方案要求“到2026年，我国核技术应用产业自主创新能力显著提升，产业领域进一步拓展。围绕核技术在医学诊疗、农业育种、食品加工、材料改性、安检安保等重点方向或领域的应用，突破一批关键技术，建设一批创新平台，培育一批专精特新企业。”

表5：《核技术应用产业高质量发展三年行动方案（2024—2026年）》对核技术发展及应用的相关要求

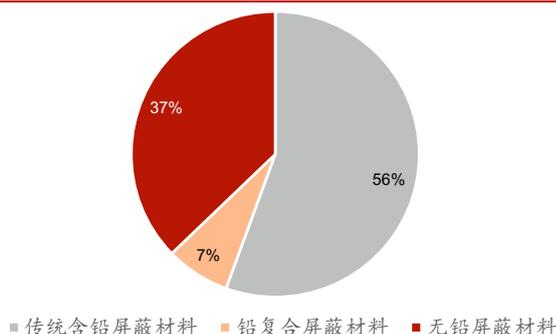
要求	具体内容
重点同位素供应能力显著提升	开展新堆建设和在役堆优化改造，形成重点同位素生产能力，具备3种以上放射性同位素自主化供应能力，突破5种以上放射性同位素生产技术，基本扭转关键同位素产品供应受制于人局面
批核技术应用产品实现产业化	10个以上I类放射性新药申请临床试验，符合要求的获得临床试验批件或进入临床应用；国产化中高能质子回旋加速器、新一代SPECT/CT影像装备、BNCT治疗系统等高端医疗装备研发取得突破；国产化安检设备形成覆盖大中小特微的型谱化研发格局；2种以上辐照中药材新种源实现规模化种植；辐照灭菌、辐照去污、辐照加工等创新解决方案，在典型场景获得推广应用
产学研协同创新体系基本形成	核技术应用研发平台体系进一步优化，围绕重大需求和重点领域，增设5个以上具备关键前沿技术研发和推广能力的核技术研发中心或协同创新示范平台，科教融合、产教融合的人才培养体系和协同创新模式基本形成
产业集群和头部企业作用凸显	一批核技术应用特色产业集群基本形成，促进资源对接、要素整合、政策帮扶；力争打造2-3家国家专精特新“小巨人”企业，不断发挥头部企业牵引作用

资料来源：国家原子能机构、浙商证券研究所

2.2 辐射防护材料的发展阶段：医疗/安检/核工业等多领域加快应用拓展

高能射线防辐射材料是指用于防止或削弱各种放射性辐射源所产生的辐射伤害的材料。根据材料是否含铅，可分为纯铅材料、轻铅材料、无铅材料三类。国内高能射线防护材料目前以铅金属、铅橡胶制品为主，正向轻铅材料过渡。根据物理性质划分，高能射线防护材料分为刚性和柔性两类。

图7：根据所含材料，含铅屏蔽材料占比63%(2023年)



资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

图8：根据物理性质，高能射线防护材料分为刚性和柔性

分类	代表性材料	特性及用途
刚性屏蔽材料	铝基碳化硼中子吸收材料	核电站新燃料、乏燃料贮存格架、运输容器的主要材料，用以保证乏燃料在贮存和运输中的临界安全
	含硼聚乙烯材料	以超高分子量聚乙烯为基材添加不同含量的功能成分，可根据工程需要定制不同厚度、长宽尺寸，或可制作异型件
	中子毒物棒	中子毒物是指一种具有大中子吸收截面的物质，会对链式反应造成负面影响，常应用于反应堆物理计算中
柔性屏蔽材料	碳化硼陶瓷	具备良好的中子吸收能力，吸收中子后没有强的伽玛射线二次辐射，可根据需要制备块、板、棒材等
	\	适用于防中子辐射、伽玛辐射环境，解决传统铅板防护服穿着笨重、透气性差、舒适性差、使用周期短等问题

资料来源：QYResearch、浙商证券研究所

(1) 介入手术：介入手术量较快增长，无铅辐射防护需求提升

辐射防护是介入手术的关键环节。在介入手术中，病人受到来自X光机直接发射的射线穿过，而医生、护士等手术室的工作人员受到的辐射，则主要来自病人身体散射的射线。由X光机球管发出的射线进入人体后，1%穿过人体进入增强器，其余80%-90%的射线被病人吸收，10%-20%的射线被人体散射，乳腺、性腺、眼睛晶体和甲状腺是对辐射比较敏感的器官，在受到辐射时需要进行重点防护。

目前，主要的防护装置包括防护帘、防护服、防护手套、防护围裙、防护面罩、防护屏风等。

图9：介入手术辐射来自X光机，影响医生和病人健康



资料来源：铅衣卫士、浙商证券研究所

图10：介入手术辐射防护相关措施



资料来源：各公司官网、浙商证券研究所

2023年国内PCI手术164万例，推测国内介入手术总量约300万台。根据中国介入医学白皮书数据，2021年参与调查的1345家医院共完成介入手术226.5万台，同期PCI手术数量116.4万台，占比51.4%。PCI（经皮冠状动脉介入治疗）属于心血管疾病介入类，在介入手术中占比较高。根据国家卫健委相关数据，2023年大陆地区冠心病介入治疗的注册总病例数为163.6万例，2013-2023年复合增长率14%。因此，若假设PCI在介入手术总量的占比不变，则可估算2023年我国介入手术总量约318万台。

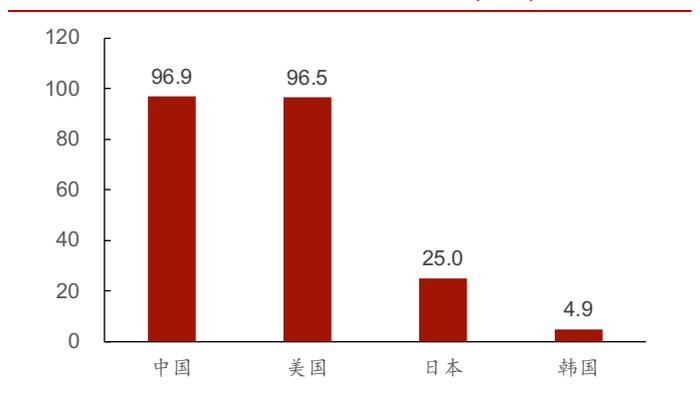
全球来看，可参考2020年前后各国PCI介入手术总量，中国为96.9万台，美国为96.5万台、日本为25万台、韩国为4.9万台。

图11：2013-2023年中国PCI数量年复合增长率14%



资料来源：CCIF & CCPCC 2024、浙商证券研究所

图12：各国2020年前后PCI介入手术总量(万台)



资料来源：CCIF & CCPCC 2024、iData Research、日本医疗器械科技协会、Korean Circulation Journal、CEIC、浙商证券研究所

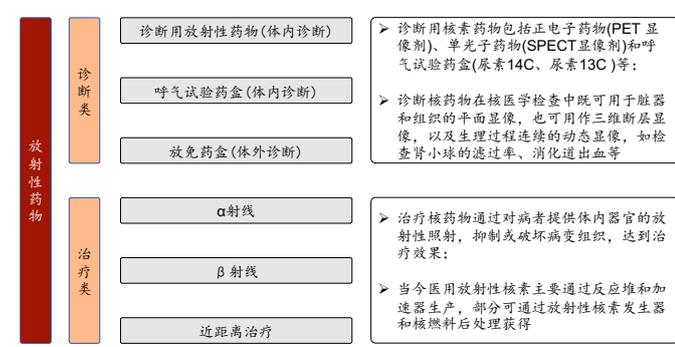
(2) 放射性药物的包装、运输环节有辐射防护需求。

核医药即放射性药物，是由放射性同位素搭配专门定位特定器官及组织的分子试剂组成的医药制剂，是一种具有放射性的药品，可用于影像诊断及临床治疗。目前广泛应用于

肿瘤诊疗、心肌显像、神经退行性疾病早期发现和炎症组织显像诊断等。放射性药品的包装必须安全实用，符合放射性药品质量要求，具有与放射性剂量相适应的防护装置。

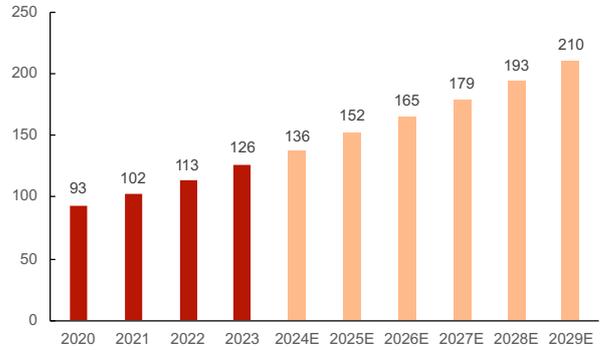
根据 BCC Research 数据分析，全球核医药市场将从 2023 年 126 亿美元增长到 2029 年底的 210 亿美元，在 2024 年至 2029 年的预测期内的复合年增长率(CAGR)为 8.29%。

图13：按临床用途分为断用放射性药物和治疗用放射性药物



资料来源：摩熵医药、浙商证券研究所

图14：全球核药市场规模及预测(亿美元)



资料来源：前瞻产业研究院、BCCResearch、浙商证券研究所

(3) X 光机：无铅化需求提升

安检与居民生活息息相关，受重视程度不断提高，但辐射问题却容易被忽视。日常接触到的安检设备主要有 3 种：金属安检门、手持式金属探测器和行李 X 光安检仪。其中，金属安检门和手持金属探测器产生的是电磁辐射，与手机、电脑类似，一般不影响人体健康；而 X 光行包安检仪则产生电离辐射，会影响人体健康。

安检机广泛应用于机场、火车站、地铁站等公共区域的安全检测环节。安检机防护帘主要功能是防止 X 射线泄露，保障工作人员及公众健康安全。正常运行且铅帘完全关闭时，5cm 范围内的 X 辐射剂量符合安全标准，但在其铅帘处于半开状态时，辐射剂量就会达到安全标准的 3 倍多，铅帘完全打开时达到安全标准的 9 倍多。

(重要提醒：安检机产生的电离辐射会影响人体健康，安检机帘起到重要防护作用，切勿伸手掀起帘子或伸入帘子)

图15：过地铁安检掀铅帘，辐射相当于直接照 X 光



资料来源：中国新闻网、浙商证券研究所

图16：公司自主研发的安检机无铅防护帘



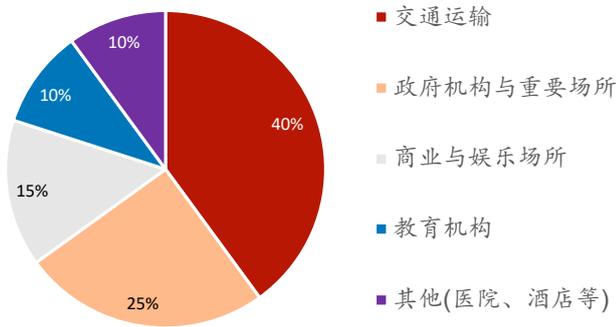
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

传统铅帘较重，某些轻包裹难以顺利通过，导致频繁掀铅帘，对人身造成伤害。公司的无铅辐射防护材料相较于传统铅帘的密度较小，轻包裹在安检时更不易被防护帘阻挡，既能减少人身伤害，又提升了安检效率。

全球主要的 X 光安检机厂商包括英国史密斯（收购德国海曼）、公安部第一研究所、同方威视等。根据智研咨询测算，2022 年中国安检设备销售收入约 150 亿元，净出口规

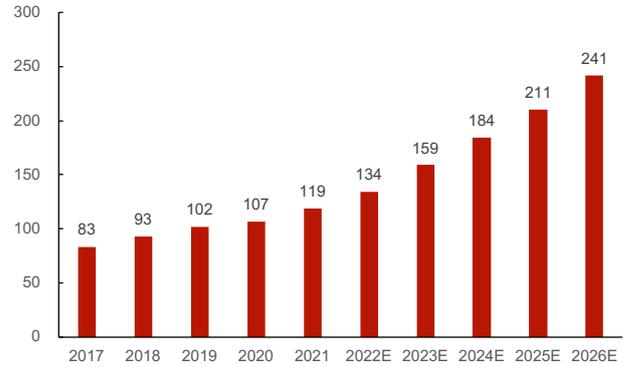
模 2.3 亿元。未来海关港口、民用航空业和交通运输业的快速发展，以及安全安检重视程度增加，有望进一步刺激安检设备市场发展。

图17： 安检涉及的主要行业及占比(2022 年)



资料来源：博研咨询、浙商证券研究所

图18： 中国 X 射线检测设备市场规模(亿元)

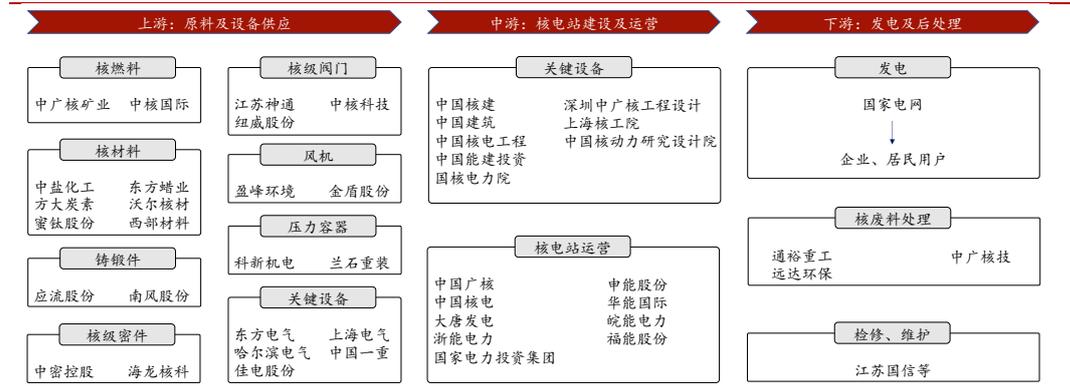


资料来源：沙利文咨询、日联科技招股书、浙商证券研究所

(4) 核工业是辐射防护的重要应用领域

核电产业中的核燃料运输、核电站运营和核废料处理等环节，都有辐射防护需求。目前，核电产业链中游主要为核电站建设及运营方，其中核电站运营的代表企业有中国广核、中国核电、大唐发电等；核电产业链下游涉及发电及后处理，其中，核废料处理代表性企业包括通裕重工、中广核技、远达环保等。

图19： 中国核电产业链



资料来源：前瞻产业研究院、浙商证券研究所

2.3 辐射防护材料的驱动逻辑：向无铅化、轻量化加快发展

辐射防护材料无铅化有望加速。传统含铅辐射防护材料对人体健康有害且不环保。欧盟委员会制定 RoHS 2 法规明确限制辐射防护装置中的铅含量。其中，体外诊断医疗器械的豁免在 2023 年 7 月已经到期，工业监控设备和其他设备的豁免仍有效。

表6： 欧盟 RoHS 2 对含铅辐射防护材料的豁免情况(截至 2024 年 12 月)

RoHS 2 法规	限制内容	豁免项目适用电子电气类别	豁免有效性
Annex IV n. 5 电离辐射防护装置中的铅	Lead in shielding for ionising radiation.	8 and 9 other than in vitro and industrial 除体外诊断医疗器械和工业监控设备外的第 8、9 类设备	Valid (requested for renewal) 豁免仍有效 (已提交延长/更新豁免的申请)
		8 in vitro 第 8 类中的体外诊断医疗器械	Expires on 21 July 2023 2023 年 7 月 21 日到期
		9 industrial 第 9 类中的工业监控设备	Valid (requested for renewal) 豁免仍有效 (已提交延长/更新豁免的申请)

资料来源：欧盟委员会、浙商证券研究所

3 公司 α 分析：“技术领先+国内稀缺”两个趋动因素

3.1 公司的市场地位：无铅辐射防护材料领域全球领先

目前全球范围内有多家企业在开发和生产高能射线防护材料，诸如：德国 MAVIG、美国 Bar-Ray、英国 Kemmetech 等都有着较长的生产历史，国内双鹰、华仁等也在高能射线防护领域耕耘多年，但现有生产商大部分产品依然以含铅产品为主。

表7：医疗和安检领域以 X 射线防护为主，主流无铅防护材料为铋、铍等

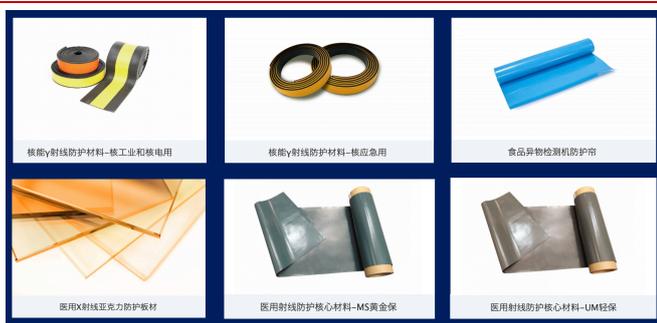
公司名称	公司概况	产品	防护材料
德国默威格 (MAVIG)	成立于1921年，专注X射线和焊接防护，现有员工200人	围绕医疗的X射线防护：服装、眼镜、手套、围脖围裙等	铅、无铅(铋)
英国 Kemmetech	成立于1984年，是全球头部柔性辐射防护材料生产商	辐射防护系列产品：围裙、手套、防护毯、防护帘等	铅、无铅
美国百瑞 (Bar - Ray)	成立于1930年，是全球最大的辐射防护服制造商	铅衣、铅围脖、铅帽、铅眼镜、围裙	铅、无铅(铋)
爱尔兰 AmRay	成立于1988年，是医疗和保健领域辐射防护产品和系统制造商	辐射防护系列产品：围裙、头脖子腿腰防护、眼镜、防护毯、防护帘等	铅、无铅(铋、铍)
山东双鹰	位于山东省龙口市，注册资金1201万元，现有员工60人	X射线防护铅胶系列制品：安检机防护帘等	铅、无铅
华仁益康	位于北京市，主营医用X射线、核医学防护用品及装置	围裙、眼镜、面罩、屏风等	铅、无铅
新莱福	高能射线无铅防护材料研发多年，产品2022年开始全面推向市场	穿戴型医用射线防护材料、防护毯等，安检防护材料	无铅(稀土)

资料来源：各公司官网、浙商证券研究所

公司专研新型高能射线吸收剂及无铅屏蔽材料 10 余年，从原材料到核能防护成品均为自主研发生产。

- 锐保 γ 射线防护胶皮材料是新莱福针对核能和核应急开发的防护能力强、轻质、柔软、绿色环保的卷状材料，由 γ 射线吸收体与高分子材料复合而成，可有效替代传统铅及铅复合材料。
- 锐保 γ 射线防护胶皮适合制成连体式核辐射防护服，轻便式核辐射防护马甲，防护鞋，无缝防护手套，还可以制成用于核电管道屏蔽胶片和移动式屏蔽架。
- 针对国家在核电、核工业领域发展的重大需求，公司着重开展了透明射线防护材料(防护眼镜及防护板)、核射线防护手套等产品的研发工作。

图20：公司的核能 γ 射线防护材料



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图21：公司的核能 γ 射线防护用品



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司的核辐射防护服与国外对比，轻质优势显著。英能 ENE、美国 RST 量化标注了产品的防护能力，重量分别达到 15kg 和 8kg。公司辐射防护服的铅当量为 0.25mmPb，达到 100KVp 以下射线的防护要求，重量仅为 6.5kg，便于活动作业。

表8：核辐射防护服重量及防护能力对比

品牌	重量	防护能力	防护等级
英能ENE	<15Kg	0.25mmPb~0.7mmPb铅当量	-
美国RST	<8kg	屏蔽50%能量高达130Kev的γ粒子	2级全身性核生化防护
美国Kappler	4.1kg	对β、α射线有效防护	A级防护服
新莱福锐保	6.5Kg	0.25mmPb铅当量—100KVp以下低能γ射线	-

资料来源：贺氏安全、新莱福锐保、浙商证券研究所

3.2 核心竞争壁垒：强大的研发能力

研发创新能力强，拥有行业先进的技术水平。公司深耕功能材料领域多年，已积累了微纳粉体材料制备、功能复合材料加工、电子陶瓷元件加工、装备及自动化等多项核心技术，自主设计并建设了多个自动化生产平台，截至2024上半年，拥有有效专利100项（其中，中国发明专利为34项，美国发明专利3项），构筑了公司的技术壁垒，形成了业内先进的技术优势。

- ✓ **公司高管专业技术背景强。**公司董事长汪小明先生，硕士生学历，正高级工程师，广州市高层次人才，曾任广东省钢铁研究所所长；总经理王学钊先生，本科学历，正高级工程师，广州市产业发展和创新人才，长期从事电子陶瓷材料、新型功能材料研发与企业管理，曾任广东省钢铁研究所检测工程师、公司压敏电阻厂厂长等；林珊女士任公司董事、副总经理，高级工程师，曾任广东省钢铁研究所助理工程师。
- ✓ **稳定的核心团队和完善的人才培养与激励机制。**公司人员结构合理且稳定性高，中层以上管理干部、核心技术人员大部分在公司的服务年限15年以上。公司高管团队和员工持股比例较高，激励机制完善。公司核心团队保持着良好稳定的合作关系。

行业地位领先，规模效应带来的成本优势。公司吸附功能材料2023年销售量超过2,250万平方米，销售范围覆盖欧洲、东亚、北美等多个区域，是目前全球最重要的供应商之一；公司环形压敏电阻2023年销量超过12.7亿只，公司已成为全球范围内品类齐全、市场占有率领先的主要供应商。2024上半年，公司的主要产品已经形成了明显的规模效应，因而实现成本优势，从而在产品定价方面相较于竞争对手更有空间、更具竞争力。

国际化战略布局，全球销售网络的优势。公司直接客户覆盖全球60余个国家和地区。公司设有两个海外基地（越南设有海外工厂和美国设有销售公司），极大的推动了公司海外业务的拓展，增强了公司产品在海外市场的竞争力。

公司财务状况良好，现金储备多，支撑公司多元化发展。公司资产负债率低，现金流稳定，并拥有较好的现金储备。截至24H1，现金及现金等价物余额3.3亿元，可变现金融资产12.8亿元（含大额存单、结构化存款等）。

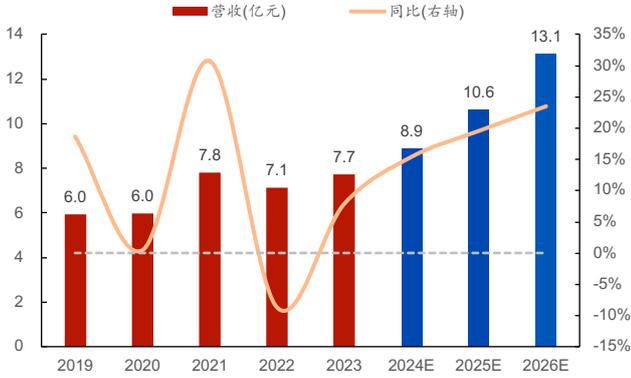
3.3 公司业绩增长有望加速，进入新一轮高增长阶段

过去几年公司发展较为稳健。2018-2023年营收、归母净利润复合增长率分别为9%、13%，增速并不快，主要有两方面原因：1）公司主要产品吸附功能材料已经度过高成长阶段，进入成熟期。而辐射防护材料等高成长产品规模占比尚小，影响有限；2）吸附功能材料的下游为广告行业，且出口比重较大，参加海内外展会是主要销售方式之一。因

此在 2020-2023 年受流行影响较大，新增销售较少，但期间营收保持稳定也体现了下游客户粘性较强，稳健有余。

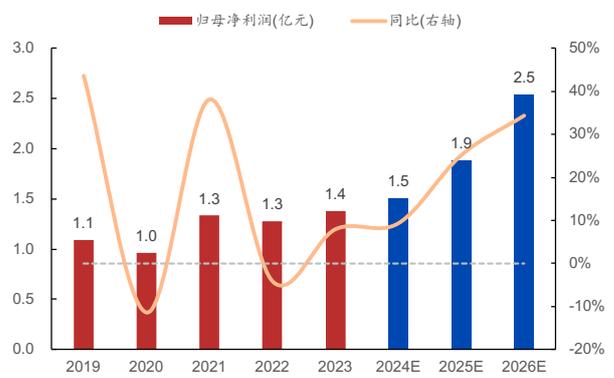
公司业绩增长有望逐渐加速。一方面，辐射防护材料等新产品处于成长期，收入占比越来越高，对整体带动效应增强。另一方面，公司成熟产品磁吸吸附材料、电子元器件等随着市场开拓、产品迭代，仍有较大增长空间，增速逐渐恢复。

图22：公司营业收入增长率有望加快



资料来源：Wind、浙商证券研究所；2024-2026 为浙商证券研究所测算

图23：公司净利润增长率有望加快

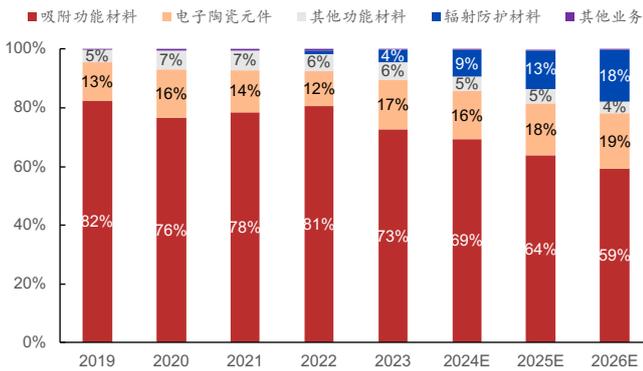


资料来源：Wind、浙商证券研究所；2024-2026 为浙商证券研究所测算

营收结构不断优化，2024 年上半年，吸附功能材料、电子陶瓷材料、辐射防护材料、其他业务的营收占比分别为 68%、18%、7%、7%；预计 2025 年以上产品营收占比为 64%、18%、13%、5%、，辐射防护材料占比提升 6%；

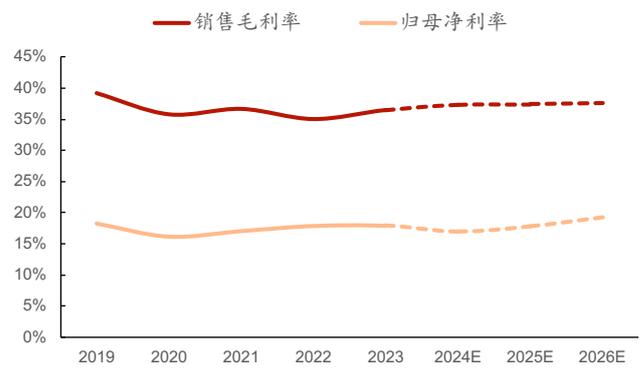
盈利能力有望提升。2024 年上半年，吸附功能材料、电子陶瓷材料、其他功能材料的毛利率分别为 40.2%、31.2%、40.8%。吸附功能材料毛利率稳定在较高水平，且呈缓慢提升；电子陶瓷材料毛利率自 2021 年以来下降幅度较大，主要由于下游消费电子需求下滑、竞争加剧等原因；其他功能材料的毛利率快速提升，2024 上半年毛利率达到 40.8%，同比提高 5.3pct，推测是由于辐射防护材料毛利率较高，且收入占比提升所致。未来随着高毛利率的辐射防护材料占比提升，公司整体盈利能力有望进一步上升。

图24：预计 2024-2026 辐射防护材料占比提升



资料来源：Wind、浙商证券研究所；2024-2026 为浙商证券研究所测算

图25：公司盈利能力有望不断提升



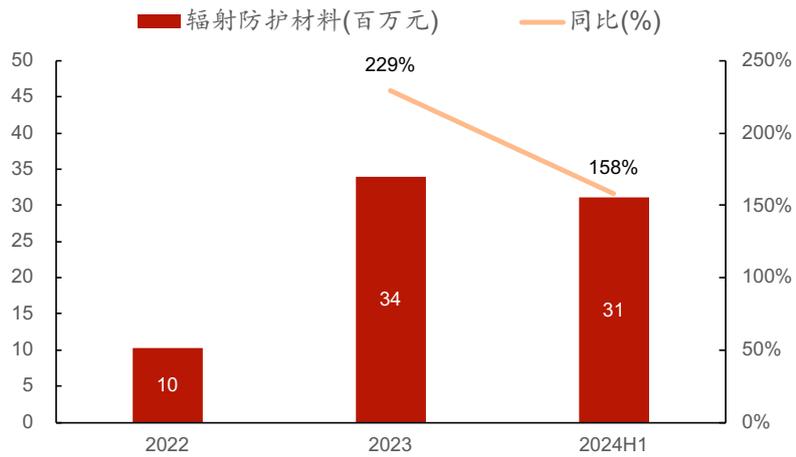
资料来源：Wind、浙商证券研究所；2024-2026 为浙商证券研究所测算

3.4 公司 α 分析：源于创新性，用新材料代替传统材料或创造新需求

公司是一家新材料研发应用企业，α 源于创新性，用新材料替代已经成熟应用的传统材料，获得远超行业的增长。例如，公司的无铅辐射防护材料可替代传统含铅或含贵金属的辐射防护材料，公司钐铁氮稀土永磁材料可在部分领域替代传统钕铁硼材料。

例如，公司的无铅辐射防护材料增长迅猛。2023 年实现营收 3401 万元，同比增长 229%；2024 上半年营收 3106 万元，同比增长 158%。预期未来将保持高速增长。

图26：公司的无铅辐射防护材料增长迅猛



资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司研发的高能射线防辐射材料属于无铅、柔性一类，具备健康环保、质量轻、柔软、成本较低等诸多优点，在医疗医药、安检、核电、应急等领域有广阔应用空间。

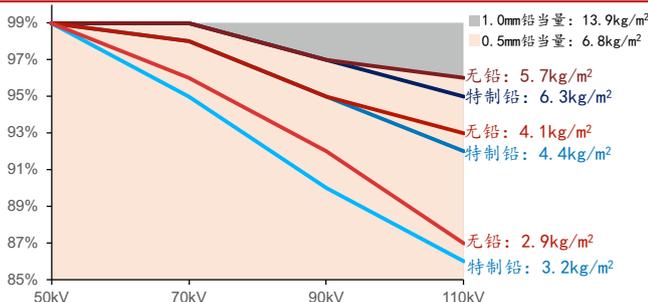
1) 无铅防护材料 vs 含铅防护材料：健康环保、质量轻、柔软等

- **健康环保：**含铅防护材料的缺点：高毒性、笨重、环境污染性大，生产及使用过程中均会对环境和接触使用人员造成不可逆转伤害。全球多个国家陆续发布了限铅措施，无铅、无毒、安全、环保的高能射线防护材料的开发备受市场关注。
- **质量轻：**对于相同材质，防护效果和重量成正相关，无铅材料相比其他材料可以在同等重量下做到更优的防护效果。据 MAVIG 数据，X 射线管电压在 50-110kV 的区间内，5.7kg/m² 的无铅材料防护效果优于 6.3kg/m² 的特制铅材料，与 6.8kg/m² 的标准铅材料防护(0.5mmPb 铅当量)效果相当。在 4kg/m²(0.35 mmPb 铅当量)和 3kg/m²(0.25 mmPb 铅当量)两组对比中，无铅材料的防护效果都优于特制铅材料。

2) 无铅防护材料 vs 当下主流的无铅防护材料：成本更低、供应链安全。

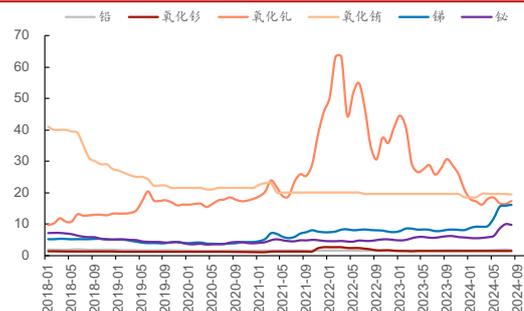
- **成本较低：**目前无铅高能射线屏蔽材料多含有贵金属等成分，材料成本较高，产品价格昂贵。截至 2024 年 8 月，铅近一年均价为 1.7 万元/吨；主流无铅材料例如铟和铋，近一年均价为 10.5 万元/吨和 6.6 万元/吨；据相关研究，稀土元素中的钐、钆、铕等可用于辐射的屏蔽吸收，氧化钐与铅价格相当，近一年均价为 1.5 万元/吨，氧化钆和氧化铕近一年均价分别为 21.0 万元/吨和 19.3 万元/吨。
- **供应链安全：**目前优质的无铅高能射线屏蔽材料主要被外国企业把控，例如美国和日本企业，不但价格昂贵，而且采购附加条件苛刻。公司的产品可实现完全国产化生产，保障供应链安全。

图27：铅、特制铅、无铅三种材料的屏蔽效果对比



资料来源：MAVIG、浙商证券研究所

图28：辐射防护的主要原材料价格走势(万元/吨)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

4 未来主要预期差在哪？

4.1 市场预期

市场预期公司未来成长性不足，主要两方面理由：

1) 公司过去几年业绩增长较弱，说明吸附功能材料、电子陶瓷材料行业较为成熟，或需求不足，未来缺乏增长空间。

2) 公司新产品辐射防护材料的规模较小，应用前景不明朗。

4.2 最重要预期差

公司辐射防护材料增长迅猛，带动效应增强，钐铁氮等培育产品线产业化值得期待。

1) 无铅辐射防护材料快速增长，应用空间广阔。公司开发的无铅辐射防护材料，对比含铅防护材料具备环保健康、重量轻等优势，对比含贵金属防护材料具备成本低等优势，目前已在医疗、安检等领域放量，未来在核工业、核药等领域有较大应用空间。随着新区域市场、新应用领域的不断突破，有望驱动公司业绩和估值提升。

2) 公司布局包括钐铁氮稀土永磁材料等多种创新材料，未来发展空间广阔。钐铁氮被认为是继钕铁硼之后的第四代稀土永磁材料，性能优良。公司已研发多年，先发放优势明显，应用端逐渐落地。

4.3 与众不同的认识

市场认为，公司主要营收来自磁吸材料和电子陶瓷元件，其下游产业成熟，未来增长空间受限。

但我们认为，公司定位是一家创新材料平台型公司，研发能力强，磁吸材料和电子陶瓷元件是其已经成功发展的产品，与此同时，公司研发储备了多种创新材料，处于产业化不同阶段，无铅辐射防护材料刚进入成长期，钐铁氮稀土永磁材料或处于培育期，随着产业化推进，公司在成长速度和空间上均有望超预期。

5 股价上涨由何驱动？

5.1 预期差的跟踪检验指标

公司营收增速、净利润增速加快；

毛利率、净利率不断提升；

5.2 驱动股价上涨的催化剂

无铅辐射防护材料在新区域市场、新应用领域取得进展；

钐铁氮等新材料在产业化方面取得突破进展；

6 盈利预测与投资建议

公司营收主要来自吸附功能材料、电子陶瓷元件、无铅辐射防护材料等，2023年营收分别为5.6、1.3、0.8亿元，占比73%、17%、10%。我们对分业务进行假设预测：

吸附功能材料业务：分为橡胶磁和钐铁氮两类产品，橡胶磁下游为广告市场，作为一种新式广告材料不断渗透市场，预期未来保持稳健成长；钐铁氮是继钕铁硼之后的新一代

稀土永磁材料，未来有广泛应用空间。综合预计 2024-2026 年公司吸附功能材料业务将实现营收 6.2 亿、6.8 亿、7.8 亿元，分别同比增长 10%、10%、15%。

毛利率方面，公司产品竞争力强，毛利率有望维持较高水平，预计 2024-2026 年毛利率分别为 39%、39%、39%。

电子陶瓷元件：公司掌握核心技术，在细分领域竞争力较强。公司正在进行 IPO 项目建设，随着新产能释放，有望实现较快增长。预计 2024-2026 年将实现营收 1.5 亿、1.9 亿、2.5 亿元，分别同比增长 13%、30%、30%。

毛利率有望维持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 30%、29%、29%。

其他功能材料：无铅辐射防护材料是公司最有潜力的产品之一，成长空间广阔，预计 2024-2026 年营收分别为 0.8 亿、1.4 亿、2.3 亿元，分别同比增长 133%、80%、60%；加总 MIM 等其他材料后，预计 2024-2026 年其他功能材料整体营收 1.2 亿、1.9 亿、2.8 亿元，分别同比增长 56%、55%、47%。

毛利率方面，辐射防护材料作为创新材料，竞争力强，毛利率较高，预计 2024-2026 年毛利率分别为 38%、40%、41%。

综上，我们预计 2024-2026 年，公司营收分别为 8.9、10.6、13.1 亿元，同比增速分别为 15%、20%、24%，3 年复合增速为 19%；归母净利润分别为 1.5、1.9、2.5 亿元，分别同比增长 10%、25%、35%，3 年复合增速为 23%。对应 PE 分别为 28、22、17 倍。

表9：公司主要产品营收及毛利率

产品		2023A	2024E	2025E	2026E
吸附功能材料	收入(亿元)	5.61	6.17	6.78	7.80
	yoy(%)	-3	10	10	15
	毛利率(%)	38	39	39	39
电子陶瓷元件	收入(亿元)	1.29	1.46	1.89	2.46
	yoy(%)	49	13	30	30
	毛利率(%)	29	30	29	29
其他功能材料	收入(亿元)	0.80	1.24	1.92	2.83
	yoy(%)	62	56	55	47
	毛利率(%)	36	38	40	41
其他业务	收入(亿元)	0.02	0.03	0.04	0.05
	yoy(%)	-51	57	30	30
	毛利率(%)	30	30	30	30
合计：	收入(亿元)	7.71	8.90	10.64	13.14
	yoy(%)	8	15	20	24
	毛利率(%)	36	37	37	38

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

备注：上述产能及产值等情况，均为浙商证券研究所通过假设估计测试，不代表上市公司官方意见

根据公司所处行业，我们选取顺络电子、国瓷材料、风华高科、铂科新材、银河磁体、龙磁科技等作为可比公司，可比公司 2025 年平均 PE 为 28.4 倍。考虑新莱福成长较快，给予 2025 年 30 倍 PE，对应目标价 53.91 元，维持“买入”评级。

表10：可比上市公司的股价、市值、归母净利润、PE

公司名称	股价(前复权)	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
	2025-01-17		2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
顺络电子	30.24	244	6.4	8.8	10.9	13.4	27.7	22.3	18.2
国瓷材料	17.14	171	5.7	7.0	8.7	10.5	24.3	19.7	16.2
风华高科	14.26	165	1.7	4.3	6.3	7.9	38.8	26.2	20.9
铂科新材	55.07	155	2.6	3.9	5.1	6.3	39.8	30.5	24.5
银河磁体	27.97	90	1.6	1.6	1.9	2.1	55.5	48.2	42.9
龙磁科技	33.88	40	0.7	1.4	1.7	2.4	29.3	23.2	16.8
平均值		144	3.1	4.5	5.8	7.1	35.9	28.4	23.3
新莱福	40.03	42	1.4	1.5	1.9	2.5	27.8	22.3	16.5

资料来源：Wind、浙商证券研究所

备注：预测数据中，新莱福为浙商证券研究所测算，其余公司来自Wind

7 风险提示

贸易摩擦风险：公司产品已出口至欧洲、美国、日本等多个海外国家和地区，全球经济复苏缓慢、贸易保护主义抬头，可能导致部分国家采取加征关税等措施，阻碍全球贸易自由化，为公司经营带来风险。

上游原材料价格波动风险：公司直接材料占比65%，原材料价格波动会对生产成本将产生较大影响。如果公司未能将价格波动及时传导到下游客户，则可能影响公司盈利。

产品研发进度风险：新产品对未来公司业绩有重要影响，如果研发节奏、下游客户验证进度等不及预期，将影响公司盈利释放节奏。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	863	1316	1473	1727
现金	398	335	412	545
交易性金融资产	139	619	631	642
应收账款	173	204	256	352
其它应收款	5	2	3	5
预付账款	2	2	2	3
存货	130	138	153	164
其他	16	16	16	16
非流动资产	1318	959	983	989
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	178	227	265	288
无形资产	49	46	43	41
在建工程	43	142	128	105
其他	1048	544	548	555
资产总计	2180	2275	2457	2715
流动负债	138	128	156	197
短期借款	0	0	0	0
应付款项	61	56	73	98
预收账款	0	0	0	0
其他	77	72	83	98
非流动负债	26	16	17	20
长期借款	0	0	0	0
其他	26	16	17	20
负债合计	164	144	173	216
少数股东权益	17	19	20	23
归属母公司股东权益	1999	2112	2263	2476
负债和股东权益	2180	2275	2457	2715

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	118	608	161	198
净利润	140	153	190	256
折旧摊销	21	27	31	35
财务费用	(17)	(7)	(10)	(10)
投资损失	(9)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(35)	(48)	(37)	(69)
其它	19	492	(5)	(3)
投资活动现金流	(885)	(639)	(55)	(36)
资本支出	(37)	(173)	(52)	(33)
长期投资	0	0	0	0
其他	(848)	(466)	(3)	(3)
筹资活动现金流	941	(32)	(28)	(30)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	941	(32)	(28)	(30)
现金净增加额	174	(64)	78	132

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	771	890	1064	1314
营业成本	490	557	666	820
营业税金及附加	6	6	8	9
营业费用	35	41	46	51
管理费用	61	71	80	87
研发费用	49	56	67	76
财务费用	(17)	(7)	(10)	(10)
资产减值损失	(10)	11	11	11
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10
其他经营收益	4	5	6	5
营业利润	151	169	211	284
营业外收支	7	3	3	5
利润总额	158	172	215	289
所得税	18	20	24	33
净利润	140	153	190	256
少数股东损益	2	2	2	2
归属母公司净利润	138	151	189	254
EBITDA	173	195	240	317
EPS (最新摊薄)	1.32	1.44	1.80	2.42

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	7.88%	15.36%	19.58%	23.53%
营业利润	4.55%	11.89%	25.07%	34.51%
归属母公司净利润	7.96%	9.53%	24.64%	34.77%
获利能力				
毛利率	36.45%	37.34%	37.39%	37.60%
净利率	18.16%	17.17%	17.90%	19.49%
ROE	9.45%	7.30%	8.54%	10.63%
ROIC	6.65%	7.00%	8.09%	10.00%
偿债能力				
资产负债率	7.53%	6.34%	7.04%	7.96%
净负债比率	3.30%	2.66%	2.37%	2.06%
流动比率	6.23	10.26	9.46	8.78
速动比率	5.29	9.18	8.47	7.95
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.40	0.45	0.51
应收账款周转率	5.54	4.87	4.52	4.15
应付账款周转率	8.94	9.51	10.33	9.55
每股指标(元)				
每股收益	1.32	1.44	1.80	2.42
每股经营现金	1.13	5.79	1.53	1.89
每股净资产	19.05	20.13	21.57	23.60
估值比率				
P/E	30.41	27.77	22.28	16.53
P/B	2.10	1.99	1.86	1.70
EV/EBITDA	19.57	16.80	13.33	9.65

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>