

2025 年 03 月 26 日

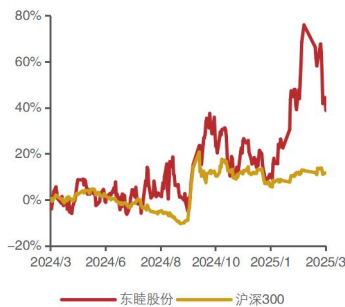
投资评级：买入（首次）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
陈婉妤
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 03 月 25 日
收盘价（元）	19.50
一年内最高/最低（元）	24.93/12.74
总市值（百万元）	12,019.48
流通市值（百万元）	12,019.48
总股本（百万股）	616.38
资产负债率（%）	57.95
每股净资产（元/股）	4.36

资料来源：聚源数据

东睦股份(600114.SH)

——粉末冶金平台龙头，MIM 铰链+关节电机打开成长增量

投资要点：

- **MIM 业务：折叠屏铰链开启新景气周期，零部件到模组件的跨越提升。**MIM 工艺优势高度匹配复杂精密零部件的大批量生产，消费电子为其重要下游，市场稳定增长。铰链作为折叠屏成本的关键零组件，引领 MIM 新需求周期，根据我们测算，2023–2027 年全球折叠屏铰链模组件市场空间有望由 41.7 提升至 125.0 亿元，4 年 CAGR 达 31.56%。产能方面，形成上海富驰+东莞华晶+连云港三基地布局；折叠屏方面，已建成 5 条模组产线，实现 MIM 零件+模组的跨越式发展；新技术方面，战略性布局钛粉+MIM 钛合金生产技术，有望卡位 3C 钛材商业化进程。
- **SMC 业务：软磁粉芯持续景气，一体化龙头乘风新能源+AI 产业。**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 45.9/65.6/91.4/109.3 亿元，3 年 CAGR 达 33.5%。产能方面，形成粉体+粉芯+芯片电感一体化布局，全集团 SMC 生产能力达 7 万吨/年。新产品方面，高性能铁镍系和铁硅系产品完成推广，为大客户研发的芯片电感销售逐步增量，24 年上半年芯片电感和服务器电源软磁材料营收 5299 万元。
- **PS+电机业务：粉末冶金零部件增速稳定，轴向电机打造 PS+SMC 的新材料生态。**粉末冶金零部件具有节能+节材+一致性好等优势，站稳汽车零部件应用。对比发达国家，国内单车用量空间仍广阔，受益国内制造业成本优势及行业格局优化，公司长期成长动力充沛。此外，公司参股小象电动新增轴向电机业务，因其小体积+高扭矩+高功率密度优势，在机器人+无人车+摩托车等领域商业化应用广阔。技术方面，小象电动掌握电机+减速器+一体化关节电机设计能力；产能方面，已完成 1000 平车间建设，提升 PS 减速器+SMC 软磁定子+轴向电机组装综合能力。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.95/5.41/6.53 亿元，同比增速分别为 99.5%/37.1%/20.7%，当前股价对应的 PE 分别为 30/22/18 倍。我们选取铂科新材、龙磁科技作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 38/25/18 倍，作为国内粉末冶金平台龙头，公司 MIM 受益折叠屏铰链景气传导加速，轴向电机切入机器人赛道。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，市场空间测算偏差风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,726	3,861	5,153	6,133	7,068
同比增长率（%）	3.76%	3.62%	33.47%	19.01%	15.24%
归母净利润（百万元）	156	198	395	541	653
同比增长率（%）	503.17%	27.08%	99.48%	37.09%	20.71%
每股收益（元/股）	0.25	0.32	0.64	0.88	1.06
ROE（%）	6.20%	7.83%	14.75%	18.79%	20.90%
市盈率（P/E）	77.18	60.73	30.44	22.21	18.40

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.95/5.41/6.53 亿元，同比增速分别为 99.5%/37.1%/20.7%，当前股价对应的 PE 分别为 30/22/18 倍。我们选取铂科新材、龙磁科技作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 38/25/18 倍，作为国内粉末冶金平台龙头，公司 MIM 受益折叠屏铰链景气传导加速，轴向电机切入机器人赛道。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预测公司 2024–2026 年 PS 以及 SMC 营收稳定增长，毛利率保持稳定；MIM 业务营收增速分别为 91%/32%/21%，毛利率分别为 23.5%/27.0%/28.0%。

投资逻辑要点

（1）MIM 业务贡献业绩弹性：铰链作为折叠屏成本的关键零组件，引领 MIM 新需求周期，根据我们测算，2023–2027 年全球折叠屏铰链模组件市场空间有望由 41.7 提升至 125.0 亿元，4 年 CAGR 达 31.56%。目前公司已建成 5 条模组产线，实现 MIM 零件+模组的跨越式发展，一方面享受行业景气度传导，另一方面模组件价值量提升有望贡献业绩弹性。（2）轴向电机业务打开远期空间：公司参股小象电动新增轴向电机业务，因其小体积+高扭矩+高功率密度优势，在机器人+无人车+摩托车等领域商业化应用广阔。公司具备 PS 减速器+SMC 软磁定子产能，配套小象电动掌握的电机+减速器+一体化关节电机设计能力，形成从材料到量产的协同生态。目前公司已完成 1000 平车间建设，提升 PS 减速器+SMC 软磁定子+轴向电机组装综合能力。

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；市场空间测算偏差的风险。

目录

1. 东睦股份：粉末冶金平台龙头，MIM+SMC+PS 三大业务协同效应显著	6
1.1. 粉末冶金平台龙头，逐步发展三重业务	6
1.2. 公司股权结构稳定，通过子公司布局材料版图	6
1.3. SMC+PS 稳定增长，MIM 业务贡献业绩弹性	7
2. MIM 业务：折叠屏铰链开启新景气周期，零部件到模組件的跨越提升	9
2.1. MIM：工艺优势逐步显现，高度匹配复杂精密零部件生产	9
2.2. MIM 折叠屏铰链：折叠屏核心零组件，拉动新景气周期	11
2.3. 东睦股份：折叠屏零部件加速兑现，模組件贡献业绩弹性	12
3. SMC 业务：合金软磁粉芯景气度持续，一体化优势配合山西基地扩产	14
3.1. 软磁粉芯站稳新能源赛道，公司一体化布局	14
3.2. 软磁材料种类多样，金属软磁粉芯兼具高功率+低损耗性能	14
3.3. 市场空间测算：远期全球市场空间有望突破百亿元	15
3.4. 东睦股份：山西基地项目扩产供增量，芯片电感受益 AI 产业趋势	17
4. PS 业务：粉末冶金零部件需求稳定，参股小象电动切入机器人赛道	19
4.1. 粉末冶金零部件站稳汽车+空调市场	19
4.2. 参股小象电动，轴向关节电机打开机器人材料新应用	19
5. 盈利预测与评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历史	6
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 9 月 30 日)	7
图表 3: 公司营收稳步增长	7
图表 4: 公司归母净利润探底回升	7
图表 5: 公司盈利能力有望筑底回升	8
图表 6: 公司期间费用率逐步下移	8
图表 7: MIM 工艺流程	9
图表 8: MIM 技术优势	9
图表 9: MIM 与其他生产技术的成本比较	9
图表 10: 2018-2022 年全球 MIM 市场规模	10
图表 11: 2018-2022 年中国 MIM 市场规模	10
图表 12: 2020-2025 中国智能手机出货数据	10
图表 13: 2020-2025 中国折叠屏手机出货数据	10
图表 14: 铰链类型对比图	11
图表 15: 全球折叠屏手机铰链及 MIM 市场空间测算	12
图表 16: 公司 MIM 折叠屏铰链和钛合金产品布局	12
图表 17: 上海富驰各股东具体持股比例 (截至预案签署日)	13
图表 18: 合金软磁粉芯产业链图	14
图表 19: 磁性材料分类	15
图表 20: 全球光伏新增装机量逐年提升	16
图表 21: 全球储能新增装机量有望快速增长 (单位: Gwh)	16
图表 22: 全球和中国新能源汽车销量逐年提升	16
图表 23: 中国新能源汽车月度销量稳步提升	16
图表 24: 合金软磁粉芯市场空间测算	17
图表 25: 全球芯片电感潜在市场空间测算	18
图表 26: YASA 轴向电机性能对比图	20
图表 27: 公司轴向电机业务布局情况	20
图表 28: 小象电动具备电机一体化制备技术	20
图表 29: 小象电动电机产品终端应用不断打开	21

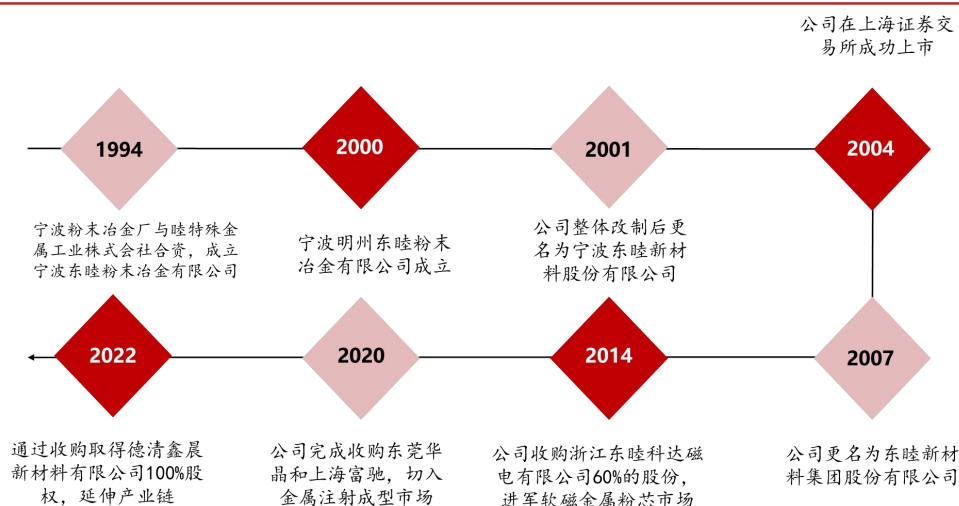
图表 30: 营收预测表	22
图表 31: 可比公司估值表	22

1. 东睦股份：粉末冶金平台龙头，MIM+SMC+PS 三大业务协同效应显著

1.1. 粉末冶金平台龙头，逐步发展三重业务

宁波东睦粉末冶金有限公司(公司前身)成立于1994年,历经产业整合和多元主业发展,目前拥有MIM+SMC+PS三大协同业务。1994年-2004年,公司深耕粉末冶金业务发展并于2004年成功上市。2004年-2022年,公司开启并购拓展,先后收购东睦科达、东莞华晶、上海富驰、德清鑫晨新材料,形成SMC及MIM业务增量。2023年,上海富驰通过增资扩股形式引入投资者,实现资源优势互补,赋能MIM业务长期稳健发展。2025年3月,公司公告拟以发行股份及支付现金方式收购上海富驰剩余股权,交易完成后持股比例由64.25%提升至85%。

图表 1：公司发展历史

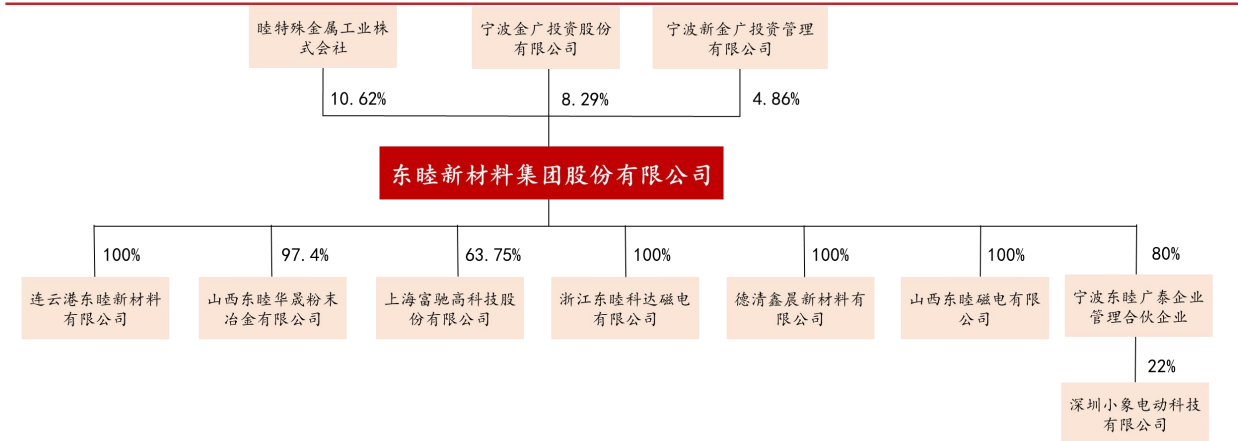


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，通过子公司布局材料版图

公司前三大股东为睦特殊金属工业株式会社、宁波金广投资股份有限公司、宁波新金广投资管理有限公司,截至2024年9月30日,直接持股比例分别为10.62%、8.29%、4.86%。公司持股富驰高科63.75%股权,以此为主体加速布局MIM业务,并于2025年3月公告拟收购剩余股权增持至85%;公司持股浙江东睦科达+德清鑫晨+山西东睦磁电100%股权,完成SMC业务由粉体到粉芯的一体化布局;公司持股多家粉末冶金企业股权布局PS业务,同时参股小象电动切入轴向电机赛道。

图表 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）

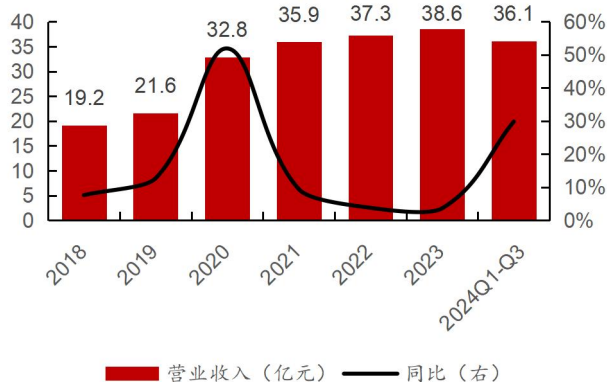


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. SMC+PS 稳定增长，MIM 业务贡献业绩弹性

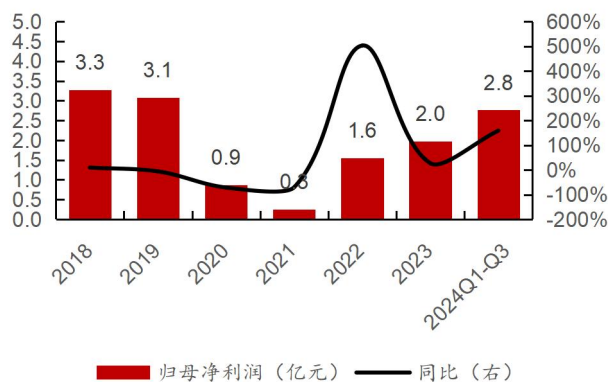
MIM 业务穿越周期迎来业绩期，利润探底回升加速上行。2018 年–2023 年公司营业收入由 19.2 亿元提升至 38.6 亿元，主要系公司材料业务的并购拓展及稳步发展；2024 前三季度实现营收 36.1 亿元，同比+29.8%，主要系三大业务均实现较高增长。2020–2022 年公司归母净利润承压，主要系消费电子业务下行及收购企业商誉减值影响；2023 年受益折叠屏铰链业务公司利润探底回升，2024 年前三季度实现归母净利润 2.8 亿元，同比+158.7%。

图表 3：公司营收稳步增长



资料来源：公司公告，华源证券研究所

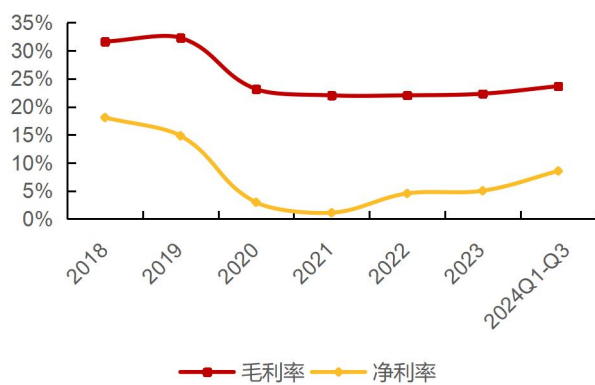
图表 4：公司归母净利润探底回升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

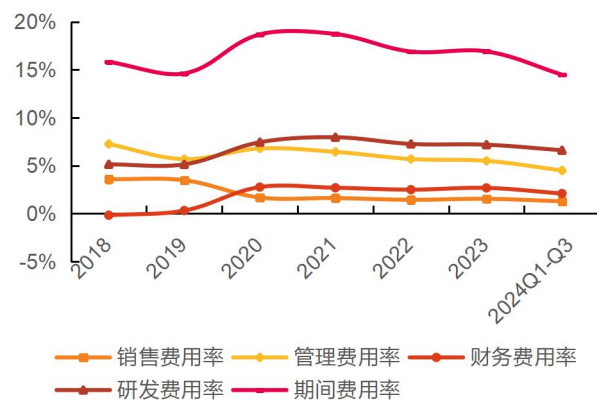
费用率控制稳定，综合盈利能力筑底回升。2018 年–2024 前三季度，公司期间整体费用率由 15.8%下降至 14.5%，其中管理费用、销售费用以及财务费用率维持较低水平。2020–2022 年由于消费电子下行及 MIM 业务承压导致公司盈利能力快速探底，2024 年受益折叠屏铰链需求及开工率改善，公司 MIM 业务弹性贡献显著。

图表 5：公司盈利能力有望筑底回升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司期间费用率逐步下移



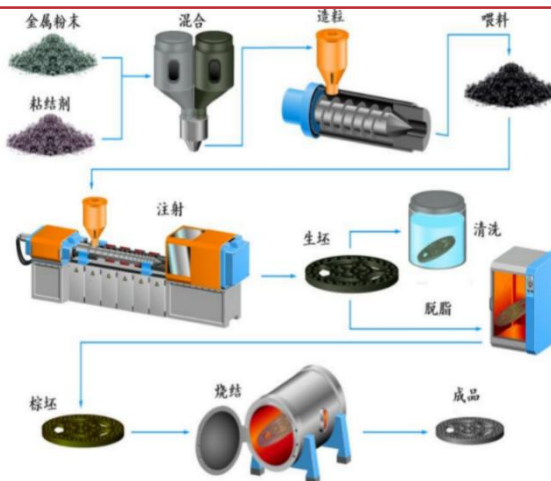
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. MIM 业务：折叠屏铰链开启新景气周期，零部件到模块的跨越提升

2.1. MIM：工艺优势逐步显现，高度匹配复杂精密零部件生产

MIM=粉末冶金+注塑成型。金属粉末注射成型（Metal Injection Molding, MIM）是将现代塑料注射成型技术引入粉末冶金领域，集合了塑料成形工艺学、高分子化学、粉末冶金工艺学和金属材料学等多学科而成的一种零部件新型“近净成形”技术。它可以利用模具注射成形坯件，并通过烧结快速制造高精度、高密度、三维复杂形状的结构零件，能够快速、准确地将设计思想物化为具有一定结构、功能特性的制品，并可直接进行大批量生产。

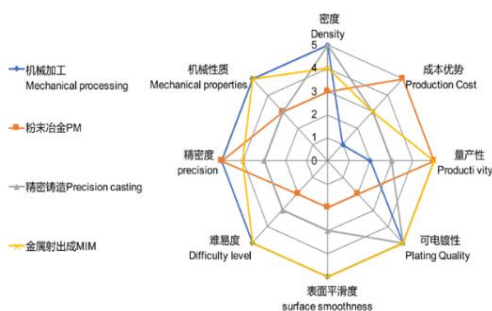
图表 7：MIM 工艺流程



资料来源：Medtecchina，华源证券研究所

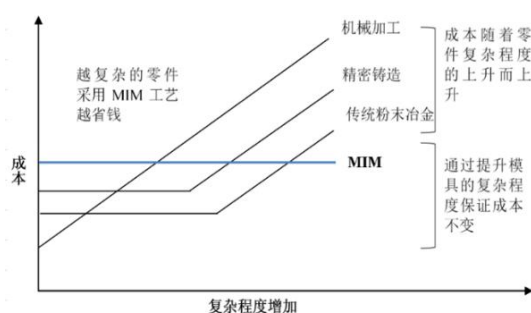
MIM 工艺综合优势突出。传统金属加工技术如冷锻、锻压、冲压适合用于加工二维、零件结构简单的产品，对于三维、复杂形状产品的加工，存在一定的难度。MIM 技术近净成形，几乎无废料，可以用于大批量生产三维形状、复杂结构、精密尺寸的金属产品，设计自由度高，这也是 MIM 技术和其他金属加工技术相比较的优势所在。

图表 8：MIM 技术优势



资料来源：统联精密招股说明书，华源证券研究所

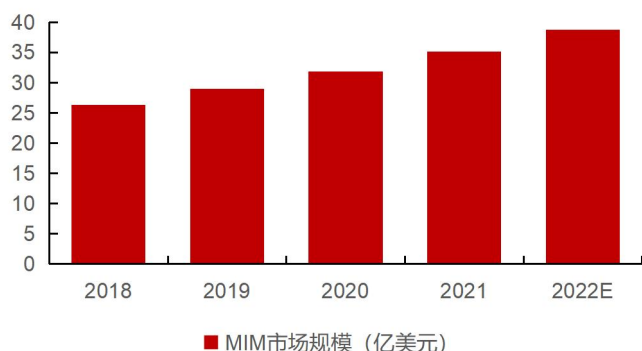
图表 9：MIM 与其他生产技术的成本比较



资料来源：统联精密招股说明书，华源证券研究所

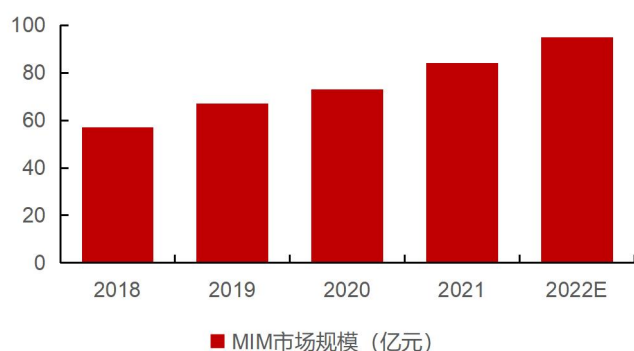
MIM 市场稳定增长，未来长期扩张可期。随着 MIM 工艺的逐渐成熟和应用场景的拓宽，MIM 全球市场从 2018 年的 26.3 亿美元增长至 2022 年的 38.8 亿美元，四年 CAGR 达 10.21%。根据中商产业研究院数据，2018–2022 年，我国 MIM 市场规模从 57 亿元增长至 95 亿元，四年 CAGR 达 13.62%，增速高于全球市场。

图表 10：2018–2022 年全球 MIM 市场规模



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

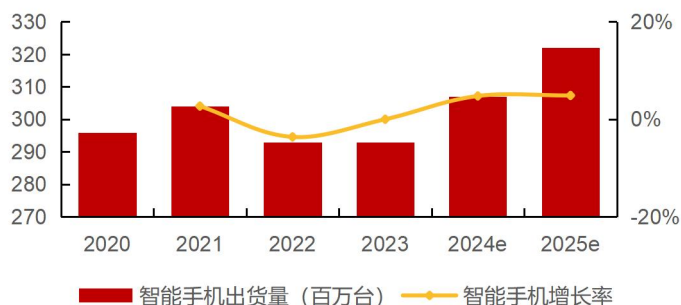
图表 11：2018–2022 年中国 MIM 市场规模



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

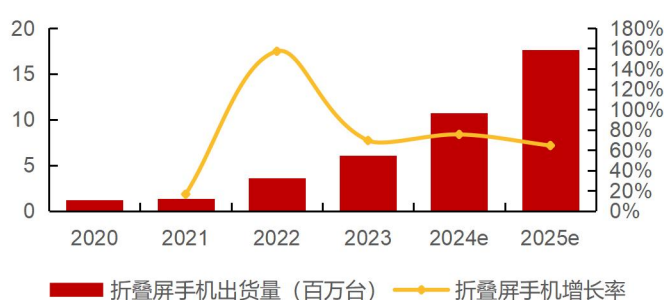
智能手机增长放缓，折叠屏手机引领新需求周期。从 2018 年开始，中国智能手机市场已趋于饱和，用户换机周期延长导致智能手机市场整体增速放缓，出货量在经历多年高速增长后逐渐稳定，并一度出现了较为严重的下滑趋势。随着折叠屏手机技术日趋成熟，更多的用户开始关注折叠屏手机，其成为了智能手机高端市场中的主力消费产品。根据艾瑞咨询数据，从 2021 到 2025 年，中国折叠屏手机出货量有望从 140 万台增长至 1760 万台，4 年 CAGR 达 88.30%。

图表 12：2020–2025 中国智能手机出货数据



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

图表 13：2020–2025 中国折叠屏手机出货数据



资料来源：艾瑞咨询，华源证券研究所

2.2. MIM 折叠屏铰链：折叠屏核心零组件，拉动新景气周期

铰链是决定折叠屏手机成本的关键零组件。铰链肩负手机弯折寿命、开合手感、屏幕折痕深浅等与消费者体验最相关的问题，因此铰链的好坏会将直接影响消费者购买折叠手机的意愿。根据形态设计，铰链分为“U”型与“水滴”型两种，三星折叠屏系列以“U”型铰链为主，国内手机厂商多采用“水滴”型，产品效果更优但机械结构复杂、成本高昂。MIM 具备设计自由度高、零件精度高、适用材料范围广等工艺优势，匹配叠屏手机铰链制造需求。

图表 14：铰链类型对比图



资料来源：ZELINK 科技，华源证券研究所

铰链受益于折叠屏手机增长周期，同步打开 MIM 件增量空间。折叠屏手机出货量的可持续性增长将拉动其核心零部件铰链的增长，而 MIM 工艺凭借先进技术与价格下移即将迎来增量周期。现对全球折叠屏手机铰链及 MIM 件市场空间进行测算，核心假设如下：

①**折叠屏手机出货量：**根据 Counterpoint Research、Trendforce、Canalys 数据，2022 年至 2024 年全球折叠屏手机出货量预计为 13.1/15.9/18.0 百万台，我们假设 2025–2027 年增速分别为 30%/25%/25%。

②**U 型铰链和水滴型铰链份额：**根据 TrendForce 数据，2022 年以 U 型铰链为主的三星市场份额达到 82%，其他智能手机已采用水滴型铰链。由于水滴型铰链技术更为成熟，产品质量更佳，预期未来成为主流产品，故假设 2023–2027 年 U 型铰链份额为 70%/55%/40%/30%/20%，水滴型铰链份额为 30%/45%/60%/70%/80%。

③**U 型铰链和水滴型铰链价格：**根据立鼎产业研究院数据，U 型铰链成本约为 150–200 元；水滴型铰链成本为 U 型铰链的 3–4 倍；2022 年我们取 U 型铰链为 170 元，水滴型铰链成本为 U 型链的 3.5 倍。

根据我们测算，2023–2027 年全球折叠屏铰链模组件市场空间预计分别为 41.7/49.7/66.5/91.6/125.0 亿元，4 年 CAGR 为 31.56%，全球折叠屏手机铰链模组件及零部件市场规模将实现快速增长，行业及产业链相关公司有望充分受益。

图表 15：全球折叠屏手机铰链及 MIM 市场空间测算

		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
全球折叠屏手机出货量	百万台	13.1	15.9	18.0	23.4	29.3	36.6
U型铰链份额	%	82%	70%	55%	40%	30%	20%
U型铰链单价	元/台	170	150	130	110	110	110
水滴型铰链份额	%	18%	30%	45%	60%	70%	80%
水滴型铰链单价	元/台	595	525	455	400	400	400
全球折叠屏铰链模组件市场空间	亿元	32.3	41.7	49.7	66.5	91.6	125.0
全球折叠屏铰链零部件市场空间	亿元	16.1	20.9	24.9	33.2	45.8	62.5
yoy	%		29.3%	19.1%	33.6%	37.8%	36.6%

资料来源：立鼎产业研究院，Counterpoint Research，TrendForce，Canalys，36 氪，华源证券研究所

2.3. 东睦股份：折叠屏零部件加速兑现，模组件贡献业绩弹性

上海富驰+东莞华晶+连云港三基地布局，折叠屏铰链业务优势领先。MIM 产能方面，形成三基地布局：上海富驰定位高端产品及研发制造，东莞华晶定位大型华南生产基地，连云港定位低成本成产基地。折叠屏业务方面，目前已建成 5 条模组生产线，并通过相关测试和验证，实现折叠机 MIM 零件向 MIM 零件+模组的跨越式发展。同时，上海富驰通过增资扩股形式引入投资者，实现资源优势互补，赋能 MIM 业务长期稳健发展。

战略性布局 MIM 钛合金技术，有望卡位钛合金 3C 产业化窗口期。战略性布局钛合金 MIM 粉末原料技术：2024 年 7 月，宁波东睦广泰签订《增资协议》，通过增资入股形式持有某公司 5% 股权，保障未来稳定且高性价比的钛合金粉末原料供应。创新性突破钛合金 MIM 生产技术：苹果、小米、三星在消费电子领域积极布局钛材应用，亚马逊、泉龙、Rokid 推出搭载钛材的 AR 设备，钛材正打开 3C 领域应用窗口期。据贝哲斯咨询预测，2025 国内消费电子领域钛材消费量有望提升至 3.1 万吨，占总消费量的 12%。公司实现钛合金批量生产技术，通过原料布局+MIM 生产有望实现低成本钛材量产，推动 3C 领域商业化进程。

图表 16：公司 MIM 折叠屏铰链和钛合金产品布局



公司生产的部分折叠屏铰链零件



公司用MIM技术生产的部分钛合金产品

资料来源：公司公告，华源证券研究所

拟收购上海富驰剩余股权，提升 MIM 产业竞争力。2025 年 3 月，公司公告拟以发行股份及支付现金方式收购上海富驰剩余股权，交易完成后持股比例由 64.25%提升至 85%，深圳市远致星火私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）持有剩余 15%股权。通过提升控股比例加强公司 MIM 业务战略地位，完善粉末冶金全产业链布局提高"P&S+SMC+MIM"平台协同效应，赋能公司远期发展。

图表 17：上海富驰各股东具体持股比例（截至预案签署日）

序号	股东姓名/名称	持股数（万股）	持股比例
1	东睦新材料集团股份有限公司	5,652.40	64.25%
2	深圳市远致星火私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1,319.64	15.00%
3	钟伟	1,202.80	13.67%
4	上海创精投资咨询合伙企业（有限合伙）	375.94	4.27%
5	宁波华莞企业管理合伙企业（有限合伙）	209.337	2.38%
6	宁波富精企业管理合伙企业（有限合伙）	37.50	0.43%
合计		8,797.63	100.00%

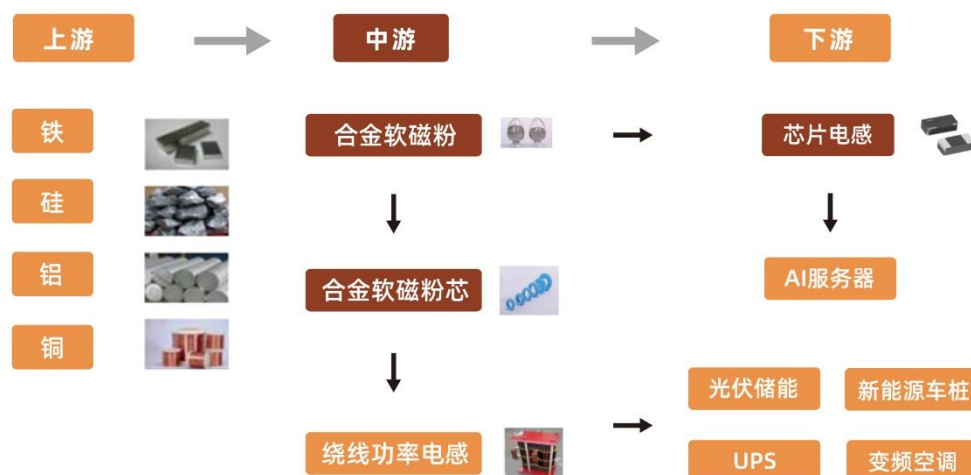
资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. SMC 业务：合金软磁粉芯景气度持续，一体化优势配合山西基地扩产

3.1. 软磁粉芯站稳新能源赛道，公司一体化布局

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+芯片电感产品矩阵。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，公司自研芯片电感，已形成一定营收规模。

图表 18：合金软磁粉芯产业链图



资料来源：公司官网，铂科新材公司公告，华源证券研究所

3.2. 软磁材料种类多样，金属软磁粉芯兼具高功率+低损耗性能

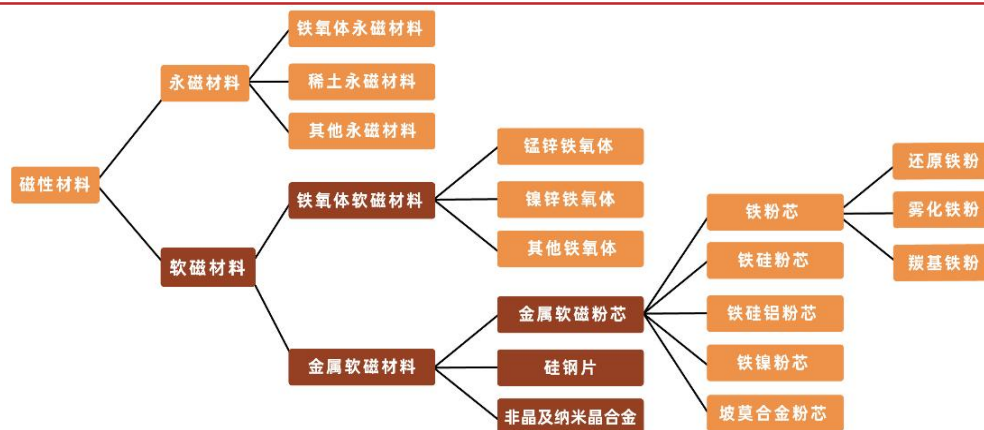
磁性材料分为软磁和永磁材料，其中软磁材料种类多样。磁性材料按应用类型可以分为软磁、永磁等材料。软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料，易于磁化，也易于退磁，主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输，广泛用于各种电能变换设备中。软磁材料主要包括金属软磁材料、铁氧体软磁材料以及其他软磁材料。

1) 铁氧体软磁材料：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。

2) 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。

3) 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 B_s 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，其覆盖终端场景包含高功率和高频率两个区间。

图表 19：磁性材料分类



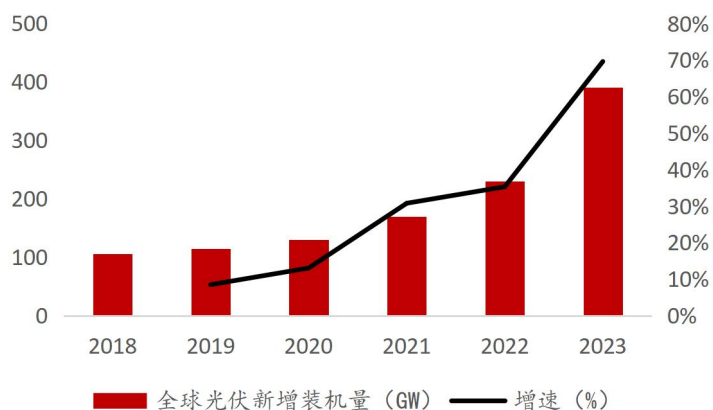
资料来源：铂科新材公司公告，华源证券研究所

3.3. 市场空间测算：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。

光储领域：全球光伏新增装机量呈现稳步增长趋势，由 2018 年的 106GW 提升至 2023 年的 390GW，5 年 CAGR 达 29.8%。根据 EESA 数据，预计 2024 年全球储能市场新增装机规模将达到 175.8GWh，同比增速达 70%，和 EESA 年中预测相比略有上调。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，目前已成为最主要的下游应用。

图表 20：全球光伏新增装机量逐年提升



资料来源：iFind，中国光伏协会，华源证券研究所

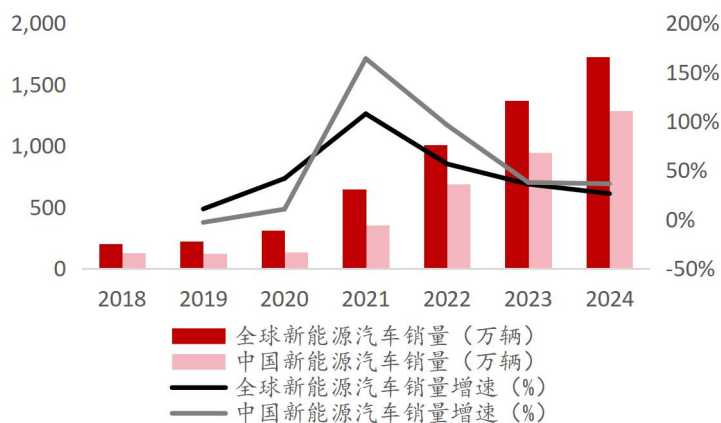
图表 21：全球储能新增装机量有望快速增长（单位：Gwh）



资料来源：IEA、BVES、CEA 等，储能领跑者联盟公众号，华源证券研究所

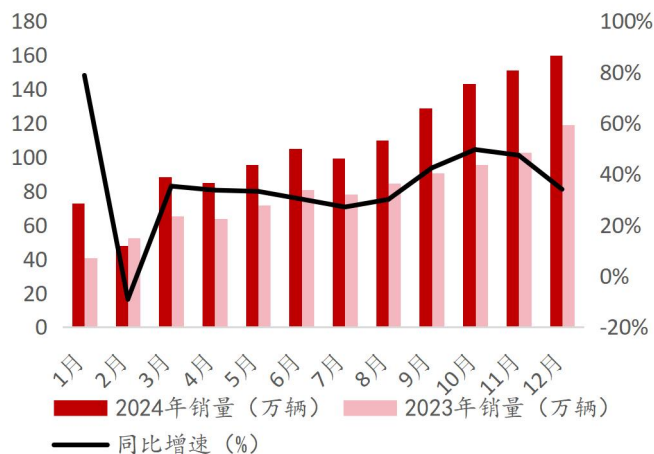
新能源汽车领域：全球新能源汽车销量从 2018 年的 199 万辆增长至 2024 年的 1724 万辆，6 年 CAGR 达 43.4%。中国新能源汽车也在过去五年期间迎来快速增长，从 2018 年的 125 万辆增长至 2024 年的 1286 万辆，6 年 CAGR 达 47.5%。合金软磁粉芯应用于车载 OBC、DC/DC 及 HDC 电源模块，受益新能源汽车景气度传导需求加速提振，持续贡献需求增量。

图表 22：全球和中国新能源汽车销量逐年提升



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 23：中国新能源汽车月度销量稳步提升



资料来源：iFind，华源证券研究所

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 45.9/65.6/91.4/109.3 亿元，3 年 CAGR 达 33.5%。其中，光伏市场需求有望由 2022 年 14.6 亿元提升至 2025 年的 42.6 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，成为复合增速较快的下游应用场景。

图表 24：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	12.05	13.32
市场规模	光伏	亿元	7.22	10.23	14.56	25.01	38.57	42.62
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	25.72	30.17
市场规模	合计	亿元	26.43	33.64	45.94	65.62	91.38	109.34

资料来源：公司公告，IEA PVPS，国家能源局等，华源证券研究所

3.4. 东睦股份：山西基地项目扩产供增量，芯片电感受益 AI 产业趋势

粉芯品类不断完善，山西基地扩产贡献增量。原材料供应方面，公司于 2022 年 7 月完成德清鑫晨新材料有限公司 100%的股权收购，实现了从粉体到粉芯的一体化布局。**品类方面**，公司完成多款新一代高性能软磁复合材料的研发，如更高的产品转换效率、更低的产品温升、更低的产品体积等，终端应用涵盖逆变器、储能、新能源汽车、服务器电源等。**产能方面**，浙江东睦科达 3 号厂房建设完毕，山西基地一期建成并投入试生产，全集团 SMC 生产能力达到 7 万吨/年。

一体化自研芯片电感，受益 AI 产业营收增长已现。AI 算力产业趋势推动芯片电感需求加速，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 7.13/11.52/15.74/25.01/32.36/40.58 亿元，5 年 CAGR 达 41.58%。公司高性能铁镍系和铁硅系产品完成推广，为大客户研发的芯片电感销售逐步增量。2023 年公司芯片电感和服务器电源软磁材料营收达 6854 万元，2024 年上半年该领域营收达 5299 万元。

图表 25：全球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间	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间	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间	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）

4. PS 业务：粉末冶金零部件需求稳定，参股小象电动切入机器人赛道

4.1. 粉末冶金零部件站稳汽车+空调市场

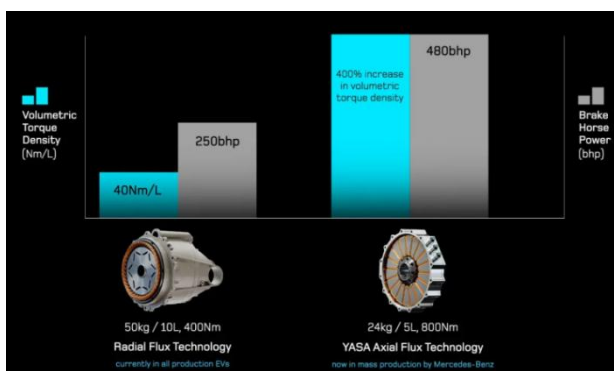
粉末冶金零部件站稳汽车应用。粉末冶金零部件以金属或非金属粉末为原料，经过成形和烧结等流程制备，对比传统工艺，具有节能、节材、节省劳动力、环保、近净成形、个性化、一致性好等优势。**目前汽车是其最主要终端应用：**汽车底盘中有减振器零件、导向器、活塞和低阀座；制动系统中有 ABS 传感器、刹车片等；泵类零件主要有燃油泵、机油泵和变速器泵中关键零部件；发动机中有导管、座圈、连杆、轴承座、可变气门正时系统（VVT）关键零部件和排气管支座等；变速器中有同步毂和行星齿轮架等零件。2023 年汽车零件销售占公司粉末冶金零部件业务营收 78%，家电占比 18%。

国内单车用量空间广阔，国产化优势显现。据粉末冶金及硬质合金展，欧洲平均每辆汽车的粉末冶金制品用量为 14kg，日本为 9kg，美国已达 19.5kg 以上，而我国目前平均用量只有 5~6kg，考虑工艺优势未来用量空间广阔。同时，受益国内外制造成本差异，国外竞争对手减少或放缓投资，公司在车用粉末冶金领域的进口替代和全球拓展具备增量空间，有望提供长期成长动力。

4.2. 参股小象电动，轴向关节电机打开机器人材料新应用

轴向磁通电机具备小体积+高扭矩+高功率密度优势，商业化应用空间广阔。轴向磁通电机具有重量轻、体积小、结构紧凑、高扭矩密度和高功率密度等特点，在新能源汽车驱动电机有所应用，同时可广泛拓展至机器人、机器狗、机器牦牛等关节电机领域。2023 年，YASA 公司（梅赛德斯奔驰收购后的全资子公司）推出的轴向电机重量仅为径向电机的 1/3，而功率密度提高了 3 倍，该技术率先量产并搭载于奔驰 AMG.EA 纯电车型，是轴向电机在汽车领域产业化的重要节点。此外，由于其高功率密度优势，轴向电机特别适用于对体积重量有特殊要求的应用领域，电动摩托车、机器人、无人机、电动船舶及电动飞机等领域具备广阔的商业化潜力。

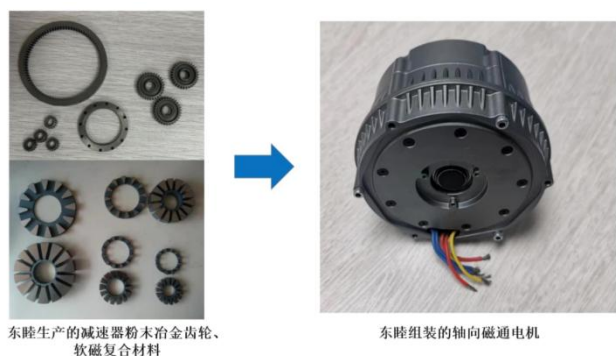
图表 26: YASA 轴向电机性能对比图



资料来源: YASA 公司官网, 华源证券研究所

参股小象电动切入电机赛道，打造 PS+SMC 量产电机的材料生态。公司通过宁波东睦广泰增持小象电动并持有 22% 股权，小象电动拥有自主研发的聚能磁轴向磁通电机及控制算法等核心技术，公司配套 PS 减速器齿轮和 SMC 软磁定子生产能力，形成从电机技术+材料供应+量产能力的协同生态。**技术方面**，小象电动具备伺服电机驱动集成、行星减速器集成以及轴向磁通电机一体化设计能力。**产品方面**，成功在大型及小型仿生机器人关节电机实现拓展，单电机输出功率 1–6kw，整机 12 套电机；同时在无人车轮毂动力系统及电动摩托车电机实现应用。**产能方面**，公司已完成 1000 平方米的轴向磁通电机生产车间基建建设，并组建了 1 条轴向磁通电机装配生产线，显著提升软磁定子、减速机精密齿轮的工艺技术水平。

图表 27: 公司轴向电机业务布局情况



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 28: 小象电动具备电机一体化制备技术



资料来源: 小象电动公司官网, 华源证券研究所

图表 29：小象电动电机产品终端应用不断打开



资料来源：小象电动公司官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

作为国内粉末冶金平台龙头，公司 PS 及 SMC 业务稳定增长，MIM 折叠屏铰链开启新一轮成长周期。我们预测公司 2024–2026 年营业收入分别为 51.5/61.3/70.7 亿元，归母净利润分别为 3.95/5.41/6.53 亿元。

图表 30：营收预测表

营收表		2024E	2025E	2026E
PS-粉末冶金零部件				
营收	亿元	22.83	25.12	27.63
销量	万吨	6.00	6.60	7.26
成本	亿元	17.24	18.84	20.72
毛利	亿元	5.59	6.28	6.91
毛利率	%	24.5%	25.0%	25.0%
MIM-金属注射成型零部件				
营收	亿元	19.50	25.65	30.92
销量	万件	78000.00	102600.00	123660.00
成本	亿元	14.92	18.72	22.26
毛利	亿元	4.58	6.93	8.66
毛利率	%	23.5%	27.0%	28.0%
SMC-合金软磁粉芯				
营收	亿元	9.10	10.47	12.04
销量	万吨	3.08	3.55	4.08
成本	亿元	7.01	7.95	9.03
毛利	亿元	2.09	2.51	3.01
毛利率	%	23.0%	24.0%	25.0%
其他业务				
营收	亿元	0.1	0.1	0.1
成本	亿元	0.0	0.0	0.0
毛利	亿元	0.1	0.1	0.1
毛利率	%	70.0%	70.0%	70.0%
合计				
营收	亿元	51.5	61.3	70.7
成本	亿元	39.2	45.5	52.0
毛利	亿元	12.3	15.8	18.6
毛利率	%	23.9%	25.7%	26.4%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们选取铂科新材、龙磁科技作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2024–2026 年平均 PE 分别为 38/25/18 倍，作为国内粉末冶金平台龙头，公司 MIM 受益折叠屏铰链景气传导加速，轴向电机切入机器人赛道。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 2025-03-25	EPS			PE		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
300811.SZ	铂科新材	49.26	1.34	1.75	2.16	36.66	28.20	22.82
300835.SZ	龙磁科技	38.30	0.99	1.77	2.88	38.54	21.59	13.31
	平均值					37.60	24.90	18.07
600114.SH	东睦股份	19.50	0.64	0.88	1.06	30.44	22.21	18.40

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

6. 风险提示

需求波动风险：公司主业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：公司扩产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。

市场空间测算偏差的风险：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，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	257	309	468	424	营业收入	3,861	5,153	6,133	7,068
应收票据及账款	1,330	1,622	1,939	2,300	营业成本	2,999	3,919	4,555	5,204
预付账款	11	13	16	18	税金及附加	39	45	54	62
其他应收款	35	70	83	96	销售费用	60	67	80	92
存货	910	1,154	1,378	1,561	管理费用	213	242	288	332
其他流动资产	24	33	39	45	研发费用	278	361	442	509
流动资产总计	2,566	3,200	3,923	4,444	财务费用	104	97	101	95
长期股权投资	259	262	265	268	资产减值损失	-27	-20	-15	-15
固定资产	2,623	2,479	2,395	2,194	信用减值损失	-11	0	0	0
在建工程	203	181	75	75	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	382	373	375	375	投资收益	26	3	3	3
长期待摊费用	82	83	83	82	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	654	664	663	663	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	4,203	4,043	3,855	3,656	其他收益	44	52	40	20
资产总计	6,769	7,243	7,777	8,100	营业利润	202	457	642	782
短期借款	73	309	330	76	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	513	616	716	818	营业外支出	3	1	1	1
其他流动负债	965	921	1,075	1,229	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,551	1,846	2,120	2,123	利润总额	200	457	642	782
长期借款	1,910	1,910	1,910	1,910	所得税	6	32	45	55
其他非流动负债	389	389	389	389	净利润	194	425	597	727
非流动负债合计	2,300	2,300	2,300	2,300	少数股东损益	-4	30	56	74
负债合计	3,851	4,146	4,420	4,423	归属母公司股东净利润	198	395	541	653
股本	616	616	616	616	EPS(元)	0.32	0.64	0.88	1.06
资本公积	900	900	900	900	主要财务比率				
留存收益	1,011	1,160	1,364	1,611	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	2,527	2,676	2,880	3,127	成长能力				
少数股东权益	391	421	477	551	营收增长率	3.62%	33.47%	19.01%	15.24%
股东权益合计	2,918	3,097	3,357	3,678	营业利润增长率	29.45%	126.29%	40.57%	21.78%
负债和股东权益合计	6,769	7,243	7,777	8,100	归母净利润增长率	27.08%	99.48%	37.09%	20.71%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-4.63%	19.33%	115.39%	17.74%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	盈利能力				
税后经营利润	194	374	557	706	毛利率	22.33%	23.95%	25.74%	26.38%
折旧与摊销	381	353	371	382	净利率	5.03%	8.25%	9.74%	10.29%
财务费用	104	97	101	95	ROE	7.83%	14.75%	18.79%	20.90%
投资损失	-26	-3	-3	-3	ROA	2.92%	5.45%	6.96%	8.07%
营运资金变动	-386	-523	-310	-309	估值倍数				
其他经营现金流	28	55	43	23	P/E	60.73	30.44	22.21	18.40
经营性现金净流量	295	352	759	893	P/S	3.11	2.33	1.96	1.70
投资性现金净流量	-244	-194	-183	-182	P/B	4.76	4.49	4.17	3.84
筹资性现金净流量	-109	-107	-417	-756	股息率	1.03%	2.05%	2.80%	3.39%
现金流量净额	-55	52	159	-44	EV/EBITDA	17	16	13	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、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。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。