

2025 年 07 月 10 日

安泰科技 (000969.SZ)

——传统业务“稳增长”，特粉+非晶+核聚变三大业务“迎风采”

投资评级：增持（首次）

投资要点：

➤ **中国钢研集团金属新材料产业化平台，“2+3+4”体系构筑下多谱系业务共振发展。**公司作为中国钢研科技集团旗下金属新材料产业化平台，其具体业务由自身下设的多个子公司独立进行运营。公司具备从材料到制品、器件以及系统集成开发的完整产品谱系。基于当前子公司产值规模，公司形成了“2+3+4”的结构体系，即 2 个核心产业（难熔钨钼、稀土永磁）、3 个重点产业（非晶/纳米晶、高合金高速钢、超硬材料）、4 个孵育产业（特粉、注射成型、焊接材料、可控核聚变）。

➤ **“十四五”经营业绩稳步提升，2024 提质增效股份转让致业绩大幅增长。**2021–23 年公司营业收入与归母净利润稳步提升，2 年 CAGR 达 14.26%和 20.53%，核心产业（难熔钨钼、稀土永磁）贡献主要收入利润增量。2024 年 7 月公司完成对子公司安泰环境的股份转让，全年最终实现营业收入 75.73 亿元，同比-7.50%；实现归母净利润 3.72 亿元，同比+49.26%。

2025Q1 公司提质增效持续推进，营运能力持续向好。2025Q1 实现营业收入 17.82 亿元，同比-5.76%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比+4.95%，业绩在安泰环境置出后仍保持增长态势。报表端公司营运能力持续向好，三项费用占营收比重波动下降，2025Q1 指标达 6.17%，较去年同期下降 0.95 个百分点，提质增效成果显著。

➤ **新兴业务端，2025 年及“十五五”阶段公司积极布局“第二增长曲线”，重点布局特粉、非晶、可控核聚变三大业务，预计伴随产业高景气度产品将实现快速放量。**

◇ **特粉（安泰特粉）——软磁粉末维系稳健增长，注射成型粉末打造新增长极：**2025 年 1–5 月中国新能源汽车产销量分别同比增长 45.16%/43.97%，有望伴随系列提振消费政策措施落地持续扩大，对软磁粉末需求有望实现稳步提升；随着生产工艺的成熟和制造成本的降低，全球注射成型市场已步入结构性增长阶段，2023–2030 年间市场规模复合增速或达 10.5%。

安泰特粉成功将软磁粉及一体成型电感粉产品拓展至新能源汽车及 AI 等新兴应用领域，加快推进万吨级特种粉末产能布局有助于进一步巩固金属软磁粉末领域的单项冠军地位。注射成形粉末方面，安泰特粉在国内首创开发了水气组合雾化制粉工艺、填补了国内技术空白，产品有望伴随消费电子等终端需求增长及下游客户导入实现快速增长，或打造公司新业绩增长极。

◇ **非晶（安泰非晶）——非晶配电变压器迎来高景气周期，非晶电机应用打开蓝海市场：**国家发改委和能源局提出将加快老旧和高耗能设备设施更新改造，预计 2025 年全社会在能效节能水平及以上变压器占比较 2021 年提高超过 10 个百分点，非晶配电变压器景气度持续；广汽夸克电驱 2.0 非晶-碳纤维超级电驱已实现小批量装车并即将实现规模化批产，可在电池容量不变的前提下提升 30–50km 续航里程，我们认为反映非晶电机的量产工艺已经实现突破，未来或有更多车型开始搭载非晶电机。

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

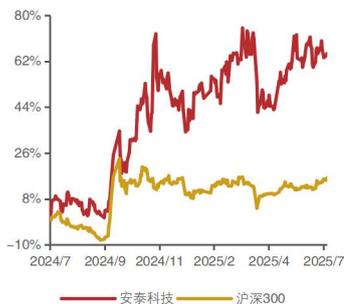
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

方皓

fanghao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 08 日

收盘价 (元)	12.69
一年内最高/最低 (元)	14.47/7.75
总市值 (百万元)	13,333.61
流通市值 (百万元)	13,114.68
总股本 (百万股)	1,050.72
资产负债率 (%)	41.95
每股净资产 (元/股)	5.36

资料来源：聚源数据

安泰非晶是国内非晶材料技术的开创者，率先在国内建成具有完全自主知识产权的万吨级非晶带材生产线，非晶立体卷铁心变压器用带材销量突破 1 万吨并迅速投资新建 1 万吨非晶带材项目，预计将伴随产业高景气度实现快速放量。

- ◇ **可控核聚变(安泰中科)——可控核聚变产业商业化发展持续加速:** 国际方面, ITER 脉冲超导电磁体系统的全部组件已完成建造, 标志着可控核聚变工程化进程实质性突破; 国内方面, 全超导托卡马克核聚变实验装置(EAST)在 2025 年 1 月创下 1 亿摄氏度 1000 秒“高质量燃烧”世界纪录, 新一代“中国环流三号”实现“双亿度”等离子体运行, 自主研发的磁流体控制技术达国际领先水平, 我们认为, 可控核聚变产业正处于技术持续突破、商业化项目持续落地的高景气度阶段。

子公司安泰中科作为国际上第一家批量生产钨铜偏滤器、包层第一壁的公司, 2008 年开始参与 ITER 项目, 多年深耕下公司钨铜偏滤器与包层产品矩阵实现多元拓展, 有望充分受益于此进程实现业绩增长。

- **传统业务端, 各子公司持续深耕, 进行业务横向拓展及产业链纵向延伸, 继续巩固产品在细分领域的排他性及不可替代性。** 难熔钨钼(安泰天龙) 巩固高端医疗装备领先地位, 拓展半导体、航空航天等新兴市场, 推进热沉材料、平面显示靶材等产业化应用; 稀土磁材(安泰磁材) 深耕新能源汽车、消费电子市场, 聚焦人形机器人、低空经济等新兴领域; 高合金高速钢(河冶科技) 重点推广粉末高速钢、喷射高速钢等高端产品, 加速国产化替代。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 3.30/4.22/5.45 亿元, EPS 为 0.31/0.40/0.52 元/股, 按 2025 年 7 月 8 日收盘价计算的 PE 为 40.38/31.61/24.48 倍。选择同样从事非晶业务的云路股份、特粉业务的铂科新材、具备核聚变业务的斯瑞新材作为可比公司, 考虑到安泰科技多项业务板块有望进入放量节点, 给予公司一定估值溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示: 原材料价格波动风险、国际贸易环境与汇率波动风险、市场环境需求不及预期风险。**

盈利预测与估值(人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,187	7,573	8,152	9,297	10,667
同比增长率(%)	10.55%	-7.50%	7.64%	14.04%	14.74%
归母净利润(百万元)	249	372	330	422	545
同比增长率(%)	18.19%	49.26%	-11.33%	27.75%	29.14%
每股收益(元/股)	0.24	0.35	0.31	0.40	0.52
ROE(%)	4.87%	6.74%	5.83%	7.24%	9.01%
市盈率(P/E)	53.44	35.80	40.38	31.61	24.48

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

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 81.52/92.97/106.67 亿元，归母净利润 3.30/4.22/5.45 亿元，EPS 为 0.31/0.40/0.52 元/股，按 2025 年 7 月 8 日收盘价计算的 PE 为 40.38/31.61/24.48 倍。

选择同样从事非晶业务的云路股份、特粉业务的铂科新材、具备核聚变业务的斯瑞新材作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 39.45 倍。考虑到安泰科技多项业务板块有望进入放量节点，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

关键假设

假设公司 2025–2027 年特种粉末冶金材料及制品营收增速分别为 0.59%/12.45%/13.28%，毛利率分别为 20.27%/21.16%/21.36%；先进功能材料及器件营收增速分别为 16.60%/20.41%/20.48%，毛利率分别为 18.52%/18.92%/18.95%；高品质特钢及焊接材料营收增速分别为 5.34%/5.66%/6.02%，毛利率分别为 12.58%/12.59%/12.60%。

投资逻辑要点

金属软磁粉：公司子公司安泰特粉成功将软磁粉及一体成型电感粉产品拓展至新能源汽车及 AI 等新兴应用领域，并加快推进万吨级特种粉末产能布局，有助于进一步巩固金属软磁粉末领域的单项冠军地位。

非晶带材：公司子公司安泰非晶是国内非晶材料技术的开创者，率先在国内建成具有完全自主知识产权的万吨级非晶带材生产线，非晶立体卷铁心变压器用带材销量突破 1 万吨并迅速投资新建 1 万吨非晶带材项目，行业领先地位得到进一步巩固。

可控核聚变：公司子公司安泰中科作为国际上第一家批量生产钨铜偏滤器、包层第一壁的公司，2008 年开始参与 ITER 项目，多年深耕下公司钨铜偏滤器与包层产品矩阵实现多元拓展，我们认为公司相关产品有望伴随可控核聚变商业化进程加速进入放量节点，或成为公司后续业绩增长推动力。

核心风险提示

原材料价格波动风险、国际贸易环境与汇率波动风险、市场环境需求不及预期风险。

内容目录

1. 中国钢研旗下核心金属新材料产业平台，“2+3+4”业务布局多板块技术领先.....	7
2. 历史业绩波动上升，报表端多项指标预示公司经营持续向好.....	9
3. 特粉+非晶+可控核聚变三轮驱动，公司有望持续打造业绩增长极.....	11
3.1. 消费电子+新能源汽车等领域需求旺盛，安泰特粉有望持续实现产销高增.....	11
3.2. 非晶配电变压器迎来高景气周期，非晶电机应用打开蓝海市场，安泰非晶有望迎来高速增长.....	14
3.3. 可控核聚变商业化进程加速，安泰中科有望进入放量节点.....	17
4. 限制性股票激励计划充分调动核心员工积极性，为公司注入强发展动力.....	19
5. 盈利预测与评级.....	20
6. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 公司主要产品示意	7
图表 2: 公司股权示意图 (截至 2025 年一季度)	7
图表 3: “2+3+4” 业务布局及各子公司 2024 年经营情况 (单位: 亿元)	8
图表 4: 2021-2025Q1 公司营业收入情况	9
图表 5: 2021-2025Q1 公司归母净利润情况	9
图表 6: 2020-2024 年公司分产品营收情况 (单位: 亿元)	9
图表 7: 2020-2024 年公司分产品毛利情况 (单位: 亿元)	9
图表 8: 2020-2024 年公司分板块毛利率情况	10
图表 9: 2021-2025Q1 公司毛利率及净利率情况	10
图表 10: 2021-2025Q1 公司三项费用支出及占比情况	10
图表 11: 2021-2025Q1 公司研发费用及占比情况	10
图表 12: 注射成型技术在多项性能指标上优于传统制造技术	11
图表 13: 注射成型技术在消费电子领域存在广泛需求	11
图表 14: 2023-2030 年间全球注射成形市场规模复合增速或达 10.5% (单位: 亿美元)	12
图表 15: 金属软磁粉芯是当今软磁材料领域综合性能最佳的软磁材料	12
图表 16: 金属软磁粉、金属软磁粉芯及芯片电感等磁元件具有广泛的应用场景	13
图表 17: 2024 年全球各领域金属软磁粉芯需求量占比情况	13
图表 18: 我国新能源车产销量持续快速增长	14
图表 19: 非晶变压器在多项性能指标上显著优于传统硅钢	15
图表 20: 非晶生产流程显著短于硅钢	15
图表 21: 国家电网招标中, 非晶变压器占比呈底部反转趋势且有望继续提升	16
图表 22: 广汽夸克电驱 2.0 非晶-碳纤维超级电驱结构示意图	16
图表 23: 2012-2022 年我国核电装机容量持续快速增长	17
图表 24: 2012-2022 年我国核电发电量持续快速增长	17
图表 25: 第一壁、偏滤器、高温超导磁体为可控核聚变产业链核心	18
图表 26: 限制性股票激励计划首次授予部分激励对象获授的限制性股票分配情况	19
图表 27: 限制性股票激励计划公司层面扣非归母净利润考核指标要求情况	19
图表 28: 首次授予的限制性股票对各期会计成本的合计影响测算 (单位: 万元)	19

图表 29: 公司分产品营收及预测情况 (单位: 亿元)	20
图表 30: 可比公司估值表	21

1. 中国钢研旗下核心金属新材料产业平台，“2+3+4”业务布局多板块技术领先

公司成立于 1998 年并于 2000 年在深交所上市，发展至今建立起从材料到制品、器件以及系统集成开发的完整产业平台体系，在金属材料及关键部件领域为全球高端用户提供全生命周期一体化解决方案，重点为人工智能、新能源、新一代电子信息、高端装备制造、航空航天及核电等战略新兴产业发展提供不可或缺的关键材料与部件支撑，是中国钢研旗下核心金属新材料产业平台和科技创新主力军、我国先进金属新材料领域的领军企业之一。

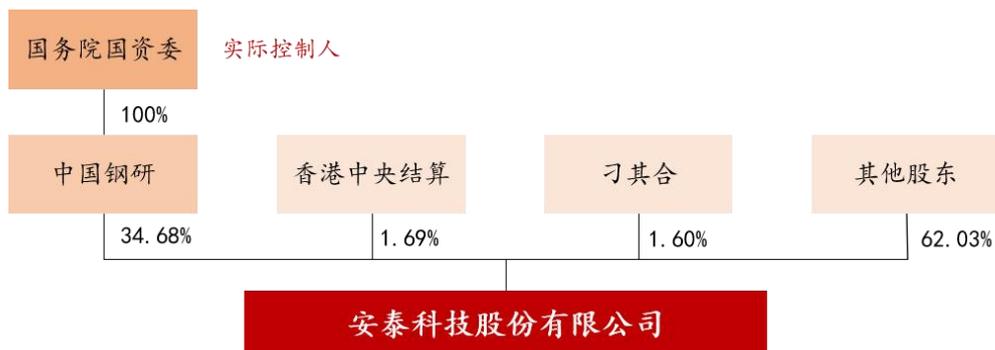
图表 1：公司主要产品示意



资料来源：公司官网，华源证券研究所

中国钢研集中持股，股东资源有望驱动公司快速健康发展。公司实际控制人为国务院国资委，截至 2025 年一季度末其通过中国钢研间接持有公司 34.68% 股份。中国钢研是我国冶金行业最大的综合性研究开发和高新技术产业化机构，我们认为其优质的产业资源和雄厚的研发实力有助于公司持续开发先进产品，同时较高的持股比例有助于提升公司经营管理效率，或将进一步利好公司发展。

图表 2：公司股权示意图（截至 2025 年一季度报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

打造 2 个核心产业+3 个重点产业+4 个孵育产业的“2+3+4”业务布局，多业务领域技术领先有望持续转化为业绩提升动力。上市公司本体为资本及管理平台，产品研发及生产销售经由下属子公司开展，具体看：

2 个核心产业强基固本、稳中有进，发挥了业绩压舱石作用：安泰天龙（难熔钨钼）：难熔金属领域国内领先、国际一流的供应商和一体化解决方案提供者，是蓝宝石长晶炉等半导体关键装备用钨钼材料及器件生产的龙头企业，自主研发的钨合金多叶光栅占据全球放疗设备 70% 的市场份额；安泰磁材（稀土永磁）：全球高端稀土钕铁硼永磁材料及制品的头部供应商，产能突破 1.2 万吨，产品出口占比超过 40%，世界五百强销售占比超过 50%。

3 个重点产业提质增效、布局谋篇，体现良好成长性：安泰非晶（非晶/纳米晶）：全球最大的高端纳米晶带材制造商；河冶科技（高合金高速钢）：国内高速工具钢第一品牌，全球市场占比达 30%；安泰超硬（超硬材料）：是我国高端金刚石工具产业化的先行者和技术创新的引领者、最大的出口基地。

4 个孵育产业聚焦细分领域、做专做精，呈现“小而美”：安泰特粉（特粉）是国内最大的软磁合金粉末供应商；安泰海美格（注射成型）在国内率先开发成功粉末注射成形技术；安泰三英（焊接材料）油气平台领域超级双相不锈钢焊材实现国产化替代；安泰中科（可控核聚变）持续聚焦可控核聚变产品技术提升。

图表 3：“2+3+4”业务布局及各子公司 2024 年经营情况（单位：亿元）

业务体系	主营业务	子公司名称	营业收入	营业利润	净利润
核心产业	难熔钨钼	安泰天龙	20.22	0.81	0.83
	稀土永磁	安泰磁材	17.16	/	0.88
重点产业	非晶/纳米晶	安泰非晶	7.44	0.49	0.49
	高合金高速钢	河冶科技	14.30	0.53	0.48
	超硬材料	安泰超硬	4.92	0.47	0.44
孵育产业	特粉	安泰特粉	2.43	0.42	0.37
	注射成型	安泰海美格	1.86	0.29	0.26
	焊接材料	安泰三英	2.27	/	0.12
	可控核聚变	安泰中科	/	/	/

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 历史业绩波动上升，报表端多项指标预示公司经营持续向好

公司 2021–2023 年营业收入和归母净利润持续增长，2 年复合增速分别为 14.26% 和 20.53%，核心产业（难熔钨钼、稀土永磁）贡献主要收入利润增量；2024 年实现营业收入 75.73 亿元，同比-7.50%；实现归母净利润 3.72 亿元，同比+49.26%，营业收入下降主要系 7 月安泰环境出表+稀土原材料价格波动和行业竞争加剧影响所致，归母净利润上升主要系子公司持股比例上升+安泰环境“控变参”导致投资收益增加所致；2025Q1 实现营业收入 17.82 亿元，同比-5.76%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比+4.95%，经营业绩在安泰环境置出后仍保持增长态势。

图表 4：2021–2025Q1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

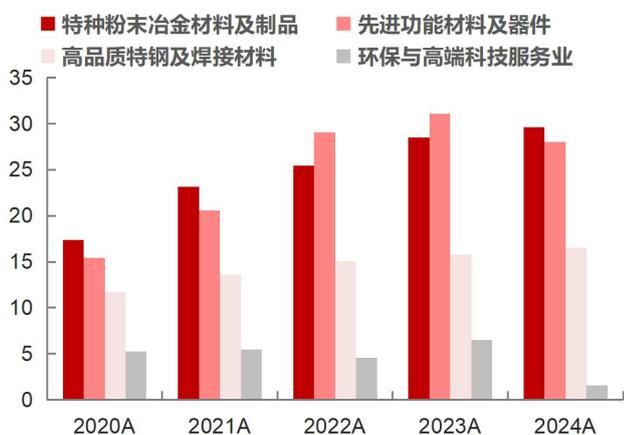
图表 5：2021–2025Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

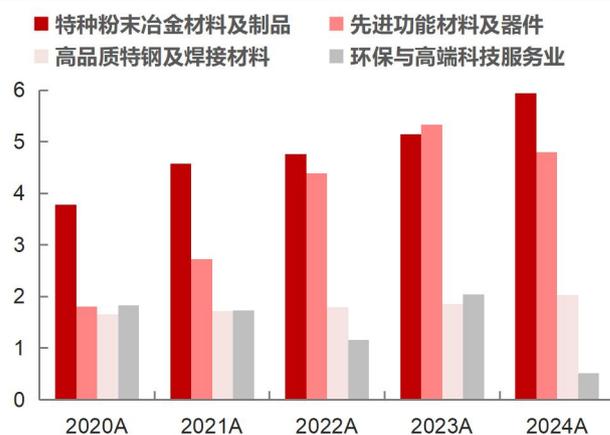
分产品看，特种粉末冶金材料及制品、先进功能材料及器件贡献主要营收和利润，2024 年两项产品合计实现营收 57.64 亿元，占营收比重达 76.11%；合计实现毛利 10.74 亿元，占毛利比重达 80.85%，为公司主要营收和利润来源。

图表 6：2020–2024 年公司分产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

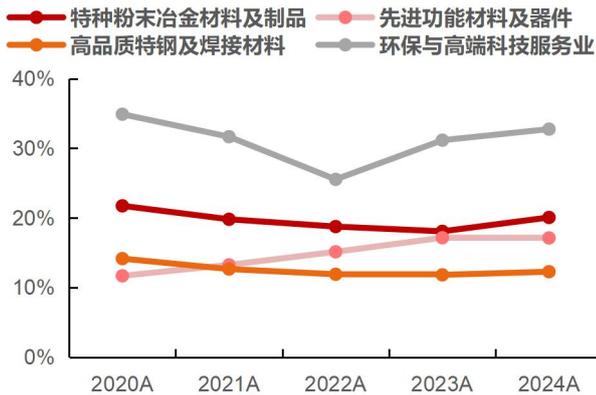
图表 7：2020–2024 年公司分产品毛利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

先进功能材料及器件毛利率稳步提升，其余板块毛利率波动持平。2024 年先进功能材料及器件实现毛利率 17.12%，相较 2020 年提升 5.44pct，呈现稳步提升态势；其余板块毛利率基本持平。2024 年公司整体实现毛利率 17.54% 同比持平，实现净利率 5.73% 同比上升 1.54pct，主要系子公司持股比例上升+安泰科技“控变参”导致投资收益增加所致。

图表 8：2020-2024 年公司分板块毛利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2021-2025Q1 公司毛利率及净利率情况

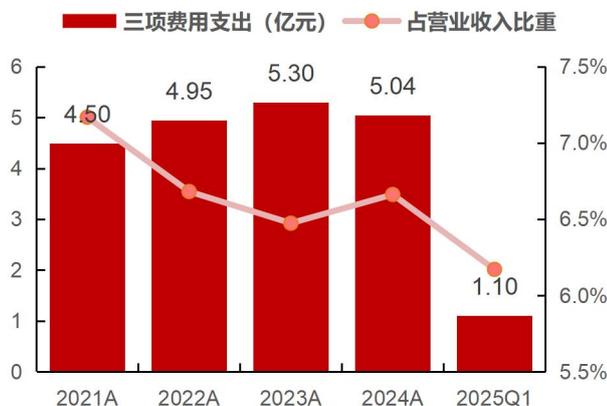


资料来源：Wind，华源证券研究所

三项费用占比波动下降，提质增效成果显著助力公司利润释放。公司自 2021 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2025Q1 指标为 6.17%，同比下降 0.95pct，反映公司经营管理效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润。

研发费用率波动上升，技术驱动型企业特征显著。公司 2021-2024 年间研发费用率持续上升，2024 全年指标为 6.85%，同比+0.55pct，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

图表 10：2021-2025Q1 公司三项费用支出及占比情况



资料来源：Wind，华源证券研究所。注：三项费用指销售、管理、财务费用

图表 11：2021-2025Q1 公司研发费用及占比情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 特粉+非晶+可控核聚变三轮驱动，公司有望持续打造业绩增长极

3.1. 消费电子+新能源汽车等领域需求旺盛，安泰特粉有望持续实现产销高增

具备极高工艺壁垒和多项优异指标，注射成型在复杂金属产品生产上极具优势。注射成型（MIM）是一种将金属粉末与其粘结剂的增塑混合料注射于模型中的新型近净成形工艺，结合了粉末冶金与塑料注塑成形两大技术的优点，具有可成型相对复杂的零件、可简化加工程序、可以成型微观组织均匀且密度高的产品、易于实现大批量和规模化生产、适用材料范围宽等多项优势，已成为国际粉末冶金领域发展迅速、最有前途的一种新型近净成形技术。

图表 12：注射成型技术在多项性能指标上优于传统制造技术

项目	注射成型	粉末冶金	精密铸造	机加工
密度	98%	86%	98%	100%
拉伸强度	高	低	高	高
光洁度	高	中	中	高
微小化能力	高	中	低	中
薄壁能力	高	中	中	低
复杂程度	高	低	中	高
设计宽容度	高	中	中	中
材质范围	高	高	中	高

资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

电子仪器产业是注射成型零件的主要应用领域，在亚洲约占注射成型零件销售额的 50%。随着电子元件微型化趋势的发展，注射成型技术因其在降低生产成本、提升产品性能以及缩小零部件体积方面的显著优势，展现出广泛的应用前景，包括光纤连接器、消费电子产品中的铰链系列、手机卡托、按键、镜头圈、LED 圈以及转轴等。

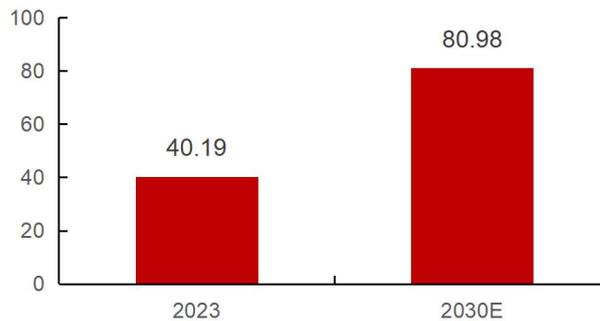
图表 13：注射成型技术在消费电子领域存在广泛需求



资料来源：富驰高科官网，华源证券研究所

随着生产工艺的日益成熟和制造成本的逐步降低，全球注射成型市场已步入结构性增长阶段。随着电子产品与汽车工业的创新优化与升级、注射成型工艺在 3C 电子产品领域的逐渐成熟，终端市场对采用注射成形制成的精密金属零部件的需求有望进一步增长。据华经产业研究院预测，到 2030 年全球注射成型市场规模将达到 80.98 亿美元，2023-2030 年间复合增速或达 10.5%，我们认为相应对高端注射成形用金属粉末的需求也将同步快速增长。

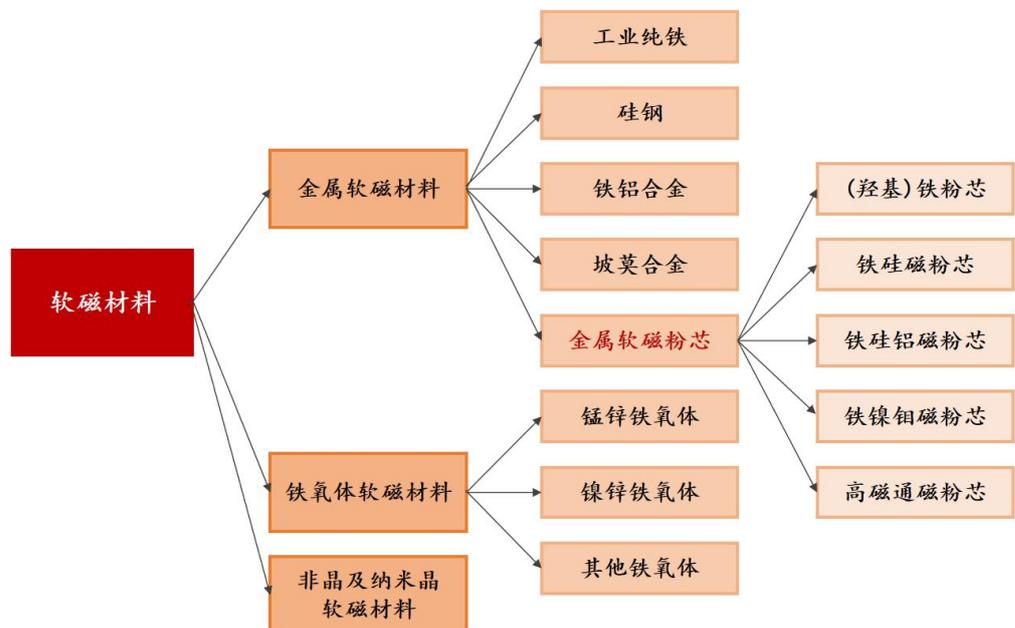
图表 14：2023-2030 年间全球注射成型市场规模复合增速或达 10.5%（单位：亿美元）



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

软磁材料可以用低外加磁场实现高磁化强度，应用领域广阔。软磁材料是一种易于磁化的也易于退磁的材料，具有高饱和磁感、低损耗、高磁导率、小型化、耐腐蚀等特点，被广泛应用于电力电子、通信电子、计算机、光伏逆变器、储能、新能源汽车等领域。在多种类别的软磁材料中，通过金属软磁粉+绝缘介质制成的金属软磁粉芯具有饱和磁感应强度高、电阻率高、成型工艺成熟、可以同时满足高频使用和体积小型化需求等优势，已成为当今综合性能最佳的软磁材料。

图表 15：金属软磁粉芯是当今软磁材料领域综合性能最佳的软磁材料



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

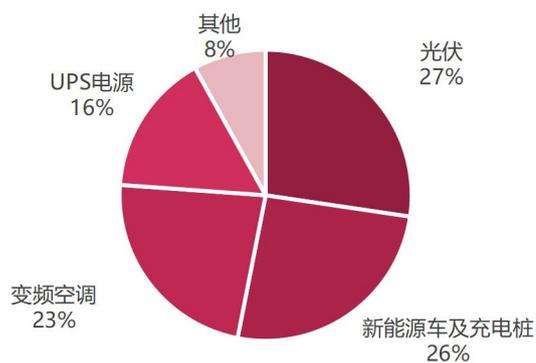
目前金属软磁粉芯用量最大的前四个领域分别为光伏、新能源汽车及充电桩、变频空调、UPS电源。金属软磁粉芯主要作为各类电感器和滤波器的磁芯/磁材，主要应用于组串式光储逆变器驱动电机、新能源汽车 AC/DC 充电器、新能源汽车充电桩的高频 PFC 电感、变频空调变频器上的 PFC 电感、数据中心领域 UPS 不间断电源上的各类电感，以及各类电子终端（如服务器、通讯电源、CPU、GPU、FPGA、电源模组等）的高频降压电感等。

图表 16：金属软磁粉、金属软磁粉芯及芯片电感等磁元件具有广泛的应用场景



资料来源：铂科新材 2024 年度报告，华源证券研究所

图表 17：2024 年全球各领域金属软磁粉芯需求量占比情况



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

新能源汽车消费市场伴随系列提振消费政策措施落地提质向好，有望推动金属软磁粉芯需求量持续高增。软磁材料在新能源汽车及充电设施中发挥着重要作用：用于新能源汽车能够提高效率、功率密度和可靠性，同时实现小型化和轻量化；用于充电桩能够提升充电桩的功率转换效率、充电效率和传输距离，并保障电磁兼容性与安全性。

据中国汽车工业协会数据，中国新能源汽车 2015–2024 年间产/销量复合增长率分别为 49.74%、50.18%，2025 年 1–5 月中国新能源汽车产销量分别为 569.88 万辆、560.81 万辆，同比分别增长 45.16%、43.97%，我们认为新能源汽车领域市场规模将伴随系列提振消费政策措施落地持续扩大，有望推动金属软磁粉芯需求量持续高增。

图表 18：我国新能源车产销量持续快速增长



资料来源：中国汽车工业协会，华源证券研究所

软磁粉末方面，安泰特粉生产的软磁粉、一体成型电感粉成功拓展至新能源汽车及 AI 等新兴应用领域，实现进口替代并解决了终端客户的“卡脖子”需求，同时加快推进万吨级特种粉末产能布局，2024 年投资新建“2000 吨高性能特种粉末项目”，进一步巩固金属软磁粉末领域的单项冠军地位；注射成形粉末方面，安泰特粉在国内首创开发了水气组合雾化制粉工艺、填补了国内技术空白，我们认为公司产品的市场占有率或伴随客户验证进程的推进而逐步提升，同时业绩有望充分受益于终端应用市场规模扩大实现持续提升。

3.2. 非晶配电变压器迎来高景气周期，非晶电机应用打开蓝海市场，安泰非晶有望迎来高速增长

非晶合金是一种高性能软磁材料，目前主要作为非晶配电变压器核心。非晶合金是一种新型软磁合金材料，其通过将合金熔液急速冷却制成的极端生产工艺形成金属原子呈无序非晶体排列的物理状态，由此实现低矫顽力、高磁导率、高电阻率、耐高温腐蚀和高韧性等优异特性，也被称为“液态金属”、“金属玻璃”，目前主要应用于配电变压器领域。

非晶变压器比传统硅钢更高效节能，应用空间广阔。目前全球范围内电网配电变压器的应用以硅钢变压器为主，非晶变压器和硅钢变压器具有竞争的关系。对比传统硅钢，非晶变压器在制造侧、应用侧、回收侧具备高效节能优势。

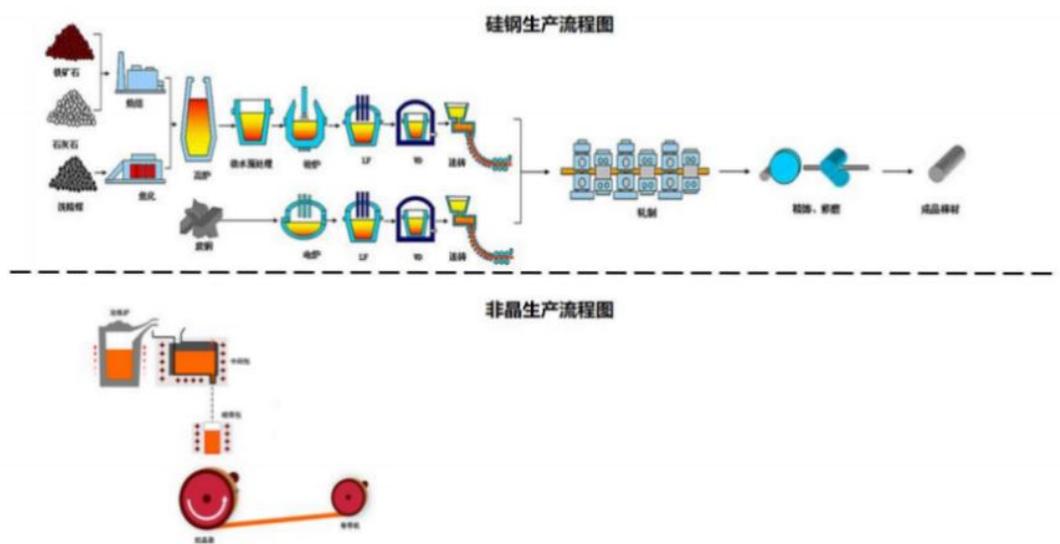
图表 19：非晶变压器在多项性能指标上显著优于传统硅钢

特性与参数	取向硅钢	非晶带材	优缺点对比
饱和磁通密度/T	2.03	1.56	非晶易造成大型化
电阻率/微欧姆米	0.5	1.37	非晶涡流损耗小
板厚/mm	0.25	0.025	非晶加工难度大，容易导致磁致伸缩（噪声），可通过立体卷心降低影响
无负载损耗/（W/Kg）	0.44	0.07	-

资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

- **制造侧，非晶合金的生产工艺流程显著短于硅钢产品。**非晶合金薄带制造流程约为 10 米，硅钢约为 1000 米；生产 1 公斤非晶合金薄带比生产 1 公斤硅钢约可节省 1 升石油。
- **应用侧，非晶合金材料更具损耗优势。**非晶合金具有高磁导率、低矫顽力、高电阻率等材料特性，电磁能量转换效率显著优于硅钢材料，非晶变压器空载损耗较硅钢变压器降幅可达到 60%左右，且可以在薄得多的厚度上实现更高的硬度。
- **回收侧，非晶铁心基本可以实现再回收。**废旧的非晶铁心可通过中频炉重熔后制成非晶合金薄带，非晶铁心中的硅、硼元素基本可以实现回收再利用，实现回收节能。

图表 20：非晶生产流程显著短于硅钢



资料来源：云路股份公告，华源证券研究所

政策指引+技术突破驱动行业进入重振上行期，渗透率呈底部反转趋势。

- **2016–2020 年行业经历下行整顿期：**非晶变压器招标量的迅速提升使行业优质产能无法匹配，同时平面卷铁心无法解决噪音大、抗突发短路能力差、易破碎等问题，非晶变压器占比由 2015 年的 48.7% 下降至 2020 年的 15.49%。
- **2020 年开始行业进入重振上行期：**2019 年，云路股份等企业完成非晶立体卷铁心研发，有效解决平面卷铁心噪音大、抗突短能力差等弊端；2020 年，工信部发布《变压器能效提升计划（2021–2023）》，要求到 2023 年当年新增高效节能变压器占比达 75% 以上。政策指引叠加技术突破，非晶变压器占比提升至 2023 年的 26.79%，且有望继续提升。

图表 21：国家电网招标中，非晶变压器占比呈底部反转趋势且有望继续提升



资料来源：云路股份招股说明书，弗莱特电力官网，电工钢领航公众号，电力喵公众号，华源证券研究所

非晶电机比传统硅钢片电机具有显著的功率密度和节能优势，应用端实现突破市场空间有望进入快速增长期。非晶材料的铁损系数远低于铁基硅钢等电工钢，将非晶材料制作成电机铁芯可降低电机铁芯损耗超 50%，从而有效降低电机能量损耗、提升新能源汽车的续航里程。目前广汽实现了全球唯一量产的非晶铁芯加工专利技术，能够进行非晶电机叠压制作和规模化生产，广汽夸克电驱 2.0 非晶-碳纤维超级电驱已实现小批量装车并即将实现规模化批量生产，在电池容量不变的前提下将搭载该电机的广汽昊铂 HL 续航里程提升 30–50km，我们认为反映非晶电机的量产工艺已经实现突破，未来或有更多车型开始搭载非晶电机，市场空间持续增长下有望成为非晶带材需求的新增长点。

图表 22：广汽夸克电驱 2.0 非晶-碳纤维超级电驱结构示意图



资料来源：广州市番禺区融媒体中心，华源证券研究所

公司是国内非晶/纳米晶材料技术的开创者，率先在国内建成具有完全自主知识产权的万吨级非晶带材生产线，非晶带材、立体卷绕铁芯及器件产品主要应用于高压输配电领域、轨道交通、5G 基站、算力中心等领域。

2024 年公司子公司安泰非晶展现出强劲的成长性，新签合同额首次突破 10 亿元大关，产销量突破 3.3 万吨，同比增长 65%。在非晶产品领域，公司加快非晶立体卷铁心变压器用带材的市场推广，销量突破 1 万吨，进一步巩固了行业领先地位，同时为应对高端节能变压器市场的应用需求迅速投资新建 1 万吨非晶带材项目，我们认为公司业绩有望伴随市场开拓+产能提升迎来高速增长期。

3.3. 可控核聚变商业化进程加速，安泰中科有望进入放量节点

核电作为一种对化石能源的有效替代，政策指引下未来装机量有望快速增长。在全球能源危机不断加剧及环保要求日趋严格的大背景下，各地区能源转型之路不断加速，核电作为清洁的基荷电源，对“双碳”建设具有重要意义。中国核能行业协会副理事长兼秘书长张廷克在 2024 春季核能可持续发展国际论坛上表示，预计 2035/2060 年核能发电量在中国电力结构中的占比将分别达到 10%/18%左右。我们认为，在碳中和及能源安全的大背景下，核电新增装机及发电量有望维持高速增长。

图表 23：2012-2022 年我国核电装机容量持续快速增长



资料来源：国家能源局，华经产业研究院，华源证券研究所

图表 24：2012-2022 年我国核电发电量持续快速增长



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，华源证券研究所

可控核聚变具有优于核裂变的多项特性，被广泛认为是解决人类能源问题的重要途径之一。可控核聚变是一种模拟太阳的聚变机制，将轻原子核在极高温度和压力下聚合成重原子核并以受控方式释放能量的过程，具有比核裂变更大的能量密度、更丰富的原料资源、更低的放射性污染、更高的安全性等优势，是一种可以改变人类社会的全新能源。

随着高温超导技术和小型化可控核聚变装置技术的突破，紧凑型可控核聚变的商业化进程显著加速。国际方面，ITER 脉冲超导电磁体系统的全部组件已完成建造，标志着可控核聚变工程化进程实质性突破；国内方面，全超导托卡马克核聚变实验装置（EAST）在 2025 年 1 月创下 1 亿摄氏度 1000 秒“高质量燃烧”世界纪录，新一代“中国环流三号”实现“双亿度”等离子体运行，自主研制的磁流体控制技术达国际领先水平，我们认为，可控核聚变产业正处于技术持续突破、商业化项目持续落地的高景气度阶段。

可控核聚变中游设备制造为产业链核心，兼具高技术壁垒和强资金投入需求。据华经产业研究院，可控核聚变产业链上游集中在原料供应，涉及金属钨、铜等第一壁材料、高温超导带材原料和氘氚燃料；中游是产业链的核心，涵盖技术研发与设备制造，包括反应器第一壁、偏滤器、高温超导磁体等关键组件，其中超导磁体占总投资成本的 40-50%；下游是核电建设和运营，其最终目标是用于发电、医疗和科研等领域。

图表 25：第一壁、偏滤器、高温超导磁体为可控核聚变产业链核心



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

公司在核电领域拥有领先的技术优势，开发的难熔钨钼、镍基高温合金带材、金属精密过滤装置等产品为“华龙一号”、AP1000、CAP1400 等多项核电技术提供配套产品；为核聚变装置提供包括钨铜偏滤器、包层第一壁、钨硼中子屏蔽材料等涉钨全系列专用钨铜部件，产品主要应用于 CFETR、EAST、BEST、ITER、WEST 等项目。

安泰中科作为国际上第一家批量生产钨铜偏滤器、包层第一壁的公司，2008 年开始参与 ITER 项目，多年深耕下公司钨铜偏滤器与包层产品矩阵实现多元拓展，我们认为公司相关产品有望伴随可控核聚变商业化进程加速进入放量节点，或成为公司后续业绩增长推动力。

4. 限制性股票激励计划充分调动核心员工积极性，为公司注入强发展动力

据公司限制性股票激励计划，2023 年首次授予部分，公司向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干员工在内的 224 名员工以 4.30 元/股的价格授予 2352 万股公司股票，我们认为该举措将员工利益与公司利益进行深度绑定，有利于充分调动核心员工的工作积极性，利好公司持续快速发展。

图表 26：限制性股票激励计划首次授予部分激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职位	获授数量 (万股)	占授予总量 的比例	占激励计划公告 时总股本的比例
李军风	董事长	24	0.96%	0.02%
毕林生	董事、总经理	24	0.96%	0.02%
喻晓军	董事、副总经理	22	0.88%	0.02%
王铁军	副总经理	22	0.88%	0.02%
陈哲	副总经理、董事会秘书	22	0.88%	0.02%
刘劲松	财务总监、财务负责人	22	0.88%	0.02%
王劲东	总法律顾问	22	0.88%	0.02%
中层管理人员、 核心骨干员工 (217 人)	-	2,190	87.76%	2.14%
合计	-	2,352	94.08%	2.29%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

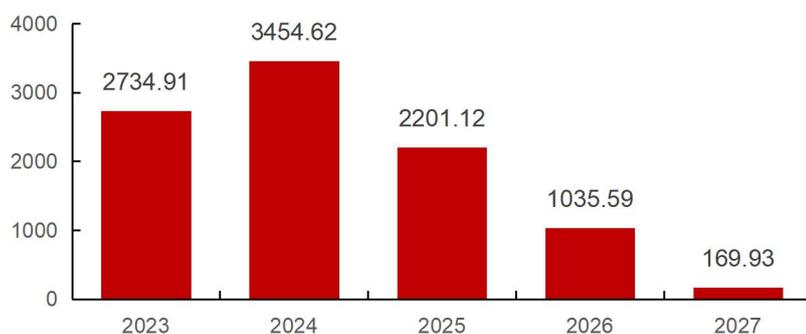
截至 2025 年，公司第一、第二个解除销售期业绩绩效考核均已达成，第三个解除限售期业绩绩效考核要求中，对扣非归母净利润的考核指标为以 2021 年为基准，2025 年复合增长率不低于 25%，高解锁条件充分彰显公司发展信心，看好公司业绩表现。

图表 27：限制性股票激励计划公司层面扣非归母净利润考核指标要求情况

解除限售期	扣非归母净利润考核指标
第一个	以 2021 年为基准，2023 年复合增长率不低于 19%
第二个	以 2021 年为基准，2024 年复合增长率不低于 19%
第三个	以 2021 年为基准，2025 年复合增长率不低于 25%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：首次授予的限制性股票对各期会计成本的合计影响测算（单位：万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为中国钢研旗下核心金属新材料产业平台，多业务领域技术领先，特粉+非晶+可控核聚变三轮驱动下有望持续打造业绩增长极。

预测公司 2025–2027 年分别实现营业收入 81.52/92.97/106.67 亿元，归母净利润 3.30/4.22/5.45 亿元，EPS 为 0.31/0.40/0.52 元/股，按 2025 年 7 月 8 日收盘价计算的 PE 为 40.38/31.61/24.48 倍。

图表 29：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
特种粉末冶金材料及制品	28.49	29.62	29.79	33.50	37.95
YoY	12.09%	3.97%	0.59%	12.45%	13.28%
毛利润	5.15	5.94	6.04	7.09	8.11
毛利率	18.07%	20.06%	20.27%	21.16%	21.36%
先进功能材料及器件	31.10	28.03	32.68	39.35	47.41
YoY	7.14%	-9.89%	16.60%	20.41%	20.48%
毛利润	5.33	4.80	6.05	7.44	8.98
毛利率	17.15%	17.12%	18.52%	18.92%	18.95%
高品质特钢及焊接材料	15.75	16.51	17.39	18.38	19.48
YoY	4.44%	4.83%	5.34%	5.66%	6.02%
毛利润	1.86	2.03	2.19	2.31	2.45
毛利率	11.82%	12.27%	12.58%	12.59%	12.60%
其他	6.54	1.58	1.66	1.74	1.83
YoY	44.00%	-75.81%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	2.04	0.52	0.50	0.52	0.55
毛利率	31.16%	32.75%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入（总）	81.87	75.73	81.52	92.97	106.67
YoY	10.55%	-7.50%	7.64%	14.04%	14.74%
营业成本	67.49	62.45	66.75	75.60	86.58
毛利润	14.38	13.28	14.78	17.37	20.09
毛利率	17.56%	17.54%	18.12%	18.68%	18.84%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同样从事非晶业务的云路股份、特粉业务的铂科新材、具备核聚变业务的斯瑞新材作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 39.45 倍。考虑到安泰科技多项业务板块有望进入放量节点，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 30：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/股)			PE			PB (LF)
		2025/7/8	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
688190.SH	云路股份	90.40	3.58	4.17	4.70	25.29	21.70	19.23	4.32
300811.SZ	铂科新材	46.30	1.65	2.04	2.48	28.14	22.65	18.65	5.06
688102.SH	斯瑞新材	13.76	0.21	0.28	0.36	64.94	48.88	38.35	8.92
平均 PE						39.45	31.08	25.41	
000969.SZ	安泰科技	12.69	0.31	0.40	0.52	40.38	31.61	24.48	2.46

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，云路股份、铂科新材、斯瑞新材盈利预测来自 Wind 一致预期，安泰科技盈利预测来自华源证券研究所，PB (LF) 来自 Wind

6. 风险提示

原材料价格波动风险：原材料在公司产品成本中所占比重较大，碳中和增量边际变化和长期资本开支不足共同加剧供应链瓶颈，产业链供应链区域化碎片化趋势明显，大宗原材料大幅波动，对公司产品售价、资金计划、物料周转等生产经营和盈利空间带来一定程度影响，对公司的盈利情况产生不确定性风险。

国际贸易环境与汇率波动风险：公司目前出口业务占比接近 1/3，且主要以欧、美等国家地区为主，在地缘政治冲突、高通胀、主要发达国家央行货币政策转向收紧等因素的影响下，可能给公司出口业务稳定发展带来新的挑战和风险。同时，人民币升值概率增加，将直接影响到公司出口产品的市场竞争力和销售定价，从而影响到公司的盈利水平，汇兑损益的不确定性为公司经营带来一定风险。

市场环境需求不及预期风险：当前全球经济预计仍将面临复杂多变的形势，经济复苏动能不足，大宗商品价格波动加剧，逆全球化和产业链区域化趋势进一步深化，国内外市场对制造业的需求增长或将受限，为公司带来了持续的经营压力和风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,759	2,506	2,594	2,716
应收票据及账款	1,350	1,423	1,623	1,862
预付账款	154	192	219	251
其他应收款	60	46	53	60
存货	2,084	2,501	2,832	3,244
其他流动资产	52	61	70	80
流动资产总计	6,459	6,729	7,390	8,213
长期股权投资	220	221	224	226
固定资产	3,064	2,895	2,767	2,681
在建工程	119	166	176	147
无形资产	343	337	352	372
长期待摊费用	41	25	6	7
其他非流动资产	847	867	869	870
非流动资产合计	4,634	4,511	4,394	4,303
资产总计	11,093	11,239	11,784	12,516
短期借款	100	65	38	11
应付票据及账款	2,725	2,772	3,139	3,595
其他流动负债	930	1,055	1,199	1,373
流动负债合计	3,755	3,891	4,376	4,980
长期借款	752	582	416	258
其他非流动负债	227	227	227	227
非流动负债合计	979	809	643	485
负债合计	4,735	4,700	5,018	5,465
股本	1,051	1,051	1,051	1,051
资本公积	3,002	3,002	3,002	3,002
留存收益	1,475	1,607	1,776	1,993
归属母公司权益	5,528	5,660	5,828	6,046
少数股东权益	830	880	937	1,005
股东权益合计	6,358	6,539	6,766	7,051
负债和股东权益合计	11,093	11,239	11,784	12,516

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	434	320	429	554
折旧与摊销	309	304	314	305
财务费用	-23	-38	-45	-56
投资损失	-146	-7	-8	-9
营运资金变动	-202	-352	-62	-70
其他经营现金流	398	60	50	57
经营性现金净流量	770	288	678	780
投资性现金净流量	-506	-175	-188	-203
筹资性现金净流量	-120	-366	-401	-455
现金流量净额	157	-253	88	122

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,573	8,152	9,297	10,667
营业成本	6,245	6,675	7,560	8,658
税金及附加	58	62	71	81
销售费用	124	130	149	165
管理费用	404	424	479	533
研发费用	519	554	623	693
财务费用	-23	-38	-45	-56
资产减值损失	-18	-14	-16	-19
信用减值损失	-1	-1	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	146	7	8	9
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-15	1	2	3
其他收益	85	48	52	51
营业利润	445	386	505	634
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	5	-2	13	6
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	444	391	494	631
所得税	10	12	15	19
净利润	434	380	479	612
少数股东损益	62	49	58	67
归属母公司股东净利润	372	330	422	545
EPS(元)	0.35	0.31	0.40	0.52

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-7.50%	7.64%	14.04%	14.74%
营业利润增长率	20.50%	-13.33%	30.77%	25.69%
归母净利润增长率	49.26%	-11.33%	27.75%	29.14%
经营现金流增长率	-2.08%	-62.60%	135.45%	15.07%
盈利能力				
毛利率	17.54%	18.12%	18.68%	18.84%
净利率	5.73%	4.66%	5.16%	5.74%
ROE	6.74%	5.83%	7.24%	9.01%
ROA	3.36%	2.94%	3.58%	4.35%
估值倍数				
P/E	35.80	40.38	31.61	24.48
P/S	1.76	1.64	1.43	1.25
P/B	2.41	2.36	2.29	2.21
股息率	1.58%	1.49%	1.90%	2.45%
EV/EBITDA	15	20	17	15

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）。