

2026 年 10 月 11 日

证券研究报告·公司研究报告

铂科新材（300811）有色金属

当前价：71.88 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

“软磁材料专家”厚积薄发，芯片电感开启成长新周期

投资要点

- **推荐逻辑：**1、AI 需求持续爆发，GPU、ASIC 等高算力芯片功耗及供电电流持续提升，带动全球 AI 芯片电感市场规模预计由 2025 年的 58 亿元增长至 2030 年的 269 亿元，2025-2030 年 CAGR 约 36.00%，行业爆发式增长。2、铂科新材是全球领先的金属软磁粉芯和 AI 芯片电感提供商，已形成“合金软磁粉末—合金软磁粉芯—AI 芯片电感”的垂直一体化布局。2025 年公司合金软磁粉芯收入为 12.89 亿元，全球市场份额约 27.10%、细分龙头地位稳固；芯片电感受益于 AI 产业趋势和产能逐渐爬坡，芯片电感板块实现爆发式增长，收入占比稳步提升，成为公司核心的增长极。3、在芯片电感行业爆发式增长的背景下，公司依托深厚的技术积淀，良好的客户卡位，快速的产能释放，尽享发展红利。预计公司 2026-2028 年归母净利润复合增速约 43.9%，业绩爆发式增长。
- **行业情况：多元应用支撑需求，AI 供电驱动升级。**1、咨询机构预测，在 AI 算力、汽车和新能源等拉动下，全球合金软磁粉芯市场规模预计由 2025 年的 48 亿元增长至 2030 年的 98 亿元，2025-2030 年复合增速约 15.50%；其中 AI 算力基础设施 CAGR 为 39.50%，是增速最快的下游应用领域。2、芯片电感作为芯片前端 DC-DC 电源模块的核心磁性器件，承担储能、滤波及抑制纹波等功能，GPU、ASIC、光模块和 ddr 等功耗持续攀升的拉动下，灼识咨询预计全球 AI 芯片电感市场由 2025 年的 58 亿元增至 2030 年的 269 亿元，CAGR 约 36.00%。3、2025 年全球前五大芯片电感供应商合计份额约 72.50%，铂科约 7.60%份额排名第五。当前芯片电感正由传统分立式产品向模块式、TLVR 及多相耦合方案拓展，在技术升级的背景下，中国细分龙头企业有望获得更大份额。
- **公司优势：材料器件深度协同，客户产能共同筑垒。**1、公司是国内少数实现“合金软磁粉末—磁粉芯—芯片电感”垂直一体化布局，其中粉芯业务稳健增长，全球龙头地位巩固，AI 芯片电感量价齐升，成长弹性加速释放。2、公司芯片电感与海外深度客户协同开发，较长的开发与认证周期有助于形成稳定的客户关系。2023-2025 年公司海外收入占比由 9.20%提升至 18.10%，2026Q1 进一步升至 22.00%，全球客户覆盖持续深化。3、产能端，公司形成“惠州+河源+惠东+泰国”多基地布局，芯片电感产能布局领先于国内同行，先发优势明确。
- **盈利预测：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.34 亿元、9.04 亿元和 12.47 亿元，对应 EPS 分别为 1.55 元、2.22 元和 3.06 元，对应 2026-2028 年动态 PE 分别为 46 倍、32 倍和 24 倍。伴随着 AI 芯片电感极大的成长爆发力，公司有望充分受益。
- **风险提示：**AI 算力需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，新产品导入不及预期风险，新增产能建设及海外经营风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1802.24	2577.15	3295.96	4151.88
增长率	8.38%	43.00%	27.89%	25.97%
归属母公司净利润（百万元）	418.14	633.82	903.79	1247.43
增长率	11.29%	51.58%	42.59%	38.02%
每股收益 EPS（元）	1.44	1.55	2.22	3.06
净资产收益率 ROE	13.93%	17.94%	21.69%	24.26%
PE	49.82	46.25	32.44	23.50
PB	9.67	8.36	7.08	5.73

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡杨

执业证号：S1250526010001

邮箱：huyang@swsc.com.cn

分析师：王书龙

执业证号：S1250523070003

邮箱：wsl@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)	4.08
流通 A 股(亿股)	3.35
52 周内股价区间(元)	55.13-131.92
总市值(亿元)	293.27
总资产(亿元)	42.99
每股净资产(元)	7.98

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 铂科新材：粉芯龙头地位稳固，芯片电感加速放量	1
1.1 深耕合金软磁材料，构建产品一体化平台	1
1.2 股权结构保持稳定，核心团队经验深厚	2
1.3 经营业绩稳步增长，业务结构持续优化	3
2 行业概况：多元需求夯实基础，AI建设驱动升级	5
2.1 应用场景持续拓展，算力需求加速释放	5
2.2 供电架构加速升级，芯片电感快速扩容	8
3 充分受益于 AI 浪潮，客户产能驱动成长	13
3.1 粉芯业务稳健增长，芯片电感加速放量	13
3.2 材料工艺深度协同，研发制造形成闭环	15
3.3 客户认证构筑壁垒，全球产能支撑交付	17
4 盈利预测与估值	20
4.1 关键假设和业务分析	20
4.2 相对估值	21
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务分类.....	2
图 3: 公司股权结构.....	2
图 4: 2017-2026H1 公司收入及同比增速.....	4
图 5: 2017-2026H1 公司归母净利润及同比增速.....	4
图 6: 2017-2026H1 公司毛利率和净利率情况.....	4
图 7: 2016-2026H1 公司费用率情况.....	4
图 8: 2023-2026Q1 公司主营业务收入 (亿元)	5
图 9: 2026Q1 公司主营业务收入结构.....	5
图 10: 金属软磁材料产业链.....	5
图 11: 全球合金软磁粉芯市场规模及预测 (十亿元)	6
图 12: 2025 年全球合金软磁粉芯分应用市场规模 (十亿元)	6
图 13: AI 算力带动金属软磁材料需求升级逻辑.....	7
图 14: 全球 AI 服务器市场规模及预测.....	8
图 15: 全球 AI 算力基础设施用合金软磁粉芯市场规模.....	8
图 16: 芯片电感的主要功能.....	9
图 17: 芯片电感产业链.....	9
图 18: 全球电感器市场规模及预测.....	10
图 19: 全球 AI 芯片电感市场规模及预测.....	10
图 20: AI GPU 功耗持续攀升, 推动服务器供电架构升级.....	11
图 21: HPD 与 VPD 供电架构对比.....	11
图 22: AI 推动芯片电感价值量提升路径.....	12
图 23: 公司成长路径: 粉芯基本盘与 AI 芯片电感第二曲线.....	13
图 24: 2025 年及 2026Q1 公司收入与毛利贡献结构.....	14
图 25: 公司材料—工艺—产品一体化技术平台.....	15
图 26: 公司产品开发与验证流程.....	16
图 27: 2025 年公司销售成本结构.....	17
图 28: 2025 年公司销售渠道.....	17
图 29: 2025 年公司客户集中度.....	17
图 30: 2023-2026Q1 公司境内外收入结构.....	18
图 31: 公司历史 PE Band.....	22

表 目 录

表 1: 公司部分高管介绍	3
表 2: 公司股权激励考核指标	3
表 3: 主要软磁材料性能特点和应用领域对比	6
表 4: 金属软磁材料主要应用场景及性能要求	6
表 5: AI 服务器供电升级对金属软磁材料的要求	7
表 6: 全球金属软磁粉芯市场主要企业份额	8
表 7: 芯片电感与铁氧体电感对比	10
表 8: 全球 AI 芯片电感供应商排名	12
表 9: 公司分产品收入、销量、平均售价及毛利率	14
表 10: 公司新产品及应用进展	15
表 11: 公司核心技术及经营价值	16
表 12: 公司代表客户及主要应用领域	18
表 13: 公司主要产品设计产能、实际产量及利用率	18
表 14: 公司生产基地及扩产进度	19
表 15: 公司经营现金流与资本开支情况	19
表 16: 分业务收入及毛利率情况	20
附表: 财务预测与估值	23

1 铂科新材：粉芯龙头地位稳固，芯片电感加速放量

1.1 深耕合金软磁材料，构建产品一体化平台

铂科新材是一家全球领先的金属软磁粉芯和 AI 芯片电感提供商，成立于 2009 年，2019 年深交所创业板上市，主营业务聚焦于软磁粉末、金属磁粉芯，以及电感应用解决方案开发的国家高新技术企业。历经多年自主创新，公司完全掌握了铁硅、铁硅铝等从粉末研发、制造、绝缘、到成型的整个金属磁粉芯全制程体系及核心技术，是国内少数实现“合金软磁粉末—磁粉芯—芯片电感”垂直一体化布局的企业，为电能变换各环节电力电子设备或系统实现高效稳定、节能环保运行提供高性能软磁材料、电感以及整体解决方案。

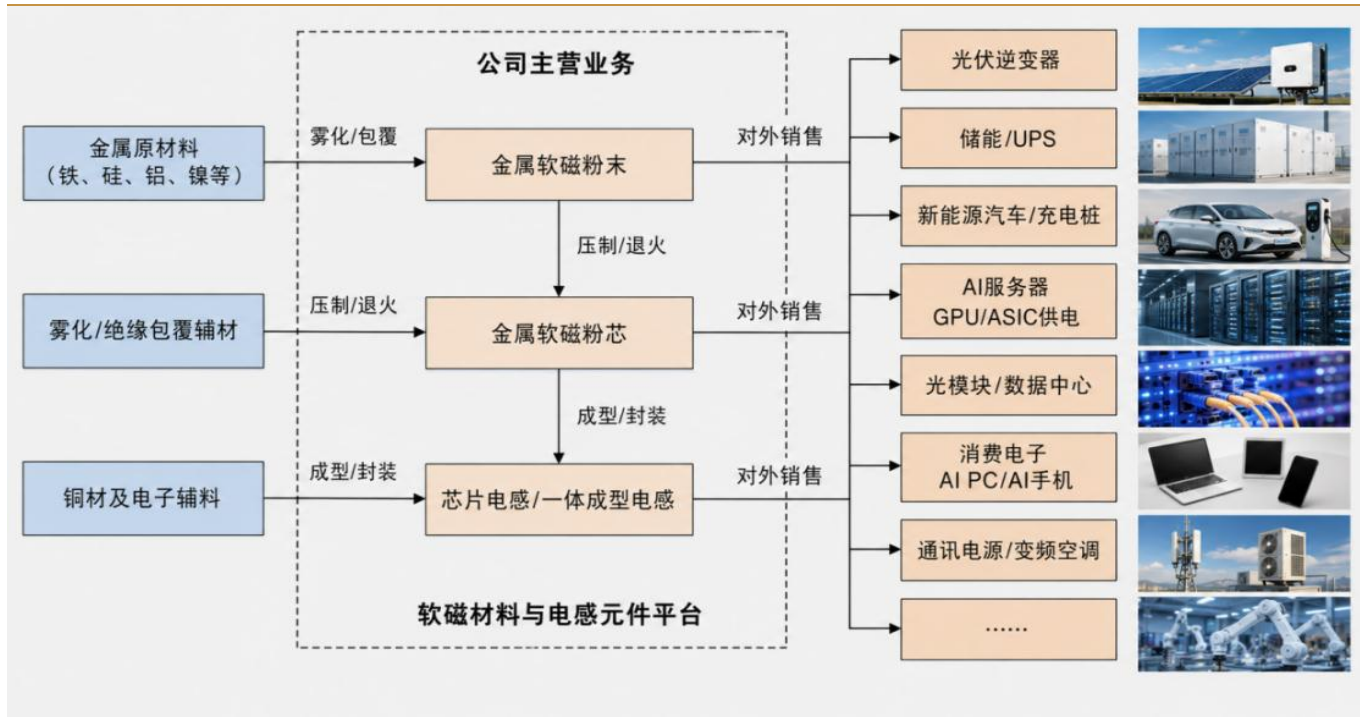
图 1：公司发展历程



数据来源：2025 年年报，公司H 股上市申请版本，西南证券整理

公司完美架构从合金磁粉芯生产、销售、到磁元件设计的一站式合金磁粉芯服务平台，产品覆盖合金软磁粉末、合金软磁粉芯及 AI 芯片电感等，其中合金软磁粉芯广泛应用于光伏储能、新能源汽车、服务器及通信电源等领域，2025 年实现收入 12.89 亿元，占营业收入的 71.50%。AI 芯片电感是专为 AI 算力场景设计的特制电感，主要应用于 GPU、ASIC、DDR 及光模块等芯片级供电场景，AI 算力规模扩张带动需求增长及产品升级。2019 年上市以来，公司前瞻布局芯片电感产业，目前已实现 AI 芯片电感规模化交付。2025 年芯片电感业务收入达到 4.39 亿元、占总收入的 24.40%，2026Q1 收入占比进一步升至 32.50%，26H1 公司 AI 芯片电感业务实现大幅增长，在全球 AI 芯片电感市场占有率得到显著提升。

图 2：公司主营业务分类

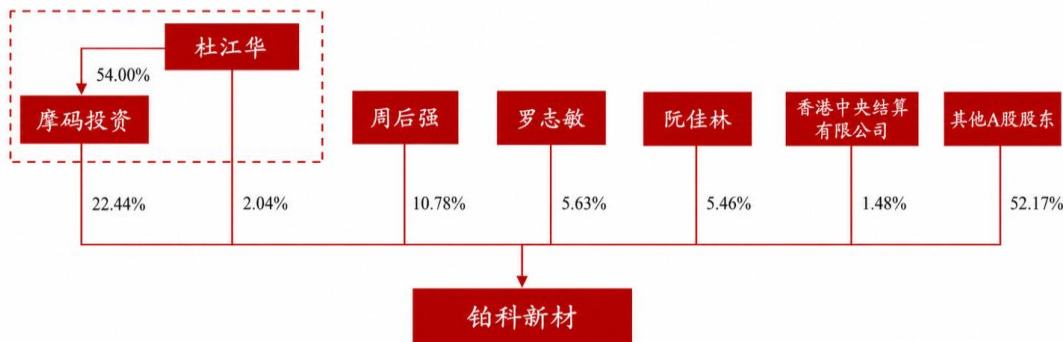


数据来源：公司H股上市申请版本，西南证券整理

1.2 股权结构保持稳定，核心团队经验深厚

公司实际控制人为董事长杜江华先生，杜江华直接持有公司约 2.04%股份，并持有摩码投资 54.00%股权，摩码投资持有公司约 22.44%股份。公司高管周后强、罗志敏、阮佳林分别直接持有公司约 10.78%、5.63%、5.46%的股份，核心管理层与公司利益深度绑定。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，截至 2026 年中报，西南证券整理

公司核心管理团队深耕金属材料领域多年，具备深厚的产业背景与技术积淀。公司高管团队多具有富士康体系的技术研发与供应链管理的从业经历，在金属材料、粉末冶金、磁性材料等领域积累了丰富的产业化经验，形成了以实际控制人杜江华为核心，周后强、阮佳林、罗志敏等核心技术骨干为支撑的管理架构。公司核心管理层长期稳定，且持股比例较高，经营管理利益与公司深度绑定，为公司在金属软磁材料领域持续领跑提供坚实的管理保障。

表 1：公司部分高管介绍

姓名	现任职务	部分过往履历
杜江华	董事长、法定代表人	1973 年出生，香港浸会大学工商管理硕士，曾先后与他人共同创立东莞市易创印刷材料有限公司、东莞市易创电子有限公司、东莞市宇科电子科技有限公司等企业。2009 年 9 月，杜江华先生创立铂科有限，任董事、总经理。现任公司董事长，摩码投资董事长。
周后强	总经理	材料科学与工程专业，本科学历。曾任富士康金属材料粉末造粒及成型技术研发工程师、阿诺德磁材采购经理。2009 年加入公司，历任技术总监，现任董事、总经理。2019 年 3 月，周后强先生被认定为深圳市地方级领军人才。
阮佳林	副总经理、董事会秘书	材料科学与工程专业，本科学历，曾任富士康金属材料成型工程师、诺基亚制造工厂质量课长及芬兰易科科技有限公司深圳代表处质量经理。2009 年加入公司，现任董事、副总经理、董事会秘书。
罗志敏	副总经理	曾任富士康发光材料开发工程师、鸿信泽科技有限公司副总经理；2009 年 9 月加入公司，现任董事、副总经理。

数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励进一步覆盖核心骨干，强化中长期利益绑定。 2026 年公司推出第二类限制性股票激励计划，拟向 393 名高级管理人员及核心骨干授予不超过 588.01 万股限制性股票，占草案公告时总股本约 2.03%，其中 392 名核心骨干获授数量占计划总量 98.07%，本激励计划授予限制性股票的授予价格为每股 43.72 元，激励分 5 个归属期，每期归属 20%，考核期覆盖 2026-2030 年。在实际控制人及核心管理层已具备较高持股比例的基础上，本轮激励进一步向核心骨干延伸，有助于稳定人才队伍并强化公司、股东与核心团队的长期利益一致性。

表 2：公司股权激励考核指标

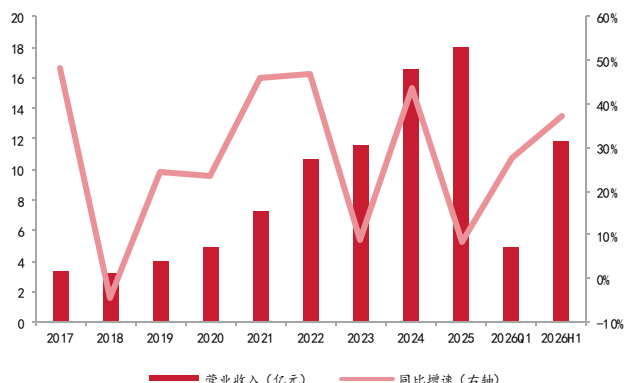
归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2026 年营业收入不低于 22 亿元，或 2026 年净利润不低于 5.3 亿元
第二个归属期	2027 年营业收入不低于 29 亿元，或 2027 年净利润不低于 6.2 亿元
第三个归属期	2028 年营业收入不低于 36 亿元，或 2028 年净利润不低于 7.2 亿元
第四个归属期	2029 年营业收入不低于 43 亿元，或 2029 年净利润不低于 8.4 亿元
第五个归属期	2030 年营业收入不低于 50 亿元，或 2030 年净利润不低于 10.0 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 经营业绩稳步增长，业务结构持续优化

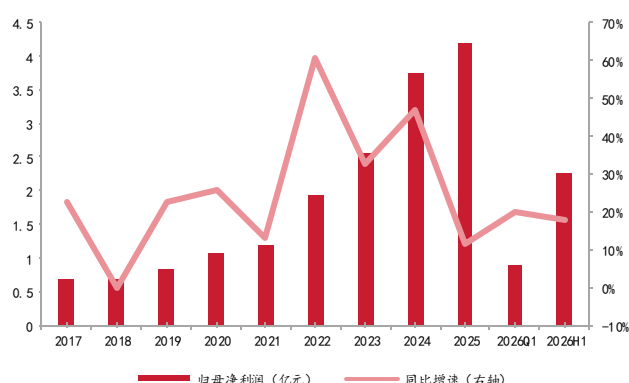
收入利润持续增长，经营规模迈上新台阶。 从 2019 到 2025 年，公司营业收入由 4.03 亿元增至 18.02 亿元，年均复合增速约 28.40%；归母净利润由 0.85 亿元增至 4.18 亿元，年均复合增速约 30.40%，利润增速总体快于收入增速。2025 年，公司收入和归母净利润分别同比增长 8.38%和 11.29%；2026H1 分别实现营业收入 11.83 亿元和归母净利润 2.26 亿元，同比增长 37.46%和 17.95%，其中 2026Q2 收入和归母净利润环比分别增长 41.65%和 54.90%，经营增长动能进一步增强。

图 4：2017-2026H1 公司收入及同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

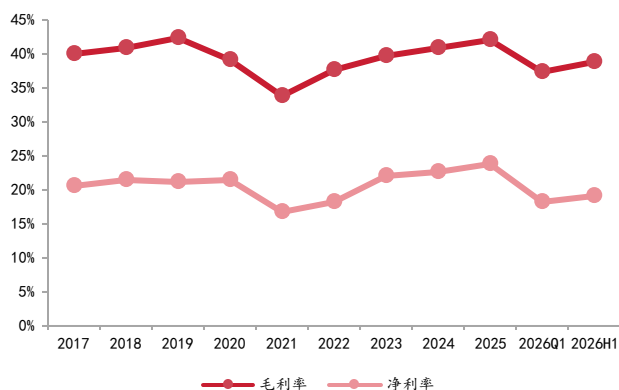
图 5：2017-2026H1 公司归母净利润及同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

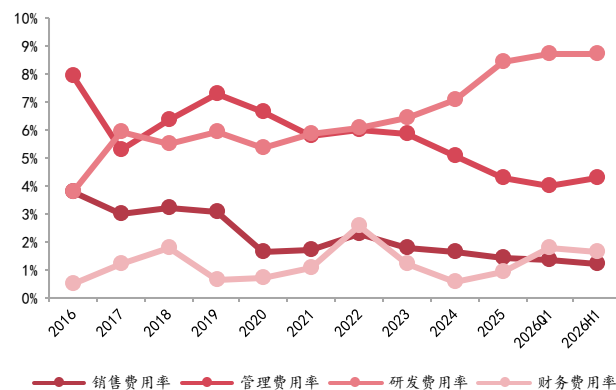
产品毛利率维持较高水平，AI 芯片电感放量带动盈利提升。2025 年公司综合毛利率 42.06%，同比改善主要系粉芯业务毛利率修复。2026Q1 粉芯毛利率降至 30.10%，AI 芯片电感毛利率升至 49.60%，2026H1 公司综合毛利率 38.57%，总体保持平稳。2025 年和 2026H1 公司净利率分别为 23.60% 和 19.07%。费用端，2026H1 销售、管理及研发费用率分别为 1.21%、4.28% 和 8.70%，其中销售费用率持续下降，研发费用率维持高位，体现出公司持续加大 AI 芯片电感研发投入的决心。

图 6：2017-2026H1 公司毛利率和净利率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

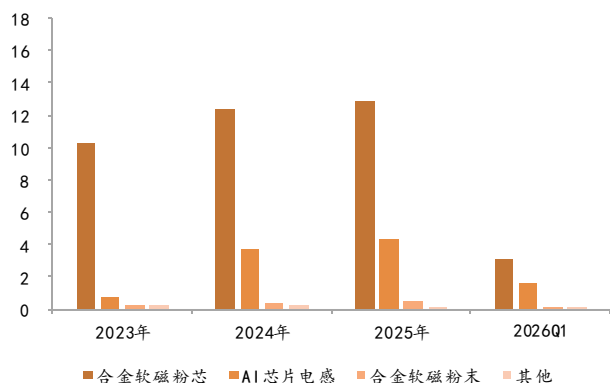
图 7：2016-2026H1 公司费用率情况



数据来源: wind, 西南证券整理

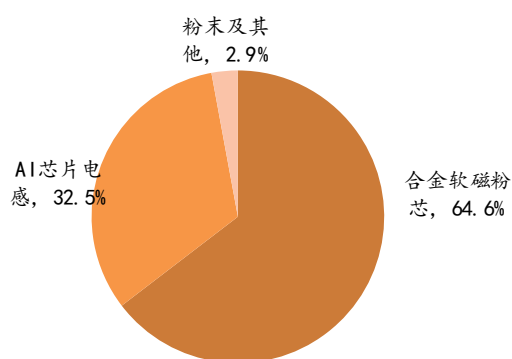
AI 芯片电感快速放量，收入占比显著提升。分产品看，2023-2025 年，合金软磁粉芯收入由 10.26 亿元增至 12.89 亿元，收入占比由 88.60% 降至 71.50%。AI 芯片电感收入由 0.78 亿元增至 4.39 亿元，占比由 6.70% 升至 24.40%，对外销售粉末收入由 0.27 亿元增至 0.55 亿元。2026Q1，粉芯和 AI 芯片电感收入分别为 3.16 亿元和 1.59 亿元，占比分别为 64.60% 和 32.50%。26Q1AI 芯片电感收入同比增长 115.45%，已成为公司最主要的增长级。

图 8：2023-2026Q1 公司主营业务收入（亿元）



数据来源：公司公告，公司 H 股上市申请版本（2026/7/8，草稿本），西南证券整理

图 9：2026Q1 公司主营业务收入结构



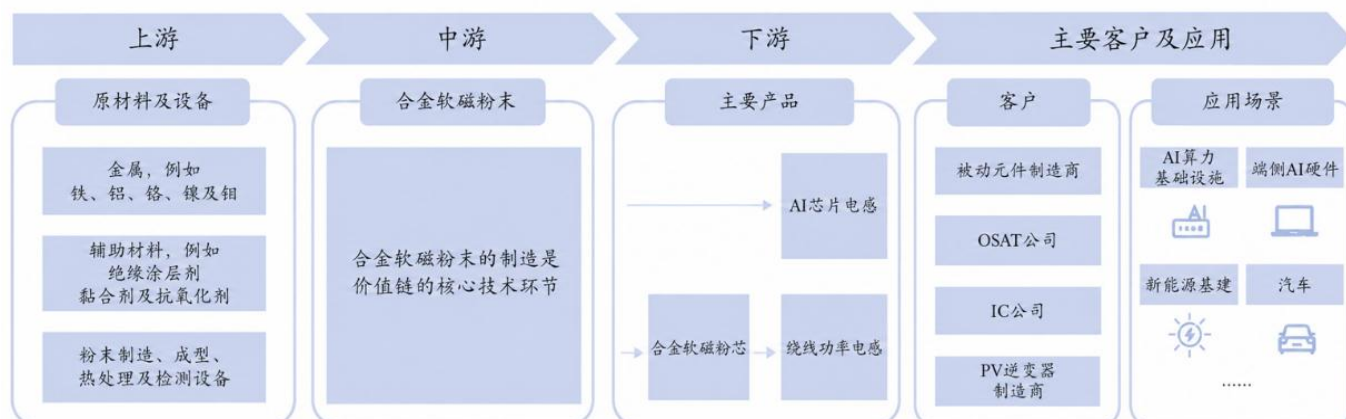
数据来源：公司公告，公司 H 股上市申请版本（2026/7/8，草稿本），西南证券整理

2 行业概况：多元需求夯实基础，AI 建设驱动升级

2.1 应用场景持续拓展，算力需求加速释放

金属软磁材料是电力电子设备中磁性元件的核心基础材料，其通常以铁、硅、铝、镍等金属元素为主要原料，经熔炼、气雾化制粉、筛分及表面处理形成合金软磁粉末，并进一步经绝缘包覆、压制和热处理制成合金软磁粉芯。从产业链看，上游主要包括铁、铝、铬等金属原材料及绝缘包覆材料；中游围绕粉末成分设计、粒径控制、绝缘包覆、压制成型和热处理形成合金软磁粉末；下游产品主要包括合金软磁粉芯、绕线功率电感和 AI 芯片电感，终端应用延伸至 AI 算力基础设施、端侧 AI 硬件、新能源基础设施及汽车等领域。AI 需求不仅增加服务器电源、UPS 等环节的粉芯用量，也推动芯片级供电向更高附加值器件升级。

图 10：金属软磁材料产业链



数据来源：公司 H 股上市申请版本（2026/7/8，草稿本），西南证券整理

高饱和与强直流偏置匹配大电流场景,合金软磁材料应用边界持续拓宽。从材料性能看,合金软磁粉芯相较传统铁氧体材料通常具备更高的饱和磁通密度、更强的大电流承载能力和较好的直流偏置特性,因此更适用于高功率、高效率和高功率密度的电力电子场景。随着功率半导体器件开关频率提升及终端设备向小型化、高效率方向发展,下游客户对磁性材料的低损耗、低温升和高稳定性提出更高要求,推动合金软磁粉芯在高端电力电子领域持续渗透。

表 3：主要软磁材料性能特点和应用领域对比

材料类型	核心性能特点	主要优势	主要应用
铁氧体软磁材料	高电阻率,适用于高频、低磁通密度场景	工艺成熟、成本较低	普通电源、消费电子、传统电感
合金软磁材料	饱和磁通密度较高,直流偏置性能较好	耐大电流、适合高功率密度应用	光伏逆变器、储能、汽车、服务器电源
非晶/纳米晶软磁材料	高磁导率、低矫顽力,损耗较低	适用于高效率变压器及滤波	高频变压器、共模电感、精密电源

数据来源：公司公告、公司H股上市申请版本（2026/7/8，草稿本），西南证券整理

从下游需求结构看，新能源与汽车构筑需求基本盘，AI算力基础设施贡献主要增量。光伏逆变器、储能变流器、OBC及DC/DC转换器等设备需要粉芯实现储能、滤波和功率变换；AI数据中心则通过服务器一次、二次电源及UPS等环节形成新增需求，推动产品向低损耗、定制化方向升级。

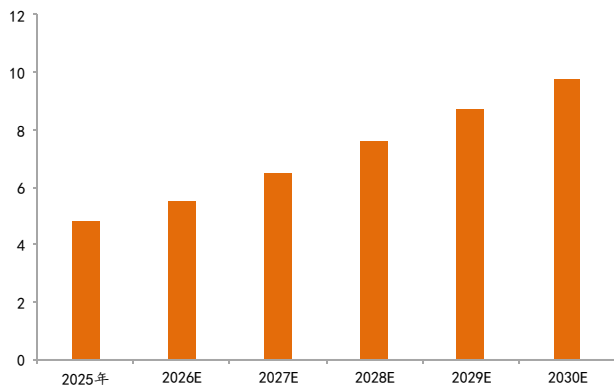
表 4：金属软磁材料主要应用场景及性能要求

应用领域	典型设备	对材料的核心要求	受益逻辑
光伏储能	光伏逆变器、储能变流器	低损耗、高效率、低温升	新能源装机增长带动磁粉芯需求
新能源车/充电桩	OBC、DC/DC、快充模块	大电流、高可靠、小型化	电动化和快充趋势提升磁性元件价值
UPS/服务器电源	UPS、电源模块	高功率密度、低损耗、稳定性	数据中心建设带动高效电源需求
通讯电源/变频空调	通讯基站、电源模块、空调	成本、效率、可靠性平衡	存量需求稳定
GPU/ASIC/DDR/光模块供电	芯片前端供电模块	低电压、大电流、小体积、快速响应	AI算力拉动高端材料和电感需求

数据来源：公司公告，西南证券整理

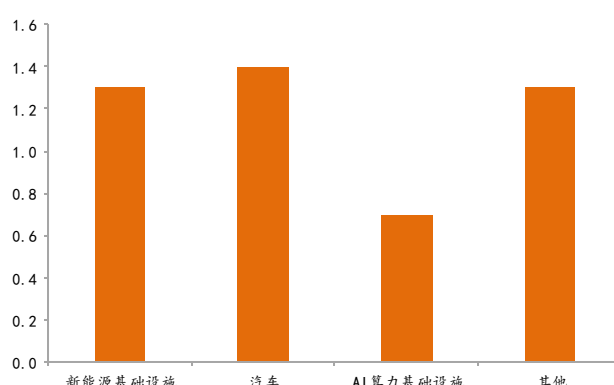
根据相关咨询机构预测，全球合金软磁粉芯市场规模由2020年的16亿元增至2025年的48亿元，预计2030年将达到98亿元，2025-2030年CAGR约15.50%。从下游应用场景来看，新能源基础设施、汽车、AI算力基础设施及其他领域需求CAGR预计分别为10.80%、12.00%、39.50%和2.50%，AI算力基础设施是增速最快的细分方向。

图 11：全球合金软磁粉芯市场规模及预测（十亿元）



数据来源：公司H股上市申请版本（草稿本），西南证券整理

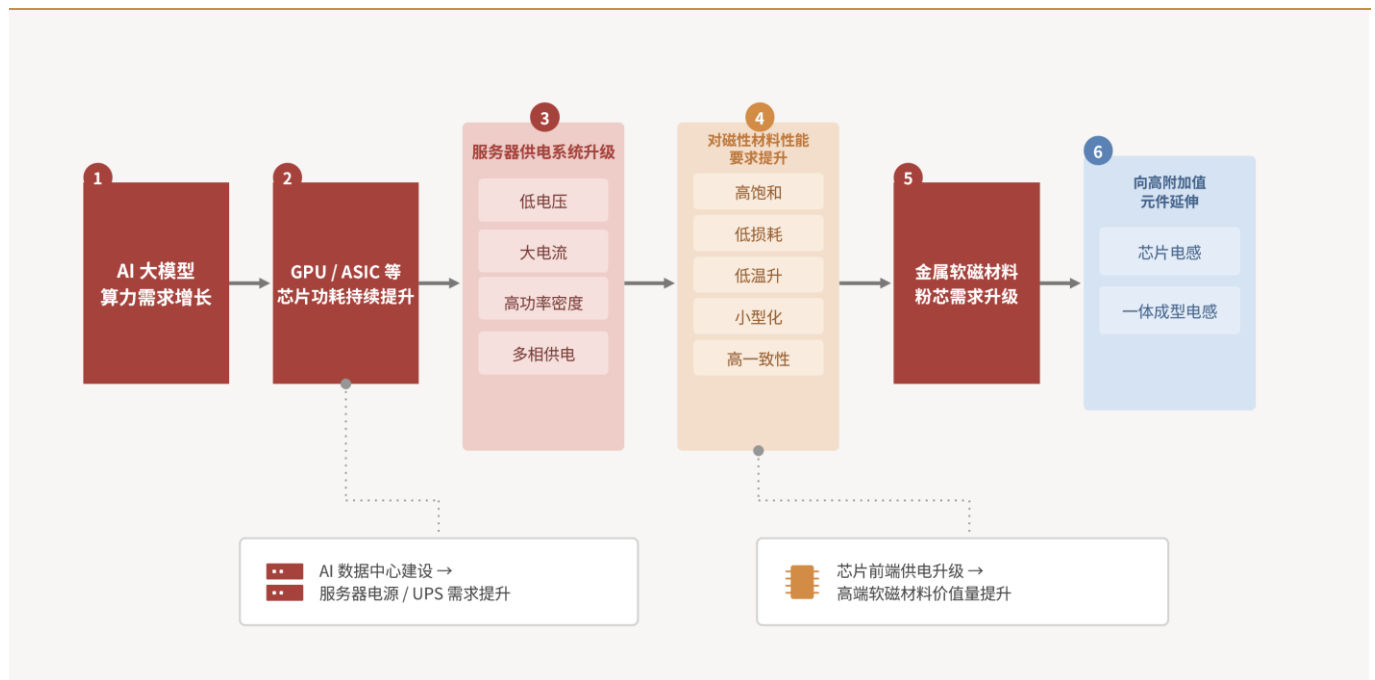
图 12：2025年全球合金软磁粉芯分应用市场规模（十亿元）



数据来源：公司H股上市申请版本（草稿本），西南证券整理

AI 算力基础设施对合金软磁粉芯的拉动，主要来自部署规模扩大与单机功率提升。一方面，AI 服务器及数据中心建设加快，带动 UPS、服务器电源等系统级供电设备数量增长，直接扩大粉芯需求；另一方面，GPU、ASIC 等高算力芯片数量和功耗提升，推动服务器整机功率与电源容量上升，供电系统进一步向高效率和高功率密度发展，对粉芯的耐大电流、低损耗及可靠性提出更高要求。

图 13：AI 算力带动金属软磁材料需求升级逻辑



数据来源：公司公告，西南证券整理

AI 服务器需求增长不仅带动粉芯用量增加，也推动产品结构向高性能方向升级。服务器部署数量增长对应供电设备及粉芯配置需求扩张，单机电源容量提升则推动高饱和、强直流偏置和低损耗粉芯占比提高，并增加定制化产品需求。因此，AI 算力基础设施对粉芯行业的贡献同时体现为需求规模扩大和单机价值量提升。

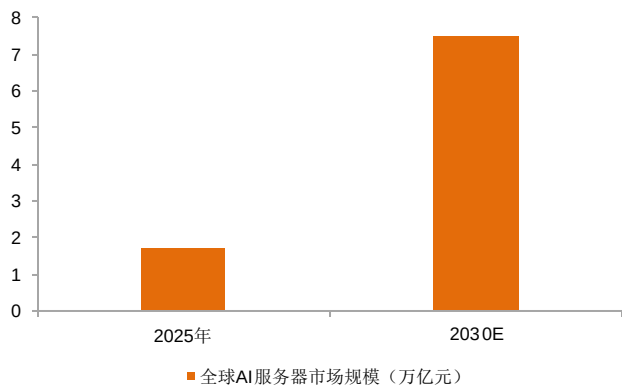
表 5：AI 服务器供电升级对金属软磁材料的要求

AI 服务器供电变化	对金属软磁材料/粉芯的要求	对应产品方向
GPU/ASIC 单芯片功耗提升	更高饱和磁通密度、更强大电流承载能力	高性能合金软磁粉末、合金软磁粉芯
低电压、大电流供电	更好的直流偏置能力、更低温升	高端磁粉芯、芯片电感材料
电源模块高功率密度化	小型化、低损耗、高稳定性	一体成型电感、芯片电感
多相供电架构增加	产品一致性、可靠性要求提升	高一致性粉体及电感元件
数据中心能效约束提升	降低磁芯损耗、提升转换效率	低损耗金属软磁材料

数据来源：公司公告，西南证券整理

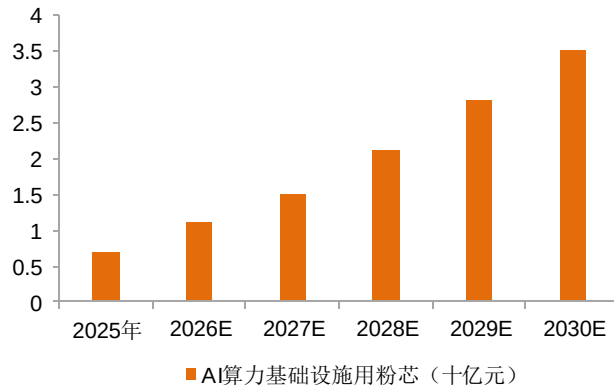
AI 服务器市场快速扩张，为算力基础设施用合金软磁粉芯创造新增需求。根据相关咨询机构预测，全球 AI 服务器市场规模预计由 2025 年的 1.70 万亿元增至 2030 年的 7.50 万亿元，CAGR 约 35.30%；同期全球 AI 算力基础设施用合金软磁粉芯市场规模预计由 7 亿元增至 35 亿元，CAGR 约 39.50%，该增速显著高于同期全球合金软磁粉芯市场约 15.50% 的整体增速，是推动行业结构升级的主要增量。

图 14：全球 AI 服务器市场规模及预测



数据来源：公司 H 股上市申请版本 (2026/7/8, 草稿本)、灼识咨询, 西南证券整理

图 15：全球 AI 算力基础设施用合金软磁粉芯市场规模



数据来源：公司 H 股上市申请版本 (2026/7/8, 草稿本)、灼识咨询, 西南证券整理

全球竞争格局看，粉芯市场集中度较高，铂科全球龙头地位稳固。根据灼识咨询，按 2025 年收入测算，全球前五大供应商合计份额约 63.2%；其中铂科新材收入 12.89 亿元、市占率约 27.1%，份额排名断档第一。公司领先份额表明其已在材料配方、规模化制造、产品系列与客户覆盖方面形成综合优势。

表 6：全球金属软磁粉芯市场主要企业份额

排名	企业名称	所属地区	市场份额
1	铂科新材	中国	约 27.10%
2	公司 A	中国	约 13.60%
3	公司 B	韩国	约 10.50%
4	公司 C	美国	约 8.40%
5	公司 D	美国	约 3.60%

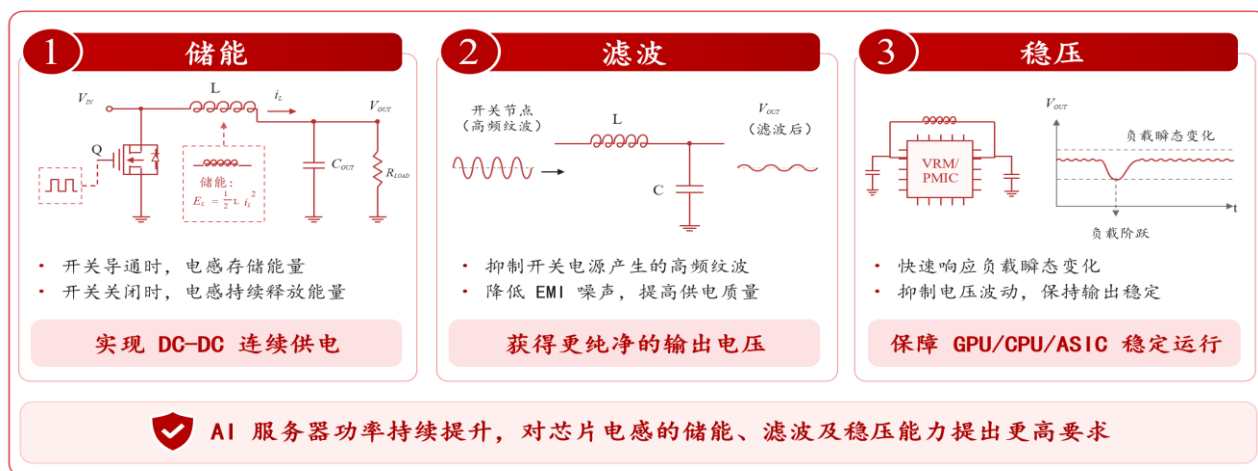
数据来源：公司 H 股上市申请版本 (2026/7/8, 草稿本)、灼识咨询, 西南证券整理；注：除铂科新材外，申请版本以公司 A-D 匿名披露，不推定具体企业。

综合来看，合金软磁行业呈现传统需求稳步增长、AI 应用加速升级的结构性特征。新能源基础设施和汽车持续支撑粉芯需求，AI 数据中心建设则通过 UPS、服务器电源等系统级供电环节扩大产品用量。与此同时，服务器功率及电源容量提升进一步提高对粉芯耐大电流、低损耗、低温升和可靠性的要求，推动产品结构向高性能与定制化方向升级。行业竞争重心正由单纯的产能规模比拼，逐步转向材料性能、定制开发、量产良率、客户认证及全球化交付能力的综合竞争。

2.2 供电架构加速升级，芯片电感快速扩容

芯片功耗与供电电流持续提升，供电架构升级抬升电感性能要求。芯片电感作为芯片前端 DC-DC 电源模块的核心磁性器件，承担储能、滤波及抑制纹波等功能，其耐流能力、损耗、温升、厚度和一致性直接影响 VRM 转换效率、瞬态响应及系统可靠性，因此高算力场景对高饱和、低损耗、小型化芯片电感的需求持续提升。

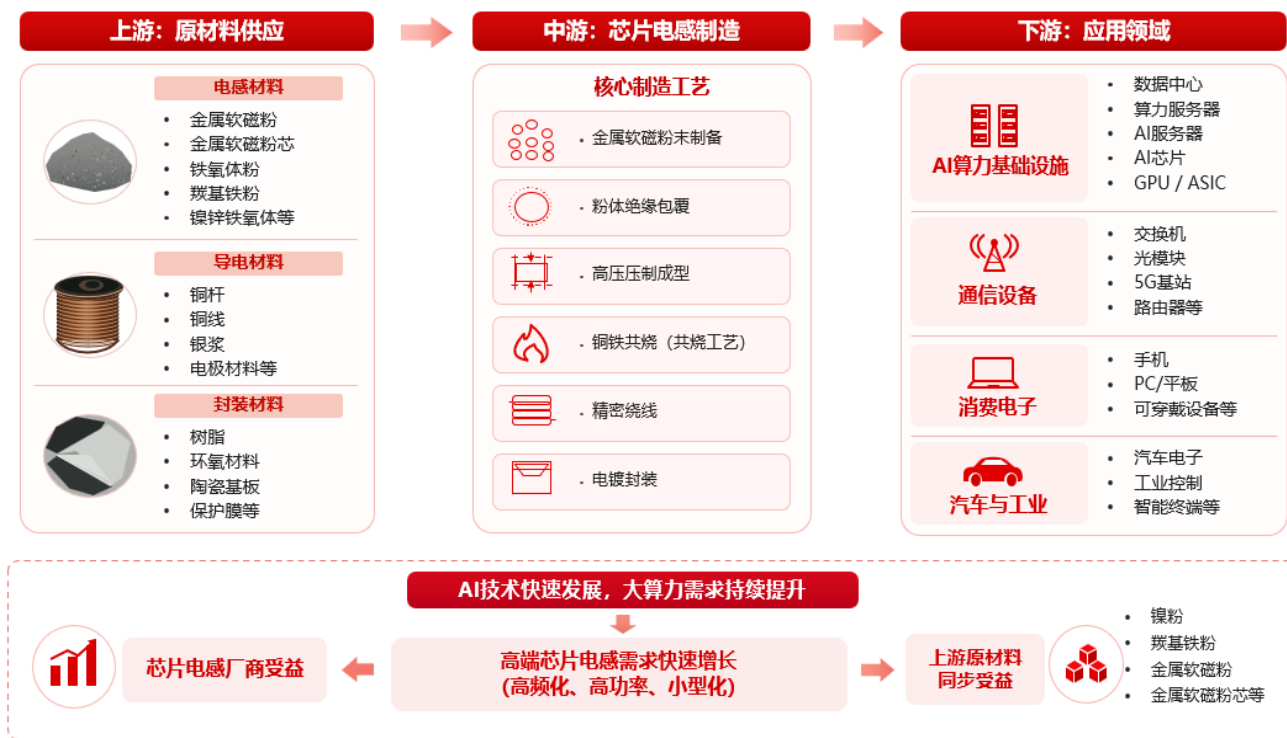
图 16：芯片电感的主要功能



数据来源：公司H股上市申请版本（2026/7/8，草稿本），公司官网，西南证券整理

从产业链看，芯片电感上游包括合金软磁粉末、铜材及绝缘/封装材料等；中游通过粉末制备、绝缘包覆、高压压制成型、钢铁共烧等工艺完成芯片电感制造；下游主要应用于 AI 服务器、GPU、CPU、ASIC、FPGA 及高速通信等高算力场景。随着 AI 服务器快速放量，产业链价值重心正逐步由传统标准化电感向高性能芯片电感及金属软磁材料环节集中。

图 17：芯片电感产业链



数据来源：公司公告，西南证券整理

AI 芯片电感建立在一体成型功率电感技术基础上, 并进一步向高耐流、低损耗、薄型化和模块化升级。一体成型结构将导体与磁性材料集成形成整体磁路, 具有较好的抗干扰能力、机械强度和可靠性; 随着芯片供电电流及功率密度提升, 合金软磁材料较高的饱和磁通密度和较好的直流偏置性能更适配大电流应用场景。目前英伟达 H100 等高端 GPU 平台已采用金属软磁芯片电感, 未来随着 GPU 功耗持续提升, 其渗透率有望进一步提高。

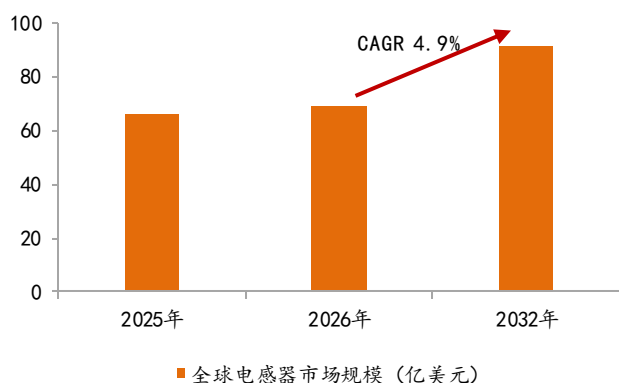
表 7: 芯片电感与铁氧体电感对比

对比维度	铁氧体电感	合金软磁芯片电感
材料特性	高电阻率、饱和磁通密度相对较低	饱和磁通密度较高、直流偏置较好
饱和磁通密度	相对较低	相对较高
耐大电流能力	较弱, 易磁饱和	强, 具备出色直流叠加特性
直流偏置能力	一般	优秀
磁芯损耗	在适配频段内可实现较低损耗, 但大电流下易受饱和约束	在大电流及高功率密度工况下更具优势, 具体损耗取决于配方和工况
体积	较大	较小
适用场景	中小电流场景 (消费电子)	GPU/AI 服务器等大算力场景

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

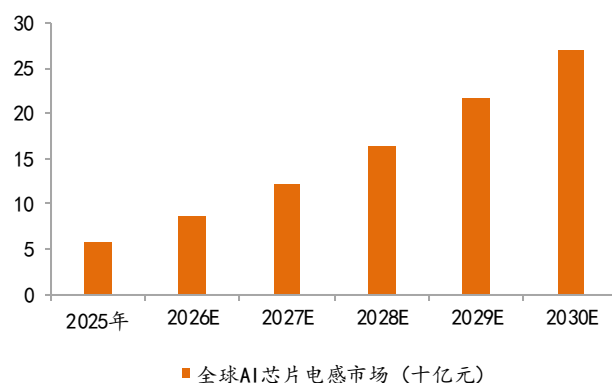
需求扩张叠加产品升级, AI 芯片电感市场加速扩容。根据 QYResearch 预计, 全球电感器市场由 2025 年的 65.97 亿美元增至 2032 年的 91.48 亿美元。此外, 根据灼识咨询预计, 全球 AI 芯片电感市场由 2025 年的 58 亿元增至 2030 年的 269 亿元, 2025-2030 年 CAGR 约 36.00%。AI 芯片电感高速增长来自三重因素: 1) AI 芯片出货量增加及单芯片功耗提升, 带动芯片供电需求整体扩张; 2) 供电系统向多相化演进, 单颗芯片所需供电相数增加, 直接提升单机芯片电感配置数量; 3) 模块式电感、TLVR 及多相耦合电感等高性能产品逐步导入, 推动产品结构升级和单机价值量提升。

图 18: 全球电感器市场规模及预测



数据来源: QYResearch, 西南证券整理

图 19: 全球 AI 芯片电感市场规模及预测

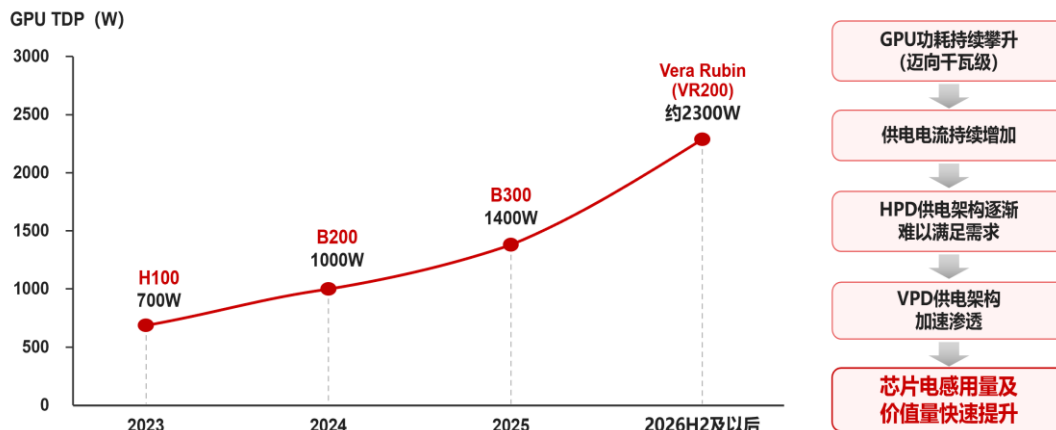


数据来源: 公司 H 股上市申请版本 (草稿本)、灼识咨询, 西南证券整理

AI 服务器出货增长与单机供电复杂度提升, 共同扩大芯片电感需求。相较传统服务器, 多 GPU、CPU 配置通常需要更多供电相数和磁性器件, 随着 GB300、Vera Rubin 等新一代平台陆续推出, 单机电感用量仍有进一步增长空间。AI 服务器不仅带动芯片电感需求数量持续增加, 更推动产品结构向高性能、高功率密度方向升级。

GPU 功耗持续攀升则是驱动芯片电感价值提升的重要驱动力。近年来，随着 AI 模型参数规模快速增长，GPU TDP 持续突破，英伟达 H100 SXM 平台功耗已达到 700W，Blackwell B200 相关平台已进入千瓦级。系统级供电和散热压力明显增加。随着供电电流提升，传统 HPD 供电架构中的 PCB 压降、导通损耗、寄生参数及布线空间约束更加突出，推动供电架构优化，并带动芯片电感向高载流、低 DCR、低损耗和高集成方向升级。

图 20：AI GPU 功耗持续攀升，推动服务器供电架构升级



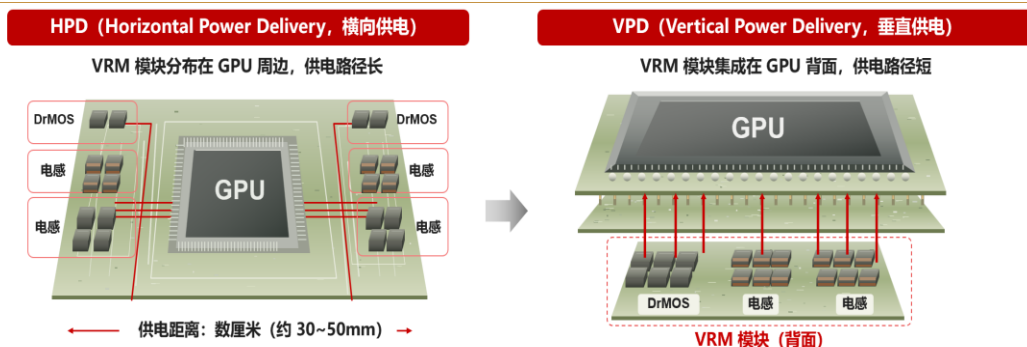
核心观点： 随着AI大模型训练规模不断扩大，GPU计算性能快速提升，单芯片功耗呈现跳跃式增长。GPU功耗由数百瓦迈向千瓦级，推动服务器供电系统向更高效率、更低损耗的VPD架构升级，从而显著提升对高性能芯片电感的需求。

数据来源：Benchgecko、西南证券整理

为降低大电流传输带来的压降与损耗，AI服务器供电系统正逐步向 VPD 架构升级。VPD 通过将电压调节模块布置在芯片背面或更靠近负载的位置，缩短供电路径，并释放芯片周边的 PCB 空间，为 HBM、高速 SerDes 及 NV Link 等高速互连提供更多布线资源，已成为下一代 AI 服务器的重要供电发展方向之一。

VPD 不仅带来供电架构变化，更推动芯片电感产品形态发生升级。以跨电感耦合电压调节器 (TLVR) 为代表的新一代芯片电感开始加速导入。相比传统产品，TLVR 能够有效改善 GPU 动态负载下的瞬态响应能力，降低输出电压波动，提高供电转换效率，同时单颗产品价值量显著提升，成为推动行业 ASP 提升的重要动力。

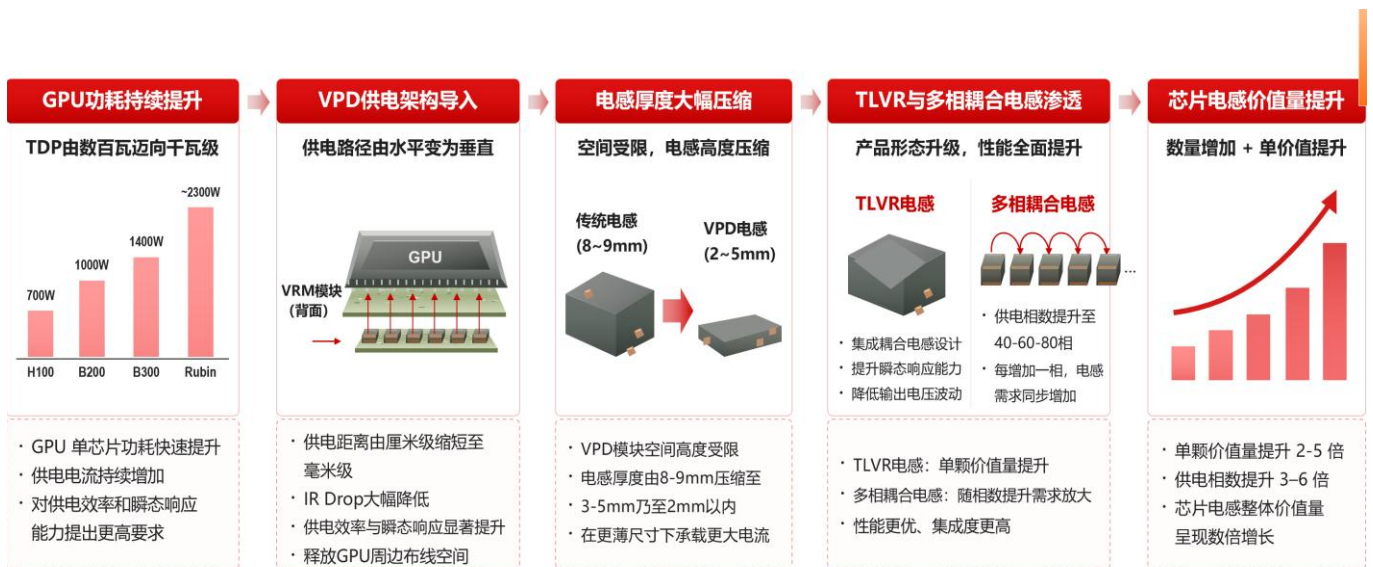
图 21：HPD 与 VPD 供电架构对比



数据来源：电子工程世界，芯语，西南证券整理

与此同时，GPU 供电电流持续增加，也推动供电系统由传统 8-12 相逐步向二十余相甚至更高相数演进。由于每增加一个供电相，均需要新增对应的 DrMOS、芯片电感及外围器件，因此供电相数增加将直接带动芯片电感需求同步增长。随着 TLVR 及多相耦合电感逐步渗透，芯片电感行业逐步形成服务器出货增长、单机配置提升与产品升级共同驱动的成长逻辑。

图 22：AI 推动芯片电感价值量提升路径



数据来源：Benchgecko，电子工程世界，芯语，西南证券整理

从产业进展来看，AMD、Google、AWS、Tesla 等公司已陆续导入模块化供电方案，VPD 相关产业链正逐步进入规模化应用阶段。英伟达目前仍以传统分立式供电方案为主，但随着下一代平台 GPU 功耗的持续提升，市场普遍预期新平台有望逐步导入 VPD 供电架构。若英伟达全面切换 VPD 方案，凭借其在 AI 服务器市场的领先份额，预计将显著提升 TLVR 电感、多相耦合电感需求，成为推动产业链成长的重要催化剂。台系龙头乾坤 TLVR 电感订单饱满，倒逼头部模块厂商加速接触国内优质电感厂商，国内供应商导入窗口正在打开。

竞争格局方面，AI 芯片电感市场集中度较高，公司跻身全球主要供应商序列。海外厂商在材料、器件设计和客户认证方面积累深厚，国内企业正加快切入。根据灼识咨询按 2025 年收入测算，全球前五大供应商合计份额约 72.50%，铂科新材以 4.39 亿元收入、约 7.60% 份额排名第五，在 AI 服务器芯片电感领域已具备较强的技术和供应链优势。

表 8：全球 AI 芯片电感供应商排名

排名	行业参与者	收入（百万元）	市场份额
1	公司 E	1950.0	33.8%
2	公司 F	615.0	10.6%
3	公司 G	600.0	10.4%
4	公司 H	585.0	10.1%
5	铂科新材	439.5	7.6%

数据来源：公司 H 股上市申请版本（草稿本）、灼识咨询，西南证券整理

综合来看，AI 算力基础设施扩张为芯片电感提供需求增量，供电电流提升及多相化、模块化等方案演进提升单机配置和产品性能要求。行业增长将由服务器出货、单机用量与产品结构升级共同驱动，材料性能、器件设计及规模交付能力成为核心竞争要素。

3 充分受益于 AI 浪潮，客户产能驱动成长

3.1 粉芯业务稳健增长，芯片电感加速放量

公司形成“粉芯基本盘+AI 芯片电感增量”的业务结构。合金软磁粉芯覆盖光伏储能、新能源汽车、服务器电源及 UPS 等多个领域，提供稳定收入和利润基础；AI 芯片电感则受益于算力芯片供电升级，收入占比快速提升。合金软磁粉末主要为内部自用并按客户要求定制外售，为两类产品提供材料协同，收入占比相对较低。

图 23：公司成长路径：粉芯基本盘与 AI 芯片电感第二曲线



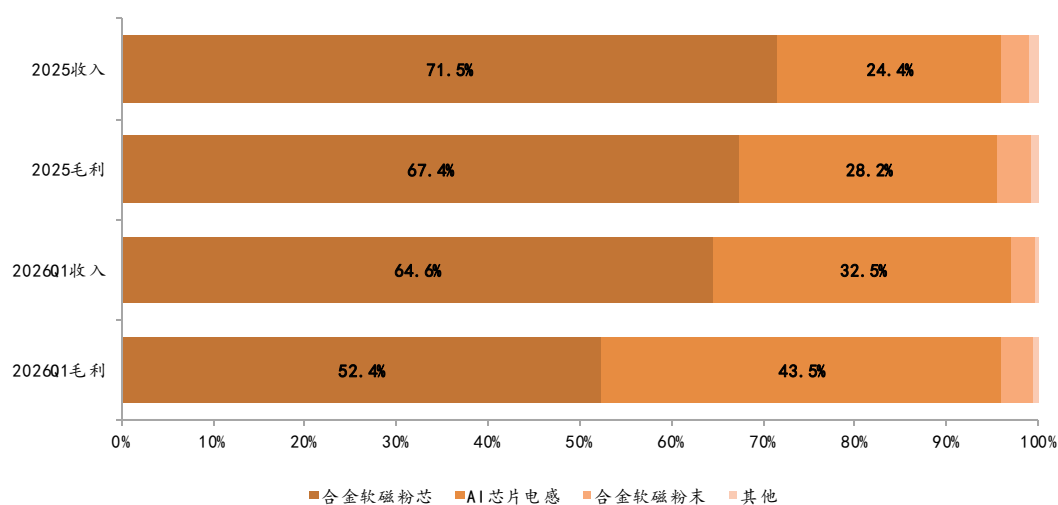
数据来源：公司官网、公司 H 股上市申请版本（2026 年 7 月 8 日，草拟本），西南证券整理

1) 粉芯业务稳健增长，全球龙头地位巩固。2025 年公司合金软磁粉芯收入 12.89 亿元，同比增长 4.50%；销量和平均售价分别同比增长 2.40% 和 2.00%，收入占比为 71.50%。根据灼识咨询，公司 2025 年全球市占率约 27.10%，排名第一。新能源基础设施和汽车需求提供稳定支撑，AI 数据中心建设又通过服务器一次、二次电源及 UPS 等环节贡献新增需求；与此同时，公司主动减少部分低价、低附加值订单，推动产品结构优化。

2) AI 芯片电感量价齐升，成长弹性加速释放。2023-2025 年，公司 AI 芯片电感收入由 0.78 亿元增至 4.39 亿元，复合增速约 138.10%；2026Q1 收入 1.59 亿元，同比增长 115.40%，其中销量和平均售价分别同比增长 68.20% 和 28.10%，毛利率达到 49.60%。根据灼识咨询，公司 2025 年全球市占率约 7.60%，排名第五，已进入全球主流供应商序列。

3) 高价值产品占比提升，AI 芯片电感盈利贡献持续增强。2025 年该业务收入占比和毛利贡献占比分别为 24.40% 和 28.20%；2026Q1 进一步升至 32.50% 和 43.50%。产品结构方面，目前 TLVR 电感占 AI 芯片电感销售收入占比持续提升，公司芯片电感产能仍处于供不应求状态。

图 24：2025 年及 2026Q1 公司收入与毛利贡献结构



数据来源：公司H股上市申请版本 (2026 年 7 月 8 日，草稿本)，西南证券整理

从量价表现看，粉芯业务运行稳健，AI 芯片电感成长弹性更为突出。2025 年粉芯销量为 4.02 万吨，同比增长 2.40%；ASP 为 3.21 万元/吨，同比增长 2.00%，共同推动收入同比增长 4.50%。2026Q1，粉芯销量同比增长 8.50%，ASP 基本稳定，收入同比增长 8.80%。AI 芯片电感量价增速明显加快，2025 年销量和平均售价分别同比增长 9.60%和 9.50%，带动收入同比增长 20.00%；2026Q1 销量和平均售价分别同比增长 68.20%和 28.10%，推动收入同比增长 115.40%。显示公司新增利润贡献正加快向高附加值电感业务迁移。

表 9：公司分产品收入、销量、平均售价及毛利率

产品	指标	2023A	2024A	2025A	2025Q1	2026Q1
合金软磁粉芯	收入 (亿元)	10.263	12.336	12.892	2.907	3.162
	销量 (吨)	30,718	39,272	40,223	9,305	10,097
	ASP (万元/吨)	3.341	3.141	3.205	3.124	3.131
	毛利率	39.0%	35.2%	39.6%	35.6%	30.1%
AI 芯片电感	收入 (亿元)	0.775	3.662	4.395	0.739	1.592
	销量 (万颗)	2,265.2	9,815.3	10,753.0	2,297.3	3,864.7
	ASP (元/颗)	3.423	3.731	4.087	3.217	4.120
	毛利率	45.3%	58.8%	48.5%	44.5%	49.6%
合金软磁粉末	收入 (亿元)	0.271	0.399	0.553	0.126	0.125
	销量 (吨)	857	1,323	2,125	438	461
	ASP (万元/吨)	3.164	3.019	2.604	2.880	2.717
	毛利率	53.8%	51.8%	51.0%	51.7%	50.3%
其他	收入 (亿元)	0.276	0.232	0.183	0.061	0.017
	毛利率	33.9%	29.6%	28.8%	26.2%	70.7%

数据来源：公司H股上市申请版本 (2026/7/8，草稿本)，西南证券整理

表 10：公司新产品及应用进展

产品或应用	当前进展	后续驱动
AI 芯片电感	已形成规模化交付	AI 芯片出货增长及客户项目扩量
ASIC 及光模块电感	2025 年取得量产突破	新客户、新平台和应用拓展
模块式电感	2024 年开始批量交付；2025 年占电感收入约 30%—40%	公司预计 2026 年占比超过 50%
TLVR 等耦合产品	2025 年开始批量出货，目前在芯片电感中销售收入占比持续提升	供电拓扑升级及高价值项目导入
DDR、AI PC、AI 手机及智能驾驶	推进市场推广、送样认证和量产导入	端侧 AI 和高速存储渗透
轴向磁通电机磁芯、磁流体密封	研发或市场培育阶段	材料平台向机器人及泛半导体延伸

数据来源：公司 2025 年年度报告、公司投资者关系活动记录表（2026 年 4 月 23 日、2026 年 6 月 25—30 日），西南证券整理

3.2 材料工艺深度协同，研发制造形成闭环

公司的技术平台以合金软磁粉末为基础，材料、预处理、成型和精密装备能力可分别应用于粉芯和 AI 芯片电感。材料技术影响粉末磁性能，预处理决定绝缘及成型工艺窗口，成型工艺决定器件结构实现，精密装备则影响尺寸精度、生产一致性及规模复制效率。

图 25：公司材料—工艺—产品一体化技术平台



数据来源：公司官网、公司 H 股上市申请版本（2026 年 7 月 8 日，草拟本），西南证券整理

材料与预处理能力决定性能上限。公司掌握雾化、水雾化及高能球磨等粉末制备技术，可对粉末成分、粒径和形貌进行调控，并通过新型树脂和绝缘包覆工艺兼顾尺寸稳定性、成型强度、耐温性及高频损耗。同时可根据客户功率、频率、尺寸和温升要求灵活调整方案。

成型与装备能力决定量产能力。公司掌握模压成型、一体化成型及钢铁共烧等工艺，用于实现导体与磁性材料的结构集成，并对电感量、损耗、耐压和机械可靠性进行控制。公司同时开发专用生产装备，将运动控制、在线检测和智能分选引入生产流程，以提升尺寸精度、过程稳定性和自动化水平。

质量与良率保障规模交付。公司建立覆盖供应链管理、来料检验、过程控制、成品检验和客户反馈的质量管理体系，并取得 ISO 9001、ISO 14001 等认证。H 股上市申请版本披露，往绩记录期内及截至最后实际可行日期，公司未发生重大质量问题或重大产品退货。公司 2026 年 4 月投资者关系活动记录显示，随着工艺成熟及自动化水平提升，核心产品良率改善、交付周期缩短。

表 11：公司核心技术及经营价值

技术层次	核心技术	主要作用	经营价值
材料技术	气雾化、水雾化、高能球磨	控制粒径、形貌、含氧量及磁性能	支撑粉芯与 AI 芯片电感差异化性能
预处理技术	树脂体系、绝缘包覆	兼顾颗粒绝缘、成型强度和耐温性	降低高频损耗，拓宽产品工艺窗口
成型技术	模压成型、铜铁共烧	实现高密度、复杂结构和导体一体化	支撑小型化、高载流及高可靠性产品
精密装备	运动控制、在线视觉检测、智能分选	提高尺寸精度、过程稳定性和自动化水平	改善良率、一致性及规模交付效率

数据来源：公司H股上市申请版本（2026年7月8日，草稿本），西南证券整理

公司采用“市场调研—项目立项—项目规划—产品开发—产品中试—量产”的六阶段开发流程，FAE 自产品定义和应用验证阶段参与客户沟通，并利用材料数据库和辅助设计软件将客户电源需求转化为材料及器件方案。中试阶段依次完成 EVT、DVT 和 PVT 验证，以检验工程样品、设计性能及制造可行性。截至 2026 年 3 月末，公司研发人员为 399 人；截至 H 股申请版本最后实际可行日期，公司拥有 118 项境内登记专利和 10 项境外专利。

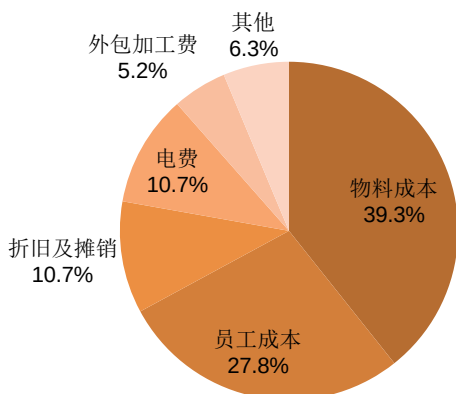
图 26：公司产品开发与验证流程



数据来源：公司H股上市申请版本（2026年7月8日，草稿本），西南证券整理

制造端的经济性同样取决于良率和稼动率。2025 年公司销售成本中，物料、员工、折旧摊销和电费占比分别为 39.30%、27.80%、10.70%和 10.70%，员工、折旧及电力合计占 49.20%。因此，新产线投产初期的人员培训、设备调试和良率爬坡可能阶段性抬高单位成本，产能利用率提升后，固定及半固定成本摊薄有望释放利润弹性。

图 27：2025 年公司销售成本结构

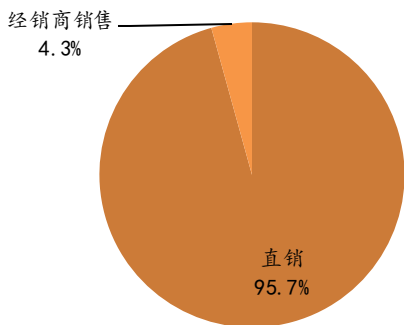


数据来源：公司H股上市申请版本（2026 年 7 月 8 日，草稿本），西南证券整理

3.3 客户认证构筑壁垒，全球产能支撑交付

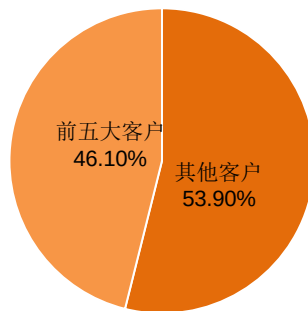
公司以直销和协同开发为主，客户基础覆盖新能源、电力电子、被动元件、模拟芯片及 AI 算力产业链。2025 年直销收入占比 95.70%，前五大客户收入占比 46.10%，最大客户占比 13.50%。公司客户群包括 3 家全球前五大被动元件制造商、3 家全球前五大模拟芯片公司、2 家全球前五大光伏逆变器制造商及 4 家全球前五大空调品牌。

图 28：2025 年公司销售渠道



数据来源：公司H股上市申请版本（草稿本），西南证券整理

图 29：2025 年公司客户集中度



数据来源：公司H股上市申请版本（草稿本），西南证券整理

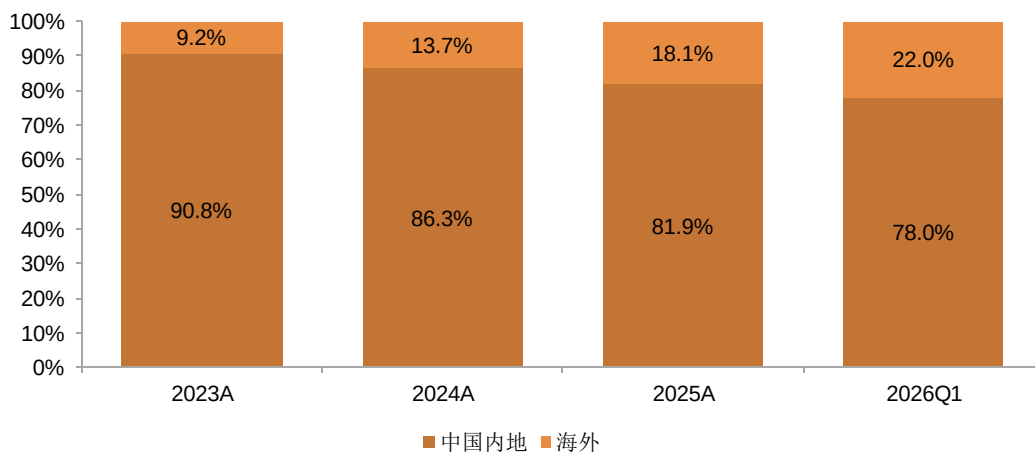
根据公司 2025 年年度报告，公司已与 ABB、比亚迪、格力、固德威、华为、锦浪科技、美的、麦格米特、MPS、TDK、台达、伟创力、威迈斯、阳光电源、伊顿及中兴通讯等企业开展合作。AI 芯片电感通常需要终端平台、电源方案商、制造服务商及器件供应商围绕材料、尺寸、DCR、额定电流、温升和可靠性开展联合验证。公司 FAE 在客户产品定义和应用验证阶段即参与技术沟通，较长的导入周期和重新验证成本有助于提高合作黏性。

表 12：公司代表客户及主要应用领域

应用方向	代表客户	主要产品或协同环节
新能源及汽车	比亚迪、固德威、锦浪科技、阳光电源、威迈斯、麦格米特	粉芯、定制磁性材料及电力电子应用
电力电子及家电	ABB、伊顿、华为、中兴通讯、格力、美的	粉芯及电源系统相关产品
AI、电源及元器件产业链	MPS、TDK、台达、伟创力	AI 芯片电感、被动元件及电源/制造协同

数据来源：公司2025 年年度报告，西南证券整理

海外收入占比持续提升，全球化客户覆盖逐步深化。2023-2025 年，公司海外收入占比由 9.20%升至 18.10%，2026Q1 进一步升至 22.00%，主要来自中国内地以外的亚太市场。海外客户增加一方面扩大了市场空间，另一方面也提高了本地交付、供应链和汇率管理的重要性。

图 30：2023-2026Q1 公司境内外收入结构


数据来源：公司H 股上市申请版本 (2026 年7 月8 日，草稿本)，西南证券整理

原有产线交付强度较高。2025 年公司粉芯、AI 芯片电感及外售粉末产能利用率分别为 81.90%、87.60%和 82.90%。2026Q1 AI 芯片电感设计产能为 5,436 万颗、实际产量 4,106 万颗，利用率降至 75.50%，主要由于新增产能仍处于爬坡阶段，而非需求走弱。公司表示，原有基地稼动率较高，芯片电感订单较为饱满。

表 13：公司主要产品设计产能、实际产量及利用率

产品	指标	2023A	2024A	2025A	2026Q1
合金软磁粉芯	设计产能 (吨)	36,000	42,755	50,586	11,762
合金软磁粉芯	实际产量 (吨)	32,326	38,052	41,416	9,505
合金软磁粉芯	产能利用率	89.8%	89.0%	81.9%	80.8%
AI 芯片电感	设计产能 (万颗)	2,979.1	10,975.2	11,961.8	5,436.3
AI 芯片电感	实际产量 (万颗)	2,624.0	9,883.4	10,474.4	4,105.8
AI 芯片电感	产能利用率	88.1%	90.1%	87.6%	75.5%
外售合金软磁粉末	设计产能 (吨)	976	1,708	2,593	604
外售合金软磁粉末	实际产量 (吨)	806	1,427	2,149	416
外售合金软磁粉末	产能利用率	82.6%	83.5%	82.9%	68.9%

数据来源：公司H 股上市申请版本 (2026 年7 月8 日，草稿本)，西南证券整理

新增基地建设有序推进，设备调试与产线爬坡决定业绩兑现节奏。公司 2026 年 6 月表示，惠东新型高端一体成型电感项目已陆续投入使用并持续安装调试设备，预计 2026 年下半年逐步贡献产出；泰国基地已于 2026 年 5 月开始设备安装及测试，计划于 2026 年启动试生产。

表 14：公司生产基地及扩产进度

生产基地	地理位置	主要产品	截至最新披露的进度	经营意义
惠州现有基地	广东惠州	粉芯、AI 芯片电感、粉末	持续生产，原有芯片电感产线稼动率较高	高规格定制产品及综合制造平台
河源基地	广东河源	合金软磁粉芯	稳定生产	标准化、大批量粉芯生产基地
惠东新基地	广东惠州	AI 芯片电感	已陆续投入使用并安装调试设备，预计 2026H2 逐步贡献产出	扩充高端电感产能，缓解供给约束
泰国基地	泰国春武里	粉芯、AI 芯片电感	2026 年 5 月开始设备安装测试，计划年内试生产	贴近海外客户，增强全球交付与供应链韧性

数据来源：公司 2025 年年度报告、公司 H 股上市申请版本 (2026 年 7 月 8 日，草拟本)、公司投资者关系活动记录表 (2026 年 6 月 25—30 日)，西南证券整理

经营现金流保持正向，扩产高峰下资本开支压力较高。2025 年经营活动所得现金净额 3.47 亿元，相当于当期合并净利润的约 82%；同期用于购买固定资产和无形资产等支出合计 2.65 亿元。2026H1 经营活动所得现金净额 1.40 亿元，现金流较为稳健。

表 15：公司经营现金流与资本开支情况

期间	合并净利润 (亿元)	经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	经营现金流量净额/净利润
2025A	4.26	3.47	81.5%
2026H1	2.26	1.40	62.3%

数据来源：公司 2026 年半年报，西南证券整理

综合来看，公司以合金软磁材料技术为底座，已形成覆盖材料配方、粉末制备、器件设计、规模制造及客户协同的完整能力体系。粉芯业务凭借领先的市场份额和多元化下游应用，构筑稳定的收入与利润基本盘；AI 芯片电感则受益于高算力芯片供电升级，成为公司业绩增长的主要弹性来源。随着模块式、TLVR 等高价值产品持续放量，以及惠东、泰国等新增产能逐步释放，公司有望进一步将技术、客户和制造优势转化为收入增长与盈利能力提升。

4 盈利预测与估值

4.1 关键假设和业务分拆

关键假设

假设 1: 公司合金软磁粉芯广泛应用于光伏储能、新能源汽车、服务器电源及 UPS 等领域, 新能源基础设施和汽车需求构筑业务基本盘, AI 数据中心建设带来结构性增量。预计公司合金软磁粉芯 2026-2028 年销量分别同比+8.0%、+8.0%、+8.0%, 吨价未来三年同比持平;

假设 2: AI 算力需求快速增长, GPU、ASIC、光模块及高速存储等应用对芯片供电的大电流、低损耗及高可靠性要求持续提升, 多相供电及模块式、TLVR 等方案推动芯片电感数量和价值量提升。2026Q2 惠东新基地开始贡献产出。预计公司 AI 芯片电感 2026-2028 年销量分别同比+120.0%、+40.0%、+30.0%, 平均售价分别同比+13.0%、+10.0%、+10.0%;

假设 3: 公司外售合金软磁粉末主要为根据客户需求生产的定制产品, 预计公司外售合金软磁粉末 2026-2028 年销量分别同比+30.0%、+20.0%、+10.0%, 吨价分别同比+3.0%、+3.0%、+3.0%;

假设 4: 公司为制造业企业, AI 芯片电感业务扩张仍需维持较高研发投入, 但伴随收入规模扩大, 销售及管理费用具有一定摊薄空间。预计 2026-2028 年管理与研发费用率合计分别为 13.0%、12.0%、11.0%。

表 16: 分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入 (百万元)	1,662.9	1,802.2	2,577.2	3,296.0	4,151.9
	yoy	43.54%	8.38%	43.00%	27.89%	25.97%
	营业成本 (百万元)	986.2	1,044.2	1,474.8	1,811.5	2,199.9
	毛利 (百万元)	676.7	758.0	1102.4	1484.5	1952.0
	毛利率	40.7%	42.1%	42.78%	45.04%	47.02%
合金软磁粉芯	收入 (百万元)	1,233.635	1289.2	1392.3	1503.7	1624.0
	yoy	20.2%	4.5%	8.0%	8.0%	8.0%
	销量 (吨)	39272	40223	43441	46916	50669
	yoy	27.8%	2.4%	8.0%	8.0%	8.0%
	吨价 (万元/吨)	3.14	3.21	3.2	3.2	3.2
	yoy	-6.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本 (百万元)	799.8	779.3	891.1	947.3	1006.9
	毛利率	35.2%	39.6%	36.0%	37.0%	38.0%
AI 芯片电感	收入 (百万元)	366.2	439.5	1092.5	1682.4	2405.9
	yoy	372.3%	20.0%	148.6%	54.0%	43.0%
	销量 (万颗)	9815	10753	23657	33119	43055
	yoy	333.3%	9.6%	120.0%	40.0%	30.0%
	ASP (元/颗)	3.7	4.1	4.6	5.1	5.6
	yoy	9.0%	9.5%	13.0%	10.0%	10.0%

分业务情况		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	营业成本 (百万元)	150.8	226.3	535.3	807.6	1130.8
	毛利率	58.8%	48.5%	51.0%	52.0%	53.0%
合金软磁粉末	收入 (百万元)	39.9	55.3	74.1	91.6	103.7
	yoy	47.3%	38.5%	33.9%	23.6%	13.3%
	销量 (吨)	1323	2125	2763	3315	3647
	yoy	54.4%	60.6%	30.0%	20.0%	10.0%
	吨价 (万元/吨)	3.02	2.60	2.7	2.8	2.8
	yoy	-4.6%	-13.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	营业成本 (百万元)	19.2	27.1	35.6	44.0	49.8
	毛利率	51.8%	51.0%	52.0%	52.0%	52.0%
其他产品	收入 (百万元)	23.2	18.3	18.3	18.3	18.3
	yoy	-15.9%	-21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	营业成本 (百万元)	16.4	11.5	12.80	12.62	12.43
	毛利率	29.2%	37.1%	30.0%	31.0%	32.0%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

综合考虑业务范围，东睦股份、顺络电子和麦捷科技作为可比公司，并参考公司历史估值 PE Band 作为估值参考。东睦股份主要对应公司的软磁材料及粉末冶金属性，顺络电子和麦捷科技主要对应公司的电感及磁性元件属性，三家公司 2026-2028 年平均估值为 31 倍、24 倍、20 倍。

铂科新材是全球合金软磁粉芯龙头，2025 年全球市场份额约 27.1%；公司依托合金软磁粉末、粉芯及器件一体化能力向 AI 芯片电感延伸，2025 年 AI 芯片电感全球市场份额约 7.6%，2026Q1 收入同比增长 115.4%，业务仍处于客户拓展、产能释放及高价值产品占比提升阶段。预计公司 2026-2028 年归母净利润复合增速约 43.9%。公司充分受益于芯片电感市场快速扩容，产能加速释放，业绩实现爆发式增长，伴随着 AI 芯片电感极大的成长爆发力，公司有望充分受益。

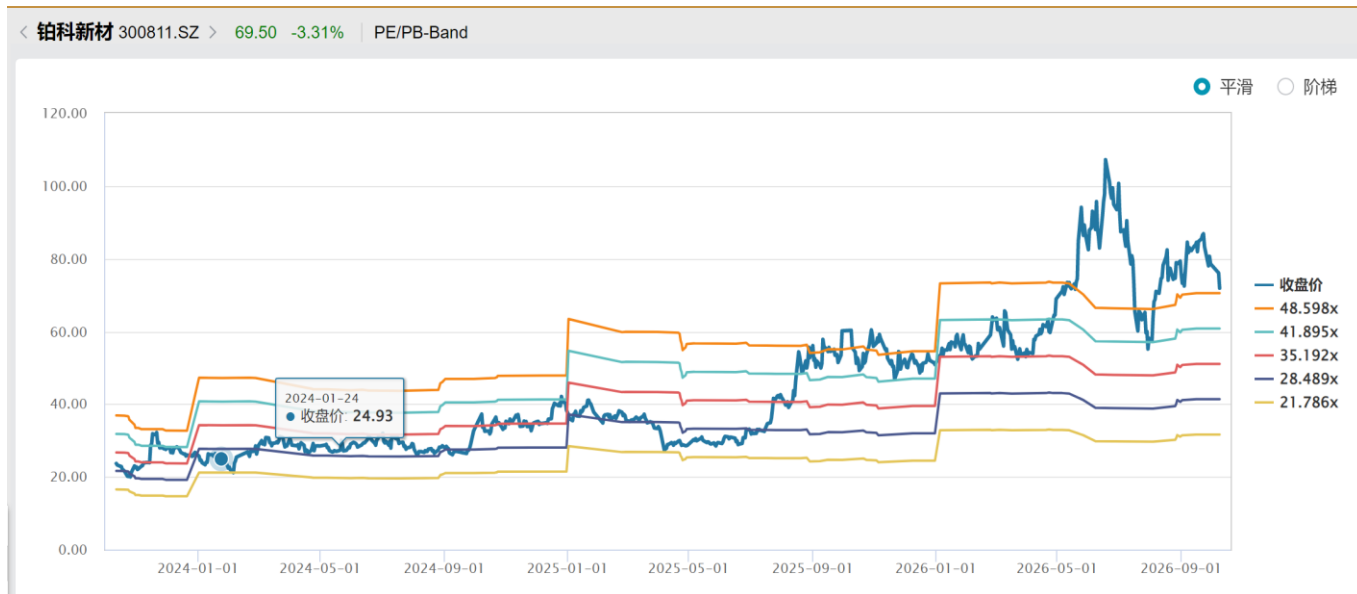
预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 25.8 亿元(+43.0%)、33.0 亿元(+27.9%)和 41.5 亿元(+26.0%)，归母净利润分别为 6.3 亿元 (+51.6%)、9.0 亿元 (+42.6%) 和 12.5 亿元 (+38.0%)，对应 EPS 分别为 1.55 元、2.22 元和 3.06 元。

表 17：可比公司估值

证券代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600114.SH	东睦股份	23.90	0.85	0.89	1.13	1.35	28	27	21	18
002138.SZ	顺络电子	45.60	1.27	1.55	2.03	2.53	36	29	22	18
300319.SZ	麦捷科技	16.97	0.36	0.47	0.57	0.66	47	36	30	26
平均值							37	31	24	20
300811.SZ	铂科新材	71.88	1.44	1.55	2.22	3.06	50	46	32	24

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2026/10/11

图 31：公司历史 PEBand



数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

AI 算力需求不及预期风险：若全球云厂商资本开支、AI 服务器出货或 GPU、ASIC 等高算力芯片需求增长不及预期，可能导致公司 AI 芯片电感订单及收入增长低于预期。

行业竞争加剧风险：AI 芯片电感市场快速增长，海外龙头及国内厂商持续加大研发和产能投入。若行业供给增速超过需求增速，可能引发价格竞争，进而影响公司产品售价和毛利率。

新产品导入不及预期风险：公司模块式电感、TLVR、ASIC 及光模块电感等产品仍处于客户拓展和放量阶段，若产品开发、客户验证或项目量产进度不及预期，可能影响公司产品结构升级和业绩增长。

新增产能建设及海外经营风险：若惠东项目及泰国基地建设、设备调试、良率爬坡和客户认证进度不及预期，可能导致产能释放延后；海外业务扩张亦面临汇率波动、当地经营及供应链管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1802.24	2577.15	3295.96	4151.88	净利润	426.12	633.82	903.79	1247.43
营业成本	1044.21	1474.75	1811.45	2199.86	折旧与摊销	120.59	84.35	84.35	84.35
营业税金及附加	18.28	26.14	33.43	42.11	财务费用	16.12	-3.34	-0.82	-1.99
销售费用	24.97	39.29	49.14	61.64	资产减值损失	-1.49	-0.50	-0.66	-0.88
管理与研发费用	228.78	335.03	395.52	456.71	经营营运资本变动	-74.61	-291.37	-295.87	-466.22
财务费用	16.12	-3.34	-0.82	-1.99	其他	-139.30	11.87	12.84	14.75
资产减值损失	-1.49	-0.50	-0.66	-0.88	经营活动现金流净额	347.43	434.84	703.64	877.44
投资收益	0.22	0.00	0.00	0.00	资本支出	-383.43	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	3.77	2.60	1.74	2.60	其他	12.31	2.26	1.82	2.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-371.12	-397.74	-298.18	-297.39
营业利润	482.55	708.37	1009.64	1397.03	短期借款	69.89	-36.74	-54.26	0.00
其他非经营损益	-2.57	7.55	8.83	9.56	长期借款	-13.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	479.98	715.92	1018.47	1406.59	股权融资	361.03	0.00	0.00	0.00
所得税	53.85	82.10	114.68	159.17	支付股利	-57.98	-158.45	-271.14	-271.14
净利润	426.12	633.82	903.79	1247.43	其他	-39.99	-19.22	1.60	-5.32
少数股东损益	7.99	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	319.23	-214.42	-323.80	-276.46
归属母公司股东净利润	418.14	633.82	903.79	1247.43	现金流量净额	290.83	-177.32	81.66	303.59
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	435.03	257.72	339.38	642.97	成长能力				
应收和预付款项	829.64	1231.14	1563.46	1962.53	销售收入增长率	8.38%	43.00%	27.89%	25.97%
存货	280.75	325.99	385.20	462.06	营业利润增长率	14.04%	46.80%	42.53%	38.37%
其他流动资产	411.27	335.00	342.54	422.17	净利润增长率	14.00%	48.74%	42.59%	38.02%
长期股权投资	32.04	32.04	32.04	32.04	EBITDA 增长率	17.70%	27.47%	38.48%	35.33%
投资性房地产	5.98	6.31	6.23	6.21	获利能力				
固定资产和在建工程	1443.70	1769.52	1995.33	2221.15	毛利率	42.06%	42.78%	45.04%	47.02%
无形资产和开发支出	60.08	52.05	44.01	35.98	三费率	14.97%	14.40%	13.47%	12.44%
其他非流动资产	472.83	470.70	468.56	466.43	净利率	23.64%	24.59%	27.42%	30.04%
资产总计	3971.33	4480.47	5176.77	6251.55	ROE	13.93%	17.94%	21.69%	24.26%
短期借款	91.00	54.26	0.00	0.00	ROA	10.73%	14.15%	17.46%	19.95%
应付和预收款项	313.24	405.48	521.56	625.11	ROIC	20.55%	23.00%	26.87%	30.95%
长期借款	66.51	66.51	66.51	66.51	EBITDA/销售收入	34.36%	30.63%	33.17%	35.63%
其他负债	442.54	420.84	422.67	417.61	营运能力				
负债合计	913.28	947.08	1010.74	1109.22	总资产周转率	0.51	0.61	0.68	0.73
股本	289.83	407.83	407.83	407.83	固定资产周转率	1.64	2.18	2.98	4.02
资本公积	1151.98	1033.98	1033.98	1033.98	应收账款周转率	2.72	3.10	2.96	2.94
留存收益	1589.90	2065.27	2697.92	3674.21	存货周转率	4.41	4.84	5.08	5.18
归属母公司股东权益	3031.74	3507.08	4139.73	5116.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.87%	—	—	—
少数股东权益	26.31	26.31	26.31	26.31	资本结构				
股东权益合计	3058.05	3533.39	4166.04	5142.33	资产负债率	23.00%	21.14%	19.52%	17.74%
负债和股东权益合计	3971.33	4480.47	5176.77	6251.55	带息债务/总负债	17.25%	12.75%	6.58%	6.00%
					流动比率	4.43	4.60	4.97	5.49
					速动比率	3.79	3.91	4.24	4.76
					股利支付率	13.87%	25.00%	30.00%	48.00%
					每股指标				
					每股收益	1.44	1.55	2.22	3.06
					每股净资产	7.43	8.60	10.15	12.54
					每股经营现金	0.85	1.07	1.73	2.15
					每股股利	0.20	0.39	0.66	0.66
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	619.27	789.38	1093.17	1479.39					
PE	49.82	46.25	32.44	23.50					
PB	9.67	8.36	7.08	5.73					
PS	16.27	11.37	8.89	7.06					
EV/EBITDA	32.29	36.21	26.03	19.03					
股息率	0.28%	0.54%	0.92%	0.92%					

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。

本报告及附录版

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。

西南证券研究院

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周珏	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn