

东睦股份 (600114.SH)

三大主业并举，软磁龙头步入发展快车道

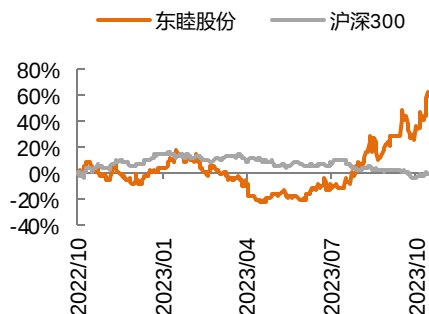
推荐 (首次)

11 月 8 日：14.48 元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.pm-china.com
大股东/持股	睦特殊金属工业株式会社/ 10.62%
实际控制人	
总股本(百万股)	616
流通 A 股(百万股)	616
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	89
流通 A 股市值(亿元)	89
每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	57.47

行情走势图



证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiaoj397@pingan.com.cn

研究助理

陈潇榕 一般证券业务资格编号
S1060122080021
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 一般证券业务资格编号
S1060122070024
Mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

- 国内软磁材料龙头企业，布局粉末冶金、SMC 和 MIM 三大新材料技术平台。公司起步于粉末冶金结构件，目前是国内唯一一家同时拥有粉末冶金、SMC（金属软磁粉芯）和 MIM（金属注射成型产品）业务的企业，在下游光伏、新能源汽车等行业的高景气度下，公司有望充分发挥规模和业务协同优势，步入发展快车道。
- 软磁粉芯驱动业绩增长，产能规划超 10 万吨。金属软磁材料性能优异，广泛应用于光伏、新能源汽车及变频空调等领域。受终端行业高速增长带动，全球金属软磁粉芯需求增长空间打开。公司为国内软磁粉芯头部企业，2022 年全球市占率达 16%，2023 年上半年金属软磁粉芯实现营收 4.88 亿元，同比增长 17.8%。现有产能基础上，山西磁电建设年产 6 万吨软磁材料产业基地项目积极推进，预计未来软磁粉芯产能超 10 万吨，国内头部软磁企业地位进一步夯实。2022 年公司收购德清鑫晨，加大粉材自供比例，补齐产业链上游布局，毛利率提升空间打开。
- 消费电子有望加速回暖，MIM 板块盈利能力预计持续提升。公司自 2020 年收购东莞华晶及上海富驰以来，MIM 板块布局加速完善。下半年消费电子景气度有望加速回暖，公司作为华为折叠屏手机铰链核心供应商，MIM 板块业务有望充分受益。随着终端景气回暖叠加公司产品力提升，MIM 业务盈利能力有望持续提升。
- 粉末冶金技术发展成熟，龙头地位稳固。2021 年全球粉末冶金市场规模 267 亿美元，预计 2027 年有望增长至 340 亿美元，CAGR 为 4.1%。公司粉末冶金业务实现多基地运作，在供客户覆盖全球一线汽车零部件公司，出口产品以中高端粉末冶金汽车零件为主。“品牌+成本”优势有助于公司拓宽国际市场，提升产品毛利率。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3591	3726	4297	5351	6297
YOY(%)	9.4	3.8	15.3	24.5	17.7
归母净利润(百万元)	26	156	196	313	427
YOY(%)	-70.5	503.2	25.9	59.7	36.3
毛利率(%)	22.0	22.0	23.9	25.0	26.2
净利率(%)	0.7	4.2	4.6	5.9	6.8
ROE(%)	1.0	6.2	7.7	12.2	16.3
EPS(摊薄/元)	0.04	0.25	0.32	0.51	0.69
P/E(倍)	345.7	57.3	45.5	28.5	20.9
P/B(倍)	3.5	3.6	3.5	3.5	3.4

■ 盈利预测与投资建议：

长期来看，新能源板块高景气度持续下，软磁粉芯需求增速预计维持较高水平。消费电子拐点渐进叠加折叠屏手机渗透率提升，公司 MIM 业务增长空间打开。各终端需求提振下，公司各板块业务业绩弹性有望充分释放。公司层面来看，随着产品技术升级及产业链布局深入，三大主营业务协同优势将进一步凸显，技术、生产及客户多要素齐驱，公司市场竞争力及产品毛利率有望进一步提升。随着软磁扩产产能陆续释放，公司市场份额加速提升，软磁粉芯业务预计将作为核心驱动板块带动公司业绩增长。预计公司 2023-2025 年营业收入为 42.97、53.51、62.97 亿元，归母净利润为 1.96、3.13、4.27 亿元。对应 PE 为 45.5、28.5、20.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

1、公司项目进度不及预期。若公司在建软磁产能进度大幅不及预期，则或将导致软磁业务增长不及预期。2、下游需求不及预期。若新能源汽车、变频空调、消费电子等终端领域需求增速放缓，则公司粉末冶金以及金属注射成型等产品销量或受到较大影响。3、同业产能加速释放风险。若软磁等同行业公司出现产能迅速扩张情况，则一定程度上可能造成竞争加剧，软磁产品产能过剩的风险，或对公司竞争力带来较大影响。

正文目录

一、 三大业务齐头并进的软磁龙头.....6

1.1 历史复盘：深耕粉末冶金行业，收购扩张业务版图 6

1.2 业务布局：三大业务齐头并进，合金软磁持续高增 7

1.3 财务分析：净利润大幅增长，费用率逐步改善 8

1.4 竞争优势：三核驱动同力协契，打造平台型企业..... 8

二、下游景气持续，SMC 板块业绩高速增长.....9

2.1 需求端：光储车快速增长，软磁合金需求向好 10

2.2 行业供给：国产替代进行时，公司头部地位巩固..... 16

2.3 公司优势：技术与产能齐头并进 18

三、打造 MIM+技术平台，三大基地推动盈利提升.....20

3.1 MIM 终端应用广泛，市场规模有望扩大 20

3.2 迈入全球 MIM 行业第一梯队，利润逐步释放 21

四、稳居粉末冶金龙头地位，汽车零部件销售保持增长.....23

4.1 技术发展成熟，汽车应用占据主要地位 23

4.2 公司深耕传统主业，产品线持续拓展 25

五、盈利预测与投资建议.....26

5.1 基本假设 26

5.2 投资建议 27

六、风险提示27

图表目录

图表 1 公司发展历程 6

图表 2 股权结构图..... 7

图表 3 SMC 营收占比逐步提升..... 7

图表 4 营收结构持续优化..... 7

图表 5 公司营业收入及增速 8

图表 6 公司归母净利润及增速 8

图表 7 公司三大板块业务毛利率..... 8

图表 8 公司三费维持在较低水平..... 8

图表 9 磁性材料分类 9

图表 10 软磁复合材料结构示意图 10

图表 11 软磁材料优缺点对比 10

图表 12	磁性高频电感元件下游应用广泛	10
图表 13	2020-2025 年全球软磁材料需求增速较快	10
图表 14	金属磁粉芯在光伏逆变器的主要应用场合	11
图表 15	电感元件在光伏逆变器中的应用	11
图表 16	组串式逆变器占比逐年提升	11
图表 17	全球及中国光伏新增装机预测	11
图表 18	常见的单相光伏储能逆变器系统架构	12
图表 19	全球光储领域金属磁粉芯需求测算	12
图表 20	软磁粉芯在新能源汽车及充电桩领域的应用	13
图表 21	新能源汽车渗透率逐年提升	13
图表 22	23H1 纯电动汽车销量占比 73%	13
图表 23	中国新能源汽车充电桩新增	14
图表 24	全球公共充电桩新增预测	14
图表 25	全球新能源汽车金属磁粉芯需求测算	14
图表 26	全球新能源汽车充电桩金属磁粉芯需求测算	14
图表 27	公司铁硅铝磁粉芯和 PFC 电感元件	15
图表 28	我国家用变频空调渗透率快速增长	15
图表 29	变频空调领域金属磁粉芯需求测算	15
图表 30	UPS 电源工作原理	16
图表 31	UPS 市场规模伴随大数据需求逐年增加	16
图表 32	UPS 领域金属磁粉芯市场规模测算	16
图表 33	2020 年公司全球市占率约 10%	17
图表 34	2022 年公司全球市占率上升至 16%	17
图表 35	金属软磁粉芯行业相关公司产能情况	17
图表 36	公司销售费用率在同行业中较低	18
图表 37	公司 SMC 业务毛利率仍有上升空间	18
图表 38	公司 SMC 业务板块布局历程	18
图表 39	公司金属软磁粉芯制造流程	19
图表 40	公司金属磁粉芯一般性能对比	19
图表 41	2020 年起 SMC 板块加速放量	20
图表 42	23H1 公司 SMC 板块营收同比增长 17.8%	20
图表 43	MIM 工艺流程	20
图表 44	MIM 工艺特点	21
图表 45	MIM 优势	21
图表 46	MIM 下游应用以消费电子为主	21
图表 47	2021-2027 全球折叠屏智能手机出货量及市场份额	21

图表 48	公司消费电子领域 MIM 产品图例	22
图表 49	2022 年中国折叠屏手机市场份额	22
图表 50	公司折叠屏转轴专利技术图	22
图表 51	公司 MIM 板块营收情况	23
图表 52	上海富驰 2022 年扭亏为盈	23
图表 53	粉末冶金技术特点	23
图表 54	粉末冶金材料利用率更高、能耗更低	23
图表 55	全球粉末冶金市场规模	24
图表 56	中国粉末冶金市场规模及同比增速	24
图表 57	2020 年粉末冶金产品下游应用	24
图表 58	2016-2022 年全球和中国汽车产销量	24
图表 59	粉末冶金汽车应用市场需求测算	24
图表 60	2020 年公司粉末冶金产品市占率超 25%	25
图表 61	公司 2018-2022 年粉末冶金产品产销量	25
图表 62	2023 年公司粉末冶金板块营收有望改善	25
图表 63	2022 年汽车零件收入同比增长 7.62%	25
图表 64	23H1 海外营收占公司总营收 15.1%	26
图表 65	公司海外业务毛利率高于国内业务	26
图表 66	公司各板块业务预测	27

一、三大业务齐头并进的软磁龙头

1.1 历史复盘：深耕粉末冶金行业，收购扩张业务版图

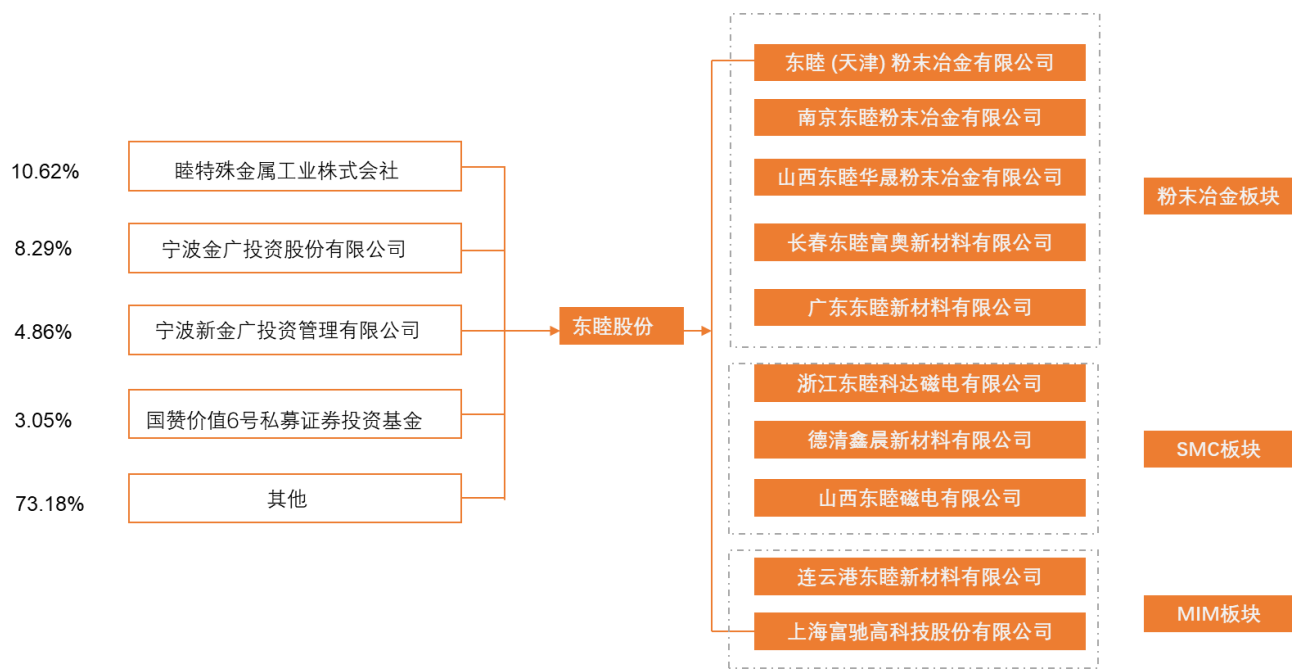
东睦新材料集团股份有限公司成立于 1994 年，前身为国营企业宁波粉末冶金厂，2004 年于上交所上市。公司成立之初即专注于粉末冶金铁基结构件（粉末冶金）的生产，经过多年发展，2014 年公司收购浙江东睦科达磁电有限公司，进入软磁复合材料（SMC）高端市场，2019 年和 2020 年分别收购东莞华晶粉末冶金有限公司和上海富驰高科技有限公司，切入金属注射成型（MIM）板块并成为技术和规模第一梯队玩家。目前，公司是国内唯一一家融合粉末冶金、SMC 和 MIM 三大粉末冶金主流技术的生产企业，公司处于粉末冶金板块龙头地位。2023 年 7 月，浙江东睦科达磁电有限公司成功入选国家级专精特新“小巨人”企业。

图表1 公司发展历程				
~1994年	1995-2004年	2005-2014年	2015-2016年	2019年至今
• 储备经验及资源：公司前身是1958年成立的国营企业宁波粉末冶金厂 • 引入外资，公司成立：1994年与睦特殊金属工业株式会社合资，成立宁波东睦粉末冶金有限公司	• 2002年公司荣获“国家重点高新技术企业”称号 • 2004年于上交所成功上市：募投资金新增12000吨粉末冶金产品产能	• 新产品不断开发，募投项目扩大产能：2014年募资6亿元投资年产7000吨汽车关键零件粉末冶金生产线项目、年产5000吨节能家电和汽车零件生产线技改项目 • 2014年切入SMC领域：收购浙江东睦科达磁电有限公司60%股权，成为SMC行业头部企业	• 汽车零部件销售快速增长，加码主业投资：募资6亿元投资年新增12000吨汽车动力系统及新能源产业粉末冶金新材料技改项目	• 2019年切入MIM领域，三大业务布局完成：收购东莞华晶和上海富驰，成为MIM行业头部企业 • 2022年SMC板块放量，公司延伸产业链：收购东睦科达剩余40%股权和德清鑫晨新材料有限公司 • 2023年获批国家级专精特新“小巨人”企业

资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

截至 23Q3，公司前十大股东合计持有 36.64%的股权；其中，睦特殊金属工业株式会社直接持有 10.62%，为公司第一大股东。目前公司主要全资及控股子公司 10 家，业务覆盖粉末冶金、SMC 和 MIM 三大板块。公司多基地运作，以宁波总部为经营管理决策中心和粉末冶金业务的研发中心和高端产品生产基地；以上海富驰为 MIM 业务的研发中心和高附加值产品生产基地；以东睦科达和山西磁电为 SMC 业务的研发中心和主要产品生产基地，实现公司粉末冶金、MIM 和 SMC 在产业平台上的融合，形成基地互补关系，有利于公司业务辐射全国，快速响应客户需求。

图表2 股权结构图



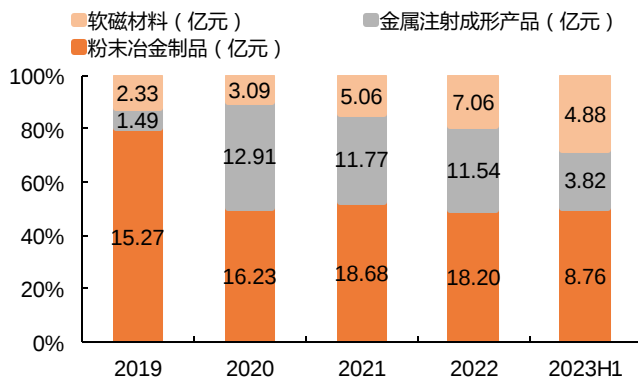
资料来源：iFind，公司公告，平安证券研究所

1.2 业务布局：三大业务齐头并进，合金软磁持续高增

公司所属行业主要为粉末冶金行业，多年来深耕粉末冶金业务，并在主业领先的基础上拓展软磁材料和金属注射成形业务，目前已确立“以粉末压制成形粉末冶金、软磁复合材料 SMC 和金属注射成形 MIM 三大新材料技术平台为基石，致力于为新能源和高端制造提供最优新材料解决方案及增值服务”的发展战略。在三大板块中，公司稳居粉末冶金行业龙头，MIM 和 SMC 业务均位于第一梯队，产品下游覆盖消费电子行业、汽车行业、光伏、储能、智能家电、5G 通讯、医疗器械等多个领域。

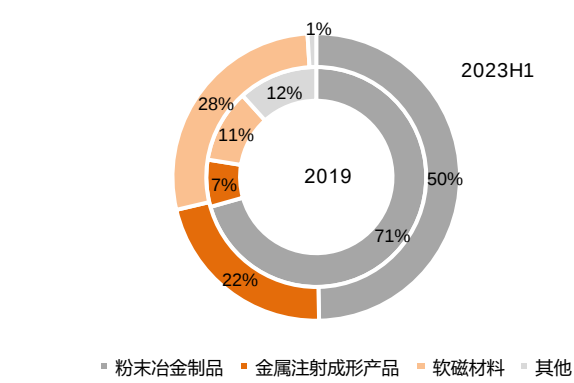
SMC 为推动公司营业收入增长的关键因素。2019 年受下游市场低迷影响，公司粉末冶金业务增长受限，与此同时 SMC 业务开始放量，2020 年 SMC 板块营收和毛利分别同比增长 32.6%/36.6%，业绩亮眼。公司积极调整业务结构，将 SMC 确定为最优先发展板块，近年来盈利贡献稳步增长。2023H1，公司 SMC 实现收入 4.88 亿元，占总营收 27.7%，伴随公司收入结构进一步优化和 SMC 板块产能释放，盈利有望持续增长。

图表3 SMC 营收占比逐步提升



资料来源：iFind，平安证券研究所

图表4 营收结构持续优化



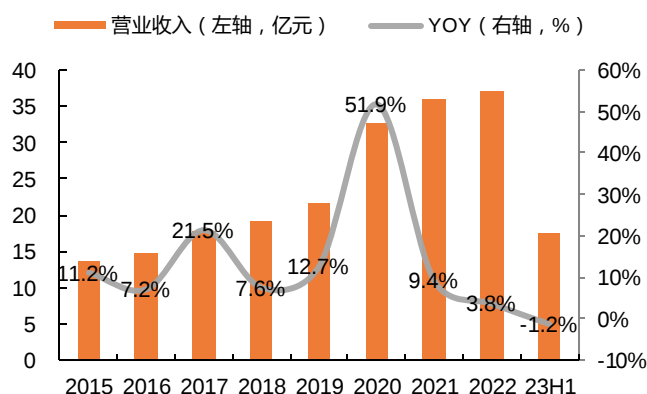
资料来源：iFind，平安证券研究所

1.3 财务分析：净利润大幅增长，费用率逐步改善

1.3.1 收入结构优化，业绩有望迎来底部反转

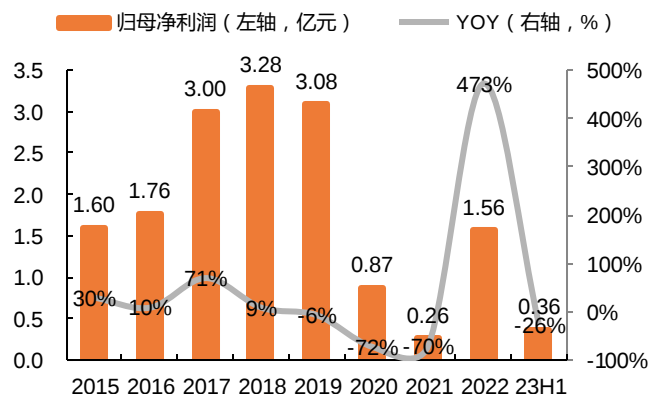
伴随公司业务扩张和收入结构优化，2015-2022 年，公司营业收入由 13.69 亿元提升至 37.26 亿元，复合增速达 15.4%。2020-2021 年计提商誉减值拖累公司归母净利润，2022 年公司归母净利润同比增长 472.7%。受下游需求影响，2023H1 归母净利润 3567 万元，同比下降 25.8%，随着消费电子等 MIM 业务下游景气度逐步回暖，预计公司业绩有望重回增长。

图表5 公司营业收入及增速



资料来源：iFind，平安证券研究所

图表6 公司归母净利润及增速

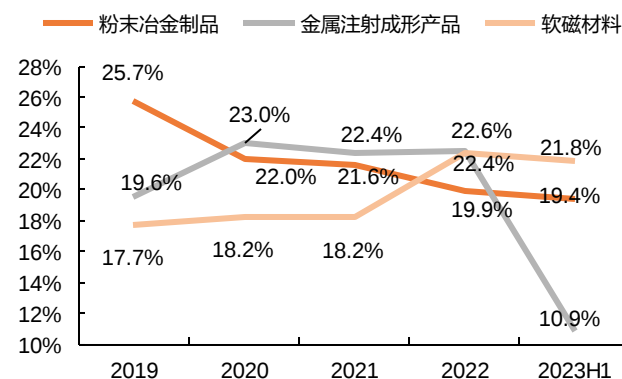


资料来源：iFind，平安证券研究所

1.3.2 23H1MIM 毛利率承压下滑，期间费用率总体相对稳定

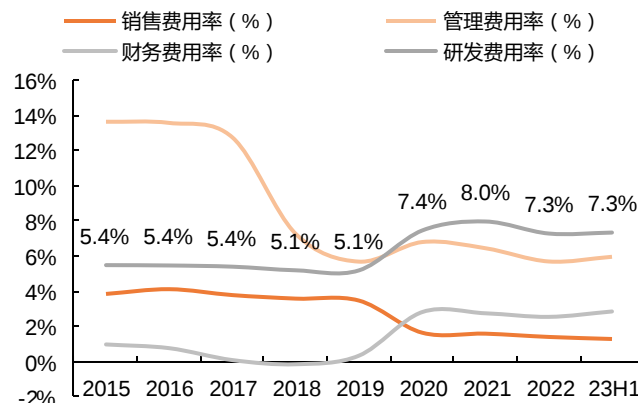
2015-2019 年，公司综合毛利率维持在 30% 以上；2022 年 SMC 板块放量，毛利率显著提升；2023 年上半年消费电子需求承压，公司 MIM 业务毛利率出现较大幅度下滑。得益于多年生产经验和技術积累，公司具有较高的生产管理能力和降本增效持续推进，管理费用率逐年降低。此外，公司发挥多基地协同优势，扩大下游新能源以及新材料等高端制造应用领域覆盖，客户资源丰富，销售费用进一步降低。在研发支出方面，公司加大研发投入，近三年研发费用率均维持在 7% 以上。

图表7 公司三大板块业务毛利率



资料来源：iFind，平安证券研究所

图表8 公司三费维持在较低水平



资料来源：iFind，平安证券研究所

1.4 竞争优势：三核驱动同力协契，打造平台型企业

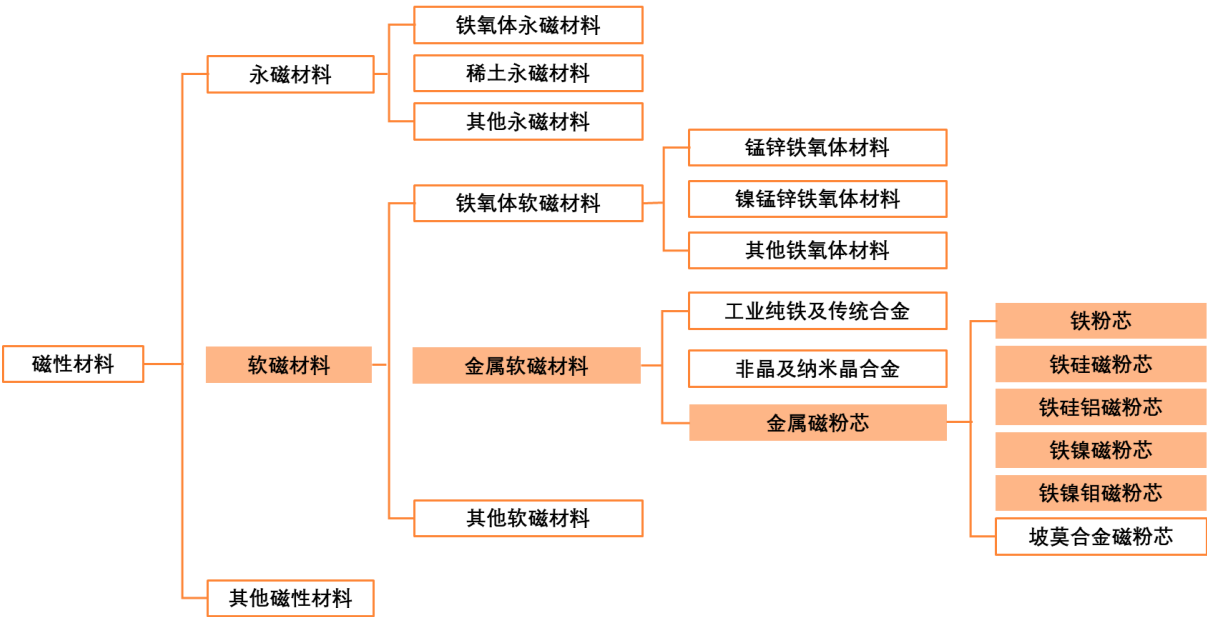
三大业务布局发挥协同优势。目前粉末冶金主流技术方向为粉末冶金，已实现快速增长的技术方向为 MIM，正在快速发展

的技术方向为 SMC。三大业务平台协同优势显著：**1）技术协同**：在传统粉末冶金积累深厚的基础上，公司持续开发先进工艺技术，有助于提升产品复杂度，扩大应用领域，拓展粉末冶金市场空间。**2）客户协同**：多技术多产品有助于公司不同平台之间共享客户资源，提升产品渗透率。**3）生产协同**：软磁粉芯由绝缘介质包覆的磁粉压制成形，与粉末冶金工艺有相通之处，部分产线可共用，同时公司自主设计和引进顶级设备技术，建设数字化智能工厂，并向子公司复制输出，提高生产效率。公司打通技术研发、生产及制品解决方案全环节，在满足产品性能要求的同时兼具性价比，进一步提高市场竞争力。

二、下游景气持续，SMC 板块业绩高速增长

金属软磁粉芯是一种性能优异的软磁材料。软磁材料是具有低矫顽力（一般小于 0.8kA/m）和高磁导率的磁性材料，主要包括铁氧体软磁材料、金属软磁材料等，其中金属软磁粉芯兼具高饱和磁感应器强度及低损耗特性，在目前软磁材料中综合性能最优，其主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输，广泛用于各种电能变换设备中。公司生产的金属软磁粉芯按照其合金成分的不同，主要有铁硅铝磁粉芯（Sendust Cores）、硅铁磁粉芯（Si-Fe Cores）、铁硅镍磁粉芯（Neu Flux Cores）、高磁通铁镍磁粉芯（High Flux Cores）、铁镍钼磁粉芯（MPP Cores）以及铁粉芯等，广泛应用于新能源电感、高效电机、智能家电电感等领域。

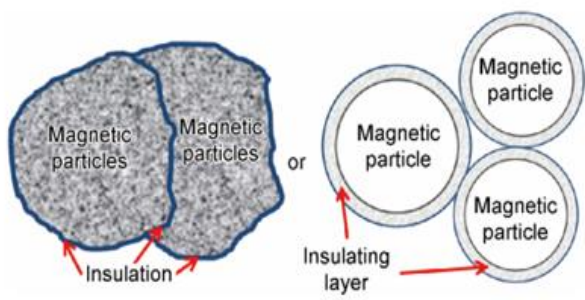
图表9 磁性材料分类



资料来源：铂科新材招股说明书，平安证券研究所，注：橙色框代表公司产品

软磁复合材料多以核壳结构居多，其中核的成分主要是金属合金，壳成分既有磁性也有非磁性，复合结构既保留了金属软磁的高磁通密度优势又增加了粉芯整体电阻率，减少涡流损耗，可适用于高功率和中高频应用场景。此外，金属合金软磁粉芯具有分布式气隙、噪音低、温度特性良好损耗小、直流偏置特性佳等特点，磁饱和密度（Bs）在 0.8-1.6T 之间，而铁氧体在 0.3-0.5T 之间，同时相比非晶纳米晶具有较高电阻，制作的器件体积可以更小，因此适用于各类电感元件，满足电能变换设备高效率、高功率密度、高频化的要求，具有更高效率、小体积、低噪音等特点，适用于光伏、新能源汽车及充电桩、UPS、变频空调等电力电子领域。

图表10 软磁复合材料结构示意图



资料来源：苏伯平《电机用软磁复合粉芯》，平安证券研究所

图表11 软磁材料优缺点对比

种类	优点	缺点
金属软磁材料	低成本、高导磁率、高饱和磁化强度	低电阻、低工作频率、高频涡流损耗大
软磁铁氧体	高导磁率、高电阻、高工作频率	低饱和磁化强度
非晶与纳米晶	低矫顽力、高导磁率、高功率密度、高强度硬度、耐腐蚀	高成本、工艺复杂、热稳定性差

资料来源：苏伯平《电机用软磁复合粉芯》，平安证券研究所

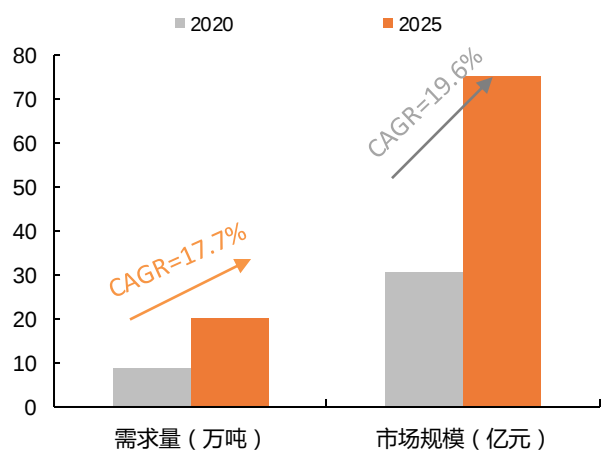
优异的性能和下游高景气打开金属软磁粉芯需求空间。由于金属磁粉芯可以满足电力电子器件小型化、高功率密度、高频化、集成化的要求，多被制成功率因数校正（PFC）电感、输出滤波电感、谐振电感等，主要应用于光伏、储能、新能源汽车及充电桩、电源、5G 通信、变频空调等领域。其中光伏、储能和新能源汽车及充电桩处于高速增长阶段。此外，大规模数据中心的建设拉动对 UPS（不间断电源）需求以及变频空调渗透率的持续提升都将带动软磁复合材料需求提升。根据 BCC Research 数据，2020-2025 年全球金属软磁粉芯总需求量有望从 8.9 万吨增长至 20.1 万吨，全球市场规模将从 30.7 亿元增至 75.2 亿元，CAGR 高达 19.6%。

图表12 磁性高频电感元件下游应用广泛



资料来源：铂科新材招股说明书，平安证券研究所

图表13 2020-2025 年全球软磁材料需求增速较快



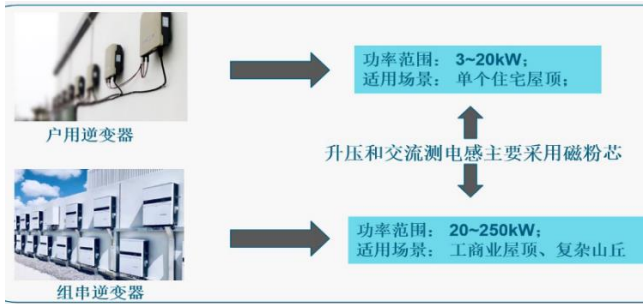
资料来源：BCC Research，平安证券研究所

2.1 需求端：光储车快速增长，软磁合金需求向好

2.1.1 光伏和储能高景气带动软磁业务高增长

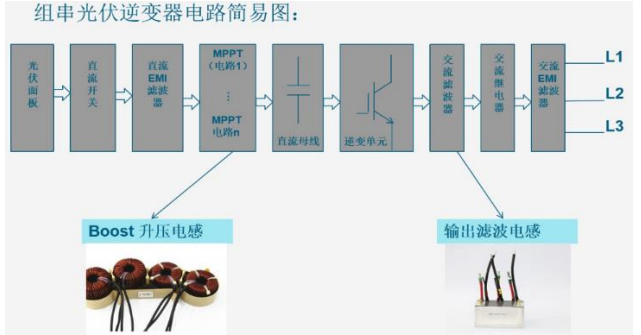
软磁材料广泛运用于光伏逆变器中的电磁元件。光伏逆变器是一种电源转换装置，主要功能是将太阳能电池板受太阳光照射时产生的直流电逆变成交流电送入电网，即光伏发电并网，其电磁元件主要包括 Boost 升压电感和交流输出滤波电感。Boost 升压电感负责将光伏电池板发出的不稳定的直流电升压转化成稳定的直流电压，交流输出滤波电感负责将稳定的直流电压通过逆变电路转换成 50Hz 正弦波交流电输入电网。

图表14 金属磁粉芯在光伏逆变器的主要应用场合



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表15 电感元件在光伏逆变器中的应用

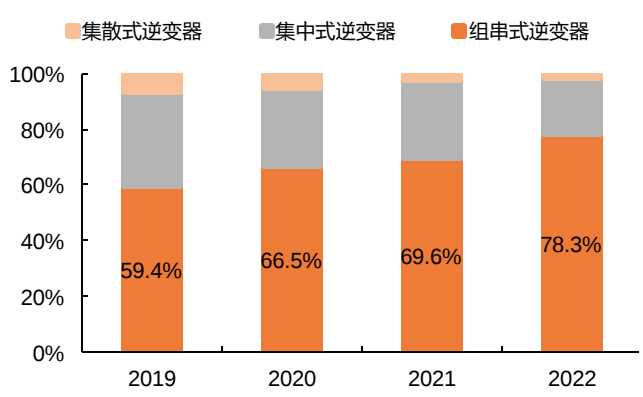


资料来源：公司官网，平安证券研究所

组串式逆变器渗透率提升带动高性能软磁材料需求快速增长。光伏逆变器主要以集中式和组串式为主，集中式逆变器所处环境为低频高功率，主要使用硅钢片电感，组串式逆变器环境相对高频高功率，硅钢片难以满足频率需求，因此主要使用金属磁粉芯电感。随着组串式逆变器占比提升并逐渐成为主流，金属磁粉芯在光伏逆变器中的市场占比将逐年提升。

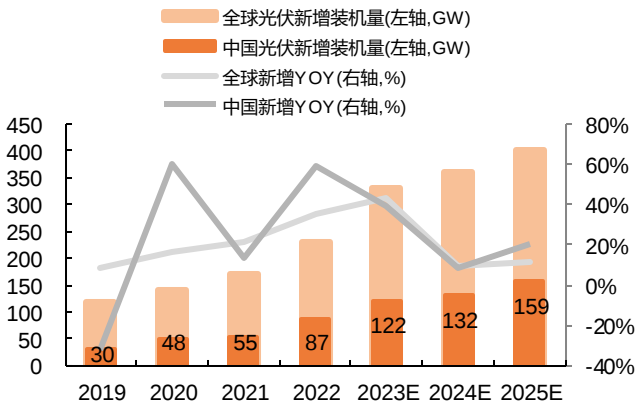
全球光伏行业进入快速发展阶段，中国贡献主要增量。发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识，光伏发电在越来越多的国家成为最有竞争力的电源形式，预计全球光伏市场将持续高速增长。根据 CPIA 数据，2022 年全球光伏新增装机达到 230GW，创历史新高，我国新增光伏装机 87.41GW，同比增加 59.3%，全球占比 38%。据铂科新材测算，单位千瓦装机容量平均所需软磁材料 0.38kg，预计 2023/2024/2025 年全球光伏领域对软磁粉芯需求量分别为 9.0/10.0/11.4 万吨，CAGR 为 12.3%。

图表16 组串式逆变器占比逐年提升



资料来源：CPIA，平安证券研究所

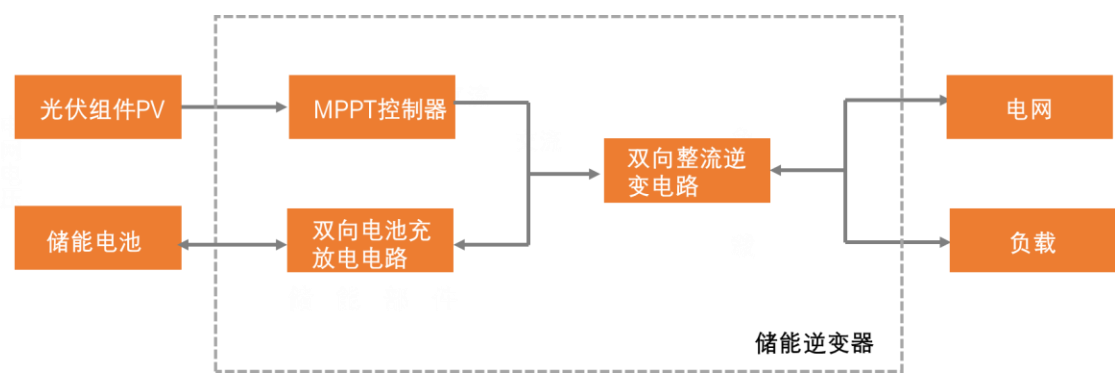
图表17 全球及中国光伏新增装机预测



资料来源：CPIA，平安证券研究所

储能产业高景气，提振金属软磁材料需求。“新能源+储能”是新型储能系统的主要应用场景，新能源发电占比提升加速刺激储能需求。储能逆变器是光伏储能系统的核心设备，可以控制储能电池组的充电和放电过程，在波谷储存电能，波峰输出电能，大幅削减了电网峰值发电量，增加电网容量，提高电网利用率。预计 2023/2024/2025 年全球储能领域对软磁粉芯需求量分别为 1.4/2.2/3.6 万吨。

图表18 常见的单相光伏储能逆变器系统架构



资料来源：鞠禹堰《10kw 单相光伏储能双向逆变器的控制研究与实现》，平安证券研究所

图表19 全球光储领域金属磁粉芯需求测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏新增装机量（GW）	170	230	330	360	400
组串式逆变器占比（%）	69.6%	70.9%	72.1%	73.4%	75.0%
单 GW 软磁粉芯需求（吨）	380	380	380	380	380
全球光伏领域软磁粉芯需求量（万吨）	4.5	6.2	9.0	10.0	11.4
全球储能新增装机量（GW）	12	17	56	90	143
单 GW 软磁粉芯需求（吨）	250	250	250	250	250
全球储能领域软磁粉芯需求量（万吨）	0.3	0.4	1.4	2.2	3.6

资料来源：CPIA、BNEF、CNESA，平安证券研究所

2.1.2 新能源汽车产量持续增长，充电桩需求释放

软磁材料在新能源汽车中应用广泛。在新能源汽车领域，随着汽车向电动化、智能化、自动驾驶的发展，车载电源和电子控制系统被越来越多的应用于新能源汽车领域。公司金属磁粉芯作为储能和滤波电感的核心材料，被广泛应用于新能源汽车车载充电机（OBC）、车载直流变换器（DC/DC）、混合动力电机控制系统、车载 48V 控制系统以及其他车载电源领域。此外，新能源汽车渗透率提升也带动了充电桩需求，在充电桩中，软磁材料主要用于高频 PFC 电感，起储能、滤波作用，800V 高压快充桩技术对 OBC、DC/DC 等部件提出更高要求，将进一步提升电感需求。

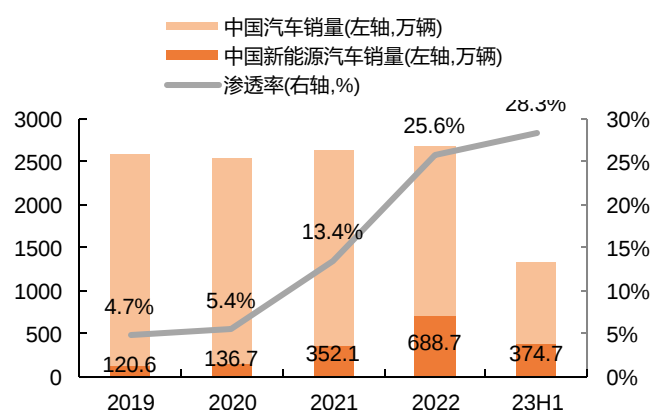
图表20 软磁粉芯在新能源汽车及充电桩领域的应用



资料来源：铂科新材公告，平安证券研究所

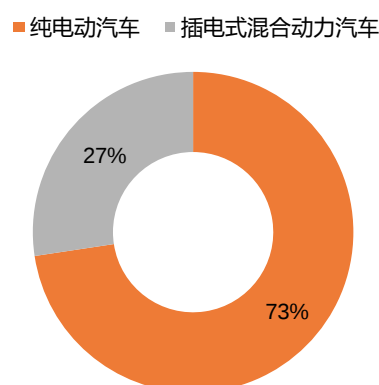
新能源汽车渗透率有望持续提高。2023 年 5 月，国家发改委和国家能源局联合出台新能源汽车下乡政策；2023 年 6 月，财政部等发布延续新能源汽车购置税减免公告，政策利好新能源汽车渗透率持续提高。据中国汽车工业协会数据，2023H1，新能源汽车产销分别完成 378.8 万辆和 374.7 万辆，同比分别增长 42.4%和 44.1%，新能源汽车销量渗透率提升至 28.3%。预计国内新能源汽车销量 CAGR 有望在 2022-2025 年实现 30%。

图表21 新能源汽车渗透率逐年提升



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

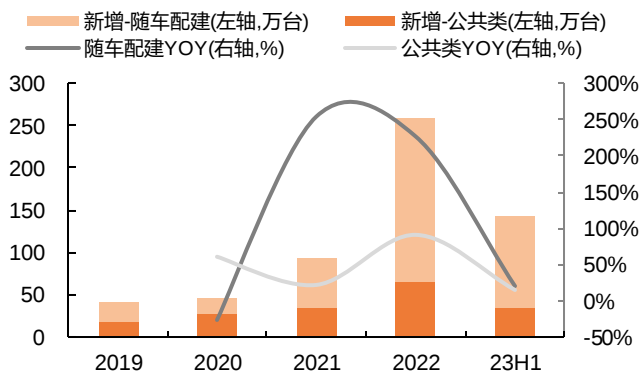
图表22 23H1 纯电动汽车销量占比 73%



资料来源：CPIA，平安证券研究所

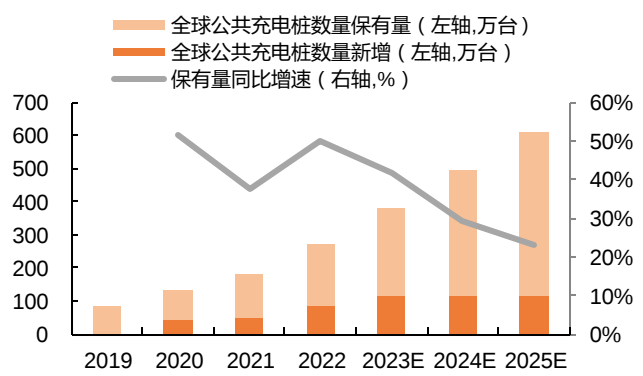
桩车增量比仍有较大上升空间。2022 年 1 月，国家发改委等明确提出到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求；2023 年 5 月，国家发改委和国家能源局发布《关于加快推进充电基础设施建设，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》，提出适度超前建设充电基础设施，优化新能源汽车购买使用环境，推动新能源汽车下乡。足够数量且便捷的充电桩保障新能源汽车行业健康发展。充电桩在输入、输出 EMI 滤波、PFC 电感、DC-DC 变换器、辅助电源等部分都会用到磁性元器件，从而带动金属软磁粉芯需求。2025 年充电桩领域需求有望达到 1.96 万吨。

图表23 中国新能源汽车充电桩新增



资料来源：中国汽车工业协会，平安证券研究所

图表24 全球公共充电桩新增预测



资料来源：IEA，平安证券研究所

新能源汽车产业高景气支撑金属软磁粉芯的终端需求增量。纯电动汽车电池容量大，在充电环节只包含 OBC，无需升压电感，单台车用软磁粉芯约为 0.7kg，随着向高压化（800V 以上）发展，单车金属软磁粉芯的用量有望逐步提升；插电式混合动力汽车在充电环节需要升压电感，对金属软磁粉芯的需求量较大。据横店东磁测算，每台充电桩依功率不同软磁用量约 0.5-2kg，随着快充、超充充电桩渗透率逐步提升，软磁粉芯用量有望持续增长。随着新能源汽车及充电桩数量增长，2025 年我国新能源汽车系统合计对软磁粉芯的需求将达到 6.62 万吨。

图表25 全球新能源汽车金属磁粉芯需求测算

	2022	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量（万辆）	1007	1550	2013	2516
纯电销量（万辆）	723	1113	1445	1806
混动销量（万辆）	284	437	568	709
纯电软磁粉芯单耗（kg/辆）	0.7	1	1.3	1.6
混动软磁粉芯单耗（kg/辆）	2.5	2.5	2.5	2.5
磁粉芯需求量（万吨）	1.22	2.21	3.30	4.66

资料来源：中国汽车工业协会，中国充电联盟，iiMedia Research，平安证券研究所

图表26 全球新能源汽车充电桩金属磁粉芯需求测算

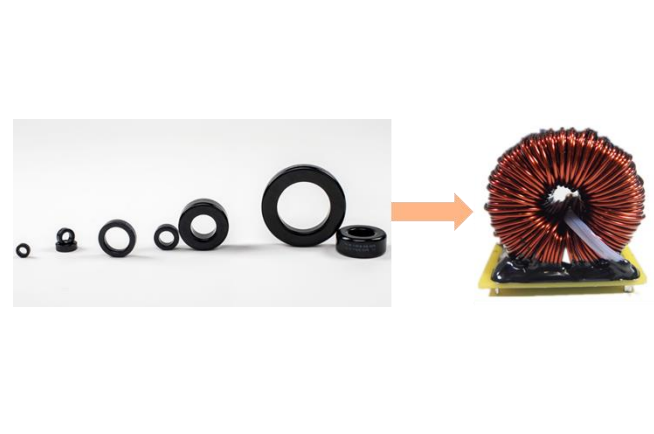
	2022	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车保有量（万辆）	2600	3818	5364	7249
车桩比	0.33	0.43	0.45	0.50
充电桩数量新增（万台）	538	784	772	1211
单台充电桩软磁粉芯需求（kg/台）	1.5	1.55	2.35	2.95
直流占比	42.0%	45.0%	50.0%	55.0%
充电桩磁粉芯需求量（万吨）	0.34	0.55	0.91	1.96

资料来源：中国汽车工业协会，中国充电联盟，iiMedia Research，平安证券研究所

2.1.3 变频空调需求为金属软磁粉芯提供稳定增量

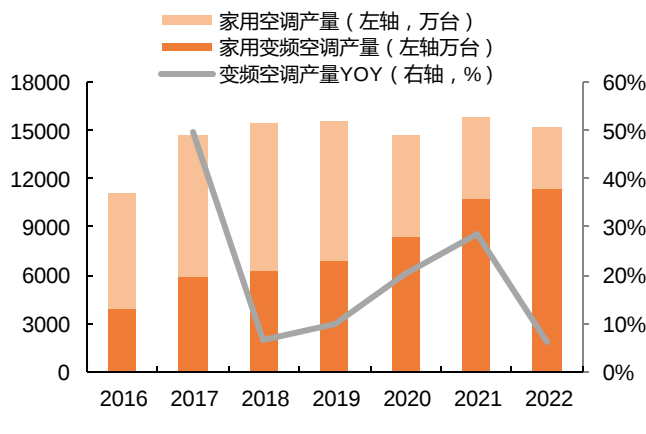
在国家大力鼓励发展节能环保家电的背景下，变频空调渗透率增长迅速。变频空调与传统定频空调相比，采用逆变器将交流电转换为直流电，再将直流电转换为不同频率的交流电，从而控制压缩机电机的转速。2020 年 7 月起我国开始实施 GB21445-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》标准，推动空调新能效加速产品迭代和产业高质量发展。据产业在线数据，2021 年我国家用变频空调渗透率已达 67.7%，相比 2019 年增长 52.4%，同时我国空调产量在全球占比超过 80%，是全球空调主要生产和出口国家，贡献主要增量。公司金属磁粉芯产品用于变频空调开关电源 PFC 电感和储能电感中。单台变频空调软磁粉芯需求量约 0.25kg，预计 2025 年全球家用变频空调磁粉芯需求量可达 5.69 万吨，我国家用变频空调磁粉芯需求量可达 4.67 万吨。

图表27 公司铁硅铝磁粉芯和 PFC 电感元件



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表28 我国家用变频空调渗透率快速增长



资料来源：产业在线，平安证券研究所

图表29 变频空调领域金属磁粉芯需求测算

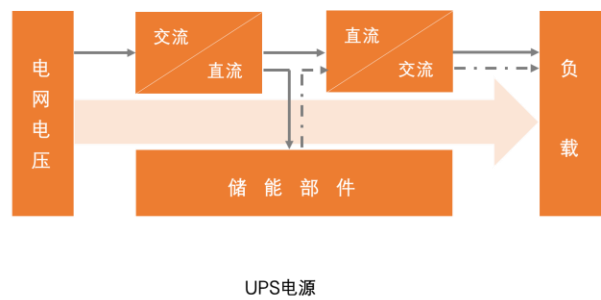
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球家用变频空调产量（万台）	13059	13886	17483	20035	22760
单台变频空调软磁粉芯需求（kg/台）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
全球家用变频空调磁粉芯需求量（万吨）	3.26	3.47	4.37	5.01	5.69
中国家用变频空调产量（万台）	10708	11387	14336	16429	18663
中国家用变频空调磁粉芯需求量（万吨）	2.68	2.85	3.58	4.11	4.67

资料来源：产业在线，Frost&Sullivan，平安证券研究所

2.1.4 大数据时代扩充 UPS 电源软磁粉芯需求

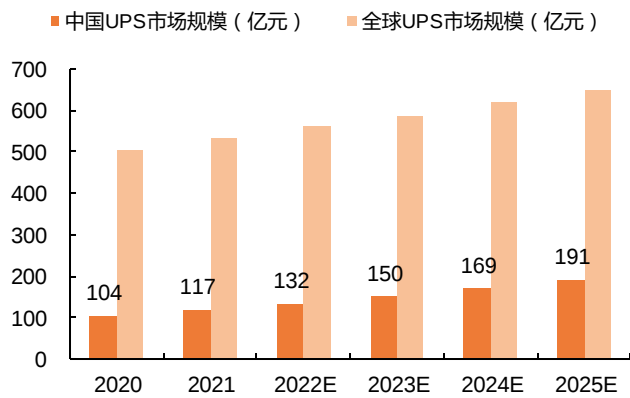
大数据产业催化，UPS 软磁粉芯需求提升。UPS 是将蓄电池与主机连接，通过主机逆变器等模块电路将直流电源转换为市政电源的系统设备，可以为单台计算机、数据中心等电子电力设备提供稳定、不间断的电源。近年来国家持续大力推动数据产业发展。软磁材料制成的 UPS 电应用于高频 UPS 电源中，UPS 的需求打开软磁粉芯增量。据中国电源协会数据，2022 年中国 UPS 市场规模达 131.9 亿元，预计 2025 年中国 UPS 市场规模有望达到 191 亿元，全球 UPS 市场规模将达到 649.6 亿元。

图表30 UPS 电源工作原理



资料来源：科士达招股说明书，平安证券研究所

图表31 UPS 市场规模伴随大数据需求逐年增加



资料来源：中国电源协会，QYResearch，平安证券研究所

图表32 UPS 领域金属磁粉芯市场规模测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球 UPS 市场规模（亿元）	534.41	561.13	589.19	618.65	649.58
软磁材料规模占比（%）	3%	3%	3%	3%	3%
全球 UPS 所需软磁材料规模（亿元）	16.03	16.83	17.68	18.56	19.49
软磁材料需求量（万吨）	4.86	5.10	5.36	5.62	5.91
中国 UPS 市场规模（亿元）	117	132	150	169	191
中国 UPS 所需软磁材料规模（亿元）	3.51	3.96	4.50	5.07	5.73

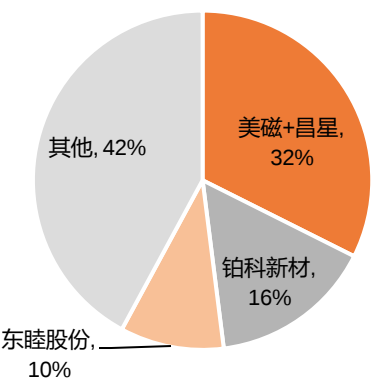
资料来源：中国电源协会，QYResearch，平安证券研究所

注：软磁材料单价按公司近 5 年的均价 3.3 万/吨测算

2.2 行业供给：国产替代进行时，公司头部地位巩固

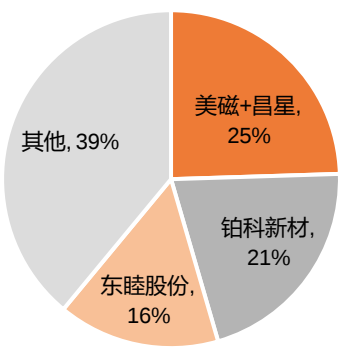
21 世纪以来我国金属磁粉芯得到快速发展。在下游新能源、汽车等需求助力下我国金属软磁粉芯生产规模和产品质量大幅提升，逐渐在全球金属软磁粉芯市场中占据重要地位，目前已成为世界磁性材料生产大国和产业中心，其中铁硅铝和超级铁硅铝合金粉芯已经完全实现国产替代，广泛应用于新能源光伏逆变器、UPS 电源、充电桩、高端家用电器等领域。据 QY Research 统计，2020 年全球金属软磁粉芯厂商中美国美磁和韩国昌星占比达 32%，东睦股份占比约 10%，2022 年美磁+昌星已下降至 25%，东睦股份市占率上升至 16%，与铂科新材合计市占率达 37%。在国家产业政策加持和技术研发水平持续突破双轮驱动下，我国企业市占率有望进一步提升。

图表33 2020 年公司全球市占率约 10%



资料来源：QYResearch，平安证券研究所

图表34 2022 年公司全球市占率上升至 16%



资料来源：QYResearch，平安证券研究所

差异化竞争明显，头部地位进一步巩固。目前，国内金属软磁材料企业主要有铂科新材、东睦股份、龙磁科技和横店东磁等，各公司主营业务和发展规划存在差异，随着公司山西基地建设和东睦科达厂房改建推进，公司头部地位将进一步巩固。公司以粉末冶金起家，在 SMC 领域关注光伏、新能源汽车、服务器电源等多个下游应用；铂科新材专注金属软磁粉芯，是国内金属软磁粉芯龙头，聚焦光伏磁材领域，布局芯片电感；龙磁科技聚焦永磁及电机部件，发展软磁及新能源电感器件；横店东磁布局磁性材料+器件，磁性材料包括预永磁、软磁、塑磁等多个产品线。

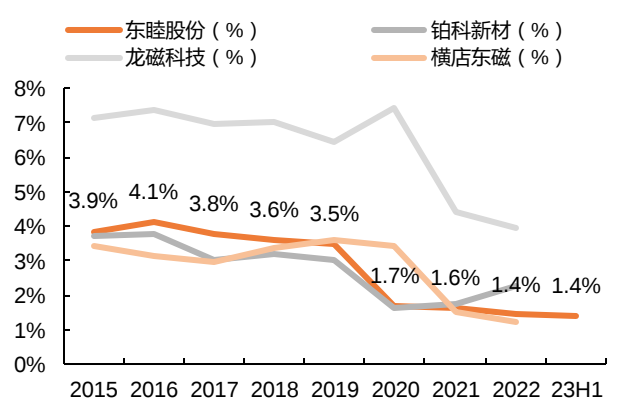
图表35 金属软磁粉芯行业相关公司产能情况

公司	2022 年底产能 (万吨)	规划产能(万吨)	预计投产时间	特点
东睦股份	4.6	10.6	-	粉末冶金起家，布局“SMC+MIM+粉末冶金”平台
铂科新材	3.1	5.1	2024	金属软磁粉芯龙头，布局磁材+芯片电感
龙磁科技	0.4	1	23H2	永磁铁氧体湿压磁瓦龙头，布局软磁粉料-磁粉芯-电感器件产业链
横店东磁	0.5	1	-	铁氧体磁性材料龙头，磁性材料产品主要包括预烧料、永磁、软磁、塑磁，布局“光伏+锂电”

资料来源：各公司公告，iFind，平安证券研究所，注：各公司产能统计截至 23H1

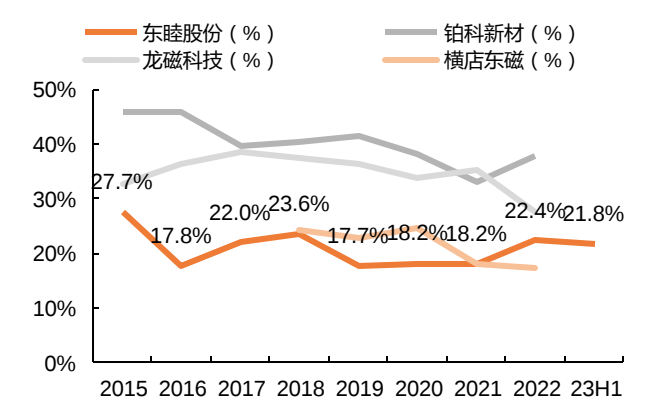
经营能力优化，毛利率有望加速提升。随着产销规模不断扩大，销售收入逐年提升，公司规模效应逐渐显现，销售费用率在同行业中处于较低水平。公司毛利率有望对标合金软磁龙头铂科新材；铂科新材多年来聚焦金属软磁产品，具备从粉体粉芯-电感全产业链的生产能力，毛利率更高；东睦股份在 2022 年并表德清鑫晨前原料主要依赖外购，随着未来原料自给率的不断提升，公司毛利率有望加速提升。

图表36 公司销售费用率在同行业中较低



资料来源：iFind，平安证券研究所

图表37 公司 SMC 业务毛利率仍有上升空间

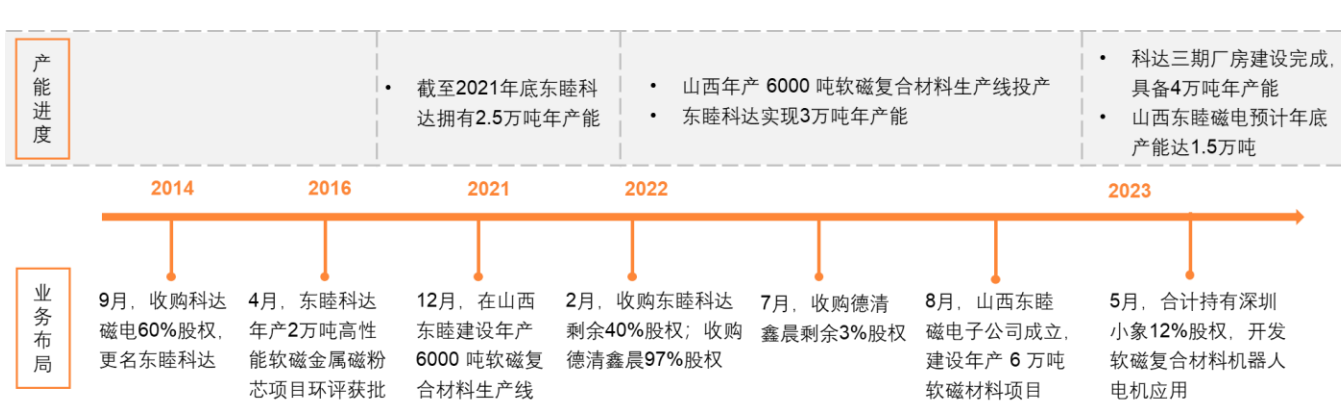


资料来源：iFind，平安证券研究所

2.3 公司优势：技术与产能齐头并进

向上整合原材料资源，实现粉体自供。2022 年 2 月，公司收购东睦科达剩余 40%股权并对其进行增资，东睦科达成为公司全资子公司，收购德清鑫晨新材料有限公司 97%股权；7 月收购德清鑫晨剩余 3%股权，德清鑫晨成为公司全资子公司。德清鑫晨成立于 2010 年，是从事铁硅、铁硅铝、铁镍等软磁合金粉末以及其它金属粉末国家级高新技术企业，雾化铁镍粉末的性能在行业内处于先进水平，也是东睦科达的重要供应商。德清鑫晨在二期改扩建计划完成后年产能达到 2.98 万吨，2023 年计划新增三条熔炼生产线，预计年产能可达 3.3 万吨，以匹配东睦科达的产能释放，推动公司在 SMC 板块的长期战略布局，增厚公司利润。

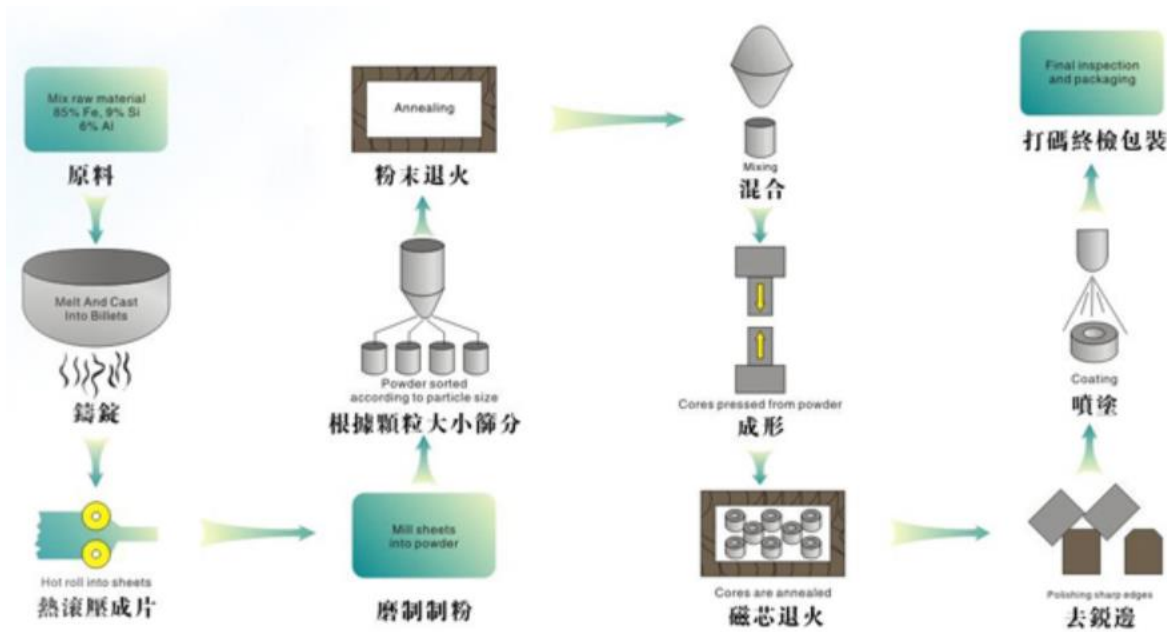
图表38 公司 SMC 业务板块布局历程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

金属磁粉芯产品系列齐全，性能优异。东睦科达在金属磁粉芯领域的科研水平处于行业领先地位，是国内最早开发出铁硅铝并量产的磁粉芯供应商，在铁镍、铁硅镍磁、特殊形状磁粉芯等多个细分领域处于国内领先地位。公司金属磁粉芯主要以铁硅铝，铁硅，铁硅镍，铁镍以及纳米复合磁粉芯系列高端产品为主。其中，雾化铁硅铝产品销量占比较高，公司研发二代超级铁硅铝磁粉芯，使用场景更广泛，进一步降低损耗；公司“拳头产品”铁镍系列产品在全球占据主要地位，曾获国家技术发明二等奖，主要应用于服务器电源、钛金级开关电源，并成功开发出二代低损耗铁镍磁粉芯，具有比普通铁镍磁粉芯更低的损耗和更高的直流偏置能力，可明显提高服务器电源效率。

图表39 公司金属软磁粉芯制造流程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

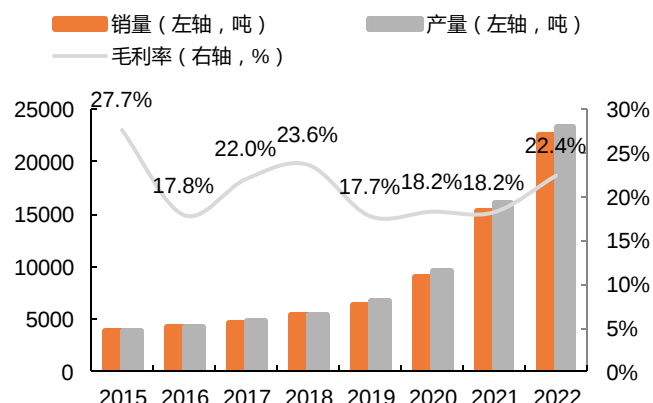
图表40 公司金属磁粉芯一般性能对比

产品	磁芯损耗	直流偏置能力	频率范围	居里温度	磁通密度	温度稳定性
二代低损耗铁镍磁粉芯	低	优	1MHz	600℃	15000G	优
二代超级铁硅铝磁粉芯	低	良好	1MHz	500℃	12000G	优
超级铁硅铝磁粉芯	低	良好	2MHz	650℃	12000G	较良好
铁硅铝磁粉芯	低	较良好	2MHz	600℃	10500G	较良好
铁硅镍磁粉芯	低	优	2MHz	650℃	16000G	良好
高磁通铁镍磁粉芯	低	优	1MHz	500℃	15000G	优
铁镍铝磁粉芯	最低	较良好	1MHz	400℃	7500G	优
纳米复合磁粉芯	最低	较良好	1MHz	550℃	13000G	良好
硅铁磁粉芯	中	优	1MHz	700℃	16000G	优
铁粉芯	高	较良好	2MHz	750℃	12000G	较良好

资料来源：公司官网，平安证券研究所

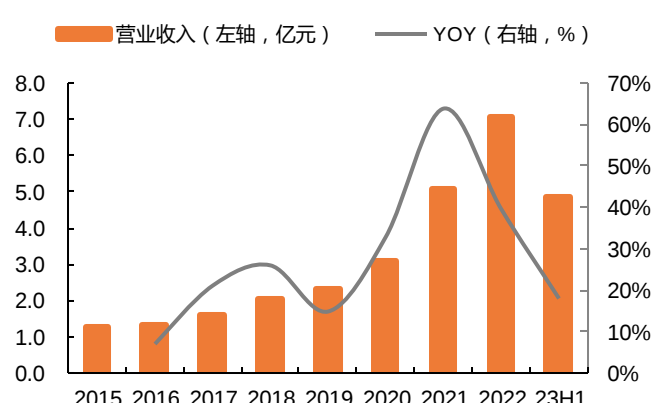
产能建设加速推进，SMC 板块成长性凸显。2020 年，公司拟增加光伏和家电领域的 SMC 产能，提升对 5G 通信等领域的供给保障，SMC 板块加速放量。截至 23H1，公司现有产能 4.6 万吨，山西东睦磁电一号厂房已试投产。2023 年上半年，公司 SMC 板块实现收入 4.88 亿元，同比增长 17.8%。2021 和 2022 年分别实现销量 1.54 万吨和 2.25 万吨，同比增长 69.3%和 46.3%，成为公司重要的利润增长点。伴随公司产能释放，SMC 板块营收和盈利能力有望持续增长。

图表41 2020年起 SMC 板块加速放量



资料来源: iFind, 平安证券研究所

图表42 23H1 公司 SMC 板块营收同比增长 17.8%



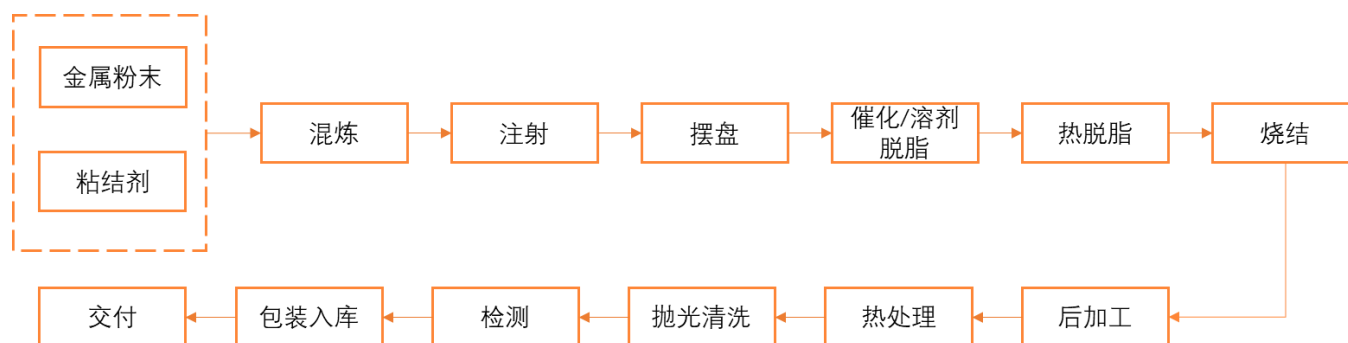
资料来源: iFind, 平安证券研究所

三、打造 MIM+技术平台，三大基地推动盈利提升

3.1 MIM 终端应用广泛，市场规模有望扩大

MIM 技术优势得天独厚，适合小型精密高性能零件。MIM（金属注射成形）特指由金属粉体与有机粘结剂混炼、造粒，并在加热塑化状态下用注射成形机注入模腔内进行固化成形，再经脱除粘结剂并烧结后获得的制品或材料。MIM 技术结合了粉末冶金与塑料注射成形两大技术的优点，突破了传统金属粉末模压成形工艺在产品形状上的限制，同时利用了塑料注射成形技术能大批量、高效率成形具有复杂形状的零件的特点，成为现代制造高质量精密零件的一项近净成形技术。相较于传统金属成型技术（如粉末冶金、精密铸造、机加工），MIM 产品复杂程度更高、材质范围更广、尺寸精度更高，在形状复杂程度和材料性能要求高的特定应用快速推广。

图表43 MIM 工艺流程



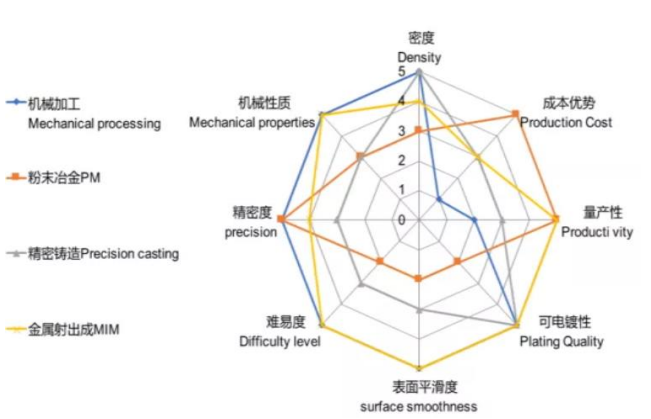
资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

图表44 MIM 工艺特点

	MIM	粉末冶金	精密铸造	机加工
相对密度	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：公司官网，平安证券研究所

图表45 MIM 优势

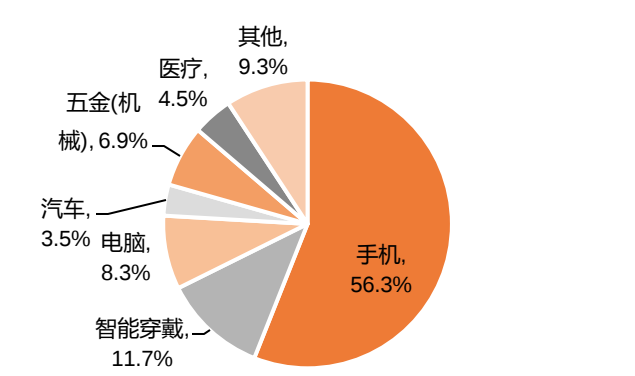


资料来源：统联精密官网，平安证券研究所

消费电子是 MIM 零件的主要应用领域，折叠屏市场前景广阔。据粉末冶金产业技术创新战略联盟 2020 年统计，手机、智能穿戴、电脑等下游应用占比合计已超过 3/4。2019 年以来，随着折叠屏手机的兴起，手机转轴零件的耐磨性、高强度、轻量化要求越来越高，复杂的折叠铰链结构为 MIM 产业带来新的市场机会。

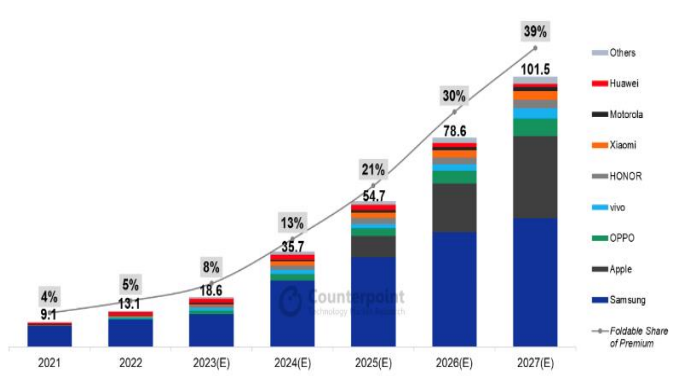
价格下探叠加产品优化，折叠屏有望加速放量。三星 Galaxy Fold 推出时价格在 15000 元以上，目前折叠屏手机价格已下探至千元级别，OPPO 在 2021 年发布的 Find N 系列折叠屏手机价格已降至 7000-9000 元区间内，价格下沉有望进入放量阶段，带动折叠手机渗透率上升。据 Counterpoint Research 最新报告预测，2027 年全球折叠屏智能手机出货量有望超 1 亿部，中国从 2022 年开始成为全球最大的折叠屏手机市场，也将是未来需求增长的主力地区，叠加消费者购买折叠屏手机的意愿不断增强，折叠屏智能手机出货量有望保持强劲增长。

图表46 MIM 下游应用以消费电子为主



资料来源：CPMA，平安证券研究所

图表47 2021-2027 全球折叠屏智能手机出货量及市场份额



资料来源：Counterpointresearch，平安证券研究所

3.2 迈入全球 MIM 行业第一梯队，利润逐步释放

收购东莞华晶和上海富驰，迈入 MIM 行业第一梯队。2019 和 2020 年，公司分别收购东莞华晶和上海富驰，切入 MIM 领域，此后公司设立连云港富驰生产基地；2021 年公司进行资源优化，将东莞华晶和深圳富驰整合为上海富驰全资子公司，公司将上海富驰定位为 MIM 的研发中心及生产制造示范中心，利用连云港的区位优势和特点，构建低成本的 MIM 生产基地。此外，公司战略性发展 MIM 技术，探索发展块体非晶合金 BMG（液态金属）和 CIM（陶瓷注射成形）技术，打造 MIM+技术平台。上海富驰现拥有注射生产线 12 条，年产能 12 亿件，公司拥有自主知识产权的喂料研发能力，95%自主喂料，掌握约 47 种以上材质的 MIM 工艺，具有模具、自动化设备的自制能力。

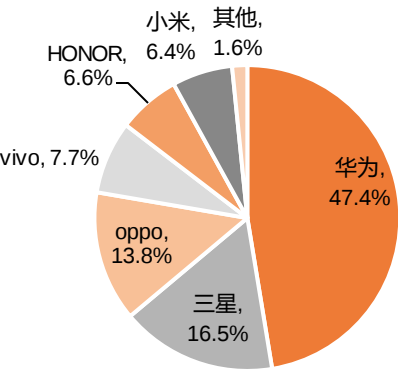
图表48 公司消费电子领域 MIM 产品图例



资料来源：公司官网，平安证券研究所

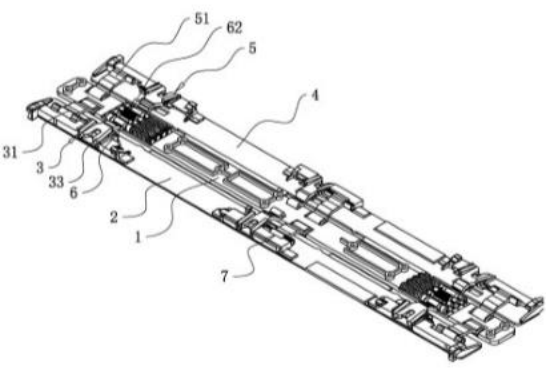
成功进入华为供应商体系，优质客户助力中长期业绩回升。据 IDC 数据，2022 年中国折叠屏手机市场出货量近 330 万台，同比增长 118%。折叠屏手机产品在整个手机市场的占比从 2021 年的 0.5% 上升到 1.2%，预计渗透率持续提升，华为占据中国折叠屏手机市场的半壁江山，2022 年市场份额占比达到 47.4%。2018 年，东莞华晶进入华为核心供应链体系，目前已成为华为柔性屏手机转轴 MIM 精密结构件、智能手表产品 MIM 精密结构件产品的核心供应商。

图表49 2022 年中国折叠屏手机市场份额



资料来源：IDC，平安证券研究所

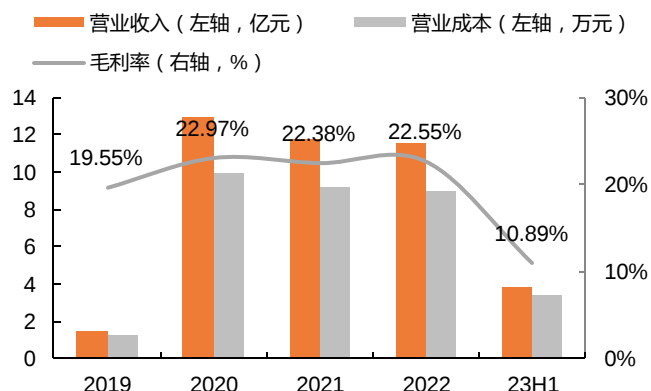
图表50 公司折叠屏转轴专利技术图



资料来源：《一种折叠屏转轴的制作方法》，平安证券研究所

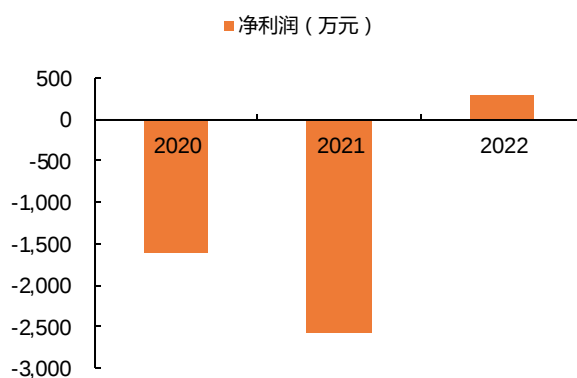
2022 年上海富驰扭亏为盈。公司 MIM 板块产品以消费电子为主，子公司上海富驰 2022 年净利润达 301 万元，实现扭亏为盈。受消费电子市场需求放缓、行业景气度降低等因素影响，23H1 公司 MIM 业务板块承压。随着消费电子复苏在即，MIM 业绩有望加速改善。另外，公司持续优化生产结构，华南基地和连云港基地生产优势发挥，精细化经营管理效用凸显，同时不断进行技术储备，积极推进新品开发尤其是长周期产品如医疗器械、汽车等业务，逐步减弱终端需求波动带来的冲击。

图表51 公司 MIM 板块营收情况



资料来源：iFnd，平安证券研究所

图表52 上海富驰 2022 年扭亏为盈



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、稳居粉末冶金龙头地位，汽车零件销售保持增长

4.1 技术发展成熟，汽车应用占据主要地位

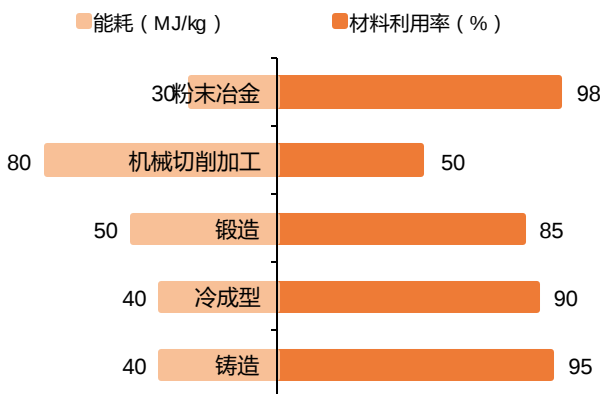
常规压制和烧结是常见的粉末冶金工艺方法。压制是指将原材料粉末装进模具中，用压力机加压，经过脱模后得到所需密度的压坯制品。将脱模得到的压坯制品利用烧结将粉末颗粒焊接在一起，得到牢固的冶金零件。采用粉末冶金技术工艺制造机械零件较其他金属加工工艺，如铸造、锻造、机械加工等具有更高的材料利用率、更低的单位能耗比和制造公差，在生产产品形状复杂性等方面更具优势，已被广泛应用于交通、机械、电子等领域。

图表53 粉末冶金技术特点

粉末冶金技术特点
• 节材，材料利用率高
• 节能，生产能耗低
• 适合于大批量生产，产量越大，生产成本越低
• 可以按零件的使用功能，配制合适的材料成分
• 复杂形状可以容易成型
• 不存在释放物，对环境无危害
• 具有高的表面光洁度
• 产品尺寸具有精确性、重复性、可靠性
• 是一种接近最终形状的成形工艺
• 具有自润滑特性

资料来源：公司官网，平安证券研究所

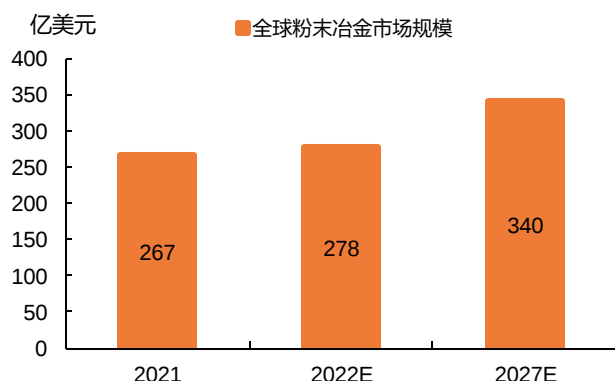
图表54 粉末冶金材料利用率更高、能耗更低



资料来源：《2019 年中国粉末冶金行业概览（二）》，平安证券研究所

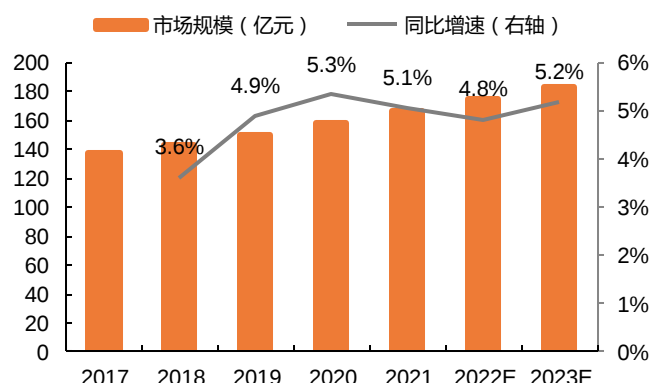
全球粉末冶金市场规模有望实现持续增长。据 BCC Research，2021 年全球粉末冶金市场规模 267 亿美元，预计 2027 年有望增长至 340 亿美元。近年来国内粉末冶金市场实现平稳增长，据中国机协粉末冶金协会，2017 年国内市场规模为 138 亿，2021 年增长至 166 亿元，CAGR 约 4.7%。随着下游主要应用领域汽车、家电等产业持续扩张，粉末冶金工艺的持续升级，市场规模有望实现持续增长。

图表55 全球粉末冶金市场规模



资料来源: BCC Research, 平安证券研究所

图表56 中国粉末冶金市场规模及同比增速

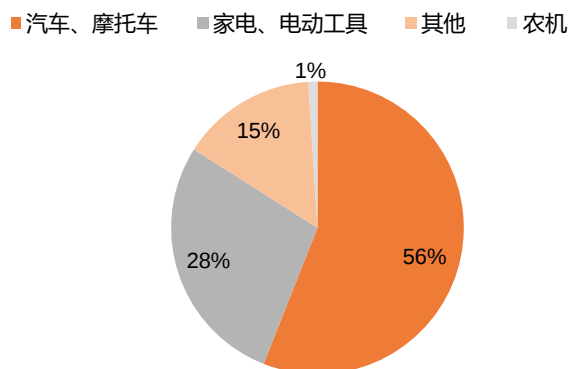


资料来源: 中国机协粉末冶金协会, 平安证券研究所

粉末冶金产品下游应用中汽车、摩托车占比较高。由于粉末冶金的优越性能及低成本, 粉末冶金零部件在汽车中的应用越来越广, 粉末冶金产品在汽车中主要用于发动机、变速箱、刹车系统、转向系统、底盘系统等部件的制造, 2020 年汽车及摩托车等运输机械粉末冶金产品占比达到 56%。

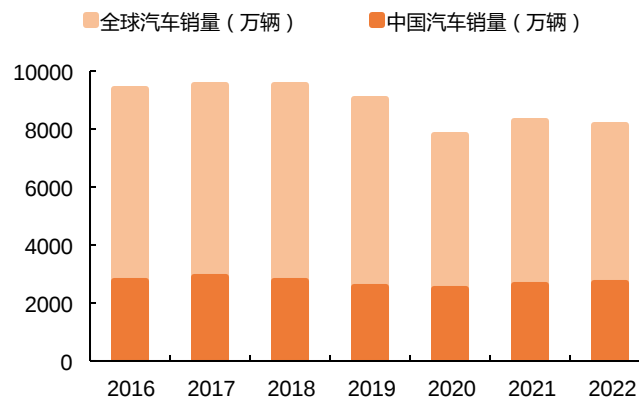
汽车产销增长和技术创新带动粉末冶金需求扩张。2022 年我国实现汽车销量 2686.4 万辆, 同比增长 2.2%。根据日本粉末冶金协会统计数据, 北美单车粉末冶金制品需求量为 16.8kg, 欧洲单车粉末冶金制品需求量为 8.7kg, 日本单车粉末冶金制品需求量为 8.3kg。据海昌新材公告, 目前我国平均每辆汽车使用的粉末冶金零件需求量为 6.3kg, 伴随国内汽车产销增速恢复和制造技术与国际接轨, 粉末冶金致密化技术提升, 粉末冶金替代传统制造工艺的空间还可进一步扩展, 有助于支持公司粉末冶金业务持续发展。

图表57 2020 年粉末冶金产品下游应用



资料来源: 中国机协粉末冶金协会, 平安证券研究所

图表58 2016-2022 年全球和中国汽车产销量



资料来源: 中国汽车工业协会, 世界汽车工业协会, 平安证券研究所

图表59 粉末冶金汽车应用市场需求测算

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球汽车产量 (万辆)	8021	8502	8927	9373	9842
全球单车粉末冶金重量 (kg)	9.8	10.0	10.2	10.5	10.5
全球汽车粉末冶金需求 (万吨)	78.90	85.02	91.05	98.42	103.34
中国汽车产量 (万辆)	2653	2748	2885	3029	3181

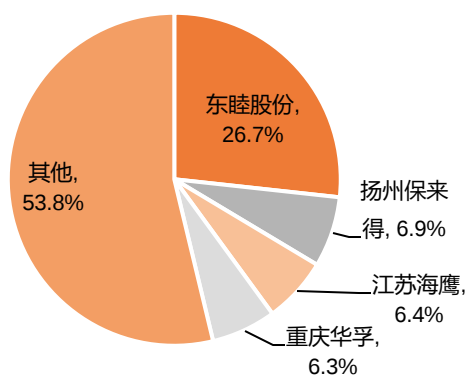
中国单车粉末冶金制品重量 (kg)	6.3	7.6	8.3	9.2	10.0
中国汽车粉末冶金需求 (万吨)	16.71	20.88	23.95	27.87	31.81

资料来源：中国汽车工业协会，IHS Markit，平安证券研究所

4.2 公司深耕传统主业，产品线持续拓展

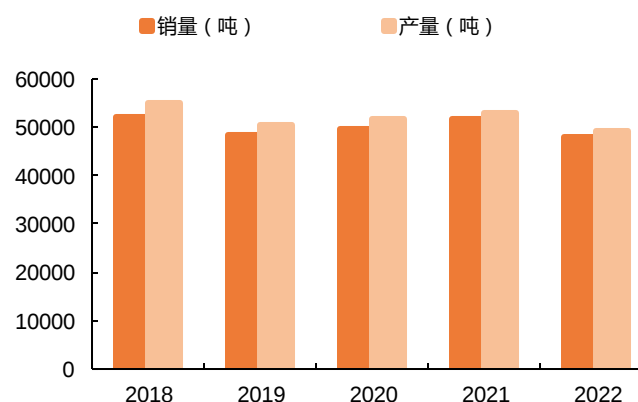
行业集中度高，分化趋势明显。国内粉末冶金行业集中度较高，根据中国机协粉末冶金协会统计，2020 年公司粉末冶金产品占比约 26.7%，已连续多年在国内粉末冶金行业中占据绝对龙头地位。随着粉末冶金技术和产品要求不断提升，应用领域不断向高端市场拓展，只有具备跨越技术和资本“双门槛”能力的企业才能实现增长，预计市场份额将进一步向研发能力较强和规模较大的头部企业靠拢。

图表60 2020 年公司粉末冶金产品市占率超 25%



资料来源：中国机协粉末冶金协会，平安证券研究所

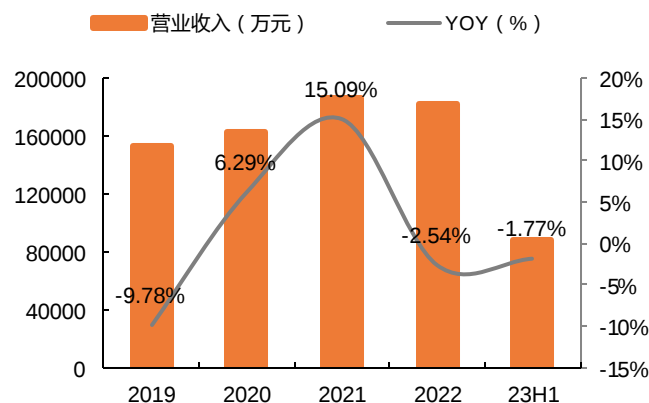
图表61 公司 2018-2022 年粉末冶金产品产销量



资料来源：iFind，平安证券研究所

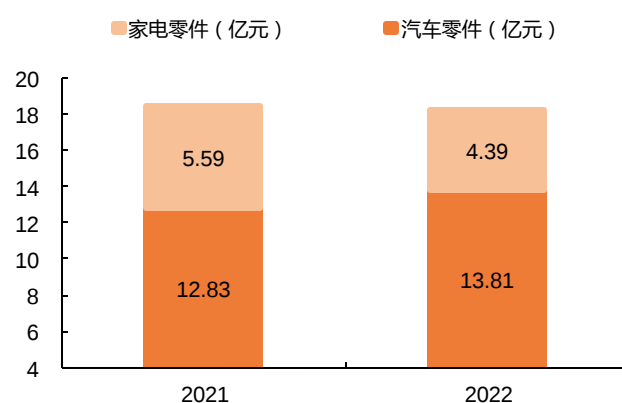
汽车零件销售保持增长，家电业务同比收缩。2022 公司粉末冶金板块实现营业收入 18.2 亿元，同比下降 2.54%，主要受家电下游消费收缩，家电零件收入下降影响，汽车零件销售同比增长 7.62%。23H1 实现营收 8.76 亿元，同比下降 1.77%，主要系家电领域主营业务收入同比减少所致。为尽可能降低下游需求影响，公司积极为客户开发新产品，加大对新能源汽车、电动工具等领域的开发力度，加大粉末冶金、SMC 技术融合，拓展新的应用场景；提高家电零件产品附加值，同时加强资源整合，进一步降本增效，实现粉末冶金板块增长。

图表62 2023 年公司粉末冶金板块营收有望改善



资料来源：iFind，平安证券研究所

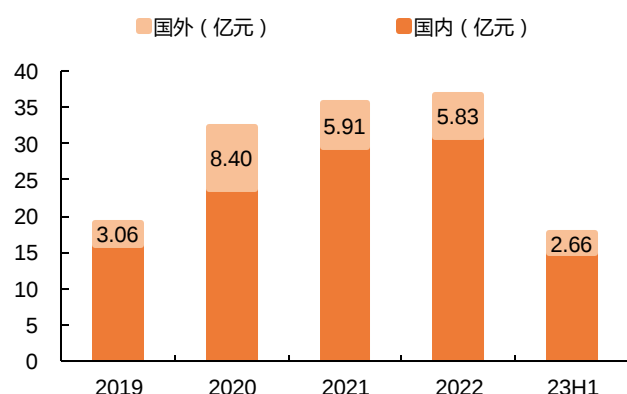
图表63 2022 年汽车零件收入同比增长 7.62%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

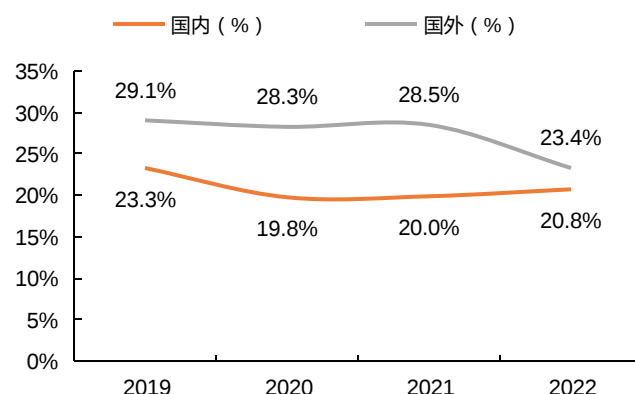
兼具“品牌+成本”，海外业务贡献高盈利。公司多基地运作，以宁波总部为粉末冶金产品研发中心和高端产品生产基地，打造总部品牌优势，同时布局吉林长春、天津、山西运城、江苏连云港、江苏南京和广东江门生产基地，实行“专业化生产，就近配套”，提升公司成本优势。公司积极探索国际业务，介入全球优质产业链，汽车零部件主要为国际品牌配套，进入欧系、日系车等全球汽车产业链，在供客户包括博格华纳、麦格纳、舍弗勒等全球一线汽车零部件公司，终端客户包括宝马、奥迪、大众等国际主流品牌。公司粉末冶金产品海外业务毛利率高于国内，2022年海外销售额实现5.83亿元，出口产品主要以中高端粉末冶金汽车零件为主，国外和国内毛利率分别为23.4%/20.8%。“品牌+成本”优势有助于公司拓宽国际市场，在深耕国内的基础上开拓国际高端市场，提升产品毛利率。

图表64 23H1 海外营收占公司总营收 15.1%



资料来源：iFind，平安证券研究所

图表65 公司海外业务毛利率高于国内业务



资料来源：iFind，平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 基本假设

5.1.1 粉末冶金业务

公司粉末冶金建成产能7.2万吨，2022年粉末冶金业务收入18.2亿，销量4.80万吨，受疫情影响略有下滑。随着汽车等终端景气度逐步回暖，预计公司粉末冶金产品销量逐步提升，预计2023-2025年产品销量为5.0万吨、5.2万吨、5.3万吨。

5.1.2 软磁材料业务

软磁板块作为公司增长核心驱动，预计未来增长空间加速释放。公司目前拥有软磁材料产能4.6万吨，随着“年产6万吨软磁材料产业基地项目”产能逐步爬坡，公司软磁材料产销预计将在未来几年内实现持续增长，预计2023-2025年公司软磁材料销量为4.0、6.0、7.5万吨。

5.1.3 金属注射成型业务

随着终端消费电子景气度逐步回暖，叠加金属注射成型产品下游应用场景不断拓展，公司产品竞争力不断提升，预计公司2023-2025年金属注射成型板块毛利率为26.0%、28.0%、30.0%，营业收入为11.38、14.50、18.00亿元。

图表66 公司各板块业务预测

	2022	2023E	2024E	2025E
粉末冶金业务				
收入（百万元）	1820	1859	1955	2052
毛利（百万元）	362	398	438	482
毛利率	19.9%	21.4%	22.4%	23.5%
MIM 业务				
收入（百万元）	1154	1138	1450	1800
毛利（百万元）	260	296	406	540
毛利率	22.6%	26.0%	28.0%	30.0%
SMC 业务				
收入（百万元）	706	1254	1900	2399
毛利（百万元）	158	294	456	588
毛利率	22.4%	23.5%	24.0%	24.5%

资料来源：公司官网，平安证券研究所

5.2 投资建议

长期来看，新能源板块高景气度持续下，软磁粉芯需求增速预计维持较高水平。消费电子拐点渐进叠加折叠屏手机渗透率提升，公司 MIM 业务增长空间打开。各终端需求提振下，公司各板块业务业绩弹性有望充分释放。公司层面来看，随着产品技术升级及产业链布局深入，三大主营业务协同优势将进一步凸显，技术、生产及客户多要素齐驱，公司市场竞争力及产品毛利率有望进一步提升。随着软磁扩产产能陆续释放，公司市场份额加速提升，软磁粉芯业务预计将作为核心驱动板块带动公司业绩增长。

行业增长与公司规模扩张共振，预计公司业绩有望实现持续增长，预计公司2023-2025年营业收入为42.97、53.51、62.97亿元，归母净利润为 1.96、3.13、4.27 亿元。对应 PE 为 45.5、28.5、20.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、公司项目进度不及预期。若公司在建软磁产能进度大幅不及预期，则或将导致软磁业务增长不及预期。
- 2、下游需求不及预期。若新能源汽车、变频空调、消费电子等终端领域需求增速放缓，则公司粉末冶金以及金属注射成型等产品销量或受到较大影响。
- 3、同业产能加速释放风险。若软磁等同行业公司出现产能迅速扩张情况，则一定程度上可能造成竞争加剧，软磁产品产能过剩的风险，或对公司竞争力带来较大影响。

资产负债表					单位：百万元					利润表					单位：百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E										
流动资产	2372	2796	3465	4058	营业收入	3726	4297	5351	6297										
现金	341	430	535	630	营业成本	2905	3270	4012	4648										
应收票据及应收账款	1070	1386	1726	2031	税金及附加	33	39	43	51										
预付账款	42	51	63	74	销售费用	54	70	96	120										
其他应收款	11	14	17	20	管理费用	212	271	337	397										
存货	900	886	1087	1260	研发费用	271	314	375	441										
其他流动资产	9	30	37	43	财务费用	93	120	140	152										
非流动资产	4110	4323	4419	4429	资产减值损失	-23	-26	0	0										
长期投资	231	232	233	235	信用减值损失	-0	0	0	0										
固定资产	2576	2612	2760	2981	其他收益	33	34	34	34										
无形资产	377	314	251	188	公允价值变动收益	-1	0	0	0										
其他非流动资产	927	1164	1174	1026	投资净收益	-15	4	4	4										
资产总计	6482	7119	7884	8488	资产处置收益	3	3	2	2										
流动负债	1837	2678	3650	4458	营业利润	156	228	387	528										
短期借款	692	1547	2264	2850	营业外收入	1	2	2	2										
应付票据及应付账款	464	553	679	787	营业外支出	3	1	0	0										
其他流动负债	680	577	708	821	利润总额	154	229	388	529										
非流动负债	1773	1517	1204	856	所得税	-15	4	7	9										
长期借款	1634	1378	1065	717	净利润	169	225	382	520										
其他非流动负债	139	139	139	139	少数股东损益	14	29	69	94										
负债合计	3611	4195	4854	5314	归属母公司净利润	156	196	313	427										
少数股东权益	358	387	456	550	EBITDA	606	634	834	972										
股本	616	616	616	616	EPS（元）	0.25	0.32	0.51	0.69										
资本公积	1023	1023	1023	1023															
留存收益	875	898	935	985															
归属母公司股东权益	2514	2537	2574	2624															
负债和股东权益	6482	7119	7884	8488															

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	310	278	514	681
税后经营利润	169	225	382	520
折旧摊销	359	284	305	291
财务费用	93	120	140	152
投资损失	15	-4	-4	-4
营运资金变动	-328	-350	-308	-277
其他经营现金流	2	3	-1	-1
投资活动现金流	-343	-495	-396	-296
资本支出	210	500	400	300
长期投资	-138	0	0	0
其他投资现金流	4	5	4	4
筹资活动现金流	-39	305	-13	-290
短期借款	-346	855	716	586
长期借款	454	-256	-313	-348
其他筹资现金流	-147	-293	-417	-529
现金净增加额	-52	89	105	95

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	3.8	15.3	24.5	17.7
营业利润(%)	235.0	46.3	69.8	36.4
归属于母公司净利润(%)	503.2	25.9	59.7	36.3
获利能力				
毛利率(%)	22.0	23.9	25.0	26.2
净利率(%)	4.2	4.6	5.9	6.8
ROE(%)	6.2	7.7	12.2	16.3
ROIC(%)	5.2	6.5	8.8	10.5
偿债能力				
资产负债率(%)	55.7	58.9	61.6	62.6
净负债比率(%)	69.1	85.3	92.2	92.5
流动比率	1.3	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.5	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	7.9	7.5	7.5	7.5
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.51	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.45	0.83	1.10
每股净资产(最新摊薄)	4.08	4.12	4.18	4.26
估值比率				
P/E	57.3	45.5	28.5	20.9
P/B	3.6	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	13.1	19.3	15.2	13.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	