

## 光伏新能源需求致量价齐升, 23Q1 业绩超预期

### 投资要点

- **事项:** 公司公告 22 年报及 23Q1 季报, 22 年全年实现营业收入 10.7 亿元, 同比+46.8%; 归属净利润 1.9 亿元, 同比+60.5%, 扣非归属净利润 1.8 亿元, 同比+60.8%。其中 22Q4 单季营业收入 3.2 亿元, 同环比分别+58.6%/18.8%; 22Q4 扣非归属净利润 0.6 亿元, 同环比分别+62.0%/+9.5%。23Q1 实现营业收入 2.9 亿元, 同比+43.5%; 归属净利润 0.7 亿元, 同比+103.2%; 扣非归属净利润 0.6 亿元, 同比+99.9%。
- **22 年收入业绩符合预期, 光伏电动车软磁需求高景气。** 公司 22 年光伏领域销售收入同比+73.0%, 而依据中国光伏协会数据, 22 年我国光伏新增装机同比+59.3%。作为行业龙头, 收入增速大幅领先需求增速, 显示公司市占率或有进一步扩大趋势。电动车领域, 公司 22 年收入同比+99.0%, 增长势头迅猛, 考虑到 22 年主要应用还是在 BYD 等混动车型, 随着快充在纯电车型渗透率提升, 纯电车型合金软磁用量有望大幅提升, 从而带动电动车领域需求翻倍增长。
- **22 年毛利率同比提升 3.8pp, 吨均价提升 4.9%。** 公司主要产品合金软磁粉芯 22 年销售量 3.0 万吨, 同比+38.7%, 测算吨均价 3.4 万元/吨, 同比+4.9%, 我们判断主要原因为电动车光伏领域用高单价产品收入占比提升所致。此外, 21H2 原料硅价格大幅上行, 公司在 22 年 H1 对产品提价, 下游传导顺畅。
- **23Q1 收入符合预期, 毛利率提升致 Q1 业绩超预期。** 23Q1 收入延续高增态势, 同比+43.5%, 符合预期, 结构上推测储能领域需求或后来居上。扣非净利润同比+99.9%, 大超预期。分析看, Q1 毛利率 40.9%, 同比+5.9pp, 净利率 22.6%, 同比+6.6pp。毛利率大幅提升判断为原材料硅价格同比回落, 产能利用率提升, 以及高端产品如 NPV 系列结构占比提升所致。23Q1 期间费用率 13.3%, 同比-1.1pp, 主要是同期财务费用率和研发费用率有小幅下降。毛利率提升和费用率下行共促净利率提升。
- **芯片电感新业务稳健推进, AI 浪潮下勾勒“第二成长曲线”。** 公司软磁芯片电感产品采用铜铁共烧工艺, 具备高效率、小体积、能响应大电流变化等优势, 更能复合 AI 算力大幅增加下的芯片, 是取代传统铁氧体芯片电感的优秀材料。报告期内, 公司已取得多家国际芯片大厂认证, 加速推进自动化产线建设, 未来有望成为传统业务外的第二成长极。
- **经营现金流状况稳定, 应收周转天数小幅增长。** 伴随收入业绩高速增长以及下游客户付款特点, 公司近年经营性现金流较为紧张, 但 23Q1 已转正。应收周转上 23Q1 应收周转天数 131 天, 同环比均有小幅增加。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是合金软磁行业龙头企业, 凭借多年的技术积累和行业口碑, 市占率大幅领先同行。在光伏装机、新能源汽车持续景气拉动以及 AI 芯片电感新业务成长预期下, 公司营收和业绩有望持续高速增长。基于此, 我们预测公司 23-25 年营收为 14.8/19.3/25.1 亿元, 归母净利润为 3.0/3.9/5.1 亿元, 未来三年复合增速为 37.9%, EPS 为 2.73 元/3.58 元/4.61 元, 对应 PE 估值分别为 33 倍/25 倍/20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。** 光伏电动车需求增长不及预期、产能增长不及预期、原材料大幅上涨、行业竞争加剧等风险。

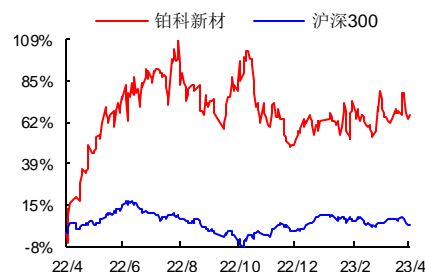
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1065.68	1480.50	1931.30	2509.70
增长率	46.81%	38.93%	30.45%	29.95%
归属母公司净利润(百万元)	193.06	299.90	393.65	506.37
增长率	60.52%	55.34%	31.26%	28.63%
每股收益 EPS(元)	1.76	2.73	3.58	4.61
净资产收益率 ROE	11.85%	15.86%	17.70%	19.10%
PE	52	33	25	20
PB	6.12	5.27	4.48	3.76

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮  
执业证号: S1250522070001  
电话: 021-58351909  
邮箱: czlyf@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)	1.10
流通 A 股(亿股)	0.86
52 周内股价区间(元)	51.25-113.63
总市值(亿元)	99.69
总资产(亿元)	17.58
每股净资产(元)	9.91

### 相关研究

1. 铂科新材(300811): 收入业绩符合预期, 软磁龙头御风新能源 (2022-10-26)
2. 铂科新材(300811): 光伏应用拉动高增, 电动车应用值得期待 (2022-08-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1065.68	1480.50	1931.30	2509.70	净利润	193.06	299.90	393.65	506.37
营业成本	664.52	922.35	1199.53	1570.44	折旧与摊销	44.92	73.54	86.83	97.46
营业税金及附加	7.09	11.84	16.42	21.33	财务费用	27.05	34.05	44.42	57.72
销售费用	24.25	22.65	33.80	40.16	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	64.15	148.05	193.13	250.97	经营营运资本变动	-167.45	-102.06	-190.13	-239.40
财务费用	27.05	34.05	44.42	57.72	其他	-102.75	18.26	-0.26	-3.11
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-5.17</b>	<b>323.68</b>	<b>334.51</b>	<b>419.05</b>
投资收益	5.27	2.00	2.00	2.00	资本支出	-366.61	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	1.16	0.00	0.00	0.00	其他	-60.15	32.45	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-426.77</b>	<b>-67.56</b>	<b>-98.00</b>	<b>-98.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>218.58</b>	<b>343.55</b>	<b>446.01</b>	<b>571.08</b>	短期借款	19.16	-14.98	-35.03	0.00
其他非经营损益	-5.23	-3.10	-3.10	-3.10	长期借款	87.92	85.00	96.00	102.00
<b>利润总额</b>	<b>213.35</b>	<b>340.45</b>	<b>442.91</b>	<b>567.98</b>	股权融资	466.13	0.00	0.00	0.00
所得税	20.29	40.55	49.26	61.61	支付股利	-20.85	-38.61	-59.98	-78.73
净利润	193.06	299.90	393.65	506.37	其他	-106.51	-9.69	-45.82	-57.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>445.85</b>	<b>21.71</b>	<b>-44.83</b>	<b>-34.45</b>
归属母公司股东净利润	193.06	299.90	393.65	506.37	<b>现金流量净额</b>	<b>18.43</b>	<b>277.84</b>	<b>191.67</b>	<b>286.60</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	166.31	444.15	635.82	922.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	545.53	770.08	988.56	1267.29	销售收入增长率	46.81%	38.93%	30.45%	29.95%
存货	144.23	207.53	263.90	361.20	营业利润增长率	56.56%	57.18%	29.82%	28.04%
其他流动资产	359.70	230.12	245.08	265.63	净利润增长率	60.52%	55.34%	31.26%	28.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	63.60%	55.27%	27.95%	25.81%
投资性房地产	6.16	6.16	6.16	6.16	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	668.87	698.41	714.66	720.28	毛利率	37.64%	37.70%	37.89%	37.43%
无形资产和开发支出	32.67	31.64	30.60	29.57	三费率	10.83%	13.83%	14.05%	13.90%
其他非流动资产	325.12	292.63	290.59	288.55	净利率	18.12%	20.26%	20.38%	20.18%
<b>资产总计</b>	<b>2248.59</b>	<b>2680.72</b>	<b>3175.38</b>	<b>3861.10</b>	ROE	11.85%	15.86%	17.70%	19.10%
短期借款	50.02	35.03	0.00	0.00	ROA	8.59%	11.19%	12.40%	13.11%
应付和预收款项	257.76	337.32	434.65	584.79	ROIC	18.04%	20.98%	23.28%	24.91%
长期借款	97.82	182.82	278.82	380.82	EBITDA/销售收入	27.26%	30.47%	29.89%	28.94%
其他负债	213.89	235.16	237.86	243.79	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>619.49</b>	<b>790.34</b>	<b>951.33</b>	<b>1209.41</b>	总资产周转率	0.62	0.60	0.66	0.71
股本	109.86	109.89	109.89	109.89	固定资产周转率	2.57	2.54	2.99	3.75
资本公积	859.06	859.04	859.04	859.04	应收账款周转率	2.96	2.86	2.78	2.78
留存收益	660.17	921.46	1255.13	1682.77	存货周转率	5.08	5.24	5.09	5.02
归属母公司股东权益	1629.09	1890.38	2224.05	2651.69	销售商品提供劳务收到现金营业收入	52.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1629.09</b>	<b>1890.38</b>	<b>2224.05</b>	<b>2651.69</b>	资产负债率	27.55%	29.48%	29.96%	31.32%
负债和股东权益合计	2248.59	2680.72	3175.38	3861.10	带息债务/总负债	23.86%	27.57%	29.31%	31.49%
					流动比率	3.42	3.74	4.21	4.25
					速动比率	3.01	3.27	3.69	3.71
					股利支付率	10.80%	12.88%	15.24%	15.55%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.76	2.73	3.58	4.61
					每股净资产	14.83	17.20	20.24	24.13
					每股经营现金	-0.05	2.95	3.04	3.81
					每股股利	0.19	0.35	0.55	0.72
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	290.55	451.14	577.25	726.27					
PE	51.64	33.24	25.32	19.69					
PB	6.12	5.27	4.48	3.76					
PS	9.35	6.73	5.16	3.97					
EV/EBITDA	32.61	20.66	15.92	12.40					
股息率	0.21%	0.39%	0.60%	0.79%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn