

屹通新材（300930）

证券研究报告

2022 年 07 月 18 日

国内雾化铁粉龙头，乘风布局软磁及新能源赛道

技术+成本+客户三重优势，铸造行业核心竞争力

屹通新材是国内雾化铁粉龙头，市占率民营企业第一。公司聚焦高端雾化铁粉，包括高性能纯铁粉、合金钢粉和添加剂用铁粉。**技术方面**，掌握“大流量高压水雾化”、“高效低能耗还原”、“烧结尺寸变化率稳定性控制”等核心技术，多项指标行业第一，打破国外垄断实现进口代替；**成本方面**，自主研发生产核心设备，叠加区位优势效用，成本优势明显；**客户方面**，对接全球头部品牌，铜粉业务有望享受高重合度带来的加速拓展。

铁粉下游应用多点开花，景气拐点的国产替代化

雾化铁粉应用领域涵盖新能源及传统汽车、通讯设备、3C 电子、建筑等，随着上游粉末冶金工艺优势和下游粉体尺寸变化率高要求趋势显现，中高端市场被不断打开，且需求难满足。政策加持推动国内产品持续升级，高端铁粉市场长期掣肘格局打破，下游国产化推动上游国产化，进口替代逻辑彰显。同时，叠加下游 PM 和 MIM 行业拐点预期，雾化铁粉有望迎来需求共振。

短期铁粉+中期软磁+长期新源零部件，赋能公司乘法式成长

募投扩产 & 改造升级项目实现总产能由 8 万吨到 20 万吨的跃升，其中雾化铁粉达 18 万吨，持续贡献公司成长动力。同时，**依托现有设备+技术+经验+原材料共享优势，公司积极布局软磁及新能源零部件业务，有望打开成长和估值空间**：（1）软磁共计 2.5 万吨产能，铁硅站稳光储新能源高景气赛道，铁硅铬应用电子场景，非晶纳米晶剑指向高性能高频场景；（2）新能源装备关键零部件共计 2.2 万件产能，涵盖风电主轴、抽水蓄能水轮机主轴、储氢瓶等关键零部件，预计项目达产实现利润约 6 亿元。

投资建议与盈利预测

作为国内雾化铁粉龙头，公司核心业务技术+成本+客户优势显著，软磁和新能源有望打开第二成长极。基本盘稳步增长，新业务有望享受景气度和估值的再升级，募投改造项目新增产能释放在即，营收利润有望快速增长，不考虑新增 2 万吨软磁+2.2 万件新能源零部件项目，预计公司 2022-2024 年营收分别为 6.11/10.25/17.20 亿元，归母净利润分别为 1.22/1.65/2.68 亿元，2023 年目标价 38.74-46.30 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场需求波动风险，项目建设达不到预期的风险，原材料价格波动风险。

投资评级

行业	有色金属/金属与材料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	38.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	100.00
流通 A 股股本(百万股)	29.50
A 股总市值(百万元)	3,820.00
流通 A 股市值(百万元)	1,126.90
每股净资产(元)	7.46
资产负债率(%)	4.45
一年内最高/最低(元)	40.50/19.67

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

项祈瑞 联系人
xiangqirui@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	339.34	521.97	611.47	1,025.48	1,719.86
增长率(%)	11.07	53.82	17.15	67.71	67.71
EBITDA(百万元)	86.18	129.77	140.80	190.66	307.90
净利润(百万元)	63.69	96.20	122.24	164.70	268.40
增长率(%)	7.77	51.04	27.07	34.74	62.96
EPS(元/股)	0.64	0.96	1.22	1.65	2.68
市盈率(P/E)	59.98	39.71	31.25	23.19	14.23
市净率(P/B)	10.86	5.32	4.54	3.80	3.00
市销率(P/S)	11.26	7.32	6.25	3.73	2.22
EV/EBITDA	0.00	22.46	23.64	16.62	9.26

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 屹通新材：国内雾化铁粉龙头	4
1.1. 股权结构	4
1.2. 深耕雾化铁粉领域，营收利润稳步增长	4
2. 下游应用多点开花，铁基粉体市场空间广阔	6
2.1. 下游产品高频化演进，应用空间广阔	6
2.2. 铁基粉体制备工艺多样，细分领域水雾化优势显著	7
2.3. 竞争格局：市场集中度高，头部优势日益显现	8
2.4. 政策指引助力发展，国产替代正当时	8
3. 铁粉为体软磁为翼，粉体业务	10
3.1. 铁基粉体：PM 和 MIM 景气度拐点或至	10
3.1.1. PM 领域：汽车行业需求扩张，高端市场国产替代加速	10
3.1.2. MIM 领域：工艺优势明显，折叠屏铰链拉动新一轮高景气周期	12
3.2. 软磁材料：光储新能源持续景气，非晶纳米晶未来将至	13
3.2.1. 铁硅系软磁粉：站稳光储新能源高景气赛道	14
3.2.2. 铁硅铬软磁粉：电子场景用关键材料	15
3.2.3. 非晶及纳米晶一体成型电感：高端领域的未来选择	16
4. 多方位构筑铸造竞争力，粉体规模化优势显著	16
4.1. 技术+设备+成本三重优势，筑造提效降本护城河	16
4.2. 核心产品达到国际先进水平，进口替代进行中	17
4.3. 下游客户优质稳定，定制化服务优势显著	18
5. 布局软磁&新能源赛道，赋能乘法式成长	18
5.1. 金属粉体业务：募投改造产能翻倍，新扩产布局软磁赛道	19
5.2. 新能源零部件业务：切入风水氢新能源赛道，打开成长估值空间	20
6. 盈利预测与估值	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年 7 月 15 日）	4
图 3：公司深耕水雾化铁基粉体领域，应用领域广阔（营收占比为 2021 年报数据）	5
图 4：公司营业收入稳定增长	5
图 5：公司归母净利润逐年提升	5
图 6：公司各业务毛利率对比	5
图 7：公司期间费用率控制稳定	6
图 8：公司研发费用不断加码（百万元）	6
图 9：铁基粉体产业链	6
图 10：中国钢铁粉末销量不断上升（万吨）	7
图 11：铁粉进口数量下降，国产替代空间大	9

图 12: 铁粉进口金额下降	9
图 13: 国产粉体价格优势显著（屹通新材与赫格纳斯铁粉单价对比）	9
图 14: 公司深耕铁基粉体，乘风布局软磁业务	10
图 15: 粉末冶金零部件在汽车中的应用	10
图 16: 2022 年国内汽车产量自 4 月回暖（万辆）	11
图 17: 2022 年国内汽车销量自 4 月回暖（万辆）	11
图 18: 中国单车粉末冶金零件用量较低（kg）	11
图 19: 中国汽车行业粉末冶金总重量预计不断增加（万吨）	11
图 20: MIM 在消费电子中的应用广泛	12
图 21: 国内智能手机出货量自 9 月后逐步回升	12
图 22: 手机平均搭载摄像头数量增加趋势显现（颗）	12
图 23: 2020 全球智能可穿戴设备中手表占据主要市场份额	13
图 24: 全球智能手表出货量上升，市场规模扩大（百万只）	13
图 25: 软磁材料分类	13
图 26: 国内及全球光伏新增装机量逐年上升	14
图 27: 光伏逆变器出口增速高于行业平均	14
图 28: 国内新能源汽车产量 2021 年高速增长	14
图 29: 国内新能源汽车销量 2021 年增量显著	14
图 30: 5G 电感市场预期快速扩张	15
图 31: 5G 手机电感用量显著提升（颗）	15
图 32: 以村田为例，电感体积不断缩小	15
图 33: 非晶纳米晶粉末性能优越	16
图 34: 非晶纳米晶制一体成型电感性能凸显	16
图 35: 公司雾化工艺流程图	16
图 36: 公司自主掌握核心技术图谱	17
图 37: 300WG 粉体性能达到国外先进水平	17
图 38: 扩散合金与国外同类产品性能接近	17
图 39: 公司下游客户优质	18
图 40: 中国铜粉销量逐年提升（万吨）	19
图 41: 达产后公司粉体总产能预计翻番（根据现有公告披露，详细以实际扩产为准）	19
图 42: 公司主营业务收入预测	20
表 1: 铁粉制备工艺对比	8
表 2: 相关政策助力金属粉体行业发展	8
表 3: 铁粉+铜粉+不锈钢粉业务估值比较（数据截至 2022 年 7 月 18 日，盈利预期来自 Wind 一致预期）	21
表 4: 软磁业务估值比较（数据截至 2022 年 7 月 18 日，盈利预期来自 Wind 一致预期）	21

1. 屹通新材：国内雾化铁粉龙头

公司前身为建德市易通金属粉材厂，于 2000 年 7 月 28 日成立于浙江省杭州市。2018 年完成股改并更名为杭州屹通新材料股份有限公司（简称“屹通新材”），2021 年于深交所创业板上市。公司立足于铁基粉体领域，将废旧金属通过熔炼、水雾化及还原等工艺转化为制造业基础原材料，其主营产品为高性能纯铁粉、合金钢粉和添加剂用铁粉等，广泛应用于交通工具、家用电器、电动工具、工程机械及医疗器械等终端领域。凭借技术积累，公司逐步实现进口替代，推动我国金属粉体产业的发展。

图 1：公司发展历程

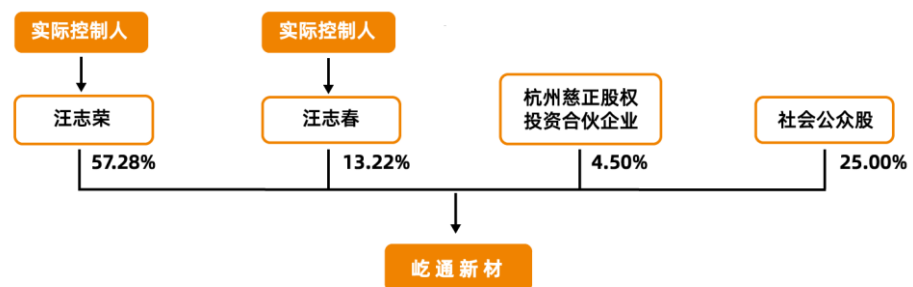


资料来源：公司招股说明书，公司官网，全景网，天风证券研究所

1.1. 股权结构

公司实际控制人为汪志荣及汪志春，汪志荣持有公司 57.28% 股份，汪志春持有公司 13.22% 股份。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年 7 月 15 日）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

1.2. 深耕雾化铁粉领域，营收利润稳步增长

公司聚焦铁基粉体，掌握“大流量高压水雾化”、“高效低能耗还原”、“烧结尺寸变化率稳定性控制”及“无偏析混合”等核心技术，打破了国外粉末冶金技术壁垒，填补了国内空白。公司的主营产品为冶金工艺所用的主流粉末，主要分为三类：高性能纯铁粉、合金钢和添加剂用铁粉。

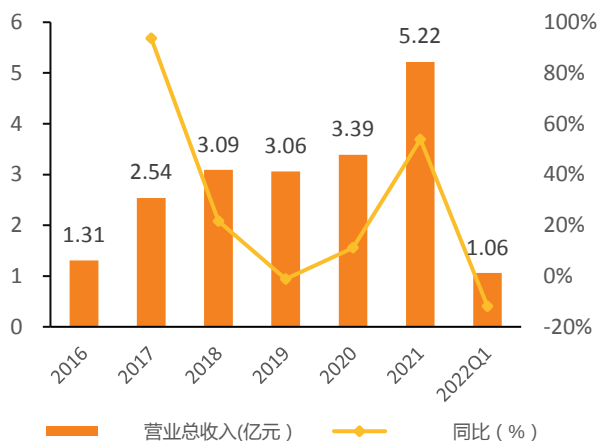
图 3：公司深耕水雾化铁基粉体领域，应用领域广阔（营收占比为 2021 年报数据）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

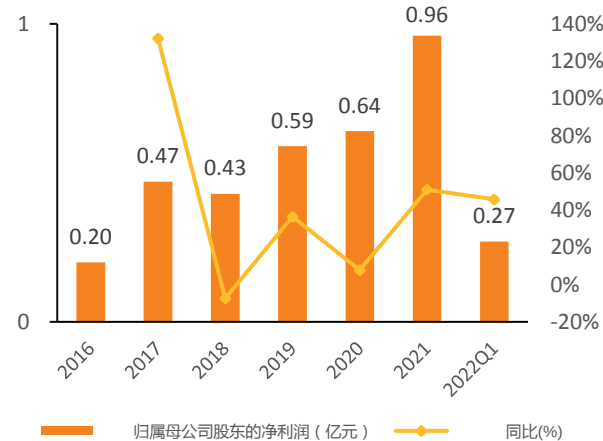
铁粉销量稳定增长，推动业绩持续上升。公司营业收入由 2016 年的 1.31 亿元增长至 2021 年的 5.22 亿元，年复合增长率达 31.85%；同期，公司归母净利润由 0.20 亿元增长至 0.96 亿元，年复合增长率达 36.71%，营收利润维持快速增长。2022Q1 公司营业收入 1.06 亿元，同比-11.97%；2022Q1 公司归母净利润为 0.27 亿元，同比+45.76%。

图 4：公司营业收入稳定增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

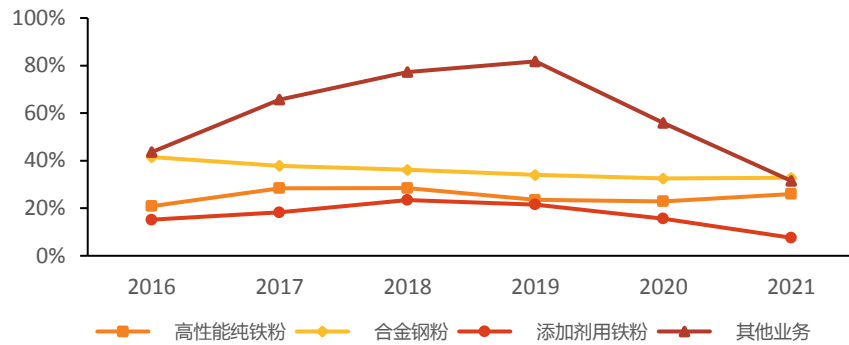
图 5：公司归母净利润逐年提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

原料价格上涨为短期干扰，未来毛利率有望回升。公司原材料主要为废钢、镍、铜以及液氨等，原材料成本占营业成本 75% 以上。21 年毛利率下降系因为原材料废钢价格阶段性上涨，公司成本随大宗商品涨价小幅攀升。未来随着原材料价格影响的不断消化，叠加规模化生产降本提效，公司综合毛利率有望回升，22Q1 毛利率 28.33%，同比+5.19pct。

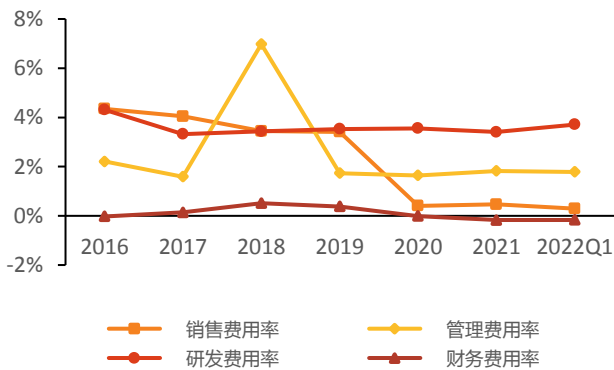
图 6：公司各业务毛利率对比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

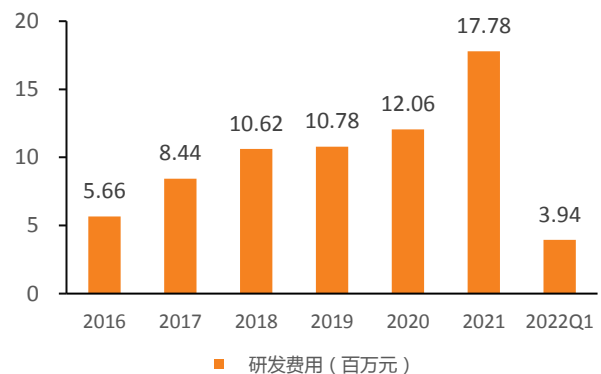
费用控制力强，不断加码研发投入。2021 年公司期间费用率为 5.52%，同比下降 0.07pct；2022Q1 期间费用率为 5.63%，同比基本持平，整体费用控制能力较强。同时，公司研判市场变化，聚焦优势产品，积极布局金属粉体材料前瞻性研发，持续加码投入筑造技术护城河，2021 年公司研发费用同比增长 47.40%。**我们预计随着公司未来整体产销规模扩大，技术升级，期间费用率或呈下降趋势，整体盈利能力有望进一步增强。**

图 7：公司期间费用率控制稳定



资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 8：公司研发费用不断加码（百万元）



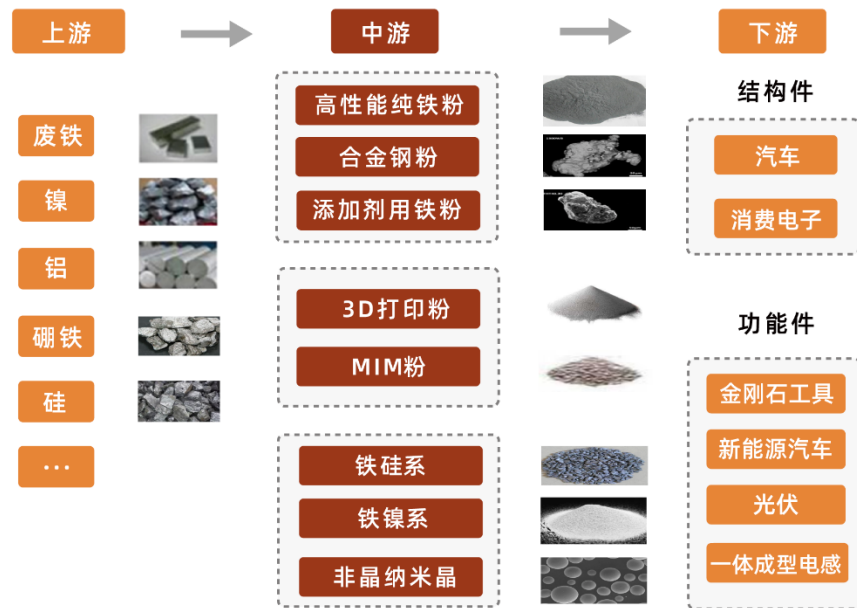
资料来源：公司招股说明书，公司公告，天风证券研究所

2. 下游应用多点开花，铁基粉体市场空间广阔

2.1. 下游产品高频化演进，应用空间广阔

铁基粉体的应用领域十分广泛，涵盖了交通工具、建筑、通讯设备、3C 电子等领域。铁基粉体产业链上游为废旧金属回收行业，回收材料为废铁、废铜等旧金属；中游为铁基金属粉体，可分为结构性材料和功能性材料；下游产业中，**结构性材料**应用于金属注射成型和粉末冶金，终端对接交通工具、家用电器、电动工具、3C 电子等产品；而**功能性材料**应用于磁性材料、金刚石工具、热喷涂、焊材及冶金辅料等领域，终端对接新能源汽车、光伏、消费电子用片式电感、建材、冶金、机械。

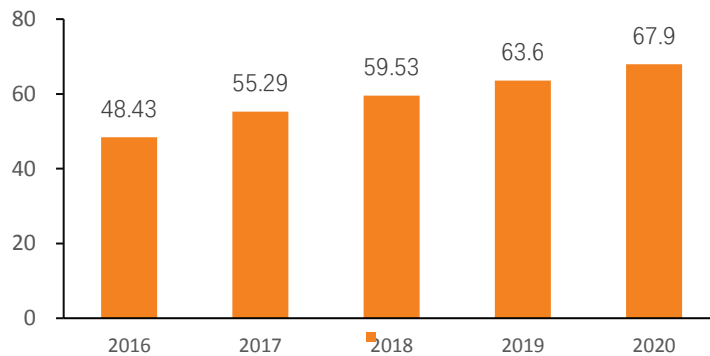
图 9：铁基粉体产业链



资料来源：公司招股说明书，公司官网，安泰科技官网，明锐硅业官网，百得汇冶金官网，长江铜业网，神运铁合金网，中国供应商网，辰聚精密官网，天风证券研究所

终端应用不断拓展，铁基粉体需求旺盛。以粉末冶金制品为例，随着交通工具、3C 电子等传统行业渗透率不断提高，金属注射成型、3D 打印等新型技术升级迭代，粉末冶金工艺优势显现，终端应用领域市场不断打开，拉动铁基粉体市场需求释放。根据中国钢协粉末冶金协会数据显示，2019 年全国（统计 6 家主要企业）雾化钢铁粉末销售量为 25.90 万吨；2020 年中国钢铁粉末销量为 67.90 万吨，2016 年-2020 年年复合增长率为 8.82%。

图 10：中国钢铁粉末销量不断上升（万吨）



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

2.2. 铁基粉体制备工艺多样，细分领域水雾化优势显著

金属粉末是小于 1mm 的金属颗粒群，是粉末冶金的主要原材料。铁基粉体是金属粉体行业中最重要粉体品种，目前铁粉制备应用最广的为还原法、雾化法、羰基法、机械粉碎法以及电解法等。公司掌握高水平制备工艺，大规模采用水雾化制备铁粉，相较于其它工艺，水雾化粉末晶粒小，纯度、松装密度和压缩性高，适用于大规模预合金钢粉生产。

表 1：铁粉制备工艺对比

种类	工艺	优点	缺点
还原法	利用固体或气体还原剂还原铁的氧化物 F3O4 来制取海绵状的铁	铁粉孔隙小密，表面积大，物理性能高	工序多，成本高
雾化法	利用高速流体直接击碎液体金属或合金而制得金属粉末。利用高速气流为气雾化，利用高压水流为水雾化	气雾化粉末球形度好，杂质含量低；水雾化粉末形貌属于不规则形状，粉末成型保型性好	工艺要求高
羰基法	金属铁等与一氧化碳合成为金属羰基化合物，再热分解为金属粉末和一氧化碳	高选择性，粉末细、纯度高	工艺难度大，成本高
机械粉碎法	靠压碎、击碎和磨削等作用，将块状金属、合金或化合物机械地粉碎成粉末	工艺简单	粉末易出现加工硬化，现状不规则以及流动性变坏和团块等特征
电解法	通过外加电压形成电解反应，在阴极，电极电位高的离子易获得电子而优先析出。而在阳极，电极电位愈低者优先氧化而溶解，进入溶液	纯度高，形状多为树枝状，成形性好，压缩性较差	过程电耗大，粉末制造成本高

资料来源：还原铁粉网，悦安新材招股说明书，新材料网，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：市场集中度高，头部优势日益显现

中小企业众多，聚焦中低端市场，高端需求难以满足。我国有超过 110 家铁基粉体生产企业，但绝大多数企业规模较小，生产工艺及产品集中于中低端市场，与国外厂商存在较大差距，产品主要应用于摩托车、制冷压缩机、农机等中低端产业。国内众多中小企业处于初步实现规模化生产阶段，研发实力及产品质量方面不具备竞争优势，在中低端市场竞争日益激烈的情况下存在较大经营压力。同时，叠加下游行业对粉体尺寸变化率控制水平的高要求趋势，高端需求难以满足。

龙头企业数量少，市占率高，头部优势日益显著。国内铁基粉体行业具有较大生产能力的企业仅屹通新材、鞍钢粉材、鲁银新材(莱钢粉末)及吉凯恩(霸州)等企业，凭借规模、技术及先发优势占据较高的市场份额，在市场口碑、客户基础等方面建立优势。2018-2020 莱钢粉末、鞍钢粉材、屹通新材及吉凯恩（霸州）四家企业占钢协粉体会员单位总销量占比超一半，龙头企业纷纷抢占先机，乘下游市场发展东风，产品优势逐步体现。

2.4. 政策指引助力发展，国产替代正当时

国家政策驱动，金属粉体领域快速发展。金属粉体下游产品广泛应用于交通工具、家用电器、工程机械等领域核心零部件，贯彻“废物利用”理念，使其成为新材料及高新技术发展不可或缺的组成部分。国家接连发布了《中国制造 2025》《“十三五”材料领域科技创新专项规划》等政策，在产业结构调整及产业政策的支持下，我国金属粉体及粉末冶金行业或快速受益，进口替代方向由低端转高端，国内市场空间持续扩张。

表 2：相关政策助力金属粉体行业发展

时间	部门	产业政策	主要内容
2015 年	国务院	《中国制造 2025》	大力推广推动重点领域突破发展，瞄准新一代信息技术、高端装备、新材料等战略重点。新材料中以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点

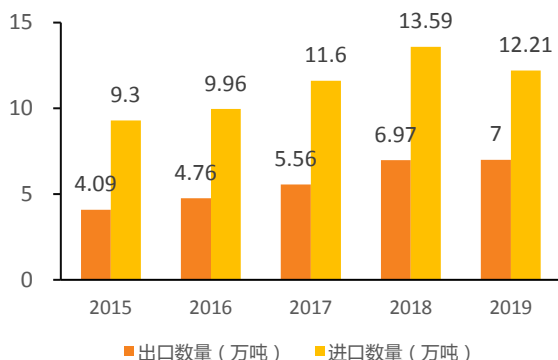
2017 年	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	在新材料技术发展方面,重点研究高性能纤维及复合材料、高温合金、材料表面工程技术、3D 打印材料与粉末冶金技术、金属与陶瓷复合材料等关键材料和技术,实现我国高性能结构材料研究与应用的跨越发展
2018 年	工信部、发改委、国防科工委等 9 部委	《新材料标准领航计划 (2018-2020 年)》	从新材料技术、产业发展的战略性、基础性特点出发,科学规划标准化体系,明确新材料标准建设的方向,指导新材料产品品质升,带动科技创新,引领产业健康有序发展

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

高端市场打开, 下游国产化推动上游国产化。高端粉体市场长期被国外厂商占据, 但随着国内厂商技术提升及产业链紧密合作, 高端市场逐步国产化。以汽车为例, 在下游整车厂对供应商降价要求日益严格的趋势下, 国内粉末冶金企业积极对接金属粉体企业的高端粉末, 降低采购成本维持高盈利水平, 通过粉末冶金制品国产化, 推动金属粉体国产化。

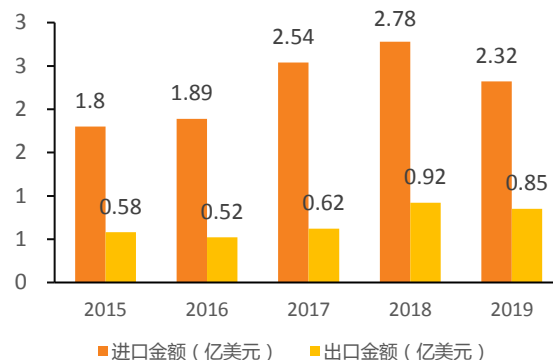
技术成本优势显现, 进口替代空间广阔。根据中国海关统计数据, 我国进口铁基粉体数量占总销量约 20%, 2019 年中国钢铁粉末进口数量为 9.87 万吨, 同比下降 2.34 万吨; 进口金额由 2.78 亿美元下降至 2.32 亿美元。根据钢协粉末冶金分会数据, 2018 传统压烧铁基粉体进口市场缺口约为 14 至 19 亿元, 而以屹通新材和赫格纳斯 (全球最大铁基金属粉体供应商) 对比, 国内铁粉成本优势明显。国内企业技术优势由量变到质变, 叠加成本优势不断加码, 铁基粉体进口替代空间广阔且进行正当时。

图 11: 铁粉进口数量下降, 国产替代空间大



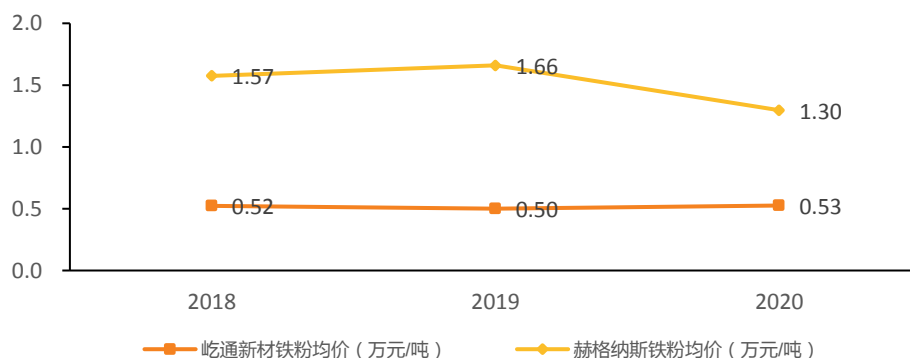
资料来源: 智研咨询, 中国海关, 天风证券研究所

图 12: 铁粉进口金额下降



资料来源: 智研咨询, 中国海关, 天风证券研究所

图 13: 国产粉体价格优势显著 (屹通新材与赫格纳斯铁粉单价对比)



资料来源: 公司招股说明书, 赫格纳斯官网, 天风证券研究所

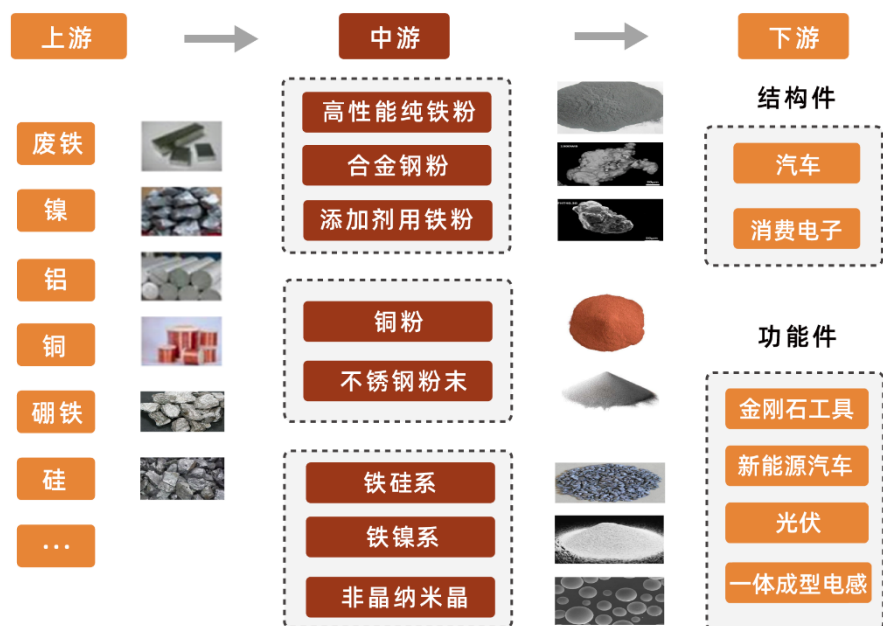
粉末冶金工业的进步提升雾化金属粉末的需求。随着粉末冶金工艺技术发展进步, 粉末冶金件性能稳步提升, 粉末冶金零部件的应用领域拓宽, 传统零部件的制造工艺选择多样化, 有望快速促进粉末冶金零部件市场发展。此外, 随着国内汽车工业尤其是新能源汽车的快

速发展，汽车零部件逐步走向国产化生产，国内汽车粉末冶金零部件产业迎来需求旺盛期。粉末冶金零部件是雾化金属粉末最大的应用领域，其快速稳定的发展能给雾化金属粉末的市场带来可观的发展机遇。

3. 铁粉为体软磁为翼，粉体业务

公司主营产品为高性能纯铁粉、合金钢粉和添加剂用铁粉等：高性能纯铁粉应用于传统及新能源汽车、机械等粉末冶金制品；合金钢粉应用于结构零部件；添加剂用铁粉应用于铝合金冶炼行业和焊材行业。同时，以粉体制备平台为基础，**拓展不锈钢粉体**（MIM、3D打印材料、压制粉），**切入软磁赛道**（铁硅、铁镍、铁硅铬、非晶纳米晶）。以客户重合度为基础，**拓展铜粉业务**，应用于粉末冶金、金刚石工具、摩擦材料等领域。

图 14：公司深耕铁基粉体，乘风布局软磁业务



资料来源：公司招股说明书，公司官网，安泰科技官网，明锐硅业官网，高科新材官网，百得汇冶金官网，辰聚精密官网，中国供应商网，神运铁合金官网，天风证券研究所

3.1. 铁基粉体：PM 和 MIM 景气度拐点或至

3.1.1. PM 领域：汽车行业需求扩张，高端市场国产替代加速

Powder Metallurgy (PM)，即粉末冶金成型，是粉末冶金工业的主要方法。凭借原材料利用率高、单位能耗低及环保等核心优势，粉末冶金工艺替代传统机械加工的趋势愈发明显。粉末冶金制品是铁基粉体的主要下游，占其 2020 年销量的 71.8%。公司相关产品已达到进口替代水平，广泛应用于中高端粉末冶金制品领域。

汽车是粉末冶金制品的重要终端场景，粉末冶金零部件占汽车零部件 60%以上，特别是具有高密度、高强度、复杂成形要求的变速箱零件。

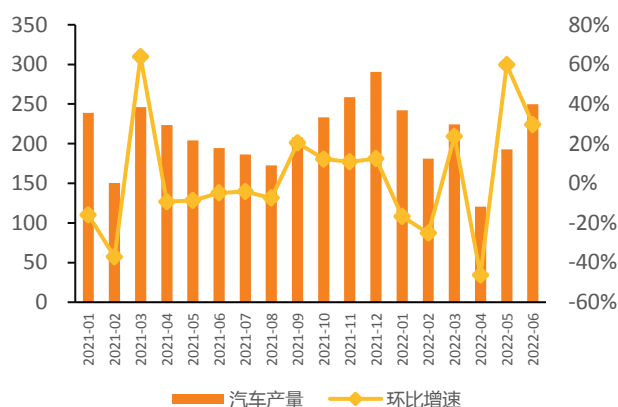
图 15：粉末冶金零部件在汽车中的应用



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

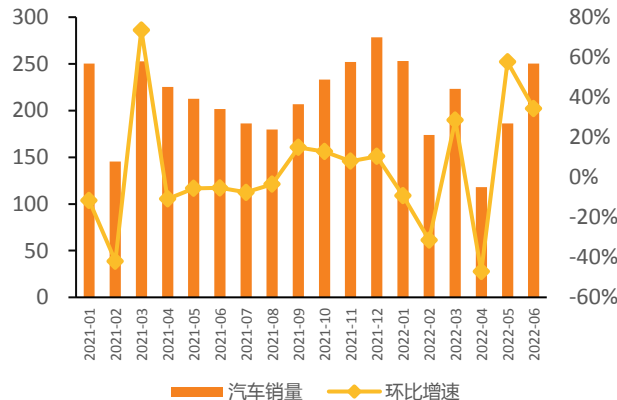
芯片供应改善经济复苏，叠加政策刺激，汽车回暖拉动 PM 业务。国内汽车产销量自 2022 年 4 月起持续走强，环比数据逐步回正。受益政策经济共振发力，汽车产销逐步走强，叠加长期芯片生态体系建立，行业景气度有望逐步反转，PM 业务盈利能力有望持续扩大。

图 16：2022 年国内汽车产量自 4 月回暖（万辆）



资料来源：国家统计局，wind，天风证券研究所

图 17：2022 年国内汽车销量自 4 月回暖（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，wind，天风证券研究所

单车用量提升，PM 空间广阔。中国单车粉末冶金零部件平均用量为 5-6kg，与发达国家存在较大差距。随着粉末冶金行业技术提高和车企降本需求推动，下游车厂逐步应用粉末冶金零部件进行国产替代。根据中国汽车工业协会预测，2022 年中国汽车销量为 2750 万辆，假设单车粉末冶金零件用量达到 7kg，有望创造 19.25 万吨的市场需求。

图 18：中国单车粉末冶金零件用量较低（kg）

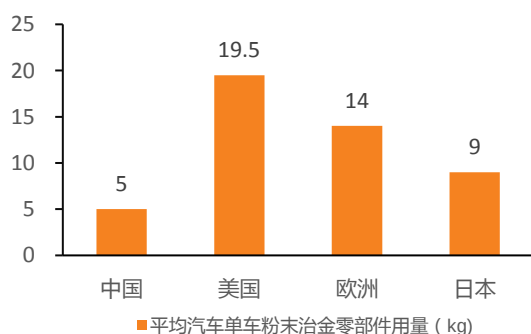
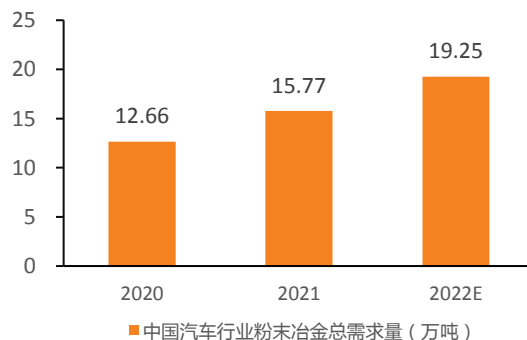


图 19：中国汽车行业粉末冶金总重量预计不断增加（万吨）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

3.1.2. MIM 领域：工艺优势明显，折叠屏铰链拉动新一轮景气周期

Metal Injection Molding (MIM)，即金属注射成型，是新型粉末冶金净成型技术。具有交货周期快、生产成本低、材料利用率高、适合大规模生产等优势。公司的合金钢粉和不锈钢粉末是 MIM 粉的重要原料，在消费电子领域及汽车领域具有广泛应用，同时公司积极拓展 MIM 粉相关产能。

图 20：MIM 在消费电子中的应用广泛

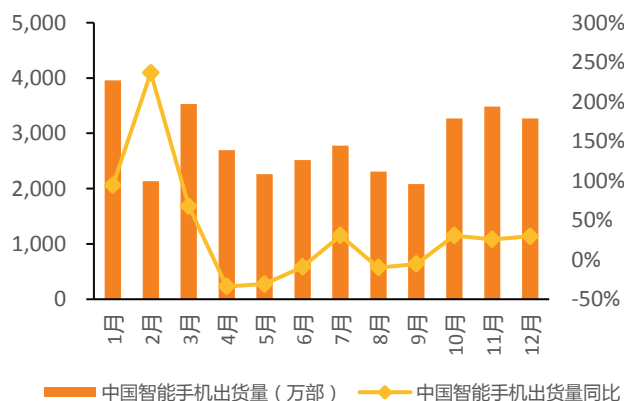


资料来源：精研科技官网，富驰科技官网，东睦股份官网，隆杰机电官网，伊比精密官网，天风证券研究所

短期智能手机、中期智能穿戴设备、长期折叠屏铰链，MIM 成长马力充足。MIM 匹配高端结构件精密复杂降本趋势，兼具高效大规模生产优势，成为消费电子和汽车零部件优秀产品，渗透率提升。

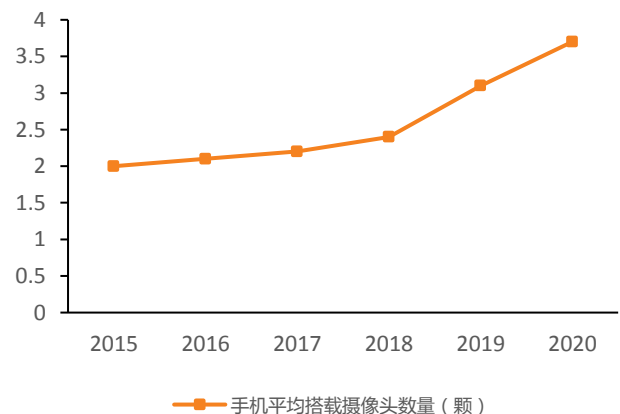
短期看，智能手机摄像头支架增速强劲。1) 5G 时代推动智能手机快速增量。伴随 5G 手机产业的成熟和 5G 基建的发展，智能手机“换机潮”逐渐显现，需求量回暖释放。2021 年 10 月以来国内手机出货量逐步回升，12 月当月出货量达到 3268.5 万部，同比增加 30%。2) 手机多摄渗透率不断提升。根据 Counterpoint 统计，2020 年平均每部智能手机镜头数量都在 3.7 以上，其中四颗及以上摄像头的手机占智能手机市场的 29%。预计到 2023 年，多后置摄像头的手机比例将达到 90%以上。

图 21：国内智能手机出货量自 9 月后逐步回升



资料来源：工业和信息化部，wind，天风证券研究所

图 22：手机平均搭载摄像头数量增加趋势显现（颗）

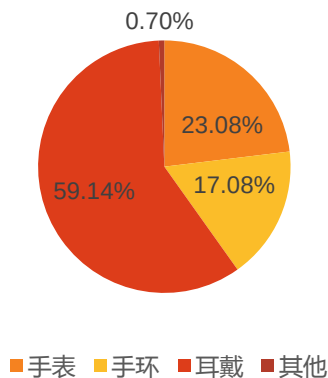


资料来源：Counterpoint，前瞻产业研究院，天风证券研究所

中期看，智能穿戴设备打开成长空间。根据 IDC 数据显示，2021Q3 全球智能穿戴设备总出货量达到 1.38 亿台，同比增长 9.9%。以智能手表表壳为例，旭日大数据预测 2022 年全球智能手表出货量为 3.65 亿，同比增长 52.7%，保守估计 MIM 制表壳单价为 40 元。假设

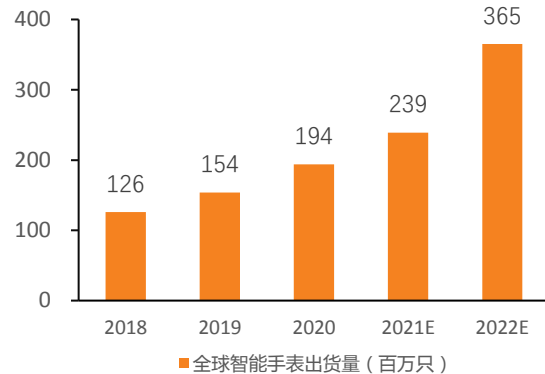
渗透率达到 50%，预计 2022 年 MIM 工艺制作的表壳潜在市场空间有望突破 73 亿元，市场增长空间可期。

图 23：2020 全球智能可穿戴设备中手表占据主要市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 24：全球智能手表出货量上升，市场规模扩大（百万只）



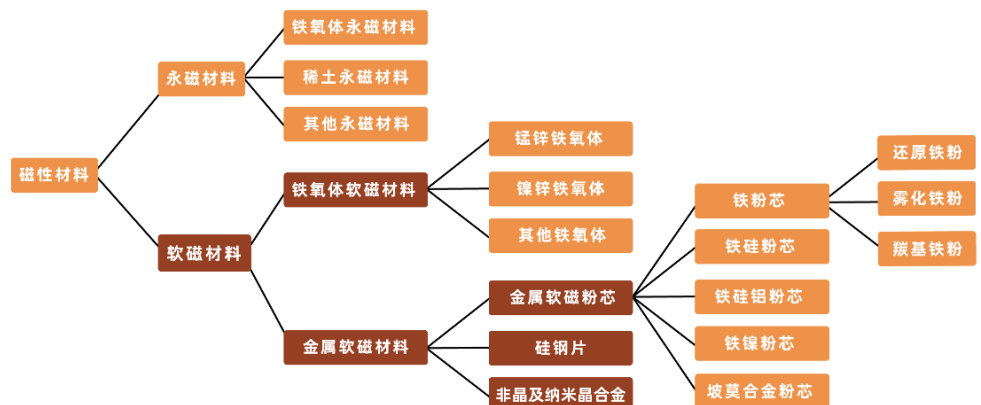
资料来源：旭日大数据，天风证券研究所

长期看，折叠屏铰链和汽车零部件渗透率空间广阔。(1)折叠屏铰链：过去以机加工为主，MIM 的诸多优势成功打开铰链市场，渗透率提升，随着头部手机品牌相继驶入折叠屏赛道，MIM 工艺持续受益未来的产品放量；(2)汽车零部件：逐步踏入“微型化、集成化、轻量化”的发展浪潮，我们预计未来 MIM 工艺在汽车零部件领域的渗透率有望攀升。稳定发展的汽车业及新能源的崛起推动高端零部件国产化趋势，为国内 MIM 行业带来机遇。

3.2. 软磁材料：光储新能源持续景气，非晶纳米晶未来将至

软磁材料包括铁氧体软磁材料、金属软磁粉芯、硅钢片、非晶及纳米晶合金材料，其功能是电磁能量的转换与传输，作为电感元件的核心材料，是能耗提升背景下驱动高功率密度发展的关键抓手。公司依托现有资源切入软磁赛道，拟扩产 2.5 万吨，主要涵盖铁硅、铁硅铬、铁镍、非晶及纳米晶系列。其中，铁硅应用光储新能源汽车高景气赛道，铁硅铬应用电子场景用芯片电感，铁镍应用于 5G 基站，非晶纳米晶应用于高频高性能领域，部分场景替代高导铁氧体。

图 25：软磁材料分类



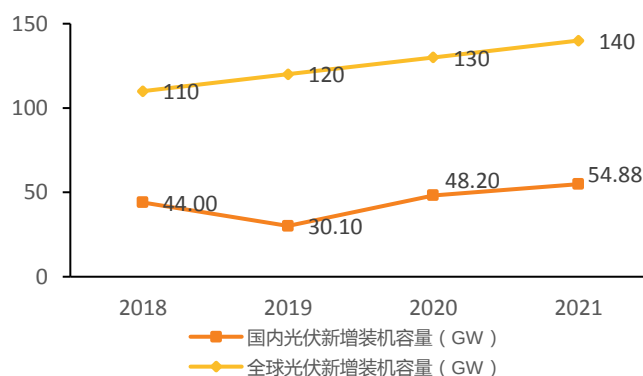
资料来源：铂科新材招股说明书，悦安新材招股说明书，天风证券研究所

3.2.1. 铁硅系软磁粉：站稳光储新能源高景气赛道

气雾化制备的铁硅系软磁粉可制成合金软磁粉芯，进一步制成功率绕线电感，广泛应用各种电力场景，如光伏逆变器、储能变流器、新能源汽车及充电桩、UPS、变频空调等。

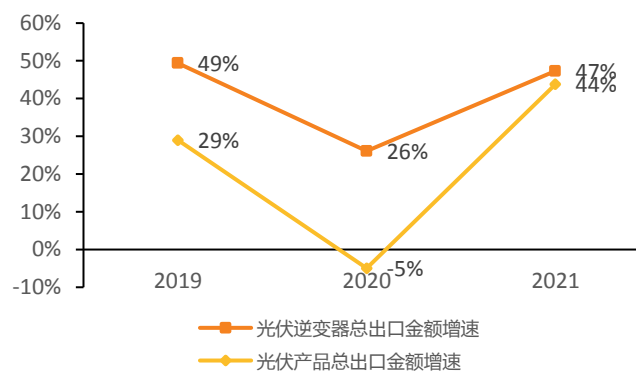
光伏领域：国内新增装机量提升&海外逆变器出口共振，铁硅系合金软磁粉芯享受双轮驱动。合金软磁粉芯制电感广泛应用于光伏组串式逆变器，根据中国光伏行业协会数据显示，组串式逆变器占据市场主流（2021年国内占比69.6%），且渗透率有望再提升，叠加国内新增装机量稳步提振，金属软磁材料需求释放。同时，海外新增装机量快速增长，拉动光伏组件出口提升，逆变器出口享受景气度中的景气增速，带动金属软磁材料需求扩张。假定未来新增装机量稳定增长，我们预测，至2023年国内光伏市场所需金属软磁材料有望达3.7-3.8万吨，全球需求将超10万吨。

图 26：国内及全球光伏新增装机量逐年上升



资料来源：中国光伏行业协会，天风证券研究所

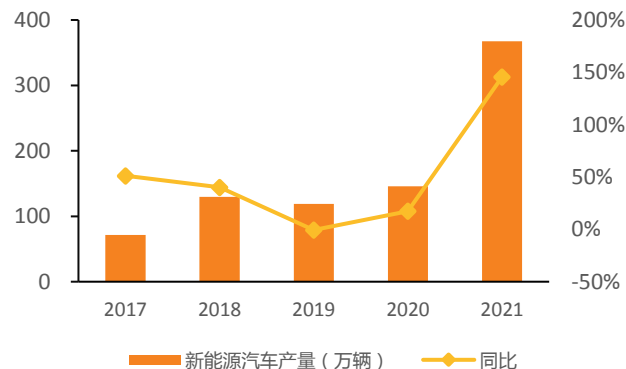
图 27：光伏逆变器出口增速高于行业平均



资料来源：Wind，光明网，天风证券研究所

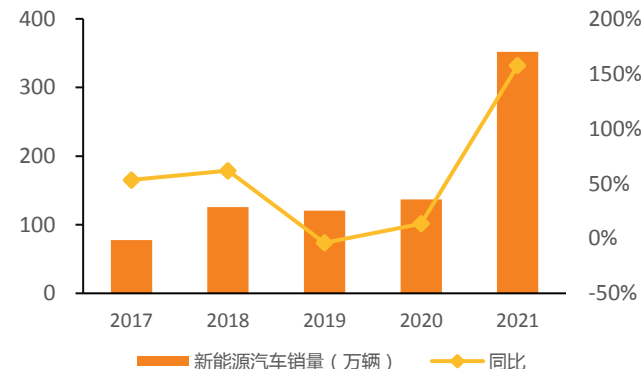
新能源汽车领域：铁硅系合金软磁粉芯应于新能源车载充电机 OBC 及 DC/DC 电源变换器。新能源汽车产业快速发展，新能源汽车在 2021 年产销实现高速增长，我们预计 2025 年销售渗透率有望突破 25%；叠加汽车智能化主题贯穿发展方向，单车电子元器件用量将不断提升，驱动合金软磁材料需求快速提振。

图 28：国内新能源汽车产量 2021 年高速增长



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 29：国内新能源汽车销量 2021 年增量显著



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

800V 系统趋势初显现，合金软磁用量再提升。新能源汽车快充和电池续航里程需求推动下，800V 电驱动系统应运而生。800V 电驱动系统减小系统尺寸和重量的同时能延长汽车

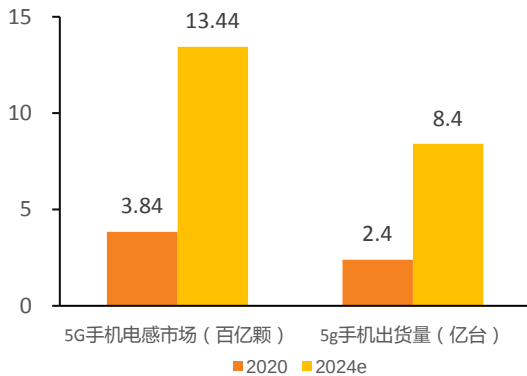
续航里程距离，并显著提高其充电速度。目前，小鹏、广汽埃安、比亚迪、理想汽车、北汽极狐等车企均已布局 800V 快充技术，并有望陆续实现量产。目前 400V 纯电动汽车合金软磁用量 0.6-0.8kg/辆。混动汽车用量 2-3kg/辆，800V 高压平台下纯电动车型须安装升压模块，用量提升至约 2.7kg/辆，800V 趋势拉动金属软磁材料需求的再提升。

3.2.2. 铁硅铬软磁粉：电子场景用关键材料

水雾化制备的铁硅铬软磁粉可进一步制成一体成型片式电感，具备小型化、防锈、成本性价比等优势，广泛应用各种电子场景，如笔记本电脑、智能手机、平板电脑、服务器等。

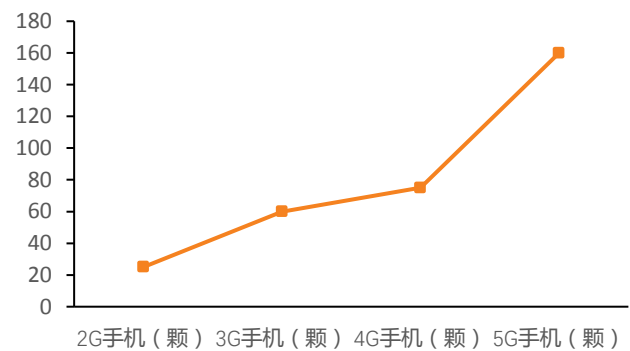
智能手机领域：渗透率和单机用量提升，一体成型电感迎增长期。据中国电子元件行业协会数据，2G、3G、4G、5G 手机单机电感用量约为 20-30 颗、40-80 颗、90-110 颗、120-200 颗，5G 手机搭载电感数量显著提升。一体成型电感占苹果几乎 100%，占三星 50%以上，国内华为、小米、oppo、vivo 等主流厂商也逐渐跟随以解决大电流和高密度贴装需求。目前行业处于一体成型代替绕线电感的初期阶段，长期趋势看，一体成型电感或全面渗透。

图 30：5G 电感市场预期快速扩张



资料来源：IDC, 中国电子元件协会, 天风证券研究所

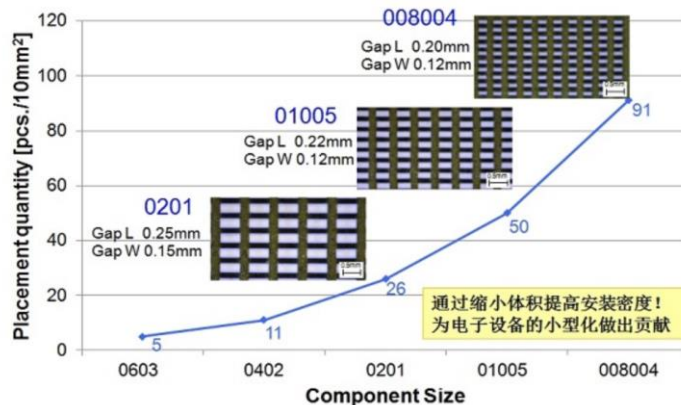
图 31：5G 手机电感用量显著提升 (颗)



资料来源：中国电子元件行业协会, 天风证券研究所

电子信息领域：一体成型体积显著优于绕线型电感，广泛应用于 PC 及网通设备中。细分应用看，PC 约占 40%，网通及数据中心占 50%，固态硬盘及小型网路设备占 10%。电子产品轻薄短小功能集成的诉求是永恒的话题，在封装空间有限的情况下，电感尺寸呈缩小趋势，推动一体成型电感需求释放。

图 32：以村田为例，电感体积不断缩小



资料来源：村田官网, 天风证券研究所

3.2.3. 非晶及纳米晶一体成型电感：高端领域的未来选择

一体成型电感通过将空心线圈植入模具并填充磁性粉体压铸而成，具有体积小、电流大、抗磁强、阻抗低及更稳定特性，广泛应用于电子信息、手机等领域。一体成型电感可以采用羰基铁粉、合金粉末、非晶及纳米晶粉末制成。

优异性能匹配行业趋势，非晶纳米晶未来可期。其中，雾化法制备的非晶纳米晶粉末较传统合金粉末，具有高密度、小颗粒尺寸、所制成电感损耗更低、防锈性能强等优势。未来随着电子行业小型化、集成化、多功能化、大功率化的发展趋势，非晶纳米晶在电感中的渗透率有望提升，需求旺盛期指日可待。

图 33：非晶纳米晶粉末性能优越

产品	粉末参数表				
	氧含量 (PPM)	振实密度 (g/cm ³)	激光粒度 (um)		
铁硅铬-A	2400	4.02	D10	D50	D90
铁硅铬-C	2200	3.98	3.5	10.1	24.2
铁硅铬-D	2200	3.95	3.6	10.1	24.2
铁硅铬-E	2200	3.95	3.5	9.9	24.2
铁硅铬-E	2200	4.1	3.5	10.2	25.6
非晶合金-01	1400	4.34	4.2	10.2	25.1
非晶合金-02	1000	4.58	10.2	24.8	50.2
纳米晶合金-01	1400	4.41	3.8	9.9	23.8

非晶及纳米晶合金为一体成型电感用粉末

资料来源：安泰科技官网，天风证券研究所

图 34：非晶纳米晶制一体成型电感性能凸显

材质	电感特性表				
	磁导率	耐电压性 (kV)	防锈性能	饱和 (H20%) /Oe	① 损耗 (mW/cm ³)
铁硅铬-A	38.2	0.7	Good	130	4000
铁硅铬-C	36.2	0.9	Good	125	4200
铁硅铬-D	34.2	1	Best	120	4000
铁硅铬-E	34.2	1	Better	120	3800
非晶合金-01	18.5	1	Good	130	3200
非晶合金-02	17.5	0.9	Better	150	2800
纳米晶合金-01	19.5	0.9	Better	140	900

测试条件：①50kHz, 100mT

资料来源：安泰科技官网，天风证券研究所

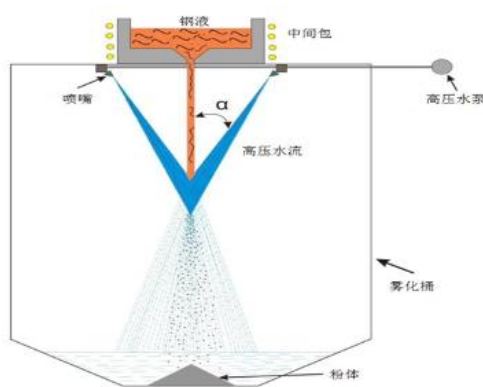
4. 多方位构铸造竞争力，粉体规模化优势显著

4.1. 技术+设备+成本三重优势，筑造提效降本护城河

铁基粉体生产需要进行熔炼、雾化、还原等工艺处理，同时温度、还原气氛、水流流速等因素均对产品性能产生较大影响。公司深耕核心技术，关键设备实现自主研发生产，产品性能和生产效率高筑，叠加区域优势成本降低。

雾化技术：掌握水雾化核心技术，生产效率与关键性能指标优异。公司通过控制钢液流速，优化雾化喷嘴设计及调节水压等方法，掌握“大流量高压水雾化”核心技术，制备能力从最初的 80kg/min 提升至 500kg/min，为国内单点水雾化效率的最高水平，缩短雾化周期，同时铁基粉体的关键性能指标不断攀升。

图 35：公司雾化工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

干燥工艺：优化干燥工艺及设备，提升处理量，产品性能改善。雾化形成的铁基粉体含水率高，需进行脱水干燥。公司利用双温区设计让粉末先预热再快速烘干，避免由于加热温

度高导致的粉体氧含量增加和粉体的直接粘连，逐步形成“低温低氧干燥技术”，并设计制造双温区螺旋式干燥设备，单台干燥设备的年处理量从 1500 吨提升至 4 万吨，干燥后毛粉氢含量低于 0.9%，处于国内外领先水平。

核心设备：公司掌握“高效低耗还原”核心技术并自主研发制造，成本优势显著。还原是对脱水干燥后形成的毛粉进行脱碳、脱氧、退火的关键工序。公司掌握了大型钢带式“高效低耗还原”核心技术，成为国内极少数使用自主设计年产 2 万吨大型带式还原炉的企业之一。根据国外第三方粉末冶金工业炉制造企业报价，1 万吨进口还原炉报价高达为 214.50 万欧元，而公司自制成本仅为其几分之一，且运营维护成本低，综合成本优势明显。

图 36：公司自主掌握核心技术图谱

主要制备工艺环节	核心技术名称	具体介绍	自主设计制造设备
雾化	大流量高压水雾化技术	公司通过优化漏包、高压水泵、喷嘴、雾化桶等关键设备的结构以及提高核心参数，形成了“大流量高压水雾化”核心技术，可以有效缩短雾化周期，改善钢液温度大幅降低对铁粉粒度、成分的不利影响，进而提高粉体的性能	喷头座、雾化桶
真空、脱水、干燥、磁选	低温低氧干燥技术	公司在产品烘干工艺中采用间接加热方法，提高高烘干效率并降低能耗；公司通过优化烘干温度、速度等工艺参数，有效防止烘干过程中的氧化，显著降低了毛粉氧含量	低温低氧干燥机、湿式磁选机
还原	高效低能耗还原技术	公司通过多年攻关，具备年产 2 万吨大型带式还原炉等关键生产设备的自主设计、制造及安装能力。通过不断优化工艺参数，在保证粉末产量和质量稳定的基础上明显降低电耗、气耗等能耗指标，显著提升企业竞争力	1WT 钢带式铁粉还原炉、2WT 钢带式铁粉还原炉
破碎和筛分	-	-	锤式破碎机
合批、包装	-	-	双锥合批机-1、双锥合批机-2
定制化服务	烧结尺寸变化率稳定性控制技术	公司掌握了金属粉体成分、粒度、形状，添加剂种类、含量等因素对金属粉体烧结尺寸变化率的影响规律，可以根据客户的模具和零件尺寸精度的个性化要求，生产出烧结尺寸变化率稳定性优异的金属粉体	-
	无偏析混合技术	公司掌握了粘结剂种类、加入量、加热温度等关键参数对粉体性能的影响规律，通过工艺优化改善混合粉的成分偏析、流动性和烧结尺寸率的稳定性，使无偏析混合粉成为公司未来最具有竞争力的产品之一	-

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

区位优势：产业链集群效应，成本优势显现。公司位于浙江省杭州市，处在国内粉末冶金制造业分布集中、产业链完整的区域。根据机协粉末冶金分会数据，浙江、江苏及上海粉末冶金制品企业的年产量和销售额均超全国占比的 60%。上游看，公司周边钢铁制品制造业发达，钢铁冶炼企业较少，原材料废钢资源充足，采购成本低。下游看，主要粉末冶金制品企业与公司距离近，运输成本低，且利于提高后续持续服务质量。

4.2. 核心产品达到国际先进水平，进口替代进行中

高端金属粉体市场长期被海外占据，公司以中低端铁基粉体为基础，不断提升中高端产品的产品性能及技术指标，逐步实现进口替代。纯铁粉方面，公司通过高纯熔炼、低温低氧干燥、高温深度还原技术，开发的纯铁粉 300WG 压缩性超 $7.20\text{g}/\text{cm}^3$ ，达到全球先进水平。扩散合金粉方面，公司生产的扩散合金钢粉 1300WB、2300WB 具备高压压缩性，后续烧结件力学性能良好，主要性能指标已接近国外先进水平。

目前公司高性能纯铁粉 300WG 具备较大进口替代空间，各类合金钢粉处于快速增长阶段。随着生产规模扩大，研发投入加码，客户认可度提高，进口替代正当时。

图 37：300WG 粉体性能达到国外先进水平

图 38：扩散合金与国外同类产品性能接近

规格	松装密度 (g/cm ³)	流速 (s/50g)	压缩性 (g/cm ³)
国外先进	3	25	7.24
300WG	2.98	24	7.23

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

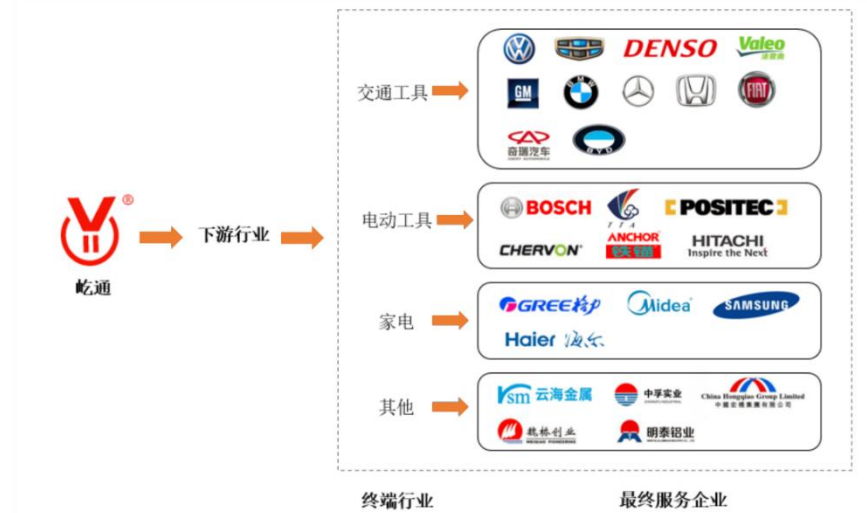
测试项目	1300WB	国外同类产品
烧结	横向断裂强度/Mpa	1088
	尺寸变化率/%	0.26
	硬度/HRB	81.5
热处理	横向断裂强度/Mpa	1607
	尺寸变化率/%	0.33
	硬度/HRC	37.6

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

4.3. 下游客户优质稳定， 定制化服务优势显著

公司客户优势显著，形成良好品牌效应。公司主要客户为粉末冶金制品企业如东睦股份、无锡恒特力、常熟迅达等，下游客户进而服务于终端奔驰、宝马、比亚迪、博世、电装，爱信、格力、美的等知名头部品牌。

图 39：公司下游客户优质



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

高效定制化技术，衍生强替代能力。下游粉末冶金制品企业在选定金属粉体供应商后，会根据铁基粉体尺寸变化特性对自身模具进行一定的修改甚至定制。公司成功研发无偏析混合技术，产品尺寸变化率控制水平与国际基本持平，能够在不改变下游客户模具的前提下，实现对其他同类厂商的产品替代。叠加下游企业成本压力持续增长的趋势，公司产品价格优势吸引力提升，有望不断开拓新客户资源。

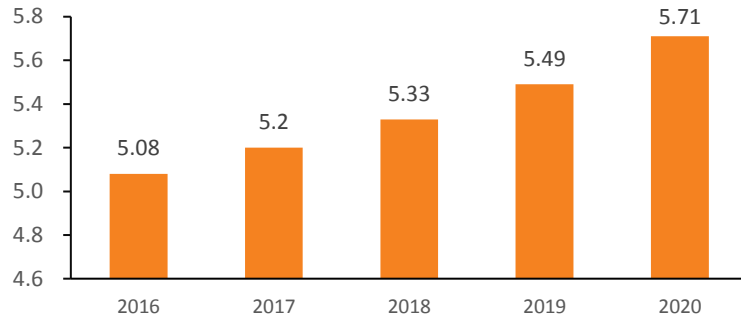
5. 布局软磁&新能源赛道，赋能乘法式成长

募投+改造升级+新项目：现有核心铁粉业务实现产能翻倍，规模化优势下基本盘稳步增长；以粉体制备平台为基础，积极拓展中高端小品种粉体，如 MIM 喂料、3D 打印材料、压制粉等；以客户重合度为基础，积极拓展铜粉。同时，公司积极布局软磁材料 2.5 万吨，以及新能源零部件 2.2 万件，有望享受景气度和估值的再提升。

5.1. 金属粉体业务：募投改造产能翻倍，新扩产布局软磁赛道

5.1.1 募投扩产项目：公司 2021 年募投年产 7 万吨替代进口铁、铜基新材料智能制造项目，进行产业链的横向拓展。截至 2021 年 12 月，一期部分生产线处于设备调试及试生产阶段，二期项目厂房设计已完成。随着未来铜粉产能逐步释放，营收增长再添动力。**铜粉生产多为雾化工艺，与公司优势产品铁基粉体的制备工艺类似，经验技术得以复用。同时，铜粉与铁粉的应用领域相似，客户重合度高，依托现有客户资源，有望快速打开铜粉市场。**

图 40：中国铜粉销量逐年提升（万吨）

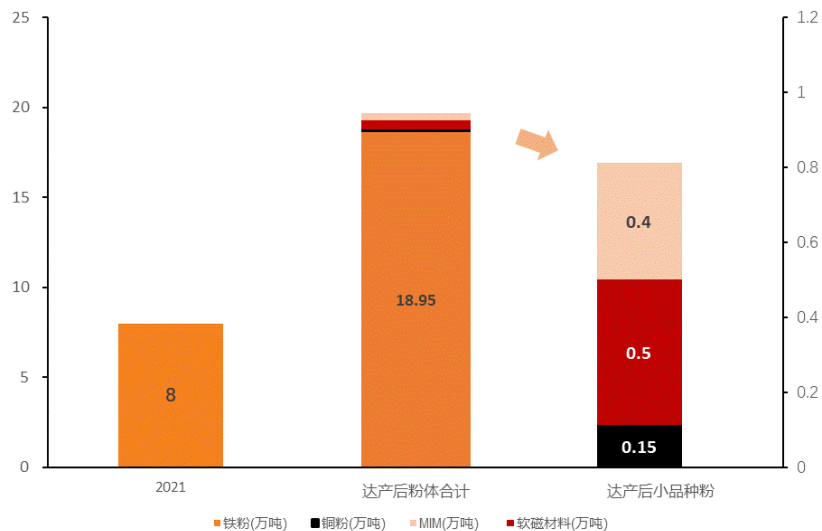


资料来源：智研咨询，天风证券研究所

5.1.2 改造升级项目：公司正积极推进升级改造年产 13 万吨铁、铜基新材料智能制造项目，截至 2021 年 12 月，一期正处于设备安装调试及试生产过程中，投产后磁性材料产能为 2000 吨/年。公司将铁基粉体为主的产品线延伸至金属软磁材料，并逐步向金属注射成型、3D 打印等领域拓展。

5.1.3 募投扩产 & 改造升级项目：我们预计公司粉体有望实现 20 万吨总产能，实现翻番突破瓶颈。随着下游景气度持续确认，小品种粉体需求旺盛，如客户市场拓展顺利，我们认为公司未来有可能根据市场需求，提高小品种粉末比例结构，实现更好的盈利水平。

图 41：达产后公司粉体总产能预计翻番（根据现有公告披露，详细以实际扩产为准）



资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

5.1.4 新增 2 万吨软磁项目：公司 6 月 24 日公告拟扩产 2 万吨新能源用软磁材料，产品涵盖光伏逆变器用铁硅系、芯片电感用铁硅铬系、5G 基站用铁镍系、高性能非晶及纳米晶软磁粉体等。预计达产后实现营收 8.7 亿元，净利润 1.77 亿元。

5.2. 新能源零部件业务：切入风水氢新能源赛道，打开成长估值空间

公司拟投建年产 2 万件+2 千件新能源装备关键零部件项目，以大兆瓦风力发电机主轴、抽水蓄能水轮机轴、制氢储氢特种压力容器锻件等为代表。项目达产预计分别实现销售收入 15.3、10.3 亿元；净利润 3.70、2.32 亿元。

共享现有资源，成本优势再提升。公司拟建设产品与原有业务在原材料、生产设备、工艺技术、研发测试等方面相同或相近，发挥协同优势，共享现有设备资源，降低成本支出，同时提高铁总采购量，有利于成本稳定。

碳中和叠加降本，风电行业高景气。碳中和及海风降本趋势，推动风电行业长期成长，根据全球风能协会 GWEC 预测，2025 年全球新增风电装机将达到 112.2GW，我国累计风电装机容量将达到 507.72GW。

抽水储能及储氢关键零部件需求旺盛。抽水蓄能是当前技术最成熟、最具大规模开发条件的储能技术，根据国家能源局的规划，2030 年抽水蓄能总规模将达到 120GW，是 2020 年的 4 倍。利用可再生能源电解水制氢过程无碳化，是未来实现可再生能源大规模跨季节运输、储存的最佳整体解决方案。

6. 盈利预测与估值

作为国内雾化铁粉龙头，公司核心技术+成本+客户优势显著，软磁和清洁能源业务有望打开第二成长极。公司下游各领域景气度高企，新业务有望享受景气度的再升级，募投及改造项目释放新增产能，营收利润有望快速增长，**预计公司 2022-2024 年营收分别为 6.11/10.25/17.20 亿元，归母净利润分别为 1.22/1.65/2.68 亿元。**

图 42：公司主营业务收入预测

		2020	2021E	2022E	2023E	2024E
铁粉	高性能纯铁粉					
	收入（百万元）	192.06	309.00	312.31	373.58	533.69
	成本（百万元）	148.09	228.60	221.74	265.24	378.92
	毛利（百万元）	43.97	80.40	90.57	108.34	154.77
	毛利率（%）	22.89%	26.02%	29.00%	29.00%	29.00%
	合金钢粉					
	收入（百万元）	109.00	138.00	142.20	170.10	243.00
	成本（百万元）	73.54	92.79	94.56	113.12	161.60
	毛利（百万元）	35.46	45.21	47.64	56.98	81.41
	毛利率（%）	32.53%	32.76%	33.50%	33.50%	33.50%
	添加剂用铁粉					
	收入（百万元）	37.49	74.00	74.86	89.55	127.92
	成本（百万元）	12.45	68.38	63.63	76.11	108.74
	毛利（百万元）	25.04	5.62	11.23	13.43	19.19
	毛利率（%）	66.78%	7.59%	15.00%	15.00%	15.00%
	合计					
	收入（百万元）	338.55	521.00	529.37	633.23	904.62
	成本（百万元）	234.08	389.77	379.93	454.48	649.25
	毛利（百万元）	104.47	131.23	149.44	178.76	255.37
	毛利率（%）	30.86%	25.19%	28.23%	28.23%	28.23%
铜粉	收入（百万元）			13.60	235.20	470.40
	成本（百万元）			12.24	214.20	428.40
	毛利（百万元）			1.36	21.00	42.00
	毛利率（%）			9%	9%	9%
不锈钢粉	收入（百万元）			22.00	52.68	113.19
	成本（百万元）			16.50	39.51	84.89
	毛利（百万元）			5.50	13.17	28.30
	毛利率（%）			25%	25%	25%
软磁粉末	收入（百万元）			45.40	102.80	229.12
	成本（百万元）			34.05	71.96	148.93
	毛利（百万元）			11.35	30.84	80.19
	毛利率（%）			25%	30%	35%

资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

(1) 铁粉+铜粉+不锈钢粉：我们选取铁粉及结构件行业相关公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2022-2023 年平均 PE 分别为 24/18 倍。作为雾化铁粉龙头，公司具备技术+设备+区域三重优势，产能释放在即推动营收增长。同时考虑公司进军新能源零部件赛道，协同效用创造额外成本优势，熔炼到锻件的一体化布局有望打造高盈利能力，给予一定估值溢价，该业务 2023 年合理估值区间为 25-30 倍，对应市值 33.05-39.66 亿元。

表 3：铁粉+铜粉+不锈钢粉业务估值比较（数据截至 2022 年 7 月 18 日，盈利预期来自 Wind 一致预期）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
600114	东睦股份	57.14	1.94	2.67	29.40	21.42
300709	精研科技	52.57	3.18	4.37	16.55	12.04
688786	悦安新材	38.45	1.23	1.65	31.36	23.28
	平均值				25.77	18.91
300930	屹通新材	38.20	1.08	1.32		

资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 软磁材料：我们选取软磁行业相关公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2022-2023 年平均 PE 分别为 49/33 倍。作为软磁行业新秀，公司有望依托现有雾化设备技术经验、优质客户资源，成功切入软磁赛道试锋芒，该业务 2023 年合理估值区间为 30-35 倍，对应市值 5.69-6.54 亿元。

表 4：软磁业务估值比较（数据截至 2022 年 7 月 18 日，盈利预期来自 Wind 一致预期）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
300811	铂科新材	106.39	1.95	2.91	54.46	36.58
688190	云路股份	107.51	2.23	3.39	48.16	31.71
	平均值				51.31	34.15
300930	屹通新材	38.20	0.08	0.19		

资料来源：Wind，天风证券研究所

不考虑 2.2 万件新能源零部件项目以及新增 2 万吨软磁项目，公司 2023 年目标市值 38.74-46.30 亿元，对应目标价为 38.74-46.30 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

（1）市场需求波动风险

公司现有产品的终端应用领域受宏观经济形势、居民可支配收入以及消费者信心的影响较大。如果我国相关行业景气度持续下降，产销规模不及预期，或新冠疫情影响进一步扩大，影响粉末冶金制品生产企业对铁基粉体的市场需求，进而可能影响公司的经营及收入情况。

（2）项目建设达不到预期的风险

新项目建设具有一定的时间周期，尽管公司进行了充分必要的可行性研究评估，但在项目实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢、工艺技术升级等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

（3）原材料价格波动风险

公司拟建设项目产品和原有产品的原材料均以废钢为主。虽公司整合现有资源集中化管理，若原材料的价格大幅度波动，公司的采购和生产经营也存在一定程度的不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	31.18	38.92	465.59	624.83	942.62
应收票据及应收账款	194.91	232.89	230.00	230.00	250.00
预付账款	1.41	0.37	1.94	1.86	4.75
存货	30.75	30.90	46.16	83.36	139.60
其他	0.30	294.39	15.31	22.93	19.14
流动资产合计	258.54	597.47	759.00	962.99	1,356.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	51.88	51.78	44.92	38.07	31.21
在建工程	30.76	71.11	71.11	71.11	71.11
无形资产	31.39	30.70	30.57	30.44	30.30
其他	25.56	25.73	25.64	25.68	25.66
非流动资产合计	139.59	179.33	172.25	165.30	158.29
资产总计	398.13	776.79	931.25	1,128.29	1,514.40
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	32.90	38.46	71.22	96.72	206.82
其他	6.88	15.15	18.90	25.73	33.35
流动负债合计	39.78	53.60	90.12	122.46	240.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
非流动负债合计	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
负债合计	46.41	58.37	90.72	123.06	240.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	139.82	395.25	395.25	395.25	395.25
留存收益	136.84	223.04	345.28	509.98	778.38
其他	0.06	0.13	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	351.72	718.42	840.53	1,005.23	1,273.63
负债和股东权益总计	398.13	776.79	931.25	1,128.29	1,514.40

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	63.69	96.20	122.24	164.70	268.40
折旧摊销	7.23	7.00	6.99	6.99	6.99
财务费用	0.35	0.03	0.00	1.00	1.00
投资损失	(1.19)	(5.00)	(3.09)	(4.05)	(3.57)
营运资金变动	(42.55)	(63.37)	33.57	(12.46)	42.40
其它	(3.05)	22.44	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	24.47	57.30	159.71	156.19	315.22
资本支出	15.79	46.57	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(26.39)	(363.70)	267.09	4.05	3.57
投资活动现金流	(10.59)	(317.13)	267.09	4.05	3.57
债权融资	(41.02)	0.89	0.00	(1.00)	(1.00)
股权融资	(9.98)	270.50	(0.13)	0.00	0.00
其他	9.20	(3.83)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(41.80)	267.57	(0.13)	(1.00)	(1.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27.92)	7.73	426.68	159.24	317.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	339.34	521.97	611.47	1,025.48	1,719.86
营业成本	253.61	390.53	443.33	780.95	1,312.79
营业税金及附加	1.11	1.76	2.03	3.43	5.73
营业费用	1.38	2.41	1.83	4.10	8.60
管理费用	5.57	9.53	10.95	18.87	31.22
研发费用	12.06	17.78	22.69	38.56	64.24
财务费用	(0.03)	(0.89)	0.00	1.00	1.00
资产减值损失	0.42	(0.69)	(0.13)	(0.41)	(0.27)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.19	5.00	3.09	4.05	3.57
其他	(8.78)	(14.30)	(5.68)	(5.75)	(5.61)
营业利润	72.81	110.82	139.29	187.95	305.18
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
营业外支出	0.73	1.72	0.82	1.27	1.05
利润总额	72.08	109.09	138.48	186.68	304.14
所得税	8.39	12.90	16.24	21.98	35.74
净利润	63.69	96.20	122.24	164.70	268.40
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	63.69	96.20	122.24	164.70	268.40
每股收益（元）	0.64	0.96	1.22	1.65	2.68

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	11.07%	53.82%	17.15%	67.71%	67.71%
营业利润	8.84%	52.20%	25.69%	34.93%	62.37%
归属于母公司净利润	7.77%	51.04%	27.07%	34.74%	62.96%
获利能力					
毛利率	25.26%	25.18%	27.50%	23.84%	23.67%
净利率	18.77%	18.43%	19.99%	16.06%	15.61%
ROE	18.11%	13.39%	14.54%	16.38%	21.07%
ROIC	26.35%	32.86%	31.54%	47.73%	76.17%
偿债能力					
资产负债率	11.66%	7.51%	9.74%	10.91%	15.90%
净负债率	-8.87%	-5.42%	-55.39%	-62.16%	-74.01%
流动比率	5.64	10.34	8.42	7.86	5.65
速动比率	4.97	9.81	7.91	7.18	5.07
营运能力					
应收账款周转率	1.85	2.44	2.64	4.46	7.17
存货周转率	14.10	16.93	15.87	15.83	15.43
总资产周转率	0.87	0.89	0.72	1.00	1.30
每股指标（元）					
每股收益	0.64	0.96	1.22	1.65	2.68
每股经营现金流	0.24	0.57	1.60	1.56	3.15
每股净资产	3.52	7.18	8.41	10.05	12.74
估值比率					
市盈率	59.98	39.71	31.25	23.19	14.23
市净率	10.86	5.32	4.54	3.80	3.00
EV/EBITDA	0.00	22.46	23.64	16.62	9.26
EV/EBIT	0.00	23.75	24.88	17.26	9.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com