

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

悦安新材(688786)

投资评级 买入

上次评级 买入

姜永刚 金属&新材料行业分析师  
执业编号: S1500520010002  
联系电话: 010-83326716  
邮箱: louyonggang@cindasc.com

相关研究

悦安新材: 金属细粉, 开疆拓宇  
(2022.09.26)

悦安新材: 产品结构优化, 汽车电感  
增长加速 (2022.10.31)

悦安新材: 降本工艺落地, 需求空间  
广阔 (2023.03.12)

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 悦安新材: 筹备 10 万吨金属软磁微纳粉体, 打开成长空间

2023 年 4 月 25 日

**事件:** 公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 实现营业收入 7917 万元, 同比减少 23.66%; 实现归母净利润 1638.63 万元, 同比下降 39.28%; 实现扣非归母净利润 1440.78 万元, 同比下降 31.53%。

**点评:**

- **雾化合金粉末销售价格下降拖累公司业绩。** 公司羰基铁粉和软磁粉营收稳定, 2023Q1 公司营业收入同比下降 23.66%、环比下降 5.51% 至 7917 万元主要系受宏观消费情况影响, 雾化合金粉虽然销量增长, 但下游产品从高端高价向低端低价转变造成其售价下降, 进而销售收入同比下滑 2307 万元。不过雾化合金粉末为“加工费”定价模式, 公司整体毛利率同比提升 1.35pct 至 37.22%。另外受差旅等期间费用增加及政府补贴等非经常收益减少的因素影响, 公司 2023Q1 归母净利润同比下降 39.28%、环比下降 16.35% 至 1638.63 万元, 净利率同比下降 6.04pct、环比下降 2.72pct 至 20.72%。
- **羰基铁粉计划产能再扩张, 降本工艺打开市场空间。** 公司拟计划在“创新工艺年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线项目”基础上追加投资累计建设“年产 10 万吨金属软磁微纳粉体项目”, 形成年产 10 万吨金属软磁微纳粉体系列产品、25 万吨高价金属副产品的生产能力。项目以宁夏悦安为运营主体, 分三期建设, 公司计划今年三季度开工, 项目总建设期为 36 个月, 公司预计 2024-2029 年新增产能释放分别为 0.05、0.25、1、1.7、3、4 万吨。该项目采用创新工艺——利用杂质含量更高的回收料、矿料等替代原有工艺的高纯铁料, 在降低原料成本的同时富集高价金属副产品, 另外项目选址为宁夏宁东产业园, 当地的煤化工企业可提供高纯度低成本的一氧化碳。在原料成本和能源成本双降低的支撑下, 公司有望在保持 40% 以上毛利率的前提下, 将羰基铁粉售价降至 2 万元/吨左右, 公司预计完全达产后可实现年销售收入 34.23 亿元, 净利润约 5.93 亿元。新增产能主要服务对价格较为敏感的中端下游领域, 公司计划精密结构件和电子元器件两个领域的新产能消纳分配比例为 1:1。
- **针对替代型与新增型市场, 公司募投项目产能有望有序消纳。** 公司羰基铁粉产品与其他铁基制粉工艺相比, 存在粒度细、球形度好、纯度高的三大特点, 若制成精密结构件, 密度更高, 机械性能更好; 若制成元器件, 在服务器、GPU、汽车电子电力等中高频应用场景, 更为节能, 更容易实现小型化、一体化。公司新增产能针对替代型和增量型需求, 首先是有望替代电解铁粉(目前平均售价 2 万元/吨, 年市场空间 15 万吨)、铸铁等传统材料, 在工具类应用、结构件应用中有望实现约 5.1 万吨/年的新增销量; 其次, 羰基铁粒度小, 制成的电子元器件在中高频工作频率下损耗低、饱和磁感应强度高, 因此有望在消

费电子、汽车电子电力、高算力供电模块等中高频高功率应用场景中实现约 5.6 万吨/年的新增销量。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司大余基地 6000 吨羰基铁粉及 4000 吨雾化合金粉产能有序投放，以及公司未来在宁夏新建的 10 万吨金属软磁微纳粉体产能有序建设，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.36、1.87、2.48 亿元，EPS 分别为 1.59、2.19、2.91 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 27x、20x、15x，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**公司雾化合金粉项目与羰基铁粉项目建设不及预期；公司 10 万吨羰基铁粉建设项目及下游客户拓展不及预期；下游电子元器件与精密零部件行业需求不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	403	428	605	824	1,034
增长率 YoY %	57.2%	6.1%	41.5%	36.2%	25.5%
归属母公司净利润(百万元)	89	99	136	187	248
增长率 YoY%	71.1%	11.4%	37.8%	37.5%	32.6%
毛利率%	37.2%	34.1%	33.8%	34.9%	36.0%
净资产收益率 ROE%	14.6%	15.0%	17.1%	19.1%	20.2%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.16	1.59	2.19	2.91
市盈率 P/E(倍)	41.99	37.69	27.35	19.88	14.99
市净率 P/B(倍)	6.14	5.65	4.68	3.79	3.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	552	554	581	739	882
货币资金	221	336	184	318	287
应收票据	48	50	78	82	119
应收账款	91	66	157	146	234
预付账款	3	5	7	9	11
存货	76	92	147	173	222
其他	113	6	8	10	10
非流动资产	200	328	446	559	668
长期股权投资	0	2	4	6	8
固定资产	117	128	145	173	203
无形资产	33	24	15	6	-4
其他	50	175	282	374	461
资产总计	752	883	1,026	1,298	1,551
流动负债	80	148	150	228	226
短期借款	0	4	8	12	16
应付票据	5	44	23	66	44
应付账款	22	38	47	67	73
其他	53	63	72	83	93
非流动负债	58	67	72	77	82
长期借款	47	52	57	62	67
其他	11	14	14	14	14
负债合计	138	215	221	304	307
少数股东权益	8	9	10	11	12
归属母公司股东权益	606	659	795	983	1,231
负债和股东权益	752	883	1,026	1,298	1,551

  

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	403	428	605	824	1,034
同比 (%)	57.2%	6.1%	41.5%	36.2%	25.5%
归属母公司净利润	89	99	136	187	248
同比	71.1%	11.4%	37.8%	37.5%	32.6%
毛利率 (%)	37.2%	34.1%	33.8%	34.9%	36.0%
ROE%	14.6%	15.0%	17.1%	19.1%	20.2%
EPS (摊薄)(元)	1.04	1.16	1.59	2.19	2.91
P/E	41.99	37.69	27.35	19.88	14.99
P/B	6.14	5.65	4.68	3.79	3.02
EV/EBITDA	38.28	28.63	22.68	15.70	12.24

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	403	428	605	824	1,034
营业成本	253	282	401	537	662
营业税金及附加	4	3	4	6	7
销售费用	8	7	10	14	17
管理费用	23	24	32	44	55
研发费用	22	21	30	41	51
财务费用	1	-5	-4	0	-2
减值损失合计	-1	-1	0	0	0
投资净收益	1	3	5	6	8
其他	15	11	13	17	22
营业利润	106	109	150	207	274
营业外收支	-1	0	0	-2	-2
利润总额	105	108	149	205	272
所得税	13	9	12	17	23
净利润	92	99	137	188	250
少数股东损益	3	1	1	1	1
归属母公司净利润	89	99	136	187	248
EBITDA	122	114	159	222	288
EPS (当年)(元)	1.25	1.16	1.59	2.19	2.91

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94	168	-28	257	90
净利润	92	99	137	188	250
折旧摊销	17	15	19	22	25
财务费用	2	-2	3	3	4
投资损失	-1	-3	-5	-6	-8
营运资金变动	-16	57	-181	50	-181
其它	0	2	-1	0	-1
投资活动现金流	-134	-13	-131	-129	-127
资本支出	-45	-106	-110	-131	-130
长期投资	-90	88	-4	-4	-4
其他	1	5	-17	6	8
筹资活动现金流	242	-85	6	6	5
吸收投资	213	0	0	0	0
借款	27	10	9	9	9
支付利息或股息	-1	-51	-3	-3	-4
现金流净增加额	201	72	-152	135	-31

## 研究团队简介

**姜永刚，金属&新材料行业首席分析师。**中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**陈光辉，中南大学冶金工程硕士，**2022 年 8 月加入信达证券研究开发中心，从事电池金属等能源金属研究。

**云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，**2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事稀贵金属及工业金属研究。

**白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，**2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事小金属及新材料研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。