

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

黄礼恒 金属&新材料行业分析师

执业编号: S1500520040001

联系电话: 18811761255

邮箱: huangliheng@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)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: 降本工艺落地, 需求空间广阔

2023年3月12日

事件: 公司发布 2022 年报, 2022 年实现营业收入 4.28 亿元, 同比增长 6.1%; 实现归母净利润 9880 万元, 同比增长 11.4%; 实现扣非归母净利润 8638 万元, 同比增长 10.01%; 其中 2022Q4 实现营业收入和归母净利分别为 8378 和 1959 万元, 分别同比下降 15.72% 和 14.83%, 分别环比下降 25.10% 和 15.34%。

点评:

- **需求承压下, 公司 Q4 毛利率及净利率环比提升。**2022 年公司羰基铁粉、雾化合金粉、软磁粉、金属注射成型喂料和吸波材料的产量分别为 2971、2770、753、647、37 吨, 分别同比增长 4.13%、4.73%、7.27%、94.71%、62.68%; 销售量分别为 2938、2378、724、604、36 吨, 同比变化分别为 +9.43%、-6.48%、+14.27%、+96.50%、+76.47%。公司 2022 年营业收入同比增长 6.1%, 增速缓慢主要系在全球宏观经济环境变动及疫情影响下消费电子客户需求不及预期所致, 不过公司积极调整优化产品结构, 在汽车电子和折叠屏铰链等新兴领域取得了突破。2022Q4 公司营业收入和净利润承压我们认为或将是受到原材料价格波动影响(公司雾化合金粉末主要采用“原材料成本+加工费”定价模式, 长江有色钴价 2021Q4 至 2022Q4 价格分别为 44.06、53.57、49.47、34.96、34.44 万元/吨), 同时公司计提股份支付费用导致管理费用增加较多。不过公司 Q4 毛利率和净利率分别为 37.41% 和 23.44%, 分别环比提升 6.05pct 和 2.93pct, 主要系公司符合《财政部 税务总局 科技部公告 2022 年第 28 号》政策规定的 2022 年第四季度新购置设备、器具享受了税前一次性扣除和加计扣除税收优惠, 减少企业所得税所致。
- **研发实力雄厚, 降本工艺落地。**公司聚焦“新产品、新工艺、新应用”三个方面, 先后开发的多种高耐温车规级专用粉体已经得到下游客户的认可并形成批量生产, 顺应需求开发的 1500MPa、1600MPa 级别的折叠屏手机专用超强钢粉末及喂料在 2022 年已实现量产, 正处于产量爬坡阶段, 更高强度的产品已完成前期开发工作, 有望在 2023 年逐步量产。同时公司拟投资 1 亿元在宁夏建设年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线项目, 主要利用伴生矿料、回收料以及氧化铁皮等多种低成本含铁原料进行生产, 大幅降低羰基铁粉生产成本, 释放潜在的变压、变流等电能变化场景对高性能软磁粉末的需求, 有望进一步打开新能源、数据中心、光伏储能等应用领域对羰基铁粉的需求。本项目建设工期 18 个月, 公司预计建设后实现年产值 1.4 亿元, 利税合计约 0.54 亿元, 后续公司将根据示范线建设进度、市场应用端发展情况, 分步骤规划基于创新工艺的新增产能。
- **粉末应用场景多元化及电力软磁高频化发展趋势扩大细粉需求。**随着消费者需求不断变化和升级, 高端消费类电子和汽车电子产品升级换代也将进一步提速, 拉动相应粉末材料需求。另外随着风、光、储、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

桩等新能源发电、存电、用电场景的常态化，变流、变压等涉及电磁转换的电力应用已呈现对粉末材料大量需求。未来随着第三代半导体的普及，工作场景向高频化发展，10 微米及以下的超细粉末有望因功耗的优势，相对目前主流的 30-50 微米级粗粉获取更高的市场增速。从下游市场开发的节奏来看，新能源车车载充电器及变压器方面有望最快取得突破。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司羰基铁粉及雾化合金粉募投项目的产能投放节奏，以及公司未来在宁夏新建的 3000 吨羰基铁粉产能有望于 2024 年投产，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.51、2.05、2.73 亿元，EPS 分别为 1.76、2.40、3.19 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 28x、21x、16x，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 3000 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；原材料价格大幅上涨。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	403	428	659	888	1,111
增长率 YoY %	57.2%	6.1%	54.1%	34.7%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	89	99	151	205	273
增长率 YoY%	71.1%	11.4%	52.4%	36.2%	33.2%
毛利率%	37.2%	34.1%	34.3%	35.2%	36.4%
净资产收益率 ROE%	14.6%	15.0%	18.6%	20.2%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.16	1.76	2.40	3.19
市盈率 P/E(倍)	47.86	42.96	28.20	20.71	15.55
市净率 P/B(倍)	7.00	6.44	5.24	4.18	3.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 10 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	610	775	954
货币资金	221	336	162	346	295
应收票据	48	50	89	83	133
应收账款	91	66	176	150	259
预付账款	3	5	7	9	12
存货	76	92	167	176	245
其他	113	6	9	10	11
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	1,056	1,334	1,622
流动负债	80	148	165	233	244
短期借款	0	4	8	12	16
应付票据	5	44	29	67	51
应付账款	22	38	54	68	81
其他	53	63	74	86	96
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	236	309	326
少数股东权益	8	9	10	11	13
归属母公司股东权益	606	659	810	1,014	1,284
负债和股东权益	752	883	1,056	1,334	1,622

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	659	888	1,111
同比 (%)	57.2%	6.1%	54.1%	34.7%	25.2%
归属母公司净利润	89	99	151	204	270
同比 (%)	71.1%	11.4%	52.4%	35.4%	32.6%
毛利率 (%)	37.2%	34.1%	34.3%	35.2%	36.4%
ROE%	14.6%	15.0%	18.6%	20.1%	21.1%
EPS (摊薄)(元)	1.04	1.16	1.76	2.39	3.16
P/E	47.86	42.96	28.20	20.82	15.70
P/B	7.00	6.44	5.24	4.19	3.31
EV/EBITDA	38.28	28.63	23.82	16.59	13.00

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	403	428	659	888	1,111
营业成本	253	282	433	575	707
营业税金及附加	4	3	4	6	7
销售费用	8	7	11	15	19
管理费用	23	24	35	47	59
研发费用	22	21	32	44	55
财务费用	1	-5	-4	1	-2
减值损失合计	-1	-1	0	0	0
投资净收益	1	3	5	7	8
其他	15	11	14	19	23
营业利润	106	109	166	225	298
营业外收支	-1	0	0	-2	-2
利润总额	105	108	165	224	297
所得税	13	9	14	19	25
净利润	92	99	151	205	272
少数股东损益	3	1	1	1	2
归属母公司净利润	89	99	151	204	270
EBITDA	122	114	174	240	310
EPS (当年)(元)	1.25	1.16	1.76	2.39	3.16

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	-50	306	70
净利润	92	99	151	205	272
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	-7	-8
营运资金变动	-16	57	-217	83	-222
其它	0	2	-1	0	-1
投资活动现金流	-134	-13	-130	-128	-126
资本支出	-45	-106	-110	-131	-130
长期投资	-90	88	-4	-4	-4
其他	1	5	-16	7	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	-174	184	-51

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。

黄礼恒，金属&新材料行业联席首席分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事新能源及新材料研究。

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	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

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，并非作为或被视为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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。