



# 悦安新材 (688786.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q3 利润率提升，期待降本工艺推进

### 事件

公司 10 月 30 日发布 2023 年三季度报，前三季度实现营收 2.69 亿元，同降 21.88%；实现归母净利润 0.59 亿元，同降 25.41%；实现扣非净利润 0.54 亿元，同降 20.41%。3Q23 实现营收 0.89 亿元，环降 11.51%；实现归母净利润 0.21 亿元，环降 1.75%；实现扣非净利润 0.20 亿元，环增 6.7%。

### 评论

**Q3 利润率提升显著，营收有所承压。** Q3 公司营收环降 12%，仍然受到消费电子需求疲软下雾化合金粉产品结构转变带来的影响。公司羰基铁粉经营稳健，汽车、服务器等领域的下游电感元器件对超细粒径粉体、耐高温粉体需求旺盛，得益于核心产品竞争力，Q3 公司毛利率实现 43.42%，环增 6.01pcts，达到历史单季度较高水平，盈利能力提升。Q3 公司净利率 23.29%，环增 2.14pcts，管理费用率环降 0.6pcts，研发费用率环增 0.43pcts。

**羰基铁粉和雾化合金粉募投项目即将投产。** 公司羰基铁粉颗粒直径在微米级，22 年产能 5205 吨，其中约一半外售，另外一半生产软磁粉等深加工产品。公司打破了德国巴斯夫垄断，目前在国内羰基铁粉市占率 20% 以上，6000 吨 IPO 募投项目预计 23 年投产。公司雾化合金粉 22 年销量 723 吨，4000 吨 IPO 募投项目预计 23 年投产，包括 3D 打印粉末、高性能磁粉芯用粉末等。公司不断推进一体式电感在高算力显卡等 AI 芯片领域应用、电力用软磁粉体的量产工作、3D 打印和软磁电机等新兴领域的拓张。

**期待羰基铁粉降本工艺新项目持续推进。** 公司的关键降本工艺取得重大突破，创造性地以杂质含量更高的回收料、矿料等低含量铁源替代原有工艺的高纯铁料，并在宁夏投资建设的“年产 10 万吨金属软磁微纳粉体项目”，一方面可形成对较低性能竞品工艺的部分或者完全替代，另一方面可提高已有应用领域中羰基铁粉渗透的广度和深度，扩大在高附加值、高精端电子电力领域的应用。项目分三期预计 24 年开始陆续投产，有望打开公司成长空间。

### 盈利预测&投资建议

预计公司 23-25 年营收分别为 4.88 亿元、6.25 亿元、8.43 亿元，归母净利润分别为 1.18 亿元、1.59 亿元、2.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.38 元、1.86 元、2.62 元，对应 PE 分别为 30 倍、22 倍、16 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

产能扩张不及预期；市场需求不及预期；高管减持风险等。

### 金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

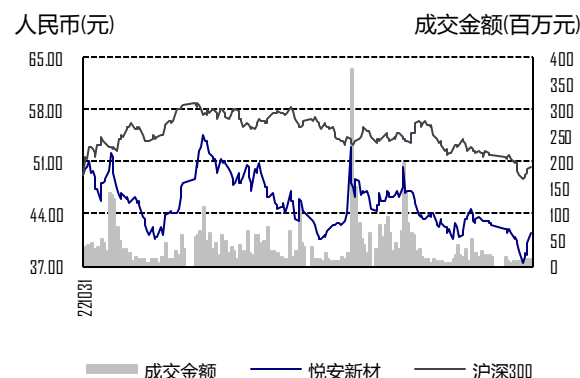
songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：41.52 元

### 相关报告：

1. 《悦安新材公司点评：降本工艺持续推进，应用领域不断扩张》，2023.8.30

2. 《悦安新材公司深度研究：国内羰基铁粉龙头，多产品领域泛点开花》，2023.7.25



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	401	428	488	625	843
营业收入增长率	56.56%	6.54%	13.99%	28.20%	34.80%
归母净利润(百万元)	89	99	118	159	224
归母净利润增长率	70.98%	11.49%	19.63%	34.70%	40.56%
摊薄每股收益(元)	1.037	1.156	1.381	1.861	2.616
每股经营性现金流净额	1.10	1.97	1.01	1.84	2.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	14.99%	16.19%	19.28%	23.31%
P/E	54.58	35.86	30.05	22.31	15.87
P/B	7.98	5.38	4.87	4.30	3.70

来源：公司年报、国金证券研究所



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	256	401	428	488	625	843
增长率		56.6%	6.5%	14.0%	28.2%	34.8%
主营业务成本	-165	-251	-282	-307	-387	-512
%销售收入	64.2%	62.6%	65.9%	63.0%	62.0%	60.8%
毛利	92	150	146	180	238	330
%销售收入	35.8%	37.4%	34.1%	37.0%	38.0%	39.2%
营业税金及附加	-2	-4	-3	-3	-4	-6
%销售收入	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-9	-8	-7	-8	-11	-15
%销售收入	3.4%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-17	-23	-24	-27	-35	-47
%销售收入	6.5%	5.7%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
研发费用	-16	-22	-21	-24	-31	-42
%销售收入	6.4%	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	48	93	91	117	157	221
%销售收入	18.9%	23.2%	21.2%	24.0%	25.1%	26.3%
财务费用	-1	-1	5	12	19	31
%销售收入	0.5%	0.3%	-1.2%	-2.5%	-3.1%	-3.6%
资产减值损失	-1	-1	0	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	0	1	3	3	3	3
%税前利润	0.8%	0.8%	3.0%	2.1%	1.6%	1.1%
营业利润	60	106	109	140	188	264
营业利润率	23.4%	26.4%	25.4%	28.8%	30.2%	31.4%
营业外收支	0	-1	0	0	0	0
税前利润	60	105	108	140	188	264
利润率	23.3%	26.1%	25.3%	28.8%	30.2%	31.4%
所得税	-7	-13	-9	-21	-28	-40
所得税率	11.7%	12.1%	8.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	53	92	99	119	160	225
少数股东损益	1	3	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	52	89	99	118	159	224
净利率	20.2%	22.1%	23.1%	24.2%	25.5%	26.6%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	53	92	99	119	160	225
少数股东损益	1	3	1	1	1	1
非现金支出	13	17	15	20	25	33
非经营收益	1	0	-3	1	3	7
营运资金变动	-85	-15	57	-53	-30	-46
经营活动现金净流	-18	94	168	87	159	220
资本开支	-39	-45	-106	-116	-142	-142
投资	13	-90	88	0	0	0
其他	1	1	5	3	3	3
投资活动现金净流	-26	-134	-13	-113	-139	-139
股权募资	0	213	0	0	0	0
债权募资	44	27	10	3	72	50
其他	-5	2	-95	-51	-70	-100
筹资活动现金净流	39	242	-85	-48	2	-50
现金净流量	-5	201	72	-75	22	31

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	19	221	336	262	283	314
应收款项	137	161	118	169	208	269
存货	50	76	92	107	130	165
其他流动资产	11	94	9	10	12	14
流动资产	217	552	554	548	634	763
%总资产	55.4%	73.4%	62.8%	56.2%	53.8%	53.8%
长期投资	1	1	3	3	3	3
固定资产	133	145	288	391	507	615
%总资产	34.1%	19.3%	32.6%	40.0%	43.0%	43.4%
无形资产	36	35	26	27	29	30
非流动资产	175	200	328	427	545	654
%总资产	44.6%	26.6%	37.2%	43.8%	46.2%	46.2%
资产总计	392	752	883	976	1,178	1,417
短期借款	0	0	5	8	80	130
应付款项	15	31	84	76	96	128
其他流动负债	36	48	59	84	98	120
流动负债	50	80	148	168	275	378
长期贷款	20	47	52	52	52	52
其他长期负债	11	11	14	15	15	15
负债	81	138	215	236	342	446
普通股股东权益	305	606	659	730	826	960
其中：股本	64	85	85	86	86	86
未分配利润	76	156	195	266	361	496
少数股东权益	5	8	9	10	11	12
负债股东权益合计	392	752	883	976	1,178	1,417

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.809	1.037	1.156	1.381	1.861	2.616
每股净资产	4.767	7.096	7.715	8.533	9.650	11.219
每股经营现金净流	-0.276	1.102	1.968	1.008	1.836	2.540
每股股利	0.000	0.600	0.600	0.547	0.737	1.036
回报率						
净资产收益率	16.97%	14.62%	14.99%	16.19%	19.28%	23.31%
总资产收益率	13.23%	11.78%	11.19%	12.11%	13.51%	15.79%
投入资本收益率	12.83%	12.29%	11.37%	12.34%	13.66%	16.21%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	56.56%	6.54%	13.99%	28.20%	34.80%
EBIT 增长率	6.83%	91.77%	-2.47%	29.23%	33.73%	41.28%
净利润增长率	-2.15%	70.98%	11.49%	19.63%	34.70%	40.56%
总资产增长率	24.94%	92.06%	17.32%	10.53%	20.78%	20.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.7	87.0	67.1	70.0	65.0	60.0
存货周转天数	90.4	91.5	108.9	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	20.0	23.4	38.5	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	106.7	106.7	108.9	120.1	120.5	105.9
偿债能力						
净负债/股东权益	0.32%	-42.99%	-41.78%	-27.25%	-18.08%	-13.56%
EBIT 利息保障倍数	37.4	88.9	-17.4	-9.6	-8.2	-7.2
资产负债率	20.71%	18.30%	24.31%	24.15%	29.01%	31.43%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-25	买入	47.69	65.21~65.21
2	2023-08-30	买入	42.90	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究