

2023年11月01日

证券研究报告|公司研究|公司点评

悦安新材 (688786)

2023Q3 点评：盈利性环比提升，关注折叠屏消费新趋势

业绩概要：公司 2023 年前三季度实现营业收入 2.69 亿元（同比-21.9%），实现归母净利润 5908 万元（同比-25.4%），扣非后归母净利润为 5399 万元（同比-20.4%），对应基本 EPS 为 0.69 元。其中，公司 Q3 实现营收 8896 万元（同比-20.5%，环比-11.5%），归母净利润 2116 万元（同比-8.6%，环比-1.8%），扣非后归母净利润为 2043 亿元（同比+4.7%，环比+6.7%），单季度基本 EPS 为 0.25 元；

营收受消费电子阶段性需求影响，有望触底回升：2023 年前三季度公司营收同比下降较多，主要由于：①受宏观经济压力影响，可穿戴设备、手机等消费电子产品需求疲软导致公司产品销售承压；②去年同期雾化合金粉中高价位的钴铬系列粉占比较高，随着客户需求向单价更低的铁基系列粉转变，产品单价同比大幅下降。三季度来看，2023Q3 公司营收环比下降 11.5%，主要由于雾化合金粉产品仍受到向铁基系列粉切换而带来的产品均价下行影响；

产品结构优化，盈利性环比大幅提升：2023Q3 公司销售毛利率、净利率分别为 43.4%/ 23.3%，分别环比+6.0pcts/+2.1pcts。推测销售毛利率环比大幅提升主要由于具有高附加值的羰基铁粉产品毛利占比提升，整体盈利性改善；销售净利率环比提升幅度相对较小主要系期间费用率环比提升 3.84pcts，其中财务费用率环比提升 2.98pcts 为核心项，提升较多系 Q2 存款利息收入及贷款贴息所致；

新工艺解决加工痛点，受益消费电子新趋势：公司产品下游消费电子领域中，采用 3D 打印和 MIM 等新工艺来生产手机、手表零部件的势头不减。在 3D 打印应用端，苹果、荣耀等头部企业积极推动 3D 打印零部件的批量化生产，3D 打印生产的苹果手表表壳及荣耀折叠屏钛合金轴盖均为增材制造在消费电子领域的拓展树立了里程碑。消费电子领域的工艺革新有望驱动 3D 打印从小批量定制化服务跨向百万级应用市场，而公司 IPO 项目投建的 3D 打印用粉末将有望受益于下游增材制造的需求增长。在金属注射成型工艺应用方面，采用 MIM 制造的零件是折叠屏转轴中的主要零部件之一，而近年来华为、三星等品牌所

投资评级

买入

维持评级

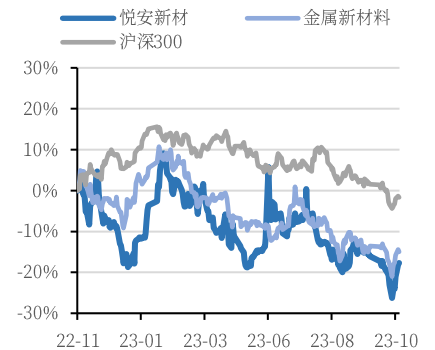
2023年10月31日

收盘价(元): 41.69

公司基本数据

总股本(百万股)	85.55
总市值(百万)	3,566.69
流通股本(百万股)	53.50
流通市值(百万)	2,230.27
12月最高/最低价(元)	56.78/37.27
资产负债率(%)	23.14
每股净资产(元)	7.88
市盈率(TTM)	45.34
市净率(PB)	5.29
净资产收益率(%)	8.76

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2023 年中报点评：工艺革新+产能突破，成长空间有望大幅抬升 —2023-09-01

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

引领的折叠屏手机消费趋势将激发精密铰链市场和 MIM 工艺市场的高速增长，公司的金属注射成型喂料有望受益于下游需求景气度提升；

产能规划明确量级增长，有望大幅抬升市场空间：当前公司具有约 1.3 万吨微纳金属粉体系列产品年产能，IPO 募投项目“年产 6,000 吨羰基铁粉等系列产品项目（一期）”和“高性能超细金属及合金粉末扩建项目”预计于 2023 年 9 月达到可使用状态，羰基铁粉年产能将增加 6,000 吨至 11,200 吨，高性能超细金属及合金粉末产能将共计扩充 4,000 吨，近翻倍式的产能扩张将进一步强化公司在细分行业的龙头地位。公司于 2023 年 6 月公告，计划投资不超过 30 亿元，在“创新工艺年产 3,000 吨羰基铁粉生产示范线项目”基础上，于宁夏追加投资累计建设“年产 10 万吨金属软磁微纳粉体项目”，项目建设周期为 36 个月，并计划在 2025/2027/2029 年分别增加 3,000/27,000/70,000 吨羰基铁粉年产能（计算可得 2022-2029 年产能扩张 CAGR 约为 55%）；该项目基于公司多年的工艺技术和经验积累，计划在保持产品 40%+毛利率的前提下，将基础版羰基铁粉售价从目前的 4 万元/吨降至 2 万元/吨左右。一方面，低成本羰基铁粉方案可形成对电解、雾化等较低性能竞品工艺直接进行部分或者完全替代，从而切入全新的应用领域，另一方面，现有应用领域中羰基铁粉渗透的广度和深度均能得到提升，未来羰基铁粉市场容量的天花板有望呈指数级抬升；

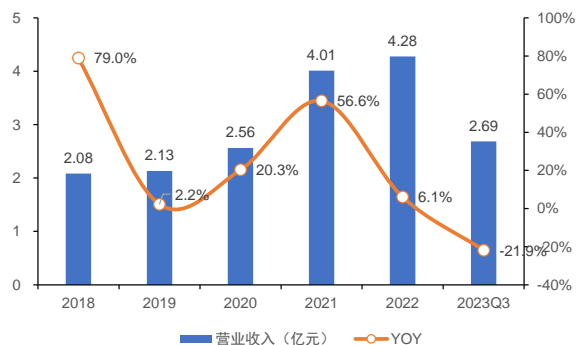
投资建议：公司作为我国羰基铁粉龙头生产企业，低成本羰基铁生产工艺的革新有望为产品打开指数级别的增量市场空间，随着未来产品产能的扩建和市场应用空间的开拓，公司的高成长能力值得期待。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 4.06/ 5.87/ 7.95 亿元，同比增长-5.0%/ 44.4%/ 35.5%，分别实现归母净利润 0.88/ 1.31/ 1.80 亿元，同比增长-11.1%/ 49.5%/ 37.2%，对应 PE 41X/ 27X/ 20X。给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨、项目投产进度不及预期、下游需求不及预期、下游应用拓展不及预期等。

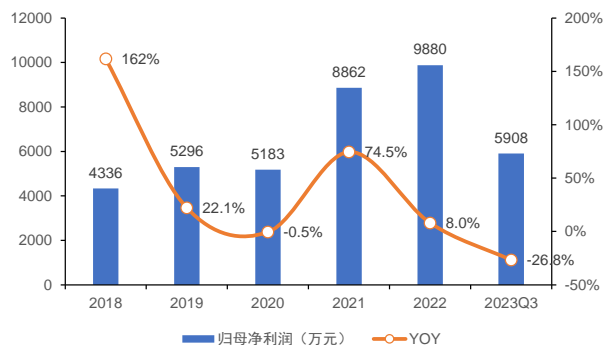
盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	401	428	406	587	795
增速（%）	56.6%	6.5%	-5.0%	44.4%	35.5%
归母净利润（百万元）	88.6	98.8	87.8	131.3	180.1
增速（%）	71.0%	11.5%	-11.1%	49.5%	37.2%
每股收益（元）	0.61	1.04	1.15	1.03	1.53
市盈率（倍）	40.2	36.1	40.6	27.2	19.8

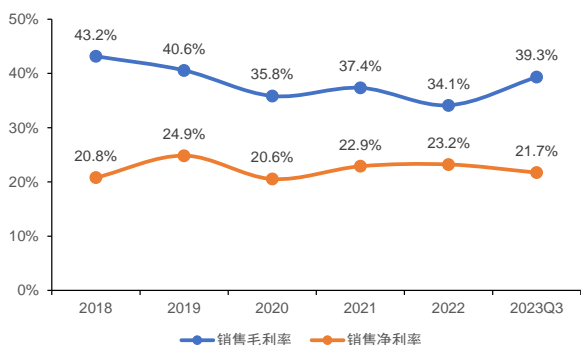
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收及增速


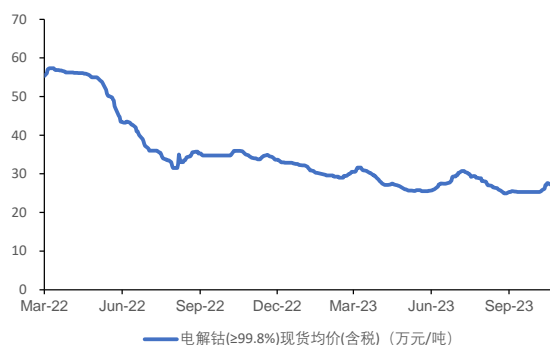
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速


资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及销售净利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 电解钴(≥99.8%)近年价格走势


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4
营业收入(百万元)	89.0	100.5	79.2	83.8	111.9	128.3	103.7	97.8
营业成本(百万元)	50.3	62.9	49.7	52.4	76.8	86.0	66.5	66.4
销售费用率	3.3%	2.5%	2.2%	2.5%	1.7%	1.3%	1.7%	-3.3%
管理费用率	6.8%	8.1%	9.4%	9.1%	5.3%	4.6%	4.2%	5.3%
财务费用率	-0.6%	-3.6%	-0.2%	0.5%	-2.3%	-1.7%	-0.7%	0.1%
研发费用率	6.7%	5.4%	5.3%	6.8%	4.2%	4.4%	4.9%	5.2%
资产减值损失(百万元)	0.0	-1.2	0.0	-0.6	0.0	-0.6	0.0	-1.3
利润总额(百万元)	24.1	23.7	18.7	17.4	26.0	33.3	31.6	28.5
所得税费用(百万元)	3.4	2.4	2.2	-2.2	3.0	4.3	3.9	4.7
净利润(百万元)	20.7	21.3	16.4	19.6	22.9	29.0	27.8	23.7
EPS(元)	0.25	0.25	0.19	0.23	0.27	0.34	0.32	0.27
毛利率	43.4%	37.4%	37.2%	37.4%	31.4%	33.0%	35.9%	32.1%
期间费用率	16.3%	12.4%	16.7%	18.8%	8.9%	8.6%	10.1%	7.4%
所得税率	14.0%	10.2%	12.0%	-12.7%	11.7%	12.9%	12.3%	16.6%
净利润率	23.3%	21.1%	20.7%	23.4%	20.5%	22.6%	26.8%	24.3%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表						利润表							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	19.02	221.04	336.21	40.63	58.67	79.51	营业收入	256.40	401.41	427.66	406.29	586.69	795.09
应收票据及账款	136.72	160.51	116.44	109.09	157.52	213.48	营业成本	164.51	251.48	281.69	246.04	341.12	450.62
预付账款	4.64	2.76	4.59	4.45	6.43	8.71	税金及附加	1.59	3.84	2.86	2.84	4.11	5.57
其他应收款	0.31	0.58	1.58	1.11	1.61	2.18	销售费用	8.63	7.88	7.46	9.34	12.91	15.90
存货	49.53	76.50	91.61	80.89	112.15	148.15	管理费用	16.74	22.77	23.86	28.44	35.20	43.73
其他流动资产	6.83	90.96	3.93	88.13	96.73	105.90	研发费用	16.44	22.45	21.10	21.13	29.92	39.75
流动资产总计	217.05	552.35	554.36	324.30	433.11	557.93	财务费用	1.30	1.05	-5.20	7.23	24.80	46.75
长期股权投资	0.00	0.00	2.00	1.70	1.70	1.70	资产减值损失	-0.18	-1.38	-1.20	-2.64	-4.11	-6.36
固定资产	74.98	118.05	127.96	170.13	282.00	447.91	信用减值损失	-1.12	0.52	1.21	-1.22	-1.76	-2.39
在建工程	58.44	28.01	160.32	441.93	573.55	605.16	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	33.65	33.10	23.92	31.62	49.32	62.02	投资收益	0.46	0.83	3.26	2.70	4.00	5.00
长期待摊费用	0.09	0.10	0.05	0.04	0.01	0.01	公允价值变动损益	0.01	0.71	0.67	0.50	0.50	0.50
其他非流动资产	7.56	20.79	14.15	184.23	485.79	780.89	资产处置收益	0.00	0.46	0.89	0.20	0.20	0.20
非流动资产合计	174.72	200.06	328.40	829.65	1392.37	1897.69	其他收益	13.58	12.97	8.07	7.00	9.00	11.00
资产总计	391.77	752.42	882.76	1153.94	1825.48	2455.62	营业利润	59.95	106.06	108.78	97.80	146.47	200.72
短期借款	0.00	0.00	4.00	200.58	732.54	1201.16	营业外收入	0.02	0.08	0.03	0.06	0.07	0.08
应付票据及账款	10.58	26.62	81.42	80.89	121.50	172.84	营业外支出	0.30	1.52	0.47	0.50	0.50	0.50
其他流动负债	39.75	53.08	62.64	57.63	80.10	106.22	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	50.33	79.70	148.06	339.10	934.13	1480.22	利润总额	59.66	104.62	108.34	97.36	146.04	200.30
长期借款	20.03	47.39	52.18	89.72	103.07	100.49	所得税	6.98	12.68	8.99	9.74	14.60	20.03
其他非流动负债	10.78	10.59	14.33	15.00	15.00	15.00	净利润	52.68	91.94	99.35	87.63	131.43	180.27
非流动负债合计	30.81	57.99	66.51	104.72	118.07	115.49	少数股东损益	0.86	3.32	0.55	-0.22	0.13	0.18
负债合计	81.13	137.69	214.57	443.81	1052.19	1595.71	归属母公司股东净手	51.83	88.62	98.80	87.85	131.30	180.09
股本	64.08	85.44	85.44	85.44	85.44	85.44	EBITDA	72.76	122.30	118.39	186.76	338.13	521.75
资本公积	156.38	348.28	352.72	352.72	352.72	352.72	NOPLAT	43.64	83.92	83.19	93.90	153.51	222.10
留存收益	85.03	172.54	221.00	263.17	326.19	412.64	EPS(元)	0.61	1.04	1.15	1.03	1.53	2.11
归属母公司权益	305.49	606.26	659.16	701.33	764.35	850.80							
少数股东权益	5.15	8.47	9.02	8.80	8.93	9.11							
股东权益合计	310.64	614.73	668.18	710.13	773.29	859.91							
负债和股东权益合计	391.77	752.42	882.76	1153.94	1825.48	2455.62							

现金流量表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	52.68	91.94	99.35	78.66	119.49	165.62
折旧与摊销	11.80	16.64	15.25	82.17	167.30	274.70
财务费用	1.30	1.05	-5.20	7.23	24.80	46.75
投资损失	-0.46	-0.83	-3.26	-2.70	-4.00	-5.00
营运资金变动	-82.45	-15.48	52.27	8.91	-22.70	-21.51
其他经营现金流	-0.55	0.85	9.71	9.26	12.57	15.58
经营性现金净流量	-17.68	94.16	168.13	183.54	297.45	476.14
资本支出	38.35	53.80	111.43	579.35	730.02	780.02
长期投资	12.83	-89.97	88.01	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-0.27	9.41	10.25	-80.96	-1.63	-0.93
投资性现金净流量	-25.80	-134.36	-13.17	-660.31	-731.65	-780.95
短期借款	-13.14	0.00	4.00	196.58	531.96	468.62
长期借款	19.03	27.37	4.79	37.53	13.35	-2.57
普通股增加	0.00	21.36	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	191.90	4.44	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	33.39	1.22	-98.31	-52.91	-93.07	-140.40
筹资性现金净流量	39.28	241.84	-85.08	181.20	452.24	325.65
现金流量净额	-4.70	200.68	72.18	-295.58	18.04	20.84

主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力						
营收增长率	20.30%	56.56%	6.54%	-5.00%	44.40%	35.52%
营业利润增长率	-3.34%	76.92%	2.56%	-10.09%	49.76%	37.04%
EBIT增长率	-1.37%	73.33%	-2.38%	1.41%	63.33%	44.62%
EBITDA增长率	1.97%	68.08%	-3.19%	57.75%	81.05%	54.30%
归母净利润增长率	-2.15%	70.98%	11.49%	-11.08%	49.47%	37.16%
经营现金流增长率	-233.98%	632.69%	78.56%	9.16%	62.07%	60.07%
盈利能力						
毛利率	35.84%	37.35%	34.13%	39.44%	41.86%	43.32%
净利率	20.55%	22.90%	23.23%	21.57%	22.40%	22.67%
营业利润率	23.38%	26.42%	25.44%	24.07%	24.97%	25.24%
ROE	16.97%	14.62%	14.99%	12.53%	17.18%	21.17%
ROA	13.23%	11.78%	11.19%	7.61%	7.19%	7.33%
ROIC	16.84%	25.38%	21.30%	21.79%	16.68%	14.57%
估值倍数						
P/E	69.02	40.36	36.21	40.72	27.24	19.86
P/S	13.95	8.91	8.36	8.80	6.10	4.50
P/B	11.71	5.90	5.43	5.10	4.68	4.20
股息率	0.00%	1.43%	1.44%	1.28%	1.91%	2.62%
EV/EBIT	59.09	43.73	32.14	36.29	25.38	19.42
EV/EBITDA	49.51	37.79	28.00	20.33	12.82	9.20
EV/NOPLAT	82.54	55.06	39.85	40.43	28.25	21.60

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637