

## 悦安新材 (688786)

证券研究报告  
2024年09月02日

## 募投铁粉爬坡拖累盈利能力，静待规模效应显现

**中报业绩：**24年H1实现营收2.05亿元，yoy+14.1%；归母净利润0.37亿元，yoy-3.3%；扣非净利润0.33亿元，yoy-0.3%。其中Q2实现营收1.17亿元，yoy+16.2%，环比+32.6%；实现归母净利润0.2亿元，yoy-7.6%，环比+18.6%。

## 营收稳步增长，铁粉爬坡拖累盈利能力

**营收端，**公司24年H1实现营收2.05亿元，yoy+14.1%，羰基铁粉/雾化合金粉/软磁粉末/MIM 喂料分别实现营收5.9/2.4/7.3/3.9kw，均实现同比增长，软磁粉&MIM 喂料起量明显。24年Q2实现营收1.17亿元，环比+32.6%，我们认为主要系消费电子需求持续改善和汽车电子增量需求拉动。展望H2，募投铁粉出货有望逐步兑现增长，叠加折叠屏粉末等产品起量，我们认为H2营收有望延续增长。

**盈利端，**公司24年H1毛利率34.75%，yoy-2.57pct；Q2单季度毛利率34.55%，环比-0.46pct。H1净利率17.79%，yoy-3.17pct，Q2单季度净利率17.08%，环比-1.64pct。盈利能力有所下滑，主要系在建工程转固但募投铁粉产能仍处于爬坡阶段，折旧费用增加，同时因房产、土地增加，导致相关税金及附加增加，静待H2募投铁粉规模效应显现提振盈利能力。

## 23年产能已播种，24年业绩有望加速兑现

公司IPO募投6000吨羰基铁粉项目于23Q3末达到预定可使用状态，目前处于产能爬坡阶段，可根据市场需求逐步释放产能。不考虑新项目，募投达产后羰基铁粉产能将由5,500吨提升至11,500吨，实现翻倍；同时新增高性能粉体产能4,000吨，包括粉芯用软磁粉2,000吨。募投项目投产将助力公司突破产能瓶颈，聚焦中高端优化产品结构，规模效应亦将凸显，公司有望充分受益MIM替代性变革和一体成型电感高景气度。远期看，宁夏基地10wt新工艺项目产能陆续释放，29年完全达产后预计可实现净利润约5.9亿元，打开成长空间。

**投资建议：**作为羰基铁粉龙头，公司新业务拓展、新产品在研、新工艺扩产、新产能释放，规模效应显现后业绩有望加速兑现，预计2024-2026年归母净利润分别为1.11/1.50/2.03亿元，对应9月2日收盘价PE分别为22/17/12倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求波动风险；新项目建设风险不及预期风险；原材料波动风险；工艺技术创新风险；新业务拓展不及预期风险。

| 财务数据和估值       | 2022   | 2023    | 2024E  | 2025E  | 2026E    |
|---------------|--------|---------|--------|--------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 427.66 | 368.48  | 522.35 | 773.98 | 1,050.83 |
| 增长率(%)        | 6.54   | (13.84) | 41.76  | 48.17  | 35.77    |
| EBITDA(百万元)   | 131.71 | 130.29  | 157.44 | 209.80 | 275.00   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 98.80  | 79.88   | 110.53 | 150.19 | 203.29   |
| 增长率(%)        | 11.49  | (19.15) | 38.37  | 35.87  | 35.36    |
| EPS(元/股)      | 0.82   | 0.67    | 0.92   | 1.25   | 1.70     |
| 市盈率(P/E)      | 25.08  | 31.02   | 22.42  | 16.50  | 12.19    |
| 市净率(P/B)      | 3.76   | 3.53    | 3.17   | 2.95   | 2.69     |
| 市销率(P/S)      | 5.79   | 6.73    | 4.74   | 3.20   | 2.36     |
| EV/EBITDA     | 24.76  | 28.09   | 15.49  | 13.06  | 10.59    |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|       |            |
|-------|------------|
| 行业    | 有色金属/金属与材料 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级)   |
| 当前价格  | 20.68元     |
| 目标价格  | 元          |

## 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 119.83      |
| 流通A股股本(百万股) | 119.83      |
| A股总市值(百万元)  | 2,478.15    |
| 流通A股市值(百万元) | 2,478.15    |
| 每股净资产(元)    | 5.74        |
| 资产负债率(%)    | 19.91       |
| 一年内最高/最低(元) | 47.00/18.99 |

## 作者

刘奕町 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050001  
liuyiting@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《悦安新材-年报点评报告:产品结构持续优化，静待募投铁粉放量》2024-04-30
- 《悦安新材-季报点评:盈利能力环比提振，静待募投铁粉爬坡&远期10wt新工艺项目》2023-11-02
- 《悦安新材-半年报点评:业绩提振逐步兑现，关注H2募投铁粉&远期10wt新工艺项目》2023-09-03

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |               |               |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |              |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022          | 2023          | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                  | 2022          | 2023         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 货币资金             | 336.21        | 185.81        | 83.96           | 61.92           | 84.07           | 营业收入             | 427.66        | 368.48       | 522.35        | 773.98        | 1,050.83      |
| 应收票据及应收账款        | 115.79        | 105.97        | 206.72          | 257.84          | 372.04          | 营业成本             | 281.69        | 224.51       | 324.36        | 489.31        | 668.30        |
| 预付账款             | 4.59          | 4.15          | 6.39            | 11.08           | 11.71           | 营业税金及附加          | 2.86          | 2.70         | 3.67          | 5.56          | 7.46          |
| 存货               | 91.61         | 104.86        | 133.85          | 260.30          | 254.78          | 销售费用             | 7.46          | 9.94         | 11.60         | 19.03         | 24.59         |
| 其他               | 6.16          | 17.34         | 11.84           | 17.37           | 14.94           | 管理费用             | 23.86         | 26.89        | 33.63         | 53.15         | 69.91         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>554.36</b> | <b>418.13</b> | <b>442.76</b>   | <b>608.51</b>   | <b>737.54</b>   | 研发费用             | 21.10         | 20.22        | 27.22         | 41.41         | 55.49         |
| 长期股权投资           | 2.00          | 16.81         | 16.81           | 16.81           | 16.81           | 财务费用             | (5.20)        | (5.98)       | (8.25)        | (9.91)        | (11.72)       |
| 固定资产             | 127.65        | 295.68        | 364.59          | 447.51          | 543.43          | 资产/信用减值损失        | 0.01          | (5.58)       | (2.78)        | (4.18)        | (3.48)        |
| 在建工程             | 160.32        | 80.38         | 160.38          | 260.38          | 380.38          | 公允价值变动收益         | 0.67          | 0.49         | (1.59)        | 0.79          | (0.40)        |
| 无形资产             | 23.92         | 26.24         | 25.27           | 24.30           | 23.34           | 投资净收益            | 3.26          | 0.66         | 1.96          | 1.31          | 1.64          |
| 其他               | 14.51         | 38.38         | 26.09           | 32.36           | 29.38           | 其他               | (16.83)       | 3.90         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>328.40</b> | <b>457.48</b> | <b>593.15</b>   | <b>781.36</b>   | <b>993.34</b>   | <b>营业利润</b>      | <b>108.78</b> | <b>90.71</b> | <b>127.71</b> | <b>173.35</b> | <b>234.56</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>882.76</b> | <b>875.61</b> | <b>1,035.91</b> | <b>1,389.87</b> | <b>1,730.88</b> | 营业外收入            | 0.03          | 0.18         | 0.10          | 0.14          | 0.12          |
| 短期借款             | 4.00          | 0.81          | 1.00            | 239.62          | 416.37          | 营业外支出            | 0.47          | 0.47         | 0.47          | 0.47          | 0.47          |
| 应付票据及应付账款        | 81.42         | 32.18         | 112.09          | 120.53          | 186.95          | <b>利润总额</b>      | <b>108.34</b> | <b>90.42</b> | <b>127.34</b> | <b>173.02</b> | <b>234.21</b> |
| 其他               | 61.87         | 68.96         | 68.28           | 76.31           | 75.54           | 所得税              | 8.99          | 11.65        | 15.92         | 21.63         | 29.28         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>147.29</b> | <b>101.96</b> | <b>181.36</b>   | <b>436.46</b>   | <b>678.86</b>   | <b>净利润</b>       | <b>99.35</b>  | <b>78.77</b> | <b>111.42</b> | <b>151.40</b> | <b>204.93</b> |
| 长期借款             | 52.07         | 49.05         | 50.00           | 90.38           | 106.22          | 少数股东损益           | 0.55          | (1.11)       | 0.89          | 1.21          | 1.64          |
| 应付债券             | 0.00          | 0.00          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>98.80</b>  | <b>79.88</b> | <b>110.53</b> | <b>150.19</b> | <b>203.29</b> |
| 其他               | 14.44         | 13.39         | 13.92           | 13.65           | 13.78           | 每股收益(元)          | 0.82          | 0.67         | 0.92          | 1.25          | 1.70          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>66.51</b>  | <b>62.44</b>  | <b>63.92</b>    | <b>104.03</b>   | <b>120.01</b>   |                  |               |              |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>214.57</b> | <b>165.83</b> | <b>245.28</b>   | <b>540.49</b>   | <b>798.86</b>   | 主要财务比率           |               |              |               |               |               |
| 少数股东权益           | 9.02          | 8.44          | 8.81            | 9.28            | 9.94            |                  | 2022          | 2023         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 股本               | 85.44         | 85.60         | 119.83          | 119.83          | 119.83          | <b>成长能力</b>      |               |              |               |               |               |
| 资本公积             | 352.72        | 366.10        | 366.10          | 366.10          | 366.10          | 营业收入             | 6.54%         | -13.84%      | 41.76%        | 48.17%        | 35.77%        |
| 留存收益             | 221.77        | 250.32        | 296.60          | 354.86          | 436.85          | 营业利润             | 2.56%         | -16.61%      | 40.78%        | 35.74%        | 35.30%        |
| 其他               | (0.77)        | (0.68)        | (0.72)          | (0.70)          | (0.71)          | 归属于母公司净利润        | 11.49%        | -19.15%      | 38.37%        | 35.87%        | 35.36%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>668.18</b> | <b>709.78</b> | <b>790.63</b>   | <b>849.38</b>   | <b>932.02</b>   | <b>获利能力</b>      |               |              |               |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>882.76</b> | <b>875.61</b> | <b>1,035.91</b> | <b>1,389.87</b> | <b>1,730.88</b> | 毛利率              | 34.13%        | 39.07%       | 37.90%        | 36.78%        | 36.40%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 净利率              | 23.10%        | 21.68%       | 21.16%        | 19.40%        | 19.35%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | ROE              | 14.99%        | 11.39%       | 14.14%        | 17.88%        | 22.05%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | ROIC             | 28.72%        | 19.61%       | 18.78%        | 19.24%        | 17.70%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 资产负债率            | 24.31%        | 18.94%       | 23.68%        | 38.89%        | 46.15%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 净负债率             | -41.77%       | -15.84%      | -2.62%        | 33.66%        | 48.67%        |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 流动比率             | 3.74          | 4.04         | 2.44          | 1.39          | 1.09          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 速动比率             | 3.13          | 3.03         | 1.70          | 0.80          | 0.71          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 3.36          | 3.32         | 3.34          | 3.33          | 3.34          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 存货周转率            | 5.09          | 3.75         | 4.38          | 3.93          | 4.08          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.52          | 0.42         | 0.55          | 0.64          | 0.67          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |              |               |               |               |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 每股收益             | 0.82          | 0.67         | 0.92          | 1.25          | 1.70          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 1.40          | 0.45         | 0.88          | -0.03         | 1.67          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 每股净资产            | 5.50          | 5.85         | 6.52          | 7.01          | 7.69          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |              |               |               |               |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 市盈率              | 25.08         | 31.02        | 22.42         | 16.50         | 12.19         |
|                  |               |               |                 |                 |                 | 市净率              | 3.76          | 3.53         | 3.17          | 2.95          | 2.69          |
|                  |               |               |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 24.76         | 28.09        | 15.49         | 13.06         | 10.59         |
|                  |               |               |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 27.89         | 33.06        | 19.46         | 15.95         | 12.66         |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 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 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |