

悦安新材 (688786.SH)

营收稳健增长，静待宁夏基地项目投产

营收稳健增长，扣非净利承压。电子元器件与精密部件双轮驱动，软磁粉需求激增，金属折射成型业务高速增长，羰基铁扩产项目带来新的盈利预期。

- 营收稳健增长，扣非净利承压。24 年公司实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 13.38%，实现归属于上市公司股东的净利润 7029.37 万元，同比减少 12%，归母扣除非经常性损益后的净利润 6652.82 万元，同比减少 8.95%。单季度看，第四季度实现营业收入 1.07 亿元，同比增长 7.02%，实现归属于上市公司股东的净利润 1397.14 万元，同比下降 32.83%。电子元器件与精密零部件行业收入合计占比为 80.89%，为公司主要收入来源。1) 公司主营软磁粉、羰基铁粉增长稳健，实现销售收入 1.53、1.22 亿元，同比增长 19.11%、6.44%，实现销量 3,111.16、2,886.82 吨，同比增长 8.89%、24.61%。2) 金属注射成型成为营收新增长点，公司金属注射成型喂料系列产品实现销售收入 7386 万元，同比增长 33.95%，实现销量 1,539.59 吨，同比增长 71.89%。3) 雾化合金粉实现销售收入 4640 万元、销量 867.29 吨，同比增长 12.80%、26.98%；吸波材料实现销售收入 420 万元、销量 65.39 吨，同比增长 82.95%、78.27%。
- Q4 营收有所增长，归母净利润较大幅度减少。Q4 实现营业收入 1.07 亿元、归母净利润 1,397 万元，同比变动 7.02%、-32.83%。归母净利润出现较大变动原因：1) 房产、土地增加致使相关营业税金及附加增加。Q4 税金及附加 140 万，同比增长 60.7%。2) 研发费用 911 万，同比增长 96.4%。3) 投资收益-177 万，同比减少 812.8%。4) 销售毛利率 36.07%，同比减少-2.27pct.，四季度盈利能力承压。
- 25 年 Q1 营收同比增长，利润表现良好。Q1 公司实现营收 9,622 万元，同比增长 9.19%、环比减少 9.9%；归母净利润、扣非归母净利润分别为 1,683 万元、1,562 万元，同比增长 0.31%、7.48%，环比增长 20.5%、7.4%。可能的原因：1) 公司降本增效成果显著，多项费用同比下降；2) 下游应用场景不断发展，业务收入同比升高；3) 春节假期因素影响。经营活动产生的现金流量净额为 3,101 万元，同比增长 331.3%，主要系购买商品、接受劳务现金支付的现金减少所致。
- 一体式成型电感需求增长拉动软磁粉、羰基铁粉业务。在电子元器件领域，顺应 5G 通信、AI 算力、汽车电子等行业发展与一体式成型电感需求的快速增长趋势，公司在高性能软磁材料领域进一步加大研发投入，开发适合高频及超高频应用的新产品，带动公司羰基铁粉、软磁粉系列产品收入增长。技术方面，开发了非晶软磁粉末制备技术、提高羰基分解细粉率的关键技术工艺、稀土铁渣原料制备羰基铁粉等多个与微纳金属粉体材料制备和应用相关的核心技术。随着电子元器件工作频率的持续提升，2MHz 及以上的应用场景将更多采用 5 微米及以下的超细粉末，公司掌握的核心技术将支撑公司保持创新与竞争力。
- 金属注射成型研发与业务齐头扩张。行业方面，MIM 已成功应用于汽车、消费电子、医疗、工业工具等多个高端制造领域，预计到 2026 年将突破 120 亿美元；消费电子领域，折叠屏铰链等精密零部件应用对高强钢、轻质钢等材料的需求呈现出快速增长的态势，前景广阔。产品与技术研发方面，2024

强烈推荐 (维持)

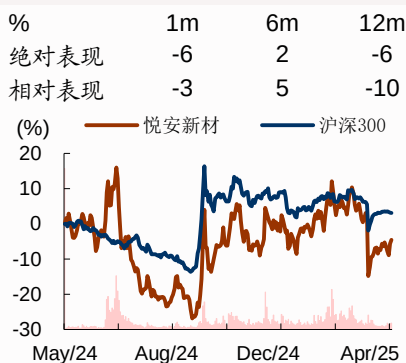
周期/金属及材料

当前股价：24.1 元

基础数据

总股本 (百万股)	120
已上市流通股 (百万股)	120
总市值 (十亿元)	2.9
流通市值 (十亿元)	2.9
每股净资产 (MRQ)	6.1
ROE (TTM)	9.7
资产负债率	22.3%
主要股东	李上奎
主要股东持股比例	26.57%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《悦安新材 (688786) —24H1&Q2 营收同比增长，利润有望逐步兑现》
2024-09-01
- 2、《悦安新材 (688786) —国内羰基铁粉龙头，降本增效开疆拓宇》
2024-05-28

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

王逸卿 研究助理

wangyiqing@cmschina.com.cn

年公司成功开发出 1900MPa、2000MPa 等级别的折叠屏手机专用高强钢粉末及金属注射成型喂料，实现新的突破。市场方面，目前公司已和多家知名零部件厂商建立了合作关系，向荣耀、VIVO、OPPO 等多个手机品牌产业链供货。随着折叠屏技术的不断更新迭代及产品普及率的持续提升，市场需求有望持续增长。

- **金属软磁纳微粉体项目建成，着眼高品质市场需求。**“年产 10 万吨金属软磁微纳粉体项目”旨在进一步巩固公司在羰基工艺领域的技术优势和产能规模，拓展下游应用市场，满足电子元器件、精密零部件等行业对高品质金属软磁微纳粉体的市场需求。24 年公司羰基铁粉产品毛利率达 44.76%。一期 3000 吨羰基铁粉示范线项目的土建工程部分已完工，争取在 2025 年进入试生产阶段，并逐步释放产能。更好帮助公司实现降本增效、提升行业竞争力。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 0.88、1.43、2.88 亿元，对应市盈率 32.7、20.2、10 倍，强烈推荐。
- **风险提示：**下游需求不及预期、原材料价格波动、宏观经济风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	368	418	495	749	1320
同比增长	-14%	13%	18%	51%	76%
营业利润(百万元)	91	79	103	166	333
同比增长	-17%	-13%	31%	61%	100%
归母净利润(百万元)	80	70	88	143	288
同比增长	-19%	-12%	26%	62%	101%
每股收益(元)	0.67	0.59	0.74	1.20	2.41
PE	36.2	41.1	32.7	20.2	10.0
PB	4.1	4.1	3.8	3.3	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各产品财务拆分 (万元)

	2020	2021	2022	2023	2024
软磁粉					
收入	6,479	12,030	11,892	12,850	15,305
成本	3,135	6,171	6,717	6,755	8,867
毛利	3,344	5,859	5,175	6,094	6,438
毛利率 (%)	51.6	48.7	43.5	47.4	42.1
碳基铁粉					
收入	6,455	10,099	11,970	11,456	12,194
成本	2,799	5,108	6,377	5,766	6,736
毛利	3,655	4,991	5,592	5,690	5,458
毛利率 (%)	56.6	49.4	46.7	49.7	44.8
注射成型喂料					
收入	1,084	1,534	3,351	5,514	7,386
成本	823	1,146	2,687	4,286	6,039
毛利	261	388	664	1,228	1,347
毛利率 (%)	24.1	25.3	19.8	22.3	18.2
雾化合金粉					
收入	10,998	14,401	13,635	4,113	4,640
成本	9,527	10,726	10,875	3,419	3,755
毛利	1,471	3,674	2,760	694	885
毛利率 (%)	13.4	25.5	20.2	16.9	19.1
吸波材料					
收入	397	330	346	229	420
成本	127	92	129	110	207
毛利	269	238	216	120	213
毛利率 (%)	67.9	72.1	62.6	52.2	50.7
气体销售					
收入	--	1,356	199	12	52
成本	--	1,710	463	12	234
毛利	--	-354	-264	-0.5	-182
毛利率 (%)	--	-26.1	-132.4	-4.4	-350.5
其他业务 (合计)					
收入	228	392	1,374	2,674	1,782
成本	39	194	921	2,103	1,224
毛利	188	198	453	571	557
毛利率 (%)	82.7	50.4	33.0	21.4	31.3

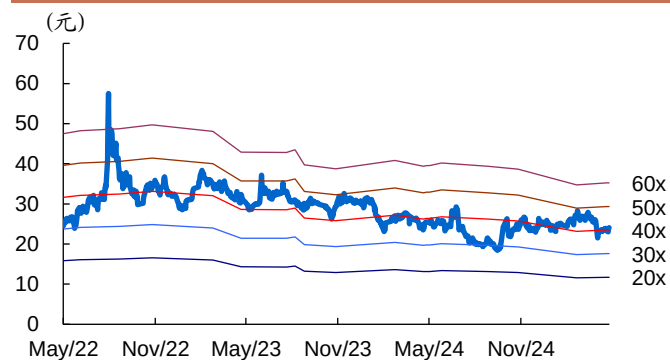
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 分季度利润简表 (百万元)

	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025Q1
营业总收入	99.8	88.1	116.8	106.0	106.8	96.2
营业总成本	73.2	71.6	90.9	86.2	83.6	77.4
营业利润	24.2	19.5	22.8	22.1	14.5	19.6
利润总额	24.0	19.3	22.3	22.1	13.8	19.5
净利润	20.4	16.5	20.0	19.4	12.0	16.7
归母净利润	20.8	16.8	19.9	19.6	14.0	16.8
扣非后归母净	19.1	14.5	18.9	18.5	14.5	15.6
销售毛利率	38.3%	35.0%	34.6%	35.3%	36.1%	35.7%
销售净利率	20.4%	18.7%	17.1%	18.3%	11.2%	17.4%

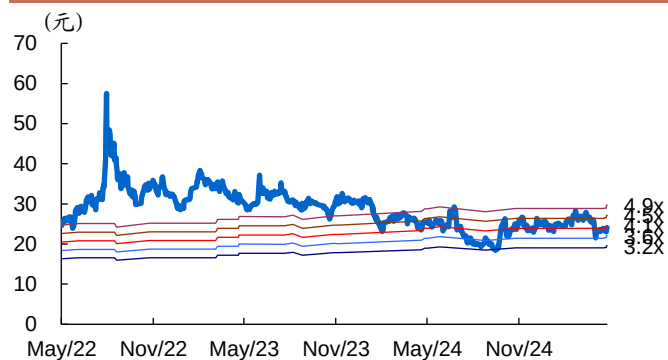
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 悦安新材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 悦安新材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	418	364	358	554	906
现金	186	91	39	83	99
交易性投资	3	10	10	10	10
应收票据	36	48	57	86	151
应收款项	70	77	91	138	242
其它应收款	2	2	2	3	6
存货	105	104	120	177	295
其他	16	33	39	59	103
非流动资产	457	544	624	696	759
长期股权投资	17	9	9	9	9
固定资产	296	393	479	555	623
无形资产商誉	27	52	47	42	38
其他	118	89	89	89	89
资产总计	876	908	982	1250	1665
流动负债	103	134	150	300	467
短期借款	1	0	40	146	223
应付账款	32	47	54	80	133
预收账款	1	0	0	1	1
其他	69	87	56	73	109
长期负债	62	57	57	57	57
长期借款	49	42	42	42	42
其他	13	15	15	15	15
负债合计	166	191	207	357	524
股本	86	120	120	120	120
资本公积金	366	322	322	322	322
留存收益	250	268	327	444	689
少数股东权益	8	6	7	8	10
归属于母公司所有者权益	701	711	769	886	1131
负债及权益合计	876	908	982	1250	1665

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	54	85	107	98	123
净利润	79	68	89	144	291
折旧摊销	20	36	50	60	68
财务费用	1	1	4	8	13
投资收益	(1)	1	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(44)	(20)	(33)	(110)	(245)
其它	(1)	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(141)	(125)	(128)	(128)	(128)
资本支出	(133)	(118)	(131)	(131)	(131)
其他投资	(8)	(6)	3	3	3
筹资活动现金流	(33)	(48)	(31)	73	21
借款变动	(1)	7	3	107	77
普通股增加	0	34	0	0	0
资本公积增加	13	(44)	0	0	0
股利分配	(51)	(51)	(30)	(26)	(43)
其他	5	6	(4)	(8)	(13)
现金净增加额	(120)	(88)	(52)	43	17

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	368	418	495	749	1320
营业成本	225	271	313	461	771
营业税金及附加	3	5	6	9	16
营业费用	10	9	11	17	30
管理费用	27	28	33	49	87
研发费用	20	23	28	42	74
财务费用	(6)	(4)	4	8	13
资产减值损失	(5)	(10)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	5	5	5	5	5
投资收益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	91	79	103	166	333
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	90	78	102	165	332
所得税	12	10	13	21	41
少数股东损益	(1)	(2)	1	1	2
归属于母公司净利润	80	70	88	143	288

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-14%	13%	18%	51%	76%
营业利润	-17%	-13%	31%	61%	100%
归母净利润	-19%	-12%	26%	62%	101%
获利能力					
毛利率	39.1%	35.2%	36.7%	38.4%	41.6%
净利率	21.7%	16.8%	17.8%	19.1%	21.9%
ROE	11.7%	10.0%	11.9%	17.3%	28.6%
ROIC	9.8%	8.3%	11.4%	15.7%	24.4%
偿债能力					
资产负债率	18.9%	21.0%	21.0%	28.5%	31.5%
净负债比率	8.4%	8.6%	8.3%	15.1%	15.9%
流动比率	4.0	2.7	2.4	1.8	1.9
速动比率	3.0	1.9	1.6	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9
存货周转率	2.3	2.6	2.8	3.1	3.3
应收账款周转率	3.3	3.6	3.6	4.0	4.3
应付账款周转率	4.0	6.8	6.2	6.9	7.2
每股资料(元)					
EPS	0.67	0.59	0.74	1.20	2.41
每股经营净现金	0.45	0.71	0.89	0.82	1.03
每股净资产	5.85	5.93	6.42	7.39	9.44
每股股利	0.43	0.25	0.22	0.36	0.72
估值比率					
PE	36.2	41.1	32.7	20.2	10.0
PB	4.1	4.1	3.8	3.3	2.6
EV/EBITDA	29.6	28.1	19.4	13.1	7.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。