

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)

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: 产品结构优化, 汽车电感增长加速

2022年10月31日

事件: 公司发布 2022 年三季报, Q3 实现营业收入 1.12 亿元, 同比下降 12.96%; 实现归母净利润 2313.93 万元, 同比增长 9.43%; 实现扣非归母净利润 1951.64 万元, 同比下降 4.16%; EPS 为 0.27 元/股, 同比下降 12.90%。

点评:

- **下游消费电子萎靡拖累公司营收, 汽车电子订单增速较快。** 2022 年公司下游消费电子行业整体呈下滑趋势, 导致公司 2022Q3 营业收入同比下降 12.96%至 1.12 亿元, 毛利率同比下降 3.93pct 至 31.36%。不过受益于一体成型电感在逐步替代组装式电感以及折叠屏铰链订单的放量, 公司 2022 年 1-9 月营业收入同比增长 13.24%至 3.44 亿元, 业绩较为稳定。另外我们推测受新能源汽车需求旺盛带动, 公司汽车电子订单增长提速, 且汽车电子产品毛利率较高, 对冲了消费电子带来的不利影响。在需求承压情况下, 公司净利润同比增长 9.43%至 2314 万元, 净利率同比增长 4.23pct 至 20.15%, 主要系: ①受疫情影响销售人员差旅费减少叠加国际物流单价回调等减少, 公司 2022 年销售费用较 2021 年整体偏低; ②受益于存款利息收入增加及美元汇率波动影响, 公司财务费用由 2021Q3 的-3.51 万元降低为-260.20 万元; ③公司投资收益由 1.47 万元增长至 67.17 万元, 以及应收账款坏账损失减少, 信用减值损失由-211.56 万元降低至-133.40 万元。
- **公司产能顺利建设中, 下游汽车电感增速可期。** 公司羰基铁粉 6000 吨产能如期建设中, 我们预计今年年底可部分投产。公司产量增速大于行业增速主要依托于公司在应用端的突破, 例如利用超细粉末支撑的精密件具有防锈且在高温环境下能稳定运行的性能优势, 因而在汽车电子领域取得了较好的市场增量。另外下游应用一体成型电感在逐步替代传统组装式电感, 因此公司细粉在汽车领域的使用也越来越广泛, 这也是公司未来 2-3 年的主要增速力量。此外, 如果下游频率提升, 且公司羰基铁粉成本有所下调, 公司有望将羰基铁粉导入电力软磁应用领域。
- **汽车智能化及电力软磁高频化发展趋势催生细粉需求。** 汽车智能化趋势不断提升, 带来单车电感数量的提升, 同时汽车对轻量化、小型化的发展要求催生细粉在其中的市占率。另外, 电力软磁方面, 目前电力软磁的应用场景频率较低, 未来随着开关频率高频化, 细粉将展现出在高频上的功耗优势, 有望逐步打开新能源汽车 OBC、DC-DC、UPS 以及光储逆变器的需求。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司羰基铁粉产能从今年年底开始释放公司预计 2-3 年满产, 我们预计公司 2023 年起羰基铁粉业绩开始加速释放; 雾化合金粉逐步转固, 考虑到市场释放节奏与公司投产节奏, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 1.13、1.60、2.19 亿元, EPS 分别为 1.32、1.87、2.56 元/股, 当前股价对应的 PE 分别为

37x、26x、19x，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；公司风光储客户拓展不及预期；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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	256	401	522	725	991
增长率 YoY %	20.3%	56.6%	30.1%	38.8%	36.7%
归属母公司净利润(百万元)	52	89	113	160	219
增长率 YoY%	-2.1%	71.0%	27.2%	42.0%	36.7%
毛利率%	35.8%	37.4%	36.1%	37.1%	37.0%
净资产收益率 ROE%	17.0%	14.6%	16.9%	19.3%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.61	1.04	1.32	1.87	2.56
市盈率 P/E(倍)	80.09	46.84	36.81	25.93	18.96
市净率 P/B(倍)	13.59	6.85	6.22	5.01	3.97

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月31日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	217	552	640	795	1,087
货币资金	19	221	203	253	359
应收票据	0	48	63	78	114
应收账款	100	91	158	188	284
预付账款	5	3	4	5	7
存货	50	76	91	138	175
其他	44	113	122	133	148
非流动资产	175	200	259	301	339
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	75	117	136	165	196
无形资产	34	33	33	32	31
其他	66	50	91	104	112
资产总计	392	752	899	1,096	1,426
流动负债	50	80	133	137	213
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	5	51	25	79
应付账款	11	22	21	37	43
其他	40	53	61	74	92
非流动负债	31	58	85	112	139
长期借款	20	47	74	101	128
其他	11	11	11	11	11
负债合计	81	138	218	249	352
少数股东权益	5	8	13	19	27
归属母公司	305	606	668	828	1,047
负债和股东权益	392	752	899	1,096	1,426

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	256	401	522	725	991
同比 (%)	20.3%	56.6%	30.1%	38.8%	36.7%
归属母公司净利润	52	89	113	160	219
同比	-2.1%	71.0%	27.2%	42.0%	36.7%
毛利率 (%)	35.8%	37.4%	36.1%	37.1%	37.0%
ROE%	17.0%	14.6%	16.9%	19.3%	20.9%
EPS (摊薄)(元)	0.61	1.04	1.32	1.87	2.56
P/E	80.09	46.84	36.81	25.93	18.96
P/B	13.59	6.85	6.22	5.01	3.97
EV/EBITDA	0.01	38.31	26.82	18.95	13.85

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	256	401	522	725	991
营业成本	165	251	334	456	624
营业税金及...	2	4	5	7	9
销售费用	9	8	10	14	19
管理费用	17	23	30	41	56
研发费用	16	22	29	41	55
财务费用	1	1	-2	1	1
减值损失合	0	-1	0	0	0
投资净收益	0	1	1	2	2
其他	12	15	17	24	33
营业利润	60	106	135	190	260
营业外收支	0	-1	-2	-2	-2
利润总额	60	105	133	189	258
所得税	7	13	16	23	31
净利润	53	92	117	166	227
少数股东损	1	3	4	6	8
归属母公司净利润	52	89	113	160	219
EBITDA	73	122	150	211	283
EPS (当	0.81	1.24	1.32	1.87	2.56

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-18	94	87	90	146
净利润	53	92	117	166	227
折旧摊销	12	17	19	22	25
财务费用	1	2	3	4	5
投资损失	0	-1	-1	-2	-2
营运资金变动	-85	-15	-52	-101	-110
其它	2	0	1	1	0
投资活动现金流	-26	-134	-78	-63	-62
资本支出	-39	-45	-63	-62	-62
长期投资	13	-90	-2	-2	-2
其他	1	1	-13	2	2
筹资活动现金流	39	242	-27	23	22
吸收投资	0	213	0	0	0
借款	58	27	27	27	27
支付利息或股息	0	-1	-54	-4	-5
现金流净增加额	-5	201	-18	50	106

研究团队简介

姜永刚，金属和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，金属和新材料行业资深分析师。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，从事有色及新能源研究。

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，从事贵金属及小金属研究。

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，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

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	hanqiuyue@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙僮	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

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。