

## 公司产能持续释放，新工艺值得期待

2023 年 03 月 14 日

➤ **事件概述：**3 月 11 日，公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 4.28 亿元，同比增长 6.1%；归母净利润 0.99 亿元，同比增长 11.4%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 10.0%。2022Q4，公司实现营收 0.84 亿元，同比减少 14.3%、环比减少 25.1%；归母净利润 0.20 亿元，同比减少 14.8%、环比减少 15.3%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 6.8%、环比减少 5.0%。

➤ **点评：产销量持续增加，业绩创新高**

① **量：2022 年销量同比实现提升，产品结构优化。**尽管 2021 年由于国内疫情和国内外宏观经济影响，消费电子市场需求不及预期，但电感元器件和高端精密件市场需求依旧强劲，金刚石工具行业需求增长，叠加国际订单增长，最终使得公司营收同比增长 6.10%。

② **价：原材料价格大幅波动，2022 年毛利率同比回落。**2022 上半年原材料商品价格大幅上涨，下半年逐步回落，同时由于公司销售增长和结构变化，导致营业成本相对收入增速更快，使得毛利率同比下滑 3.07pct 至 34.13%。Q4 公司毛利率为 37.41%，环比增加 6.05pct，同比增加 5.29pct，主要系下半年原材料价格回落，产品成本压力得到改善，毛利率得到修复。

➤ **未来核心看点：公司产能持续释放，降本增效提升盈利能力**

① **下游应用场景不断丰富，市场容量逐步扩大。**微纳粉体下游传统应用领域市场向好，保持稳健增长态势；新兴应用领域增长势头强劲，为粉末市场带来了新的增量空间，同时对材料的性能要求也在不断提高。

② **公司具备产品多元化优势，产能释放巩固龙头地位。**公司产品主要包括羰基铁粉、雾化合金粉系列产品及以两种材料为基础进行深加工的系列产品。随着年产 6000 吨羰基铁粉和年产 4000 吨高性能超细金属及合金粉末扩建等在建项目投产，公司产能将大幅增加，巩固羰基铁粉龙头地位，同时高端产品占比逐步提升，为公司发展提供强力支撑。

③ **关键降本工艺取得突破。**公司团队从原材料出发，选用回收料等低廉原料替代成本较高的海绵铁，目前已初步完成小试到中试放大工作，待后续建设工业化示范线，推进低成本羰基铁粉的工艺方案。若工业化示范顺利，有望大幅降低羰基工艺成本，为公司下一阶段的发展打开可观的成长空间。

**盈利预测与投资建议：**我们认为，受益于下游应用场景不断丰富，伴随公司新增产能不断释放，降本工艺取得成效，公司业绩或稳步增长，2023-25 年归母净利润预计依次为 1.32/1.66/2.12 亿元，对应 3 月 13 日收盘价的 PE 为 33x、26x 和 21x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，产能释放不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	428	575	722	898
增长率 (%)	6.1	34.4	25.7	24.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	99	132	166	212
增长率 (%)	11.4	33.4	25.7	27.9
每股收益 (元)	1.16	1.54	1.94	2.48
PE	44	33	26	21
PB	6.6	6.3	5.4	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 13 日收盘价）

## 推荐

## 维持评级

### 当前价格：

### 51.20 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001  
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张航**

执业证书：S0100522080002  
邮箱：zhanghang@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006  
邮箱：zhangjianye@mszq.com

**研究助理 任恒**

执业证书：S0100122020015  
邮箱：renheng@mszq.com

### 相关研究

1. 悦安新材 (688786.SH) 2022 年半年报点评：下游需求高景气度，羰基铁粉龙头地位稳固-2022/08/25

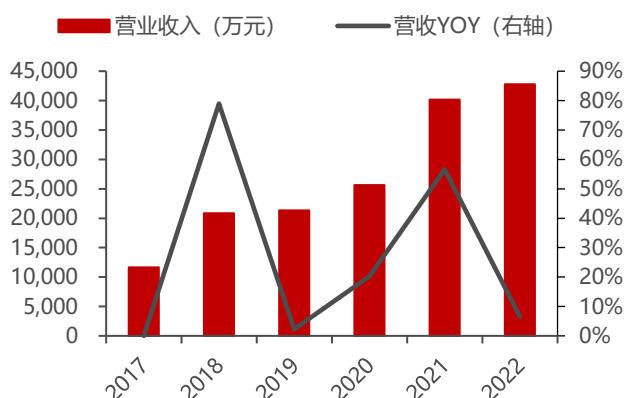
# 目录

<b>1 事件概述：公司公布 2022 年年报</b>	<b>3</b>
<b>2 点评：产销量持续增加，业绩创新高</b>	<b>3</b>
2.1 2022 年产销量持续增加，毛利率同比回落	3
2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑	6
<b>3 核心看点：公司产能持续释放，新工艺降本值得期待</b>	<b>7</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>8</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>9</b>
<b>插图目录</b>	<b>11</b>
<b>表格目录</b>	<b>11</b>

## 1 事件概述：公司公布 2022 年年报

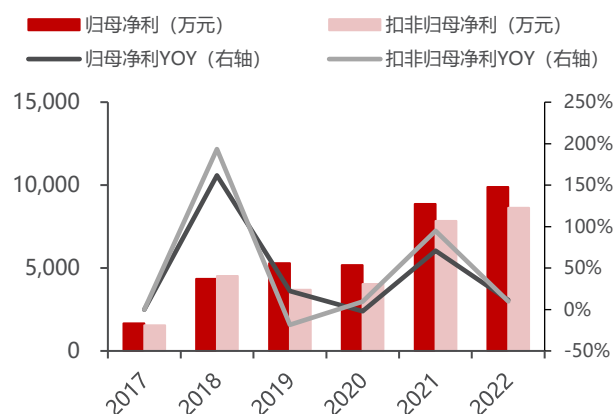
公司公布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 4.28 亿元，同比增长 6.1%；归母净利润 0.99 亿元，同比增长 11.4%；扣非归母净利 0.86 亿元，同比增长 10.0%。2022Q4，公司实现营收 0.84 亿元，同比减少 14.3%、环比减少 25.1%；归母净利润 0.20 亿元，同比减少 14.8%、环比减少 15.3%；扣非归母净利 0.19 亿元，同比减少 6.8%、环比减少 5.0%。

图1：2022 年，公司实现营收 4.28 亿元



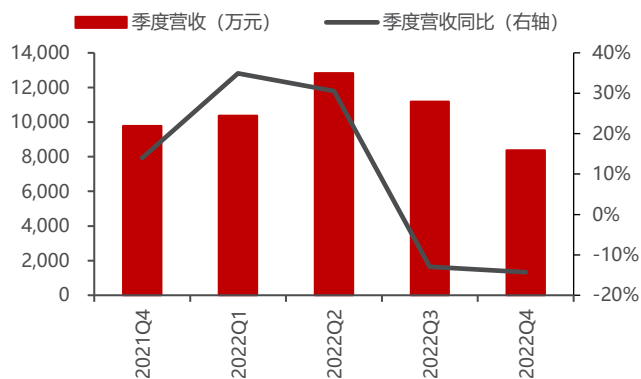
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 0.99 亿元



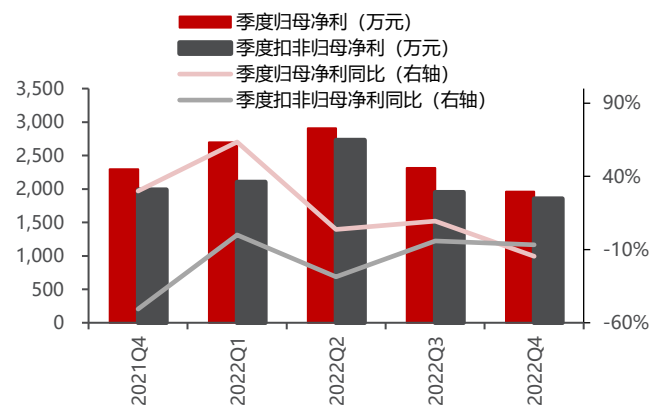
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收同比减少 14.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润同比减少 14.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 点评：产销量持续增加，业绩创新高

### 2.1 2022 年产销量持续增加，毛利率同比回落

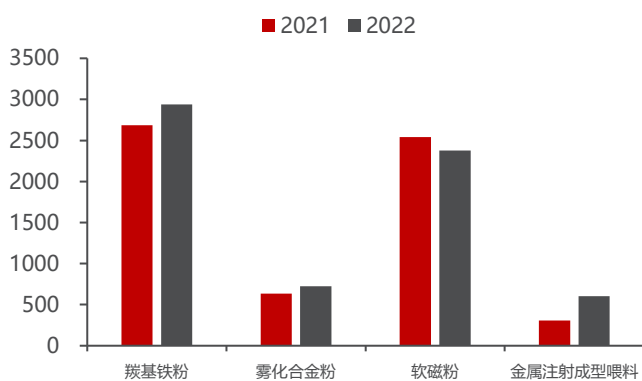
#### 量：2022 年销量同比提升，产品结构优化

2022 年由于国内疫情和国内外宏观经济影响，消费电子市场需求不及预期，公司软磁粉销量同比下滑 6.48%，但电感元器件和高端精密件市场需求依旧强劲，

金刚石工具行业需求增长，带动公司核心产品羰基铁粉销量同比增长 9.43%，而金属注射成型喂料产品也在国产高端汽车精密零部件良好需求的带动下销量同比增长 96.50%，叠加国际订单增长，最终使得公司营收同比增长 6.10%。

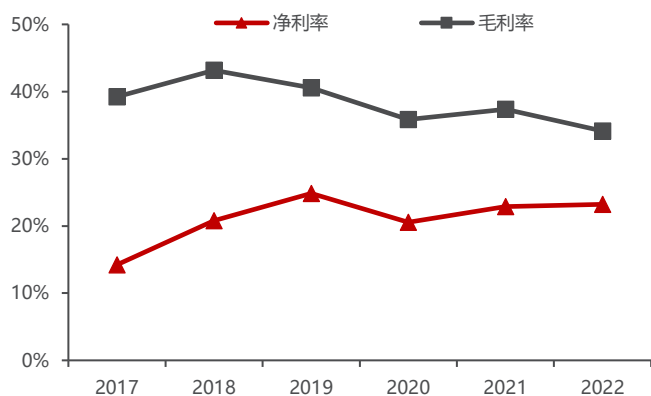
**价：原材料价格大幅波动，2022 年毛利率同比回落。**2022 年公司营收同比增加 6.1%，但由于 2022 年上半年大宗原材料商品价格大幅上涨，下半年逐步回落，同时，由于公司销售增长和结构变化，公司营业成本同比增加 11.28%，相对收入增速更快，使得毛利率同比下滑 3.07pct 至 34.13%。2022Q4 公司毛利率为 37.41%，环比增加 6.05pct，同比增加 5.29pct，主要系下半年原材料价格回落，产品成本压力得到改善，毛利率得到修复。

图5：公司产品销量（吨）



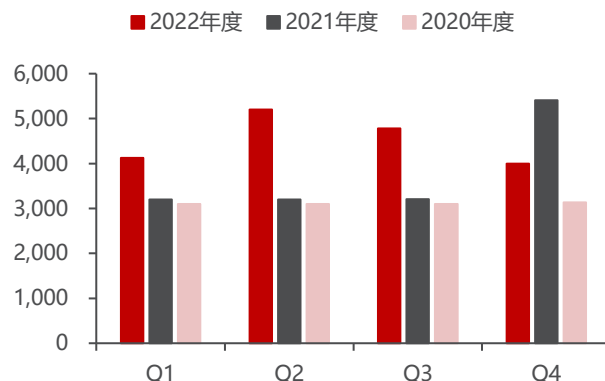
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年毛利率为 34.13%



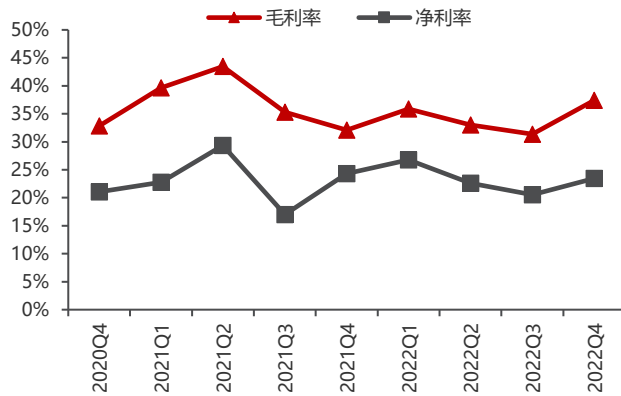
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：冶金海绵铁价格走势（元/吨）



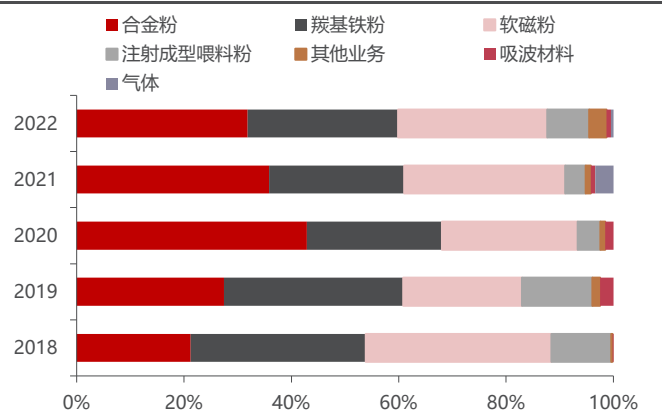
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022Q4 毛利率为 37.41%



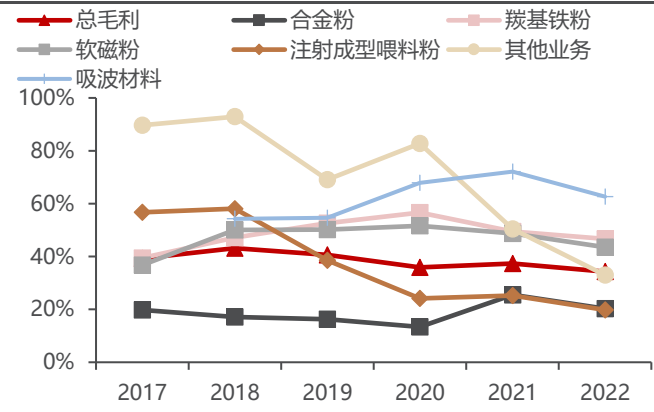
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：分产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：分产品毛利率

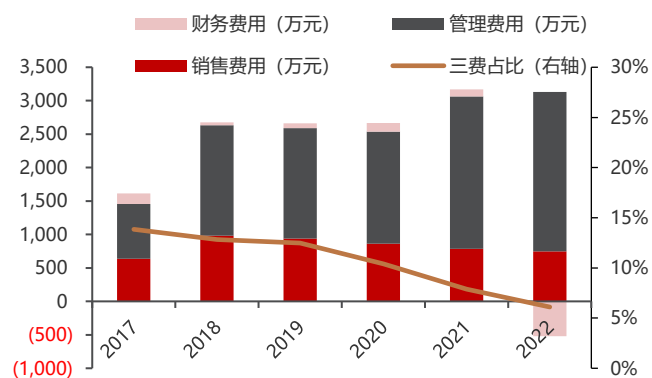


资料来源：wind，民生证券研究院

**2022 年期间费用减少。**公司 2022 年期间费用同比减少 17.59%至 0.26 亿元，期间费用率同比减少 1.79pct 至 6.11%，其中销售费用同比减少 5.35%至 745.61 万元，主要原因为 2022 年修改提成方式导致工资薪金减少；管理费用增加 4.78%至 2386.04 万元，主要系计提股份支付 388.57 万元所致；财务费用 2022 年为-519.78 万元，而 2021 年为 104.56 万元，主要系存款利息收入增加及美元汇率波动影响。

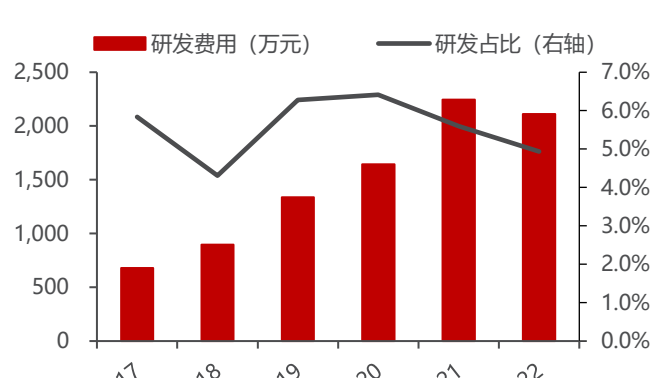
**2022 年公司研发费用小幅降低，同比减少 6.01%至 2110.15 万元，**主要系当期研发产出待销售产品成本结转冲减研发费用所致。

图11：2022 年公司期间费用同比减少



资料来源：wind，民生证券研究院

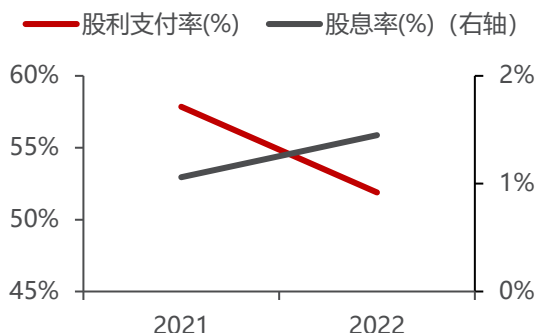
图12：2022 年公司研发费用同比减少



资料来源：wind，民生证券研究院

**公司维持高分红。**公司 2022 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 6.00 元 (含税)，预计共派发现金红利 0.51 亿元 (含税)，占公司 2022 年归母净利润比例 51.89%。

图13: 公司分红概况



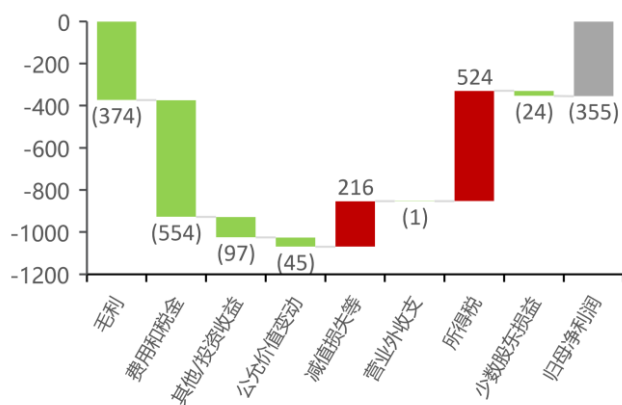
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑

**2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比减少 355 万元**, 主要的增利点在于所得税 (+524 万元)、减值损失 (+216 万元); 主要的减利点包括费用和税金 (-554 万元)、毛利 (-374 万元)、其他/投资收益 (-97 万元)、公允价值变动 (-45 万元)、少数股东权益 (-24 万元)。

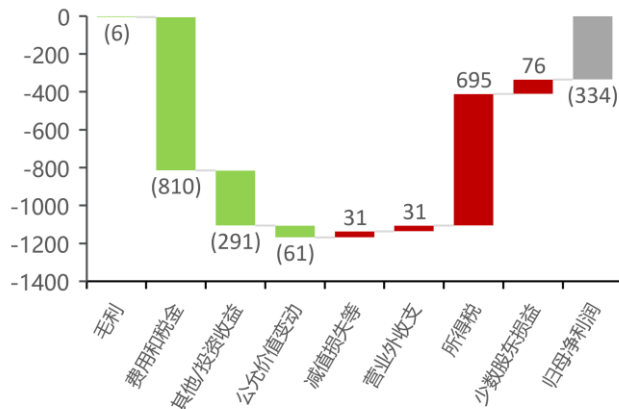
**2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比减少 334 万元**, 主要的增利点在于所得税 (+695 万元)、少数股东权益 (+76 万元)、减值损失 (+31 万元)、营业外收支 (+31 万元); 主要的减利点包括费用和税金 (-810 万元)、其他/投资收益 (-291 万元)、公允价值变动 (-61 万元)、毛利 (-6 万元), 其中所得税大幅减少主要系 2022 Q4 新购置设备、器具享受税收优惠所致; 费用端变动主要由于计提股份支付所致, 去年同期无此项费用发生; 毛利小幅下滑主要由于上半年原材料价格上涨, 营业成本相对收入增速更快。

图14: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 核心看点：公司产能持续释放，新工艺降本值得期待

**下游应用场景不断丰富，市场容量逐步扩大。**微纳粉体下游传统应用领域（金刚石工具、电动工具、高端精密件等）受益于国内市场向好，海外供应链短缺，保持稳健增长态势；新兴应用领域超微电感、汽车电子等终端增长势头强劲；折叠屏手机铰链等高性能要求为粉末市场带来了新的增量空间，同时对材料的性能要求也在不断提高。

**公司具备产品多元化优势，产能释放巩固龙头地位。**公司产品主要包括羰基铁粉系列产品、雾化合金粉系列产品及以两种材料为基础进行深加工的软磁粉系列产品、金属注射成型喂料系列产品、吸波材料，产品矩阵丰富、结构灵活。当前公司在建项目包括年产 6000 吨羰基铁粉等系列项目、年产 4000 吨高性能超细金属及合金粉末扩建项目等，未来项目产能释放将进一步巩固公司核心业务羰基铁粉的龙头地位，同时也有望补强雾化合金粉产品线，丰富公司深加工产品矩阵。高附加值材料方面，公司先后开发的多种高耐温车规级专用粉体已经得到下游客户的认可并形成批量生产；折叠屏手机铰链部件公司顺应需求开发的 1500MPa、1600MPa 级别的折叠屏手机专用超强钢粉末及喂料在 2022 年已实现量产，正处于产量爬坡阶段，更高强度的产品已完成前期开发工作，有望在 2023 年逐步量产。此外，未来随着第三代半导体的普及，工作场景向高频化发展趋势明显，公司 10 微米及以下的超细粉末有望因功耗的优势，相对目前主流的 30-50 微米级粗粉获取更高的市场增速，为公司发展提供强力支撑。

**表1：公司在建工程情况**

项目	项目内容	截至 2022 年底工程进度
年产 6000 吨羰基铁粉等系列产品项目（一期）	羰基铁粉项目分两期实施，每期建设产能 3000 吨	76%
年产 4000 吨高性能超细金属及合金粉末扩建项目	建设 3D 打印用粉末 100 吨、高性能磁粉芯用粉末 2000 吨、金属注射成型用粉末 1400 吨及喷涂、激光熔覆用粉末 500 吨	75%
年产 6000 吨羰基铁粉等系列产品项目（二期）	羰基铁粉项目分两期实施，每期建设产能 3000 吨	6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**关键降本工艺取得突破。**在多种铁粉制备工艺中，羰基工艺对应的产品粒度较小、纯度较高、球形度较好，但存在原材料较贵、制备工艺较复杂的缺点。公司团队从原材料入手，自主研发了以伴生矿料、回收料及氧化铁皮等多种低成本含铁原料生产羰基铁粉的关键技术，以低廉原料替代成本较高的海绵铁，目前已初步完成小试到中试放大工作。3 月 11 日，公司公告计划投入 1 亿元在宁夏建设创新工艺年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线，建设工期 18 个月，建成后预计实现年产值 1.4 亿元，利税约 0.54 亿元。若工业化示范顺利，有望大幅降低羰基工艺成本，为下游行业提供性价比更高的铁粉产品，为公司下一阶段的发展打开可观

的成长空间。

**表2：公司新工艺示范线项目**

项目	项目目的	技术路线	预计项目总投资 (万元)	预计利税合计 (万元)
创新工艺年产3000吨羰基铁粉生产示范线项目	拟通过工艺创新，大幅度降低羰基铁粉的生产成本，释放潜在市场，满足电子、电力领域对高性能羰基铁粉需求的快速增长。	自主研发了以伴生矿料、回收料及氧化铁皮等多种低成本含铁原料生产羰基铁粉	10000	5400

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

我们认为，受益于下游应用场景不断丰富，伴随公司新增产能不断释放，降本工艺取得成效，公司业绩或稳步增长，2023-25 年归母净利润预计依次为 1.32/1.66/2.12 亿元，对应 3 月 13 日收盘价的 PE 为 33x、26x 和 21x，维持“推荐”评级。



## 5 风险提示

**1) 原材料价格上涨。**若主要原料海绵铁、焦炭、电解钴等价格持续上涨，企业成本压力增大，挤压企业利润。

**2) 下游需求不及预期。**下游市场发展将带动粉末冶金制品需求，若下游市场发展不及预期，将直接影响公司业绩情况。

**3) 产能释放不及预期。**若公司在建产能投产、达产进度不及预期，可能导致产销量增长不及预期，进而影响公司盈利情况。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	428	575	722	898
营业成本	282	374	465	569
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	7	9	11	13
管理费用	24	32	39	48
研发费用	21	26	31	38
EBIT	99	143	182	232
财务费用	-5	-1	-1	-1
资产减值损失	-1	-1	-1	0
投资收益	3	3	2	2
营业利润	109	148	185	236
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	108	147	184	236
所得税	9	15	17	23
净利润	99	133	167	213
归属于母公司净利润	99	132	166	212
EBITDA	114	162	204	257

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	336	291	358	467
应收账款及票据	116	154	187	224
预付款项	5	5	6	7
存货	92	113	139	166
其他流动资产	6	6	7	8
流动资产合计	554	569	697	873
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	128	144	168	199
无形资产	24	23	20	18
非流动资产合计	328	380	420	444
资产合计	883	949	1117	1316
短期借款	4	4	4	4
应付账款及票据	81	99	123	150
其他流动负债	63	72	80	90
流动负债合计	148	174	207	244
长期借款	52	57	77	77
其他长期负债	14	10	10	10
非流动负债合计	67	68	88	88
负债合计	215	242	295	332
股本	85	85	85	85
少数股东权益	9	10	11	12
股东权益合计	668	707	823	985
负债和股东权益合计	883	949	1117	1316

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	6.10	34.37	25.73	24.24
EBIT 增长率	-6.10	44.74	27.16	27.73
净利润增长率	11.40	33.40	25.70	27.93
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	34.13	35.00	35.61	36.57
净利润率	23.10	22.93	22.93	23.61
总资产收益率 ROA	11.19	13.89	14.83	16.10
净资产收益率 ROE	14.99	18.90	20.41	21.80
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.74	3.26	3.37	3.58
速动比率	3.07	2.57	2.65	2.85
现金比率	2.27	1.67	1.73	1.92
资产负债率 (%)	24.31	25.51	26.37	25.20
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	55.48	56.00	55.00	54.00
存货周转天数	117.07	110.00	108.00	105.00
总资产周转率	0.52	0.63	0.70	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.16	1.54	1.94	2.48
每股净资产	7.71	8.16	9.50	11.38
每股经营现金流	1.97	1.31	1.88	2.43
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
<b>估值分析</b>				
PE	44	33	26	21
PB	6.6	6.3	5.4	4.5
EV/EBITDA	35.42	25.16	19.73	15.18
股息收益率 (%)	1.17	1.17	1.17	1.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	99	133	167	213
折旧和摊销	15	19	22	25
营运资金变动	57	-34	-28	-30
经营活动现金流	168	112	160	208
资本开支	-106	-68	-60	-46
投资	88	-2	-2	-2
投资活动现金流	-13	-67	-60	-45
股权募资	0	0	0	0
债务募资	10	5	20	0
筹资活动现金流	-85	-48	-33	-53
现金净流量	72	-2	67	109

## 插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 4.28 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 0.99 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司营收同比减少 14.3%.....	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 14.8%.....	3
图 5: 公司产品销量 (吨) .....	4
图 6: 冶金海绵铁价格走势 (元/吨) .....	4
图 7: 2022 年毛利率为 34.13%.....	4
图 8: 2022Q4 毛利率为 37.41%.....	4
图 9: 分产品营收占比.....	5
图 10: 分产品毛利率.....	5
图 11: 2022 年公司期间费用同比减少.....	5
图 12: 2022 年公司研发费用同比减少.....	5
图 13: 公司分红概况.....	6
图 14: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元) .....	6
图 15: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元) .....	6

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司在建工程情况 .....	7
表 2: 公司新工艺示范线项目 .....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026