

2023年03月15日
悦安新材(688786.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

稀土及磁性材料

投资评级 **增持-A**
首次评级

6个月目标价 62元
股价(2023-03-14) 51.02元

交易数据

总市值(百万元)	4,359.19
流通市值(百万元)	2,669.19
总股本(百万股)	85.44
流通股本(百万股)	52.32
12个月价格区间	30.3/83.0元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.0	10.0	39.2
绝对收益	-1.9	10.7	34.7

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

郑九洲 联系人

zhengjz@essence.com.cn

相关报告

产能释放大年，降本增效业绩可期

目 公司发布 2022 年年报

2022 年公司实现营业收入 4.28 亿元，同比增加 6.1%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比增加 11.4%；实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增加 10.01%。其中 2022 年 Q4 营业收入 0.84 亿元，同比减少 14.3%、环比减少 25.1%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比减少 14.6%、环比减少 15.3%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 6.8%、环比减少 5%。

目 公司羰基铁粉及雾化合金粉产能或加速释放

公司羰基铁粉产能 5000 吨，据公开投资者问答，预计 2023-2025 年每年将新投放 2000 吨产能，2022 年初雾化合金产能约 2000 吨，2022 年募投项目雾化合金产能 4000 吨（含粗粉 2000 吨）已陆续投产，预计 2023 年将有效释放。

目 公司拟投入 1 亿元建设创新工艺年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线，降本空间可观。

公司经过多年的技术攻关，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，具备了产业化条件，并由全资子公司宁夏悦安负责承建，而宁夏宁东能源化工基地具备项目所需的一氧化碳、氢气、水、电、气、汽等生产低成本要素及其运输网络地域优势。据公司公告，项目建成后预计实现年产值 1.4 亿元，利税合计约 0.54 亿元，未来公司将根据示范线建设进度、市场应用端发展情况，分步骤规划基于创新工艺的新增产能。

目 电子元器件高频化趋势下，超细金属粉体需求有望提升。

随着高频通信、大数据、物联网、新能源汽车不断推进，电子产品朝着高频化、轻量化、精密化、个性化的方向发展，羰基铁粉等超细金属粉体需求有望提升。特别是未来随着第三代半导体的普及，或加速工作场景高频化（如车载及充电桩等），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 微米级粗粉或存在更高的市场增速。

目 投资建议：

预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.25、8.49、11.7 亿元，预计净利润 1.42、1.86、2.49 亿元，对应 EPS 分别为 1.66、2.17、2.92 元/股，目前股价对应 PE 为 30.9、23.5、17.6 倍。首次覆

盖，给予“增持-A”评级，6个月目标价为62元/股。

目 风险提示：需求不及预期，原材料价格大幅波动，项目进展不及预期，大股东减持风险

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	401.4	427.7	624.5	848.8	1,170.3
净利润	88.6	98.8	141.5	185.8	249.1
每股收益(元)	1.04	1.16	1.66	2.17	2.92
每股净资产(元)	7.10	7.71	9.38	11.55	14.47

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	49.4	44.3	30.9	23.5	17.6
市净率(倍)	7.2	6.6	5.5	4.4	3.5
净利润率	22.1%	23.1%	22.7%	21.9%	21.3%
净资产收益率	14.6%	15.0%	17.7%	18.8%	20.1%
股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.8%	28.7%	37.7%	21.4%	23.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 事件：公司发布 2022 年年报	5
2. 专精特新小巨人，实控人定增体现发展信心	5
2.1. 超细粉体领先企业，一体化粉体制造及深加工	5
2.2. 廿年发展，颇具市场影响力	7
3. 稳健经营，重视研发投入	8
4. 需求分析：粉末冶金基本盘有望修复，手机铰链等新兴领域有望快速放量	10
4.1. 软磁材料：电子元器件高频化趋势下，超细金属粉体需求有望提升	10
4.2. MIM：折叠屏手机铰链有望打开新的增长点	11
4.3. 吸波材料：羰基铁粉优势领域，有望带来高附加值	13
4.4. 增材制造金属材料：市场空间广阔，公司具备一定产品及技术储备	14
4.5. 汽车减震：羰基铁粉磁流变减震器渗透率有望提升	16
5. 技术扎实，产品具备较强竞争力	17
6. 新建产能有望加速释放，降本增效业绩可期	19
7. 投资建议	20

目 录

图 1. 羰基铁粉制备流程及应用领域概览	6
图 2. 雾化合金粉制备流程及应用领域概览	6
图 3. MIM 喂料制备流程及应用领域概览	7
图 4. 软磁材料制备流程及应用领域概览	7
图 5. 公司历史沿革	7
图 6. 公司股权结构图（截至 2022 年 Q4）	8
图 7. 公司各业务营业收入（百万元）	8
图 8. 公司各业务营业成本（百万元）	8
图 9. 公司各业务毛利（百万元）	9
图 10. 2022 年公司各业务毛利率小幅下调	9
图 11. 公司期间费用情况（百万元）	9
图 12. 公司研发费用率维持较高水平（百万元）	9
图 13. 公司经营性现金流净额及货币资金（百万元）	9
图 14. 公司资产负债率	9
图 15. 公司所处行业产业链示意图	10
图 16. 磁性元件产业链	10
图 17. 软磁材料历史沿革	11
图 18. MIM 具体工艺流程	11
图 19. 高复杂度下 MIM 具备成本优势	11
图 20. 2019 年欧洲 MIM 所用材料占比	12
图 21. 2019 年国内 MIM 所用材料占比	12
图 22. 中国智能手机出货量	13
图 23. 中国折叠屏手机出货量	13
图 24. 手机厂商常用三种铰链结构	13
图 25. 吸波技术原理	14
图 26. 4 代机的重要领先优势即隐身性能	14
图 27. 增材制造产业链	14

图 28. 高复杂度下增材制造成本优势显著	15
图 29. 增材制造与传统制造成本对比	15
图 30. 国内增材制造行业市场空间预测 (亿元)	15
图 31. 全球增材制造行业市场空间预测 (亿美元)	15
图 32. 2019 年国内增材制造行业需求结构	15
图 33. 2019 年全球增材制造行业需求结构	15
图 34. 国内增材制造原材料市场空间预测 (亿元)	16
图 35. 全球增材制造原材料市场空间预测 (亿美元)	16
图 36. 2019 年国内增材制造材料市场结构	16
图 37. 2019 年全球增材制造材料市场结构	16
图 38. 磁流变减振器结构示意图	17
图 39. 公司羰基粉体制备软磁粉、金属喂料、吸波材料等具体流程	17
表 1: 公司主要产品及用途	5
表 2: 公司产品在中高端市场占有率不断提升	7
表 3: 常用的 MIM 材料及其应用领域	12
表 4: 吸波材料类型	14
表 5: 金属粉末制备工艺	18
表 6: 2022 年公司自主研发成果	18
表 7: 超细金属粉体多项性能技术指标均优于国外竞品	19
表 8: 公司主要工程项目	19
表 9: 可比公司估值情况	20

1. 事件：公司发布 2022 年年报

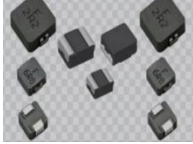
2022 年公司实现营业收入 4.28 亿元，同比增加 6.1%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比增加 11.4%；实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增加 10.01%。其中 2022 年 Q4 营业收入 0.84 亿元，同比减少 14.3%、环比减少 25.1%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比减少 14.6%、环比减少 15.3%；实现扣非归母净利润 0.19 亿元，同比减少 6.8%、环比减少 5%。

2. 专精特新小巨人，实控人定增体现发展信心

2.1. 超细粉体领先企业，一体化粉体制造及深加工

公司是一家专注于超细金属粉体新材料领域的高新技术企业，主要从事羰基铁粉、雾化合金粉及相关粉体深加工产品的研发、生产与销售，拥有行业领先的核心技术和系统完善的研究开发能力、综合技术服务能力。公司系羰基铁粉专精特新企业，拥有省级企业技术中心和省级羰基金属粉体材料工程研究中心，拥有境内 14 项发明专利、20 项实用新型专利以及 1 项境外发明专利，并先后参与制定了《微米级羰基铁粉》《纳米铁粉》等 7 项国家及行业标准，在金属注射成型喂料、软磁材料、吸波材料、金属 3D 打印材料等领域积累了丰富的经验。

表1：公司主要产品及用途

产品品类	用途	应用场景		
羰基铁粉	粉末冶金，金属注射成型，金刚石工具			
软磁粉末	电子元器件			
金属注射成型喂料	金属注射成型			
吸波材料	隐身涂层，胶片			
雾化粉末	金属注射成型，3D 打印			
				

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司生产的羰基铁粉产品，其颗粒直径在微米级，其微结构能够控制在纳米级。公司生产的羰基铁粉产品已日趋成为金属注射成型、高密度合金、人造金刚石及金刚石工具、软磁材料等行业进口羰基铁粉的替代产品。根据产品工艺后处理及添加成分不同，公司羰基铁粉系列产品可以分为羰基铁基础粉、羰基铁还原粉、羰基铁合金粉、羰基铁磷化粉。

图1. 羰基铁粉制备流程及应用领域概览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司雾化合金粉系列产品主要有雾化合金粉-316L、304L（奥氏体不锈钢合金粉）、雾化合金粉-17-4PH（马氏体不锈钢合金粉）、雾化合金粉-F75（钴铬钼高温合金粉）等。雾化合金粉是指用雾化法制得的金属粉末，即利用高压气流或水流、离心力等工艺，将一种或多种熔融金属液流粉碎成液滴，冷凝后得到的金属或合金粉末。根据雾化介质的不同，雾化法可以分为气雾化、水雾化、离心雾化等工艺。气雾化粉末球形度好，杂质含量低；水雾化粉末形貌属于不规则形状，含氧量高，粉末成型保型性好。

图2. 雾化合金粉制备流程及应用领域概览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司以羰基铁粉及雾化合金粉为基础，继续往下游拓展到MIM喂料、软磁材料、吸波材料等。公司金属注射成型喂料的主要产品系列包括YWL-316L-G合金喂料、YWL-17-4PH合金喂料、YWL-F75合金喂料、YWL-FeNi铁镍合金喂料等。另外公司软磁粉的主要产品系列包括羰基铁软磁粉及雾化合金软磁粉。

图3. MIM 喂料制备流程及应用领域概览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图4. 软磁材料制备流程及应用领域概览



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 廿年发展，颇具市场影响力

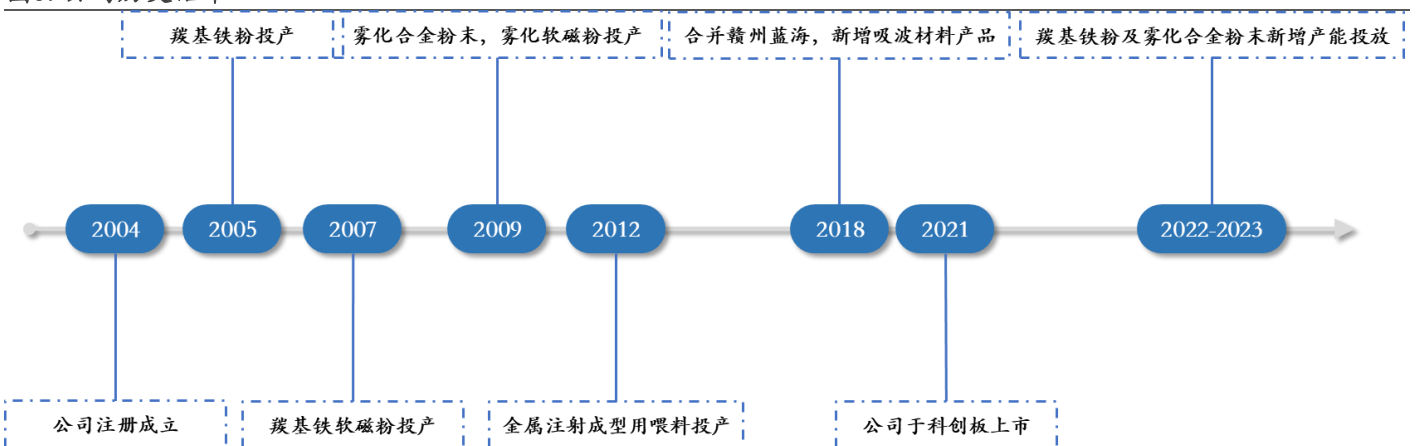
公司经过多年的发展，公司在羰基铁粉的基础上不断研发新的产品，开发新的应用领域，从羰基铁粉逐步拓展到雾化合金粉、软磁粉末、金属注射成型用喂料、吸波材料等产品，形成完善的产品体系，并不断拓宽相关产品应用场景，扩充相关产品产能。公司打破了德国巴斯夫在中高端羰基铁粉领域的垄断，在国内实现了羰基铁粉的规模化生产，实现了进口替代，截至 2019 年公司在国内羰基铁粉市场占有率超过 30%。

表2：公司产品在中高端市场占有率不断提升

	国际公司	2015 年之前	2018 年	2019 年
	巴斯夫在国内羰基铁市场占有率	>80%	<20%	<10%
	巴斯夫在国内羰基铁基软磁粉末市场占有率	>95%	<40%	<30%
	公司在国内羰基铁市场占有率	<10%	>25%	>30%
	公司在国内羰基铁基软磁粉末市场占有率	0	>40%	>50%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图5. 公司历史沿革

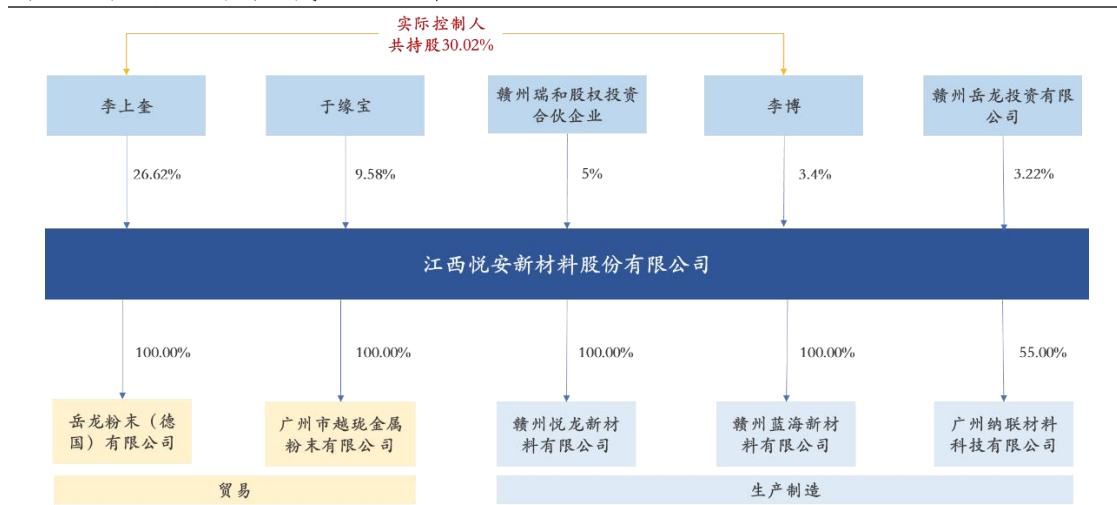


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司实际控制人为李上奎、李博父子，定增体现发展信心。李上奎先生系中国钢结构协会粉末冶金分会专家委员、全国纳米技术标准化技术委员会委，为《纳米氧化铝》、《纳米氮化硅》国家标准的制订人之一。李博先生博士毕业于清华大学，是《纳米二氧化锡》国家标准的制订人之一，新材料领域发表多篇专业论文。截至 2022 年 Q4，公司实控人李上奎、李博依次

持股 26.62%、3.4%。公司拟向实控人定增募资 2.6 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于补充流动资金。

图6. 公司股权结构图（截至 2022 年 Q4）

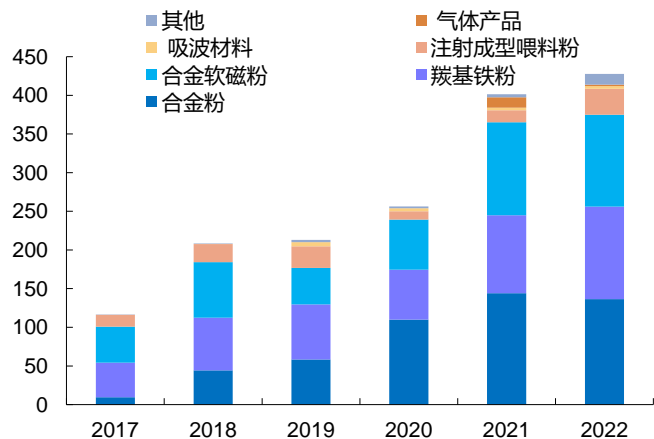


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 稳健经营，重视研发投入

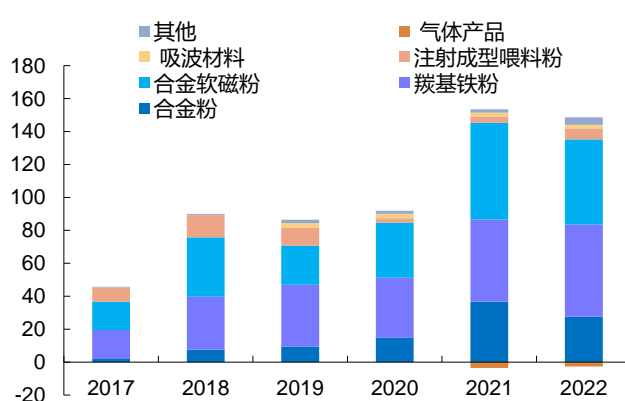
羰基铁粉、雾化合金粉以及合金软磁粉构成公司主要收入及毛利来源。营业收入方面，2022 年羰基铁粉、雾化合金粉以及合金软磁粉占比依次为 28%、31.9%、27.8%；营业成本方面，2022 年羰基铁粉、雾化合金粉以及合金软磁粉占比依次为 22.6%、38.6%、23.8%；毛利方面，2022 年羰基铁粉、雾化合金粉以及合金软磁粉占比依次为 38.3%、18.9%、35.5%。2022 年，受产品配方、原材料价格波动等因素影响，雾化合金粉成本及售价有所下降，而羰基铁粉、合金软磁粉成本及售价有所提升，从毛利率来看，2022 年羰基铁粉、雾化合金粉、合金软磁粉依次为 46.7%、20.2%、43.5%，同比依次下降 2.7pct、5.3pct、5.2pct。

图7. 公司各业务营业收入（百万元）



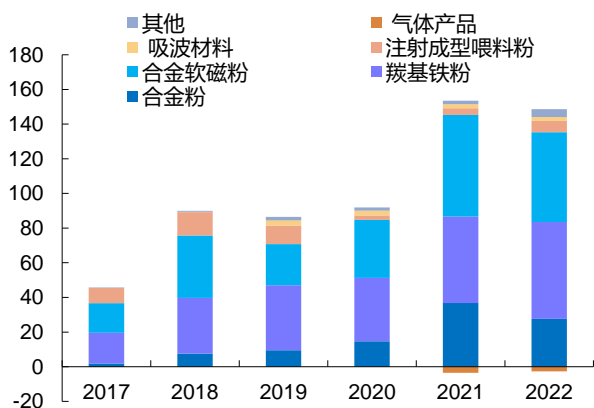
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8. 公司各业务营业成本（百万元）



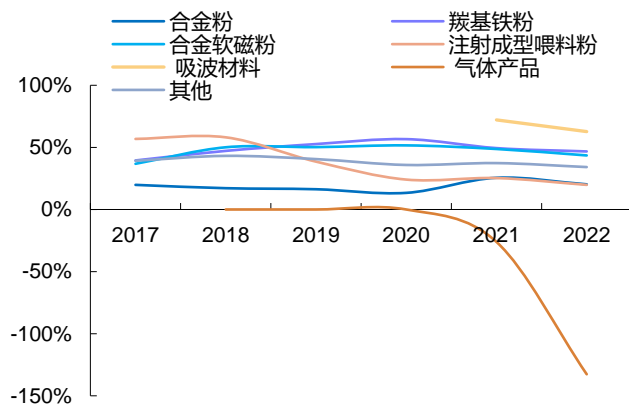
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图9. 公司各业务毛利 (百万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图10. 2022 年公司各业务毛利率小幅下调

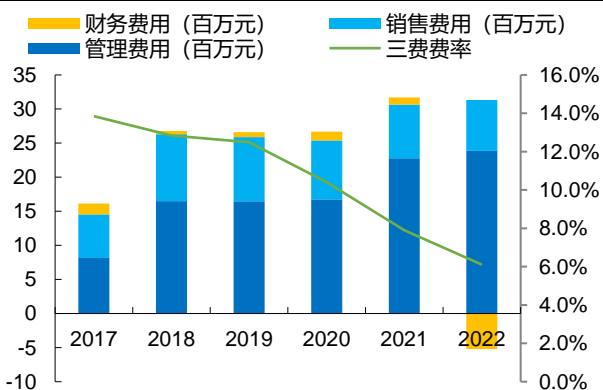


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

期间费用方面, 2022 年销售费用 745.6 万元, 同比下降 5.4%, 主要系工资薪金减少; 2022 年管理费用 2386 万元, 同比增加 4.8%, 主要系计提股份支付 388.6 万元; 2022 年财务费用减少, 主要系收到项目贷款贴补利息款冲减了相关利息支出、存款利息收入增加及因美元汇率上涨汇兑损失减少等原因所致。

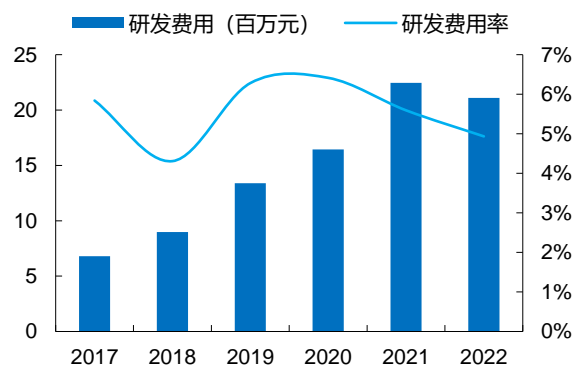
公司重视研发投入, 2022 年公司研发费用 2110 万元, 研发费用率 4.9%, 维持较高水平。2022 年公司一方面加强内部研发人才团队建设, 重点在新能源用合金软磁、车用非晶粉体材料等高成长市场谋求产品性能的迭代, 另一方面积极推进与中科院赣江创新院、北京化工大学等外部科研院所的产学研合作, 在吸波材料、国防特种材料、锂镍金属循环利用等方面借助外部科研团队开展了相关新业务技术的储备研发。

图11. 公司期间费用情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

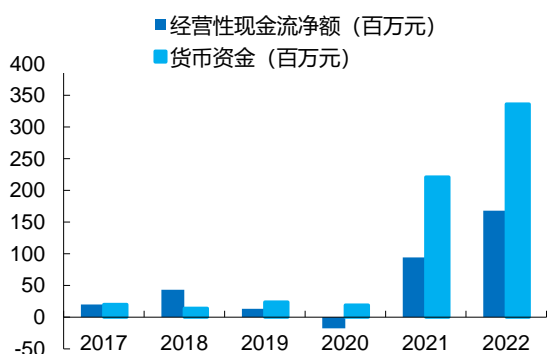
图12. 公司研发费用率维持较高水平 (百万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

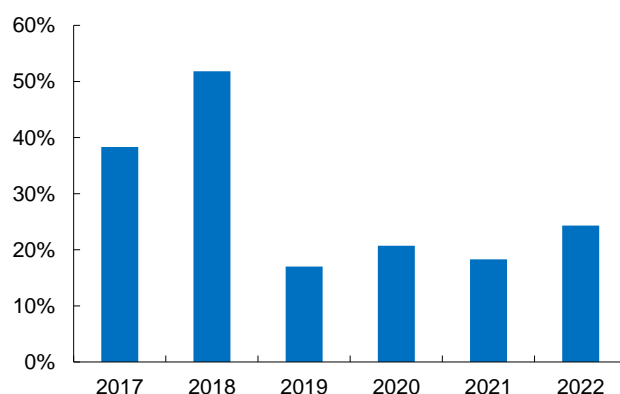
2022 年公司经营性现金流及货币资金依次达到 1.68、3.36 亿元, 达到历史高位, 同时资产负债率 24.3%, 处于较低位置, 为公司后续资本及生产经营扩张提供良好基础。

图13. 公司经营性现金流净额及货币资金 (百万元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图14. 公司资产负债率

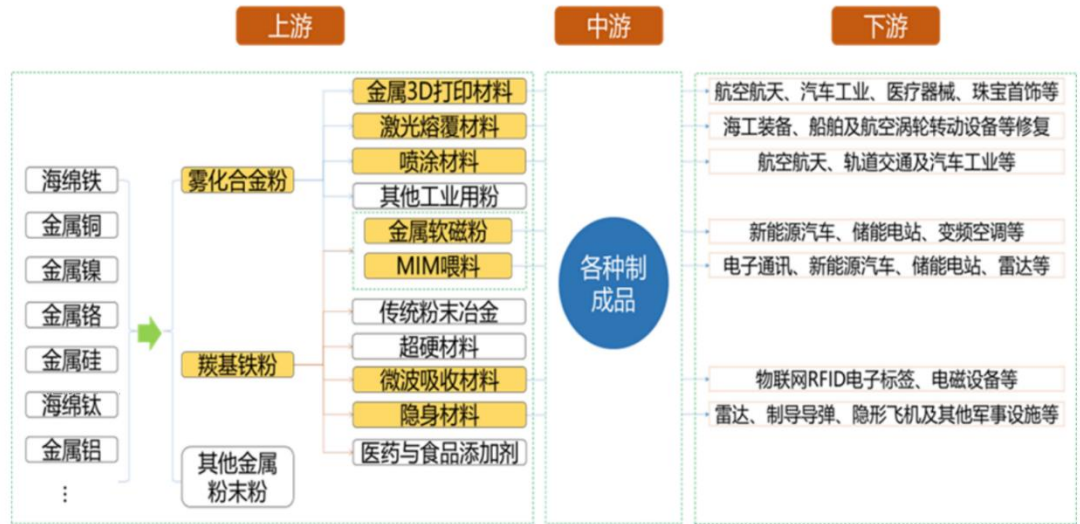


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4. 需求分析：粉末冶金基本盘有望修复，手机铰链等新兴领域有望快速放量

羰基铁粉、雾化合金粉等金属粉末处于产业链上游，是粉末冶金行业最主要的原材料，由金属粉末通过金属注射成型工艺（MIM）、3D 打印工艺等制成的各种制成品，广泛应用于航空航天、军事工业、汽车工业、消费类电子产品、精密仪器仪表及电动工具、医药食品等领域。

图15. 公司所处行业产业链示意图



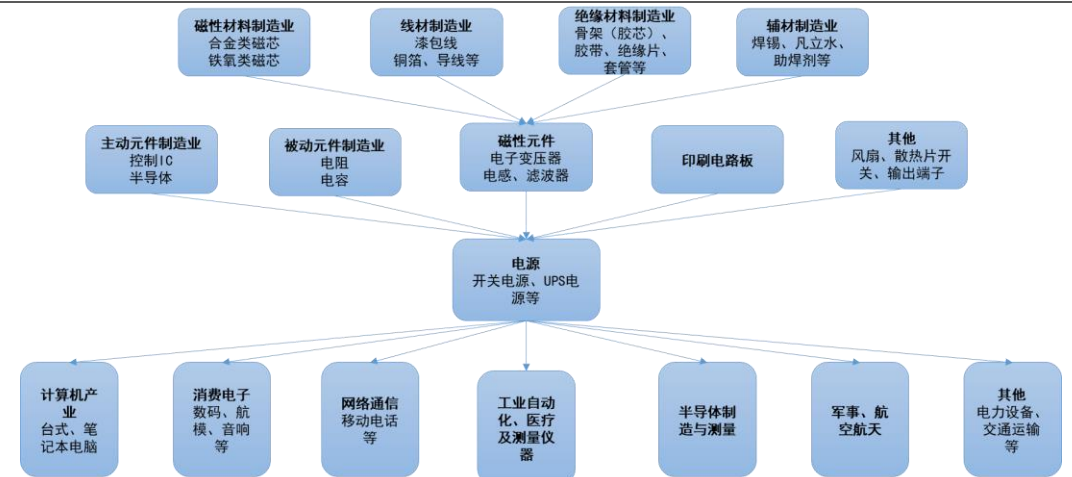
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.1. 软磁材料：电子元器件高频化趋势下，超细金属粉体需求有望提升

羰基铁粉、雾化合金粉属于软磁材料的重要分支。软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料，易于磁化，也易于退磁，其主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输。软磁材料主要包括金属软磁材料、铁氧体软磁材料及其他软磁材料；金属软磁材料又包括金属磁粉芯、工业纯铁及传统合金、非晶及纳米晶合金。金属磁粉芯具有电阻率高、饱和磁感应强度大、良好的频率特性、高频损耗低和高宽恒导磁等优点，是电感元件的核心材料，作为电感滤波器、扼流线圈广泛应用于电子通讯、雷达、电源开关等领域。

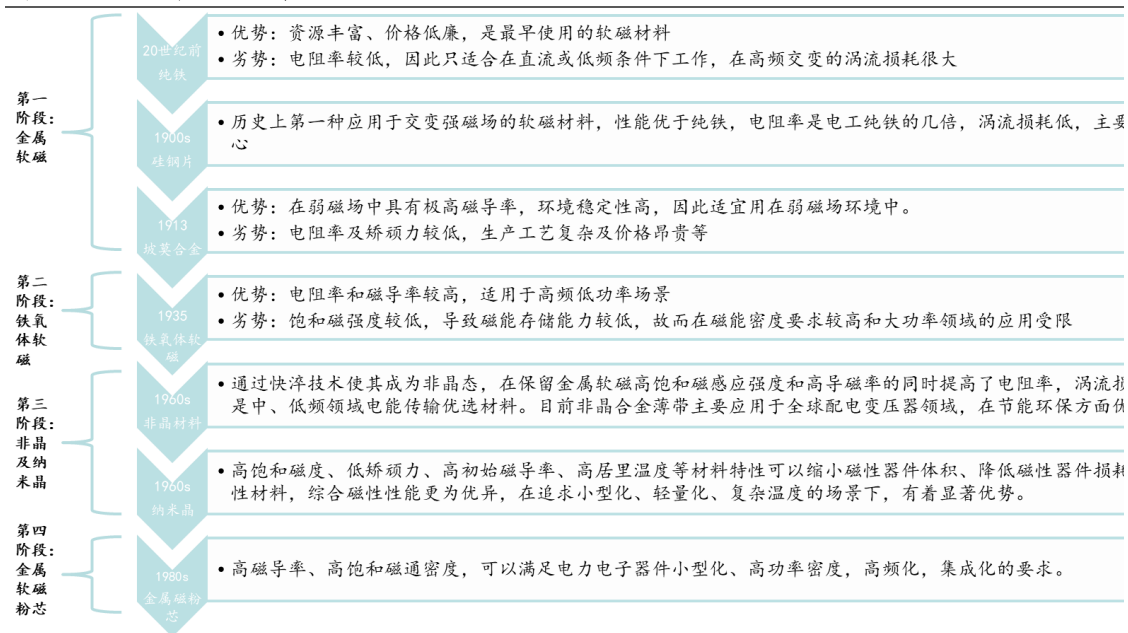
随着高频通信、大数据、物联网、新能源汽车不断推进，电子产品朝着高频化、轻量化、精密化、个性化的方向发展，羰基铁粉等超细金属粉体需求有望提升。特别是未来随着第三代半导体的普及，或加速工作场景高频化（如车载及充电桩等），10 微米及以下的超细粉末有望因功耗的优势，相对目前主流的 30-50 微米级粗粉或存在更高的市场增速。

图16. 磁性元件产业链



资料来源：《磁性材料与应用产业链》，安信证券研究中心

图17. 软磁材料历史沿革

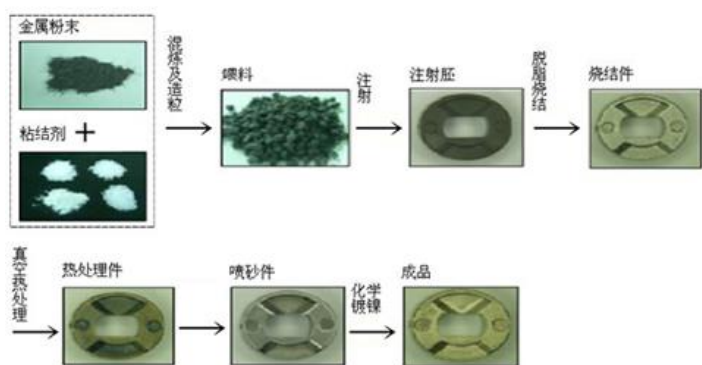


资料来源：《磁性材料与应用产业链》，安信证券研究中心

4.2. MIM：折叠屏手机铰链有望打开新的增长点

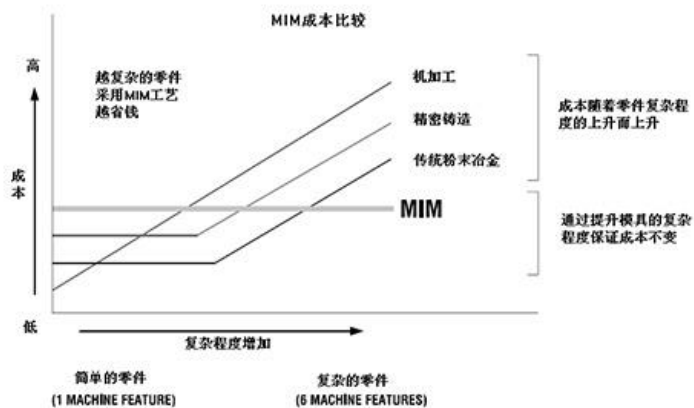
金属注射成型（MIM）是典型的学科跨界产物，将两种完全不同的加工工艺（塑料注射成型和粉末冶金）融为一体。使得设计师能够摆脱传统束缚，以塑料成型的方式获得低价、异型的不锈钢、镍、铁、铜、钛和其他金属零件，从而拥有比很多其他生产工艺更大的设计自由度。MIM 工艺制备的零件广泛应用于航空航天、汽车工业、国防军工、电子通讯、医疗、机械等领域，成为近年来粉末冶金学科和工业领域快速发展的一项高新技术。根据 BCC Research 统计数据测算，MIM 全球市场规模将从 2018 年的 31 亿美元增长到 2023 年的 45 亿美元，年复合增长率约 7.50%。

图18. MIM 具体工艺流程



资料来源：精研科技官网，安信证券研究中心

图19. 高复杂度下 MIM 具备成本优势



资料来源：精研科技官网，安信证券研究中心

中国 MIM 市场已经发展成为全球 MIM 市场的重要组成部分。中国 MIM 市场自 2000 年开始逐步增长，短短十几年，国内 MIM 市场已呈现出较为强劲的发展势头。根据中国钢协粉末冶金分会的统计数据，2011 年国内 MIM 市场规模突破 10 亿元，到 2015 年市场规模达到 48.50 亿元，占全球 MIM 市场规模的 35.23%，2019 年国内 MIM 市场规模提升至 84 亿元，同比增长 20%。

铁基材料是 MIM 的重要原材料。MIM 工艺适用的材料非常广，包括低合金钢、不锈钢、工具钢、镍基合金、钨合金、硬质合金、钛合金、磁性材料、Kovar 合金等。据《全球金属注射成形市场发展现状及展望》等，从 MIM 制品所用材质来看，全球范围内以不锈钢为主，其次是铁基合金。以欧洲为例，2019 年不锈钢材料占比 50%，低合金钢 25%，软磁材料 5%，其他 20%。同全球类似，中国 MIM 用粉材以不锈钢和铁基合金为主，分别占比 65%和 20%左右，其次为钨基合金，约占 10%，另有少量硬质合金、铜基合金和钛合金等，约占 5%。

表3: 常用的 MIM 材料及其应用领域

材料分类	材料牌号	应用领域
铁基合金	Fe-2Ni, Fe-8Ni 310	汽车、机械等行业的各种结构件
不锈钢	316L, 17-4PH, 420, 440C	医疗器械、钟表零件
硬质合金	WC-Co	各种刀具、钟表、手表
陶瓷	Al ₂ O ₃ , ZrO ₂ , SiO ₂	IT 电子、日常生活用品、钟表
重合金	W-Ni-Fe, W-Ni-Cu, W-Cu	通讯、日用品
钛合金	Ti, Ti-6Al-4V	医疗、航空
磁性材料	Fe, Fe50Ni, Fe-Si	各种磁性能部件
工具钢	42CrMo4, M2	各种工具
铜合金	—	导热、导电

资料来源：精研科技官网，安信证券研究中心

图20. 2019 年欧洲 MIM 所用材料占比

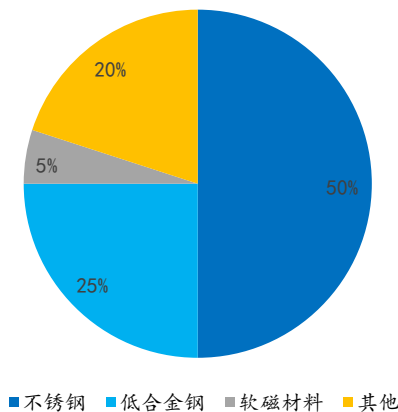
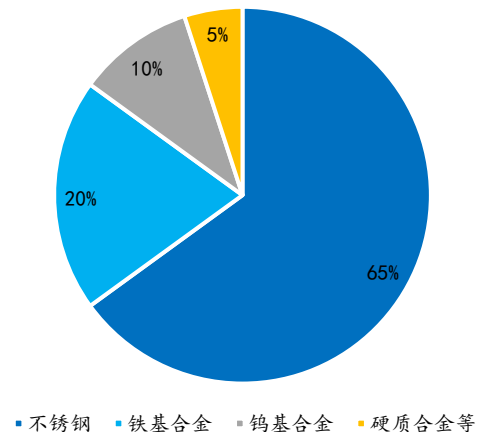


图21. 2019 年国内 MIM 所用材料占比



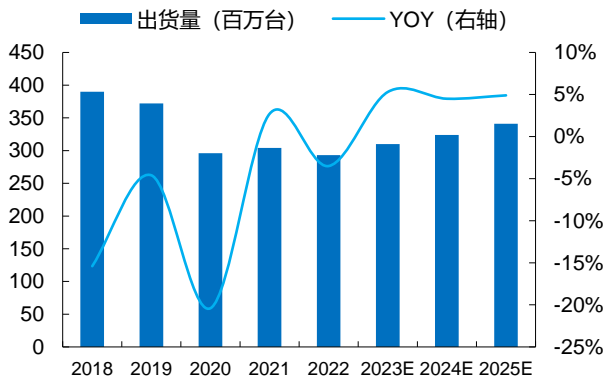
资料来源：《全球金属注射成形市场发展现状及展望》，中国钢结构协会粉末冶金分会，安信证券研究中心

资料来源：《粉末冶金工业》，中国钢结构协会粉末冶金分会，安信证券研究中心

● 折叠屏手机铰链或成为雾化合金粉新的需求增长点

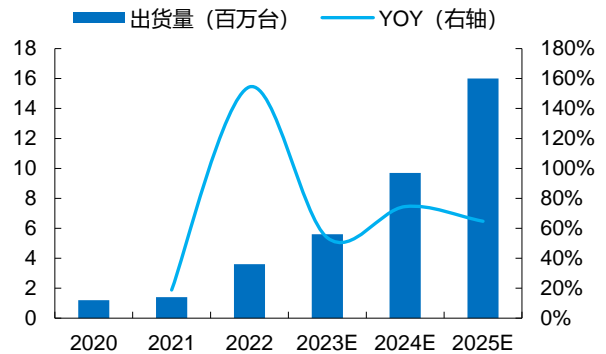
折叠屏手机市场方兴未艾。折叠屏手机凭借创新性的形态和沉浸式大屏体验，在行业出货量整体下行的背景下，实现持续的高速增长，2022 年中国折叠屏手机出货量同比增长 154%；随着国内厂商的陆续入局和产品迭代，据艾瑞咨询，预计 2023 年会迎来折叠屏手机市场高位放量，折叠屏手机出货量将超过 550 万台。

图22. 中国智能手机出货量



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图23. 中国折叠屏手机出货量



资料来源：艾瑞咨询，中国钢结构协会粉末冶金分会，安信证券研究中心

铰链是折叠屏手机寿命和形态的关键部件，也是MIM重要下游领域，有望拉动MIM及上游雾化合金粉市场需求增长。铰链由MIM件、冲压件、铸件等组装而成，铰链作为折叠终端的核心部分，又称MIM转轴。其中的齿轮结构保证折叠的可靠性，并且提供相应的阻尼，以保证可折叠手机可在不同翻折角度下实现阅读和操作。但随着每次开合的磨损，达到一定次数后，铰链的耐用性也是很大的问题，同时铰链的性能同样会出现下降。因此，铰链的设计不仅关乎屏幕的使用寿命，还决定了柔性屏手机的形态。

公司MIM喂料及原材料质量不断升级，有望持续放量。由于折叠屏手机铰链部件的重要性，其对注射成型材料亦提出了特殊要求，在保持耐腐蚀性能的前提下，需具备超高强度、高耐磨度，强度的提升有利于铰链轻量化，进而降低折叠屏整体重量及厚度，提高广大消费者对折叠屏手机的接受程度。据公司公告，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。

图24. 手机厂商常用三种铰链结构



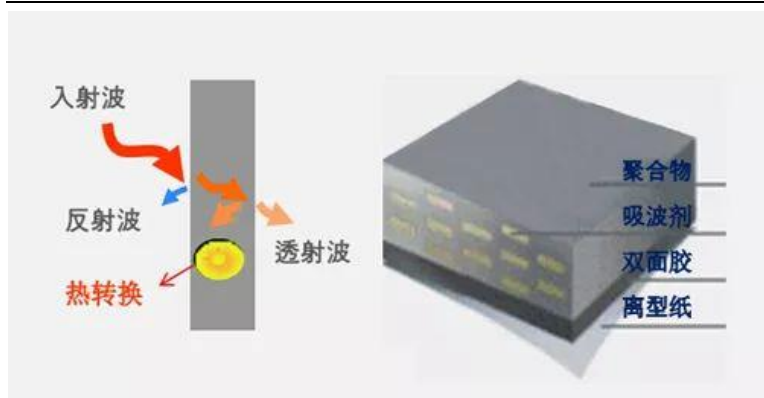
资料来源：势银膜链，安信证券研究中心

4.3. 吸波材料：羰基铁粉优势领域，有望带来高附加值

吸波材料是指材料能够吸收入射的电磁波，并使电磁波发生损耗的一类具有一定应用功能的材料，其实质是吸收或干涉入射的电磁波，并通过材料的介质损耗使电磁波能量转变成热能或其它形式的能量而耗散掉。吸波材料按照其对电磁波的损耗机理不同可分为电介损耗型、电阻损耗型和磁损耗型。从使用目的来看，军用市场主要用于隐身技术及微波暗室，民用市场主要用于RFID电子标签及消除电磁污染。

羰基铁粉是主流的吸波材料之一。羰基铁粉属于超细金属粉类吸收剂，在微波频段具有磁导率较高，磁导率实部、虚部频散效应不显著，匹配厚度较小、温度稳定性好等特点，是目前研究最成功、应用最广泛的一类吸收剂。

图25. 吸波技术原理



资料来源：重庆大学材料学院，安信证券研究中心

图26. 4代机的重要领先优势即隐身性能



资料来源：人民画报，安信证券研究中心

表4: 吸波材料类型

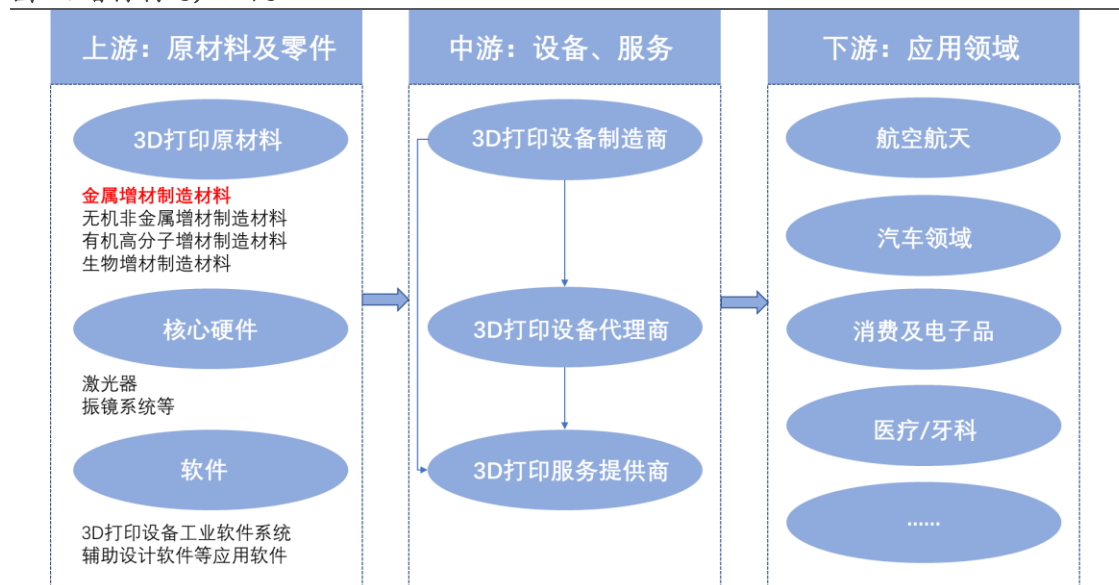
类型	主要类型	优势
磁性金属微粉吸波材料	碳基金属粉（碳基 Fe 粉、碳基 Ni 粉及碳基 Co 粉）、磁性金属超微粉	磁导率较高，磁导率实部、虚部频散效应不显著，匹配厚度较小、温度稳定性好
铁氧体吸波材料	铁氧体	吸收性能优异、成本低廉
陶瓷吸波材料	碳化硅、氮化硅、氧化铝、硼硅酸铝及钛酸钡等	可以有效减弱红外辐射、密度小、介电常数随烧结温度不同有较大变化范围
纳米吸波材料	纳米金属与合金吸收剂、纳米氧化物吸收剂、纳米陶瓷吸收剂、纳米导电聚合物和纳米金属与绝缘介质复合吸收剂	磁损耗大、兼具吸波、透波、偏振等多种功能、频带宽、兼容性好
轻质碳基吸波材料	碳纤维/聚合物复合材料、碳纳米管/聚合物复合材料、石墨烯/聚合物复合材料等	质量轻、耐腐蚀和易加工
导电聚合物吸波材料	本征型导电聚合物和复合型导电聚合物材料	密度小、易加工、成本低、易大面积涂敷、结构多样

资料来源：粉体圈，安信证券研究中心

4.4. 增材制造金属材料：市场空间广阔，公司具备一定产品及技术储备

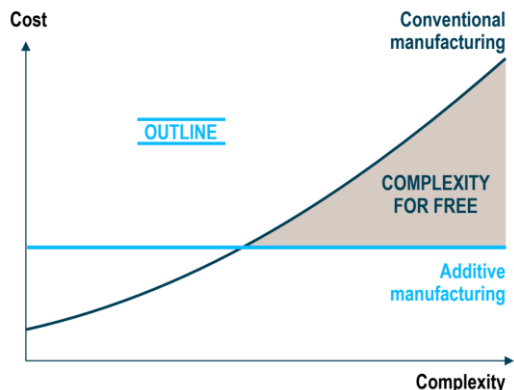
增材制造应用广泛，相对传统制造具备成本低的优势。增材制造行业上游为原材料及零件，包括增材制造原材料、核心硬件和软件等，中游为设备制造和打印服务，下游则包括航空航天、汽车、医疗、消费及电子产品等应用领域。增材制造突破了传统制造业技术的几个复杂性难题：形状复杂性、材料复杂性、层次复杂性和功能复杂性，与此同时也能减少成本，加速由设计到实现的过程。

图27. 增材制造产业链



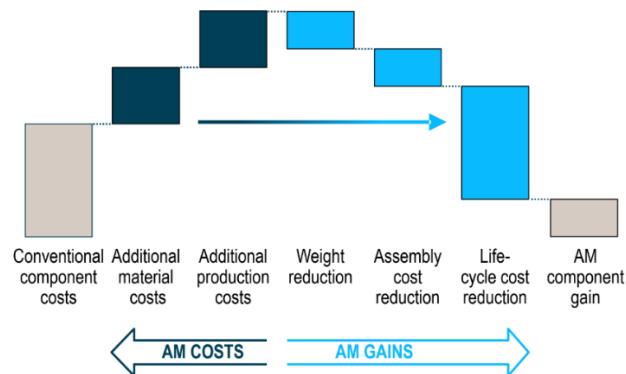
资料来源：华曙高科公告，安信证券研究中心

图28. 高复杂度下增材制造成本优势显著



资料来源：Roland Berger，安信证券研究中心

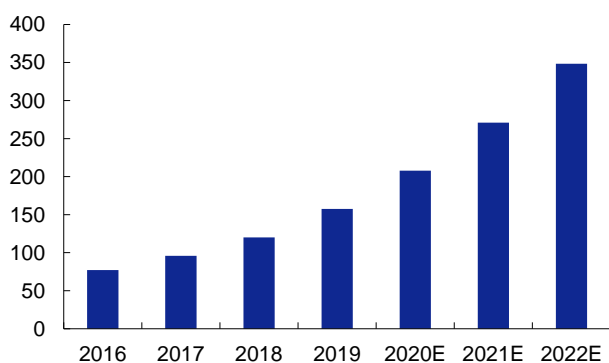
图29. 增材制造与传统制造成本对比



资料来源：Roland Berger，安信证券研究中心

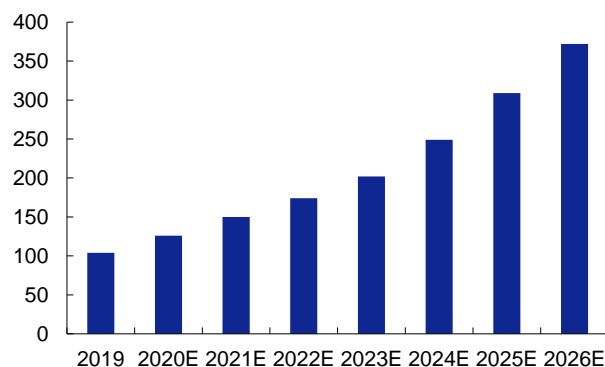
全球增材制造市场规模可观，我国增材制造市场方兴未艾。从下游需求上看，据 HUBS，2026 年全球增材制造市场规模将达到 372 亿美元，2022-2026 年复合增速预计为 20.92%，另据赛迪顾问，2022 年国内增材制造市场规模或达到 348.5 亿元。从需求结构上来看，2019 年全球增材制造中汽车、消费、航空航天、医疗等领域占比靠前，而国内 64% 的需求都来自于工业领域。

图30. 国内增材制造行业市场空间预测（亿元）



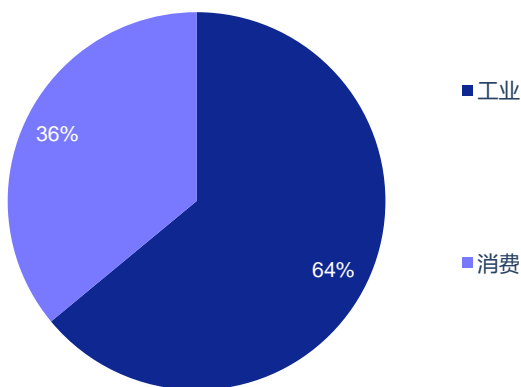
资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图31. 全球增材制造行业市场空间预测（亿美元）



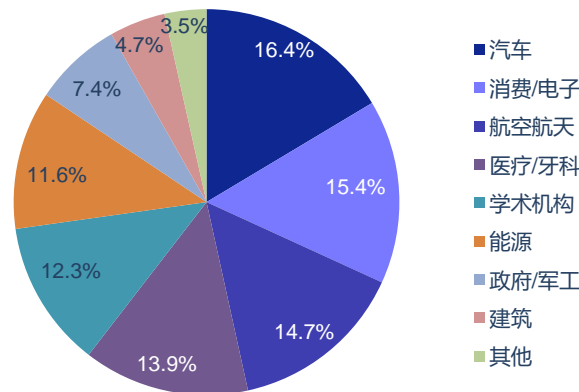
资料来源：HUBS，安信证券研究中心

图32. 2019 年国内增材制造行业需求结构



资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图33. 2019 年全球增材制造行业需求结构



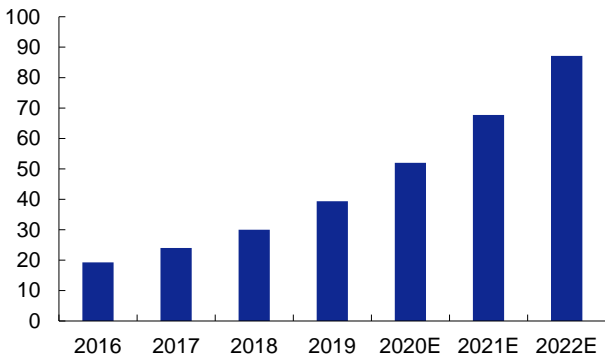
资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

金属材料在增材制造原材料中占比最大。从增材制造原材料上看，据 HUBS，以及 Roland Berger 报告中测算增材制造原材料占行业价值量约为 25%，预计 2026 年全球增材制造原材

料市场规模将达到 93 亿美元，2022-2026 年复合增速预计为 20.92%，另据赛迪顾问，2022 年国内增材制造原材料市场规模将达到 87.1 亿元。从材料分类上来看，2019 年全球增材制造金属材料占比最大约为 18.2%，国内增材制造金属材料则高达 38%。

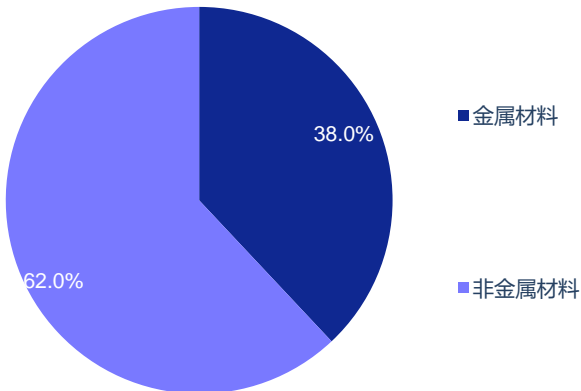
以上述全球增材制造原材料市场规模测算，考虑到金属材料占比存在提升趋势，以 2026 年全球增材制造原材料市场 20%价值量为金属粉末贡献，则 2026 年全球增材制造金属粉末市场规模预计将达到 18.6 亿美元。

图34. 国内增材制造原材料市场空间预测 (亿元)



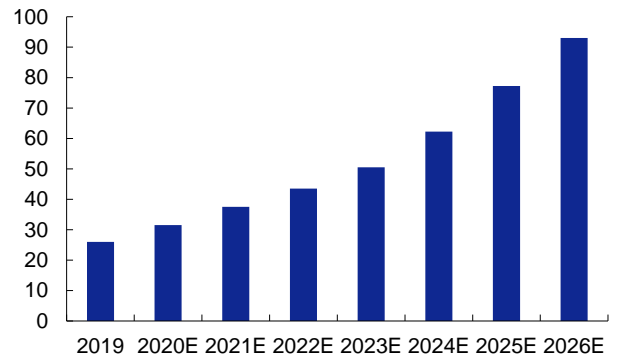
资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图36. 2019 年国内增材制造材料市场结构



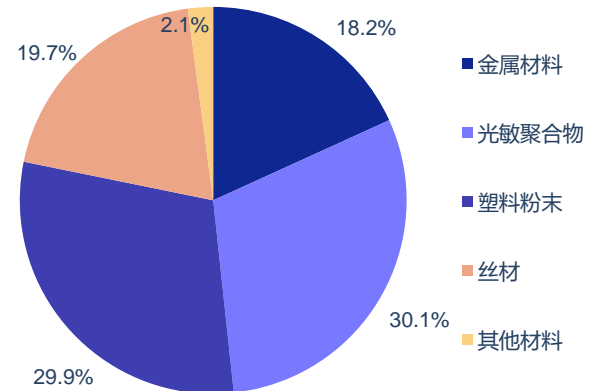
资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图35. 全球增材制造原材料市场空间预测 (亿美元)



资料来源：HUBS, Roland Berger, 安信证券研究中心

图37. 2019 年全球增材制造材料市场结构



资料来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

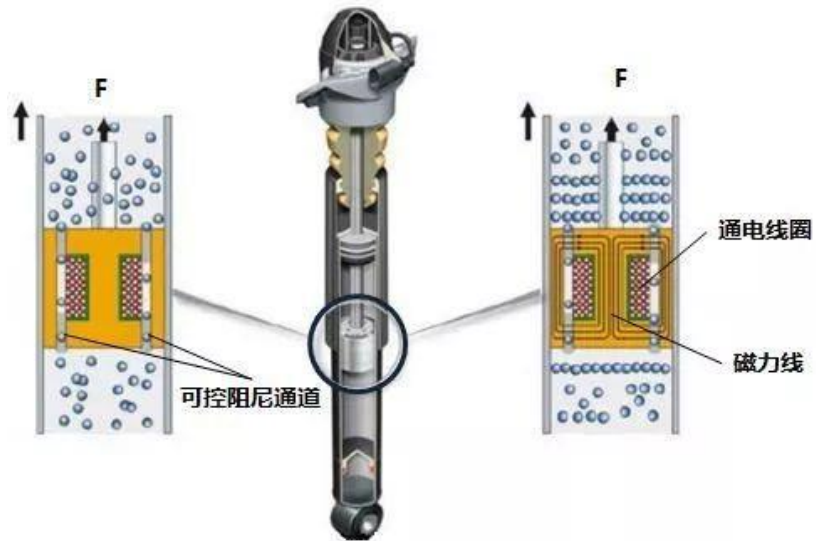
4.5. 汽车减震：羰基铁粉磁流变减震器渗透率有望提升

汽车减震系统是由弹簧和减震器共同组成的。减震器并不是用来支持车身的重量，而是用来抑制弹簧吸震后反弹时的震荡和吸收路面冲击的能量。按阻尼材料角度划分，汽车减震器可分为液压式及气压式减震器。汽车悬架系统中广泛采用液压式减震器，其原理是，当车架与车桥做往复相对运动，活塞在减震器的缸筒内往复移动时，减震器壳体内部的油液便反复地从内腔通过一些窄小的孔隙流入另一内腔。此时，液体与内壁的摩擦及液体分子的内摩擦便形成对振动的阻尼力。

磁流变汽车减震器性能较优。磁流变汽车减震器通过引入磁场改变减震器内部工作液（磁流变液）的粘度，使减震器在工作时获得不同的阻尼力。相对于传统悬架，基于磁流变减震器的电控智能悬架，可以针对不同路况，实时调节减震器的软硬，以满足不同驾驶风格的需求，从而给用户带来更好的舒适性。

羰基铁粉是磁流变液的主要组分，随着锂电上游锂钴镍等原材料价格下跌，新能源车成本中枢呈现下行趋势，或利好羰基铁粉磁流变减震器渗透率提升。磁流变液是可磁化的固体微颗粒分布在基础液中所组成的悬浮液。主要由以下三部分组成，即：①作为分散相的固体颗粒（主要为羰基铁粉）；②作为分散介质的基础液；③为了改善磁流变液性能而加入的添加剂，其中包括促进磁流变液效应的表面活性剂和防止颗粒凝聚和沉淀的稳定剂等。

图38. 磁流变减振器结构示意图

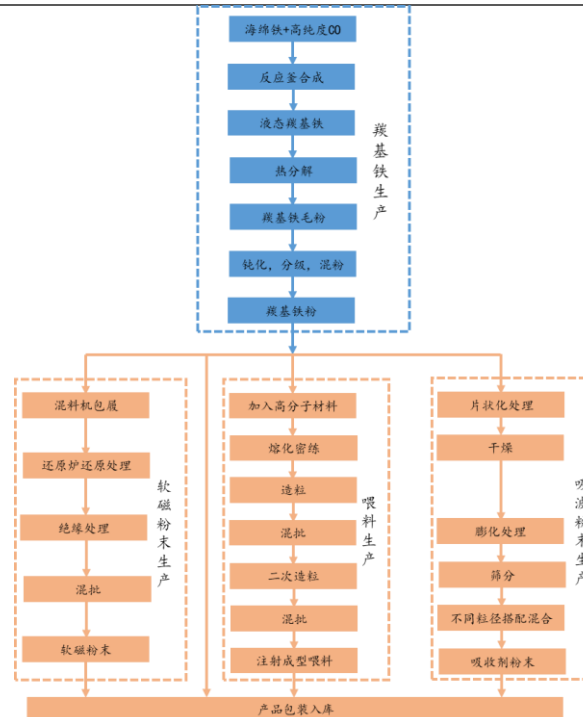


资料来源：汽车技研，安信证券研究中心

5. 技术扎实，产品具备较强竞争力

公司在超细金属粉体领域具备较强技术优势。不同的公司对于生产工艺各有侧重，除个别少数之外，大部分公司都只具备雾化、真空溅射、碳化、电解的其中一种制备工艺，还无法向行业提供完整的材料解决方案。公司具备碳化、雾化技术的协同生产、市场优势，有望通过在碳化工艺的进一步降本增效，增加客户对公司产品的黏性，同步提高碳化、雾化产品的业务市场。

图39. 公司碳基粉体制备软磁粉、金属喂料、吸波材料等具体流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表5：金属粉末制备工艺

工艺	工艺简介	类型	常见粒径	特点	相关公司
羰基法	将金属铁、镍等与一氧化碳合成金属羰基化合物，再热分解为金属粉末和一氧化碳。	合金粉末	0.05-10 微米	具有高选择性，制得的粉末很细、纯度很高，在工业上主要用来生产铁和镍的细粉和超细粉，及 Fe-Ni、Fe-Co、Ni-Co 等合金粉末。	悦安新材等
雾化法	利用高压气流或水流直接击碎液体金属或合金而制得粉末的方法。	合金粉末	20-100 微米	具有球形度高、粉末粒度可控、氧含量低、生产成本低以及适应多种金属粉末的生产等优点，已成为高性能及特种合金粉末制备技术的主要发展方向。	悦安新材、铂科新材、东睦股份、有研粉材等
机械粉碎法	以机械力粉碎金属或合金的粉末制取方法。	合金粉末	小于 500 微米	机械粉碎法成本较低，产量高，工艺简单，且能改良物料性能。	斯瑞新材等
气相法	直接利用气体，或者通过各种手段将物质转变为气体，使之在气体状态下发生物理变化或者化学反应，最后在冷却过程中凝聚长大形成纳米粒子的方法。	合金粉末	可制备纳米级	可制备纯度高、颗粒分散性好、粒径分布窄、粒径小的纳米粉体。	博迁新材 (PVD) 等
还原法	利用还原剂还原氧化物及相应盐类制取金属粉末	单质粉末	小于 500 微米	操作方便、易于控制、工艺过程简单、产率高。	章源钨业等 (氢还原法制钨粉)
电解法	通过电解熔盐或盐的水溶液使得金属粉末在阴极沉积析出的方法	单质粉末	小于 1000 微米	可以很好的控制粉末的粒度，可以制取出超精细粉末，生产铜粉、银粉、锡粉尤为适宜。	有研粉材等

资料来源：《金属材料学》，安信证券研究中心

公司核心技术围绕微纳米金属粉体材料包括羰基铁粉、软磁粉末、金属注射成型用粉体材料、雾化金属粉体材料和相关深加工产品的研发和应用构建，经过多年的技术研发和经验积累，公司在上述产品领域均掌握了相关核心技术，并不断持续优化技术工艺，在提高产品性能，增加产能，提升产品良率和降低成本等方面不断进行优化和创新。这些核心技术均在公司销售的产品中得以持续应用并形成公司产品的核心竞争力。

公司在研项目包括提高分解细粉的关键技术工艺、低成本羰基铁合成及分解技术等，已达到行业领先或行业先进水平，预计未来或对公司生产经营产生积极影响。

表6：2022 年公司自主研发成果

技术	具体内容
超高效分解尾气吸收回收技术	采用自主研发和设计的分解尾气吸收和回收装置，采取弱酸中和、快速循环、低温旋转蒸发、高压回流等技术方法将分解工段的尾气进行吸收和回收，吸收率达 100%，实现零污染零排放，尾气回收继续用于生产，降低了生产成本。
高性能气雾化铁硅系列产品制备技术	公司自主研发的气雾化铁硅粉末具有球形度高、卫星球少和流动性好的特征，相应制备的磁粉芯具有非常低的功率损耗、高的直流叠加特性和频率及温度稳定性，广泛应用于电动汽车直流充电桩、太阳能光伏逆变器 PFC 电感，大功率 APF 有源滤波器和混合电抗器中。
新型超级铁硅铝技术	公司研发的超级铁硅铝粉末，相较于常规铁硅铝产品具有磁导率高、直流偏置高、损耗超低、不同频率下使用无噪声、使用温度高等特点，可广泛应用于高端服务器电源、新能源电动汽车、高端家用电器、太阳能光伏等领域。
车载专用系列软磁粉末制备技术	围绕市场需求的车载电子产品需求，针对水雾化合金粉材料因粉末结构不规则的固性，导致包覆不充分的问题，从基础粉材、包覆液配方、包覆工艺进行深入研究以求达到车载产品性能要求，形成一套适合水雾化合金粉材料的耐温耐压包覆工艺技术，产品具有低损耗，高电感、耐压的特点，在复杂恶劣工况下能够保持性能稳定。
超高强度 MIM 用合金材料制备与应用技术	采用最新研发的粘结剂体系以及新的烧结工艺，开发出超高屈服强度，延伸率≥4%，低孔隙率的超高强度 MIM 用合金材料，应用于高端 3C 电子和精密仪器结构件，填补了国内部分高端金属注射成型饲料市场的空白。
高氮无镍不锈钢粉体材料制备技术	研究开发的材料中含高氮、高锰等极易烧损的合金元素，使气雾化生产过程中熔炼环境更加苛刻，熔炼工艺要求更加严格，通过研究熔炼、雾化、粉末处理工艺，氧含量可达到≤0.09%，通过提高合金元素中氮的含量，实现了不锈钢完全无镍无磁，为可穿戴产品外观件提供了新的解决方案。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表7：超细金属粉体多项性能技术指标均优于国外竞品

产品类别	产品举例	关键参数	发行人指标	国外竞品指标	发行人产品优势	发行人产品对客户制成零部件的性能提升
羰基铁粉	T6 系列	粉末细度	D50 ≤ 1.2 微米	D50 在 1.5 微米左右 (BASF 公司)	粉末细度低	制成超微电感后功耗降低
雾化合金粉	水雾化不锈钢粉末/钴基合金粉末	粉末振实密度	≥ 4.8 g/cm ³	≥ 4.6g/cm ³ (ATMIX 公司)	粉末振实密度高	制成零部件后烧结密度升高, 机械强度提高
		烧结后零部件密度	≥ 7.95 g/cm ³	≥ 7.9g/cm ³ (BASF 公司)	烧结后零部件密度高	制成零部件后烧结密度升高, 机械强度提高
金属注射成型喂料	316L-G	孔隙率	≤ 0.2%	≤ 0.4% (BASF 公司)	孔隙率	制成零部件后表面光洁度提高, 适用于外观要求高的零部件
		收缩率	± 0.002	± 0.004 (BASF 公司)	收缩率	制成零部件后尺寸精度控制更精确, 良品率高
	17-4PHN	烧结后零部件密度	≥ 7.85 g/cm ³	≥ 7.70g/cm ³ (BASF 公司)	烧结后零部件密度高	制成零部件后烧结密度升高, 机械强度提高
软磁粉	T8HA 系列	工作温度等级	155	130 (BASF 公司)	工作温度等级	制成元器件后适用于汽车等对使用环境要求高的场景
	T8A3 系列	磁导率	≥ 27.0	≥ 25.0 (BASF 公司)	磁导率	制成元器件电磁性能更高, 降低功耗

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 新建产能有望加速释放，降本增效业绩可期

公司羰基铁粉及雾化合金粉产能或加速释放。公司现有羰基铁粉产能 5000 吨，据公开投资者问答，预计 2023-2025 年每年将新投放 2000 吨产能，2022 年初雾化合金产能约 2000 吨，2022 年募投项目雾化合金产能 4000 吨（含粗粉 2000 吨）已陆续投产，预计 2023 年将有效释放。

公司拟投入 1 亿元建设创新工艺年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线，降本空间可观。公司经过多年的技术攻关，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，具备了产业化条件，并由全资子公司宁夏悦安负责承建，而宁夏宁东能源化工基地具备项目所需的一氧化碳、氢气、水、电、气、汽等生产低成本要素及其运输网络地域优势。据公司公告，项目建成后预计实现年产值 1.4 亿元，利税合计约 0.54 亿元，未来公司将根据示范线建设进度、市场应用端发展情况，分步骤规划基于创新工艺的新增产能。

表8：公司主要工程项目

序号	项目名称	项目计划	投资总额 (亿元)
1	年产 6000 吨羰基铁粉等系列产品项目	预计 2023-2025 年每年投放 2000 吨羰基铁粉产能	1.74
2	高性能超细金属及合金粉末扩建项目	粗粉、细粉各 2000 吨	0.61
3	年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线	项目建成后预计实现年产值 1.4 亿元，利税合计约 0.54 亿元	1.00

资料来源：公司公告及公开投资者问答，安信证券研究中心

7. 投资建议

主要假设：考虑年产 6000 吨羰基铁粉等系列产品项目及雾化合金粉产能逐步释放，预计 2023-2025 年羰基铁粉外销量依次为 3819/4964/6454 吨、雾化合金粉外销量依次为 1158/1737/2606 吨，各产品价格维持 2022 年水平。

盈利预测：预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.25、8.49、11.7 亿元，预计净利润 1.42、1.86、2.49 亿元，对应 EPS 分别为 1.66、2.17、2.92 元/股，目前股价对应 PE 为 30.9、23.5、17.6 倍。首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 62 元/股。

表9：可比公司估值情况

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
		2022E	2023E	2024E	2025E	2022E	2023E	2024E	2025E
悦安新材	43.6	0.99	1.42	1.86	2.49	44.3	30.9	23.5	17.6
有研粉材	32.3	0.59	1.55	2.33	-	54.8	20.9	13.9	-
铂科新材	95.8	1.95	2.92	3.98	-	49.2	32.8	24.0	-
东睦股份	55.8	1.58	2.76	3.72	-	35.2	20.2	15.0	-

资料来源：wind，安信证券研究中心

注：有研粉材、铂科新材、东睦股份利润为 wind 一致预期，交易数据日期为 2023/3/14

悦安新材、有研粉材 2022 年利润为公司公告披露值

风险提示

(1) 需求不及预期：公司研发和生产的微纳金属粉体材料主要用于手机、笔记本电脑相关配件、可穿戴设备等高端消费类电子领域和汽车电子领域。公司经营业务发展与上述应用领域各主要终端客户的出货量具有较大相关性，未来如果全球经济情况以上述核心产品为代表的各下游应用领域市场需求发生重大或持续波动，将会对公司经营业务带来不利影响。

(2) 原材料价格大幅波动：公司采购的主要原材料包括海绵铁、焦炭、有色金属等，若原材料价格大幅波动，将对公司业绩产生不利影响。

(3) 项目进展不及预期：公司目前主要推进的项目包括年产 6000 吨羰基铁粉等系列产品项目、高性能超细金属及合金粉末扩建项目、年产 3000 吨羰基铁粉生产示范线等，若项目产能投放不及预期，将对公司生产经营产生不利影响。

(4) 大股东减持风险：近期公司大股东于缘宝以大宗交易方式减持公司股份。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	401.4	427.7	624.5	848.8	1,170.3	成长性					
减: 营业成本	251.5	281.7	416.2	574.2	803.4	营业收入增长率	56.6%	6.5%	46.0%	35.9%	37.9%
营业税费	3.8	2.9	2.5	3.4	4.7	营业利润增长率	76.9%	2.6%	43.6%	31.5%	34.1%
销售费用	7.9	7.5	6.2	7.6	9.4	净利润增长率	71.0%	11.5%	43.2%	31.3%	34.1%
管理费用	22.8	23.9	21.9	28.9	38.6	EBITDA 增长率	84.2%	-1.2%	80.8%	41.4%	36.5%
研发费用	22.5	21.1	25.0	32.3	42.1	EBIT 增长率	95.1%	-0.1%	61.6%	32.4%	34.1%
财务费用	1.0	-5.2	-1.3	-0.4	-0.6	NOPLAT 增长率	74.0%	0.9%	49.5%	32.4%	34.1%
资产减值损失	-1.4	-1.2	-0.9	-1.2	-1.1	投资资本增长率	8.1%	13.8%	133.9%	22.5%	41.1%
加: 公允价值变动收益	0.7	0.7	-	-	-	净资产增长率	97.9%	8.7%	21.5%	23.1%	25.2%
投资和汇兑收益	0.8	3.3	1.3	1.5	1.7						
营业利润	106.1	108.8	156.2	205.4	275.5	利润率					
加: 营业外净收支	-1.4	-0.4	-0.7	-0.9	-0.7	毛利率	37.4%	34.1%	33.4%	32.4%	31.4%
利润总额	104.6	108.3	155.5	204.6	274.8	营业利润率	26.4%	25.4%	25.0%	24.2%	23.5%
减: 所得税	12.7	9.0	12.9	17.0	22.8	净利润率	22.1%	23.1%	22.7%	21.9%	21.3%
净利润	88.6	98.8	141.5	185.8	249.1	EBITDA/营业收入	27.9%	25.9%	32.0%	33.3%	33.0%
						EBIT/营业收入	23.9%	22.4%	24.8%	24.2%	23.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	86	103	140	198	205
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	139	100	114	131	131
货币资金	221.0	336.2	50.0	67.9	93.6	流动资产周转天数	345	466	302	217	215
交易性金融资产	90.7	-	-	-	-	应收帐款周转天数	86	67	67	67	67
应收帐款	91.9	67.5	165.3	151.1	285.1	存货周转天数	57	71	72	73	74
应收票据	47.5	49.9	92.3	101.0	165.5	总资产周转天数	513	688	565	512	492
预付帐款	2.8	4.6	6.3	8.7	12.2	投资资本周转天数	285	298	362	415	400
存货	76.5	91.6	156.8	185.9	293.6						
其他流动资产	22.0	4.6	23.4	16.6	14.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.6%	15.0%	17.7%	18.8%	20.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	11.3%	13.2%	14.0%	13.5%
长期股权投资	-	2.0	2.0	2.0	2.0	ROIC	30.8%	28.7%	37.7%	21.4%	23.4%
投资性房地产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	费用率					
固定资产	117.3	127.7	359.5	572.9	758.7	销售费用率	2.0%	1.7%	1.0%	0.9%	0.8%
在建工程	28.0	160.2	184.1	193.6	197.5	管理费用率	5.7%	5.6%	3.5%	3.4%	3.3%
无形资产	33.1	23.9	23.1	22.2	21.4	研发费用率	5.6%	4.9%	4.0%	3.8%	3.6%
其他非流动资产	20.7	13.7	13.6	15.9	14.3	财务费用率	0.3%	-1.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
资产总额	752.4	882.8	1,077.2	1,338.9	1,859.8	四费/营业收入	13.5%	11.0%	8.3%	8.1%	7.7%
短期债务	-	4.0	40.7	40.2	39.5	偿债能力					
应付帐款	26.1	40.7	61.0	77.9	115.7	资产负债率	18.3%	24.3%	24.7%	25.4%	32.7%
应付票据	5.0	43.6	13.3	35.7	50.5	负债权益比	22.4%	32.1%	32.7%	34.0%	48.7%
其他流动负债	48.6	59.8	48.3	52.2	53.5	流动比率	6.93	3.74	3.03	2.58	3.34
长期借款	47.1	52.1	90.3	121.2	336.6	速动比率	5.97	3.13	2.07	1.68	2.20
其他非流动负债	10.9	14.4	12.0	12.5	13.0	利息保障倍数	91.73	-18.43	-115.09	-542.37	-486.68
负债总额	137.7	214.6	265.7	339.7	608.7	分红指标					
少数股东权益	8.5	9.0	10.1	11.9	14.8	DPS(元)	0.60	-	-	-	-
股本	85.4	85.4	85.4	85.4	85.4	分红比率	57.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	521.7	574.5	716.0	901.8	1,150.8	股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	614.7	668.2	811.5	999.1	1,251.1						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	91.9	99.3	141.5	185.8	249.1
						加: 折旧和摊销	16.2	14.8	45.2	77.9	111.2
						资产减值准备	1.4	1.2	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.7	-0.7	-	-	-
						财务费用	1.7	-2.0	-1.3	-0.4	-0.6
						投资收益	-0.8	-3.3	-1.3	-1.5	-1.7
						少数股东损益	3.3	0.6	1.1	1.8	2.9
						营运资金的变动	4.8	90.8	-249.2	22.0	-252.3
						经营活动产生现金流量	94.2	168.1	-64.0	285.6	108.6
						投资活动产生现金流量	-134.4	-13.2	-298.7	-298.5	-298.3
						融资活动产生现金流量	241.8	-85.1	76.5	30.9	215.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.04	1.16	1.66	2.17	2.92
						BVPS(元)	7.10	7.71	9.38	11.55	14.47
						PE(X)	49.4	44.3	30.9	23.5	17.6
						PB(X)	7.2	6.6	5.5	4.4	3.5
						P/FCF	48.0	69.7	-15.2	236.8	205.9
						P/S	10.9	10.2	7.0	5.2	3.7
						EV/EBITDA	40.7	29.5	22.3	15.8	12.1
						CAGR(%)	26.8%	36.4%	39.4%	26.8%	36.4%
						PEG	1.8	1.2	0.8	0.9	0.5
						ROIC/WACC	3.0	2.8	3.7	2.1	2.3
						REP	4.6	3.1	1.4	2.0	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034