

安泰科技 (000969.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

聚焦两大核心产业,新材料平台化布局

投资逻辑

钢研院新材料平台, 聚焦钨钼深加工+稀土永磁业务。公司是中国钢研旗下新材料平台, 聚焦“难熔钨钼”和“稀土永磁”两大核心产业, 并多元化布局粉末冶金材料、特钢及焊接材料、非晶纳米晶材料和环保装备等领域, 22年两大核心业务营收占比超过70%, 利润占比超过80%, 产业结构进一步聚焦。23Q1公司实现营收21.08亿元, 同增3.69%; 归母净利润0.77亿元, 同降10.96%。

国内钨钼深加工龙头, 受益高端制造转型升级。钨钼等难熔金属深加工产品下游主要应用在泛半导体、高端医疗、航空航天和核能等领域, 高端制造转型与升级为难熔金属提供长期需求增量。公司全资子公司安泰天龙22年实现营收、净利润分别为17.65亿元/1.07亿元, 分别同增12.74%/17.13%。高端医疗领域, 公司入选国家级单项冠军产品的造形放疗多叶光栅系统已达国际领先水平, 全球市占率超70%; 泛半导体领域, 公司在蓝宝石长晶炉、MOCVD加热器、离子注入机用钨钼材料等器件与设备新签合同额超过5亿元, 22年同增178%; 核能领域, 公司07年参与ITER项目, 研发满足核聚变要求的高性能钨及钨铜复合产品, 在国际上率先实现了核聚变用钨铜偏滤器的批量化生产。公司将通过产业并购和技改资金着力开拓下游市场, 并实现国产替代。

与北方稀土、包钢磁材合作, 打造稀土永磁万吨级平台。风电、新能源车、节能家电与电梯、机器人等领域对钕铁硼需求持续增长, 预计25年全球高性能钕铁硼需求超20万吨, 5年CAGR为25%。目前轻稀土价格约48万元/吨, 预计短期内以震荡为主。22年安泰磁材营收与利润分别同增49.5%和49.9%, 定位高端市场。目前公司已形成钕铁硼毛坯年产能近7000吨, 21年公司与北方稀土、包钢磁材成立合资公司安泰北方(51%), 其2000吨技改项目已投产, 正在进行3000吨项目建设, 预计24年投产。

盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年归母净利润分别为2.88亿元、3.83亿元、4.98亿元, 对应EPS分别为0.28元、0.37元、0.48元, 对应PE分别为35倍、26倍、20倍。公司作为钢研院旗下新材料平台, 技术赋能+国产替代, 难熔钨钼产品在半导体、医疗、航空航天等领域稳步扩张; 稀土永磁与北方稀土合作, 扩产规模化后成本有望下降, 综合考虑给予公司24年30倍PE, 对应24年市值115亿元, 目标价10.95元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险; 项目建设不及预期; 汇率波动风险等。

金属材料组

分析师: 李超 (执业 S1130522120001)

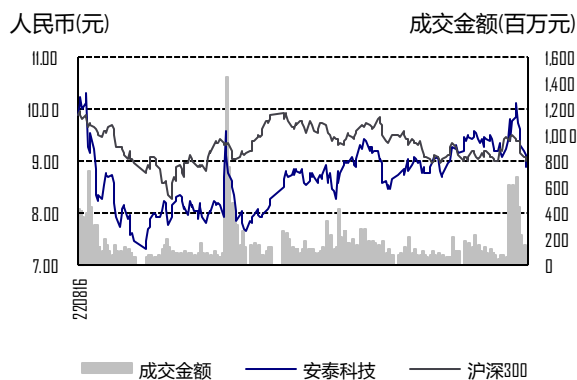
lichao3@gjzq.com.cn

分析师: 宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 8.88 元

目标价 (人民币): 10.95 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,272	7,406	8,870	10,215	11,996
营业收入增长率	25.96%	18.09%	19.77%	15.16%	17.43%
归母净利润 (百万元)	172	211	288	383	498
归母净利润增长率	66.00%	22.91%	36.53%	32.83%	30.22%
摊薄每股盈利 (元)	0.167	0.206	0.275	0.365	0.475
每股经营性现金流净额	0.61	0.58	0.80	0.80	1.03
净资产收益率	3.62%	4.26%	5.59%	7.06%	8.64%
市盈率 (倍)	63.98	37.67	34.52	25.99	19.96
市净率 (倍)	2.31	1.61	1.93	1.83	1.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、钢研院技术赋能助推，新材料领军者再起航.....	4
1.1 钢研院旗下新材料平台，聚焦难熔钨钼、稀土永磁业务.....	4
1.2 以先进功能材料器件、特种粉末材料为核心，经营业绩稳健增长.....	5
二、难熔钨钼：国内钨钼合金深加工龙头，受益高端制造转型升级.....	7
2.1 半导体、医疗和航空航天等设备和工艺发展带动钨钼深加工需求持续增长.....	7
2.2 安泰天龙力争打造难熔钨钼业务“单项冠军”.....	12
三、稀土永磁：与北方稀土合作扩建，打造万吨级磁材平台.....	14
3.1 能源转型趋势不改，钕铁硼需求稳步上升.....	14
3.2 与北方稀土合作，产能持续扩张.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司股权结构（截至 2022.12.31）.....	4
图表 2： 公司产品涉及先进功能材料、粉末冶金材料、特钢材料、环保与高端科技服务业四大板块.....	5
图表 3： 公司分业务营收（亿元）及增速（%）.....	5
图表 4： 公司归母净利润（亿元）及增速（%）.....	5
图表 5： 公司分业务毛利（亿元）及综合毛利增速（%）.....	6
图表 6： 公司分业务毛利率（%）及综合毛利率（%）.....	6
图表 7： 公司费用率控制良好（%）.....	6
图表 8： 公司持续加码研发投入（%）.....	6
图表 9： 公司股权激励三期业绩考核标准.....	7
图表 10： 钨钼产业链包括矿产资源开发、冶炼、产品深加工等环节.....	8
图表 11： 政策对半导体、医疗、航空航天等设备及其工艺技术的支撑提供了钨钼行业发展空间.....	8
图表 12： 2021 年全球钨储量分布.....	9
图表 13： 2021 年全球钼储量分布.....	9
图表 14： 2021 年全球钨产量分布.....	9
图表 15： 2021 年全球钼产量分布.....	9
图表 16： 钨钼深加工主要应用与高端医疗、航空航天、泛半导体和核能等领域.....	9
图表 17： 21-25 年全球蓝宝石长晶设备市场规模（亿元）及增速（%）.....	10
图表 18： 20-28 年全球 MOCVD 设备行业规模预测（亿美元）.....	10
图表 19： 18-23 年中国 CT 设备销售量（台）及增速（%）.....	10
图表 20： 18-23 年中国 CT 设备销售规模（亿元）及增速（%）.....	10

图表 21:	18-24 年中国商业航天市场规模 (亿元) 与增速 (%)	11
图表 22:	18-22 年中国飞机数量 (架) 及增速 (%)	11
图表 23:	钨铜偏滤器批量服役	11
图表 24:	出口 WEST 的偏滤器部件产品	11
图表 25:	国内外主要难熔钨钼深加工企业	12
图表 26:	2018-2022 年安泰天龙经营情况	12
图表 27:	安泰天龙在北京、天津、陕西、山东等地拥有研发和生产基地	13
图表 28:	安泰天龙以钨、钼、铼、钽、铌等难熔金属材料、溅射靶材、陶瓷材料等为主导产品	13
图表 29:	历代稀土永磁材料	14
图表 30:	18-22H1 中国钕铁硼永磁产量及增速	15
图表 31:	15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量	15
图表 32:	全球氧化镨钕需求测算 (吨)	15
图表 33:	公司稀土永磁业务布局	16
图表 34:	2018-2023 年稀土价格指数	16
图表 35:	2018-2023 年氧化镨钕价格 (万元/吨)	16
图表 36:	分业务盈利预测	17
图表 37:	可比公司估值	18
图表 38:	公司过去三年历史 PE	18

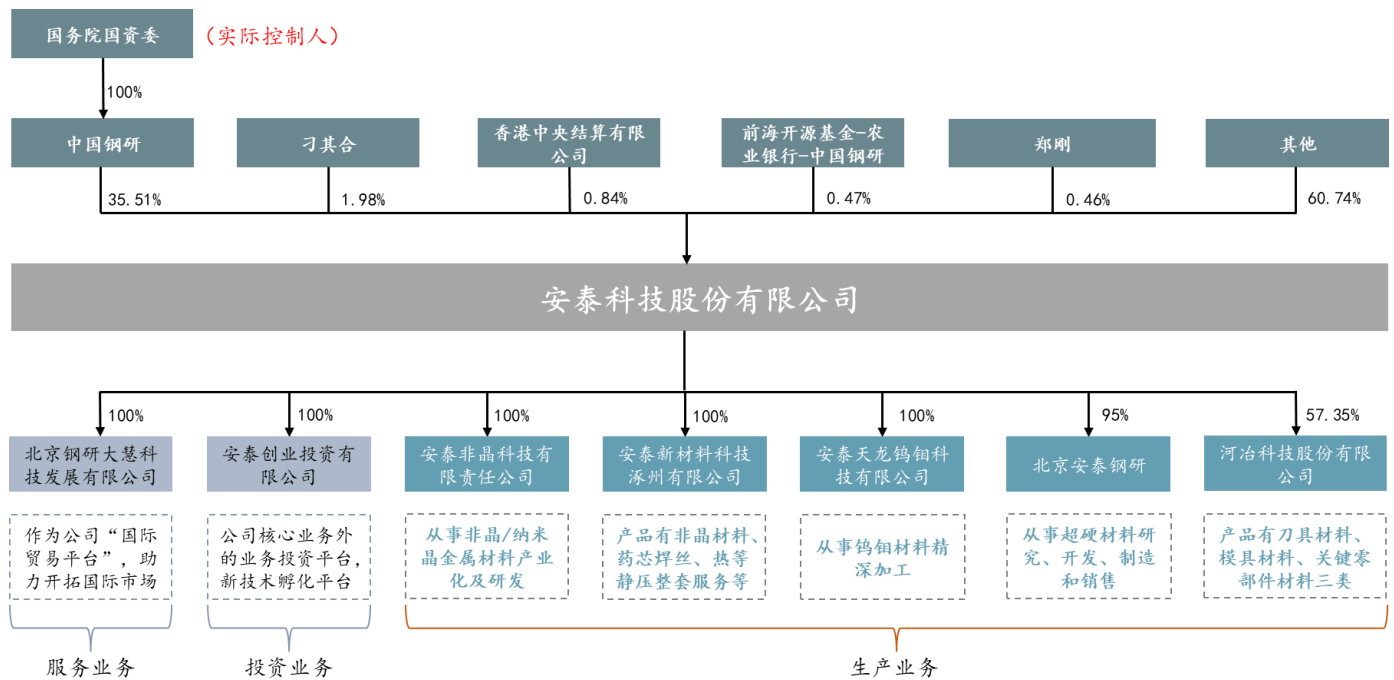
一、钢研院技术赋能助推，新材料领军者再起航

1.1 钢研院旗下新材料平台，聚焦难熔钨钼、稀土永磁业务

公司于1998年12月由原钢铁研究总院发起改制组建成立，是中国钢研旗下新材料领域的核心产业平台和科技创新主体，是我国新材料行业的领军企业之一。2000年5月29日，公司上市深交所主板。目前公司聚焦“以难熔钨钼为核心的高端粉末冶金及制品”和“以稀土永磁为核心的先进功能材料及器件”两大核心产业。

公司实控人为国务院国资委，通过中国钢研持有公司股权35.51%。董事长李军风2018年1月起上任，拥有多年粉末冶金行业工作经验。毕林生2018年7月起担任总经理、董事。目前公司控股安泰天龙、河冶科技在内的10余家子公司，业务产品广泛应用于航空航天、半导体集成电路、新能源汽车、光伏、核电、高端医疗装备、先进轨道交通、智能制造、工业过滤净化及节能环保等领域，已成为众多国内外知名企业的关键材料与核心部件供应商。

图表1：公司股权结构（截至2022.12.31）



来源：公司年报，国金证券研究所

秉承中国钢研七十年的科研积淀，公司科研基础雄厚，并建立了完整的技术创新体系。目前公司拥有5个国家级创新平台、22个省部级科技创新平台及1个企业博士后科研工作站，在同行中科研创新能力保持较高水平。

公司以难熔钨钼、稀土永磁材料为拳头产品，多元化布局先进功能材料及制品、特种粉末冶金材料及制品、高品质特钢及焊接材料、环保与高端科技服务业四大板块。

- 1) 先进功能材料及制品产业主要包括稀土永磁材料及其制品、特种合金、非晶及纳米晶材料。该产业是自动化、智能化、信息化和环保节能等现代技术发展基石，已经成为绿色能源及节能技术等国际热点产业的关键基础材料；
- 2) 特种粉末冶金材料及制品主要包括难熔钨钼精深加工制品、特种雾化制粉、超硬工具材料、金属注射成型等业务，主要服务于航空航天、核电、高端医疗器械、第三代半导体及泛半导体、新能源汽车及消费电子等应用领域，是公司的核心产业之一；
- 3) 高品质特钢及焊接材料产品主要是工模具材料和焊接材料，生产上采用各种不同冶金成份的工具钢，并通过恰当的变形和热处理工艺来达到其性能要求，因此高性能的工具钢生产具有极高的技术壁垒。
- 4) 环保与高端科技服务业主要涉及环保装备与工程业务，以及氢燃料电池关键材料、储能与发电材料及制品和3D打印金属粉末及应用等公司新孵化业务。

图表2: 公司产品涉及先进功能材料、粉末冶金材料、特钢材料、环保与高端科技服务业四大板块

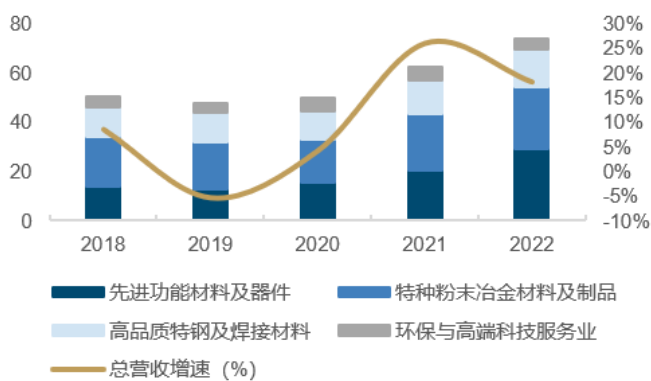
业务板块	业务范围	主导产品	应用领域
先进功能材料及制品	稀土永磁材料	烧结/粘结钕铁硼磁体及制品	广泛应用于电动新能源汽车、环保、智能制造、高端消费电子、光伏、家电及轨道交通行业等下游市场
	特种合金	铸造母合金、精密合金及高精度带材	
	非晶及纳米晶材料	非晶/纳米晶带材及制品	
特种粉末冶金材料及制品	难熔材料	钨钼制品、高比重合金制品、热等静压技术及应用	主要服务于航空航天、核电、高端医疗器械、第三代半导体及泛半导体、新能源汽车及消费电子等应用领域
	超硬材料	金刚石工具、硬质合金棒材	
	雾化合金粉末	雾化合金粉末	
	注射成形制品	金属注射成形制品	
高品质特钢及焊接材料	工模具材料	刀具材料、模具材料	-
	焊接材料	药芯焊丝、特种焊材	-
环保与高端科技服务业	环保装备与工程	多孔材料及元件	子公司安泰环境生产的烧结金属多孔材料主要服务于航空航天、石化、煤化工、生物化工等行业
		清洁能源工程	
	新业务孵化	氢燃料电池关键材料	-
		储能与发电材料及制品	-
		3D 打印金属粉末及应用	-

来源: 公司年报, 国金证券研究所

1.2 以先进功能材料器件、特种粉末材料为核心, 经营业绩稳健增长

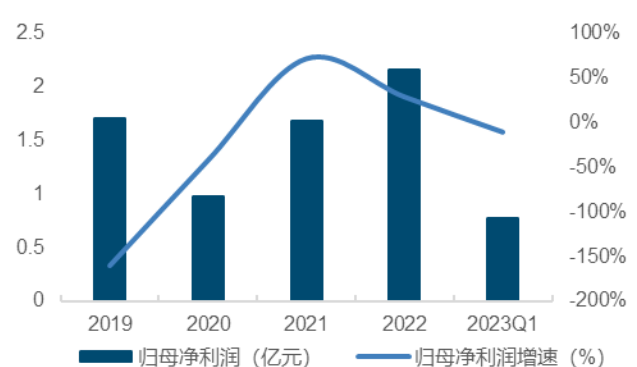
18年公司进行产业转型优化, 当年归母净利润为-2.80亿元, 对部分扭亏可能性不大的业务进行了剥离和调整, 以先进功能材料器件、特种粉末材料为业务发展核心, 同时也为公司后续发展奠定了坚实的基础, 之后经营状况得到了修复。22年公司先进功能材料及制品、特种粉末冶金材料及制品、高品质特钢及焊接材料、环保与高端科技服务业四大业务营收分别为29.03/25.41/15.08/4.54亿元, 前两大核心业务营收占比超过70%, 整体营收同比+18.1%, 业务结构进一步聚焦, 优化成效初显。受下游需求影响, 23Q1公司归母净利润0.77亿元, 同比-10.96%。

图表3: 公司分业务营收(亿元)及增速(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

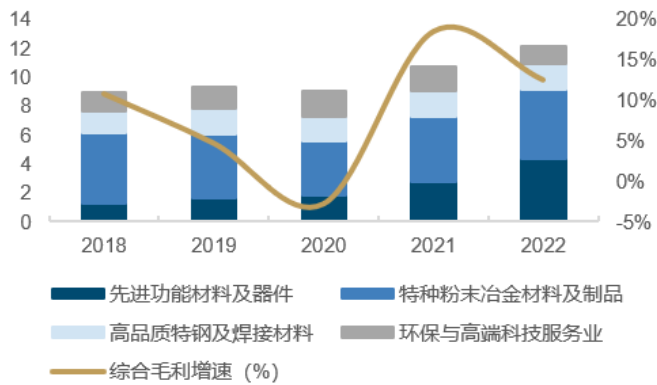
图表4: 公司归母净利润(亿元)及增速(%)



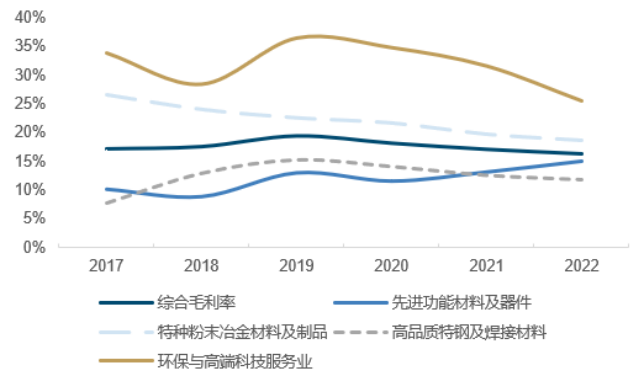
来源: Wind, 国金证券研究所

21/22年公司毛利分别为10.75/12.1亿元, 同比+18.5%/+12.6%。18-22年公司毛利率分别为17.6%/19.5%/18.2%/17.1%/16.4%, 稳中略有下降, 主要受到特种粉末冶金材料及制品、高品质特钢及焊接材料、环保与高端科技服务业毛利率降幅较大的影响, 仅有先进功能材料及制品毛利率呈增长趋势。23Q1公司综合毛利率17.75%, 表现进一步好转。

图表5: 公司分业务毛利(亿元)及综合毛利增速(%)



图表6: 公司分业务毛利率(%)及综合毛利率(%)

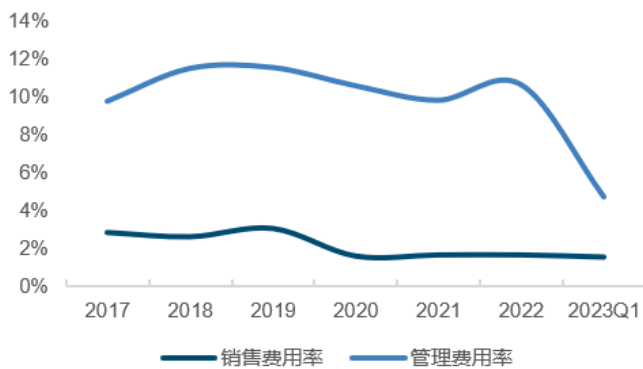


来源: Wind, 国金证券研究所

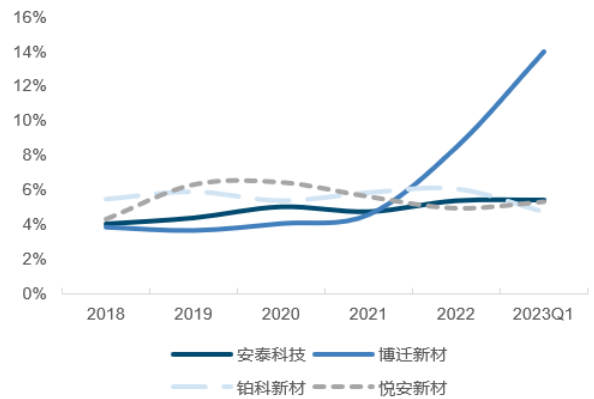
来源: Wind, 国金证券研究所

公司近年费用控制较好,销售费用率稳步降低,同时在经营规模扩大及人工成本增加的情况下,管理费用率稳定在10%水平。此外,公司持续加码研发投入,研发费用率逐年攀升,18-22年研发费用率分别为4.0%/4.4%/5.0%/4.7%/5.4%,增长控制优于同行。23Q1公司销售费用率/管理费用率分别为1.5%/4.7%,其中管理费用率大幅下降,费用控制进一步加强,研发费用率5.4%稳中有升。

图表7: 公司费用率控制良好(%)



图表8: 公司持续加码研发投入(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

23年3月公司发布股权激励计划,以4.30元/股的价格授予224名激励对象共计2352万股限制性股票,激励对象包括公司公告本激励计划时在公司任职的公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心骨干员工。此次为公司第二次实施股权激励,首次实施股权激励计划时间为08年。

图表9：公司股权激励三期业绩考核标准

解除限售期	解除限售时间	业绩考核目标	解除限售权益数量占比
第一期	自预留限制性股票授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起，至预留限制性股票授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2021 年业绩为基准，2023 年净利润复合增长率不低于 19.00%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年加权平均净资产收益率不低于 3.10%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2023 年 $\Delta EVA > 0$ 。	33%
第二期	自预留限制性股票授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起，至预留限制性股票授予完成登记之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2021 年业绩为基准，2024 年净利润复合增长率不低于 19.00%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2024 年加权平均净资产收益率不低于 3.50%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2024 年 $\Delta EVA > 0$ 。	33%
第三期	自预留限制性股票授予完成登记之日起 48 个月后的首个交易日起，至预留限制性股票授予完成登记之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	以 2021 年业绩为基准，2025 年净利润复合增长率不低于 25.00%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2025 年加权平均净资产收益率不低于 5.00%，且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平；2025 年 $\Delta EVA > 0$ 。	34%

来源：公司关于向限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告，国金证券研究所

二、难熔钨钼：国内钨钼合金深加工龙头，受益高端制造转型升级

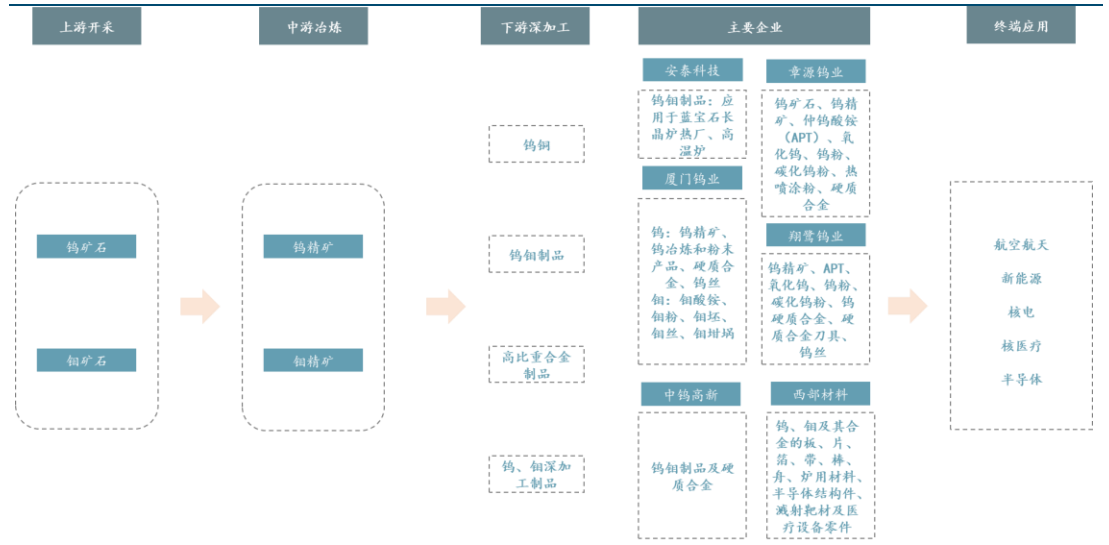
2.1 半导体、医疗和航天航空等设备和工艺发展带动钨钼深加工需求持续增长

难熔金属，包括钨、钼、钽、铌、铪等，是国民经济、人民生活及国防工业、科学技术发展必不可少的基础材料和重要的战略物资，钨金属因为其硬度大，熔沸点高，耐高温，耐侵蚀等特点，通常被应用于工业制造、国防等领域，是加工国之重器的关键材料，是“高端制造业的脊梁”。

钨钼的产业链主要包括矿产资源开发、冶炼、产品深加工等环节，从整体上看，我国当前在产业链的前端开采和中端冶炼具有明显优势，后端的精深制品加工领域正处于一个发展的上升阶段。高端难熔金属精深加工制品技术壁垒较高，综合研发实力、管理水平和发展战略具有整体优势的企业正在成为领军企业。

钨钼产业链的深加工环节涵盖了多种类型的产品，主要包括钨合金材料、钨钼合金制品、钨钼电极、钨丝、钨钼陶瓷等。国内安泰天龙、厦门钨业和中钨高新等企业由于各自的技术、制造工艺和市场定位不同，产品存在差异。安泰天龙主要生产钨钼等难熔合金制品，用于半导体、医疗等领域；厦门钨业、中钨高新、章源钨业、翔鹭钨业产品涵盖 APT、钨粉、钨丝、钨粉等，主要用于硬质合金刀具、光伏金刚线等领域。

图表10: 钨钼产业链包括矿产资源开发、冶炼、产品深加工等环节



来源：华经情报网，公司年报，厦门钨业、中钨高新和西部材料官网，国金证券研究所

另一方面，21年的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中提出要提高“制造业核心竞争力”，要突破腔镜手术机器人、体外膜肺氧合机等核心技术，研制高端影像、放射治疗等大型医疗设备及关键零部件，同时提出需要集中优势资源攻关多领域关键核心技术，包括集成电路设计工具开发、重点装备和高纯靶材开发，集成电路先进工艺和绝缘栅双极晶体管(IGBT)、微机电系统(MEMS)等特色工艺突破，先进存储技术升级，碳化硅、氮化镓等宽禁带半导体发展。航空航天、新能源、核电、核医疗、半导体等下游行业市场需求增量明显，为钨钼行业长期走向快速发展提供了市场基础。

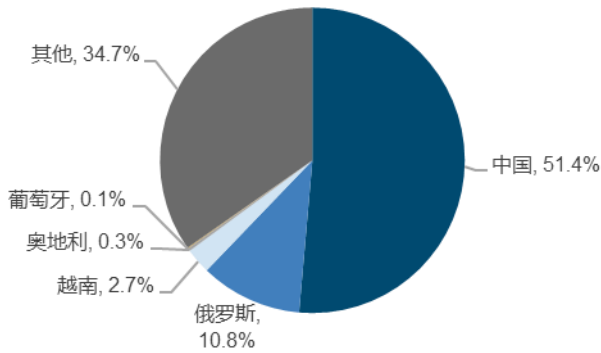
图表11: 政策对半导体、医疗、航空航天等设备及工艺技术的支持提供了钨钼行业发展空间

突破端	突破内容	应用领域
技术	腔镜手术机器人、体外膜肺氧合机等核心技术	高端医疗
设备	研制高端影像、放射治疗等大型医疗设备及关键零部件	高端医疗
技术	集成电路设计工具开发	半导体、航空航天
设备	集成电路重点装备和高纯靶材开发	半导体、航空航天
工艺	集成电路先进工艺和绝缘栅双极晶体管(IGBT)、微机电系统(MEMS)等特色工艺	半导体、航空航天
技术	先进存储技术升级，碳化硅、氮化镓等宽禁带半导体发展	半导体、航空航天、5G

来源：公司年报，国金证券研究所

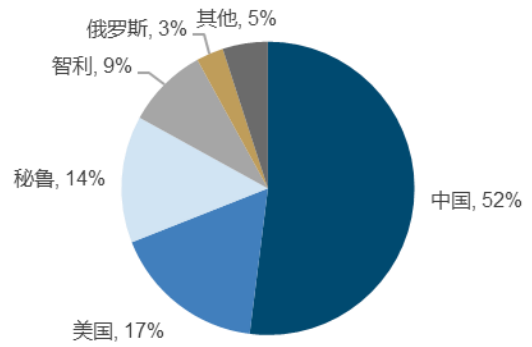
我国钨、钼资源丰富，产量领先，叠加国内钨钼开采冶炼上游供应链发展成熟，有望与后端深加工形成协同。储量方面，21年中国钨/钼矿资源储量分别占全球比重51.4%/52.0%，全球领先。产量方面，21年中国钨/钼产量分别占全球比重83.5%/43.0%，钨供应格局高度集中，而钼产业在国别间则相对分散化，但中国企业依旧是龙头。钨钼产业链中上游全球领先，为下游深加工行业打下发展的坚实基础。

图表12: 2021 年全球钨储量分布



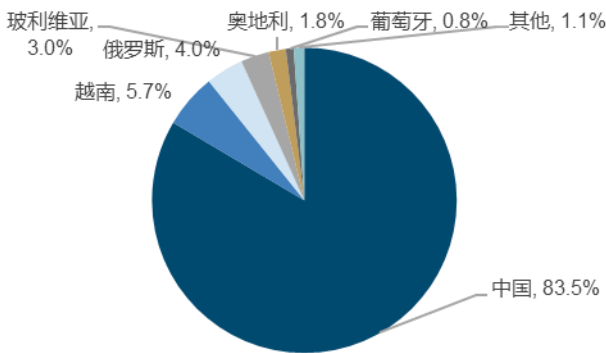
来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

图表13: 2021 年全球钼储量分布



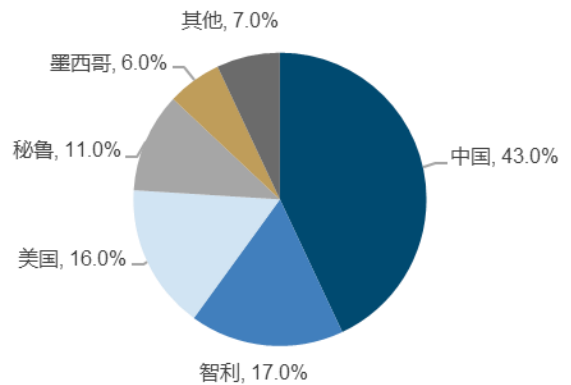
来源: USGS, 中商产业研究院, 国金证券研究所

图表14: 2021 年全球钨产量分布



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

图表15: 2021 年全球钼产量分布



来源: USGS, 中商产业研究院, 国金证券研究所

钨钼行业的下游需求增量集中在泛半导体、高端医疗、航空航天、核能等领域。为对接国家战略发展规划、中国制造 2025、工业“四基”建设、新基建等政策需求，我国难熔金属加工企业有望发力中高端市场。

图表16: 钨钼深加工主要应用与高端医疗、航空航天、泛半导体和核能等领域



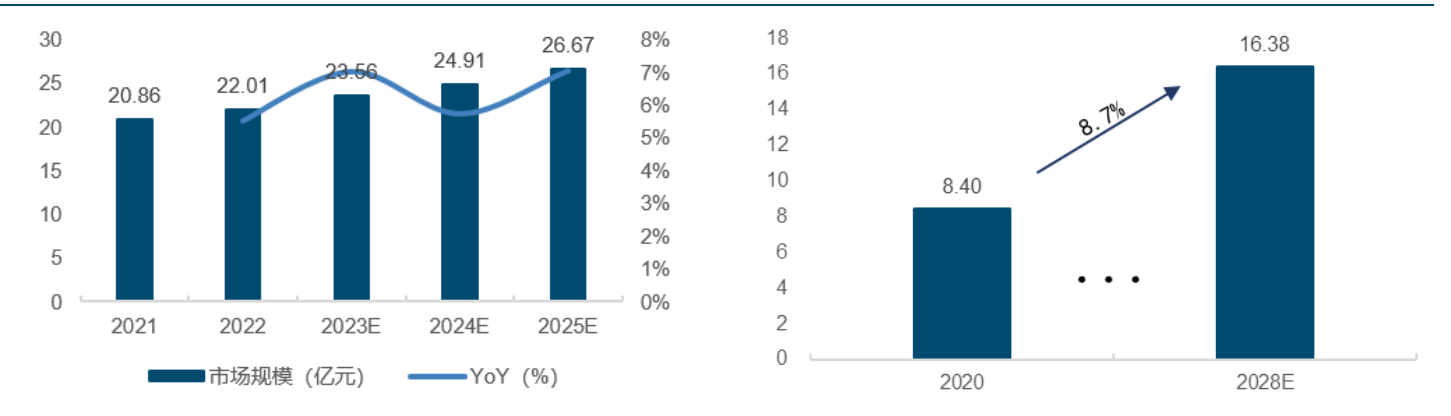
来源: 公司年报, 国金证券研究所

泛半导体领域: 应用需求主要聚焦在蓝宝石长晶炉热场部件和 MOCVD 加热器组件

1) 蓝宝石晶体具有高强度、高硬度、耐高温、耐磨擦、耐腐蚀、透光性能好、电绝缘性能优良等一系列优良的理化特性。因此，蓝宝石可被广泛用于国防、科研、民用工业等各种要求苛刻的领域。近年来，以LED照明衬底和消费类电子触摸屏为典型代表的民品需求大幅提升，给蓝宝石长晶行业带来了前所未有的商机。中商产业研究院数据显示，全球蓝宝石长晶设备市场规模将从21年20.86亿元增长至25年26.67亿元，4年CAGR为6.3%。

2) MOCVD 是一种利用有机金属分解反应进行气相外延生长薄膜的化学气相沉积技术。MOCVD 设备可以应用于LED和GaN、SiC等功率器件外延片的生产制造。LED外延片的制备是LED芯片生产的重要步骤，与集成电路在多种核心设备间循环的制造工艺不同，主要通过MOCVD单种设备实现。因此，MOCVD设备是LED芯片生产和功率器件制造过程中的关键设备。据华经产业研究院统计，全球MOCVD设备市场规模将从20年8.40亿美元增长至28年16.38亿美元，8年CAGR为8.7%。

图表17: 21-25年全球蓝宝石长晶设备市场规模(亿元) 及增速(%)



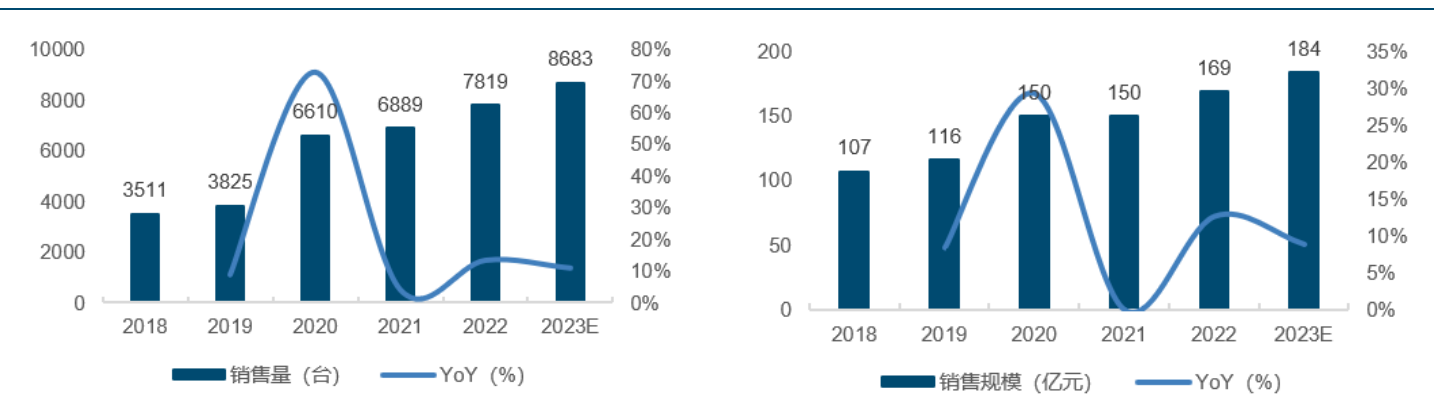
来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

高端医疗领域: CT球管机国产替代带动对上游钨铼合金、钼合金材料需求增长

CT球管不仅是CT设备的信号源载体，还是CT设备的“高值耗材”。CT球管是CT中最昂贵的消耗部件，平均每2-4年会更换一次。CT球管及相关零组件等核心产品几乎完全依赖进口，技术主要控制在几家国外球管公司，国内企业成长空间广阔。此外，随着人口老龄化、慢性病患者人数增加，CT设备需求也会逐步上升。据弗若斯特沙利文数据，我国CT设备销量预计从18年3511台上升至23年8683台，销售规模将从18年107亿元升至23年184亿元，整体稳健增长，为上游零组件材料带来需求。

图表19: 18-23年中国CT设备销售量(台) 及增速(%)



来源: 弗若斯特沙利文, 中商产业研究院, 国金证券研究所

来源: 弗若斯特沙利文, 中商产业研究院, 国金证券研究所

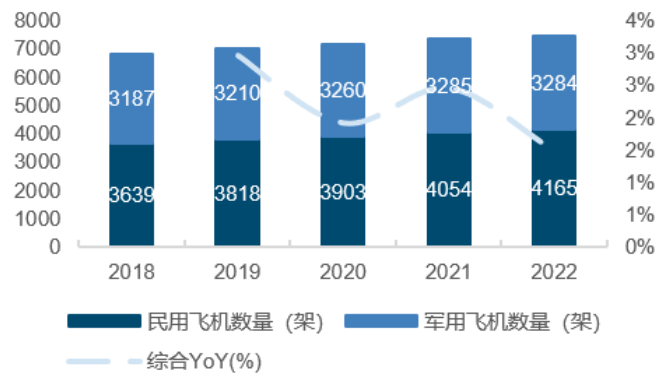
航空航天领域: 钨钼合金产品用于航空航天领域装备飞行方向控制等部位的关键部件，保障了武器装备的可靠性和稳定性。

艾媒咨询数据显示，到24年中国商业航天市场规模将增长至23382亿元，增长迅速。飞机数量方面，中国飞机在册数保持温和增长，2018年军、民用飞机共计6826架。终端应用保持稳健增长，支撑相关装备市场稳定的存量空间。

图表21: 18-24年中国商业航天市场规模(亿元)与增速(%)



图表22: 18-22年中国飞机数量(架)及增速(%)



来源: 艾媒咨询, 国金证券研究所

来源: 中国民用航空局, 《world air forces 2022》, 国金证券研究所

核能领域: 钨铜复合组件是核聚变装置理想的偏滤器材料

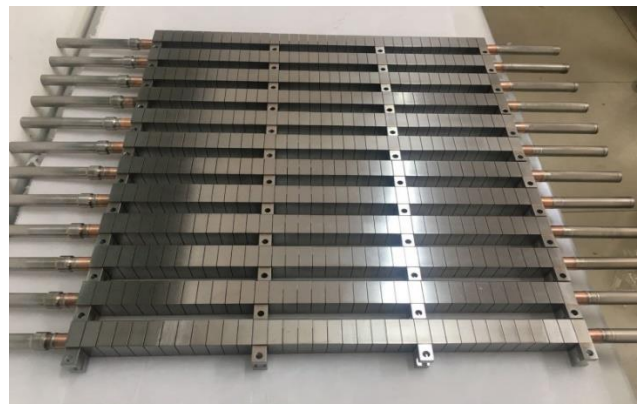
在核聚变装置中, 偏滤器是使用条件最为苛刻部位。偏滤器作为聚变堆的核心部件之一, 是聚变反应中重要的能量和粒子排出通道, 其性能直接影响装置的可靠性及安全性。早期核聚变装置主要采用石墨偏滤器, 但不能满足高温运行等要求。作为最耐高温的金属材料, 钨的熔点是 3400 多摄氏度, 在上亿摄氏度高温之下会融化甚至挥发。用钨包裹着铜, 铜的导热性很强, 铜管里再使用冷却水迅速把热量带走。因此, 钨铜复合材料就能长时间经受高温等离子体的冲击。

安泰科技自 07 年开始关注并参与 ITER 项目, 研发满足聚变要求的高性能钨及钨铜复合产品, 开发出具有自主知识产权的“两步热等静压扩散焊接”金属复合技术, 实现了钨铜复合组件高质量异种材料连接。目前, 安泰科技已形成一条从材料制备、复合连接到加工制造、无损检测的完整产业链, 在国际上率先实现了聚变用钨铜偏滤器的批量化生产。

图表23: 钨铜偏滤器批量服役



图表24: 出口 WEST 的偏滤器部件产品



来源: 中科院等离子体物理研究所, 国金证券研究所

来源: 中科院等离子体物理研究所, 国金证券研究所

全球难熔钨钼深加工主要厂商有普兰西 (PLANSEE)、世泰科 (H.C. Starck)、安泰天龙、日本联合材料等。国内难熔钨钼制品行业呈现“多、小、散”的市场格局, 行业中低端产能过剩较严重, 深加工产品的质量与价格较国外有较大差距, 高性能、高精度的高档合金仍主要依赖国外进口, 国产替代空间较大。当前, 我国从事钨钼产业的企业有上百家, 规模较大的有安泰天龙、西安格美、洛阳爱科麦、科威钨钼等。

下游企业对难熔钨钼制品精度、性能有严格要求, 而钨钼制品应用领域超过 30 类, 具备多品种小批量特征, 技术壁垒高, 龙头企业可通过并购获得技术、和人才, 并形成子公司不同产品间的业务协同, 因此综合研发实力、管理水平和发展战略具有整体优势的企业有望成为领军企业。

图表25: 国内外主要难熔钨钼深加工企业

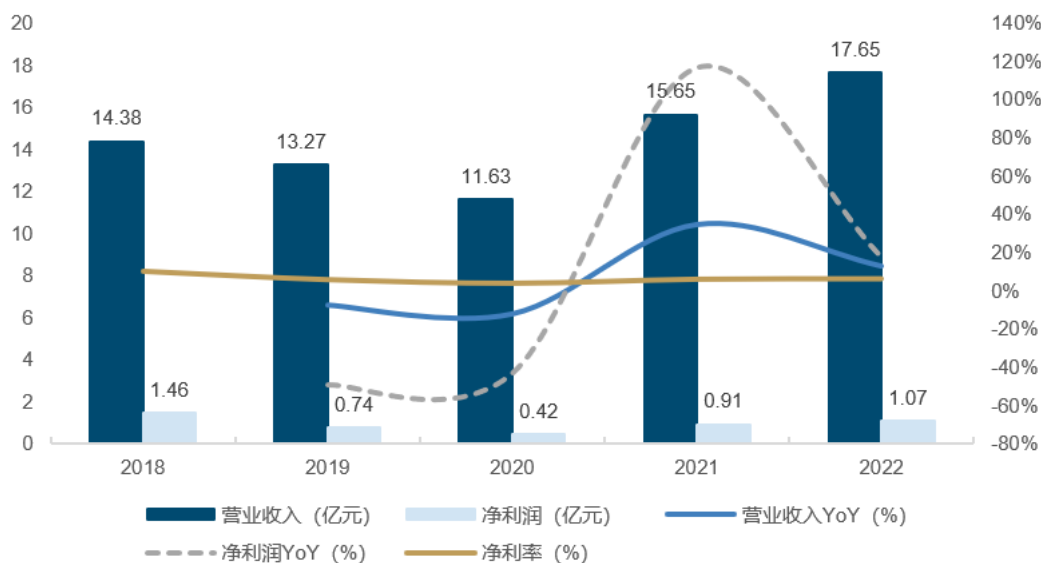
国内外企业	介绍
普兰西	公司成立于1921年，总部位于奥地利，专注生产由高性能材料钨和钨制成的优质产品。目前普兰西集团在全球雇佣超过10000名员工，拥有34个生产基地，在50多个国家设有销售公司和销售网点。普兰西作为全球粉末冶金的领导者，业务范围覆盖从矿石到客户定制产品的完整价值链的生产，并细分成各个市场化经营领域，从液晶显示屏、燃料电池和CT扫描仪的材料解决方案，到机械工程或塑料加工的工具和磨损解决方案。
世泰科	世泰科 H.C. Starck 成立于1920年，是全球最大的难熔金属供应商之一。其子公司世泰科钨粉是世界领先的钨粉与靶材制造商，产品包括金属钨及其化合物粉末、金属靶材、金属成品加工件等，也是电子工业化学品的领先制造商。世泰科对于其子公司世泰科钨粉的发展规划对于难熔金属领域的公司发展提供了另一种思路：即在聚焦上游原料端的子公司拥有足够的实力后分拆出售，公司自身聚焦于下游解决方案。
Molybdenum	MOLYMET（智利钨金属公司）成立于1975年，是世界上最大的钨加工及钨销售商，其产能占世界总量的33%。公司总部位于南美洲智利，并在墨西哥，比利时，德国设有分厂，于2007年进入中国市场。
日本联合材料 (ALMT)	日本联合材料 (ALMT) 成立于2000年，总部位于日本东京，是日本最大的工业材料综合制造商之一，以生产超硬材料为主，产品广泛应用于自动化机械和电子加工行业。公司生产和销售用于各种电子产品电极的钨和钼，以及从金属材料到加工零件的严格质量控制的高温炉用耐热材料。
安泰天龙	安泰天龙钨钼科技有限公司由原中国钨钼材料精深加工领域的两个领军企业“北京天龙钨钼科技股份有限公司”和“安泰科技股份有限公司难熔材料分公司”合并而成，是国内钨钼精深加工领域龙头企业和领导者，在全球钨钼精深加工领域具有良好的声誉和影响力。

来源：各公司官网，国金证券研究所

2.2 安泰天龙力争打造难熔钨钼业务“单项冠军”

安泰天龙钨钼科技有限公司由原中国钨钼材料精深加工领域的两个领军企业“北京天龙钨钼科技股份有限公司”和“安泰科技股份有限公司难熔材料分公司”合并而成，是国内钨钼精深加工领域龙头企业和领导者，在全球钨钼精深加工领域具有良好的声誉和影响力。22年，安泰天龙紧盯主要业务细分市场变化，积极抢订单、调结构、拼市场，连续两年新签合同额超过18亿元，进一步稳固了市场占有率，实现营收、净利润17.65亿元/1.07亿元，分别同比增长12.74%/17.13%。

图表26: 2018-2022年安泰天龙经营情况



来源：公司年报，国金证券研究所

安泰天龙在北京海淀、天津宝坻、陕西太白、山东威海和河北香河有五大研发生产制造基地，在中国钨钼材料领域拥有规模庞大、先进的生产设备，以钨、钼、铌、钽、铈等难熔金属材料为主导研究方向，服务于全球高端市场。

图表27: 安泰天龙在北京、天津、陕西、山东等地拥有研发和生产基地

<p>北京永丰基地</p> <ul style="list-style-type: none"> · 尖端产品研发 · 高新技术创新 · 超高精尖产品制造 · 国家级工程技术中心 · 净占地60亩  <p>北京海淀中关村创新园区 永丰基地 Yongfeng Base (Located in Zhongguancun Science & Technology Zone)</p>	<p>天津宝坻基地</p> <ul style="list-style-type: none"> · 高精尖产品研发 · 高端产品制造 · 特殊异型小批量多品种高端产品制造 · 净占地240亩  <p>天津宝坻经济开发区 宝坻基地 Baodi Base (Located in Baodi Economic Development Area)</p>
<p>陕西太白基地</p> <ul style="list-style-type: none"> · 永丰、宝坻基地研发成果转化基地 · 大批量竞争性产品制造基地 · 客户交流、员工培训训养基地 · 净占地215亩  <p>陕西宝鸡太白县经济园区 太白基地 Taibai Base (Located in Baoji Taibai Economic Zone)</p>	<p>山东威海基地</p> <ul style="list-style-type: none"> · 电光源用钨钼高端产品研发制造基地 · 与韩国企业深度合作窗口 · 净占地65亩  <p>山东威海工业新区 威海基地 Weihai Base (Located in Weihai Industrial District)</p>

来源: 安泰天龙官网, 国金证券研究所

作为全球领先的先进金属材料及制品的供应商及解决方案的提供者,安泰天龙的产品系列覆盖钨钼精深加工产业多个品种领域,以钨、钼、铼、钽、铌等难熔金属材料、溅射靶材、陶瓷材料等为主导产品。

根据 22 年报,在高端医疗装备领域,公司与重要客户签署三年战略合作协议,实现与战略客户的深度合作,入选国家级单项冠军产品的透形放疗多叶光栅系统产品已达到国际领先水平,全球市场占有率超过 70%;在泛半导体领域,公司在蓝宝石长晶用钨钼材料、MOCVD 加热器、离子注入机用钨钼材料等器件与设备方面实现外延式拓展,新签合同额超过 5 亿元,同增 178%;公司在航空航天、核电等其他领域也继续保持市场占有率的稳定增长。

安泰天龙计划对接集团重点材料及制品,打造难熔钨钼业务“单项冠军”,在集团业务板块中将经营重心进一步向难熔钨钼业务聚焦。对公司而言,未来将大力发展泛半导体、高端医疗、核能、航空航天四大领域,通过产业并购和技改资金着力开拓下游市场。

图表28: 安泰天龙以钨、钼、铼、钽、铌等难熔金属材料、溅射靶材、陶瓷材料等为主导产品

应用领域	主要产品	公司生产优势
蓝宝石长晶炉热场	钨发热体、钨坩埚、钨隔热屏、钼坩埚、钼管、钼环、钼芯杆、钨钼合金产品等	提供各种长晶方法全套蓝宝石长晶炉所需的钨钼部件,可以满足所有金属保温屏制作的片材需求。
MOCVD 加热器	铼板、铼片、铼棒、钨棒、钨板、钨箔、钨丝、其他定制钨制品、其他定制钼制品	提供整套加热器设计方案,同时还可以为客户提供 MOCVD 设备加热片的更换、升级以及修复等服务。
石英连熔炉难熔金属部件	钨管、钨料台、钨芯杆、钼坩埚、钼管、钼环、钼芯杆、其他定制钨制品	公司是国内率先从事钨材料研究和生产的企业,始于 1958 年,对石英连熔所需钨钼制品实现全套供应。
工业高温熔炉难熔部件	钨发热体、钨隔热屏、其他定制钨制品、高温捆绑丝、钼棒、钼板、钼片、钼丝、其他定制钼制品	具备全套的先进的高温烧结、轧制、锻造、拉丝及加工设备。积累了深厚的钨发热体设计及生产经验,可按照客户要求定制生产。
玻璃窑炉钼电极及水套	钼粉、钼棒、钼板、钼片、钼丝、其他定制钼制品	国内率先研究成功的钼电极及应用技术,用于玻璃纤维拉丝炉,玻璃窑料道,代替铂电极,目前已在全国推广应用。
射线屏蔽和发生器件	钨镍铁合金、钨镍铜合金、其他高比重合金	先进的生产加工装备和完善的质量保障体系公司通过 ISO9001、14001, OHSAS18001, AS9100 体系认证,可确保稳定提供优质产品。
工业配重部件	钨镍铁合金、其他高比重合金	

安全和防御用零部件	高性能钨合金棒、高性能钨球，钨粒等小制品	
电子封装及热沉材料	钨铜合金、钼铜合金、CMC、CMCC、钨元、AlSiC、AlSi	
氩弧焊及电阻焊用电极	高品质钨电极	可提供所有品种、所有牌号、各种规格的高品质钨电极。
核电及能源用部件	满足聚变要求的高性能钨及钨铜复合产品	从 2007 年参与核聚变项目，经验丰富，产品满足客户要求。
半导体离子注入部件	钨棒、钨板、钨箔、钨丝、其他定制钨制品	提供大、中束流、高能离子源用钨钼制品，及钨高能离子源部件、钨或钼大束流离子注入部件，钼中束流离子源部件。
太阳能和平板显示用溅射靶材	钼粉、钼棒、钼板、钼片、钼丝、其他定制钼制品	严格质量控制，确保出厂产品具备 99.95% 以上极高纯度、小于 100 μm 的晶粒度、10.15g/cm ³ (>99%) 以上的高致密度。
测温用钨铼热电偶	钨铼热电偶	国内率先研究钨铼合金的单位之一，拥有钨铼合金丝的发明专利，并因此获国家科学进步三等奖。
电光源及电真空零件	从 15mm 到 100mm 甚至更大直径的制作阳极用的细晶钨	提供的电光源及电真空用钨钼零配件，细晶结构组织，在灯的整体使用过程中结构稳定，易起弧，电弧稳定性高，优异的机械加工性能。
航空航天用部件	钨铜合金	具有 60 年研究和推广应用钨渗铜产品的历史。

来源：安泰天官网，国金证券研究所

三、稀土永磁：与北方稀土合作扩建，打造万吨级磁材平台

3.1 能源转型趋势不改，钕铁硼需求稳步上升

常见的永磁材料通常分为三类，即金属永磁、铁氧体永磁和稀土永磁，其中稀土永磁材料和铁氧体永磁材料现在仍广泛使用。稀土永磁材料是将钕、钐、钐等稀土金属与钴、铁等过渡金属组成的合金，通过烧结、粘结等不同制备方法生产成型，再经磁场充磁后制得的一种具有较强磁性性能和综合性能的磁性材料。

钕铁硼永磁材料是金属钕、铁、硼和其他微量金属元素的合金磁体，作为第三代稀土永磁材料，具有体积小、重量轻和磁性强的特点，是迄今为止磁性能最佳的磁性材料。钕铁硼永磁材料按生产工艺不同，可分为烧结、粘结和热压三种，其在性能和应用上各具特色，下游应用领域重叠范围比较少，相互之间起到功能互补而非替代或挤占的作用。

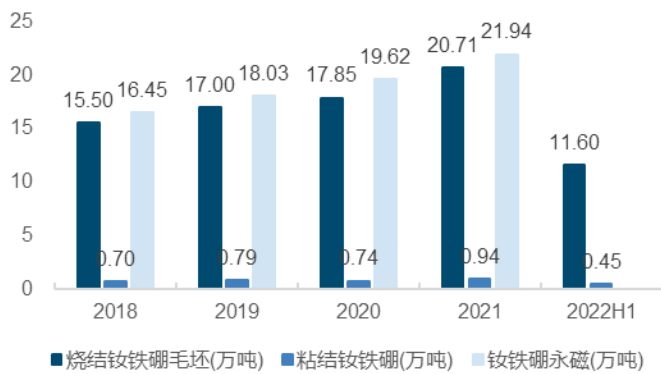
图表29：历代稀土永磁材料

稀土永磁	化学式	迭代阶段	发明时间	发明时间	现状
钐钴永磁	SmCo ₅	第一代	1967 年	美国	原材料贵，目前主要用于航空航天、国防军事、通信领域
钐钴永磁	SmCo ₁₇	第二代	1977 年	日本	目前应用范围最广、综合性能最优的稀土永磁材料
钕铁硼永磁	Nd ₂ Fe ₁₄ B	第三代	1983 年	美国、日本	正在研发
稀土铁氮	Re-Fe-N	第四代	-	-	

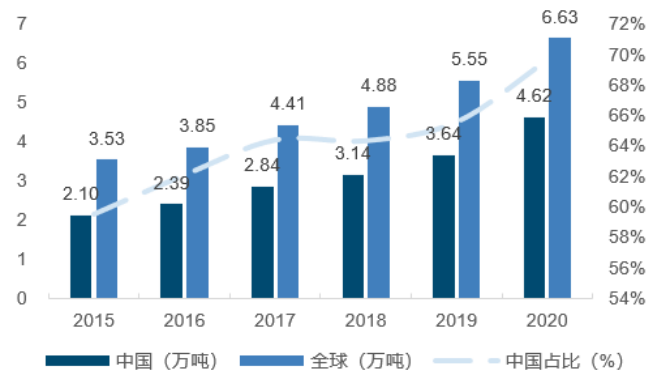
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

据中国稀土行业协会数据，中国烧结钕铁硼毛坯产量和钕铁硼永磁产量自 18 年 15.50/16.45 万吨，稳步增长至 21 年 20.71/21.94 万吨，3 年 CAGR 分别为 10.1%/10.1%。产品结构来看，国家相关政策的支持拉动高性能稀土永磁材料在新能源汽车配套产品领域、节能电机领域、3C 领域等相关的市场需求，中国高性能钕铁硼产量全球占比从 15 年 59.5% 提升至 20 年 69.7%。展望未来，国家“双碳”政策叠加新能源行业兴盛，中国高性能钕铁硼产量有望进一步提升。

图表30: 18-22H1 中国钕铁硼永磁产量及增速



图表31: 15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量



来源: 中国稀土行业协会, 智研咨询, 工信部, 国金证券研究所

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

近年来,我国磁性材料应用水平明显提升,产品结构逐步优化,产品档次明显提高。受双碳、智能制造、绿色节能化政策推动影响,风力发电、新能源汽车、节能家电与电梯、高端消费品电子、机器人与工业自动化等领域需求迅速增长,高性能永磁体需求逐步提升,根据测算,预计到25年全球总体高性能钕铁硼需求21.71万吨,20-25年CAGR为25.51%。

图表32: 全球氧化镨钕需求测算(吨)

应用领域	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车用钕铁硼	9805	21030	34308	44600	56803	72397
风电领域用钕铁硼	20834	21004	18061	23606	26303	28944
变频空调用钕铁硼	10518	13647	16685	20050	23602	27349
工业电机用钕铁硼(国内)	7168	8853	9955	18008	27342	38016
消费电子用钕铁硼	6840	7179	6655	6814	6981	7155
其他领域用钕铁硼	32297	36573	38416	39879	41477	43210
全球高性能钕铁硼需求合计	87462	108285	124081	152957	182509	217071
全球钕铁硼需求合计	218655	270713	282002	332516	380228	434142
单位钕铁硼氧化镨钕质量分数	30%	30%	30%	30%	30%	30%
全球氧化镨钕需求(吨)	65596	81214	84601	99755	114068	130243

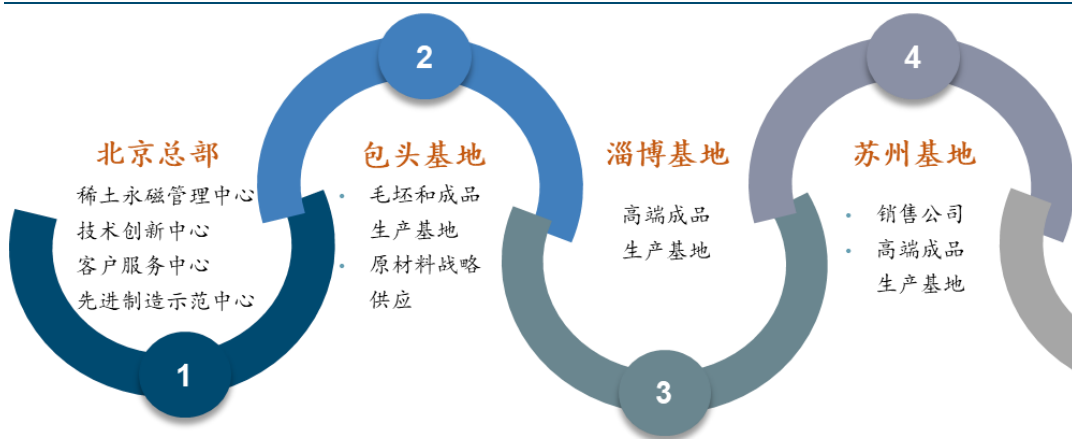
来源: 中汽协, GWEC, wind, 智研咨询, 国金证券研究所

3.2 与北方稀土合作, 产能持续扩张

钕铁硼永磁材料成功量产之初,全球产能集中在日本与欧美,尤其是日本与美国掌控高性能钕铁硼永磁材料生产制造技术,领先于全球。进入21世纪以后,中国凭借稀土资源、成本和技术优势,拥有全球最完整的稀土产业链,经过全球产业转移,国内永磁产量占据全球90%以上。

安泰磁材定位高端市场,依托强大研发创新能力和稳定的稀土资源保障体系,公司在新能源汽车、高端消费电子产品、节能电机、工业机器人及大数据等应用领域占据着重要席位,主要服务于消费品电子、工业电机和汽车车载磁体等三大市场领域。公司将不断开发先进制造用工业电机、新能源汽车驱动电机、轨道交通与智能机器人等新兴应用产品市场。22年安泰磁材初步形成京、鲁、蒙三地协同发展格局,实现营收、利润总额分别同比增长49.5%和49.9%,新开发的高端钕磁体产品已具备一定的品牌优势。

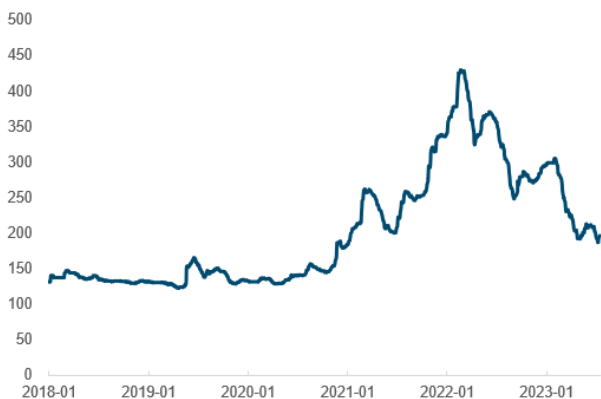
图表33: 公司稀土永磁业务布局



来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司与北方稀土、包钢磁材合作, 有望进一步压缩原材料成本。截至 23 年 8 月 11 日, 氧化镨钕价格从年初下降 47.3% 至 48.1 万元/吨, Q3 关注第二批指标释放量, 预计短期内稀土价格以震荡为主。21 年公司与北方稀土、包钢磁材合作成立安泰北方科技有限公司, 公司持股 51% 进行并表。22 年, 安泰北方营收 3.59 亿元, 净利润 745.90 万元。公司与永磁产业链上游公司合作, 在原材料方面有望产生协同效应, 进一步压缩成本。

图表34: 2018-2023 年稀土价格指数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 2018-2023 年氧化镨钕价格 (万元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

安泰北方年产 5000 吨高端稀土永磁制品项目工程进展顺利, 已完成主体结构封顶, 先期启动的 2000 吨技术改造项目已经投产, 目前公司已形成毛坯产能近 7000 吨; 安泰爱科高端应用高性能稀土永磁生产线综合提升技改项目已顺利完成项目建设和热试, 进入项目验收阶段。同时为进一步拓展新能源汽车电机领域市场, 布局长三角国家重点产业区域, 公司设立安泰磁材科技(苏州)有限公司, 优化经营策略, 精心设计市场布局。

四、盈利预测与投资建议

预计公司 23-25 年营收分别为 88.7 亿元、102.15 亿元、119.96 亿元, 毛利率分别为 16.73%、17.09%、17.40%。

1) 先进功能材料与器件: 预计 23-25 年营收分别为 38.18 亿元、44.15 亿元、52.30 亿元, 毛利分别为 6.11 亿元、7.28 亿元、8.89 亿元。公司子公司安泰北方 5000 吨稀土永磁新产能 23 年底完成后开始上量, 24 年营收增速会进一步提升, 同时下游新能源车 23、24、25 年持续起量; 非晶产业继续开拓应用领域, 稳步提升产销量, 经营业绩持续向好, 因此预计 23-25 营收增速 31.54%、15.63%、18.45%。同时, 安泰磁材产业基地与上游北方稀土合作原材料优势+自动化数字化转型降本, 提升毛利率, 预计 23-25 年毛利率 16%、16.5%、17%。

2) 特种粉末冶金材料与制品: 预计 23-25 年营收分别为 28.18 亿元、32.57 亿元、38.69 亿元, 毛利分别为 6.11 亿元、7.28 亿元、8.89 亿元。难熔钨钼业务方面, 医疗装备与重

要客户签订三年战略合作，半导体新签合同额同比+178%；河冶 23 年 Q2 开始批量供货，因此预计 23-25 营收增速 10.91%、15.55%、18.79%。此外，公司后续兼并收购，产生规模效应，叠加自动化等降本措施，毛利率有望提高，预计 23-25 年毛利率 19.00%、19.50%、19.80%。

3) 高品质特钢与焊接材料：预计 23-25 年营收分别为 17.34 亿元、19.94 亿元、22.93 亿元，毛利分别为 2.08 亿元、2.39 亿元、2.75 亿元。公司 1000 吨粉末冶金高速钢生产线项目已完成项目建设，进入试生产阶段，因此预计 23-25 年营收增速均为 15%。同时，预计 23-25 年毛利率维持 12%。

4) 环保与高端科技服务业：预计 23-25 年营收分别为 5 亿元、5.5 亿元、6.05 亿元，毛利分别为 1.30 亿元、1.43 亿元、1.57 亿元。过滤净化业务新签合同近 5 亿元，其中多晶硅、锂电新领域新签合同超过 1 亿元，“氢燃料电池设计及制造”通过 IATF16949 汽车质量管理体系认证。因此预计 23-25 年营收增速转正，均为 10%，毛利率均为 26%。

5) 费用率：预计公司 23-25 年的销售费用率参考 22 年报均为 1.64%；管理费用率参考公司 2022 年水平及往年情况，均为 5.20%；研发费用率参考公司 22 年水平及往年增长情况，均为 5%。

图表36：分业务盈利预测

(单位: 亿元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	49.79	62.72	74.06	88.70	102.15	119.96
yoy	4.16%	25.96%	18.09%	19.77%	15.16%	17.43%
毛利	9.07	10.75	12.11	14.84	17.46	20.87
毛利率(%)	18.22%	17.14%	16.35%	16.73%	17.09%	17.40%
先进功能材料与器件						
营收	15.43	20.54	29.03	38.18	44.15	52.30
yoy	22.87%	33.14%	41.31%	31.54%	15.63%	18.45%
毛利	1.80	2.72	4.39	6.11	7.28	8.89
毛利率(%)	11.68%	13.25%	15.13%	16.00%	16.50%	17.00%
特种粉末冶金材料与制品						
营收	17.38	23.12	25.41	28.18	32.57	38.69
yoy	-10.07%	33.02%	9.89%	10.91%	15.55%	18.79%
毛利	3.78	4.58	4.76	5.35	6.35	7.66
毛利率(%)	21.73%	19.80%	18.75%	19.00%	19.50%	19.80%
高品质特钢与焊接材料						
营收	11.72	13.58	15.08	17.34	19.94	22.93
yoy	-0.82%	15.88%	11.02%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	1.66	1.72	1.79	2.08	2.39	2.75
毛利率(%)	14.15%	12.65%	11.90%	12.00%	12.00%	12.00%
环保与高端科技服务业						
营收	5.26	5.47	4.54	5.00	5.50	6.05
yoy	28.36%	3.99%	-16.91%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	1.83	1.73	1.16	1.30	1.43	1.57
毛利率(%)	34.89%	31.66%	25.53%	26.00%	26.00%	26.00%

来源：Wind，国金证券研究所

预计公司 23-25 年营收分别为 88.7 亿元、102.15 亿元、119.96 亿元，归母净利润分别为 2.88 亿元、3.83 亿元、4.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.28 元、0.37 元、0.48 元，对应 PE 分别为 35 倍、26 倍、20 倍。

估值方面，采用 PE 估值，选择钨钼加工行业的中钨高新、西部材料、厦门钨业，稀土永磁行业的金力永磁、英洛华，以及金属新材料企业斯瑞新材作为可比公司。考虑到公司作为钢研院旗下新材料平台，技术赋能+国产替代，难熔钨钼产品在下游半导体、医疗、航空航天等领域稳步扩张；稀土永磁与北方稀土合作，且扩产规模化后成本有望下降；根据

公司历史盈利预测 PE，基本稳定 20-50 倍之间，综合考虑给予公司 24 年 30 倍 PE，对应 24 年市值 115 亿元，目标价 10.95 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

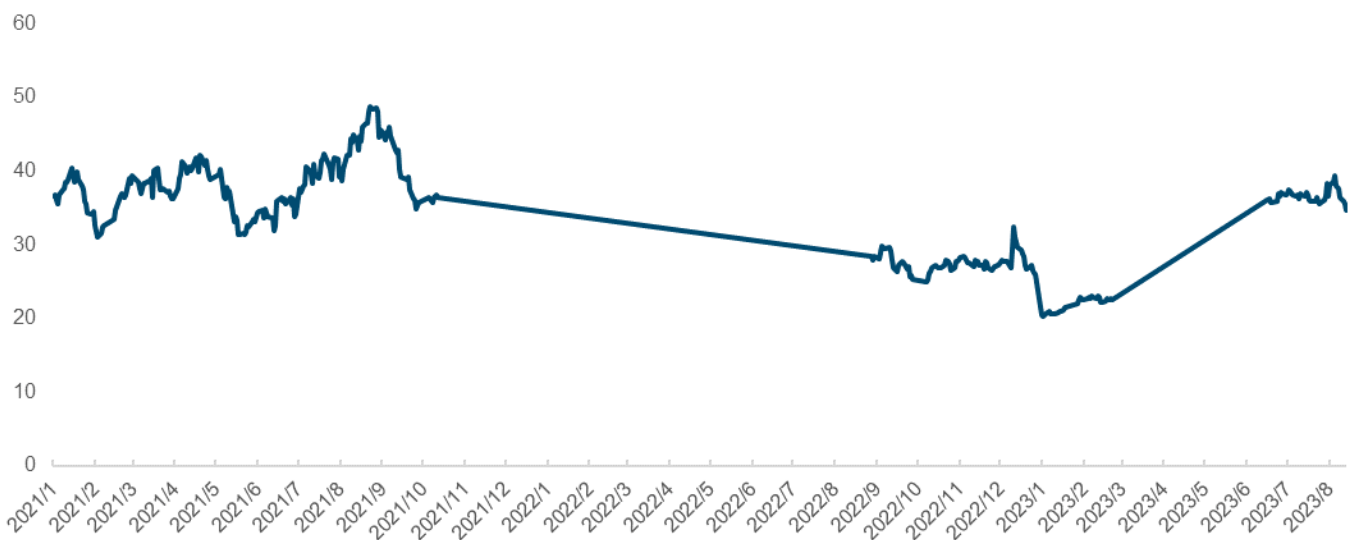
图表37：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得一致预测均值)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000657	中钨高新	9.61	0.51	0.65	0.79	19.59	15.34	12.72
002149	西部材料	14.93	0.53	0.69	0.89	32.14	24.76	19.25
300748	金力永磁	17.04	0.71	0.93	1.15	26.74	20.20	16.40
600549	厦门钨业	17.98	1.49	1.88	2.22	12.98	10.33	8.75
688102	斯瑞新材	10.89	0.24	0.35	0.46	55.71	37.95	29.07
000795	英洛华	6.44	0.25	0.29	0.34	28.79	24.71	20.85
中位数						27.76	22.45	17.83
平均数						29.32	22.21	17.84
000969	安泰科技	8.88	0.27	0.36	0.48	34.52	25.99	19.54

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价截至 2023.8.16

图表38：公司过去三年历史 PE



来源：wind，国金证券研究所

注：PE 为盈利预测 PE

五、风险提示

原材料价格波动风险。原材料在公司的产品成本中所占比重较大，碳中和增量边际变化和长期资本开支不足共同加剧供应链瓶颈，大宗原材料大幅波动，对公司产品售价、资金计划、物料周转等生产经营和盈利空间带来一定程度影响，对公司的盈利情况产生不确定性风险。

项目建设不及预期。公司产能扩建项目主要针对稀土永磁产能扩张，若因各种原因导致项目建设达不到预期，公司经营可能因此受到较大影响。

新领域拓展不及预期。公司布局氢能领域，目前均处于测试导入阶段，资金、下游应用等尚存在不确定性，若引资、下游应用发展不及预期，公司长期成长可能受限。

汇率波动风险。公司目前出口业务占比接近 1/3，且主要以欧、美等国家地区为主，在地缘政治冲突、高通胀、主要发达国家央行货币政策转向收紧等因素的影响下，可能给公司出口业务稳定发展带来新的挑战和风险。同时，人民币升值概率增加，将直接影响到公司出口产品的市场竞争力和销售定价，从而影响到公司的盈利水平，汇兑损益的不确定性为

公司经营带来一定风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,979	6,272	7,406	8,870	10,215	11,996
增长率	26.0%	18.1%	19.8%	15.2%	17.4%	
主营业务成本	-4,072	-5,197	-6,195	-7,386	-8,470	-9,909
%销售收入	81.8%	82.9%	83.6%	83.3%	82.9%	82.6%
毛利	907	1,075	1,211	1,484	1,746	2,087
%销售收入	18.2%	17.1%	16.4%	16.7%	17.1%	17.4%
营业税金及附加	-50	-47	-56	-67	-77	-90
%销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-78	-103	-121	-145	-168	-197
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-278	-319	-391	-461	-531	-624
%销售收入	5.6%	5.1%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-249	-296	-397	-444	-490	-564
%销售收入	5.0%	4.7%	5.4%	5.0%	4.8%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	252	310	245	368	480	613
%销售收入	5.1%	4.9%	3.3%	4.1%	4.7%	5.1%
财务费用	-58	-27	18	23	21	24
%销售收入	1.2%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-98	-38	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	3	3	3	3	3
%税前利润	2.3%	1.2%	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%
营业利润	225	279	312	433	544	681
营业利润率	4.5%	4.4%	4.2%	4.9%	5.3%	5.7%
营业外收支	-54	1	-10	0	0	0
税前利润	171	280	302	433	544	681
利润率	3.4%	4.5%	4.1%	4.9%	5.3%	5.7%
所得税	-16	-19	-10	-65	-82	-102
所得税率	9.3%	6.7%	3.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	155	261	292	368	463	578
少数股东损益	52	89	81	80	80	80
归属于母公司的净利润	103	172	211	288	383	498
净利率	2.1%	2.7%	2.9%	3.2%	3.7%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	155	261	292	368	463	578
少数股东损益	52	89	81	80	80	80
非现金支出	425	360	339	317	369	440
非经营收益	-6	38	31	62	79	97
营运资金变动	77	-36	-72	91	-76	-39
经营活动现金净流	651	622	590	838	835	1,076
资本开支	-85	-154	-241	-644	-845	-1,060
投资	178	19	-10	0	0	0
其他	11	0	2	3	3	3
投资活动现金净流	104	-134	-250	-641	-842	-1,057
股权募资	140	166	0	0	0	0
债权募资	-340	-174	-90	49	256	298
其他	-159	-252	-172	-156	-197	-250
筹资活动现金净流	-359	-260	-262	-106	59	48
现金净流量	391	221	101	90	52	68

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,629	2,015	2,220	2,310	2,362	2,430
应收款项	1,364	1,177	1,199	1,528	1,821	2,211
存货	1,481	2,142	2,631	2,732	3,017	3,393
其他流动资产	312	318	438	434	508	554
流动资产	4,785	5,652	6,488	7,004	7,708	8,588
%总资产	51.5%	55.8%	59.5%	59.6%	59.6%	59.5%
长期投资	189	192	168	168	168	168
固定资产	3,076	3,066	3,056	3,368	3,833	4,430
%总资产	33.1%	30.3%	28.0%	28.7%	29.7%	30.7%
无形资产	1,140	1,112	1,099	1,116	1,129	1,152
非流动资产	4,503	4,477	4,412	4,740	5,216	5,836
%总资产	48.5%	44.2%	40.5%	40.4%	40.4%	40.5%
资产总计	9,288	10,129	10,900	11,744	12,924	14,424
短期借款	1,173	532	297	418	674	973
应付款项	1,956	2,453	2,716	3,176	3,609	4,195
其他流动负债	385	499	859	915	1,058	1,245
流动负债	3,514	3,485	3,871	4,509	5,342	6,413
长期贷款	3	500	651	651	651	651
其他长期负债	124	114	124	48	48	48
负债	3,641	4,100	4,646	5,208	6,041	7,111
普通股股东权益	4,603	4,748	4,952	5,154	5,422	5,771
其中：股本	1,026	1,026	1,026	1,049	1,049	1,049
未分配利润	475	625	781	982	1,250	1,599
少数股东权益	1,044	1,282	1,302	1,382	1,462	1,542
负债股东权益合计	9,288	10,129	10,900	11,744	12,924	14,424

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.101	0.167	0.206	0.275	0.365	0.475
每股净资产	4.486	4.627	4.827	4.912	5.167	5.500
每股经营现金净流	0.635	0.606	0.576	0.798	0.795	1.026
每股股利	0.030	0.020	0.120	0.082	0.109	0.143
回报率						
净资产收益率	2.25%	3.62%	4.26%	5.59%	7.06%	8.64%
总资产收益率	1.11%	1.70%	1.94%	2.45%	2.96%	3.46%
投入资本收益率	3.34%	4.09%	3.29%	4.10%	4.96%	5.83%
增长率						
主营业务收入增长率	4.16%	25.96%	18.09%	19.77%	15.16%	17.43%
EBIT 增长率	34.39%	22.99%	-20.89%	49.85%	30.57%	27.72%
净利润增长率	-37.20%	66.00%	22.91%	36.53%	32.83%	30.22%
总资产增长率	0.19%	9.05%	7.61%	7.74%	10.05%	11.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.1	53.6	43.5	44.0	44.0	44.0
存货周转天数	139.7	127.2	140.6	135.0	130.0	125.0
应付账款周转天数	95.2	79.8	68.9	70.0	69.0	68.0
固定资产周转天数	218.0	173.3	139.6	121.2	114.7	109.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.03%	-16.29%	-20.35%	-19.00%	-15.07%	-11.03%
EBIT 利息保障倍数	4.3	11.3	-13.7	-16.3	-22.4	-25.0
资产负债率	39.20%	40.47%	42.62%	44.35%	46.74%	49.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806