

磁中百斛力 侯时当掘金

——金力永磁（300748.SZ）首次覆盖报告

有色

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的**新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商**。公司2008年注册成立，最先通过成为金风供应商切入风电磁材领域，随后业务逐步向节能空调、传统汽车、工业机器人等领域扩展。公司产品品类齐全，围绕各领域重点客户建立长期稳定关系。公司经历了稀土价格多轮的涨跌起伏，营收净利维持了坚挺的持续增长。

双碳背景下的战略新兴材料，新能源与节能环保领域成为需求的主要边际增量。稀土永磁材料作为新能源汽车、风力发电、节能空调、工业机器人、节能电机等新能源与节能环保领域的应用，在政策上广受支持。20年起新能源需求的高增，更是构筑了永磁材料需求以传统汽车家电为基础，以新能源车及工业节能电机等领域为边际变量的需求发展格局。

周期驱动因素由供给管控逐步倒向需求驱动。作为稀土储产冶世界领先的国家，我国针对稀土进行开采冶炼指标管理，并配有收储与进出口调节等政策。初期作为磁材主要原料的稀土市场的周期变化主要受政策收储管控等供给端驱动的因素影响；而进入20年后，随着新能源车等领域需求的高增以及我国管控政策的逐步成熟，稀土市场的周期变化则逐步倾向于受下游需求变化的驱动，并随着管控思路的确立，形成了稳定稀土价格，助力下游产业健康发展的管控思路。

目前处于上一轮供需错配的尾声，价格企稳与需求回升，加工端反弹动力充足。新能源高增背景下，磁材企业龙头纷纷针对热点领域扩产，使得加工端产能在稀土价格下行、原料成本承压的区间大步扩张。随着稀土价格回落企稳，下游需求的企稳回升，加工端蕴含了富有弹性的反转动力。

扩产颇具雄心，依托核心技术打造产品优势。公司扩产目标25年4万吨年产能，过程中将持续维持行业中规模龙头地位，扩产除新能源车领域外，还涉及节能电机及3C等。公司以晶界渗透为核心技术，在超高牌号产品、新能源车用产品等多领域构筑了一定优势。

投资建议：我们认为磁材领域原料指标与需求供应错配末期价格企稳需求上行期是应该重点关注的窗口期，故估值主要针对24年进行。考虑可比公司因市场价格快速下行导致一致预期参考性下降，且公司进入第二个大步扩产阶段，产品逐步占领超高牌号市场且技术积累构筑了一定成本优势等因素，参考公司绝对估值数据，给予公司24年目标价19.28元，对应PE25倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：稀土领域管控政策发生显著变化，磁材下游需求发生超预期波动，磁材技术发展出现突破等。

财务指标预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 4,080 | 7,165 | 7,432 | 10,114 | 12,210 |
| 增长率（%） | 68.8% | 75.6% | 3.7% | 36.1% | 20.7% |
| 归母净利润（百万元） | 453 | 703 | 705 | 1,035 | 1,238 |
| 增长率（%） | 85.3% | 55.1% | 0.3% | 46.8% | 19.6% |
| 净资产收益率（%） | 15.28% | 10.36% | 9.42% | 12.2% | 12.79% |
| 每股收益（元） | 0.65 | 0.84 | 0.53 | 0.77 | 0.92 |

资料来源：Wind，iFinD，申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2023年8月28日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

张远澄

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660122020006

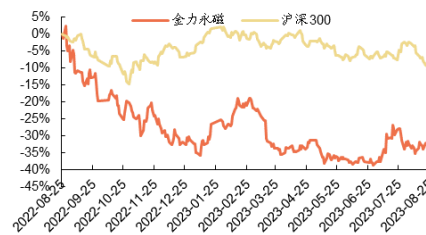
电子邮箱：zhangyuancheng@shgsec.com

交易数据

时间 2023.8.25

| | |
|---------------|-------------|
| 总市值/流通市值（亿元） | 217.8/183.4 |
| 总股本（亿股） | 13.4 |
| 资产负债率 | 37.38% |
| 每股净资产（元） | 8.25 |
| 收盘价（元） | 16.22 |
| 一年内最低价/最高价（元） | 16.1/24.28 |

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

证券研究报告

内容目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1. 跨越稀土磁材周期持续攀升的永磁龙头 | 5 |
| 1.1 专注全品类永磁材料的龙头供应商 | 5 |
| 1.2 营收净利随价高增 精益经营注重研发 | 6 |
| 2. 由供给管控转向需求驱动的双碳明星材料 | 8 |
| 2.1 战略端：双碳背景下广受政策支持战略性新兴产业 | 8 |
| 2.2 需求端：新能源支撑需求增长 | 10 |
| 2.2.1 新能源汽车 | 11 |
| 2.2.2 风电 | 12 |
| 2.2.3 节能变频空调 | 13 |
| 2.2.4 工业电机能效提升 | 13 |
| 2.2.5 新能源需求支撑总量边际变化 国内节能电机具有一定空间 | 14 |
| 2.3 供给端：配给钳制缓 需求刺激强 | 16 |
| 2.3.1 我国稀土储产治世界领先 | 16 |
| 2.3.2 配额管理下 需求端影响渐强 | 17 |
| 2.4 加工端：由供给驱动转向需求驱动 共襄新能源车盛市 | 18 |
| 3. 金力永磁：规模行业领跑 构筑技术成本优势 | 21 |
| 3.1 扩产助行业领跑 下游向高值切换 | 21 |
| 3.1.1 龙头大步扩产 规模行业领先 | 21 |
| 3.1.2 下游领域各具特点 扩产关注重点行业 | 22 |
| 3.2 技术支持高端市场开拓 巩固成本优势 | 24 |
| 3.2.1 晶界渗透行业领先 助力稳控成本 | 24 |
| 3.2.2 超高牌号占比提升 占领高端市场份额 | 25 |
| 4. 盈利预测 | 25 |
| 4.1 关键假设 | 25 |
| 4.1.1 产销量预测 | 25 |
| 4.1.2 价格与成本预测 | 25 |
| 4.2 盈利预测 | 26 |
| 4.3 估值 | 27 |
| 5. 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----------|
| 图 1：公司发展历程 | 5 |
| 图 2：14-22 年公司磁材分下游应用领域营收 | 5 |
| 图 3：14-22 年公司磁材分下游应用领域营收占比 | 5 |
| 图 4：公司主要产品及应用领域 | 5 |
| 图 5：公司股权结构 | 6 |
| 图 6：13-23H1 公司营收及同比增速 | 6 |
| 图 7：13-23H1 公司归母净利润及同比增速 | 6 |
| 图 8：13-23H1 公司净毛利率 | 7 |
| 图 9：13-22 年公司及同业企业 ROE 水平 | 7 |
| 图 10：13-23H1 公司期间费用率 | 7 |
| 图 11：13-23H1 各类期间费用率 | 7 |
| 图 12：公司及同业公司历年研发费用水平（百万元） | 8 |

| | |
|--|----|
| 图 13: 2022 年我国稀土消费结构 | 10 |
| 图 14: 2022 年上半年我国稀土永磁材料产量构成 | 10 |
| 图 15: 稀土永磁材料行业产业链 | 11 |
| 图 16: 20 年全球高性能钕铁硼材料下游占比 | 11 |
| 图 17: 17-25 年国内与全球新能源车销量数据与预测 | 12 |
| 图 18: 17-25 年全球及国内新增风电装机量 | 12 |
| 图 19: 国内家用空调及变频空调销量 | 13 |
| 图 20: 估算 17-25 年全球钕铁硼材料需求量 | 14 |
| 图 21: 估算 17-25 年各领域全球钕铁硼需求量占比 | 14 |
| 图 22: 全球稀土储量 | 16 |
| 图 23: 全球稀土储量分布 | 16 |
| 图 24: 全球稀土矿产量 | 16 |
| 图 25: 全球稀土矿产量构成 | 16 |
| 图 26: 我国稀土开采总量与冶炼分离控制指标 | 17 |
| 图 27: 2008 年至今镨钕氧化物价格走势分析 | 18 |
| 图 28: 2008Q1 至 2023Q1 北方稀土毛利率与镨钕氧化物价格水平 | 18 |
| 图 29: 2008Q1 至 2023Q1 主要磁材加工企业毛利率与镨钕金属价格 | 19 |
| 图 30: 主要磁材龙头企业扩产计划 (万吨/年) | 19 |
| 图 31: 2020-2022 年金力永磁磁材营收构成 | 20 |
| 图 32: 2020-2022 年金力永磁磁材营收构成占比 | 20 |
| 图 33: 2020-2022 年宁波韵升磁材营收构成 | 20 |
| 图 34: 2020-2022 年宁波韵升磁材营收构成占比 | 20 |
| 图 35: 2020-2022 年正海磁材磁材营收构成 | 21 |
| 图 36: 2020-2022 年正海磁材磁材营收构成占比 | 21 |
| 图 37: 2020-2022 年大地熊磁材营收构成 | 21 |
| 图 38: 2020-2022 年大地熊磁材营收构成占比 | 21 |
| 图 39: 钕铁硼龙头上市企业毛坯产能扩张情况 | 21 |
| 图 40: 15-20 年公司下游各领域磁材单吨价格水平 | 22 |
| 图 41: 15-17 年公司下游各领域磁材单吨毛利水平 | 22 |
| 图 42: 原料价格上行期不同调价频率下的价格水平示意 | 23 |
| 图 43: 原料价格下行期不同调价频率下价格水平示意 | 23 |
| 图 44: 17-23H1 公司新能源车及车用零部件领域市占率估算 | 23 |
| 图 45: 公司晶界渗透磁材产量占比 | 24 |
| 图 46: 18-22 年公司及同业企业单吨成本 | 24 |
| 图 47: 18-22 年公司及同业企业单吨直接材料成本 | 24 |
| 图 48: 2014-2022 年公司下游应用领域营收占比及毛坯出材率变化 | 25 |
| 图 49: 17 年至今公司主要原料价格 | 25 |
| 图 50: 17 年至今主要钕铁硼产品价格 | 25 |
| 图 51: 公司单吨人工与制造费用随产能扩张的变化趋势 | 26 |
| 表 1: 稀土永磁材料技术相关政策法规 | 8 |
| 表 2: 各领域国内外钕铁硼需求估算 | 14 |
| 表 3: 公司在建规划产能项目 | 22 |
| 表 4: 主要磁材下游领域历史价格区间 | 22 |
| 表 5: 公司营业收入预测 | 26 |
| 表 6: 公司盈利预测 | 27 |

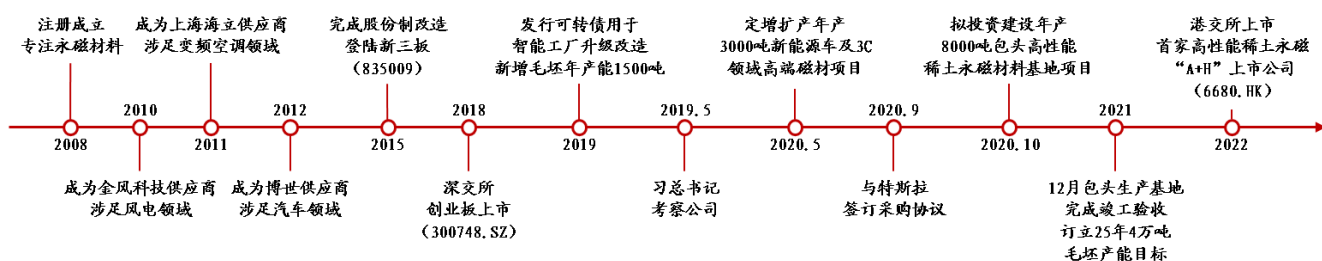
| | |
|-----------------------|----|
| 表 7: 可比公司 PE 估值 | 27 |
| 表 8: 绝对估值计算假设条件 | 28 |
| 表 9: 公司盈利预测表 | 30 |

1. 跨越稀土磁材周期持续攀升的永磁龙头

1.1 专注全品类永磁材料的龙头供应商

江西金力永磁科技股份有限公司 (A+H 上市, 股票代码: 300748.SZ/06680.HK) 是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的高新技术企业, 是全球新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商。

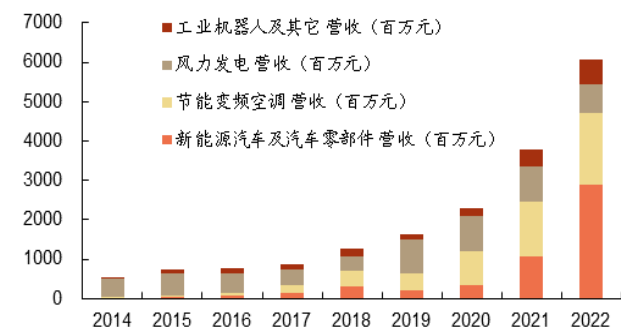
图1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 《关于与特斯拉公司签署<零部件采购协议>的公告》, 21年H股招股说明书, 可转债说明书, 21年年报, 申港证券研究所

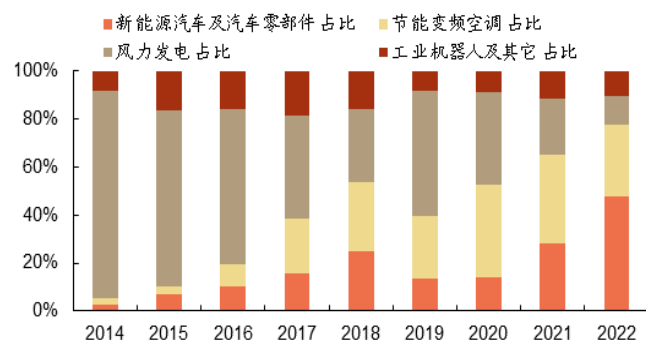
风电起家, 逐步切入新能源汽车等赛道。公司2008年注册成立, 通过成为金风供应商切入风电磁材领域, 随后业务逐步向节能空调、传统汽车、工业机器人等领域扩展。2014年风电领域营收占公司总营收比例超74%, 新能源汽车占比仅2.5%; 到2022年, 公司新能源车领域营收占比达40%, 节能空调占比25.6%, 而风电已降至10%左右。

图2: 14-22年公司磁材分下游应用领域营收



资料来源: iFinD, 20-22年公司年报, 21年H股招股说明书, 可转债说明书, 申港证券研究所

图3: 14-22年公司磁材分下游应用领域营收占比



资料来源: iFinD, 20-22年公司年报, 21年H股招股说明书, 可转债说明书, 申港证券研究所

产品品类齐全, 围绕各领域重点客户建立长期稳定关系。公司目前已具备全产品生产能力, 产品被广泛应用于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等领域, 并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。根据公司22年年报, 新能源汽车领域, 公司产品已被包括比亚迪、特斯拉在内的全球前十大新能源汽车生产商采用, 公司也是博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商; 节能变频空调领域, 全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司的客户; 风电领域, 全球前五大风电整机厂商中的四家是公司的客户。

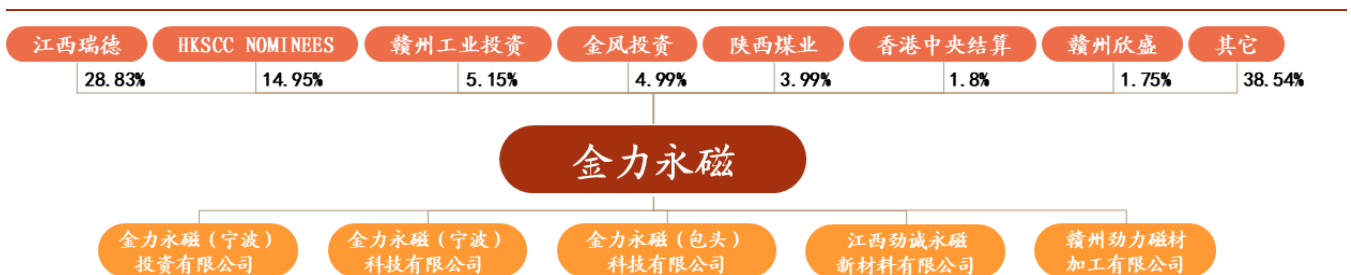
图4: 公司主要产品及应用领域



资料来源：公司官网，申港证券研究所

股东包括上下游企业及本地国企，产业链连接紧密。公司第一大股东为江西瑞德创业投资有限公司，持比 28.83%；前五大股东中，下游客户金风科技子公司金风投资持股 4.99%、原上游供应商赣州工业投资控股集团（由赣州稀土及赣州工业投资整合形成，赣州稀土已剥离稀土板块）持股 5.15%，与产业上下游及当地政府充分连接。

图5：公司股权结构



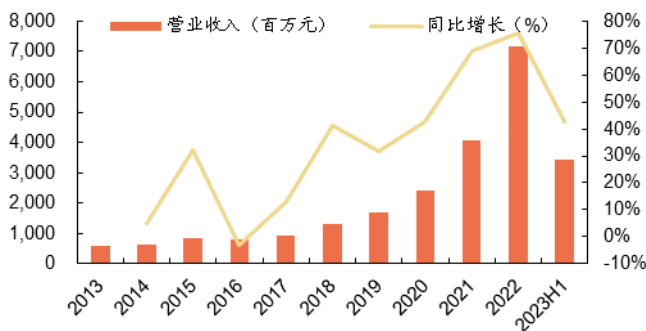
资料来源：iFinD，23 年半年报，申港证券研究所

1.2 营收净利随价高增 精益经营注重研发

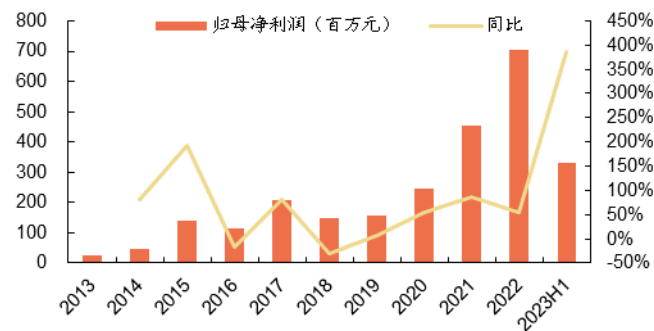
历经多轮稀土涨跌周期，维持坚挺持续增长。公司营收由 13 年的 6 亿元，提升至 22 年的 71.65 亿元，9 年间增长近 12 倍，复合增长率近 32%；13-22 年，归母净利润水平由 2657 万元增长至 7 亿元，复合增长率近 44%。其中，受益于磁材及原料价格高涨，22 年增速较为显著，营收及归母净利润同比分别高增 75.6% 和 55.1%。公司经历了稀土价格 11、13、17、21-22 年多轮的涨跌起伏，除归母净利润在下跌过程中小有波动外，营收维持了坚挺的持续增长。

图6：13-23H1 公司营收及同比增速

图7：13-23H1 公司归母净利润及同比增速



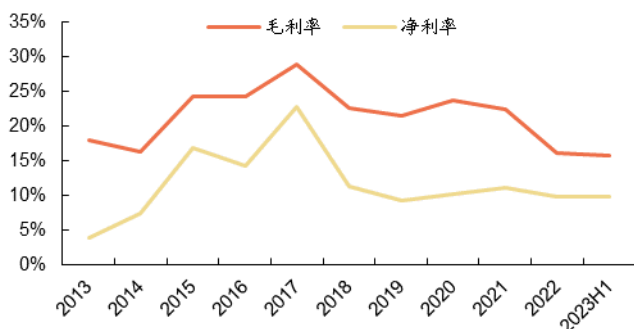
资料来源: iFinD, 申港证券研究所



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

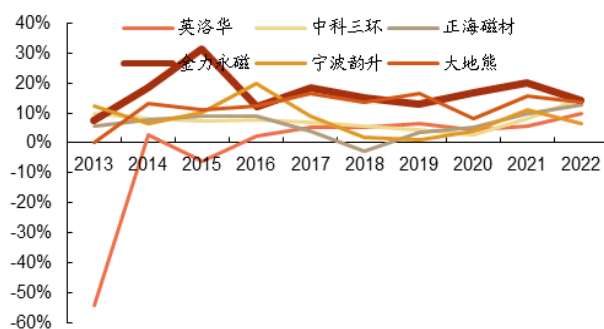
盈利能力随稀土行情小有波动, ROE 水平领先同业。公司 18 年至 23H1 净利率相对趋稳, 维持在 10% 左右; 毛利率随稀土价格波动略有变化, 在 20-21 年稀土价格上涨周期时, 毛利率相对较高, 但相较 17 年的波动, 毛利率表现更为稳重。22 年至今, 因原料价格下跌及新增产能爬坡导致毛利率下行明显。同时, 公司 13-22 年 ROE 水平在同业上市公司间持续维持领先水准。

图8: 13-23H1 公司净毛利率



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

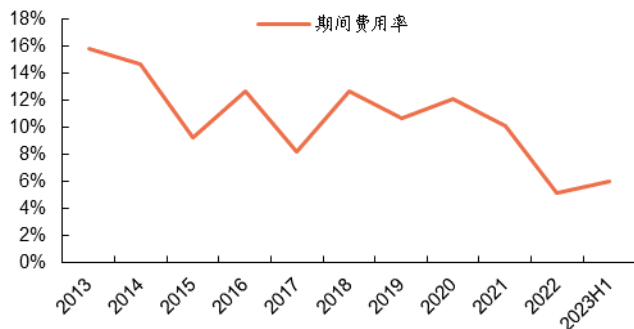
图9: 13-22 年公司 & 同业企业 ROE 水平



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

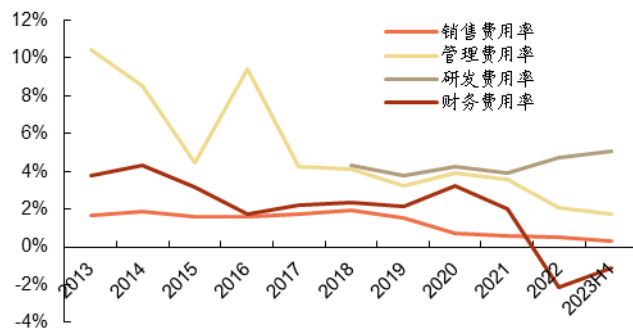
精益运营, 除研发费率外, 其它期间费用率稳步下降。公司期间费用率持续下降, 由 13 年的 15.9% 震动下降至 22 年至今 5%-7% 的低位, 其中, 18-23H1, 除研发费率持续维持在 3.7% 以上, 其余期间费用率稳中有降。

图10: 13-23H1 公司期间费用率



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

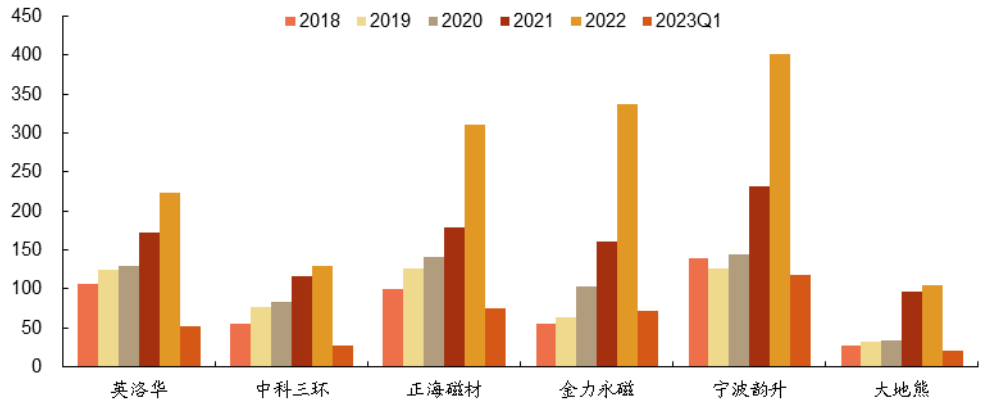
图11: 13-23H1 各类期间费用率



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

重视研发，投入行业领先，掌握晶界渗透等行业领先技术。对比同业研发投入水平可见，2022 年，磁材企业研发投入第一梯队（正海磁材、金力永磁、宁波韵升）研发费用投入显著高于同业其他企业。公司自 19 年后，研发投入增长迅速，多年研发积累掌握了以晶界渗透技术为核心的自主核心技术及专利体系，包括晶界渗透技术、配方体系、晶粒细化技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术以及耐高温耐腐蚀性新型涂层技术等。

图12：公司及同业公司历年研发费用水平（百万元）



资料来源：iFinD，申港证券研究所

2. 由供给管控转向需求驱动的双碳明星材料

2.1 战略端：双碳背景下广受政策支持的战略新兴材料

根据发改委发布的《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》，公司处于“3.1.3 稀土功能材料：高性能稀土（永）磁性材料及其制品”领域。国家高度重视稀土永磁材料技术的进步与相关行业发展，近年来陆续颁布、落实了一系列政策，将之定位为战略性的新型材料并加以扶持。

- 根据发改委、工信部、科技部、财政部联合发布的《新材料产业发展指南》，公司主营产品属于新材料三大发展重点方向之一“关键战略材料”中的“高性能永磁材料”；根据工信部发布的《重点新材料首批次应用示范指导目录(2021年版)》，公司主营产品属于新材料三大重点领域中的“关键战略材料”之“二、稀土功能材料：230 高性能钕铁硼永磁体”。

表1：稀土永磁材料技术相关政策法规

| 序号 | 文件名称 | 颁布部门 | 颁布时间 | 主要相关内容 |
|----|-----------------------|-------------|---------|--|
| 1 | 《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》 | 发改委 商务部 | 2022.10 | 鼓励外商投资符合稀土新材料要求的稀土高端应用产品加工相关产业 |
| 2 | 《工业能效提升计划》 | 工信部 发改委等 | 2022.6 | 鼓励电机生产企业开展性能优化、铁芯高效化、机壳轻量化等系统化创新设计，优化电机控制算法与控制性能，加快高性能电磁线、稀土永磁、高磁感低损耗冷轧硅钢片等关键材料创新升级。2025 年新增高效节能电机占比达到 70% 以上。 |
| 3 | 《“十四五”原材料工业发展规划》 | 工信部 科技部 | 2021.12 | 围绕大飞机、航空发动机、集成电路、信息通信、生物产业和能源产业等重点应用领域，攻克高温合金、航空轻合金材料、超高纯稀土金 |

| 序号 | 文件名称 | 颁布部门 | 颁布时间 | 主要相关内容 |
|----|---------------------|--------------------------|---------|--|
| | | 自然资源部 | | 属及化合物、高性能特种钢、以及高性能稀土磁性、催化、光功能、储氢材料等一批关键材料。 |
| 4 | 《十四五规划和2035年远景目标纲要》 | 发改委 | 2021.3 | 聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，加快关键核心技术创新应用，培育壮大产业发展新动能。高端稀土功能材料作为高端新材料之一，被列入“十四五”制造业核心竞争力提升目录 |
| 5 | 《稀土管理条例（征求意见稿）》 | 工信部 | 2021.1 | 技术进步方面，国家鼓励稀土勘查开采、冶炼分离、金属冶炼和综合利用等领域的科技创新和人才培养，支持稀土新产品新材料新工艺的研发和产业化。综合利用方面，国家鼓励和支持利用环境友好的技术、工艺，对含有稀土的二次资源进行回收利用 |
| 6 | 《重点新材料首批次应用示范指导目录》 | 工信部 | 2021.12 | 将高性能钕铁硼、高性能钕钴等稀土功能材料列入新材料三大重点领域中的“关键战略材料”，进行鼓励与扶持 |
| 7 | 《战略性新兴产业分类（2018）》 | 统计局 | 2018.11 | 将稀土磁性材料列入“3 新材料产业”之“3.2 先进有色金属材料”中的“3.2.7 稀土新材料制造”领域中的“稀土磁性材料制造”，进行鼓励与扶持 |
| 8 | 《“十三五”材料领域科技创新专项规划》 | 科技部 | 2017.4 | （1）材料是经济建设、社会进步和国家安全的物质基础和先导，是国民经济的基础，具有举足轻重的地位。（2）坚持把材料科技创新发展的新态势，以增强材料领域原始创新能力为核心，强化材料的基础创新能力，提高全链条贯通、集成和应用水平，支撑供给侧结构性改革和经济社会可持续健康发展。（3）针对制约材料发展的瓶颈和薄弱环节，加快转型升级和提质增效，切实提高产业的核心竞争力和可持续发展能力。（4）通过基础材料的设计开发、制造流程及工艺优化等关键技术和国产化装备的重点突破，实现重点基础材料产品的高性能和高附加值、绿色高效低碳生产。（5）稀土功能材料定位在七大发展重点中的“新型功能与智能材料”领域，进行重点扶持 |
| 9 | 《“十三五”节能减排综合工作方案》 | 国务院 | 2017.1 | 加快发展壮大新材料等战略性新兴产业，推动新领域、新技术、新产品、新业态、新模式蓬勃发展。强化重点用能设备节能管理，加快高效电机、配电变压器等用能设备开发和推广应用，淘汰低效电机、变压器、风机、水泵、压缩机等用能设备，全面提升重点用能设备能效水平 |
| 10 | 《新材料产业发展指南》 | 工信部 发改委 科技部 财政部 | 2016.12 | （1）加快发展新材料，对推动技术创新，支撑产业升级，建设制造强国具有重要战略意义。（2）推进材料先行、产用结合，以满足产业转型升级、战略性新兴产业发展和重大技术装备急需为主攻方向，着力突破一批新材料品种、关键工艺技术与专用装备。（3）突破一批核心关键和共性技术，整合构建一批新材料产业创新载体，基本形成以企业为主体的新材料产业协同创新体系。（4）紧紧围绕新一代信息技术产业、高端装备制造业等重大需求，以高性能永磁等稀土功能材料等关键战略材料为重点，突破材料及器件的技术关和市场关，完善原辅料配套体系，提高材料成品率和性能稳定性，实现产业化和规模应用。（5）大力推进材料生产过程的智能化和绿色化改造，重点突破材料性能及成分控制、生产加工及应用等工艺技术，不断优化品种结构，提高质量稳定性和服役寿命，降低生产成本。（6）突破关键工艺与专用装备制约：先进熔炼、增材制造、精密成型、气相沉积、表面处理、高效合成等先进工艺技术与专用核心装备开发，实现材料 |

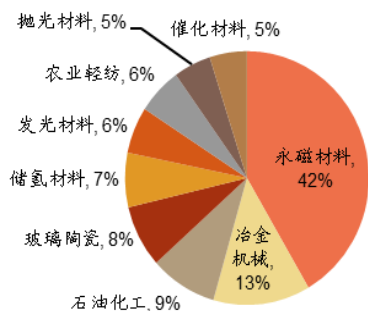
| 序号 | 文件名称 | 颁布部门 | 颁布时间 | 主要相关内容 |
|----|----------------------|-------------|---------|--|
| | | | | 生产关键工艺装备配套保障。(7) 支持形成一批具有较强创新能力和国际影响力的龙头企业。(8) 加快实现稀土磁性材料及其应用器件产业化, 突破非晶合金在稀土永磁节能电机中的应用关键技术, 大力发展稀土永磁节能电机及配套稀土永磁材料 |
| 11 | 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》 | 国务院 | 2016.12 | (1) 战略性新兴产业代表新一轮科技革命和产业变革的方向, 是培育发展新动能、获取未来竞争新优势的关键领域。(2) 进一步发展壮大高端装备、新材料等战略性新兴产业, 推动更广领域新技术、新产品、新业态、新模式蓬勃发展, 建设制造强国, 发展现代服务业, 为全面建成小康社会提供有力支撑。(3) 促进高端装备与新材料产业突破发展, 引领中国制造新跨越, 要求提高新材料。(4) 促进特色资源新材料可持续发展。推动稀土等特色资源高质化利用, 加强专用工艺和技术研发, 推进共生伴生矿资源平衡利用, 支持建立专业化的特色资源新材料回收利用基地、矿物功能材料制造基地。在特色资源新材料开采、冶炼分离、深加工各环节, 推广应用智能化、绿色化生产设备与工艺 |
| 12 | 《国家创新驱动发展战略纲要》 | 中共中央 国务院 | 2016.5 | (1) 加强产业技术基础能力和试验平台建设, 提升基础材料、基础零部件、基础工艺、基础软件等共性关键技术水平。(2) 围绕涉及长远发展和国家安全的“卡脖子”问题, 加强基础研究前瞻布局, 加大对材料、能源、信息等领域重大基础研究和战略高技术攻关力度, 实现关键核心技术安全、自主、可控。(3) 面向 2030 年, 坚持有所为有所不为, 尽快启动重点新材料和新能源等领域, 充分论证, 把准方向, 明确重点, 再部署一批体现国家战略意图的重大科技项目和工程 |

资料来源: 中共中央人民政府网站, 发改委网站, 工信部网站, 新华社, 科学技术部网站, 申港证券研究所

2.2 需求端: 新能源支撑需求增长

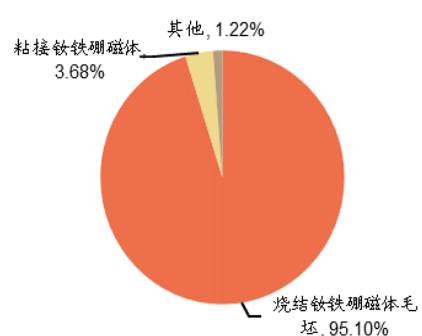
永磁材料在稀土消费结构中占主要地位。据华经产业研究院数据, 2022 年中国稀土消费结构中永磁材料占比达到 42%, 冶金机械、石油化工、玻璃陶瓷、储氢材料、发光材料、农业轻纺、抛光材料和催化材料分别占比 13%、9%、8%、7%、6%、6%、5%和 5%。

图13: 2022 年我国稀土消费结构



资料来源: 华经情报网, 《2023 年全球及中国稀土行业现状分析》, 申港证券研究所

图14: 2022 年上半年我国稀土永磁材料产量构成

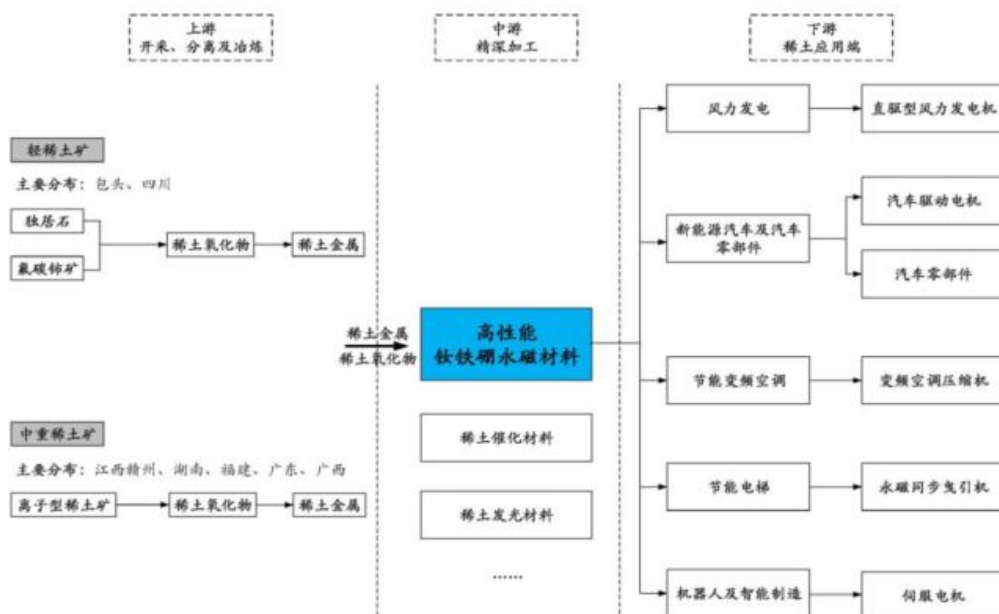


资料来源: 工信部《2022 年上半年稀土功能材料生产情况》, 中国稀土行业协会, 申港证券研究所

烧结钕铁硼在钕铁硼总产量中占有主导地位。根据工信部及中国稀土行业协会的数据, 2022 年上半年我国烧结钕铁硼毛坯产量为 11.6 万吨, 占当年稀土永磁材料的

95.1%，粘结钕铁硼占比 3.68%，其他永磁材料占比合计仅 1.22%。

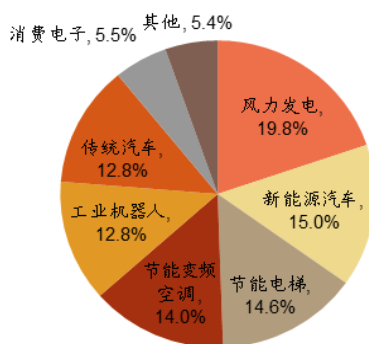
图15：稀土永磁材料行业产业链



资料来源：18 年招股说明书，申港证券研究所

风电、汽车、节能电器是永磁材料下游主要应用的领域。高性能稀土永磁材料的应用方向主要为电机产品领域。其中，风力发电直驱、半直驱电机、新能源汽车永磁电机、节能电梯机空调等家电、工业机器人、汽车 EPS 系统、3C 消费电子等均是钕铁硼永磁材料的主要下游细分应用领域。风电、新能源汽车是近年增长较为显著、占比较高的应用领域。

图16：20 年全球高性能钕铁硼材料下游占比



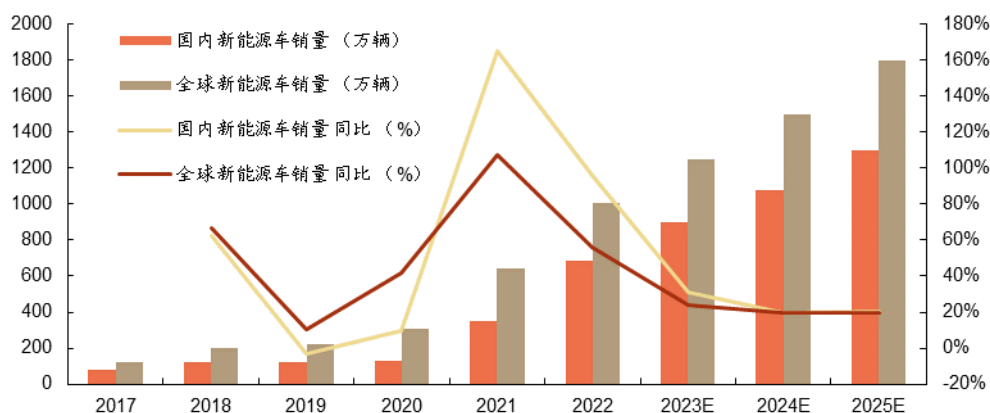
资料来源：华经产业研究院《2022 年全球及中国钕铁硼永磁材料行业竞争格局及发展趋势》，弗若斯特沙利文，申港证券研究所

2.2.1 新能源汽车

新能源汽车是高性能钕铁硼永磁材料应用的主要领域之一。17 年至 22 年，全球新能源车销量由 118.9 万辆提升至 1007 万辆，增长近 10 倍；国内新能源车销量亦从 76.8 万辆提升至 687.2 万辆，CAGR 达 55%。钕铁硼永磁材料主要用于制造新能

源车的同步驱动电机，若按单车钕铁硼消耗 3.15 公斤估算，则 22 年全球新能源车钕铁硼需求量超 3 万吨，而国内钕铁硼需求量超 2.1 万吨。

图17：17-25 年国内与全球新能源车销量数据与预测



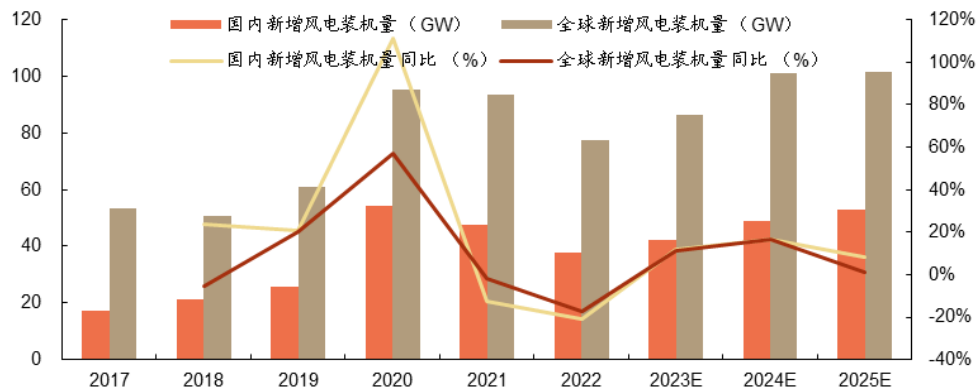
资料来源：iFinD，申港证券研究所

目前我国新能源车已达到 20 年发布的《新能源汽车产业发展规划》中提出的 20% 渗透率目标。在双碳背景下，随着国内新能源车购置补贴延长至 27 年底及公共领域用车全面电动化的持续推进，以及国外对于新能源产业的重视增强，我们看好 25 年新能源车全球销量超 1800 万辆，国内新能源车销量超 1300 万辆。届时，全球新能源车领域钕铁硼需求将超 5.67 万吨，国内新能源车领域钕铁硼需求将超 4 万吨。

2.2.2 风电

目前风力发电电机主要有四种，双馈异步风力发电系统、电励磁直驱风力发电系统、永磁半直驱和永磁直驱同步电机；其中半直驱和直驱同步电机需要使用钕铁硼永磁体。未来随着机组大型化，尤其是海上风电装机量占比提升，永磁电机的市占率也将进一步提升，将进一步促进高性能钕铁硼永磁材料的消耗量增长。根据 CWEA 数据，17、18 年我国新增风电容量中，永磁直驱与永磁半直驱渗透率分别达到 37%、42%。

图18：17-25 年全球及国内新增风电装机量



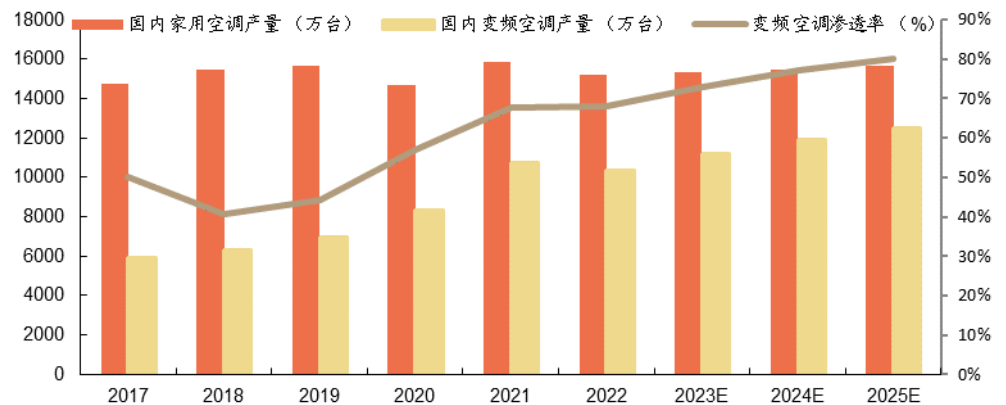
资料来源：iFinD，申港证券研究所

17 年至今，全球及我国风力发电机组装机量快速增长。在经历 20-21 年的装机高峰后，22 年装机量有所下滑，全球及国内新增风电装机量分别来到了 77.6GW 和 37.6GW。我们预计，在双碳背景下风电建设持续推进会使年新增装机量回升并超越以往水平，参考欧洲风能协会给出的计划风电新增装机情况，以及中美欧风电装机全球占比情况估算，25 年全球及国内新增装机量分别有望达 101.7GW 及 53GW。预计 25 年风电领域全球及国内钕铁硼需求有望达 3.68 万吨、1.95 万吨。

2.2.3 节能变频空调

高性能钕铁硼磁钢作为变频空调压缩机核心材料，未来需求将持续增长。2019 年，国家发改委、工信部等七部门联合发布《关于印发〈绿色高效制冷行动方案〉的通知》，明确到 2022 年，家用空调能效准入水平提升 30%，到 2030 年，主要制冷产品能效准入水平再提高 15% 以上。随着《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于 2020 年 7 月 1 日正式实施，定频空调产品逐渐面临淘汰，高效能的变频空调成为市场主流。

图19：国内家用空调及变频空调产量



资料来源：iFinD，申港证券研究所，22 年变频空调渗透率为根据销量渗透率估算

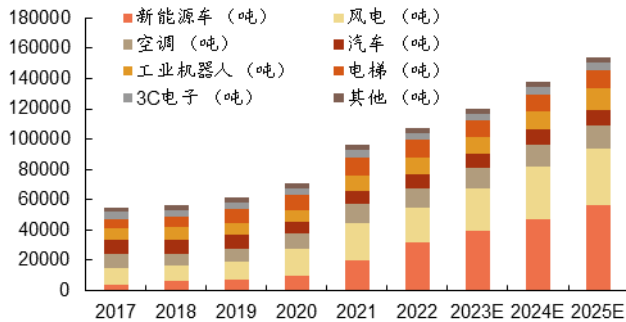
随着能效提升政策的推进，我国变频空调渗透率持续攀升。2012 年我国家用空调销量仅略超 1 亿台，其中变频空调不足 3000 万台，占比 28.5%；2022 年，家用空调产量 1.53 亿台，其中变频空调销量 1.04 亿台，占比近 68%。按每台变频空调使用 0.1 公斤烧结钕铁硼，以每年空调产量计算，22 年变频空调烧结钕铁硼需求量已超 1 万吨。考虑变频空调渗透率持续提升，我们预计 25 年我国变频空调烧结钕铁硼需求量可达超 1.25 万吨。

2.2.4 工业电机能效提升

双碳背景下，“十四五”期间能效提升拉动高效节能电机替代空间。2021 年，工信部、市场监管总局印发《电机能效提升计划(2021-2023 年)》提出到 2023 年，高效节能电机年产量达到 1.7 亿千瓦，在役高效节能电机占比达到 20% 以上。2022 年，工信部等六部门印发《工业能效提升计划》提出实施电机能效提升行动，到 2025 年新增高效节能电机占比达到 70% 以上。2021 年，我国高效节能电机渗透率 10% 左右，提升空间可观。

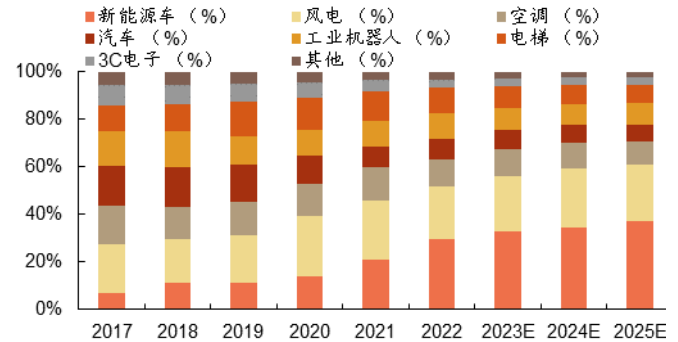
2.2.5 新能源需求支撑总量边际变化 国内节能电机具有一定空间

图20：估算 17-25 年全球钕铁硼材料需求量



资料来源：iFinD，盖世汽车研究院《新能源乘用车市场与产业趋势展望》，CWEA《2018 中国风电产业地图》，立鼎产业研究网《直驱永磁技术全球市占率在扩张》，《我国变频空调渗透率持续提升》，产业在线《中国家用空调能效升级影响全球》，搜狐网引佐思汽研《汽车转向系统研究》，前瞻产业研究院《2021 年全球电梯行业市场供需现状及竞争格局分析》，《2023 年全球电梯行业市场规模、竞争格局及发展趋势分析》，华经产业研究院《2020 年中国钕铁硼市场下游应用前景展望分析》，大地熊及中科三环招股说明书，申港证券研究所

图21：估算 17-25 年各领域全球钕铁硼需求量占比



资料来源：iFinD，盖世汽车研究院《新能源乘用车市场与产业趋势展望》，CWEA《2018 中国风电产业地图》，立鼎产业研究网《直驱永磁技术全球市占率在扩张》，《我国变频空调渗透率持续提升》，产业在线《中国家用空调能效升级影响全球》，搜狐网引佐思汽研《汽车转向系统研究》，前瞻产业研究院《2021 年全球电梯行业市场供需现状及竞争格局分析》，《2023 年全球电梯行业市场规模、竞争格局及发展趋势分析》，华经产业研究院《2020 年中国钕铁硼市场下游应用前景展望分析》，大地熊及中科三环招股说明书，申港证券研究所

新能源是高性能磁材的主要需求支撑。从各领域需求估算可见，新能源车及风电需求将成为未来高性能磁材需求的主要支撑领域。25 年国内新能源车需求占比有望达 43.1%，风电需求占比则有望占需求总量的 20.6%，两者合计约占国内高性能磁材需求的 64%。估算全球及国内钕铁硼需求将由 22 年的 10.71 万吨、6.18 万吨提升至 25 年的 15.4 万吨、9.5 万吨，CAGR 分别为 12.9%、15.4%。同时，节能电机渗透率的提高有望成为国内的另一部分增量空间。

表2：各领域国内外钕铁硼需求估算

| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 新能源车 | | | | | | | |
| 国内新能源车销量 | (万辆) | 132.1 | 350.7 | 687.2 | 900 | 1080 | 1300 |
| 同比 | (%) | 10% | 165% | 96% | 31% | 20% | 20% |
| 国内钕铁硼需求量 | (吨) | 4161 | 11047 | 21647 | 28350 | 34020 | 40950 |
| 同比 | (%) | 13% | 158% | 96% | 31% | 20% | 20% |
| 全球新能源车销量 | (万辆) | 310.5 | 644.2 | 1007.3 | 1250 | 1500 | 1800 |
| 同比 | (%) | 42% | 107% | 56% | 24% | 20% | 20% |
| 全球钕铁硼需求量 | (吨) | 9782 | 20292 | 31731 | 39375 | 47250 | 56700 |
| 同比 | (%) | 42% | 107% | 56% | 24% | 20% | 20% |
| 风电 | | | | | | | |
| 国内新增风电装机量 | (GW) | 54.4 | 47.6 | 37.6 | 42 | 49 | 53 |
| 同比 | (%) | 111% | -13% | -21% | 12% | 17% | 8% |
| 国内风电钕铁硼需求量 | (吨) | 14579 | 13705 | 11598 | 13789 | 17072 | 19531 |
| 同比 | (%) | 101% | -6% | -15% | 19% | 24% | 14% |
| 全球新增风电装机量 | (GW) | 95.3 | 93.6 | 77.6 | 86.4 | 100.9 | 101.7 |
| 同比 | (%) | 57% | -2% | -17% | 11% | 17% | 1% |
| 全球风电钕铁硼需求量 | (吨) | 17878 | 23832 | 23392 | 27775 | 34467 | 36809 |

| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 同比 | (%) | 46% | 33% | -2% | 19% | 24% | 7% |
| 空调 | | | | | | | |
| 国内家用空调产量 | (万台) | 14660 | 15827 | 15182 | 15334 | 15488 | 15642 |
| 国内变频空调产量 | (万台) | 8336 | 10708 | 10324 | 11194 | 11925 | 10708 |
| 国内钕铁硼需求量 | (吨) | 8336 | 10708 | 10324 | 11194 | 11925 | 12514 |
| 同比 | (%) | 20.1% | 28.5% | -3.6% | 8.4% | 6.5% | 4.9% |
| 全球空调产量 | (万台) | 17200 | 19286 | 18555 | 18656 | 18881 | 19073 |
| 全球钕铁硼需求量 | (吨) | 9781 | 13048 | 12618 | 13619 | 14538 | 15258 |
| 同比 | (%) | 13.7% | 33.4% | -3.3% | 7.9% | 6.8% | 5.0% |
| 汽车 | | | | | | | |
| 国内乘用车产量 | (万辆) | 1999.4 | 2140.8 | 2383.6 | 2455.1 | 2495.5 | 2535.9 |
| 国内钕铁硼需求 | (吨) | 2891 | 3115 | 3486 | 3609 | 3683 | 3749 |
| 同比 | (%) | -4.6% | 7.7% | 11.9% | 3.5% | 2.1% | 1.8% |
| 全球乘用车产量 | (万辆) | 5583.4 | 5705.4 | 6159.9 | 6734 | 7000 | 7200 |
| 全球钕铁硼需求 | (吨) | 8074 | 8301 | 9009 | 9899 | 10332 | 10643 |
| 同比 | (%) | -15.3% | 2.8% | 8.5% | 9.9% | 4.4% | 3.0% |
| 工业机器人 | | | | | | | |
| 国内工业机器人装机量 | (台套) | 16.8 | 26.8 | 25.5 | 24.2 | 29.0 | 40.7 |
| 同比 | (%) | 19.9% | 59.3% | -5.0% | -5.0% | 20.0% | 40.0% |
| 国内钕铁硼需求 | (吨) | 3368 | 5364 | 5096 | 4841 | 5809 | 8133 |
| 同比 | (%) | 19.9% | 59.3% | -5.0% | -5.0% | 20.0% | 40.0% |
| 全球工业机器人装机量 | (万台套) | 38.4 | 51.7 | 56.9 | 54.0 | 59.4 | 71.3 |
| 同比 | (%) | 2.9% | 34.6% | 10.0% | -5.0% | 10.0% | 20.0% |
| 全球钕铁硼需求 | (吨) | 7680 | 10340 | 11374 | 10805 | 11886 | 14263 |
| 同比 | | 2.9% | 34.6% | -5.0% | -5.0% | 10.0% | 20.0% |
| 电梯 | | | | | | | |
| 国内电梯扶梯等产量 | (万台) | 128.2 | 154.5 | 145.4 | 138.13 | 138.1 | 145.0 |
| 同比 | | 9.3% | 20.5% | -5.9% | -5% | 0% | 5% |
| 国内电梯钕铁硼需求量 | (吨) | 6461 | 7972 | 7590 | 7293 | 7376 | 7832 |
| 全球电梯保有量 | (万台) | 1957 | 2096.05 | 2226.91 | 2351.2 | 2475.5 | 2606.1 |
| 全球电梯钕铁硼需求 | (吨) | 9790 | 12079 | 11500 | 11050 | 11176 | 11867 |
| 3C 电子 | | | | | | | |
| 国内智能手机出货量 | (亿部) | 3.0 | 3.4 | 2.6 | 2.8 | 3.0 | 3.1 |
| 国内平板电脑出货量 | (亿部) | 0.23 | 0.29 | 0.30 | 0.31 | 0.33 | 0.34 |
| 国内 3C 钕铁硼需求 | (吨) | 739 | 857 | 659 | 700 | 741 | 782 |
| 全球智能手机出货量 | (亿部) | 12.9 | 13.6 | 12.0 | 12.6 | 13.3 | 13.9 |
| 全球平板电脑出货量 | (亿部) | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 全球 PC 出货量 | (亿部) | 3.0 | 3.5 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 2.6 |
| 全球 3C 钕铁硼需求 | (吨) | 4401 | 4684 | 3979 | 4178 | 4387 | 4606 |

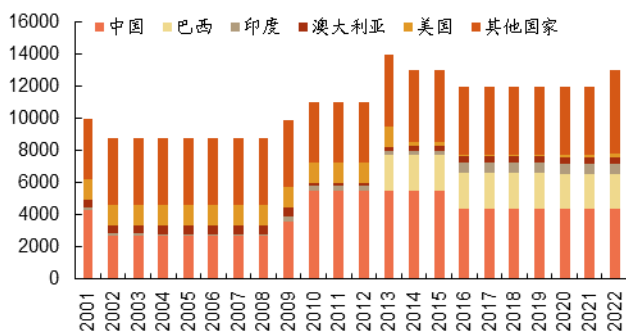
资料来源: iFinD, 盖世汽车研究院《新能源乘用车市场与产业趋势展望》, CWEA《2018 中国风电产业地图》, 立鼎产业研究网《直驱永磁技术全球市占率在扩张》、《我国变频空调渗透率持续提升》, 产业在线《中国家用空调能效升级影响全球》, 搜狐网引佐思汽研《汽车转向系统研究》, 前瞻产业研究院《2021 年全球电梯行业市场供需现状及竞争格局分析》、《2023 年全球电梯行业市场规模、竞争格局及发展趋势分析》, 华经产业研究院《2020 年中国钕铁硼市场下游应用前景展望分析》, 大地熊及中科三环招股说明书, 申港证券研究所

2.3 供给端：配给钳制缓 需求刺激强

2.3.1 我国稀土储产治世界领先

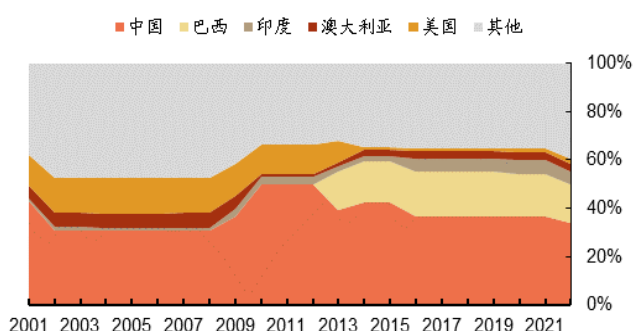
稀土是元素周期表中镧系元素镧(La)、铈(Ce)、镨(Pr)、钕(Nd)、钷(Pm)、钐(Sm)、铕(Eu)、钆(Gd)、铽(Tb)、镝(Dy)、钬(Ho)、铒(Er)、铥(Tm)、镱(Yb)、镱(Lu)，加上与其同族的钪(Sc)和钇(Y)，共 17 种元素的总称。按元素原子量及物理化学性质，分为轻、中、重稀土元素，前 5 种元素为轻稀土，其余为中重稀土。稀土因其独特的物理化学性质，广泛应用于新能源、新材料、节能环保、航空航天、电子信息等领域，是现代工业中不可或缺的重要元素。

图22：全球稀土储量



资料来源：iFinD，申港证券研究所

图23：全球稀土储量分布



资料来源：iFinD，申港证券研究所

依托丰沛储量与产能占领国际市场，冶炼分离技术与产量世界领先。

- ◆ 稀土矿采选领域早期主要由美国占主导地位。1980 年以来，严格管控提炼稀土，致使稀土产品的市场竞争者大幅减少；在该背景下，我国稀土产业开始蓬勃发展，稀土价格不断下降，我国稀土采选产业迅速占领国际市场。但此过程带来如资源流失、过度开采、环境破坏等诸多问题，国务院开始对我国稀土资源实施出口配额与出口管制等管控手段。2006 年起，我国为防止过度开采而开始实行稀土开采总量控制指标管理制度，国内稀土资源开发活动逐步得到规范，稀土产量有序平稳的增长。
- ◆ 根据中国稀土 23 年招股说明书显示，我国大型稀土集团在全球有占据绝对领先地位，海外仅如澳洲 Lynas 等少数公司具备稀土冶炼分离的产能。同时，我国在稀土冶炼分离领域成本优势显著，优势地位短期不会被改变。在先进技术的支持下中国冶炼分离产量也位列第一，占全世界总产量的 90%。

图24：全球稀土矿产量

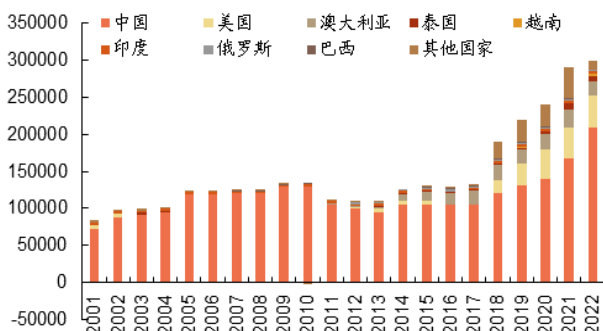
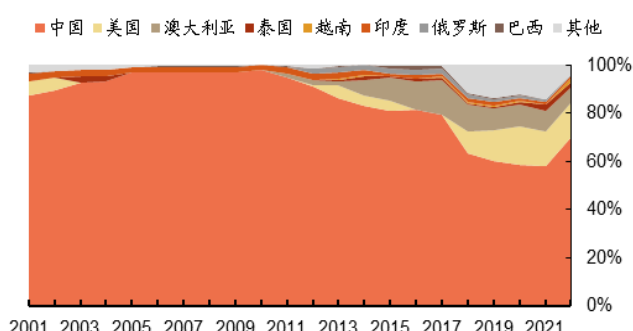


图25：全球稀土矿产量构成

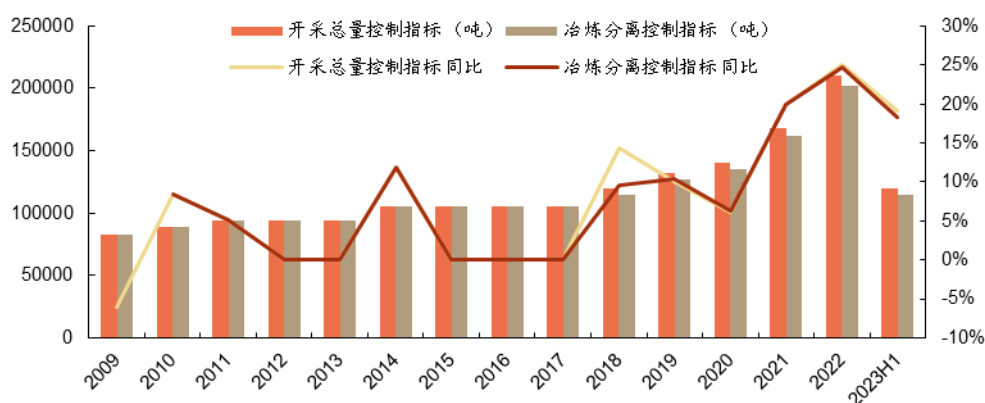


2.3.2 配额管理下 需求端影响渐强

自 1991 年起逐步构建稀土冶炼开采总量控制管理模式。

- ◆ 我国稀土矿产品和稀土冶炼分离产品总量控制指标最早的法律依据是 1986 年颁布的《中国矿产资源法》第十五条规定 (“设立矿山企业, 必须符合国家规定的资质条件, 并依照法律和国家有关规定, 由审批机关对其矿区范围、矿山设计或者开采方案、生产技术条件、安全措施和环境保护措施等进行审查; 审查合格的, 方予批准”), 这条规定是一条原则性的法律条款。
- ◆ 1991 年, 国务院发布《关于将钨锡铋离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》, 明确了离子型稀土矿为国家实行保护性开采的特定矿种, 规定实行矿产品的生产总量控制计划管理;
- ◆ 2005 年, 国务院发布《关于全面整顿和规范矿产资源开发秩序的通知》, 将保护性开采特定矿种从离子型稀土矿扩展为国内所有稀土矿, 从 2006 年起, 开始对全国稀土矿开采企业下达稀土开采总量控制指标;
- ◆ 2011 年 5 月, 国务院发布了《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》, 指出要完善稀土指令性生产计划管理;
- ◆ 2012 年 6 月, 工业和信息化部研究制定《稀土指令性生产计划管理暂行办法》, 明确了稀土指令性生产计划从稀土矿产品和稀土冶炼分离产品两方面进行管理, 对稀土矿产品和稀土冶炼分离产品向各省下达指令性生产计划。
- ◆ 2014 年起, 工业和信息化部在下达第一批稀土生产总量控制计划时, 将以前的“稀土生产指令性计划”改为“稀土生产总量控制计划”, 并沿用至今。

图26: 我国稀土开采总量与冶炼分离控制指标

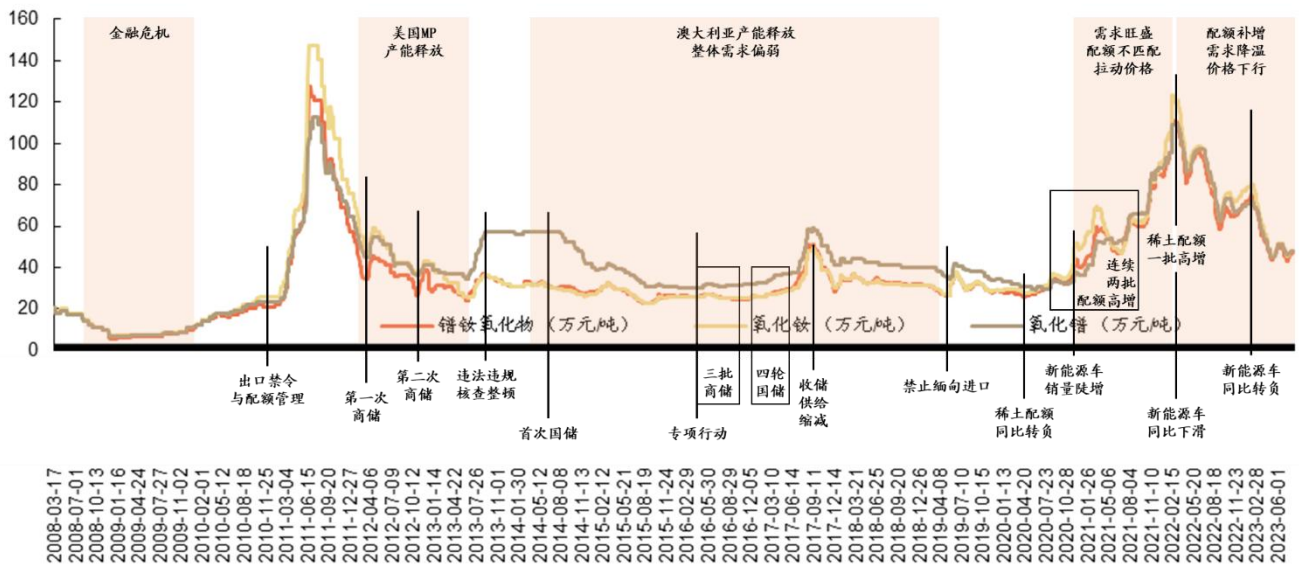


资料来源: iFinD, 申港证券研究所

收储政策与监管措施在建立初期主导市场供应。2011 年 5 月, 国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》, 首次提出了 “国家实施稀土战略储备” 的正式意见, 并明确表示, 要建立稀土战略储备体系, 实行国家储备与企业(商业)储备、实物储备与资源(地)储备相结合的两种战略储备方式。

我们认为，2020 年新能源汽车未进入高速发展轨道前，稀土金属的价格主要受海外稀土矿藏的开采冶炼与我国对稀土进出口与收储、采冶指标管理的政策之间的博弈的影响，由稀土供应端的变化而决定。在稀土储量渐丰（“稀土不稀”）、海外矿山逐步投产释放、我国逐步形成相对成熟的配额管理制度的背景下，随着 2020 年下半年新能源车产销高增，作为占全球主要开采冶炼分离产量的我国的配额管理对于供给端的影响与市场需求间的博弈，成为了决定稀土，尤其是用于永磁材料的镨钕价格的主要决定因素。

图27：2008 年至今镨钕氧化物价格走势分析

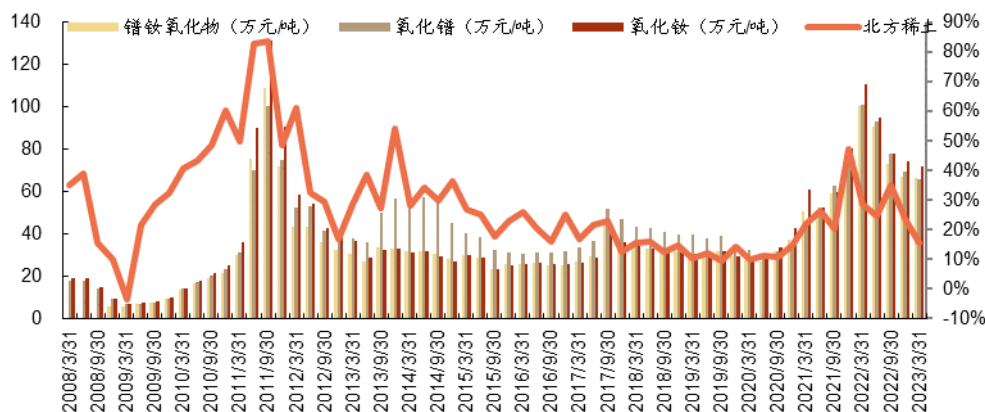


资料来源：iFinD，生意社，东方财富，政府官网，澎湃新闻，铜道网，申港证券研究所

2.4 加工端：由供给驱动转向需求驱动 共襄新能源车盛市

上游开采冶炼盈利水平趋于稳定，助力下游产业的稳定健康发展。随着国家对于稀土管控目标逐步明晰，稀土开采企业受金属价格波动影响逐步降低。在 2010-2015 年收储制度与生产指标管理制度建立初期，稀土价格受供给端收储影响变动较大，上游开采冶炼企业盈利水平随金属价格波动明显。随着管控的演进，2020 年至今，上游开采冶炼毛利率水平随金属价格波动幅度变小。相对稳定的原料供应有效缓解了下游加工企业的资金压力，有助下游磁材加工产业的稳定健康发展。

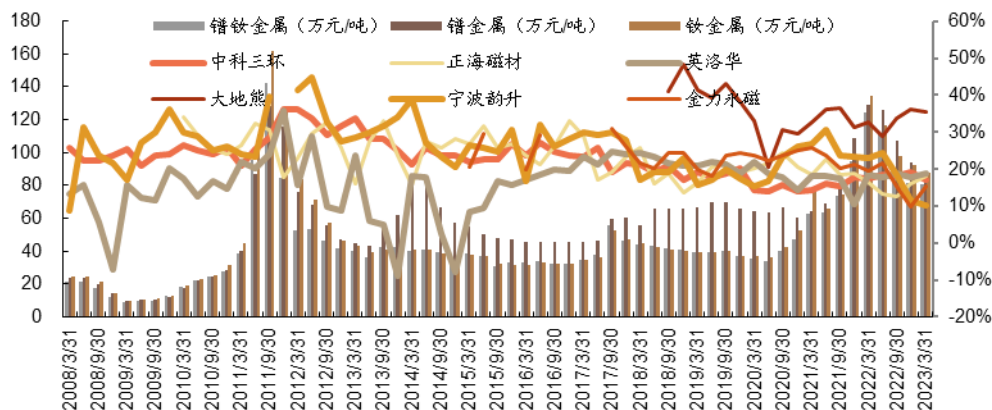
图28：2008Q1 至 2023Q1 北方稀土毛利率与镨钕氧化物价格水平



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

磁材加工企业在金属价格下行期盈利受到一定挤压, 整体看利润水平逐步趋稳。从主要磁材企业毛利率水平与原料金属价格水平的对比可见, 在稀土管控初期, 价格受管控收储影响较大, 且上游开采冶炼企业毛利率水平随价格波动明显, 导致下游加工企业毛利率水平随价格变化的波动亦较为明显, 在价格上涨剧烈时承担了较大的资金压力, 在价格下行期盈利受到一定挤压。但随着下游市场定价机制逐步成熟, 成本压力具有一定的传导机制, 并叠加我国对于上游开采冶炼企业管控思路的调节, 使得价格波动对于加工企业成本压力逐步减弱。

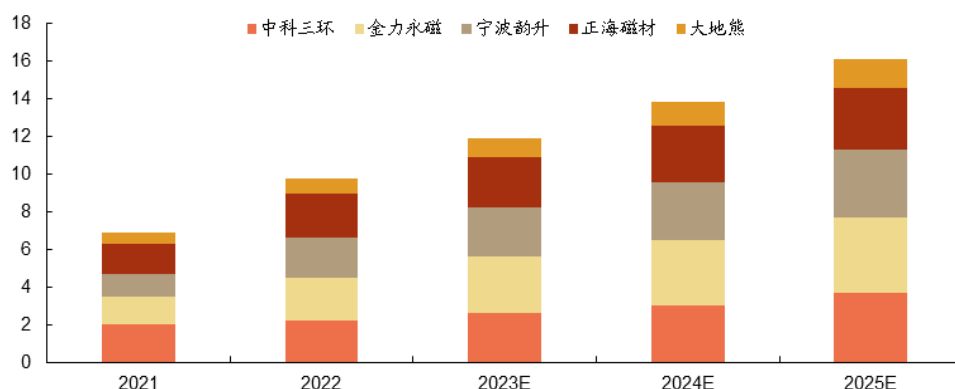
图29: 2008Q1 至 2023Q1 主要磁材加工企业毛利率与镨钕金属价格



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

目前, 我国稀土永磁材料行业集中度仍不高。2020 年, 我国烧结钕铁硼生产企业总计约 200 家, 以毛坯产量进行统计, 其中年产量在 3,000 吨以上的企业占 7.5%, 年产量 1,500 吨-3,000 吨的企业占 8.5%, 剩余 84% 左右的企业年产量尚不足 1,500 吨。2019 年, 我国烧结钕铁硼产量排名前 10 的企业合计仅实现全国总产量的 48%, 其余 160 余家企业合计产出占全国总产量的 52%。

图30: 主要磁材龙头企业扩产计划 (万吨/年)

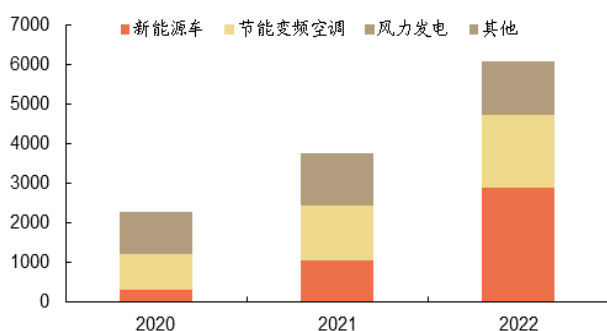


资料来源：各公司21-22年年报及各公司招股说明书，申港证券研究所

龙头企业大步扩产，集中度将提升。面对旺盛的高性能磁材需求，各龙头企业近年来纷纷加速扩产。根据各公司披露现有及在建产能情况，预计龙头企业21-25年产能将从6.9万吨/年提升至16.1万吨/年，CAGR超23.5%，集中度将进一步提升。

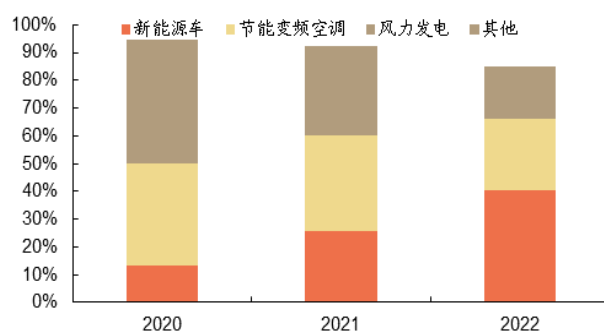
逐鹿电车盛市，新能源车用磁材占比高增。2020年至今，各磁材加工企业新能源车领域营收产销占比快速提升。公司及宁波韵升、正海磁材、大地熊等同业企业新能源车领域磁材销量均有快速增长。

图31：2020-2022年金力永磁磁材营收构成



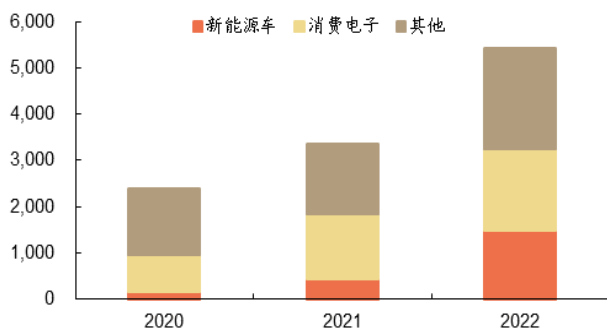
资料来源：iFinD，2020-2022年公司年报，申港证券研究所

图32：2020-2022年金力永磁磁材营收构成占比



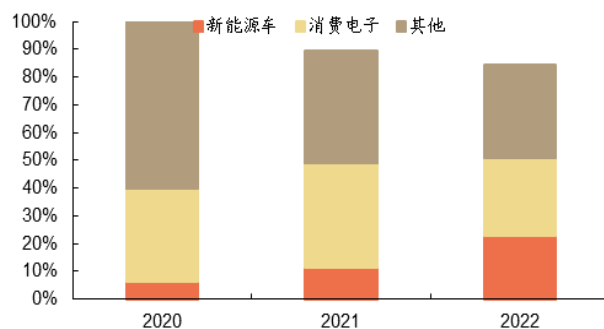
资料来源：iFinD，2020-2022年公司年报，申港证券研究所

图33：2020-2022年宁波韵升磁材营收构成



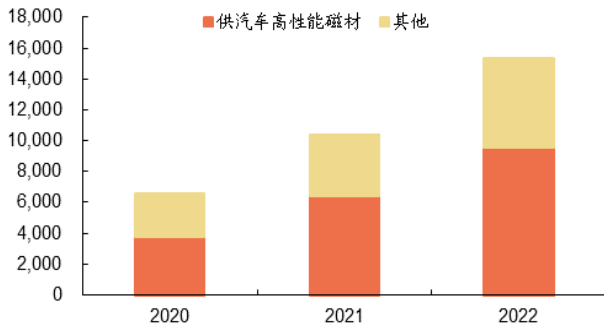
资料来源：iFinD，2020、2022年公司年报，申港证券研究所

图34：2020-2022年宁波韵升磁材营收构成占比



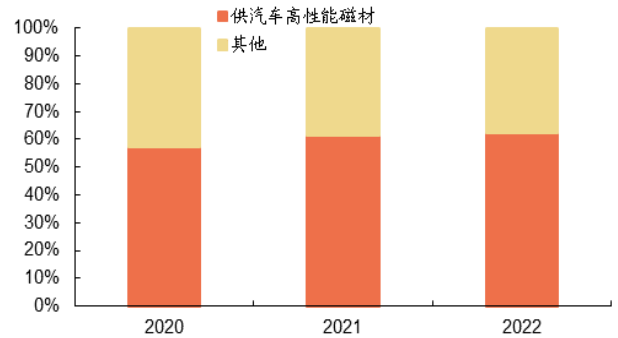
资料来源：iFinD，2020、2022年公司年报，申港证券研究所

图35：2020-2022 年正海磁材磁材营收构成



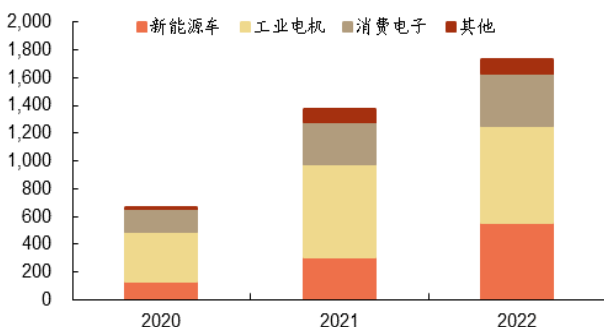
资料来源：iFinD，2020-2022 年公司年报，申港证券研究所

图36：2020-2022 年正海磁材磁材营收构成占比



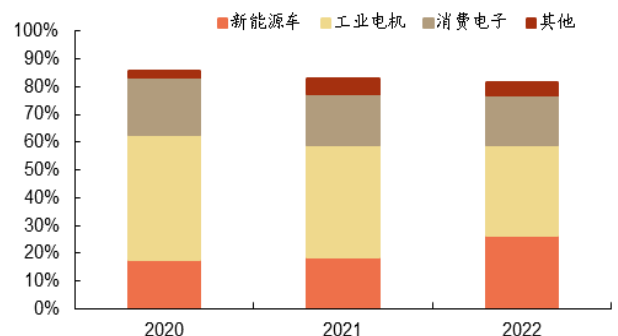
资料来源：iFinD，2020-2022 年公司年报，申港证券研究所

图37：2020-2022 年大地熊磁材营收构成



资料来源：iFinD，申港证券研究所

图38：2020-2022 年大地熊磁材营收构成占比



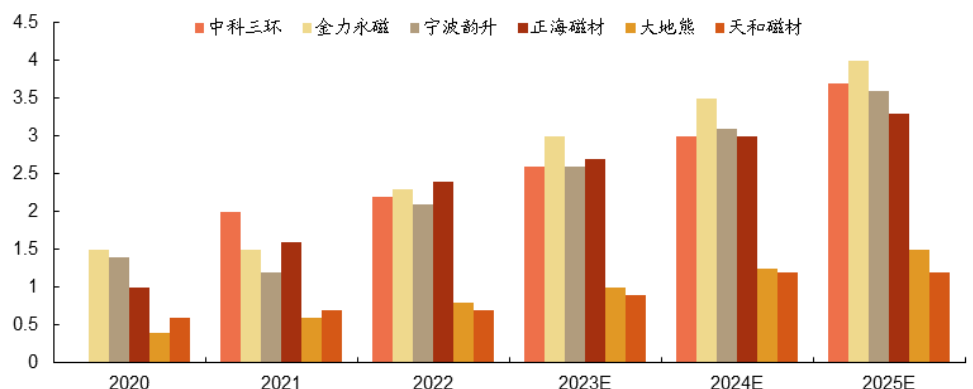
资料来源：iFinD，申港证券研究所

3. 金力永磁：规模行业领跑 构筑技术成本优势

3.1 扩产助行业领跑 下游向高值切换

3.1.1 龙头大步扩产 规模行业领先

图39：钕铁硼龙头上市企业毛坯产能扩张情况



资料来源：各公司 20-22 年年报及各公司招股说明书，申港证券研究所

25 年磁材产能目标 4 万吨/年，同时布局磁材回收。2022 年 6 月，公司包头生产基地一期“高性能稀土永磁材料基地项目”达产，公司总产能提升至 23000 吨/年。

目前在建项目包括在宁波投建的年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目、包头高性能稀土永磁材料二期项目，同时还规划了赣州建设年产 2000 吨高效节能电机用磁材基地项目，以及墨西哥 5000 吨废旧磁钢综合利用及配套年产 3000 吨高端磁材项目。在建拟建产能合计达 20000 吨/年，随着在建规划产能的逐步落地，公司将能够达成 25 年 4 万吨产能目标，根据同业目前披露的产能规划估算，公司产能规模有望持续维持在行业领先地位。

表3：公司在建规划产能项目

| 项目名称 | 进展情况 | 磁材产能（吨/年） |
|--------------------------|------------------|-----------|
| 宁波 3000t 高端磁材及 1 亿台套组件项目 | 22 年开工，预计 23 年投产 | 3000 |
| 包头高性能稀土永磁材料基地（二期）项目 | 22 年开工 | 12000 |
| 赣州高效节能电机用磁材基地 | 规划投建 | 2000 |
| 墨西哥废旧磁钢综合利用项目 | 规划投建 | 3000 |

资料来源：22 年年报，申港证券研究所

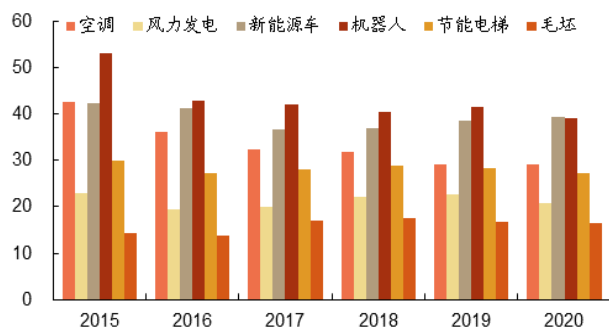
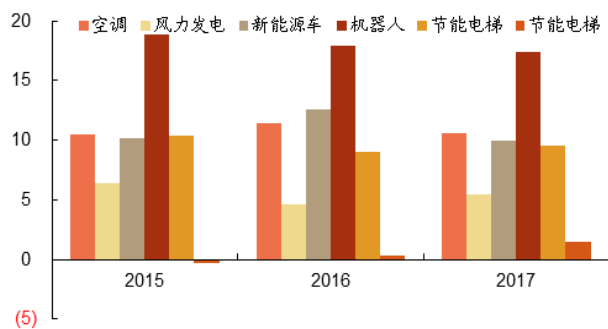
3.1.2 下游领域各具特点 扩产关注重点行业

表4：主要磁材下游领域历史价格区间

| 产品应用领域 | 历史价格区间（万元/吨） |
|---------------------|--------------|
| 高性能钕铁硼永磁材料成品 | |
| 新能源汽车及汽车零部件 | 32~45 |
| 风力发电磁材 | 18~26 |
| 节能变频空调 | 26~35 |
| 节能电梯 | 24~35 |
| 机器人及智能制造 | 35~50 |
| 3C | 45~70 |
| 钕铁硼永磁材料毛坯 | |
| | 15~26 |

资料来源：21 年 H 股招股说明书，申港证券研究所

不同下游应用领域价格及盈利水平不同。根据公司历次招股说明书披露，公司下游各领域磁材历史价格区间各不相同，3C、新能源、机器人单吨价格相对较高，节能空调与电梯相对较低，风力发电磁材价格区间最低，与毛坯价格水平接近。而从各领域单吨毛利水平来看，除机器人及智能制造领域高于平均水平外，空调、新能源车、节能电梯单吨利润水平相对接近，风力发电由于产品尺寸规格相比其他行业有一定差异，利润水平相对略低。

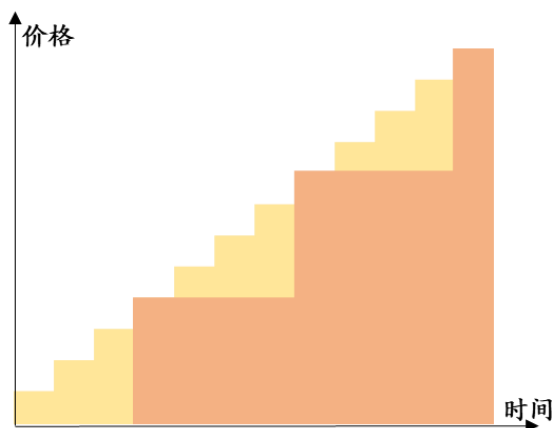
图40：15-20 年公司下游各领域磁材单吨价格水平

图41：15-17 年公司下游各领域磁材单吨毛利水平


资料来源: 18、21 年招股说明书, 申港证券研究所

资料来源: 18 年招股说明书, 申港证券研究所

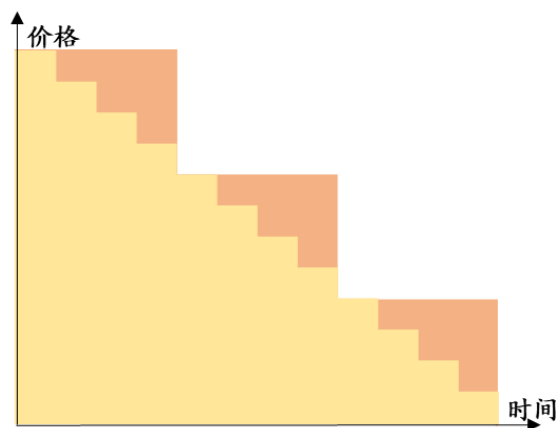
下游各领域调价时间间隔各不相同。磁材下游应用领域调价时间间隔各不相同, 根据公司 21 年 H 股招股说明书, 新能源及汽车零部件多为每季度调整一次, 风电领域由 21 年前每年调整一次调整为每半年调整一次, 节能变频空调每月调整一次, 其他领域则视具体情况每年、半年、每季度调价一次。此外, 亦有一部分的订单是无价格调整机制的。间隔较短的调价机制在原料价格上行区间有利于加工企业的盈利, 而在下行期则会增加高价库存的成本压力。

图42: 原料价格上行期不同调价频率下的价格水平示意



资料来源: 21 年 H 股招股说明书, 申港证券研究所

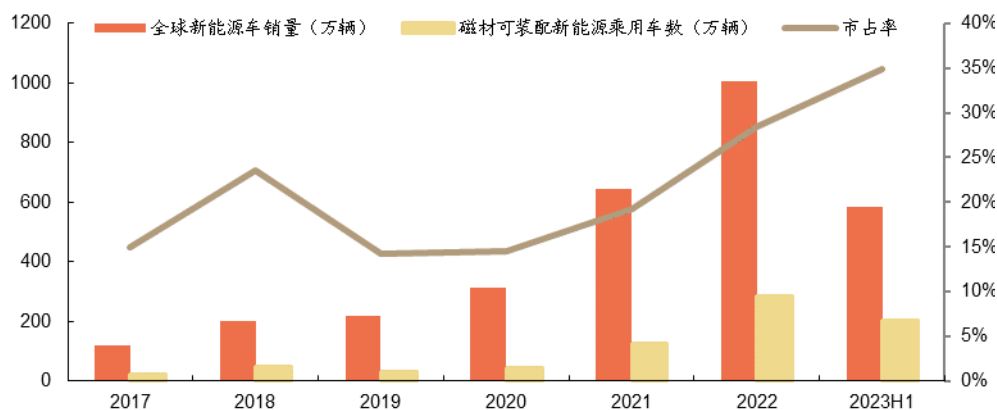
图43: 原料价格下行期不同调价频率下价格水平示意



资料来源: 21 年 H 股招股说明书, 申港证券研究所

聚焦新能源车领域, 市占率高速增涨。在下游应用领域中, 新能源车领域需求是未来磁材需求边际扩增的主要驱动, 公司自 2020 年起, 新能源车领域磁材销量随全球新能源车销量的增长而持续高增, 销售的磁材可装配的乘用车数由 19 年的 31 万辆提升至 22 年的 286 万辆。市占率由 19 年的 14% 提升至 23H1 的 35%。

图44: 17-23H1 公司新能源车及车用零部件领域市占率估算



资料来源: IFA, 20-22 年年报, 23 年半年报, 18 年招股说明书, 21 年 H 股招股说明书, 申港证券研究所, 18-19 年市占率根据 20 年数据估算得出

布局节能电机领域及磁材回收, 拥抱双碳节能机遇。在双碳背景下, 节能电机渗透率的提升有望为国内磁材需求产生有力推动。同时, 国内如长城、东风、上汽、广汽、比亚迪、长安、一汽、北汽、吉利等多个大型车企亦提出了碳达峰碳中和目标,

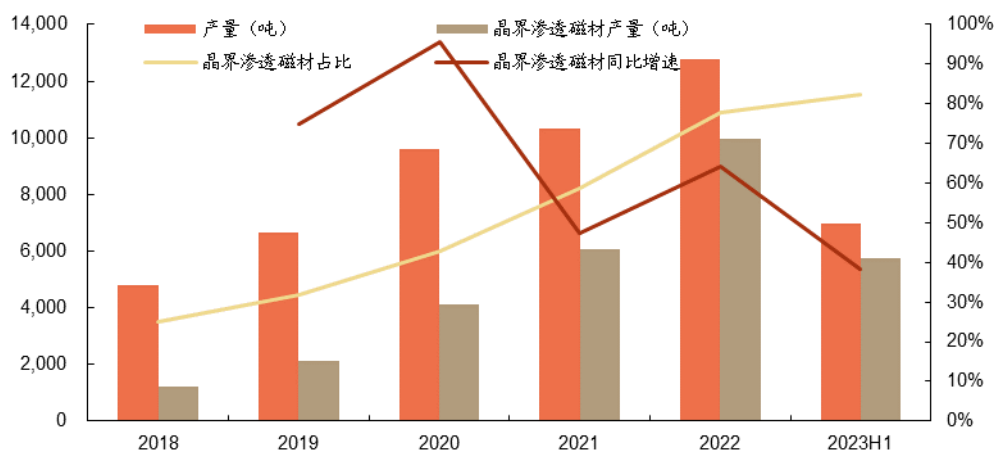
使得回收磁材的碳减排优势逐步显现。在公司规划产能项目中，计划在赣州投建 2000 吨/年高效节能电机用磁材基地，同时在墨西哥规划 5000 吨/年度旧磁材回收项目，有望在碳中和背景下占得先机。

3.2 技术支持高端市场开拓 巩固成本优势

3.2.1 晶界渗透行业领先 助力稳控成本

晶界渗透技术可有效削减原料成本。根据公司 22 年年报中援引弗若斯特沙利文资料显示，晶界渗透技术一般可以减少 50%-70% 的中重稀土用量，根据同业原料采购情况估算，镨铁、钕等采购金额占比一般在原料采购总额的 10%-15% 左右，若减少 50%-70% 的中重稀土用量，则有望削减 5%-7% 左右的原料成本。

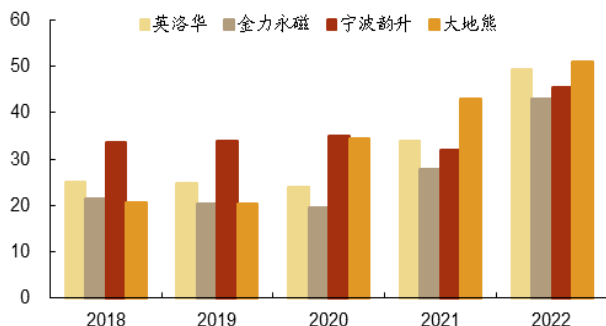
图45：公司晶界渗透磁材产量占比



资料来源：21、22 年公司年报，21 年 H 股招股说明书，申港证券研究所

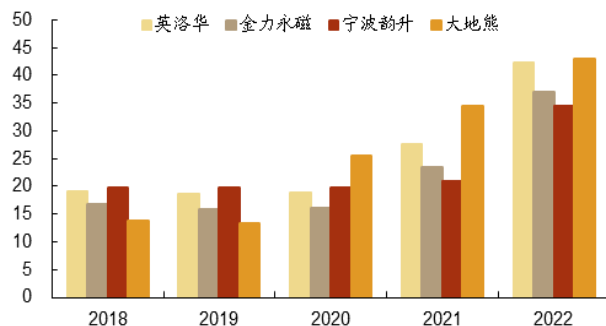
公司晶界渗透技术应用行业领先，巩固成本优势。公司晶界渗透技术生产的高性能稀土材料产量自 2018 年的 1200 吨提升至 2022 年的 9965 吨，CAGR 高达 69.8%，23H1 产量达 5755 吨。根据公司 21 年 H 股招股说明书及弗若斯特沙利文资料，公司晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料在 20 年稀土永磁市场中排名世界第一，市占率达 21.3%。公司采用晶界渗透技术生产的磁材占总产量的比例由 18 年的 25% 提升至 23H1 的 82.4%，有效控制了公司的原料成本，公司磁材单吨成本及单吨直接材料成本在同业中处于较低水平。

图46：18-22 年公司及同业企业单吨成本



资料来源：iFinD，各公司 18-22 年年报，申港证券研究所

图47：18-22 年公司及同业企业单吨直接材料成本



资料来源：iFinD，各公司 18-22 年年报，申港证券研究所

3.2.2 超高牌号占比提升 占领高端市场份额

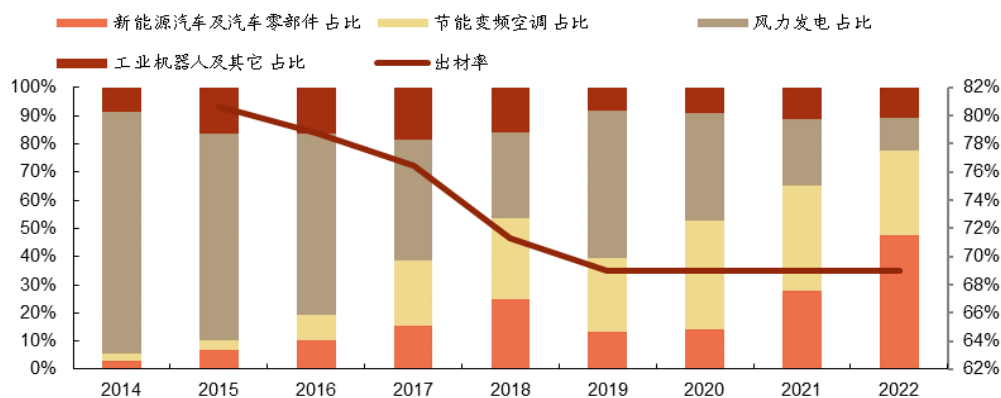
超高牌号产品产量高增。根据行业惯例，内禀矫顽力 (H_{cj} , kOe) 和最大磁能积 ($(BH)_{max}$, MGOe) 之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料，属于高性能钕铁硼永磁材料。根据公司年报显示，使用晶界渗透技术生产的内禀矫顽力和最大磁能积之和大于 75 的磁材，归类为超高牌号产品范畴。公司在新能源车及节能变频空调等领域采用晶界渗透技术开发高牌号产品，占领高端市场份额。21、22 年超高牌号产品产量分别达到了 3437 吨和 6124 吨，一年内产量高增 78.2%，在公司磁材总产量中的占比由 33.3% 提升至 47.9%。

4. 盈利预测

4.1 关键假设

4.1.1 产销量预测

图48：2014-2022 年公司下游应用领域营收占比及毛坯出材率变化



资料来源：20-22 年公司年报，18 年招股说明书，19 年可转债说明书，申港证券研究所

公司磁材产销量预测：根据公司在建规划扩产项目的情况，我们预计公司能够顺利达成 25 年产能 4 万吨/年的战略目标，公司自 15 年至今，产品结构由风电为主逐步转向新能源、变频空调为主，而出材率亦随着下游领域的切换逐步由 81% 逐步回落至 72% 左右。假设未来公司出材率保持在 69% 且产销基本平衡，则我们估算公司 23 年至 25 年产销量为 1.77 万吨、2.45 万吨、2.85 万吨。

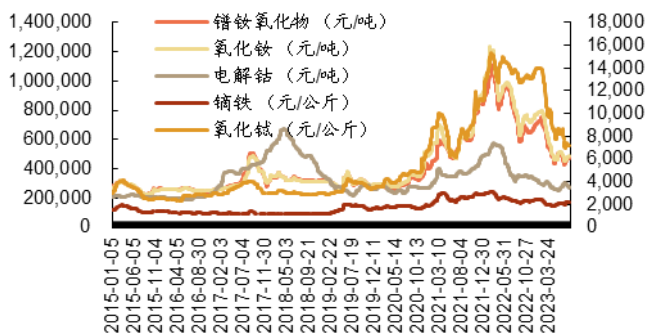
4.1.2 价格与成本预测

指标需求错配期结束，价格企稳。由前文可见，钕铁硼磁钢产品价格随主要稀土原料价格变动而调整，但不同类型产品的调价机制与周期各不相同，从下图可见，一般具有一定的滞后性。目前，20-22 年间由于新能源需求激增导致的配额需求错配期已接近尾声，23 年上半年配额同比仍维持 19% 增量的基础上，原料产品价格均已恢复至往年正常水平。随着下半年政策上对于下游传统汽车、新能源车、家电等消费的刺激力度加大，预计在指标开采制度维持供需稳定、支持下游产业健康发展的管控思路下，未来稀土供给会处于紧平衡状态，随着需求逐步攀升，价格会呈现震荡小幅上移的趋势。

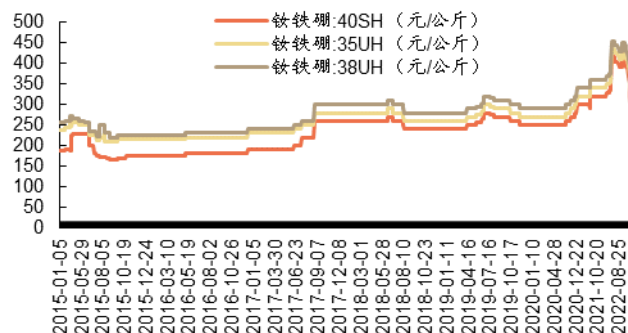
图49：17 年至今公司主要原料价格

敬请参阅最后一页免责声明

图50：17 年至今主要钕铁硼产品价格



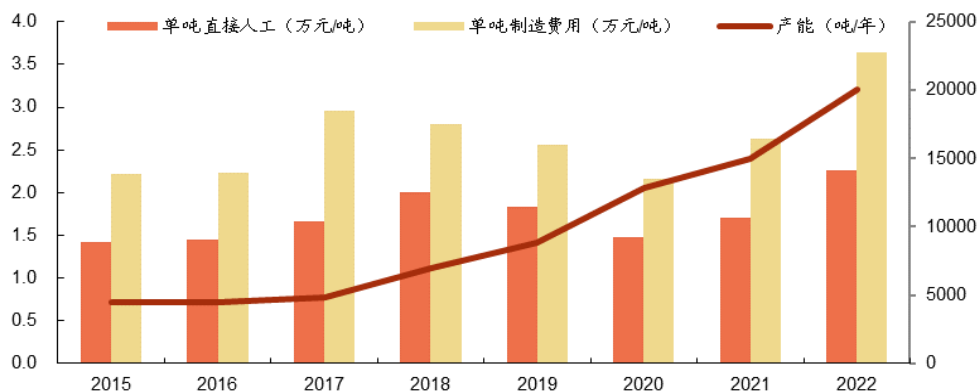
资料来源: iFinD, 申港证券研究所



资料来源: iFinD, 申港证券研究所

磁材直接材料成本: 主要包括镨钕、纯铁、钴以及如钕、镓铁等其他稀土材料。根据同业数据分析, 镨钕材料采购量占比一般在 25%-30%左右, 而在总采购成本中的占比, 即使在镨钕价格快速变化的年份, 亦能基本维持在 55%-60%左右。我们假设镨钕原料用量占比为 25%, 在总成本中的占比为 60%, 以镨钕价格为基础估算单吨直接材料成本。

图51: 公司单吨人工与制造费用随产能扩张的变化趋势



资料来源: 公司 18 年招股说明书, 19-22 年年报, 申港证券研究所

人工与制造成本: 公司产能大规模扩张期间, 对人员设备预先的储备、以及产能试车投产磨合期间, 人工成本制造成本一般会提升, 而新增产能爬坡投产后, 随着运营的优化提升, 单吨直接人工与制造费用会逐步下行。公司 17-20 年间的扩产历程中, 单吨人工成本与制造费用就发生了先升后降的波动; 公司 21-22 年 8000 吨/年包头产能爬坡过程中, 能够看到明显的单吨直接人工与制造费用的爬升。此外, 公司下游产品结构由风电领域逐步切换至新能源、3C 领域, 亦会导致人工加工费水平中枢抬升。

4.2 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 74.3、101、122 亿元, 对应的增速分别为 3.7%、36.1%、20.7%。其中磁材业务营收 69.2 亿元、93.2 亿元、112.7 亿元, 同比增速为 13.8%、34.6%、20.9%。具体情况如下:

表5: 公司营业收入预测

| | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 合计 | 营业收入 (百万元) | 4080.1 | 7165.2 | 7431.7 | 10114.3 | 12209.9 |
| | YOY | 68.8% | 75.6% | 3.7% | 36.1% | 20.7% |
| | 营业成本 (百万元) | 3165.1 | 6006.2 | 6128.5 | 8189.6 | 9806.2 |
| | 毛利率 | 22.4% | 16.2% | 17.5% | 19.0% | 19.7% |
| 磁材 | 主营业务收入 (百万元) | 3766.8 | 6082.8 | 6923.6 | 9319.0 | 11271.1 |
| | YOY | 64.6% | 61.5% | 13.8% | 34.6% | 20.9% |
| | 主营业务成本 (百万元) | 2963.6 | 5164.5 | 5686.9 | 7548.0 | 9064.6 |
| | 毛利率 | 21.3% | 15.1% | 17.9% | 19.0% | 19.6% |

资料来源: iFinD, 申港证券研究所, 部分数据为申港证券研究所测算

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.05 亿元、10.35 亿元、12.4 亿元, EPS 分别为 0.53、0.77、0.92, 对应 PE 分别为 30.9、21、17.6。由于 23 年上半年至今稀土磁材金属价格及稀土磁材产品价格相继发生大幅下跌, 故我们预估 23 年公司营收受产品价格大幅下跌影响, 在产销规模扩大后和 22 年营收水平相近; 同时在原料产品下行区间, 公司盈利空间将受高价原料存货的挤压, 故在产销规模上升后, 估算得出净利水平亦与 22 年水平相近。

表6: 公司盈利预测

| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 4,080 | 7,165 | 7,432 | 10,114 | 12,210 |
| 增长率 (%) | 68.8% | 75.6% | 3.7% | 36.1% | 20.7% |
| 归母净利润 (百万元) | 453 | 703 | 705 | 1,035 | 1,238 |
| 增长率 (%) | 85.3% | 55.1% | 0.3% | 46.8% | 19.6% |
| 净资产收益率 (%) | 15.28% | 10.36% | 9.42% | 12.2% | 12.79% |
| 每股收益(元) | 0.65 | 0.84 | 0.53 | 0.77 | 0.92 |
| PE | 24.95 | 19.31 | 30.89 | 21.04 | 17.59 |
| PB | 3.89 | 2.00 | 2.91 | 2.56 | 2.25 |

资料来源: iFinD, Wind, 申港证券研究所预测

4.3 估值

尽管目前磁材金属价格水平因处于指标需求错配的尾声阶段而处于下行期, 但近期价格水平已接近近年低位, 我们看好在下行期产能扩张后, 公司在指标需求错配末期, 原料产品价格因需求恢复企稳后, 公司释放出的盈利弹性, 因此我们的关注的重点窗口期为 2024 年, 故估值的重点亦应是针对 2024 年。

公司主营业务为高性能钕铁硼磁钢加工, 自公司创始以来便一直为公司绝对主业, 且未来公司重点扩展的方向亦集中在高性能钕铁硼磁钢领域, 故我们选择稀土永磁材料加工企业作为可比公司, 主要包括中科三环、正海磁材、宁波韵升、大地熊、英洛华。

表7: 可比公司 PE 估值

| 股票代码 | 公司简称 | 市值(亿元) | PE | | | | 归母净利润 (亿元) | | | |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000970.SZ | 中科三环 | 127.4 | 19.56 | 14.86 | 12.46 | 10.39 | 8.48 | 8.57 | 10.22 | 12.26 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|
| 300224.SZ | 正海磁材 | 91.9 | 25.43 | 15.84 | 11.37 | 9.62 | 4.04 | 5.80 | 8.08 | 9.55 |
| 600366.SH | 宁波韵升 | 79.7 | 32.99 | 9.92 | 7.71 | 9.26 | 3.56 | 8.03 | 10.32 | 8.60 |
| 688077.SH | 大地熊 | 26.3 | 26.77 | 13.09 | 10.14 | 7.51 | 1.50 | 2.01 | 2.60 | 3.51 |
| 000795.SZ | 英洛华 | 69.8 | 28.46 | 24.67 | 21.16 | 17.91 | 2.59 | 2.83 | 3.3 | 3.9 |
| 可比公司平均 PE | | | 26.6 | 15.7 | 12.6 | 10.9 | | | | |

资料来源: iFinD, 申港证券研究所 (注: 数据日期为 2023 年 8 月 25 日, 23-25 年 PE 与归母净利润为一致预期值)

由表中可见, 根据可比公司 23 年同花顺的一致预期, 23 年可比公司平均 PE 为 15.7。但我们同时注意到, 大部分公司采用的一致预期数据均来源于 2023 年 4 月前, 其时镨钕金属价格仅在此次下行区间的前段。近 3 个月间原料与产品价格的低位盘桓, 必然使得磁材企业全年盈利水平受到一定冲击。根据宁波韵升半年业绩预告显示, 公司已出现净利亏损情况, 显然快速变化的价格已使得 4 个月前的一致预期与 PE 的参考性有所下降。

表 8: 绝对估值计算假设条件

| 假设 | 数值 |
|----------|-----------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 第二阶段增长率 | 6.00% |
| 长期增长率 | 3.00% |
| 无风险利率 Rf | 2.50% |
| β | 1.1 |
| Rm | 9.11% |
| Ke | 9.77% |
| 税率 | 8.10% |
| Kd | 6.00% |
| Ve | 20,667.89 |
| Vd | 2,165.76 |
| WACC | 9.41% |

资料来源: iFinD, Wind, 申港证券研究所

故此我们参考了公司绝对估值的结果, 计算得出公司每股价值为 19.28 元, 计算参数如上表所示。按照公司 2024 年 EPS 计算, PE 为 25。

5. 风险提示

国家对于稀土尤其是轻稀土领域开采冶炼管控政策发生显著变化。从历年收储、进出口管控、开采冶炼指标分配的情况来看, 我们判断国家对于稀土价格管理的思路从战略资源管控逐渐走向控价稳量保证下游企业健康发展。若由于宏观形势变化导致国家对于稀土, 尤其是轻稀土的价格管控思路相较于我们的判断发生了较大变化, 则可能会造成稀土价格再次出现骤涨或骤跌。

永磁材料下游应用需求发生超预期波动。目前我国稀土材料价格水平处于受上游开采冶炼指标与下游应用需求间的博弈的阶段。开采冶炼指标每年发布两批, 若在指标发布的间隙下游需求发生了超预期变化, 则会导致供给需求错配而使稀土价格出现大幅波动, 进而导致稀土永磁材料的原料产品价格发生变化。

永磁材料技术发展出现突破，或永磁材料技术发展路线出现较大幅度变动。第二代镨钕永磁材料自上世纪 80 年代被发现以来，其制造加工技术一直在不断发展，包括上文提及的晶界渗透，以及零中重稀土永磁材料等技术不断涌现。若磁材领域技术发展出现突破，使得原料配方发生较大变化，冲击下游需求，则会影响磁材企业的经营与盈利情况。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要针对公司磁材业务进行分析，对其应收与利润的预测主要基于对公司磁材产销量与单价成本情况的预测。其中，对于单价与成本情况的预期则是基于稀土价格与单吨价格及成本之间的关系，计算得出单吨价格与成本情况。若实际情况因公司产能释放或稀土价格走势不及假设预期，将导致盈利预测与实际净经营结果出现偏差。对于 2023 年业绩：

- ◆ 若公司整体产能释放不及预期，导致磁材产销量下降 5%，则公司归母净利润将减少约 2440 万元，下降 3.9%。
- ◆ 若公司单吨成本因原料或其他因素压力提升 5000 元/吨，则归母净利润将减少约 9180 万元，下降 14.7%。

表9：公司盈利预测表

| 利润表 | | | 单位:百万元 | | | 资产负债表 | | | 单位:百万元 | | |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 4080 | 7165 | 7432 | 10114 | 12210 | 流动资产合计 | 4565 | 9127 | 9325 | 12672 | 15174 |
| 营业成本 | 3165 | 6006 | 6128 | 8190 | 9806 | 货币资金 | 1500 | 4130 | 4284 | 5830 | 7038 |
| 营业税金及附加 | 15 | 25 | 26 | 35 | 42 | 应收账款 | 1231 | 2192 | 2267 | 3078 | 3725 |
| 营业费用 | 25 | 36 | 37 | 51 | 62 | 其他应收款 | 3 | 6 | 6 | 9 | 11 |
| 管理费用 | 145 | 148 | 153 | 209 | 252 | 预付款项 | 35 | 37 | 37 | 50 | 60 |
| 研发费用 | 160 | 337 | 260 | 354 | 427 | 存货 | 1324 | 1931 | 1970 | 2633 | 3153 |
| 财务费用 | 81 | -154 | 89 | 193 | 322 | 其他流动资产 | 66 | 37 | 68 | 103 | 100 |
| 资产减值损失 | -7 | -10 | -8 | -8 | -9 | 非流动资产合计 | 1486 | 2093 | 2372 | 2619 | 2831 |
| 公允价值变动收益 | 5 | -10 | -2 | -3 | -5 | 长期股权投资 | 3 | 5 | 6 | 5 | 6 |
| 投资净收益 | 15 | -11 | 3 | 2 | -2 | 固定资产 | 684 | 1312 | 1701 | 1966 | 2121 |
| 营业利润 | 513 | 769 | 771 | 1130 | 1351 | 无形资产 | 197 | 218 | 262 | 306 | 329 |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 其他非流动资产 | 209 | 133 | 74 | 101 | 122 |
| 利润总额 | 512 | 767 | 769 | 1128 | 1348 | 资产总计 | 6051 | 11220 | 11697 | 15291 | 18005 |
| 所得税 | 58 | 62 | 62 | 91 | 109 | 流动负债合计 | 2568 | 4111 | 3912 | 6499 | 8022 |
| 净利润 | 454 | 705 | 706 | 1037 | 1239 | 短期借款 | 1128 | 945 | 1661 | 4006 | 5460 |
| 少数股东损益 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 应付账款 | 626 | 429 | 432 | 578 | 692 |
| 归属母公司净利润 | 453 | 703 | 705 | 1035 | 1238 | 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 660 | 707 | 975 | 1465 | 1824 | 一年内到期的非流动负债 | 226 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| EPS（元） | 0.65 | 0.84 | 0.53 | 0.77 | 0.92 | 非流动负债合计 | 516 | 321 | 295 | 295 | 295 |
| 主要财务比率 | | | | | | 长期借款 | 412 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| | | | | | | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 负债合计 | 3084 | 4433 | 4207 | 6794 | 8317 |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | 1 | 3 | 4 | 6 | 7 |
| 营业收入增长 | 68.8% | 75.6% | 3.7% | 36.1% | 20.7% | 实收资本（或股本） | 711 | 838 | 1343 | 1343 | 1343 |
| 营业利润增长 | 82.1% | 50.0% | 0.2% | 46.6% | 19.5% | 资本公积 | 1292 | 4475 | 3970 | 3970 | 3970 |
| 归属于母公司净利润增长 | 85.3% | 55.1% | 0.3% | 46.8% | 19.6% | 未分配利润 | 852 | 1282 | 1908 | 2819 | 3897 |
| 获利能力 | | | | | | 归属母公司股东权益合计 | 2965 | 6785 | 7486 | 8491 | 9681 |
| 毛利率(%) | 22.4% | 16.2% | 17.5% | 19.0% | 19.7% | 负债和所有者权益 | 6051 | 11220 | 11697 | 15291 | 18005 |
| 净利率(%) | 11.1% | 9.8% | 9.5% | 10.2% | 10.1% | 现金流量表 | | | | | |
| 总资产净利润(%) | 7.5% | 6.3% | 6.0% | 6.8% | 6.9% | | | | | | |
| ROE(%) | 15.3% | 10.4% | 9.4% | 12.2% | 12.8% | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | 102 | 310 | -76 | -193 | 487 |
| 资产负债率(%) | 51% | 40% | 36% | 44% | 46% | 净利润 | 454 | 705 | 706 | 1037 | 1239 |
| 流动比率 | 1.78 | 2.22 | 2.38 | 1.95 | 1.89 | 折旧摊销 | 66 | 92 | 116 | 142 | 151 |
| 速动比率 | 1.26 | 1.75 | 1.88 | 1.54 | 1.50 | 财务费用 | 81 | -154 | 89 | 193 | 322 |
| 营运能力 | | | | | | 应付帐款减少 | -488 | -961 | -75 | -810 | -648 |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.83 | 0.65 | 0.75 | 0.73 | 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款周转率 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 | 投资活动现金流 | -653 | -754 | -393 | -382 | -363 |
| 应付账款周转率 | 8.25 | 13.58 | 17.25 | 20.03 | 19.24 | 公允价值变动收益 | 5 | -10 | -2 | -3 | -5 |
| 每股指标（元） | | | | | | 长期股权投资减少 | 7 | -2 | -1 | 1 | -1 |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.65 | 0.84 | 0.53 | 0.77 | 0.92 | 投资收益 | 15 | -11 | 3 | 2 | -2 |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.94 | 2.38 | 0.11 | 1.15 | 0.90 | 筹资活动现金流 | 1218 | 2436 | 623 | 2122 | 1084 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.17 | 8.10 | 5.58 | 6.32 | 7.21 | 应付债券增加 | -344 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款增加 | 144 | -212 | 0 | 0 | 0 |
| P/E | 24.95 | 19.31 | 30.89 | 21.04 | 17.59 | 普通股增加 | 295 | 127 | 505 | 0 | 0 |
| P/B | 3.89 | 2.00 | 2.91 | 2.56 | 2.25 | 资本公积增加 | 820 | 3183 | -505 | 0 | 0 |
| EV/EBITDA | 17.89 | 15.44 | 19.02 | 13.97 | 11.35 | 现金净增加额 | 667 | 1992 | 154 | 1546 | 1208 |

资料来源：招股说明书，Wind，iFinD，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|-----------|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |