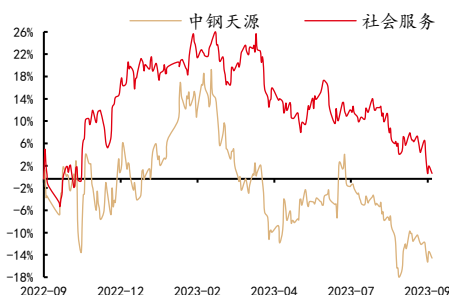


## 股票投资评级

买入 | 维持

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	8.75
总股本/流通股本(亿股)	7.59 / 7.46
总市值/流通市值(亿元)	66 / 65
52周内最高/最低价	12.50 / 8.40
资产负债率(%)	32.9%
市盈率	16.83
第一大股东	中钢资本控股有限公司

## 研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 张亚桐  
SAC 登记编号: S1340122080030  
Email: zhangyaton@cnpsec.com

## 中钢天源(002057)

### Q2 业绩有所改善，锰基材料龙头企业

#### ● Q2 业绩符合预期，稳中有进

公司营业收入稳中有进。2022 年及 2023 年上半年，公司分别实现营收 27.62 亿元和 14.09 亿元，分别同比增长 5.70% 和下降 1.69%；归母净利润分别为 3.9 亿元和 1.7 亿元，分别同比增长 80.75% 和下降 13.93%；扣非归母净利润分别为 3.37 亿元和 1.38 亿元，分别同比增长 94.58% 和下降 15.68%。

2023Q2，公司实现营业收入 8.02 亿元，同比增长 8.65%，环比增长 32.30%；归母净利润 1.14 亿元，同比下降 16.36%，环比增长 103.18%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比下降 20.88%，环比增长 112.48%。

#### ● 四锰龙头，受益磷酸锰铁锂和钠电爆发

公司四氧化三锰产量全球第一。其中，电子级四氧化三锰的国内产品市占率稳居国内前列，进口替代率逐年提升，目前已超 50%。公司拥有四氧化三锰产能 6.5 万吨（电池级 1.5 万吨，电子级 5 万吨），公司计划继续扩产电子级锰材料 1 万吨，预计三季度投产。其中电池级产品将受益磷酸锰铁锂和钠电池正极材料需求的爆发。

#### ● 磁材产品矩阵丰富，受益于下游需求旺盛

受益于下游如光伏、新能源、5G 应用等领域迅猛发展，拉动了软磁、永磁、金属软磁粉芯等产品的需求不断攀升，产能有望伴随需求释放。

截至目前，公司磁性材料新增产能：通过改扩建四季度金属磁芯、粉料产能可分别达到 5,000 吨、8,000 吨。

#### ● 国内大基建领域内权威检验检测机构之一

1) 我国检验检测市场将呈现快速发展势头，未来 5 年预计复合增长率达 11.0%，2026 年市场规模有望突破 7000 亿元，其中基建检测领域市场规模预估约 1500 亿元。2) 公司旗下的中钢国检为国内基建检测巨头，保持高增速成长 2017-2022 年营收 CAGR 约 34.3%，盈利能力强，高毛利率近 60%。3) 持续向其他检测领域进军，未来将通过持续地跨领域、跨地域扩张，实现内生+外延式增长。

#### ● 宝武重组，有望带来产业协同优势

宝武集团作为提供钢铁及先进材料综合解决方案和产业生态圈服务的高科技企业，未来有望给予公司更多产业资源支持，推动公司加速发展。1) 宝武集团是全球规模最大的钢铁企业，有望为公司提供优质铁红。2) 宝武的新材料业务板块可与公司磁性材料有较多领域交叉，可发挥产业协同效应，两者在技术、生产工艺、客户端等方面均有相关性，可发挥产业协同效应，实现共赢。

#### ● 盈利预测与估值

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 32.43/39.78/46.38 亿元（23-25E 下调），分别同比增长 17.39%/22.68%/16.60%；归母净利润分别为 3.97/5.43/6.68 亿元（23-25E 下调），分别同比增长 1.79%/36.97%/22.96%，对应 EPS 分别为 0.52/0.72/0.88 元。维持“买入”评级。

● **风险提示：**

上游原料价格波动的风险；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2762	3243	3978	4638
增长率(%)	5.70	17.39	22.68	16.60
EBITDA（百万元）	421.20	502.54	679.11	842.40
归属母公司净利润（百万元）	389.77	396.75	543.43	668.18
增长率(%)	80.75	1.79	36.97	22.96
EPS(元/股)	0.51	0.52	0.72	0.88
市盈率（P/E）	17.04	16.74	12.22	9.94
市净率（P/B）	2.24	2.08	1.78	1.51
EV/EBITDA	16.76	11.21	7.71	5.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 旨在建设世界一流新材料企业 .....	6
1.1 磁性材料与检测业务双向驱动 .....	6
1.2 背靠国企，深化改革 .....	6
1.3 业绩再创新高，未来可期 .....	7
2 磁性材料：产品矩阵丰富，下游需求旺盛 .....	9
2.1 软磁材料：布局软磁铁氧体，向下延伸产业链 .....	9
2.2 永磁材料：稀土永磁与铁氧体双驱动，市场前景广阔 .....	12
2.3 三氧化二铁：伴随铁氧体需求增长 .....	15
3 布局新能源电池正极材料，把握时代机遇 .....	16
3.1 专利入股铜陵纳源，挖掘新赛道-磷酸铁 .....	16
3.2 切入锰基正极材料，打造增长新引擎 .....	17
4 检测业务：专注高端检测领域，强化检测技术能力 .....	18
4.1 行业：千亿市场规模，市场前景广阔 .....	18
4.2 中钢国检：基建领域权威机构 .....	19
4.3 业务保持高增速，毛利率达 50% 以上 .....	20
4.4 进军其他领域检测业务，同时运用数字化赋能 .....	21
5 宝武托管中钢集团，带来产业协同优势 .....	21
6 盈利预测 .....	22
6.1 收入预测 .....	22
6.2 估值与投资建议 .....	23
7 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	7
图表 3: 营收及同比情况.....	7
图表 4: 归母净利润及同比情况.....	7
图表 5: 季度营收及同比情况.....	8
图表 6: 季度归母净利润及同比情况.....	8
图表 7: 主要产品营收构成 (亿元) .....	8
图表 8: 23H1 营收结构 (%) .....	8
图表 9: 主要产品毛利润构成 (亿元) .....	9
图表 10: 主要产品毛利率 (%) .....	9
图表 11: 三费情况.....	9
图表 12: 研发支出.....	9
图表 13: 常见软磁材料性能比较.....	10
图表 14: 软磁铁氧体产品结构.....	10
图表 15: 软磁铁氧体材料下游应用占比.....	10
图表 16: 国内电感器件市场规模 (亿元) .....	11
图表 17: 国内金属软磁粉芯市场规模预测 (亿元) .....	11
图表 18: 永磁铁氧体 vs 稀土永磁材料 .....	12
图表 19: 钕铁硼是性能最优的稀土永磁材料 .....	12
图表 20: 高性能钕铁硼需求结构 (2020 年) .....	12
图表 21: 钕铁硼应用广泛.....	13
图表 22: 2022 年, 新能源汽车销量增至 688.7 万辆 .....	13
图表 23: 国内永磁铁氧体产量 (万吨) .....	14
图表 24: 铁氧体永磁材料需求结构 (按产值) .....	14
图表 25: 永磁铁氧体在汽车领域应用.....	14
图表 26: 永磁铁氧体需求量预测 (万吨) .....	14
图表 27: 铁精矿粉焙烧制备 vs 酸洗制备 .....	15
图表 28: 国内电池级四氧化三锰产量 (吨, %) .....	15
图表 29: 国内四氧化三锰产量 (万吨, %) .....	15
图表 30: 锰锌铁氧体生产流程.....	16
图表 31: 磷酸铁布局进展.....	17
图表 32: 磷酸锰铁锂性能优异.....	18
图表 33: 机构数量分布 (家) .....	19
图表 34: 机构营收 (亿元) .....	19
图表 35: 检测业务分类.....	20

图表 36: 检测业务营收及同比增速 .....	21
图表 37: 同业毛利率对比 (%) .....	21
图表 38: 重组完成后, 中钢天源股权架构图 .....	22
图表 39: 公司前十大股东持股 (截止 2023 年 6 月 30 日) .....	22
图表 40: 收入预测 .....	23
图表 41: 可比估值 .....	23

# 1 旨在建设世界一流新材料企业

## 1.1 磁性材料与检测业务双向驱动

公司主要从事磁性材料的研发、生产及销售和检验检测服务业务，拥有较完善的磁性材料产业链，致力打造磁性材料综合供应商，检验检测服务业务主要围绕铁路、公路等大基建领域同时服务公司磁性材料等新材料领域。

公司前身“安徽天源科技股份有限公司”成立于2002年，持续扩展磁性材料业务。2002-2005年间，陆续收购通力磁性材料有限责任公司的80%股权；建设年产300吨钕铁硼成产线；设立铜陵锰业分公司。

A股上市开启公司新纪元，磁材业务更上一层楼。2006年8月，公司（002057）在深圳交易所上市，募集资金1.4亿元用于建设粗粒级永磁辊式强磁选机、年产3000吨高性能永磁铁氧体瓦形磁体、1万吨高纯高比表面积低四氧化三锰项目；2010年4月，出资成立科博数控有限公司，持股95.24%，12月以125万元交易价格收购通力磁材20%股权，至此公司持有通力磁材100%股权；2013年8月，参股铜陵纳源，占30%股份；2015年12月，子公司南京磁性材料厂拟建设年产2万吨锂电池以及软磁用高纯四氧化三锰项目。

整合并注入新材料业务，增强公司竞争力。2017年中钢集团将旗下新材料业务，整合并注入上市公司，重组完成后公司增加了金属制品、金属检测以及锰系产品的开发和深加工业务；2019年1月，收购贵州金瑞，持股26.5%；2020年，成功收购金宁三环并通过增资持股至51%，新增软磁材料产品；2021年3月，募资约9.29亿元用于年产1.5万吨高性能软磁铁氧体材料及器件建设等；2022年10月，公司拟以自有资金2026.96万元，收购上海新型石墨材料有限公司92.3198%股权和上海碳素7.6802%股权。

图表1：发展历程



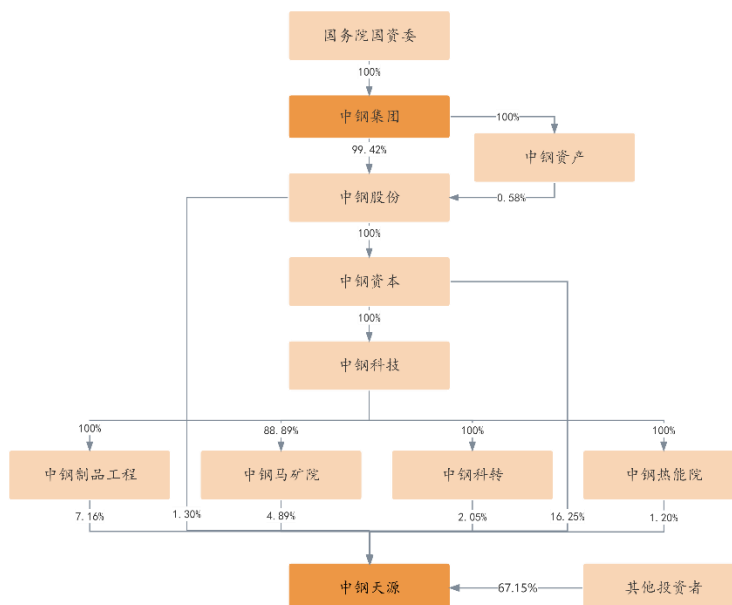
资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 背靠国企，深化改革

公司实际控制方为国务院国资委，控股股东为中钢资本。截至2023年6月30日，公司前四大国有法人股东分别为中钢资本控股有限公司、中钢集团郑州金属制品工程技术有限公司、中钢集团马鞍山矿山研究总院股份有限公司、中国冶金科技成果转化有限公司，上述四者

持股比例分别为 16.25%、7.16%、4.89%、2.05%。国务院国资委通过持股中国中钢集团公司间接持股，合计持有公司股权 30.94%，为最终控制方。

**图表2：公司股权结构**



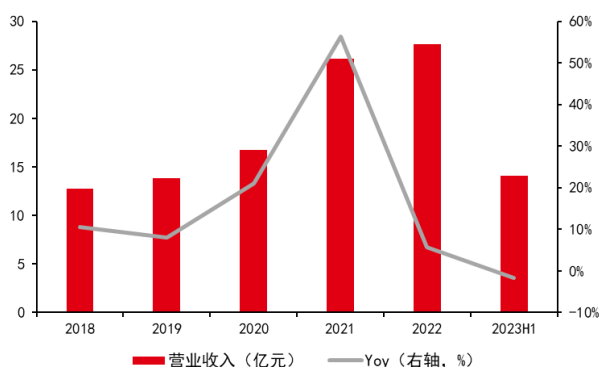
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 业绩再创新高，未来可期

公司营业收入稳中有进。2022 年及 2023 年上半年，公司分别实现营收 27.62 亿元和 14.09 亿元，分别同比增长 5.70%和下降 1.69%；归母净利润分别为 3.9 亿元和 1.7 亿元，分别同比增长 80.75%和下降 13.93%；扣非归母净利润分别为 3.37 亿元和 1.38 亿元，分别同比增长 94.58%和下降 15.68%。

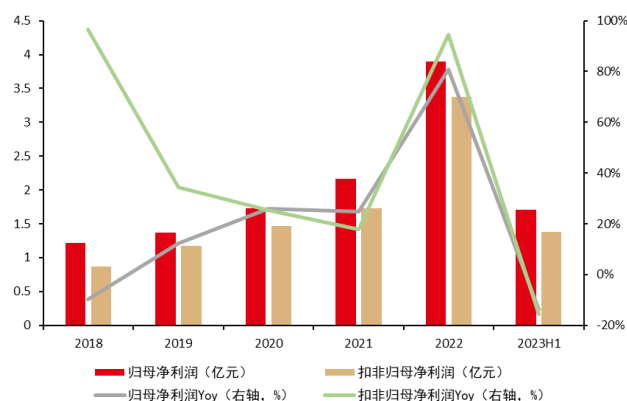
2023Q2，公司实现营业收入 8.02 亿元，同比增长 8.65%，环比增长 32.30%；归母净利润 1.14 亿元，同比下降 16.36%，环比增长 103.18%；扣非归母净利润 0.94 亿元，同比下降 20.88%，环比增长 112.48%。

**图表3：营收及同比情况**



资料来源：ifind，中邮证券研究所

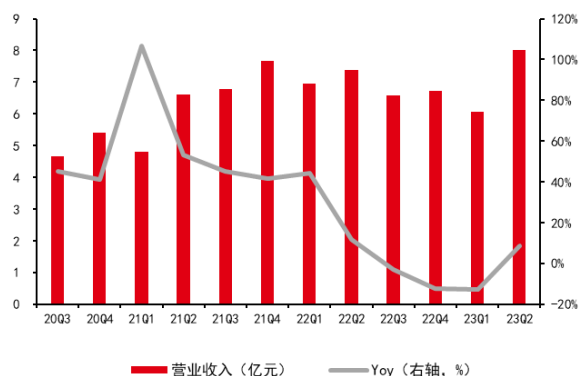
**图表4：归母净利润及同比情况**



资料来源：ifind，中邮证券研究所

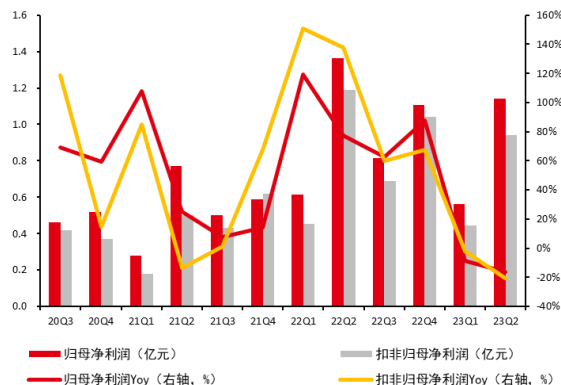


图表5：季度营收及同比情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

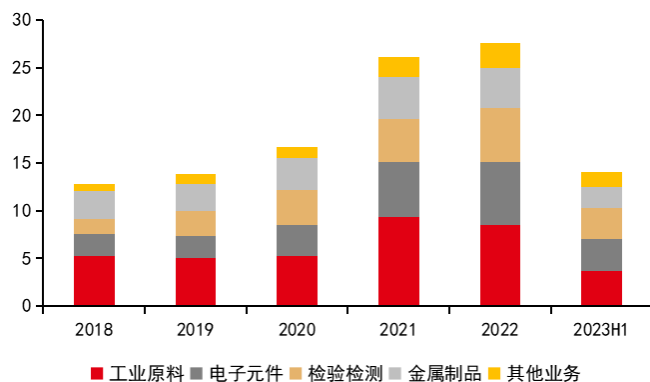
图表6：季度归母净利润及同比情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

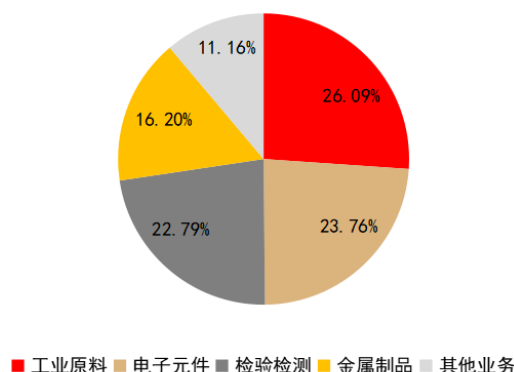
**工业原料、电子元件、检测业务和金属制品贡献主要营业收入。**工业原料、电子元件、检测业务和金属制品贡献主要营业收入。以四氧化三锰为代表的工业原料仍是公司第一大营收来源，2023 年上半年，贡献营收 3.68 亿元，同比下降 27.48%，占比 26.09%；电子元件产品贡献 3.35 亿元，同比下降 0.38%，占比 23.76%；检验检测业务贡献 3.21 亿元，同比增长 30.39%，占比 22.79%；金属制品贡献 2.28 亿元，同比增长 10.99%，占比 16.20%。

图表7：主要产品营收构成（亿元）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表8：23H1 营收结构（%）

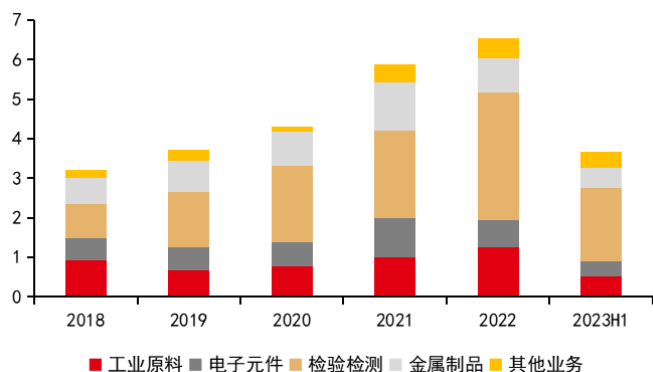


资料来源：ifind，中邮证券研究所

**检验检测业务进一步扩张，为毛利主要贡献来源。**分业务看，2023 年上半年，公司检验检测、金属制品、工业原料、电子元件毛利分别为 1.86 亿元、0.49 亿元、0.52 亿元、0.38 亿元；其中金属制品检测毛利占比稳定在 50%以上，磁性材料中的电子元件和工业原料毛利占比逐年下降，2023 年上半年，工业原料和电子元件分别占比 14.23%和 10.32%。毛利率方面，2023 年上半年工业收入、电子元件、检验检测与金属制品的毛利率分别为 14.22%、11.32%、57.93%、21.51%，基本保持稳定。

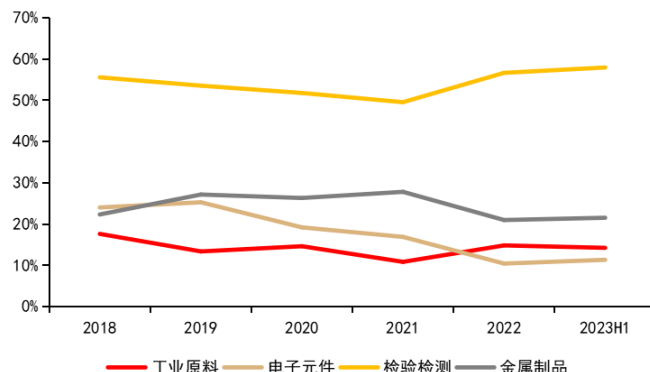


图表9：主要产品毛利润构成（亿元）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表10：主要产品毛利率（%）

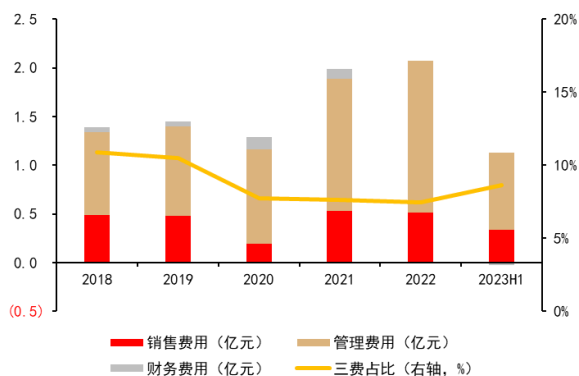


资料来源：ifind，中邮证券研究所

公司 2022 年三费费用 2.06 亿元，同比增长 3.52%，三费费率 7.46%，同比下降 0.15pct，其中销售费用 5092 万元，同比下降 5.40%；管理费用为 1.56 亿元，同比增加 11.45%，主要系工资薪酬、咨询费用等增加所致；财务费用-56.83 万元，同比下降 105.68%。2023 年 1-6 月，三费费用合计为 1.10 亿元，同比增加 10%，三费费率为 8.63%，同比增加 1.66pct。

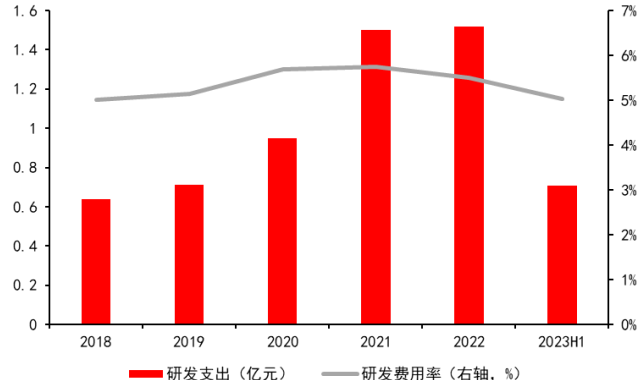
2022 年，公司研发费用为 1.52 亿元，同比增长 1.02%；研发占比营收 5.50%。2023 年 1-6 月，研发费用为 0.71 亿元，同比下降 12.86%；研发占比营收 5.03%。

图表11：三费情况



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表12：研发支出



资料来源：ifind，中邮证券研究所

## 2 磁性材料：产品矩阵丰富，下游需求旺盛

磁性材料是指由过渡元素铁、钴、镍及其合金等组成的能够直接或间接产生磁性的物质。

磁材具有不同划分标准：按材质和结构划分，磁性材料包括金属及合金磁性材料和铁氧体磁性材料两大类；按照功能来划分，主要包括永磁材料、软磁材料和功能性磁材。其中，永磁材料根据元素构成不同，永磁材料可分为金属永磁、铁氧体永磁和稀土永磁三大类；软磁材料主要包括金属软磁、铁氧体软磁、非晶软磁、纳米晶软磁四种类型。

### 2.1 软磁材料：布局软磁铁氧体，向下延伸产业链

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，广泛用于各种电能变换设备中。软磁材料主要包括金属软磁材料、铁氧体软磁材料以及其他软磁材料。

公司软磁材料及器件产品包括四氧化三锰、铁硅粉、铁硅铝粉、锰锌/镍锌铁氧体、变压器等；其中，铁硅粉、铁硅铝粉等铁基软磁粉末可用于生产软磁金属磁粉心。

#### 软磁铁氧体：

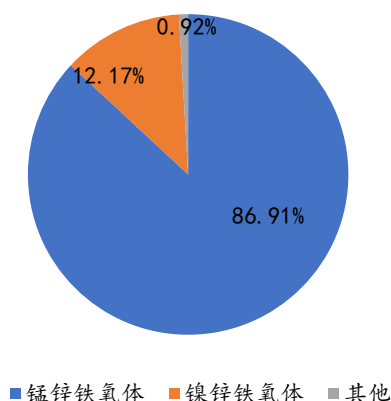
软磁铁氧体是以  $\text{Fe}_2\text{O}_3$ （俗称“铁红”）、四氧化三锰、氧化镍和氧化锌等为主要原料的磁性氧化物，采用粉末冶金方法生产。根据成分不同，软磁铁氧体主要分为锰锌系、镍锌系和镁锌系等。其中，其中锰锌功率铁氧体是产量最大，应用最广泛的一类软磁铁氧体材料，占软磁铁氧体总产量约 87%；镍锌系铁氧体占比 12%左右，镁锌系和其他类型铁氧体占比不到 1%。

图表13：常见软磁材料性能比较

材料名称及磁特性	硅钢片	铁氧体	坡莫合金		非晶合金		纳米晶合金
		Mn-Zn	50Ni	80Ni	钴基非晶	铁基非晶	铁基纳米晶
饱和磁感应强度/T	2.03	0.5	1.55	0.74	0.55	1.56	1.25
矫顽力/(A/m)	40	8	12	2.4	<1	<4	<2
起始磁导率/10 <sup>4</sup>	0.15	0.3	0.6	4	10	0.5	8
最大磁导率/10 <sup>4</sup>	2	0.6	6	20	80	5	40
电阻率/ ( $\mu\Omega\cdot\text{cm}$ )	50	$5\times 10^7$	30	60	120	130	90
居里温度/°C	750	220	500	450	400	410	570

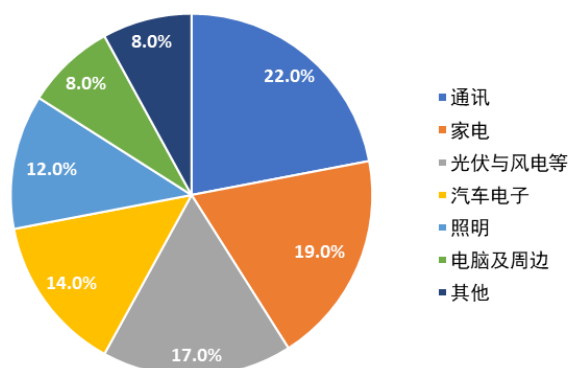
资料来源：《我国软磁铁氧体材料与器件产业现状与发展趋势》翁兴园，中邮证券研究所

图表14：软磁铁氧体产品结构



资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

图表15：软磁铁氧体材料下游应用占比



资料来源：华经情报网，中邮证券研究所

软磁铁氧体在高频下具有高磁导率、高电阻率、低损耗等特性，可以发挥功率转换、功率变换、抗电磁干扰等作用，同时又便于批量化生产和机械加工，制成各种形状的磁芯，且成本较低的特性。因而，软磁铁氧体主要应用于电子系统中电磁信号的感应、耦合、转换、变换、传输、隔离、吸收，最大的用途是制作各种电子变压器、电感器、滤波器(EMI)等；可以广泛应用于新能源、消费电子、移动通讯等终端领域产品。其中，尤以通讯领域应用最多，占比约 22%，其次是家电（19%），光伏与风电等新能源领域（17%）。

布局高性能软磁铁氧体，公司产业链向下游延伸，打通产业链。1）公司 2020 年 9 月公布的定增预案，公司拟投资建设软磁铁氧体粉料生产线 4 条，设计粉料年产能为 2 万吨；拟建设

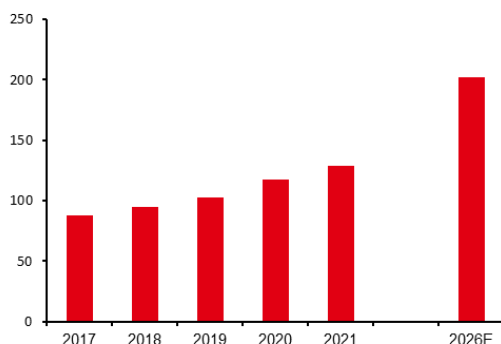
以 21 台烧结窑为核心的软磁铁氧体磁芯生产线，设计烧结年产能 1.5 万吨。高性能软磁铁氧体磁芯的目标市场涉及 5G 通讯、汽车电子、光伏新能源等新兴应用领域，看好其未来市场前景。2) 2021 年公司收购金宁三环，当前持股比例已达 51% (完成并表)。

#### 金属软磁粉芯：

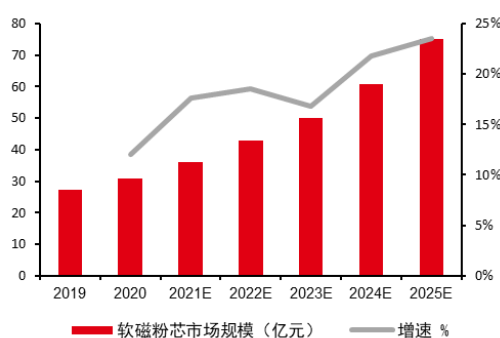
金属软磁粉芯是用金属、金属合金软磁材料制成的粉末与绝缘介质混合，再通过粉末冶金工艺生产的磁芯，是制造电感元件的核心材料。其具有分布式气隙、温度特性良好、损耗小、直流偏置特性佳、饱和磁通密度高等特点，能满足电能变换设备高效率、高功率密度、高频化的要求，广泛用于电子通讯、雷达、手机、光伏发电、新能源汽车、5G 新基建、轨道交通等领域。

伴随终端应用领域光伏、新能源汽车、储能等行业的发展，预计 2025 年金属软磁粉芯的需求量将会达到 20.1 吨。1) 光伏与储能：光伏逆变器与储能逆变器同源，逆变器的两个核心关键电感元件分别为 Boost 升压电感和 Inverter 逆变电感，这两种电感元件的磁材料大多采用高性能的铁硅类粉芯材料。随着光伏装机量保持高增速及组串式光伏逆变器渗透率持续提升，金属软磁粉芯需求量将进一步抬升；对于储能方面，据新闻统计，目前已有超 20 个省份要求或建议新能源电站配置储能，配置比例约 10%，配置时长约为 2h。2) 新能源汽车与充电桩：新能源汽车是未来汽车发展的必然趋势，而充电桩作为新能源汽车的能源供给装置，将随之大力发展。据中汽协数据统计，我国新能源汽车销量由 2017 年的 76.8 万辆增长至 2022 年的 688.7 万辆，2017-2022 年 CAGR 达 55.1%，其市场渗透率由 2.7% 到 25.6%，中国成为全球最大的新能源汽车市场。根据华经产业研究院预测，到 2025 年国内金属软磁粉芯的需求量有望达 20.1 万吨，市场规模超 75.2 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 19.6%。

图表16：国内电感器件市场规模（亿元）



图表17：国内金属软磁粉芯市场规模预测（亿元）



资料来源：中国电子元件行业协会，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

湖南特材在软磁材料生产方面，已经积累多年的丰富技术和经验。2014 年 12 月成功开发出气雾化铁硅粉、气雾化铁硅铝、气雾化铁镍等系列合金粉末，并于 2014 年建设了一条气雾化制备铁硅粉中试线，同时也申请了相关技术专利；后于 2015 年开始磁粉芯产品研发，完成了粉末绝缘包覆、压制成型、热处理等工艺研究，同时已经完全掌握金属磁粉芯的核心技术；2019 年 6 月公司自主研发“高效气雾化制备超细金属软磁粉末技术”通过专家组科技成果评价，该技术解决了粉末雾化效率低、粉末微观形态差、磁粉芯损耗高、直流叠加性能低等问题，已获得国家发明专利 1 项、实用新型专利 2 项，FeSi、FeNi50、FeSiAl 等产品已经第三方实验室认可。湖南特材在磁芯、铁硅粉等领域的技术储备，有利于上市公司进一步加强多元化经营，提升抗风险能力，有利于上市公司持续发展。

## 2.2 永磁材料：稀土永磁与铁氧体双驱动，市场前景广阔

永（硬）磁材料是指具有强的抗退磁能力和高的剩余磁感应强度的强磁性材料。常用的永磁材料分为铝镍钴系永磁合金、铁铬钴系永磁合金、永磁铁氧体、稀土永磁材料和复合永磁材料等。

铁氧体永磁和钕铁硼各有优势，应用方面各有侧重。1) 钕铁硼矫顽力和磁感应强度等磁性能优于铁氧体；2) 价格上，铁氧体更有优势，比钕铁硼磁铁便宜很多；3) 永磁铁氧体耐温很好，而钕铁硼通常只能耐 80 度左右，超过了这个工作温度就会出现退磁情况；4) 铁氧体稳定性非常好，它本身是氧化物，很稳定，钕铁硼是合金，及其容易氧化粉化、必须做涂层保护。因此，铁氧体永磁和钕铁硼各有优势，且生产工艺难度、原材料供应等客观因素的影响，两者难以相互取代，预计未来受益于下游领域的高速发展，两种产品的需求将继续攀升，不断提升品质和竞争力。

图表18：永磁铁氧体 vs 稀土永磁材料

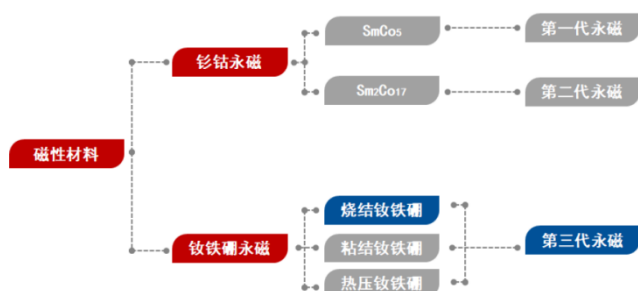
类别	永磁铁氧体	稀土永磁材料
磁场强度 (Bhmax)	3.5	40
内禀矫顽力	0.17-5.2	33-50
剩磁强度 (T)	0.32-0.43	1.17-1.47
居里温度 (°C)	450	310-400
最高工作温度 (°C)	250	150
硬度 (Hv)	480-580	500-700
回复磁导率 ( $\mu_{rec}$ )	1.05-1.2	1.02-1.08
电阻率 ( $\mu\Omega \cdot cm$ )	$>10^4$	120-160
相对抗应力	具有良好的抗退磁和耐腐蚀性	易碎、难加工、易被腐蚀；需要额外的图层进行防腐
原材料	钢铁副产品、原料丰富易得	稀土原材料、供应紧张
价格	便宜	较高

资料来源：大地熊官网，龙磁科技官网，中邮证券研究所

### 钕铁硼：性价比最高、应用最广的稀土永磁材料

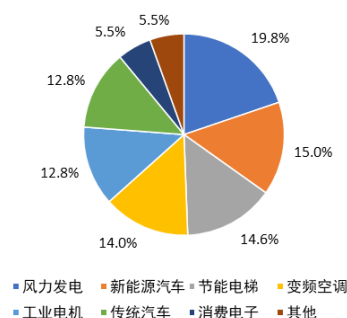
钕铁硼应用前景广泛。稀土永磁器件产品是以铁、钕、硼以及少量的添加剂镧、铈等为原材料烧结制成的钕铁硼产品，是目前市场主流稀土永磁材料，广泛应用于航空航天、新能源汽车、节能变频空调、工业节能电机、消费电子、轨道交通等领域。

图表19：钕铁硼是性能最优的稀土永磁材料



资料来源：大地熊公司公告，中邮证券研究所

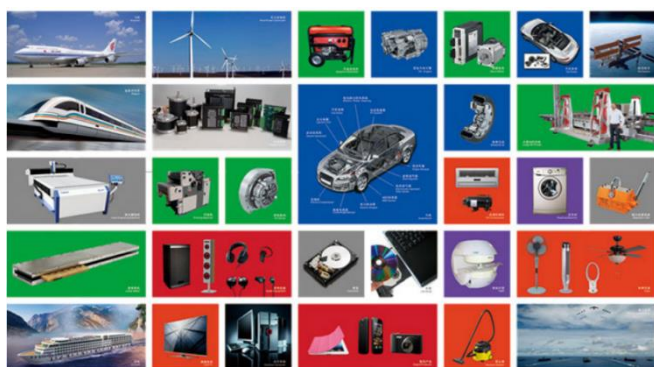
图表20：高性能钕铁硼需求结构（2020 年）



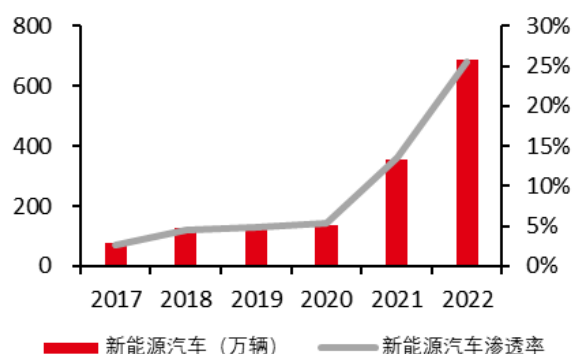
资料来源：华经产业研究，中邮证券研究所

新能源汽车是高性能钕铁硼需求增长的核心驱动力。1) 新能源汽车：永磁同步电机使用高性能钕铁硼产生转子磁场，具有功率密度高，启动转矩大，极限转速高，制动性能优秀以及转矩脉动小等优点，在新能源汽车领域有广泛的应用。随着低碳环保需求和能源革命的推动，新能源汽车行业需求迎来爆发，根据中汽协数据，2017-2022 年，我国新能源汽车需求由 76.8 万辆增长至 688.7 万辆，四年 CAGR 达 55.1%，最新渗透率突破 25.6%。据资料显示，新能源单车钕铁硼用量在 3kg 左右，伴随新能源汽车的高速发展，将成为高性能钕铁硼需求增长的核心驱动力。

图表21：钕铁硼应用广泛



图表22：2022 年，新能源汽车销量增至 688.7 万辆



资料来源：大地熊公司公告，中邮证券研究所

资料来源：中汽协，中邮证券研究所

### 永磁铁氧体：微特电机的核心部件

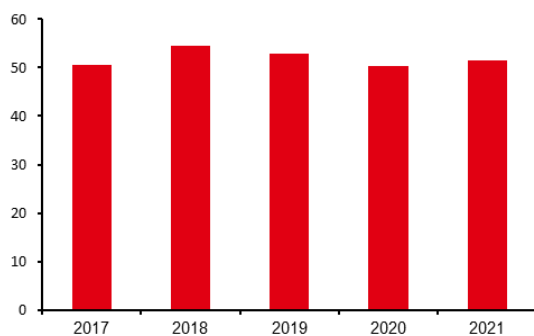
永磁器件包括永磁铁氧体器件，是由铁的氧化物和一种或多种其他金属氧化物组成的具有亚铁磁性的复合氧化物，如钡铁氧体( $\text{BaFe}_{12}\text{O}_{19}$ )和锶铁氧体( $\text{SrFe}_{12}\text{O}_{19}$ )等，特点是电阻率高，特别有利于在高频和微波应用，广泛应用于汽车相关电机制造、智能家居、智能穿戴、新能源、大数据等多个领域。

我国是永磁铁氧体生产大国，产量居全球首位。进入 21 世纪以来，以中国为代表的发展中国家承接了发达国家大部分永磁铁氧体产业转移。近几年，我国永磁铁氧体产量保持在 50 万吨以上，占全球产量比例在 70% 左右，居世界首位。

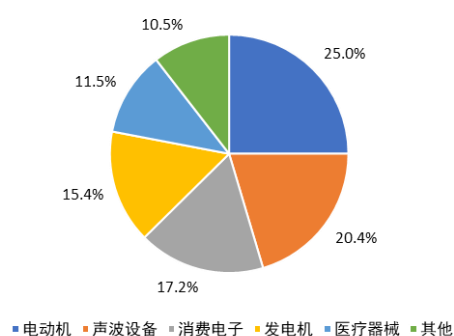
永磁铁氧体生产水平取得长足进步，比肩发达国家。随着应用市场的不断深入发展，我国的永磁铁氧体行业近年来发展迅猛，技术差距与发达国家越来越小，已具备生产高性能永磁铁氧体的实力，对标日本 TDK 的 FB9 及 FB12 系列产品。



图表23：国内永磁铁氧体产量（万吨）



图表24：铁氧体永磁材料需求结构（按产值）



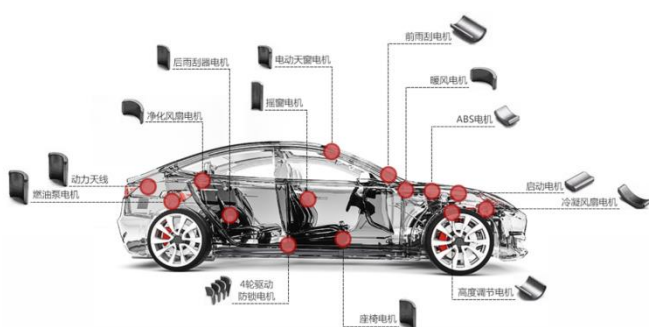
资料来源：中国电子元件协会，中邮证券研究所

资料来源：《我国永磁材料行业现状及其发展趋势》胡胜龙等，中邮证券研究所

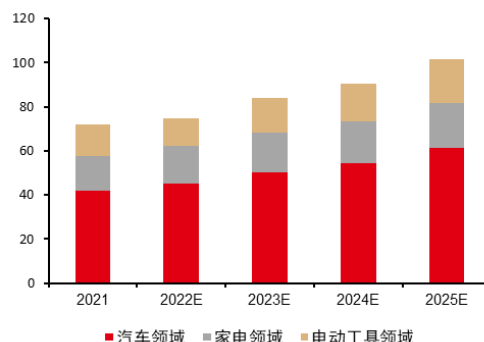
永磁铁氧体湿压磁瓦作为下游微特电机的核心部件，随着工业自动化、家庭自动化、汽车智能化的进程加快，全球对微特电机形成了巨大的市场需求，促使永磁铁氧体行业也保持了快速发展。近年微特电机市场保持持续增长状态，据智研咨询统计，2022 年我国微特电机产量约为 149 亿台，同比增长 2.8%；需求量约为 135 亿台，同比增长 4.7%。而永磁铁氧体需求与微特电机行业存在正相关关系。

**永磁铁氧体下游需求领域高速发展，市场广阔。**1) **汽车**：永磁铁氧体由于具有温度适应性好、耐腐蚀等优异特性，已大量应用到汽车发动机、底盘和车身三大部位及附件中。而随着汽车智能化，自动化水平的提高，单车永磁铁氧体直流电机数量将大幅增长，尤以新能源汽车更为显著，从而促进汽车领域的铁氧体永磁需求量大幅上升。2) **变频家电**：高性能永磁铁氧体是变频空调、变频冰箱与变频洗衣机等家电产品 直流变频电机的重要组件，伴随变频家电渗透率稳步持续提升，带动永磁铁氧体的需求更上一层楼。根据华经产业研究院预测，2022 年国内永磁铁氧体需求量为 74.8 万吨，其中，汽车领域和家电领域分别贡献需求 42 万吨和 15.8 万吨；到 2025 年有望达 101.4 万吨，2022-2025 年 CAGR 为 8.9%。整体看，永磁铁氧体供不应求，行业将维持高景气度。

图表25：永磁铁氧体在汽车领域应用



图表26：永磁铁氧体需求量预测（万吨）



资料来源：龙磁科技官网，中邮证券研究所

资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

公司工艺与技术先进，具备高性能永磁铁氧体产能 2 万吨，规划未来产能扩产至 4 万吨。永磁铁氧体主要由子公司通力磁材生产，其性能相当日本 TDK 水平 FB6、FB9、FB12 系列产品（对标国内性能最高的产品），近年来陆续研发了 BLDC 高性能电机用高场强多极磁环、汽

车启动电机用磁瓦等 6 项新产品。目前，公司已投产产能为 2 万吨；2021 年 4 月通过非公开发行股票募集资金用以建设 9 条铁氧体永磁器件生产线，高性能永磁铁氧体产能 2 万吨，主要用于高端家电和汽车等领域的电机产品，附加值高，本项目产品具有较强的市场竞争能力。

图表27：铁精矿粉焙烧制备 vs 酸洗制备

	铁精矿粉焙烧制备	酸洗制备
生产工艺	从铁矿石原矿中提纯制备高一致性氧化铁作为基料	钢铁冷轧厂酸洗阶段再生工序的副产品铁红
成本	铁矿精粉供应充足、来源稳定、价格便宜	外购价格较高
品质	纯度高、一致性好	铁红全铁含量、杂质成分
环保	不含氯离子	氯离子含量偏高，料生产过程中会产生氯化氢气体

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

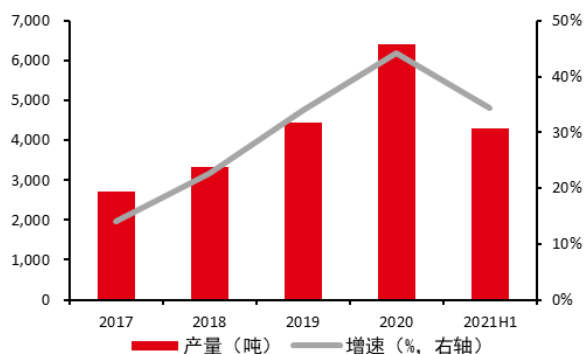
铁精矿焙烧氧化制备铁红技术自主研发成功，后期可保障预烧料自给自足，且成本优势突出。铁精矿粉制备技术是从铁矿石原矿中提纯制备高一致性氧化铁作为基料，通过全自动生产线稳定生产，制造出磁性能高、物理特性稳定的高品质永磁铁氧体预烧料。通过这种技术生产预烧料有以下优势：1) 以超级铁精矿为原料氧化生产的铁红相比酸洗铁红具有成本优势；2) 可以根据产品的性能要求进行品质调整，提高公司在永磁铁氧体的行业竞争力；3) 公司所处地区马鞍山及周边地区生产的铁精矿为原料制备铁红，原材料供应充足，品质稳定，价格低廉；其周边磁性材料产业基础较好，原材料配套企业多，原材料供应有充分的保障；4) 原料不含氯离子，生产过程更为安全、环保，实现了永磁铁氧体绿色制造。

## 2.3 四氧化三锰：伴随铁氧体需求增长

四氧化三锰可以分为电子级和电池级。其中，电池级四氧化三锰主要用于锰酸锂、三元材料、磷酸铁锰锂，作为锂电池、钠电池等的正极材料，基本可以全面替代传统电解二氧化锰在电池领域的应用；电子级四氧化三锰是制备锰锌铁氧体等软磁材料的重要原料，广泛应用于汽车、光伏、电子、家电、5G 通讯、电力、充电桩等行业，也可用于光学玻璃、热敏电阻等功能材料。

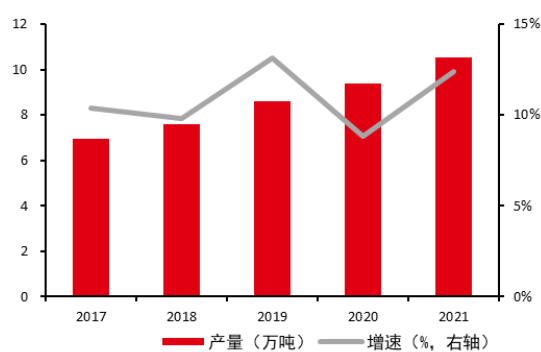
我国四氧化三锰当前年产量约 10 万吨，电子级占比 90%以上。根据立木信息咨询数据，目前我国四氧化三锰生产能力和产量位居全球首位。2021 年中国四氧化三锰产量为 10.53 万吨，同比增长 12.4%。

图表28：国内电池级四氧化三锰产量（吨，%）



资料来源：立木信息咨询，中邮证券研究所

图表29：国内四氧化三锰产量（万吨，%）

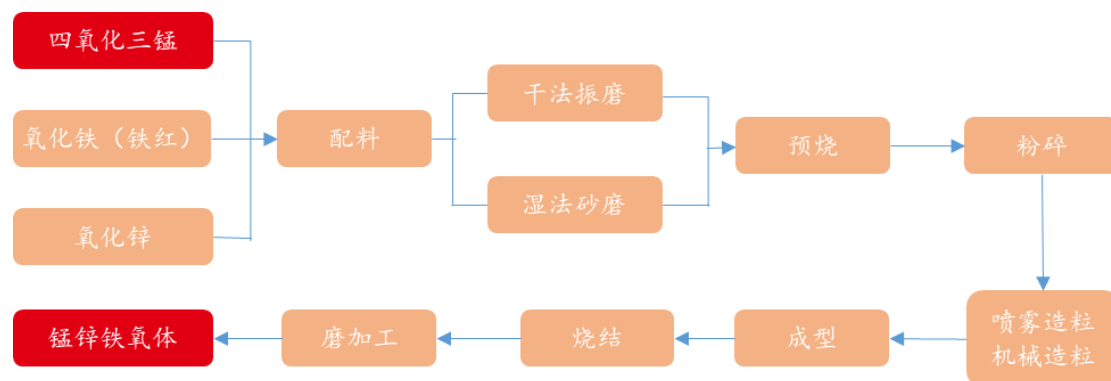


资料来源：立木信息咨询，中邮证券研究所



**四氧化三锰是软磁铁氧体的上游。**软磁铁氧体的制备需要经过三个环节，“原料→粉料→器件”。除了铁红，四氧化三锰是锰锌铁氧体的第二大主要原料，在软磁铁氧体原料成本中占比较大。从产业链角度看，软磁铁氧体是四氧化三锰的下游，进而四氧化三锰的需求主要依赖于软磁的市场需求。

图表30：锰锌铁氧体生产流程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

早在 2015 年，公司便进军锂电池正极材料业务，开始布局电池级四氧化三锰生产。电池级四氧化三锰可以取代传统的电解二氧化锰用于生产锰酸锂电池正极材料。**四氧化三锰制备的锰酸锂正极材料独具优点：**安全性好，低温放电性能优异，循环次数提高，放电容量高，是理想的锂电池正极材料。

公司通过并购湖南特材，成为全球第一大锰系金属厂商。湖南特材是全球第三大四氧化三锰制造商，专注于普通型四氧化三锰，并在软磁磁芯、铁硅粉等领域拥有技术储备；中钢天源是全球第二大四氧化三锰制造商，专注于高比表面积等高档四氧化三锰及四氧化三锰新应用领域开拓。重组完成后，中钢天源将成为全球第一大四氧化三锰制造商，具备全系列软磁用四氧化三锰和多种非软磁四氧化三锰生产、研发能力，提高了上市公司在市场中的竞争力和议价能力。

### 3 布局新能源电池正极材料，把握时代机遇

公司以已产业化的电池级磷酸铁和电池级四氧化三锰为基础，本着优势互补的原则与多方在新能源领域继续纵深合作。其中横向（新能源材料领域）：锂电材料+氢燃料电池相关材料，纵向（产业链分布）：原材料（矿）+磷酸铁+磷酸铁锂、四氧化三锰+锰酸锂/富锂锰基材料、原材料（矿）+磷酸铁锰+磷酸铁锰锂；低钴无钴/前驱体及材料+固态半固态电池材料、氢燃料电池催化剂+膜电极、金属双极板。

#### 3.1 专利入股铜陵纳源，挖掘新赛道-磷酸铁

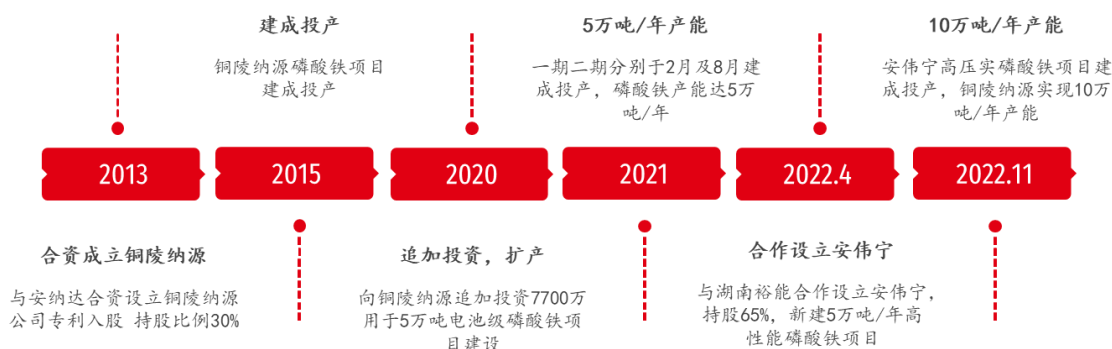
磷酸铁，又名磷酸高铁、正磷酸铁，是铁盐溶液与磷酸钠作用的盐，其中的铁为正三价，主要用于磷酸铁锂电池材料、催化剂及陶瓷等。磷酸铁锂电池相较于三元锂电虽然能量密度略

差,但在成本和安全性方面有明显优势。随着技术的发展,磷酸铁锂电池受到越来越多的青睐,装机量已超过三元锂电。

**合资成立铜陵纳源,布局磷酸铁业务。**2013年8月,公司经董事会会议审议决定与安纳达合资成立铜陵纳源材料科技有限公司,公司以磷酸铁生产专利技术作价360万元出资,持股比例为30%(现已降至27.12%)。安纳达公司以钛铁矿为原料,采用硫酸法钛白粉生产工艺生产钛白粉,其中结晶过程分离产生的副产品硫酸亚铁为磷酸铁制备的主要原材料。**2015年,铜陵纳源磷酸铁项目建成投产。**

2020年7月,铜陵纳源原股东同比例追加投资7700万元(其中中钢天源1980万元)用于5万吨电池级磷酸铁项目建设,一期二期分别于2021年2月及2021年8月建成投产,铜陵纳源产能达到5万吨。**2022年年中,5万吨产能实现满负荷运转。**

图表31: 磷酸铁布局进展



资料来源:公司公告,中邮证券研究所

**与湖南裕能合作,深化磷酸铁布局。**2022年4月,铜陵纳源与湖南裕能合作设立铜陵安伟宁新能源科技有限公司,铜陵纳源出资额7800万元,占比65%,新建5万吨/年高性能磷酸铁项目。2022年11月,新建高压实磷酸铁项目建成投产,铜陵纳源达到10万吨/年硫酸铁产能。公司预计2023年将筹建5万吨/年磷酸铁产能项目,若按期建成,预期公司磷酸铁装置产能将达到年产15万吨。

### 3.2 切入锰基正极材料,打造增长新引擎

**在磷酸铁锂基础上增加锰元素逐渐成为提高电压的突破技术。**磷酸锰铁锂(LiMnFe<sub>1-x</sub>PO<sub>4</sub>,LMFP)(其中x为锰铁比)电池相比磷酸铁锂电池能量密度高15%-20%。此外,LMFP晶体具有橄榄石型结构,安全性也具有优势。目前行业基本公认磷酸锰铁锂是最佳技术方向,已有多家公司宣布建设万吨级磷酸锰铁锂项目。

**公司是全球主要的四氧化三锰生产企业。**电池级四氧化三锰是锰酸锂、磷酸锰铁锂的重要原材料,同时也广泛应用于新能源汽车、光伏等领域及光学玻璃、颜料等功能材料,发展态势强劲。中钢天源是全球主要的高纯四氧化三锰生产企业,拥有1.5万吨电池级四氧化三锰产能,基本处于满产状态。

基于未来高性能锰酸锂市场和潜在的磷酸锰铁锂市场需求的增长,公司正在进行1万吨电池级四氧化三锰产能,预计2023年底前产能可以释放。此外,公司低成本四氧化三锰关键技术研究及产业化研发项目开展顺利。

图表32：磷酸锰铁锂性能优异

性能特性	单位	磷酸锰铁锂 (4Mn:6Fe)	磷酸铁锂
理论比容量	mAh/g	170	170
实际比容量	mAh/g	130-150	130-150
电压平台	V	4.1	3.4
理论能量密度	Wh/kg	697	578
压实密度	g/cm <sup>3</sup>	2.4	2.3
电导性	-	良好	优秀
热稳定性	-	稳定	稳定
安全性	-	好	好
理论寿命	-	好	好
循环寿命	-	2000	2000

资料来源：百度，中邮证券研究所

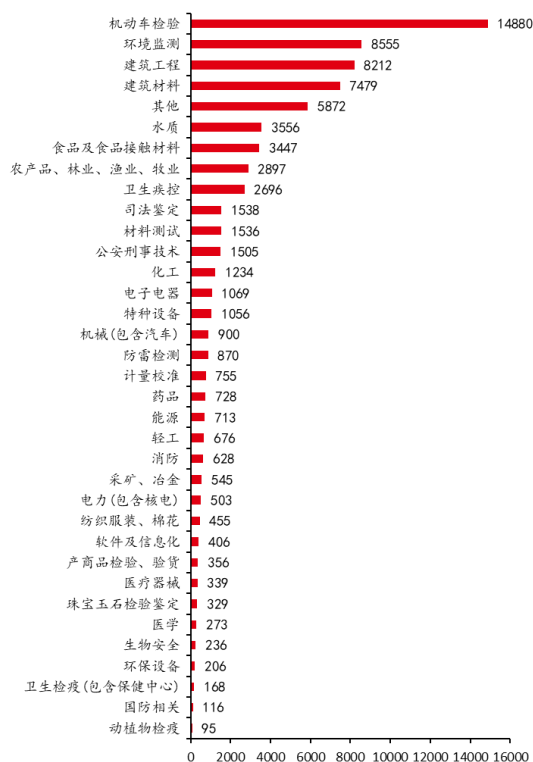
正极材料是影响电池能量密度、循环寿命等关键组部件。钠离子电池主要的正极材料有过渡金属氧化物、普鲁士蓝，聚阴离子等。其中层状氧化物路线以及普鲁士蓝类路线都将用到锰元素，锰成为钠之后的第二常见元素。

## 4 检测业务：专注高端检测领域，强化检测技术能力

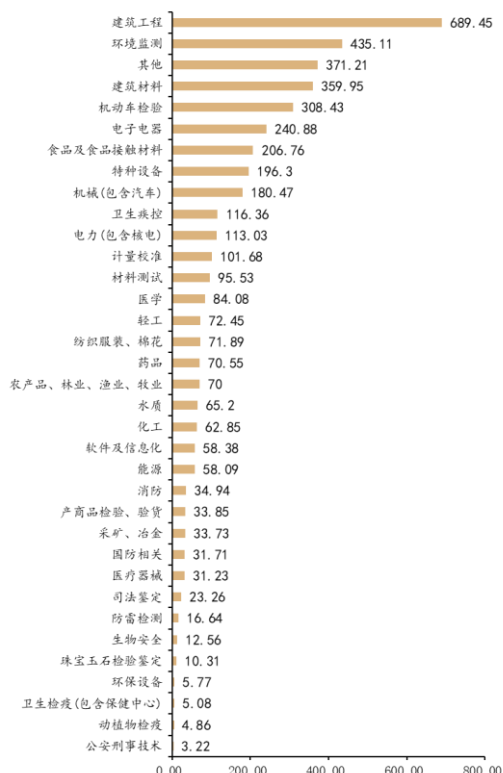
### 4.1 行业：千亿市场规模，市场前景广阔

第三方检验检测将迎来发展机遇，市场前景广阔。检验检测服务行业地域化特征较为明显，企业多集中于如建筑材料及工程、环境监测、机动车、电子电器、食品、医学检测等细分领域，跨地域、跨领域经营，市场份额大的行业龙头少。受近年国内政策开放及产业发展的推动，第三方检测迎来快速发展机遇，国内质量检验检测行业市场规模不断上升，中国逐渐跻身质检行业的“世界大国”。我国拥有全球增长速度最快、最具潜力的检验检测市场。根据国家市场监管总局统计：截至 2022 年底，全国检验检测机构数量达 52769 家，同比增长 1.58%，全年全行业实现营业收入 4275.84 亿元，同比增长 4.54%。随着“放管服”改革不断深化，我国检验检测市场将呈现快速发展势头，未来 5 年预计复合增长率达 11.0%，2026 年市场规模有望突破 7000 亿元，其中基建检测领域市场规模预估约 1500 亿元。

图表33：机构数量分布（家）



图表34：机构营收（亿元）



资料来源：市场监管总局，《2022 年度全国检验检测服务业统计简报》，中邮证券研究所




资料来源：市场监管总局，《2022 年度全国检验检测服务业统计简报》，中邮证券研究所

## 4.2 中钢国检：基建领域权威机构

成立于 1985 年，国家金属制品质量监督检验中心（中钢集团郑州金属制品研究院质检中心、中钢制品院系公司全资子公司）是质检总局首批批准成立的第三方公正性技术检验机构，公司已累积 38 年行业经验。公司拥有国家市场监督管理总局认可的检测能力，截止目前拥有包括 12000+ 个参数，4000+ 个服务产品，涵盖国家标准、行业标准、国家标准、美欧日等发达国家标准、自研标准等共计 3900 余项；并取得公路综合甲级检测资质等，并成功入选《2021 年度铁路工程质量监督检测机构名录》。

公司是国内大基建领域内权威检验检测机构之一，且检测业务涉及多个领域。检测业务涵盖：项目工程（铁路、公路、桥梁、隧道、钢结构工程、人防工程等），金属与合金类材料及制品（钢丝线材、钢材型钢制品、铁铝铜合金等），高分子及复合材料（橡胶、涂料、防水材料、塑料管材、土工材料等），建筑材料（水泥、混凝土、粗细骨料等），煤矿设备。

图表35：检测业务分类

工程质量检测	金属材料检测	高分子材料检测	建筑材料检测
 桥梁检测	 钢材检测	 油漆涂料检测	 水泥检测
 隧道检测	 紧固件检测	 橡胶检测	 混凝土检测
 钢结构检测	 钢丝绳检测	 塑料检测	 机制砂检测
 公路检测	 预埋件检测	 土工材料检测	 外加剂检测

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司拥有国内权威检测资质，种类齐全。拥有 CAL、CMA、ILAC+CNAS、住建部见证取样/主体结构/地基基础/钢结构工程/城市桥梁资质、交通部综合甲级和桥隧专项检测资质、交通部公路工程甲级和公路机电专项监理资质、安全生产甲级检测资质、计量校准、司法鉴定、生态环境、特种设备检验检测等近 20 个资质。

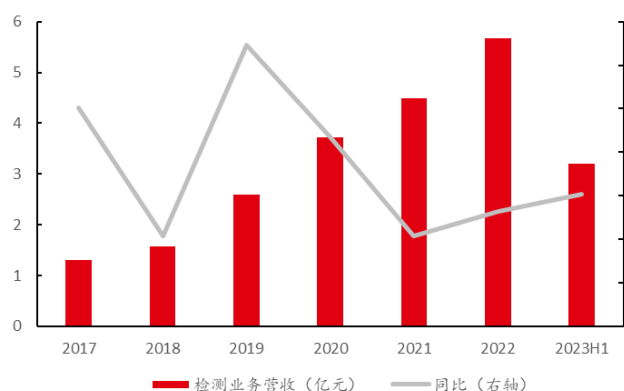
公司总部在郑州，持续在全国各地增设立分子公司及办事处。目前，公司在焦作、河北、安徽、四川、云南、广东、贵州、吉林等地设有 10 家分子公司实验室分子公司，34 个外驻服务网点，形成后劲强劲的辐射全国的检测服务网络。

### 4.3 业务保持高增速，毛利率达 50% 以上

检测业务是公司主要业务之一，近年来一直保持高增速。营收端：2022 年，检验检测业务营收为 5.68 亿元，同比增长 26.41%，占比总营收 20.56%；2017-2022 年 CAGR 约 34.3%，近年来一直保持高增速，得益于公司积极地拓展业务。毛利端：检验检测业务盈利能力强，毛利率保持在 50% 以上。2022 年及 2023 年上半年，公司检测业务毛利率分别为 56.63% 和 57.93%，高于业内其他上市公司如广电计量（39.62% 和 41.59%）、国检集团（45.61% 和 39.62%）、华测检测（49.39% 和 49.37%）、谱尼测试（35.79% 和 41.97%）。

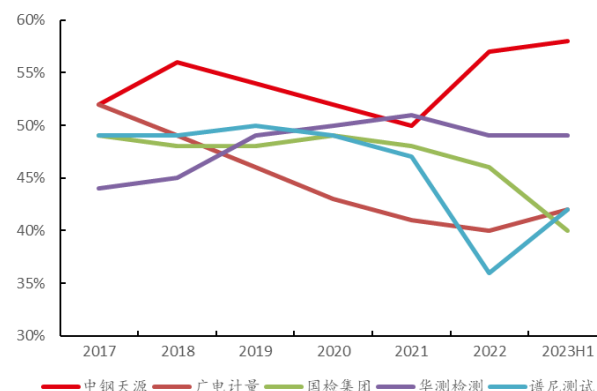


图表36：检测业务营收及同比增速



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表37：同业毛利率对比 (%)



资料来源：ifind，中邮证券研究所

#### 4.4 进军其他领域检测业务，同时运用数字化赋能

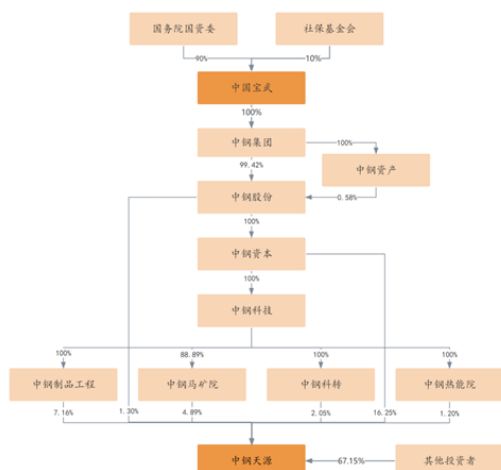
**进军其他领域检测业务，提升市占率。**2019 年，公司以 528 万元的价格收购贵州业黔的 80% 股权，开拓了建筑检测市场。吉林正达拥有交通运输部公路工程综合甲级资质，2020 年公司决定收购其 100% 的股权，意味着公司新增公路检验检测资质，日前公司与吉林正达完成整合，后者成为公司控股子公司中钢制品院的全资子公司。

**强力推行互联网+检测业务模式及检测设备自动化、智能化水平。**大力推进 LIMS 质检中心实验室信息管理系统，涵盖业务流程、财务、样品、人员、设备、客户、采集设备管理及电子记录、各类数据统计，实现检测业务全流程的线上管理，建立业务数据和财务数据的强关联并与 ERP 系统对接；2020 年，公司发行非公开发行股票募集资金，拟投资 9300.0 万元用以建设检测检验智能化信息化建设项目，建设周期 24 个月，本项目的整体建设方案是在质检中心目前的检验检测流程上进行智能化、信息化系统建设，将本部与各分支机构的工作纳入基于互联网、云平台的智能化信息化管理系统，突破地域、时间上的障碍，实现一体化无障碍多地协同检测工作。

### 5 宝武托管中钢集团，带来产业协同优势

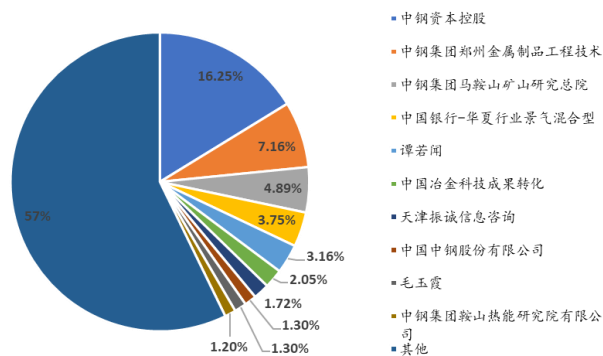
**宝武托管中钢集团，旨在化解中钢集团债务风险。**过去几年，中钢集团由于激进扩张，大量举债，2014 年出现贷款逾期，后于 2016 年与中行等 6 家债权人签署协议，进行债务重整，尽管后续经营情况有所好转，但负债率仍然居高不下。于是，中钢天源股份有限公司于 2020 年 10 月 11 日收到中国中钢集团有限公司通知，拟由中国宝武钢铁集团有限公司进行托管，2020 年 10 月 19 日，国资委正式宣布，由中国宝武对中钢集团进行托管，经营管理权等将交由宝武，以保障中钢集团生产稳定，本次托管事项不涉及公司重大资产重组事项，亦不会对公

图表38：重组完成后，中钢天源股权架构图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表39：公司前十大股东持股（截止 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司的控股股东是中钢资本不变，实际控制人是国资委保持不变。中钢集团通过控股子公司中国中钢股份有限公司及其控制下的企业合计持有公司股份超 2 亿股，占公司总股本的 32.31%，其中：中钢股份全资子公司中钢资本控股有限公司直接持有公司股份 1.23 亿股，占公司总股本的 16.25%。中钢资本仍为公司控股股东，国资委仍为公司的实际控制人。截至目前，公司控股股东及实际控制人均未发生变化。

中国宝武钢铁集团有限公司（简称中国宝武）由原宝钢集团有限公司和武汉钢铁（集团）公司联合重组而成，致力于构建以绿色精品智慧的钢铁制造业为基础，新材料产业、智慧服务业、资源环境业、产业园区业、产业金融业等相关产业协同发展的“一基五元”格局。宝武集团作为提供钢铁及先进材料综合解决方案和产业生态圈服务的高科技企业，未来有望给予公司更多产业资源支持，推动公司加速发展。

- 宝武集团是全球规模最大的钢铁企业，有望为公司提供优质铁红。2021 年，中国宝武钢产量达到 1.20 亿吨，实现“亿吨宝武”的历史性跨越，问鼎全球钢企之冠。而铁红是国内钢铁企业生产钢铁过程中产生的副产品，因此，宝武拥有足够的铁红产能，有望为公司提供优质的铁红资源，保障公司原材料供应。
- 宝武的新材料业务板块可与公司磁性材料有较多领域交叉，可发挥产业协同效应。主要相关子公司有宝武碳业、宝钢金属、宝钢包装、宝武特冶和武汉耐材，业务涉及四大核心板块：高性能金属材料领域、轻金属材料领域、高新型碳材料及纤维材料和新型陶瓷基复合材料。两者在技术、生产工艺、客户端等方面均有相关性，可发挥产业协同效应，实现共赢。

## 6 盈利预测

### 6.1 收入预测

假设：（1）四氧化三锰：需求有序增长，年内扩产至 2.5 万吨落地；（2）磁材：公司扩产项目会持续推进，毛利率稳定；（3）检测业务：保持 30%左右的增速，毛利率 58-60%左右。



预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 32.43/39.78/46.38 亿元,分别同比增长 17.39%/22.68%/16.60%;归母净利润分别为 3.97/5.43/6.68 亿元,分别同比增长 1.79%/36.97%/22.96%,对应 EPS 分别为 0.52/0.72/0.88 元。

图表40：收入预测

收入(百万元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
金属制品	335.17	437.01	415.88	457.46	471.19	485.32
		30.4%	-4.8%	10.0%	3.0%	3.0%
电子元件	320.11	573.53	657.93	701.63	945.33	1139.50
		79%	15%	7%	35%	21%
冶金、矿山、机电工业专用设备制造业	78.03	118.22	150.77	226.15	248.77	273.64
		51.5%	27.5%	10.0%	10.0%	10%
金属制品检测	372.41	449.42	568.11	749.91	974.88	1267.34
		21%	26%	30%	30%	22%
工业收入	526.19	954.53	853.38	987.56	1206.00	1327.55
		81%	-11%	15.7%	22%	10%
其他主营业务	40.22	80.81	116.31	119.92	131.91	145.10
		101%	44%	10.0%	10.0%	10%
合计收入（百万元）	1672.12	2613.52	2762.37	3242.62	3978.07	4638.45
		56.3%	5.7%	17.4%	22.7%	16.6%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 6.2 估值与投资建议

以 2023 年 9 月 25 日收盘价 8.75 元为基准，2023-2025E 对应 PE 分别为 16.74/12.22/9.94 倍。维持“买入”评级。

图表41：可比估值

证券代码	证券简称	9月25日收盘价（元）	2023E PE	2024E PE	2025E PE	2024E PB	2024E EPS
300748	金力永磁	16.67	27.57x	20.73x	16.63x	2.11x	0.97
300811	铂科新材	44.09	29.24x	21.03x	16.36x	3.04x	2.53
600366	宁波韵升	7.21	17.93x	14.47x	10.92x	1.12x	0.50
300835	龙磁科技	26.80	18.95x	12.21x	8.56x	2.41x	2.20
600330	天通股份	9.42	23.82x	18.98x	14.56x	1.36x	0.50
磁性材料行业平均			23.50x	17.48x	13.41x	2.01x	1.34
300012	华测检测	18.49	28.23x	22.96x	18.92x	4.00x	0.80
300887	谱尼测试	20.86	30.56x	23.17x	18.11x	1.84x	1.15
603060	国检集团	10.69	27.44x	22.43x	18.11x	3.65x	0.50
002967	广电计量	14.50	27.36x	19.58x	14.58x	2.02x	0.74
检测行业平均			28.40x	22.04x	17.43x	2.88x	0.80
002057	中钢天源	8.75	16.74x	12.22x	9.94x	1.78x	0.72

资料来源：ifind, 中邮证券研究所；

注：可比公司盈利预测来源于 ifind 一致预期，截止于 2023 年 9 月 25 日

## 7 风险提示

上游原料价格波动的风险；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2762	3243	3978	4638	营业收入	5.7%	17.4%	22.7%	16.6%
营业成本	2107	2380	2896	3354	营业利润	80.0%	7.4%	35.6%	25.2%
税金及附加	17	20	25	30	归属于母公司净利润	80.8%	1.8%	37.0%	23.0%
销售费用	51	55	67	78	<b>获利能力</b>				
管理费用	156	182	223	260	毛利率	23.7%	26.6%	27.2%	27.7%
研发费用	152	183	225	262	净利率	14.1%	12.2%	13.7%	14.4%
财务费用	-1	8	8	8	ROE	13.1%	12.4%	14.6%	15.2%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	8.6%	11.8%	13.9%	14.6%
<b>营业利润</b>	<b>456</b>	<b>489</b>	<b>663</b>	<b>830</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	7	9	5	资产负债率	32.9%	34.4%	34.0%	32.8%
营业外支出	0	2	1	1	流动比率	2.37	2.30	2.41	2.58
<b>利润总额</b>	<b>456</b>	<b>494</b>	<b>671</b>	<b>834</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	27	43	53	75	应收账款周转率	2.69	2.70	2.80	2.75
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>451</b>	<b>618</b>	<b>759</b>	存货周转率	6.55	7.50	7.54	7.47
归母净利润	390	397	543	668	总资产周转率	0.56	0.62	0.67	0.67
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.51</b>	<b>0.52</b>	<b>0.72</b>	<b>0.88</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.51	0.52	0.72	0.88
货币资金	1161	1271	1655	2240	每股净资产	3.91	4.20	4.92	5.80
交易性金融资产	50	50	50	50	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1414	1678	2076	2399	PE	17.04	16.74	12.22	9.94
预付款项	31	36	42	50	PB	2.24	2.08	1.78	1.51
存货	395	470	586	657	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3307</b>	<b>3837</b>	<b>4737</b>	<b>5750</b>	净利润	429	451	618	759
固定资产	781	781	781	781	折旧和摊销	93	0	0	0
在建工程	258	258	258	258	营运资本变动	-262	-148	-218	-169
无形资产	241	241	241	241	其他	-94	-18	-59	-100
<b>非流动资产合计</b>	<b>1672</b>	<b>1682</b>	<b>1682</b>	<b>1682</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>167</b>	<b>284</b>	<b>340</b>	<b>490</b>
<b>资产总计</b>	<b>4979</b>	<b>5520</b>	<b>6420</b>	<b>7432</b>	资本开支	-265	4	5	3
短期借款	66	66	66	66	其他	180	13	62	105
应付票据及应付账款	999	1276	1530	1720	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-85</b>	<b>17</b>	<b>68</b>	<b>108</b>
其他流动负债	331	327	370	438	股权融资	54	8	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1396</b>	<b>1669</b>	<b>1967</b>	<b>2225</b>	债务融资	-82	11	-15	-5
其他	240	232	217	212	其他	-136	-210	-8	-8
<b>非流动负债合计</b>	<b>240</b>	<b>232</b>	<b>217</b>	<b>212</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-164</b>	<b>-191</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>
<b>负债合计</b>	<b>1636</b>	<b>1900</b>	<b>2183</b>	<b>2436</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-81</b>	<b>110</b>	<b>384</b>	<b>585</b>
股本	759	759	759	759					
资本公积金	1211	1220	1220	1220					
未分配利润	945	1099	1561	2129					
少数股东权益	375	429	503	594					
其他	52	112	194	294					
<b>所有者权益合计</b>	<b>3343</b>	<b>3619</b>	<b>4237</b>	<b>4996</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>4979</b>	<b>5520</b>	<b>6420</b>	<b>7432</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048