

金力永磁 (300748.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球稀土永磁龙头，多元化布局稳步增长

投资逻辑

高性能钕铁硼永磁龙头企业。公司是全球新能源和节能环保领域高性能钕铁硼材料的领先供应商，拥有赣州、包头、宁波三大基地，中国香港、欧洲、日本、美国四大销售基地，18年9月在深交所创业板挂牌上市，并于22年1月在港交所主板挂牌上市。23上半年公司实现营收34.30亿元，同增3.81%；实现归母净利润3.33亿元，同降28.23%，主要因为公司22年上半年因发行H股取得募集资金结汇实现汇兑收益1.3亿元，22上半年净利润扣除该汇兑收益后，23上半年净利润较上年同期呈平稳发展状态。

稀土短期价格承压，中长期需求空间广阔。新能源车、风电、节能家电与电梯、机器人等领域对钕铁硼需求持续增长，我们预计25年全球高性能钕铁硼需求超20万吨，3年CAGR=20.5%。23年稀土开采指标为24万吨，同增14%。23上半年受需求下滑影响，氧化镨钕价格从年初到目前跌幅超30%，7月以来企稳回升，目前氧化镨钕在52万元/吨，预计短期内价格以震荡为主，中期价格预计在40-50万/吨。我国稀土永磁产量占全球超过90%，高端产品资金门槛、技术壁垒高，龙头企业积极扩产，集中度将进一步提升。

产能稳步扩张，新能源占比持续提升。22年公司钕铁硼下游结构为新能源汽车40.32%、节能空调25.57%、风力发电10.02%。新能源汽车领域，全球十大新能源汽车厂商都是公司的客户；风力发电领域，全球前五名风力发电机制造商中有四家为主要客户；节能空调领域，全球变频空调压缩机前十大生产商中有八家公司为主要客户。当前公司毛坯产能为23000吨/年，包括赣州总部15000吨毛坯产能，及包头一期项目8000吨产能，当前在建工程为包头二期和宁波基地：包头二期产能为12000吨项目于22年开工，预计23年底建成；宁波基地为3000吨/年高端磁材及1亿台套组件项目预计23年底建成；赣州年产2000吨高效节能电机用磁材项目启动建设。预计25年公司毛坯产能将扩至40000吨/年。此外，公司在墨西哥同步布局5000吨/年废旧磁钢回收产能。

盈利预测、估值和评级

预计23-25年公司归母净利润分别为7.69亿元、10.38亿元、12.63亿元；实现EPS分别为0.57元、0.77元、0.94元；对应PE分别为29倍、22倍、18倍。考虑到公司下游结构优化成长空间广阔，给予公司24年24倍PE，对应市值为249亿元，目标价18.55元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；产能扩张不及预期；汇率波动风险等。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

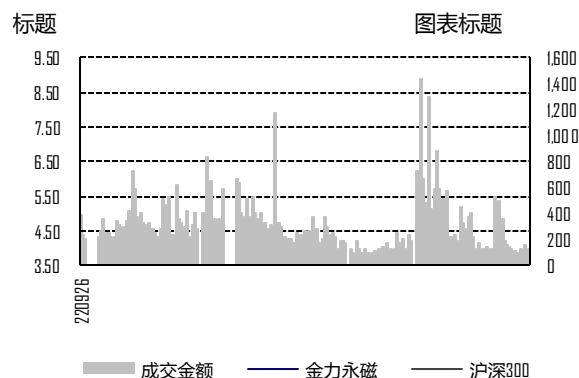
lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.67元

目标价 (人民币)：18.55元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,080	7,165	7,943	10,049	11,628
营业收入增长率	68.78%	75.61%	10.86%	26.51%	15.72%
归母净利润(百万元)	453	703	769	1,038	1,263
归母净利润增长率	85.32%	55.09%	9.46%	34.96%	21.69%
摊薄每股收益(元)	0.637	0.839	0.573	0.773	0.941
每股经营性现金流净额	0.14	0.35	0.45	1.04	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.28%	10.36%	10.58%	13.15%	14.60%
P/E	70.44	34.89	28.64	21.22	17.44
P/B	10.76	3.61	3.03	2.79	2.55

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、聚焦高性能钕铁硼永磁业务.....	4
二、第三代钕铁硼永磁性能优异，需求空间广阔.....	6
2.1 能源转型趋势不改，钕铁硼需求稳步上升.....	6
2.2 龙头企业产能扩张，集中度进一步提升.....	7
三、晶界渗透技术配合产能扩张，巩固优势拓展新兴领域.....	11
3.1 生产工艺体系完善，钕铁硼产品性能卓越.....	11
3.2 新建产能陆续投产，先进技术协助控制成本.....	12
3.3 新能源车助推营收增长，下游业务板块优化.....	13
四、盈利预测与投资建议.....	14
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司股权结构图（截至 2023 年半年报）.....	4
图表 2： 公司主要产品为高性能钕铁硼永磁材料.....	4
图表 3： 公司 23 年上半年营收同增 3.81%.....	5
图表 4： 公司主要利润来源为烧结钕铁硼.....	5
图表 5： 公司 23 上半年归母净利润同降 28.23%.....	5
图表 6： 公司 23 上半年综合毛利率为 15.72%.....	5
图表 7： 公司研发费用占比持续增长.....	6
图表 8： 公司钕铁硼营收增速居行业前列.....	6
图表 9： 公司钕铁硼营收总额居行业前列（亿元）.....	6
图表 10： 钕铁硼业务毛利率居行业前列.....	6
图表 11： 定增募资 6.78 亿元主要用于年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目.....	6
图表 12： 稀土永磁材料经历四次迭代.....	7
图表 13： 预计到 25 年全球总体高性能钕铁硼需求 21.71 万吨.....	7
图表 14： 18-22H1 中国钕铁硼永磁产量（万吨）.....	8
图表 15： 15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量（万吨）.....	8
图表 16： 国外主要稀土永磁企业为日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等.....	8
图表 17： 国内主要稀土永磁企业积极扩产.....	8
图表 18： 稀土价格历史上经历四次波动.....	10
图表 19： 工信部每年发布两次稀土开采冶炼和指标.....	10
图表 20： 公司钕铁硼产品生产工艺流程与核心技术.....	11



图表 21: 可比公司钕铁硼产品磁性能对比	11
图表 22: 公司预计 25 年钕铁硼毛坯产能扩至 4 万吨/年	12
图表 23: 公司 23 年上半年使用晶界渗透技术生产产品占总产量的 86.03%	12
图表 24: 公司钕铁硼产品成本主要来自原材料	13
图表 25: 23 上半年公司钕铁硼产品毛利率为 14.55%	13
图表 26: 公司在墨西哥开展废旧磁钢综合利用项目	13
图表 27: 23 上半年公司在新能源领域营收高增 (亿元)	14
图表 28: 公司在新能源汽车领域营收占比持续扩大	14
图表 29: 公司海外营收占比持续增长	14
图表 30: 公司海外市场拓展潜力大	14
图表 31: 分业务盈利预测	15
图表 32: 可比公司估值	15



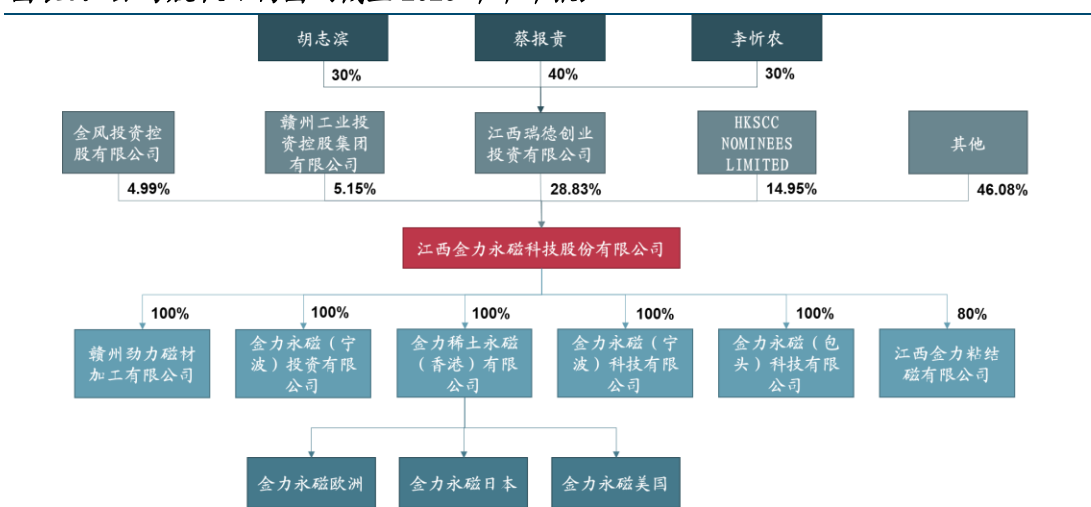
一、聚焦高性能钕铁硼永磁业务

公司成立于 2008 年 8 月，是我国高性能钕铁硼永磁材料的龙头企业，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。公司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、工业节能电机、节能电梯等领域，并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系，公司于 2018 年 9 月在深交所创业板挂牌上市，并于 2022 年 1 月正式在港交所主板挂牌上市。截至 2023 年上半年，公司实际控制人为蔡报贵、胡志滨、李忻农，持股比例分别为 40%、30%、30%，三人通过江西瑞德创业投资有限公司持股比例为 28.83%。

三大制造基地：目前公司拥有赣州、包头、宁波三大生产基地。其中全资子公司金力永磁（宁波）科技有限公司成立于 2020 年 1 月、金力永磁（包头）科技有限公司成立于 2020 年 8 月。

四大销售基地：目前公司在中国香港、欧洲、日本、美国等地建立了完善的销售服务机构，均为公司全资子公司。在聚焦国内市场的同时，亦在积极出海拓展，谋求新的业务增长点。

图表1：公司股权结构图（截至 2023 年半年报）



来源：wind，国金证券研究所

公司主要产品为高性能烧结钕铁硼永磁材料，产品具有高磁能积、高矫顽力、高服役特性，广泛应用于汽车工业、工业电机和高端消费类电子等重要领域，是新能源汽车驱动电机、汽车 EPS、风力发电、节能电机、工业机器人、5G、3C 等产品的重要功能材料，出口欧美、亚太等逾二十多个国家和地区。

公司目前已具备全产品生产能力，具体涵盖产品研究与开发、模具开发与制造、坯料生产、成品加工、表面处理等各环节，并对各工艺流程进行全面控制和管理。目前已批量供应 N58、56M、56H、56SH、54UH、50EH、45AH、38VH 等牌号系列高性能烧结钕铁硼磁钢，同时可提供注塑磁和模压磁，产品种类齐全，稳定性强，综合品质及性价比较高，在行业中具有较强的竞争力。

图表2：公司主要产品为高性能钕铁硼永磁材料

产品系列	最高使用温度	内禀矫顽力 (H _{cj})	主要应用领域
N 系列	80℃	H _{cj} ≥12K0e	MRI、音响家电系列产品
M 系列	100℃	H _{cj} ≥14K0e	VCM、MRI、磁选机、通讯和 IT 系列产品
H 系列	120℃	H _{cj} ≥17K0e	VCM、线性电机、微型电机和传感器等领域
SH 系列	150℃	H _{cj} ≥20K0e	普通电机、工业电机、风力发电机、汽车传感器等领域
UH 系列	180℃	H _{cj} ≥25K0e	工业电机、风力发电机、汽车传感器、汽车电机等领域
EH 系列	200℃	H _{cj} ≥30K0e	特种电机、汽车电机、汽车电磁阀门和高温下使用的传感器等领域
AH 系列	230℃	H _{cj} ≥35K0e	
VH 系列	250℃	H _{cj} ≥39K0e	主要代替部分 SmCo 的使用领域，如高温下使用特种电机、电磁阀门和传感器等领域



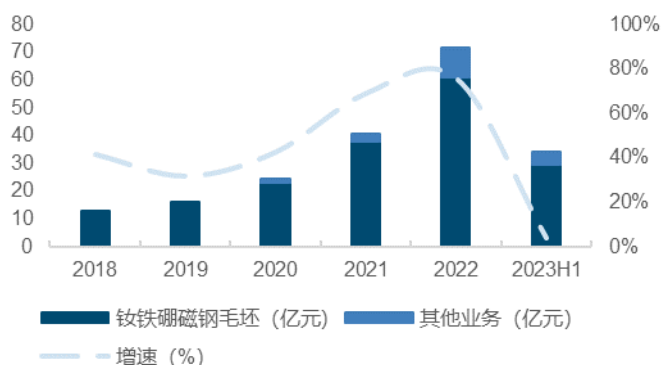
产品系列	最高使用温度	内禀矫顽力 (H _{cj})	主要应用领域
粘结钕铁硼	-	-	分为压制成型和注塑成型，主要应用于电动工具、工业与家用风扇、步进电机和无人机等。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

得益于新能源领域需求高速增长，22 年公司实现营收 71.65 亿元，同增 75.61%；实现归母净利润 7.03 亿元，同增 55.19%。23 上半年公司实现营收 34.30 亿元，同增 3.81%；实现归母净利润 3.33 亿元，同降 28.23%，主因稀土价格下跌趋势下公司毛利率同降 4.81pcts，且资产减值损失同增 275%。

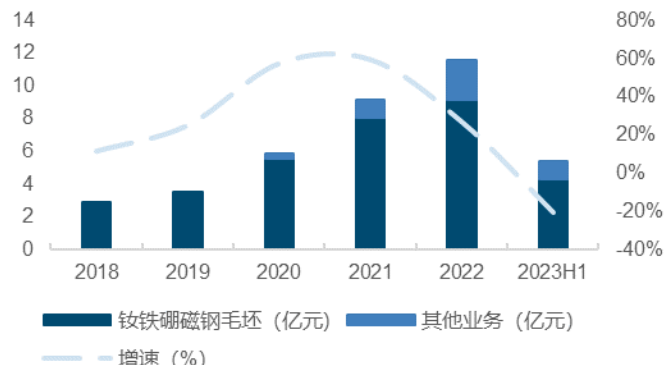
烧结钕铁硼产品是公司营收、毛利主要来源，22 年营收占比 85%，毛利占比 79.2%，毛利率 15.10%，同降 6.22pcts。23 上半年营收占比 86.27%，毛利占比 79.96%，毛利率 14.55%，同降 4.5pcts。公司烧结钕铁硼磁体采取成本加成的定价方式，以产品配方、材料利用率、人工等制造成本、相关费用和税金以及合理利润空间来确定对外销售基准报价。

图表3：公司 23 年上半年营收同增 3.81%



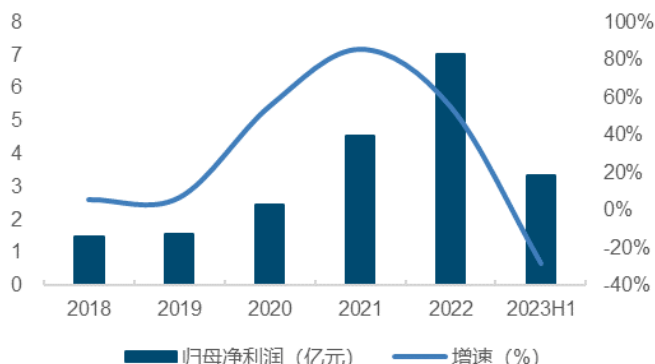
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：公司主要利润来源为烧结钕铁硼



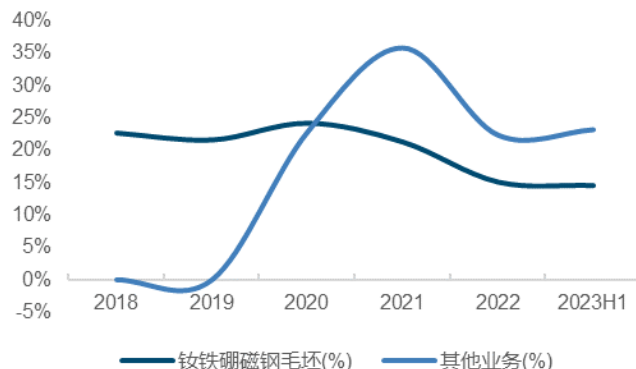
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：公司 23 上半年归母净利润同降 28.23%



来源：wind，国金证券研究所

图表6：公司 23 上半年综合毛利率为 15.72%



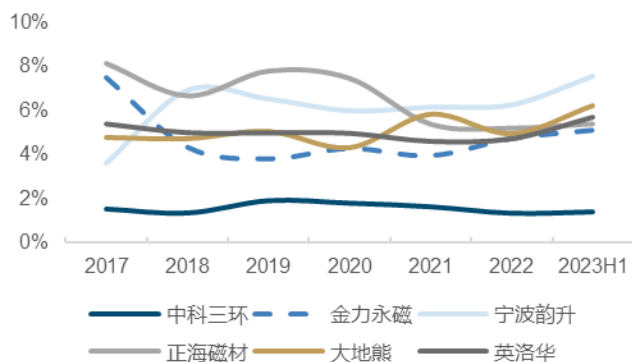
来源：wind，国金证券研究所

公司研发费用占比长期稳定在 3.5% 以上，营收增速居行业前列。22 年公司研发费用 3.37 亿元，同增 110.63%，占营收比例 4.71%；研发人员 647 人，研发人员占比 12.93%。公司在晶界渗透技术、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方面取得了较多优秀成果。

公司钕铁硼业务营收总额、营收增速及毛利率均处于行业领先地位。22 年公司钕铁硼业务营收总额为 60.83 亿元，同增 17.97%，毛利率为 15.10%；23 上半年营收总额为 29.59 亿元，同增 5.09%，毛利率为 14.55%。

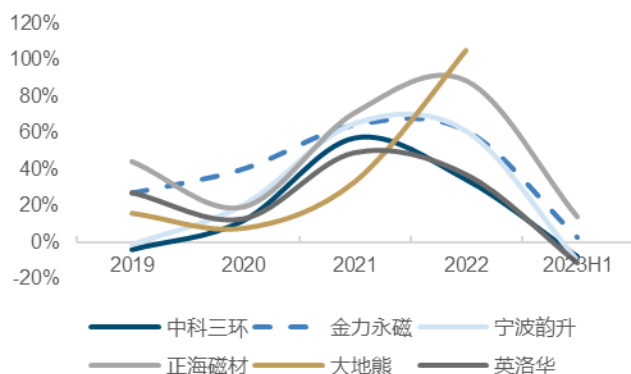


图表7：公司研发费用占比持续增长



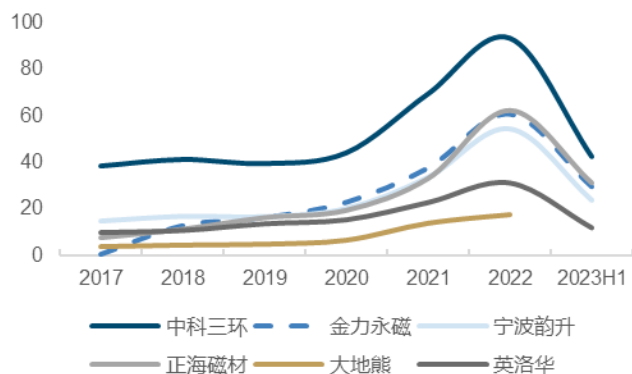
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司钕铁硼营收增速居行业前列



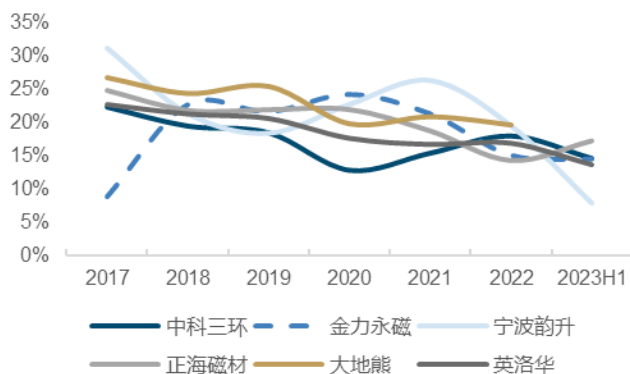
来源：Wind，国金证券研究所

图表9：公司钕铁硼营收总额居行业前列（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：钕铁硼业务毛利率居行业前列



来源：Wind，国金证券研究所

20 年 11 月，公司发布向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书（注册稿），募集资金总额 5.1 亿元，主要投资项目为“年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目”，项目建成后将新增 3000 吨/年烧结钕铁硼毛坯生产能力，最终新增新能源汽车产品（成品）销量 1400 吨/年及 3C 产品（成品）销量 500 吨/年。截至 23 年 6 月底，公司募集资金已累计使用 4.5 亿元，预计 23 年年底达产。

图表11：定增募资 6.78 亿元主要用于年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目

项目名称	募集资金实际投入金额（亿元）	建设周期	新增产能
年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目	4.5	24 个月	本项目建成后将新增 3000 吨/年烧结钕铁硼毛坯生产能力，最终新增新能源汽车产品（成品）销量 1400 吨/年、3C 产品（成品）销量 500 吨/年。

来源：公司 2020 年度向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书（注册稿），公司 2023 年半年报，国金证券研究所

二、第三代钕铁硼永磁性能优异，需求空间广阔

2.1 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、钕等稀土金属与钴、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12：稀土永磁材料经历四次迭代

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

烧结钕铁硼是第三代稀土永磁材料，号称“磁王”，是当今世界上磁性最强的永磁材料，具有优异的磁性能。广泛应用于汽车工业、工业电机、消费类电子、清洁能源、航空航天等各个领域。磁体主要成份为 Nd₂Fe₁₄B，拥有极高的磁性能，其最大磁能积 (BH)_{max} 高过铁氧体 (Ferrite) 10 倍以上，最高工作温度可达 250℃。

根据《烧结钕铁硼永磁材料》，烧结钕铁硼磁材按照矫顽力高低划分，分为低矫顽力 (N)、中等矫顽力 (M)、高矫顽力 (H)、特高矫顽力 (SH)、超高矫顽力 (UH)、极高矫顽力 (EH)、至高矫顽力 (TH) 七大类。根据行业惯例，内禀矫顽力 (kOe) 和最大磁能积 (MGoe) 之和大于 75 的烧结钕铁硼永磁材料，属于高性能钕铁硼永磁材料。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于高技术壁垒领域的各种型号的电机、压缩机、传感器。根据产品在下游应用上划分，包括新能源汽车、风力发电、变频空调、工业电机、消费电子、智能制造等领域。低性能钕铁硼主要应用于磁吸附、磁选、电动自行车、箱包扣、门扣、玩具等领域。

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13：预计到 25 年全球总体高性能钕铁硼需求 21.71 万吨

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

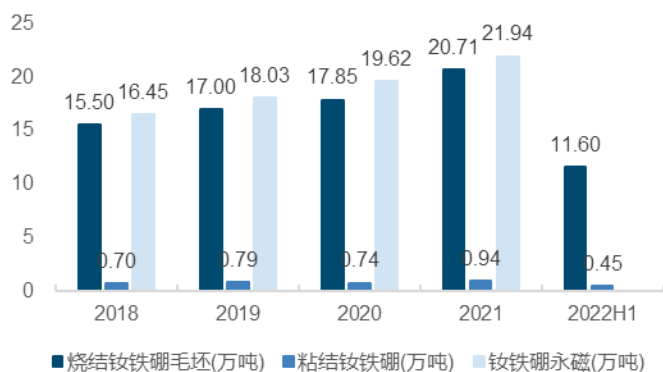
来源：中汽协，GWEC，wind，智研咨询，国金证券研究所

2.2 龙头企业产能扩张，集中度进一步提升

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。



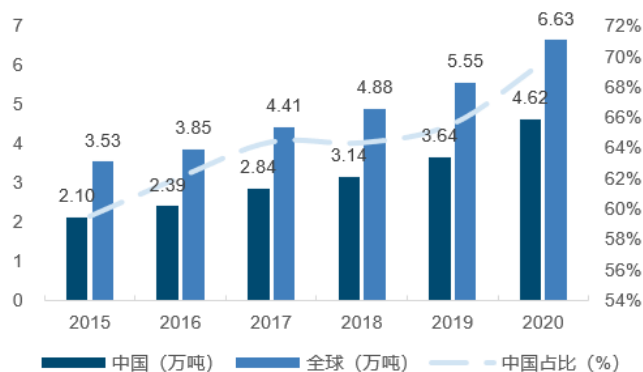
图表14: 18-22H1 中国钕铁硼永磁产量 (万吨)



来源: 中国稀土行业协会, 智研咨询, 工信部, 国金证券研究所

注: 数据截至 22 上半年

图表15: 15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量 (万吨)



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

高端钕铁硼永磁制造工艺复杂, 客户认证程序繁琐, 具有较高的技术门槛和市场壁垒。在产业发展之初, 日本、欧美等国在钕铁硼永磁材料的研发、生产和推广应用等方面一直位居世界前列, 长期垄断高端市场, 借助快速发展的市场需求, 形成了日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等数家竞争力极强的企业。

图表16: 国外主要稀土永磁企业为日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等

名称	基本信息	工艺	产品类型
日立金属株式会社	日立金属株式会社成立于 1956 年, 是世界顶级的钕铁硼磁体制造商, 掌握多项全球最先进的钕铁硼制造技术	烧结、粘结	烧结钕铁硼磁体、超高密度粘结磁体、添加 La、Co 成分的铁氧体磁体
TDK 株式会社	TDK 株式会社成立于 1935 年, 从 1950 年开始研发磁性材料, 并致力于开发不含重稀土的高性能稀土永磁材料	烧结	烧结钕铁硼磁体、添加 La、Co 成分的铁氧体磁体
信越化学工业株式会社	信越化学工业株式会社成立于 1926 年, 在日本富山县设立磁性材料研究所, 能够生产完整系列的高性能钕铁硼永磁材料	烧结	烧结钕铁硼磁体
德国 VAC	德国 VAC 历史可追溯至 1914 年, 作为欧洲第一大磁性材料生产商, 产品涉及从软磁到高性能钕铁硼永磁材料	烧结、粘结	烧结钕铁硼磁体、烧结钕钴磁体
麦格昆磁	麦格昆磁现为加拿大 Neo 高性能材料公司的子公司, 是全球粘结钕铁硼磁性材料研发和制造领域的领军企业	粘结、热压	MQP 系列不含 Dy 粘结钕铁硼磁粉; MQ3 热变形磁体用磁粉

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

随着国内行业龙头积极引进海外高性能磁材技术, 通过深度研发逐步在高端产品市场形成了以金力永磁、中科三环、正海磁材、宁波韵升、大地熊、等为代表的国内领先企业与数家国际先进企业分庭抗礼的格局。

目前全国约有 200 多家生产企业, 绝大部分企业的年产量在 2000 吨以下, 技术水平低、工艺设备落后, 产品为中低端制品, 同质化严重, 竞争激烈。高端市场具有较高的技术、资金准入门槛, 未来发展空间广阔。行业龙头公司将通过扩产进一步提升高性能钕铁硼产能, 以低重稀土、无重稀土为代表的新技术得到快速推广, 以满足不断增长的市场需求; 凭借在技术、资金、管理、客户等方面的良好积累, 行业头部企业竞争优势有望进一步增强, 行业集中度呈现逐步提升的格局。

图表17: 国内主要稀土永磁企业积极扩产

公司	介绍	现有产能 (万吨)	规划总产能 (万吨)	进度
----	----	-----------	------------	----



公司	介绍	现有产能 (万吨)	规划总产能 (万吨)	进度
金力永磁	国内新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商,产品被广泛应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造、3C 等领域。	2.3	4	2023 年达到 26000 吨,到 2025 达到 40000 吨
中科三环	国内率先进入钕铁硼高端市场的钕铁硼生产企业,打破了美、欧、日等产业巨头的长期垄断。公司主要产品为应用于电子元器件的钕铁硼永磁材料,广泛应用于计算机、家电、风电、通讯、医疗、汽车等领域。	2.5	3	2024 年底前达到 3 万吨
宁波韵升	1995 年进入稀土永磁材料行业,公司在宁波、包头有两大生产基地,主要业务是为客户提供高端稀土永磁材料应用的解决方案,并致力于向下游的磁组件应用领域延伸,是全球领先的稀土永磁材料应用方案供应商。	2.1	3.6	2022 年产能 2.1 万吨,到 2025 年中旬公司将形成年产 3.6 万吨的高性能钕铁硼生产能力
大地熊	成立于 2003 年,主要产品是“大地熊”牌烧结钕铁硼永磁材料,经过多年的产品研发和产业化的关键技术创新,公司在烧结钕铁硼永磁产品的磁体制备、机械加工、表面防护和再生制造等方面取得了较多优秀成果,技术创新能力和产业化能力较强。	0.8	2.1	2022 年末产能 8000 吨,2025 年达到 2.1 万吨
正海磁材	成立于 2000 年,公司致力于高端稀土永磁材料及元器件的研发和制造,在国内建立了 5 处生产基地,在德国、日本、韩国、美国、马来西亚设立子公司。2015 年 3 月,收购上海大郡,进入新能源汽车电机驱动系统领域,形成双主业发展模式。	1.65	3.6	2026 年达到 3.6 万吨
英洛华	成立于 2003 年的浙江英洛华磁业有限公司(原横店集团稀土永磁材料总厂,创始于 1986 年)是国内领先的集研发、生产、销售为一体的磁性材料专业公司,是国家级高新技术企业,专业生产高性能烧结钕铁硼、粘结钕铁硼等稀土永磁产品及钨合金产品。	1.3	1.5	2023 年新增 2000 吨左右的产能

来源:各公司年报、官网,国金证券研究所

历史上,稀土发生过四轮涨价:2010-2011 年、2013-2014 年、2017-2018 年以及 2021-2022 年,前三波上涨行情均为政策短期驱动,缺少长期增长逻辑。第四波上涨主要因下游需求旺盛,稀土有明确性需求增量。

1) 第一波(2010-2011 年):金融危机后经济逐渐复苏,我国首次提出了“国家实施稀土战略储备”的正式意见,坚持控制稀土总量和优化存量,大幅提高稀土资源税收标准,进一步提高行业集中度。政策控制力度加大,供给急速缩减,稀土价格飙升至历史最高点。

2) 第二波(2013-2014 年):工信部组织开展“稀土打黑”专项行动,要着重打击非法稀土生产背后的黑色利益链。2012 年以来,稀土价格因为黑稀土泛滥而持续下跌,黑稀土产业既严重干扰市场秩序,又加剧稀土资源破坏、流失。打黑专项行动控制黑稀土产量,稀土价格回升。

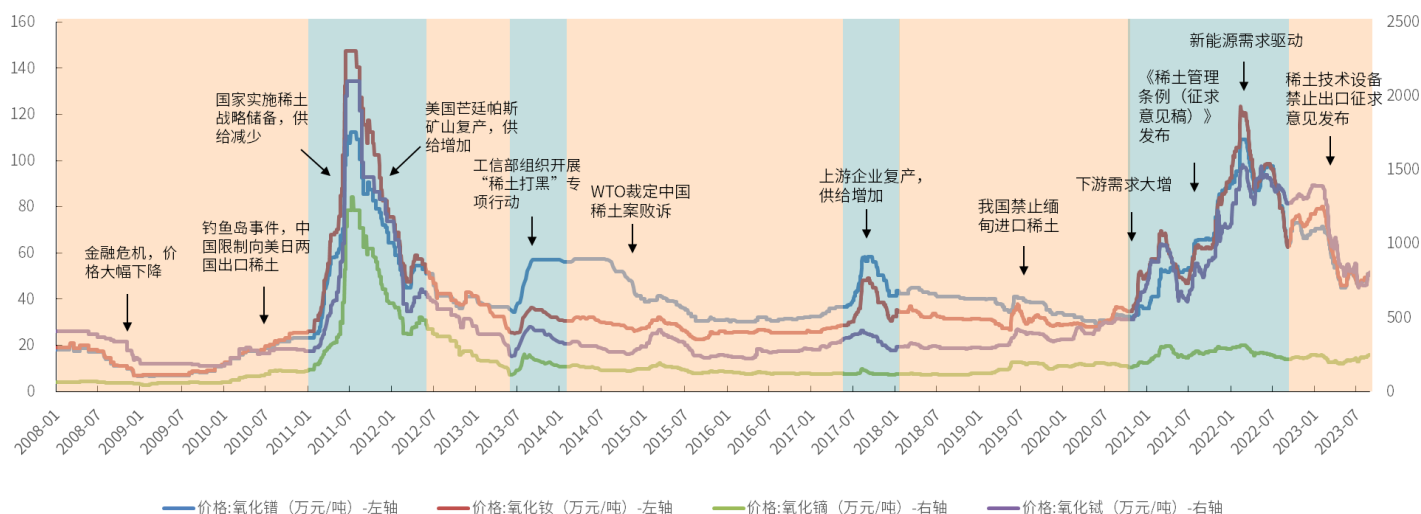
3) 第三波(2017-2018 年):稀土打黑持续深入,政策逐步严格。2017 年三轮国储招标,频次增多但每次的收储规模缩减,随着收储价格均逐步提高,每次微幅溢价。行业的发展及价格走势依旧对国家政策的依赖性较大。

4) 第四波(2021-2022 年):主要为需求驱动,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,下游迎来了不同幅度的上涨行情,且持续性和确定性较强。

23 上半年受需求下滑影响,稀土价格走势较弱,主要表现在第二季度末的镨钕镱钽价格较年初明显下降,氧化镨钕、氧化钕、镨钕金属和氧化钽价格下降幅度均达到 35%左右,实际成交量偏少。7 月以来,稀土价格企稳,并逐渐上升。下半年关注第二批指标释放量,预计短期内稀土价格以震荡为主,中期价格预计在 40-50 万/吨。



图表18：稀土价格历史上经历四次波动



来源：wind，国金证券研究所

我国稀土总量控制指标区分轻重稀土资源进行管控，新一轮行业整合大势开启

21 年 12 月，中铝集团、中国五矿、赣州市人民政府等进行相关稀土资产的战略性重组为中国稀土集团，股权结构为：国务院持股 31.21%，中国铝业集团、中国五矿和赣州稀土集团分别持股 20.33%，中国钢研科技集团、有研科技集团分别持股 3.9%。

22 年 9 月，中国稀土集团合计持有五矿稀土 3.93 亿股股份，占其总股本的 40.08%，五矿稀土实际控制人已由五矿集团变更为中国稀土集团，最终实际控制人仍为国务院国资委，因此五矿稀土更名为中国稀土。重组后的中国稀土集团中重稀土开采指标占我国中重稀土开采总量的近 70%，与北方稀土南北呼应，塑造了一南一北两大稀土集团的新格局。

22 年 10 月，广晟有色间接控股股东广晟集团与中国稀土集团将实现战略合作，随着两大稀土集团之间联手，国内稀土资源整合进度将会提速，从而促进稀土定价话语权重塑。

23 年 9 月，厦门钨业发布公告，与中国稀土集团签署合作框架协议，拟成立两家合资公司，中国稀土集团持股 51%，厦门钨业（或其控股子公司）持股 49%，共同合作运营厦门钨业旗下控制的稀土矿山和稀土冶炼分离产业，并争取进一步扩大开采规模及冶炼分离规模，力争将福建省内采矿证下可开采储量长期维持在 20 万吨 REO 以上，冶炼分离合资公司在合作后 2-3 年内于福建省内择地投资新建 5000-10000 吨分离产能。

23 年整体稀土开采指标为 24 万吨，同比增加 14%；冶炼分离产品 23 万吨，同比增长 14%。

图表19：工信部每年发布两次稀土开采冶炼和指标

	2018		2019		2020		2021		2022		2023E	
折 REO	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批
中国稀有稀土	8645	5705	7175	9675	8425	8625	10230	6820				
同比			-17%	70%	17%	-11%	21%	-21%				
五矿稀土集团	1582	428	1005	1005	1005	1005	1206	804	36906	25304	35548	31662
同比			-36%	135%	0%	0%	20%	-20%				
中国南方稀土集团	18725	9525	14125	22125	18125	23125	24750	17700				
同比			-25%	132%	28%	5%	37%	-23%				
稀土集团合计	28952	15658	22305	32805	27555	32755	36186	25324				
同比			-23%	110%	24%	0%	31%	-23%	2%	0%	-4%	25%
北方稀土	41650	27600	34625	36125	35375	38175	44130	56220	60210	81440	80943	85707
同比			-17%	31%	2%	6%	25%	47%	36%	45%	34%	5%
厦门钨业	1358	2082	1720	1720	1720	1720	2064	1376	2064	1376	1966	1474
同比			27%	-17%	0%	0%	20%	-20%	0%	0%	-5%	7%
广东省稀土产业集团	1540	1160	1350	1350	1350	1350	1620	1080	1620	1080	1543	1157



	2018		2019		2020		2021		2022		2023E	
折 REO	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批
同比			-12%	16%	0%	0%	20%	-20%	0%	0%	-5%	7%
半年合计	73500	46500	60000	72000	66000	74000	84000	84000	100800	109200	120000	120000
同比			-18%	55%	10%	3%	27%	14%	20%	30%	19%	10%
全年合计	120000		132000		140000		168000		210000		240000	
同比			10%		6%		20%		25%		14%	

来源：工信部，国金证券研究所

三、晶界渗透技术配合产能扩张，巩固优势拓展新兴领域

3.1 生产工艺体系完善，钕铁硼产品性能卓越

公司烧结钕铁硼永磁材料的生产工艺流程可划分为毛坯生产工序和产品加工工序两个阶段；毛坯生产工序主要包括真空熔炼、氢气破碎、气流磨、取向压型、高温烧结等；产品加工工序主要包括机械加工、晶界渗透、表面处理、检测、充磁等。

技术研发方面，公司创新开发了晶界渗透技术、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等技术，形成了满足超高磁性能烧结钕铁硼永磁材料制备要求的新型工艺技术体系。在配方中添加重稀土镨和铽是获得高矫顽力系列烧结钕铁硼永磁材料的重要方法，由于镨、铽等重稀土资源稀缺、价格昂贵，降低烧结钕铁硼永磁材料的重稀土含量，有助于降低高矫顽力系列烧结钕铁硼永磁材料的配方成本、节约宝贵的重稀土资源。

图表20：公司钕铁硼产品生产工艺流程与核心技术



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

钕铁硼产品性能达到国际一流水平。烧结钕铁硼永磁材料的最重要性能指标为磁性能，包括剩磁、内禀矫顽力和最大磁能积。根据国家级法定计量技术机构中国计量科学研究院测试报告，公司生产的烧结钕铁硼永磁体最高的最大磁能积达到 55MGOe，内禀矫顽力与最大磁能积数值之和达到 78 (20℃)，属于超高磁性能烧结钕铁硼。与国内同行业上市公司相比，公司钕铁硼产品的性能卓越，处于行业领先地位。

图表21：可比公司钕铁硼产品磁性能对比

项目	金力永磁	国家标准	中科三环	宁波韵升	正海磁材	英洛华	大地熊	信越化学	日立金属
磁性能-单类产品									
中最高剩磁 (kGs)	14.5-15.0	≥14.5	14.5-15.0	14.6-15.2	≥14.7	≥14.4	14.5-15.0	14.1-14.7	14.2-14.8



项目	金力永磁	国家标准	中科三环	宁波韵升	正海磁材	英洛华	大地熊	信越化学	日立金属
磁性能-单类产品									
中最高内禀矫顽力 (kOe)	≥39	≥35	≥40	≥34	≥40	≥35	≥40	≥35	≥28
磁性能-单类产品									
中最高最大磁能积 (MGOe)	51-55	51-55	51-55	52-56	≥52	51-55	51-54	47-53	48-53
磁性能-单类产品									
中最高内禀矫顽力与最大磁能积数之和	78	72	79	78	80	76	79.5	77	74
服役特性-最高工作温度 (°C)	250	-	-	240	250	220	250	-	-

来源：大地熊招股说明书，国金证券研究所

3.2 新建产能陆续投产，先进技术协助控制成本

22 年钕铁硼毛坯年产能 2.3 万吨，25 年计划扩产至 4 万吨

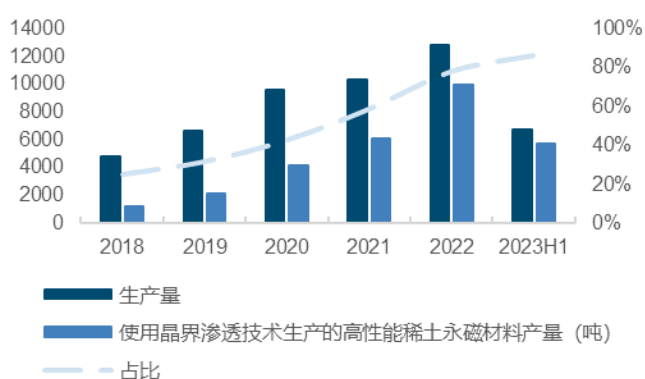
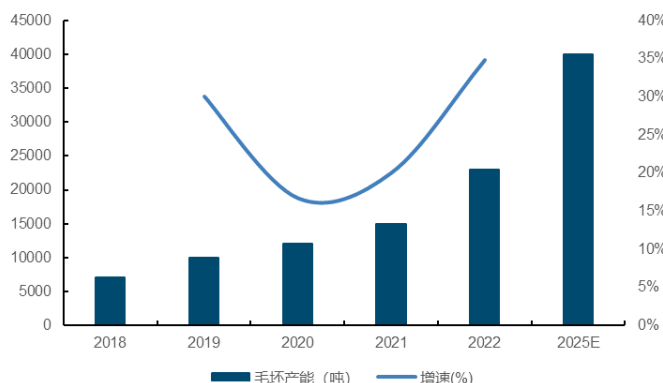
公司总部所在的赣州厂区目前是国内单厂产能最大的高性能稀土永磁材料生产基地，具备年产 15000 吨毛坯的生产能力。同时，公司还在不断优化产能布局，建设包头和宁波生产基地。根据公司 22 年报，包头一期“高性能稀土永磁材料基地项目”已达产，公司的高性能钕铁硼永磁材料毛坯年产能增加至 23000 吨；包头二期年产 12000 吨产能的项目于 22 年开工，预计于 23 年底建成。根据 23 年中报，宁波 3000 吨/年高端磁材及 1 亿台套组件产能项目正在建设，预计 23 年底建成；赣州基地年产 2000 吨高效节能电机用磁材基地项目启动建设。预计 25 年公司钕铁硼永磁毛坯产能将扩至 40000 吨/年。

晶界渗透技术助力生产，生产成本优势显著

公司利用晶界渗透技术来显著减少镨、钕等中重稀土的添加量约 50%-70%，22 年公司使用晶界渗透技术生产 9965 吨高性能稀土永磁材料产品，同增 64.33%，占总产量 77.94%，同增 19.2pcts，其中超高牌号产品产量为 6124 吨。23 年上半年，公司使用晶界渗透技术生产 5755 吨高性能稀土永磁材料产品，同增 38.36%，占总产量的 86.03%，同增 19.28pcts，其中超高牌号产品产量为 3170 吨。

图表22：公司预计 25 年钕铁硼毛坯产能扩至 4 万吨/年

图表23：公司 23 年上半年使用晶界渗透技术生产产品占总产量的 86.03%



来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

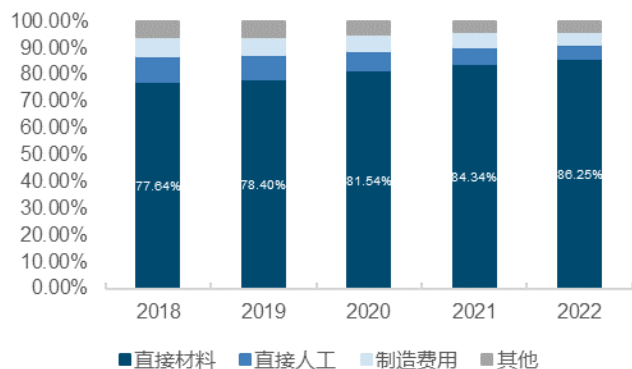
公司钕铁硼磁钢的生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用以及其它费用构成，18 至 20 年公司各项生产成本呈下降趋势，21 年因稀土金属原材料价格上涨影响，公司吨材料成本 24.21 万元，同增 9.41 万元；吨人工成本、制造成本以及其他成本仅分别同增 0.41 万元、0.47 万元、0.25 万元。

22 年毛利率为 15.10%，同降 6.22pcts。主要原因为 22 年上半年稀土原材料市场价格处于高位，第三、四季度价格相对回落。由于公司采用以销定产的模式，需要保持一定的稀

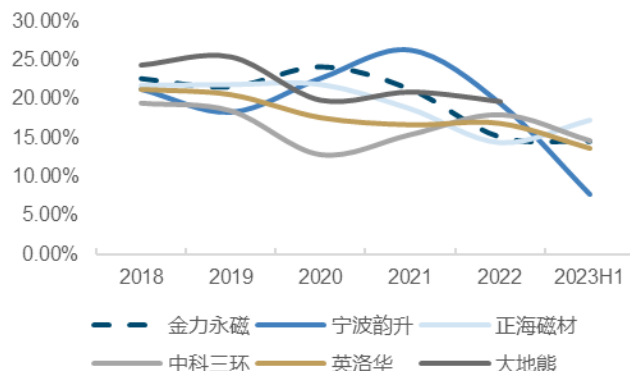


土原材料库存，而从原材料投入、产品生产到最终的销售收入确认，有一定的时间周期，导致第四季度产品成本偏高。同时由于第四季度产品售价按稀土原材料走势同步下调，使得 22 年第四季度毛利率显著下降。23 年上半年，稀土原材料价格持续下降，目前公司管理层已采取应对策略，及时调整更为谨慎的稀土原材料采购和库存策略，同时持续加大研发投入，优化配方，实现降本增效，随着稀土价格企稳，公司毛利率有望修复。

图表24：公司钕铁硼产品成本主要来自原材料



图表25：23 上半年公司钕铁硼产品毛利率为 14.55%



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

布局上游回收领域，有望部分原料自给

22 年 7 月公司以 1.54 亿元收购银海新材 51% 股权，银海新材专门从事稀土材料回收业务，其主要业务是以稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料为原料，提取其中的稀土元素。目前，该公司各种单一稀土化合物产品的年产能为 5000 吨。完成此次收购后，公司有望实现部分原料自给，减少对上游供应商的依赖，通过在生产过程中回收自身产生的废料以及从客户收集废旧永磁材料并进行再利用。此外，公司与包括北方稀土集团、中国稀土集团在内的重要稀土原材料供应商建立了稳定的战略合作关系。

22 年 9 月拟通过新设墨西哥公司投资建设“废旧磁钢综合利用项目”，项目计划总投资额约 1 亿美元，项目达产后形成年处理 5000 吨废旧磁钢综合利用及配套年产 3000 吨高端磁材产品的生产能力。在布局上有回收领域后，公司能够更好地控制生产成本和供应链风险。

图表26：公司在墨西哥开展废旧磁钢综合利用项目

项目名称	项目内容	项目总投资	资金来源	项目建设期限
墨西哥废旧磁钢综合利用项目	拟通过新设墨西哥公司投资建设废旧磁钢综合利用项目，新增回收利用处理设备、磁材生产设备等。项目达产后形成年处理 5,000 吨废旧磁钢综合利用及配套年产 3,000 吨高端磁材产品的生产能力	1 亿美元	自筹资金	3 年

来源：公司关于全资子公司在墨西哥投资建设废旧磁钢综合利用项目的公告，国金证券研究所

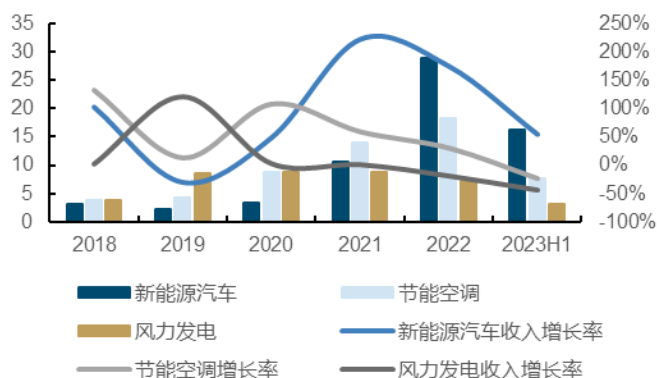
3.3 新能源车助推营收增长，下游业务板块优化

公司高性能钕铁硼产品应用领域主要包括风力发电、新能源汽车、节能空调等领域

23 上半年公司在新能源车及汽车零部件领域营收达到 16.30 亿元，同增 54.04%，占比达到 55%；节能变频空调领域营收 7.59 亿元，占比达到 25.7%；风力发电领域营收 3.09 亿元，占比达 10.4%；机器人及工业伺服电机领域营收 1.11 亿元，同增 13.26%，占比达 3.8%。未来公司将持续加大在新能源汽车、风力发电和机器人等领域的市场拓展。

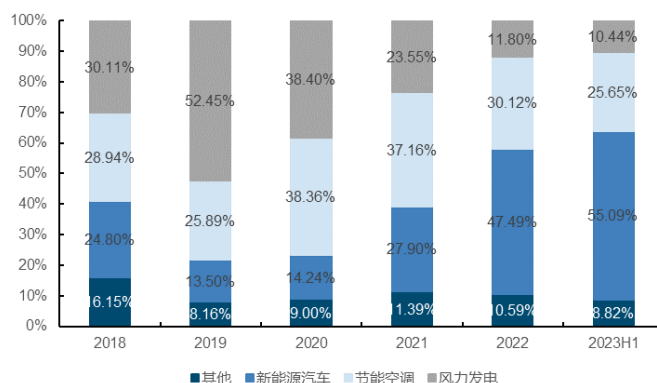


图表27：23上半年公司在新能源领域营收高增（亿元）



来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

图表28：公司在新能源汽车领域营收占比持续扩大



来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

在新能源汽车领域，公司产品被全球前十大新能源汽车生产商用于生产驱动电机；在节能变频空调领域，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；在风电领域，全球前五大风电整机厂商中的四家均为公司客户；公司积极布局 3C、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等领域，具有较为领先的市场地位。

1) 在新能源汽车及汽车零部件领域，全球十大新能源汽车生产商都是公司的主要客户。23上半年公司新能源汽车驱动电机磁钢产品销售量可装配新能源乘用车约 203.1 万辆，同增 104.74%。

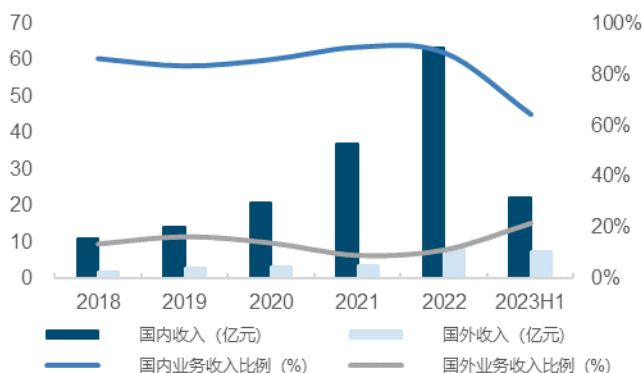
2) 在风力发电领域，全球前五名风力发电机制造商中有四家为主要客户。23上半年公司风力发电磁钢产品销售量可装配风力发电机约 1.59GW。

3) 在节能变频空调领域，全球变频空调压缩机前十大生产商中有八家为公司主要客户。23上半年公司节能变频空调磁钢产品销售量可装配变频空调压缩机约 2749.6 万台。

公司计划扩充公司的全球业务版图，将把握行业向上发展的战略机遇期，积极布局海外市场业务，将重点建设海外技术交流平台、销售平台及物流服务。23上半年公司海外营收 7.48 亿元，占比达 21.81%。

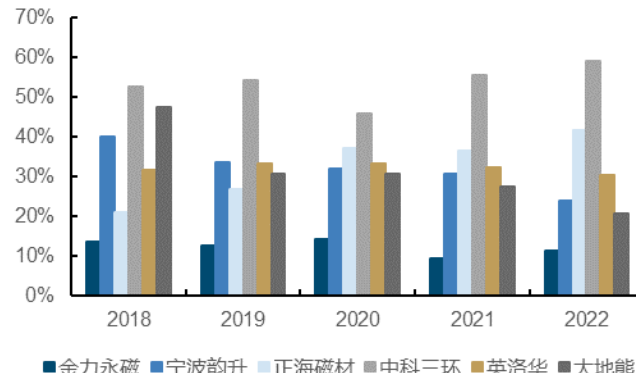
目前，公司已在中国香港、欧洲、日本及美国设立附属公司，计划进一步发展公司现有的海外附属公司，并将全球业务足迹扩展至更多地区和国家，以提高更多的全球市场份额。对比同行业各公司海外业务占比，公司在海外业务方面拥有巨大的潜力，海外业务的拓展将给公司带来新的盈利增长点。

图表29：公司海外营收占比持续增长



来源：wind，国金证券研究所

图表30：公司海外市场拓展潜力大



来源：公司年报，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

预计 23-25 年公司钕铁硼业务营收分别为 68.43 亿元、89.49 亿元、105.28 亿元。

1) 产销量：22 年底公司拥有钕铁硼毛坯产能 2.3 万吨/年，根据 22 年报，预计 25 年产能达到 4 万吨/年，考虑到爬坡期，预计 23-24 年产能分别为 2.6 万吨/年、3.4 万吨/年。



根据 22 年产能利用率与毛坯到成品转换率，预计 23-25 年公司钕铁硼成品产量分别为 1.46 万吨、1.9 万吨、2.24 万吨。

2) 价格：公司钕铁硼销售均价主要有两部分影响因素，一是原料稀土价格的波动，二是几大下游营收结构的变化。根据 22 年氧化镨钕平均价格与公司钕铁硼销售价格，结合下游结构新能源占比提升，预计 23-25 年钕铁硼销售价格均为 47 万元/吨。

3) 毛利率：随着下游新能源占比持续提升，且公司降本增效逐步推进，预计公司 23-25 年钕铁硼毛利率分别为 14.89%、15.96%、17.02%。

预计 23-25 年其他业务参考 22 年，营收均为 11 亿元，毛利率均为 20%。

图表31：分业务盈利预测

(单位：百万元)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,696.84	2,417.35	4,080.07	7,165.19	7,943.20	10,048.80	11,628.00
yoy	31.61%	42.46%	68.78%	75.61%	10.86%	26.51%	15.72%
毛利	366.18	583.79	914.75	1,159.33	1,239.20	1,648.00	2,012.00
毛利率(%)	21.58%	24.15%	22.42%	16.18%	15.60%	16.40%	17.30%
铁钕硼磁钢							
营收	1,630.12	2,288.66	3,766.76	6,082.82	6,843.20	8,948.80	10,528.00
yoy	2.78%	40.40%	64.58%	61.49%	12.50%	30.77%	17.65%
毛利	352.59	519.75	803.07	918.27	1,019.20	1,428.00	1,792.00
毛利率(%)	21.63%	22.71%	21.32%	15.10%	14.89%	15.96%	17.02%
产量(万吨)	0.66	0.96	1.03	1.28	1.46	1.90	2.24
销量(万吨)	0.63	0.88	1.07	1.20	1.46	1.90	2.24
价格(万元/吨)	66%	80%	69%	56%	56%	56%	56%
吨成本(万元)	25.87	26.01	35.20	50.52	47.00	47.00	47.00
吨毛利(万元)	20.28	20.10	27.70	42.89	40.00	39.50	39.00
其他							
营收	66.72	128.69	313.31	1,082.37	1,100.00	1,100.00	1,100.00
yoy	2.78%	92.88%	143.46%	245.46%	1.63%	0.00%	0.00%
毛利	13.59	64.04	111.68	241.06	220.00	220.00	220.00
毛利率(%)	20.37%	49.76%	35.65%	22.27%	20.00%	20.00%	20.00%

来源：wind，国金证券研究所

预计 23-25 年公司实现营收分别为 79.43 亿元、100.49 亿元、116.28 亿元；实现归母净利润分别为 7.69 亿元、10.38 亿元、12.63 亿元；实现 EPS 分别为 0.57 元、0.77 元、0.94 元；对应 PE 分别为 29 倍、22 倍、18 倍。

估值采用 PE 法，选取 A 股稀土永磁同行业公司正海磁材、中科三环、宁波韵升、大地熊、英洛华，考虑到公司下游结构优化成长空间广阔，产能持续扩张，给予公司 24 年 24 倍 PE，对应市值为 249 亿元，目标价 18.55 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表32：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
000970	中科三环	10.90	0.37	0.70	0.33	0.49	0.59	42.86	19.56	20.04	15.69	13.80
300224	正海磁材	11.76	0.32	0.49	0.65	0.86	1.12	52.86	25.43	17.99	13.68	10.51
600366	宁波韵升	7.23	0.52	0.32	0.39	0.50	0.77	25.21	32.99	18.40	14.56	9.33
688077	大地熊	25.19	1.9	1.85	0.97	1.60	2.22	40.64	26.77	25.79	15.68	11.30
000795	英洛华	6.25	0.12	0.23	0.25	0.29	0.34	71.57	28.46	25.10	21.54	18.18
中位数										20.04	15.68	11.30
平均数										21.46	16.23	12.62



股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
300748	金力永磁	16.60	0.64	0.84	0.57	0.77	0.94	70.44	34.89	29.35	21.75	17.87

来源：wind，国金证券研究所

注：股价截至 2023.9.22，正海磁材、宁波韵升、大地熊与英洛华为 wind 一致预期

五、风险提示

原材料价格波动风险。我国稀土开采和冶炼分离总量受到严格管控，稀土产业政策和行业供需情况变化对稀土原材料的价格走势产生较大影响，若未来稀土价格出现大幅波动，无法及时传导给下游客户，则可能影响公司盈利水平。

产能扩张不及预期。公司 23-25 年的盈利增速主要取决于产能的扩张，如果公司的产能建设、投产进度或产能消化与预期不相符，公司的盈利可能低于预期。

人民币汇率波动风险。公司稳步开拓海外市场，海外业务占比提升，汇率波动将影响公司的汇兑损益，进而对公司盈利产生影响。



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	2,417	4,080	7,165	7,943	10,049	11,628
增长率		68.8%	75.6%	10.9%	26.5%	15.7%
主营业务成本	-1,843	-3,165	-6,006	-6,704	-8,401	-9,616
%销售收入	76.2%	77.6%	83.8%	84.4%	83.6%	82.7%
毛利	575	915	1,159	1,239	1,648	2,012
%销售收入	23.8%	22.4%	16.2%	15.6%	16.4%	17.3%
营业税金及附加	-9	-15	-25	-29	-37	-43
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-17	-25	-36	-25	-31	-36
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-95	-145	-148	-137	-173	-200
%销售收入	3.9%	3.6%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-103	-160	-337	-357	-452	-523
%销售收入	4.3%	3.9%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	350	570	613	691	955	1,210
%销售收入	14.5%	14.0%	8.6%	8.7%	9.5%	10.4%
财务费用	-77	-81	154	125	117	112
%销售收入	3.2%	2.0%	-2.1%	-1.6%	-1.2%	-1.0%
资产减值损失	-12	-8	-22	-37	0	-5
公允价值变动收益	1	5	-10	0	0	0
投资收益	4	15	-11	0	0	0
%税前利润	1.4%	2.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	282	513	769	839	1,132	1,376
营业利润率	11.6%	12.6%	10.7%	10.6%	11.3%	11.8%
营业外收支	-3	0	-2	0	0	0
税前利润	279	512	767	839	1,132	1,376
利润率	11.5%	12.6%	10.7%	10.6%	11.3%	11.8%
所得税	-34	-58	-62	-67	-91	-110
所得税率	12.2%	11.4%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	245	454	705	772	1,041	1,266
少数股东损益	0	1	2	3	3	3
归属于母公司的净利润	244	453	703	769	1,038	1,263
净利率	10.1%	11.1%	9.8%	9.7%	10.3%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	245	454	705	772	1,041	1,266
少数股东损益	0	1	2	3	3	3
非现金支出	69	86	135	180	172	206
非经营收益	73	48	-43	83	101	122
营运资金变动	-230	-486	-504	-430	86	-64
经营活动现金净流	156	102	292	605	1,400	1,531
资本开支	-178	-674	-582	-443	-430	-430
投资	0	4	-173	0	0	0
其他	-30	18	0	0	0	0
投资活动现金净流	-208	-653	-754	-443	-430	-430
股权募资	55	557	3,450	24	0	0
债权募资	23	824	-591	382	379	277
其他	-76	-163	-423	-390	-516	-627
筹资活动现金净流	2	1,218	2,436	16	-137	-350
现金净流量	-51	662	2,127	178	833	750

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	757	1,500	4,130	4,306	5,137	5,887
应收账款	1,004	1,633	2,848	3,242	3,826	4,109
存货	925	1,324	1,931	1,800	1,804	2,065
其他流动资产	75	108	217	284	317	342
流动资产	2,760	4,565	9,127	9,632	11,086	12,403
%总资产	78.4%	75.4%	81.3%	80.1%	80.7%	81.1%
长期投资	11	3	18	18	18	18
固定资产	563	1,038	1,707	1,969	2,204	2,410
%总资产	16.0%	17.2%	15.2%	16.4%	16.0%	15.8%
无形资产	100	223	224	249	273	296
非流动资产	761	1,486	2,093	2,397	2,655	2,884
%总资产	21.6%	24.6%	18.7%	19.9%	19.3%	18.9%
资产总计	3,520	6,051	11,220	12,029	13,741	15,287
短期借款	468	1,354	1,250	1,332	1,710	1,988
应付款项	722	1,116	2,752	2,663	3,337	3,820
其他流动负债	81	98	109	134	169	195
流动负债	1,271	2,568	4,111	4,129	5,216	6,003
长期贷款	267	412	200	500	500	500
其他长期负债	414	105	121	124	122	121
负债	1,953	3,084	4,433	4,753	5,838	6,624
普通股股东权益	1,567	2,965	6,785	7,270	7,893	8,651
其中：股本	416	711	838	1,343	1,343	1,343
未分配利润	535	852	1,282	1,743	2,366	3,124
少数股东权益	0	1	3	6	9	12
负债股东权益合计	3,520	6,051	11,220	12,029	13,741	15,287

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.588	0.637	0.839	0.573	0.773	0.941
每股净资产	3.768	4.171	8.097	5.415	5.879	6.444
每股经营现金净流	0.375	0.143	0.349	0.451	1.043	1.140
每股股利	0.200	0.250	0.260	0.229	0.309	0.376
回报率						
净资产收益率	15.60%	15.28%	10.36%	10.58%	13.15%	14.60%
总资产收益率	6.94%	7.49%	6.26%	6.39%	7.55%	8.26%
投入资本收益率	11.55%	10.65%	6.81%	6.95%	8.65%	9.95%
增长率						
主营业务收入增长率	42.46%	68.78%	75.61%	10.86%	26.51%	15.72%
EBIT 增长率	62.26%	62.95%	7.52%	12.75%	38.13%	26.72%
净利润增长率	55.84%	85.32%	55.09%	9.46%	34.96%	21.69%
总资产增长率	24.56%	71.88%	85.44%	7.21%	14.23%	11.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.3	88.3	87.2	120.0	110.0	100.0
存货周转天数	154.7	129.7	98.9	100.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	59.9	57.1	32.1	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	77.7	61.1	66.8	67.8	58.4	53.8
偿债能力						
净负债/股东权益	20.38%	8.75%	-41.60%	-35.97%	-38.86%	-40.89%
EBIT 利息保障倍数	4.5	7.0	-4.0	-5.5	-8.2	-10.8
资产负债率	55.47%	50.98%	39.51%	39.51%	42.49%	43.33%

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究