

磁材龙头企业，正打造新的成长极

2023 年 12 月 05 日

► **厚积薄发，奠定高性能钕铁硼龙头地位。**公司是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料、磁组件于一体的高新技术企业，主要产品为钕铁硼磁钢，广泛应用于新能源汽车、家电、新能源风电、电梯、机器人及智能制造、3C 电子等领域，并与各自领域内的龙头企业形成紧密合作关系，在多个领域内保持领先地位。

► **生产端：快速成长，产能三年翻倍，进军磁组件。**2023 年公司钕铁硼毛坯产能为 2.3 万吨，未来随着宁波项目、包头二期项目、赣州本部项目的逐步投产，公司计划于“十四五”末达到 4 万吨高性能钕铁硼永磁材料的产能，其中赣州 17000 吨/年，包头 20000 吨/年，宁波 3000 吨/年，2022-2025 年的产能 CAGR 将达到 20.3%。此外，公司进军磁组件环节，在墨西哥布局磁组件项目，提升公司人形机器人、新能源汽车等领域市场竞争力。

► **技术端：研发投入持续，产品性能领先。**钕铁硼磁材存在技术壁垒，需要不断的研发投入。公司研发费用逐年上行，研发费用率常年维持高位。公司磁材产品的主要磁性能均位于行业前列。公司产品单品最高内禀矫顽力与最大磁能积数值之和为 81，远超高性能钕铁硼永磁材料的标准，达到国内行业最高水平。此外，公司具备行业领先的晶界渗透技术，目前公司产品中采用晶界渗透技术生产的产品占比超过 80%。

► **原料端：锁定主流稀土厂商，布局回收产业链。**公司与包括南方稀土集团、北方稀土集团在内的重要稀土原材料供应商建立了稳定的合作关系，同时公司收购银海新材，积极布局回收产业链，多方位保证原材料的供应。

► **客户端：深耕优质客户，优化调价机制减少利润波动。**公司与下游客户长期合作深度绑定，下游客户定制化需求较多，具备较强的客户黏性，一旦进入其供应链，不会轻易发生更换。此外，公司产品对应不同的终端客户有不同的调价机制，通过不同调价机制的组合和对调价机制的及时优化，公司得以降低原材料价格波动的风险。

► **稀土磁材行业：新能源车持续拉动，人形机器人为新增长极。**新能源车依旧维持较快增长，持续拉动磁材需求。除了新能源车外，远期特斯拉人形机器人有望带来 2 万吨高性能钕铁硼磁材毛坯需求增量，占 2022 年钕铁硼总需求的 7.1%，成为拉动磁材需求的新增长极。

► **盈利预测与评级：**考虑到公司有高性能钕铁硼在建项目，且磁材下游需求有望迎来复苏，未来公司产能将逐步释放，业绩持续增厚，我们预计 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 6.90/8.99/10.45 亿元，对应 12 月 5 日收盘价的 PE 分别为 38/29/25X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**订单不及预期，机器人业务发展低于预期，稀土价格暴跌等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,165	7,039	8,861	10,230
增长率 (%)	75.6	-1.8	25.9	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	703	690	899	1,045
增长率 (%)	55.1	-1.8	30.2	16.3
每股收益 (元)	0.52	0.51	0.67	0.78
PE	37	38	29	25
PB	3.9	3.6	3.3	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 12 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.47 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.金力永磁 (300748.SZ) 2023 年三季度点评：Q3 盈利环比改善，磁材产能持续放量-2023/10/26

2.金力永磁 (300748.SZ) 2022 年年报点评：成本端上升业绩承压，电车用磁材占比大幅提升-2023/04/06

3.金力永磁 (300748.SZ) 2022 年半年报点评：量价齐升创历史最佳业绩，成长逻辑不断兑现-2022/08/25

4.金力永磁 (300748.SH) 2021 年年报点评：量价齐升推动利润释放，产能扩张未来业绩可期-2022/04/07

目录

1 多应用领域布局的高性能钕铁硼龙头	3
2 业务多点开花，盈利快速增长	6
3 核心看点：四位一体全方位布局，磁材龙头打造新的成长极	11
3.1 生产端：磁材产能三年翻倍，进军磁组件.....	11
3.2 技术端：研发投入持续增长，产品性能行业领先.....	16
3.3 原料端：绑定主流稀土厂商，布局回收完善产业链.....	19
3.4 客户端：深耕下游优质客户，优化调价机制减少利润波动.....	21
4 稀土磁材行业：新能源车持续拉动，人形机器人为新增长极	23
4.1 产业链：磁材的上游为稀土，下游为电机.....	23
4.2 稀土行业受磁材需求增长拉动.....	24
5 盈利预测与投资建议	35
5.1 盈利预测假设与业务拆分.....	35
5.2 估值分析.....	35
5.3 投资建议.....	36
6 风险提示	37
插图目录	39
表格目录	39

1 多应用领域布局的高性能钕铁硼龙头

多领域布局的高性能钕铁硼龙头企业。公司是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料、磁组件于一体的高新技术企业，是新能源和节能环保领域高性能稀土永磁材料的领先供应商。公司成立于 2008 年，并于 2009 年开始试产稀土永磁材料，2010-2012 年公司产品分别进入风电、节能变频空调、汽车等领域，与各领域国内外龙头建立了长期稳定的合作关系，发展十分迅速。2018 年 9 月公司成功上市深交所创业板，并于 2022 年再次登录港交所主板，成为全球第一家高性能稀土永磁材料行业“A+H”上市公司。此外，公司产品性能优异，技术实力突出，多次获得国家级、省级奖项和各领域客户优秀供应商奖项，如中国科学技术部“国家火炬计划重点高新企业”称号、江西省科学技术进步奖一等奖、比亚迪 - 弗迪动力 2021 年度“优秀供应商”大奖。

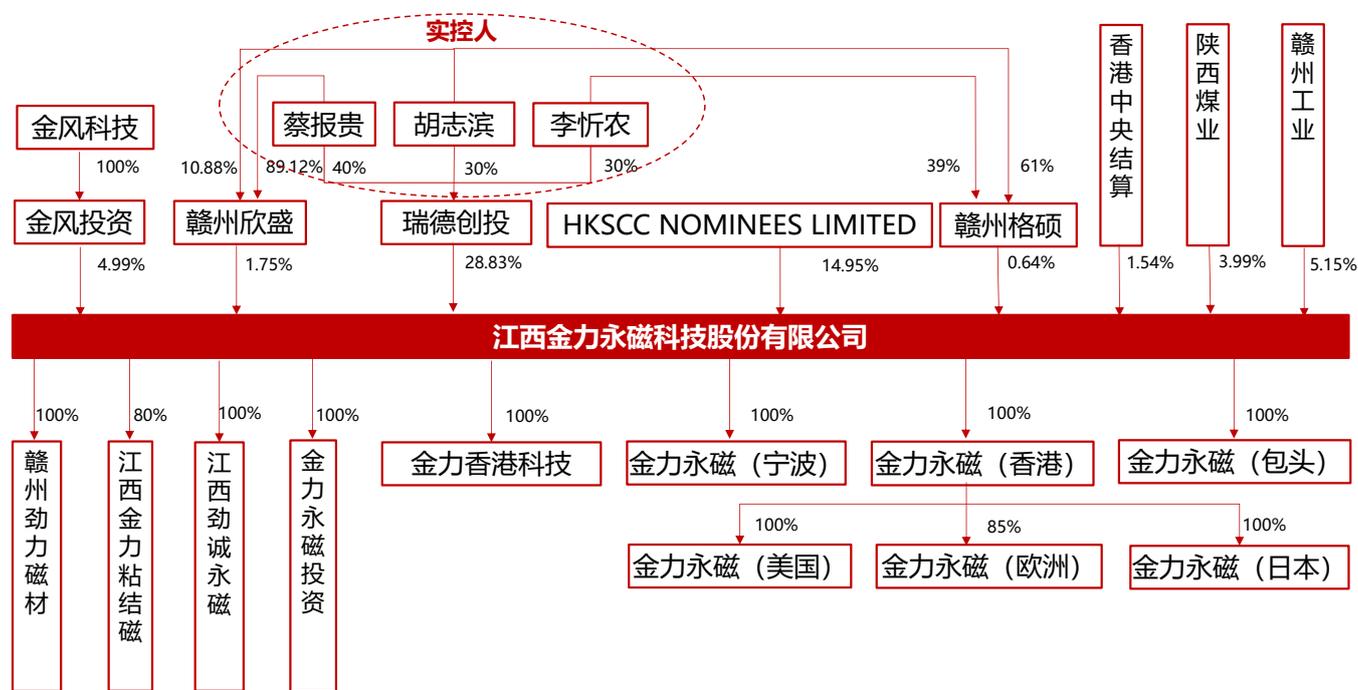
表1：公司历史沿革

时间	事件
2008 年 8 月	公司注册成立
2009 年 6 月	试产稀土永磁材料及研发风电产品
2010 年 3 月	成为金风科技供应商，开始涉足风电领域
2011 年 12 月	成为上海海立节能变频空调供应商，开始涉足节能变频空调领域
2012 年 7 月	成为博世供应商，开始涉足汽车领域
2013 年 10 月	获中国科学技术部“国家火炬计划重点高新企业”称号
2014 年 6 月	获江西省科学技术进步奖二等奖
2015 年 12 月	挂牌新三板
2016 年 6 月	公司成为进入新三板创新层的挂牌公司，同年获得江西省省级企业技术中心认定
2017 年 1 月	成立江西金力粘结磁有限公司
2018 年 9 月	于深圳证券交易所创业板上市，投资新建年产 1,300 吨高性能磁钢等项目
2019 年 12 月	公司成功发行可转债，进行智能制造工厂升级改造等项目
2020 年 4 月	公司与风电龙头金风科技签订采购框架协议升级至 9.05 亿元
2020 年 8 月	公司实施 2020 年限制性股票激励计划，以净利润增长率作为考核指标，力争未来三年业绩翻番
2020 年 9 月	公司与特斯拉签署《零部件采购协议》，为特斯拉供应新能源汽车磁钢
2021 年 1 月	公司成功完成定增，募资新建年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材等项目
2021 年 12 月	公司收到日本电产株式会社车载事业本部的《定点通知书》，公司成为其稀土永磁材料供应商
2022 年 1 月	公司成功登陆港交所主板，全球发售所得款项约为 42.41 亿港元
2022 年 3 月	江西省工业和信息化厅认定为“2021 年江西省制造业单项冠军企业”
2022 年 6 月	金力永磁领衔合作项目荣获 2021 年度江西省科学技术进步奖一等奖
2023 年 1 月	公司宣告赣州光伏电站项目已竣工并网，项目总装机容量 2.6051MW

资料来源：公司官网，港股招股说明书，民生证券研究院

公司股权集中，深度绑定下游客户及上游供应商。公司董事长及两位高管主要通过 100%持股瑞德创投实现对上市公司实际控制，股权相对集中。公司通过股权深度绑定下游重要客户金风科技及上游原材料供应商赣州工业，实现利益一致。

图1：公司股权结构

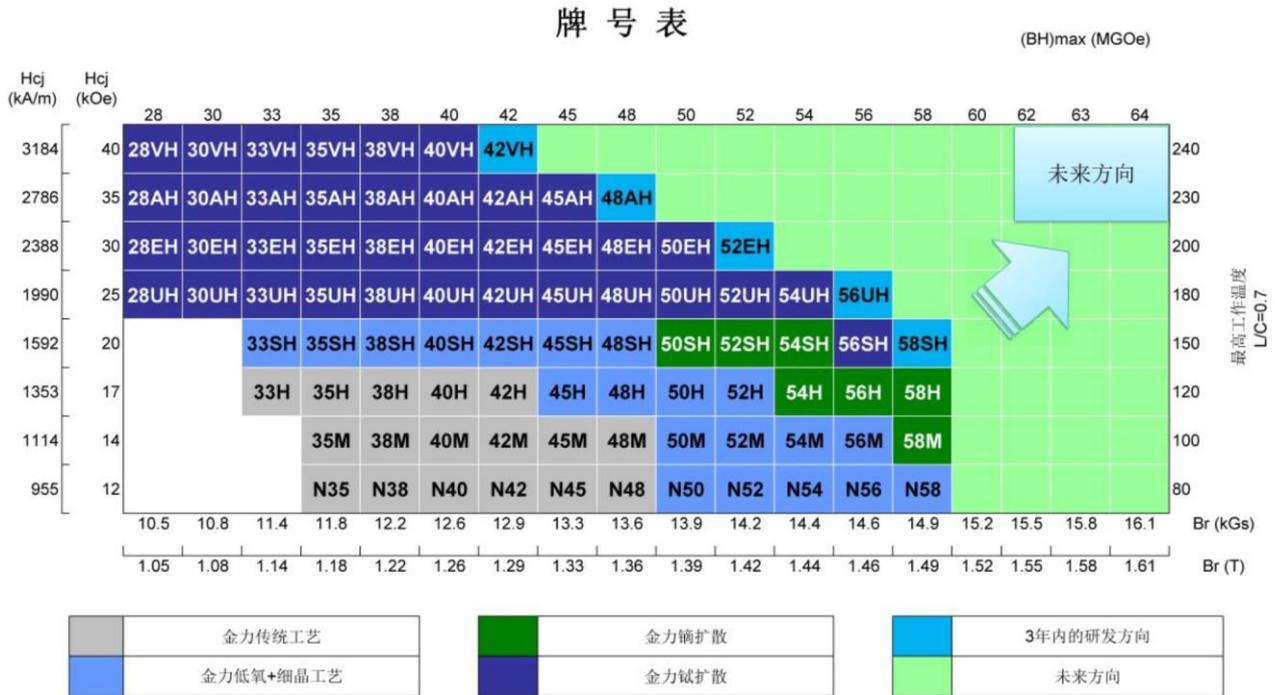


资料来源：ifind，民生证券研究院

注：股东股权截至 2023 年三季报，子公司数据截至 2023 年中报

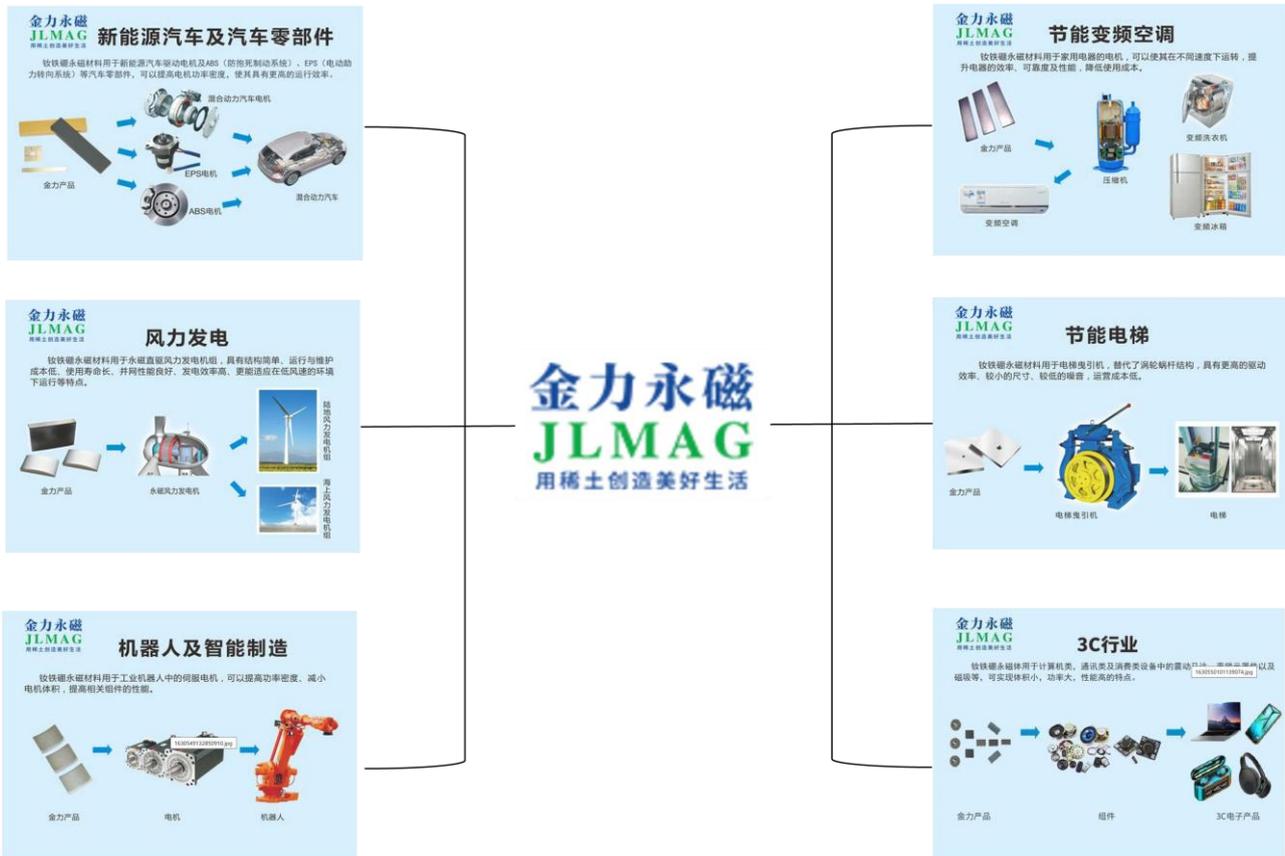
公司主要产品为钕铁硼磁钢，牌号储备丰富，可满足不同客户个性化需求，产品广泛应用在多个领域中。钕铁硼永磁材料是主要由钕、铁及硼合金制成的永磁体，公司产品牌号储备丰富，可以根据客户要求生产定制的具备各种参数（如成分配比、形状、尺寸、涂层、剩磁、矫顽力、最大磁能积、温度系数及充磁方式）的高性能钕铁硼永磁材料成品。由于公司出色的产品特性，目前公司所产产品已经应用于新能源汽车、节能变频家电、新能源风电、节能电梯、机器人及智能制造、3C 电子等领域，并与各自领域内的龙头企业形成紧密合作关系，在多个领域内保持领先地位。

图2：公司牌号储备丰富



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图3：公司产品应用于多个领域

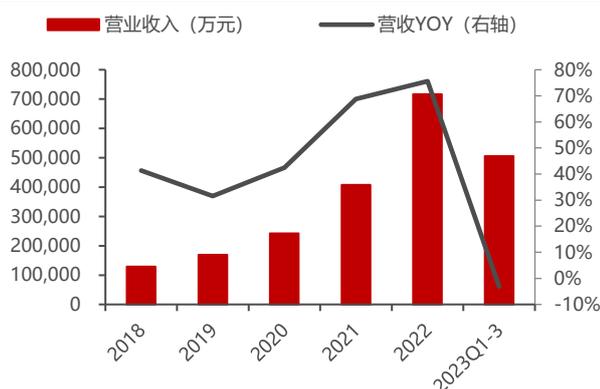


资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 业务多点开花，盈利快速增长

下游需求多点开花带动公司业绩高速增长。新能源产业快速发展，公司下游新能源汽车及风力发电需求快速增长，带动公司业绩高速增长。2022 年公司营收 71.65 亿元，同比增长 75.61%，2018-2022 年，公司营收复合增速高达 53.5%；2022 年公司归母净利润创历史最佳水平，实现归母净利 7.03 亿元，2018-2022 年复合增速为 47.8%。2023 年 Q1-3，受稀土原材料价格下跌影响，公司产品售价下降，营收有所承压，前三季度营收同比下滑 3.13%至 50.5 亿元；归母净利润同比下滑 28.03%至 4.94 亿元，降幅较大，主要是费用端汇兑收益相比 2022 年同期减少了 1.17 亿元所致，若剔除这部分影响，则公司前三季度归母净利润降幅较小。

图4：公司营收（万元）及增速



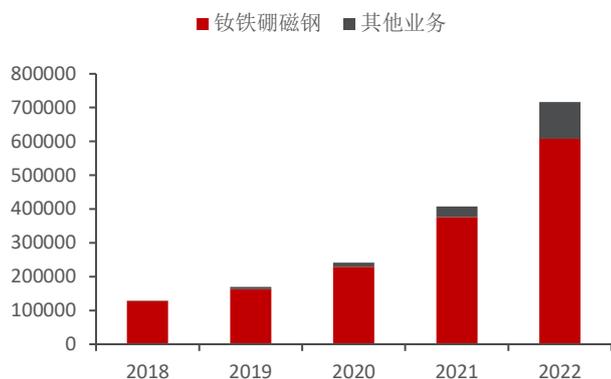
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：公司归母净利润（万元）及增速

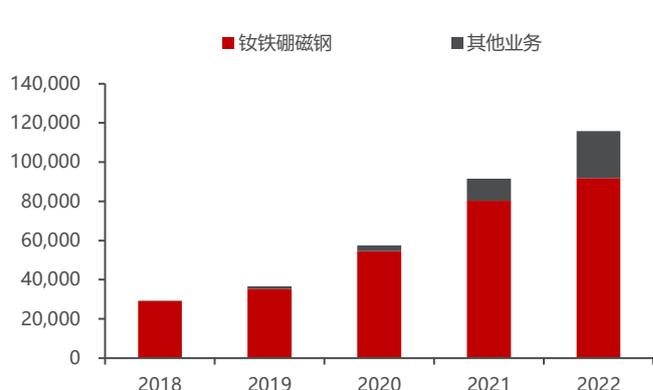


资料来源：wind，民生证券研究院

钕铁硼磁钢产品是公司主要收入及毛利来源，其他业务收入及毛利占比提升明显。分产品来看，钕铁硼磁钢是公司主要收入来源，2022 年实现收入 60.8 亿元，占比 84.9%；其他业务营收占比提升，2022 年实现收入为 10.8 亿，占比 15.1%。根据公司 2022 年年报描述，其他业务主要为钕铁硼生产过程中产生的磁泥废料的销售等。从毛利来看，钕铁硼磁钢是主要毛利来源，其他业务毛利占比有所提升，2022 年钕铁硼磁钢和其他业务毛利占比分别为 79.2%、20.8%。

图6: 公司营收分产品情况 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 公司毛利分产品情况 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

终端应用来看, 新能源汽车、变频空调领域应用是公司核心应用领域, 公司在多个应用领域保持领先优势。 营收收入主要来自新能源汽车及汽车零部件和节能变频空调, 2022年两者营收合计占比约为66%, 2023年前三季度, 公司在新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、机器人及工业伺服电机领域收入分别为24.10、10.58、4.44、1.65亿。公司不仅产品应用广泛, 且在多个领域内保持领先优势:

新能源汽车及汽车零部件领域: 2022年, 公司新能源汽车及汽车零部件领域收入达到28.89亿元, 较上年同期增长174.97%, 2022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286万辆, 按照CleanTechnica公布的2022年全球新能源乘用车销量1,009.12万辆计算, 公司全球市场占有率约28%;

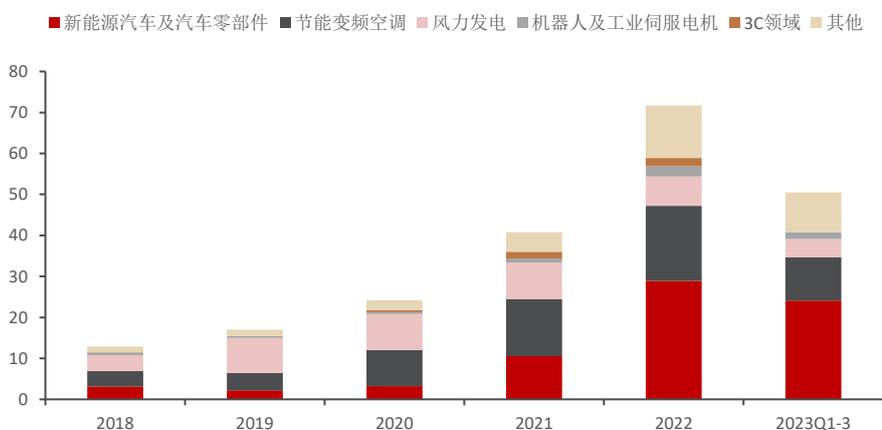
节能变频空调领域: 2022年, 公司节能变频空调领域收入达到18.32亿元, 较上年同期增长30.86%, 2022年, 公司节能变频空调磁钢产品销售量可装配变频空调压缩机约5,028万台。全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司客户, 公司是美的、格力等知名品牌的重要磁钢供应商;

风力发电领域: 2022年, 公司在风力发电领域收入达到7.18亿元, 公司该领域产品销售量可装配风力发电机的装机容量约8.29GW, 根据全球风能理事会(GWEC)发布《全球风能报告2023》, 2022年全球风电新增吊装容量达到77.6GW, 占比约为11%。全球前五大风电整机厂商中的四家是公司的客户;

机器人及工业伺服电机领域: 2022年, 公司于机器人及工业伺服电机领域收入达到2.53亿元, 较上年同期增长145.17%, 主要客户包括博世力士乐等;

3C领域: 2022年, 公司3C领域收入达到1.96亿元, 较上年同期增长22.33%。

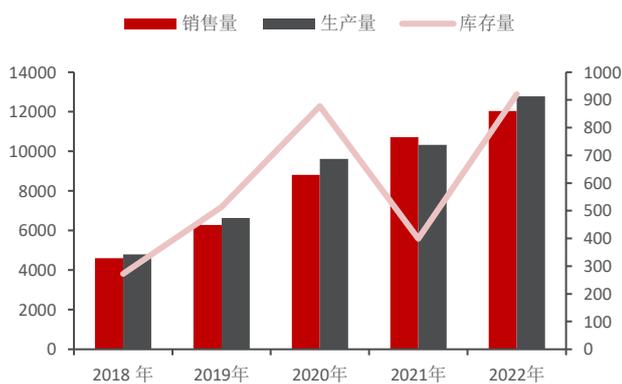
图8：公司营收分应用终端（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

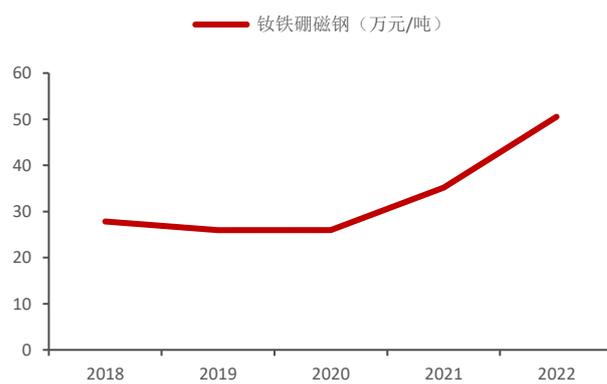
产销逐年增长，产品单价同镨钕价格同向变化，成本具备韧性。量：受益下游产业的快速发展，公司产销规模逐年上升，2018-2022年，公司产品销量平均每年增长1859吨，库存相应同步增长，维持合理水平。**价：**公司产品单位售价逐年提升，与镨钕价格同向变动。**本：**公司成本整体较为稳定，在原材料价格快速上行阶段增幅相对较小，体现公司成本韧性。

图9：公司产销及库存情况（单位：吨）



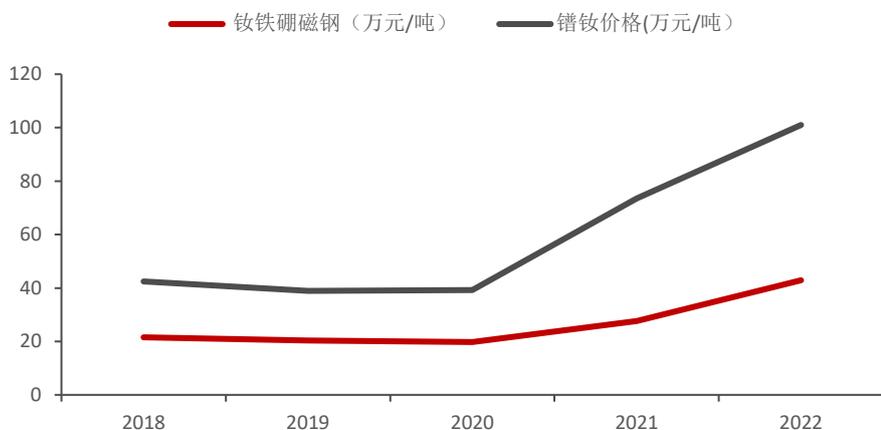
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：公司产品单位售价情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

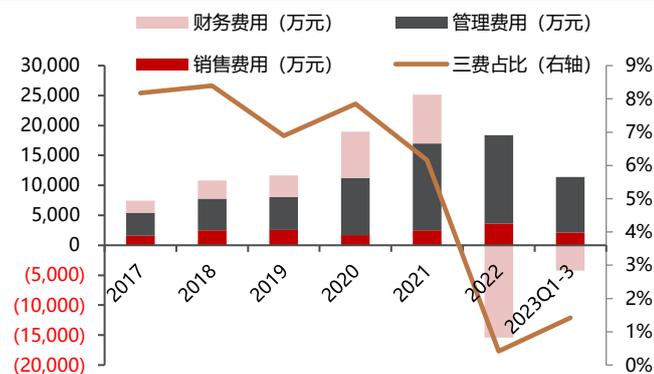
图11: 公司单位成本与镨钕价格情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

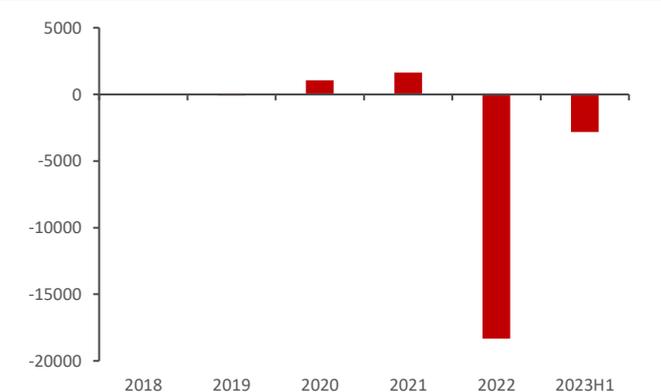
公司期间费用率逐年下降, 公司在港交所上市后财务费用为负。公司期间费用中主要费用构成为管理费用, 三费费用率下降趋势明显, 2023Q1-Q3, 公司管理、销售、财务费用率分别为 1.8%、0.4%、-0.8%, 三费合计占比仅为 1.42%。2022 年公司于港交所上市后, 财务费用转负, 主要是汇兑收益增加所致。

图12: 公司期间费用率逐年下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

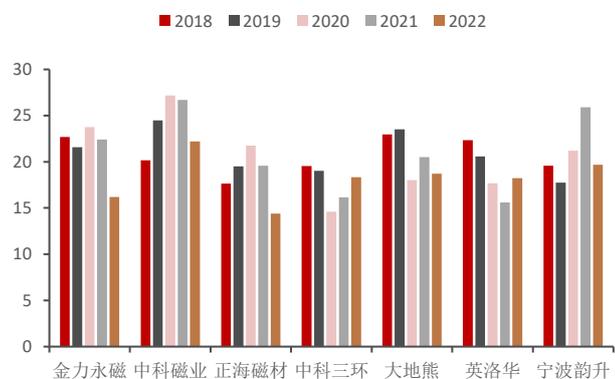
图13: 公司汇兑收益情况



资料来源: wind, 民生证券研究院
注: 汇兑收益为负代表收益, 为正则为损失

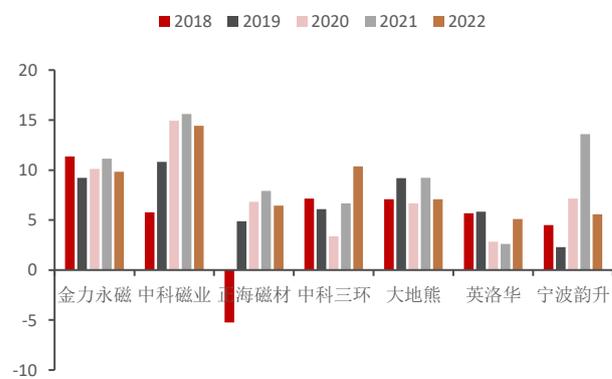
对比同行来看, 公司毛利率和净利率水平处于第一梯队。从磁材公司销售毛利率来看, 公司毛利率略低于中科磁业, 除 2022 年外, 公司毛利率水平均处于第一梯队, 2022 年公司毛利率下滑较多主要是因为营业成本中直接材料成本增长较快, 以及包头工厂投产初期单位制造成本较高。从净利率对比来看, 金力永磁优势明显, 优于大部分同业公司。

图14: 磁材公司销售毛利率对比 (单位: %)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图15: 磁材公司销售净利率对比 (单位: %)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

3 核心看点：四位一体全方位布局，磁材龙头打造新的成长极

3.1 生产端：磁材产能三年翻倍，进军磁组件

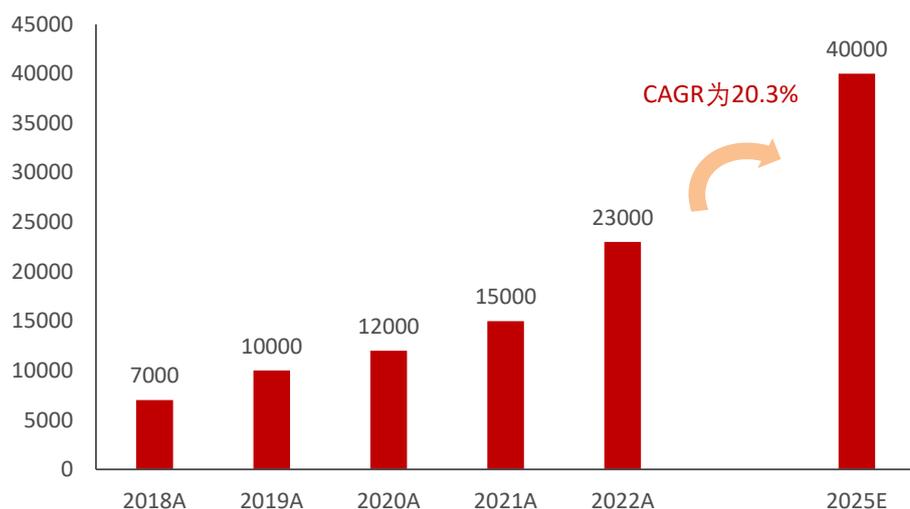
2025 年公司将拥有 4 万吨钕铁硼毛坯产能，以及 1 亿台套磁组件产能。截至 2022 年底，公司的毛坯产能已具备年产 23,000 吨的生产能力。公司在包头投资建设的“高性能稀土永磁材料基地项目”在 2021 年底竣工，该项目已于 2022 年 6 月达产，形成 8,000 吨/年的高性能稀土永磁材料生产能力。公司也由生产基地单一工厂向多地工厂的集团化迈进。公司规划到 2025 年，国内将建成高性能钕铁硼永磁材料年产能 40,000 吨。

表2：公司产能规划

序号	产能 (吨/年)	工厂	主要项目名称	项目状态	达产时间
1	15,000	赣州	-	已达产	2021
2	8,000	包头	高性能稀土永磁材料基地项目	已达产	2022 年 6 月
3	3,000	宁波	年产 3,000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目	在建	2023-2024
4	12,000	包头	高性能稀土永磁材料基地项目 (二期)	在建	2023-2024
5	2,000	赣州	高效节能电机用磁材基地项目	规划建设	2024-2025
合计	40,000				

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2022-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 20.3% (单位：吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

墨西哥布局磁组件项目，提升公司人形机器人、新能源汽车等领域市场竞争力。2023 年 10 月 25 日，公司发布公告，拟将公司“墨西哥废旧磁钢综合利用项目”变更为“墨西哥投资建设年产 100 万台/套磁组件生产线项目”。项目计划总

投资额为 1 亿美元，资金来源为自筹资金及 H 股募集资金。项目建设期为 3 年。项目购买土地并新建组件生产、包装检验、仓储车间、相应的水电气等公辅设施，拟新增磁组件生产设备、辅助设备及环保设备等合计 642 台(套)。该项目符合国家相关的产业政策以及未来公司整体战略发展方向，有助于提升公司在人形机器人、新能源汽车等领域的市场竞争力，对于公司拓展海外市场，提升全球市场份额，增加与国际客户合作的深度和广度具有重要战略意义。

表3：变更后 H 股所得款项用途的基本情况（截至 2023 年 10 月 25 日）

序号	用途名称	所得款项净额 (港币, 亿元)	占比 (%)	已使用金额 (港币, 亿元)	未使用金额 (港币, 亿元)
1	建设宁波生产基地	8.06	20.00%	8.06	0
2	进行潜在收购	6.05	15.00%	1.27	4.78
3	研发	4.03	10.00%	1.31	2.73
4	偿还包头生产基地项目建设贷款	4.03	10.00%	4.03	0
5	包头生产基地二期项目及包头公司日常运营资金	6.05	15.00%	6.05	0
6	墨西哥新建年产 100 万台/套磁组件生产线项目	4.03	10.00%	0	4.03
7	营运资金及一般公司用途	8.06	20.00%	6.45	1.62
	小计	40.32	100.00%	27.17	13.15

资料来源：公司公告，民生证券研究院

美国《通胀削减法案》(IRA) 提供了每辆车总计最高 1.2 万美元的补贴，但是，全额补贴要求车辆不仅必须在北美组装，而且其电池（及原材料）的关键输入源必须来自可信的贸易伙伴。IRA 规定了从“受关注的外国实体”（包括中国、伊朗、朝鲜和俄罗斯）采购的产品不在税收优惠的项目内，因此国内的汽车零部件厂商开始谋求通过海外建厂的形式规避 IRA 带来的潜在竞争劣势。

表4：《2022 年通胀削减法案》电车和动力电池制造业相关的税收抵免优惠政策

应用领域	详细表述	解读
消费类车辆	维持此前 7500 美元的税收抵免，移除了 7500 美元税收抵免对单个车企累计销售 20 万辆的补贴上限	2009 年的《美国复苏与再投资法案》设置了税收优惠达到单企业 20 万辆销量后取消的规则。到 2022 年夏天，日产和福特已接近上限，而特斯拉、通用汽车和丰田已超过上限，不再享受补贴。为了激励购买者从内燃机汽车转向电动汽车，IRA 修改了现有的联邦消费者税收抵免政策。它取消了 20 万辆的上限，使特斯拉、通用汽车和丰田汽车再次获得税收抵免。不设上限的税收抵免将持续 10 年。
	定价方面税收优惠适用于不超过 8 万美元的电动卡车、货车及 SUV，不超过 5.5 万美元的轿车；联合申报者总收入不超过 30 万美元家庭，才有资格获得电动汽车税收减免补贴。	为鼓励汽车制造商为群众市场建立电动汽车产线，IRA 最初将税收减免限制在价格较低的产品上。早期，美国税收抵免政策大部分都给了购买昂贵车型（如早期的特斯拉）的高收入消费者；然而，即便没有政策优惠，这些消费者也会购买电动汽车。

获得金额 7500 美元税收抵免需要满足两个条件:

①关键矿物 (3750 美元): **电池中所含特定材料必须在美国有自贸协定的国家或地区提取或加工, 或在北美回收利用**, 要求价值量占比不低于 40% (如车辆在 2024 年 1 月 1 日前投入使用), 且按车辆投入使用的时间逐年按 10% 比例增加, 直至 80%。

②电池组件 (3750 美元): **电池的组件 (含正负极、铜箔、电解液、电芯以及模组等) 必须在北美制造或组装**, 要求价值量占比不低于 50% (如车辆在 2024 年 1 月 1 日前投入使用), 且按车辆投入使用的时间逐年按 10% 比例增加, 直至 100%。

从“受关注的外国实体” (包括中国、伊朗、朝鲜和俄罗斯) 采购的产品不在该范围内。

限制条例: 从 2024 年开始, 车辆不得包含任何由受关注的外国实体制造或组装的电池组件。从 2025 年开始, 汽车电池不得含有任何来自外国相关实体的关键矿物。

IRA 还承载了美国政治平衡和经济转型的目标。美国拥有庞大的传统内燃机汽车产业, 向电动汽车转型会使至少数十万个工作岗位面临风险, 而这些岌岌可危的工作岗位大多位于密歇根州和俄亥俄州等选举上重要的摇摆州。在这些地区, 工人和社区的定位与转型仍是重要问题, 这也正是此前特朗普在 2016 年得以当选的大背景。通过 IRA, 美国希望能打破中国在电动汽车领域的先发优势, 不仅建立起强大的本土供应链, 还要进一步与中国及其盟国争夺电动汽车的出口市场。

商用车	IRA 为清洁能源商用车设立了单独的通道。第 45W 款为购买新型电动汽车或燃料电池电动汽车的企业提供税收减免; 燃料电池电动汽车可包括由氢气而非电池驱动的燃料电池堆。 对于商用车, 14000 磅以下车辆的最高减税额不得超过 7500 美元, 14000 磅以上车辆的最高减税额不得超过 40000 美元。	第 45W 款要求相对宽松, 并不包括北美组装、关键矿物或电池组件采购、制造商建议零售价或收入水平有关的限制。
电池生产者	IRA 的第 45X 款规定对电池、电池模块和电池组件的生产实行税收减免。这些规定是累加性的, 仅适用于在美国生产的产品。税收抵免以电池模块或电池单元的容量 (千瓦时) 为基础, 并可为每辆车再带来最多 4500 美元的税收减免。	对于符合第 30D 或 45W 款税收减免条件的电动汽车而言, 第 45X 款意味着单辆电动汽车有可能获得总计 12000 美元的补贴。
租赁车辆	2022 年 12 月 29 日, 拜登政府悄然宣布了一个消息。财政部国内税收署 (IRS) 发布的指南指出, 如果消费者租赁的车辆重量低于 14,000 磅 (通常属于第 30D 款税收抵免范围), 无论租赁车辆是否在北美组装, 都有资格获得第 45W 款的税收抵免 。在欧洲、韩国、日本或其他任何地方组装的租赁车辆突然获得了享受税收抵免的资格。	当美国消费者根据第 45W 款“租赁车辆”以获得税收抵免时, 第 30D 款中的限制条件几乎都不再适用。保时捷、宝马和梅赛德斯等在欧洲组装的昂贵车型, 以及有能力购买这些车型的高收入消费者, 突然就有资格获得美国的税收抵免。对于欧洲豪华品牌来说, 12 月 29 日的决定所带来的好处可能比取消第 30D 款中的北美组装要求还要大。

资料来源: 金融界, Peterson Institute for International Economics, 民生证券研究院

法案宣布之后, 美国从墨西哥进口的电动汽车正在增加。这部分归功于在福特库奥蒂兰冲压和组装厂组装的野马 Mach-E 的销售。虽然美国从墨西哥进口的电动汽车不受 2022 年 8 月生效的 IRA 北美组装要求的影响。美国从中国进口的电动汽车数量不多, 主要是因为 2018 年 7 月, 美国对从中国进口汽车征收 25% 的关税, 目前仍在实施。

图17: 美国从墨西哥进口的电动汽车正在增加



资料来源: 美国国际贸易委员会, 民生证券研究院
注: ROW 为世界其他地区

墨西哥是美洲制造业后花园, 已有多家中国汽车零部件相关企业落地墨西哥。墨西哥目前能够同时满足关键矿物和电池组件的要求 (既与美国签订了自贸协定, 同时又在北美)。其中位于新莱昂州的蒙特雷靠近美国, 受墨西哥非法组织的影响较小, 相对更加美国化的环境吸引了诸多中国企业落地于此。

表5: 多家中国企业落地墨西哥新莱昂州蒙特雷市

公司	地址	具体内容	投资额	业务	投产时间及产能规划
金力永磁	新莱昂州-蒙特雷	2023年10月25日, 公司发布公告, 拟将公司“墨西哥废旧磁钢综合利用项目”变更为“墨西哥投资建设年产100万台/套磁组件生产线项目”。	1亿美元	项目购买土地并新建组件生产、包装检验、仓储车间、相应的水电气等辅助设施, 拟新增磁组件生产设备、辅助设备及环保设备等合计642台(套)。项目完成后将形成100万台/套磁组件产能, 有助于提升公司在人形机器人、新能源汽车等领域的市场竞争力。	100万台/套磁组件, 预计3年时间建成
拓普集团	新莱昂州	2022年9月30日公司公告, 拟在墨西哥新设全资子公司“拓普集团墨西哥有限公司”并投资建厂。	注册资本50000墨西哥比索, 总投资额不超过2亿美元	主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品	-
三花智控	科阿韦拉州萨尔蒂约市; 新莱昂州蒙特雷市	2023年10月13日, 公司发布GDR募集说明书, 拟在墨西哥建设年产800万套智能化热管理部件项目; 此外, 早在2016年, 公司2016年6月成立墨西哥三花汽零, 占地面积为7.2万平方米。	1.5亿美元, 折合10.5亿人民币	公司拟在墨西哥科阿韦拉州萨尔蒂约市实施年产800万套智能化热管理部件项目。项目采用国际先进的生产工艺, 拟建水油泵生产线、水冷板生产线、板式换热器生产线、集成组件生产线, 并配套辅助生产设备。16年成立的墨西哥三花汽零定位于彭	年产30万套水泵、420万套油泵、50万套水冷板、180万套板式换热器和120万套集成组件的生产能力。建设时间3年, 预计2026年Q2未投产。

胀阀产品的组装，设计产能为年产150万只。

绿的谐波	新莱昂州-蒙特雷	2023年4月15日，公司与三花智控签订《战略合作框架协议》，共同出资设立合资企业，由绿的谐波纳入合并报表。	该合资企业注册资本不 低于1,000 万美元，双 方均以现金 方式进行出 资。	合资公司的主营业务为谐波减速器相关产品的研发、生产制造及销售。
立中集团	新莱昂州-蒙特雷	墨西哥公司于2020年7月30日注册成立，2021年2月公告，增资1.7亿美元	投资总额为 17000万 美元	汽车零部件的开发、制造、装配、销售。主要是汽车铝合金车轮。
东山精密	新莱昂州-蒙特雷	2022年5月公告，拟通过全资子公司DSBJ PTE. LTD. (“DSG”)在墨西哥成立子公司，8月增资；2023年1月公告，公司通过DSG收购AutoTech Mexico。	首期总投资 额：9,900 万美元，由 全资子公司 DSG 出资	从事新能源汽车、储能等领域零部件的研发、生产、销售等
祥鑫科技	新莱昂州-蒙特雷	2021年4月发布公告，全资子公司在墨西哥投资设立子公司。2021年9月完成登记注册手续。2022年12月增资。	注册资本 2000万美 元	工具制造和精密冲压、焊接、钣金和其他金属制造技术，其产品或与任何类型的汽车零部件和配件相关的技术的市场化、分销和进出口等。
岱美股份	新莱昂州-蒙特雷	2019年8月29日公告，汽车内饰件产业基地建设项目部分资金投入全资子公司墨西哥岱美	人民币 20,000万 元（折合约 2,857万美 元）	根据2023年半年报，墨西哥新建厂房仍在建设。子公司墨西哥岱美净利润为159万元，岱美墨西哥内饰净利润为2021万元。
银轮股份	新莱昂州-蒙特雷	2021年10月公司公告，同意公司使用自有资金向上海银硕投资合伙企业（有限合伙）增资27,000万元人民币，用于墨西哥生产基地建设。	27000万 元	主要生产供北美战略客户的电动车热管理模块和油冷器产品
均胜电子	索诺拉州 (Sonora) ; 圣路易斯波托西 (SLP); 新莱昂州(Nuevo Leon); 塔毛利帕斯州 (Tamaulipas) ; 科阿韦拉州 (Coahuila) ; 尤卡坦州等	公司在墨西哥有多个子公司；2022年5月，公司官方公众号发文称旗下公司普瑞公司 (PREH) 将在尤卡坦州新建汽车电子工程开发中心。	-	安全气囊配件、汽车安全系统；空调控制板、车身控制器

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

除了可以满足 IRA 的税收优惠政策之外，墨西哥还有包括缩短运距、低人工成本等优势。接壤的美墨边境在运输成本和运输周期上给墨西哥的制造业带来了较多方便。根据 Tetakawi，平均而言，同样的货物从中国运到美国需要 36 天，每立方英尺的成本为 2.63 美元，而从墨西哥到美国只需要不到 2 天，且每立方英尺成本仅为 1.26 美元。此外，墨西哥的劳动力成本较为低廉。墨西哥制造业的平均工资约为 4.82 美元（含福利），而中国为 6.50 美元。

表6：墨西哥和中国的制造成本对比

项目	中国	墨西哥	墨西哥胜出
制造业平均日工资（美元）	6.5	4.82	35%
生产工程师月薪（美元）	3645	2935	24%
供电价格（中间价格/kWh）	0.098	0.095	3%
至芝加哥的运费（每立方英尺）	2.63	1.26	109%
运输途中的平均天数	36	2	1700%

资料来源：Tetakawi，民生证券研究院

3.2 技术端：研发投入持续增长，产品性能行业领先

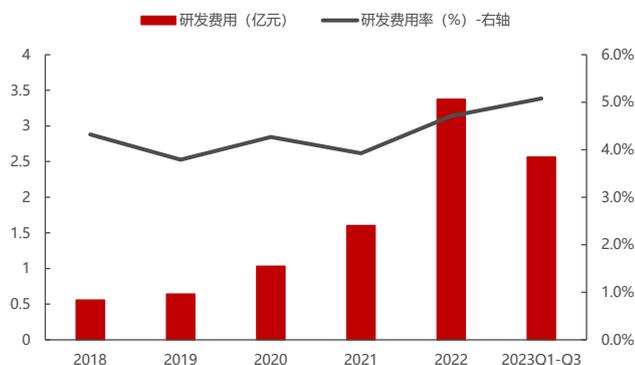
公司产品钕铁硼磁材存在技术壁垒，需要不断的研发投入。

- ① **稀土永磁材料属于典型的技术密集型产业，对产品的磁性能及一致性等方面要求较高。**需要严格控制工艺设计和生产过程，熔炼、破碎制粉、压制成型、烧结等重要生产工序需要成熟的技术工艺和先进的专业生产设备的支持。随着下游客户对高性能产量质量要求的日益提高，生产商需要持续提升工艺水平，加强质量控制和生产管理程序，投入较长的时间进行技术积累和大规模的生产实践对技术工艺进行优化改良，才能获得稳定的质量和较高的成材率。
- ② **高性能永磁材料通常属于非标准化产品。**涉及新材料、新工艺和新产品的研发，生产工艺流程长、操作及管理难度大，从产品设计、试制到批量生产都需要由富有经验的专业化技术、生产及管理团队执行。不同下游应用领域对产品性能的要求差异较大，需要针对不同客户的具体需求进行差异化开发与生产，这使得只有具备较强研发与生产能力的企业，通过较长时间的行业积累才能成功组织产品的研发与生产，并进入相应的下游应用领域，后续仍需要不断地进行技术创新提高产品性能，加速其产业化进程，以保持市场竞争能力，满足下游客户对产品质量日益提高的要求。

公司研发费用逐年上行，研发费用率常年维持高位。2018-2022 年公司研发费用分别为 0.56/0.64/1.03/1.60/3.37，2023 年前三季度研发费用为 2.56 亿元，同比增长 16%。2018-2022 年公司研发费用率分别为 4.3%、3.8%、4.3%、3.9%、

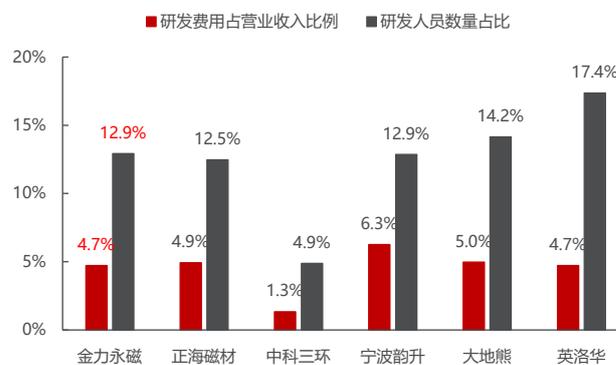
4.7%，2023 年前三季度研发费用率为 5.1%，同比增长 0.9pct。截至 2022 年，公司研发人员数量 647 人，仅次于英洛华（746 人，有电机业务），研发人员占比为 12.9%，位于行业前列。

图18：2018 年至今公司研发费用和研发费用率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：磁材行业公司研发投入较高



资料来源：wind，民生证券研究院

永磁材料具有一经磁化即能保持恒定磁性，具有宽磁滞回线、高矫顽力和高剩磁的特点，其基本功能是不需要消耗电能便可提供稳定持久的磁通量，同时可简化机械设备结构，降低维护成本，对环境影响较小，有节能和环保的优势。永磁材料产品的性能与品质主要参考指标为主要磁性能(Principal Magnetic Properties)、辅助磁性能(Additional Magnetic Properties)、尺寸精度、产品一致性等。

主要磁性能为衡量材料磁性能高低最重要的依据，其包含四个重要指标：剩磁 B_r 、磁极化强度矫顽力(即内禀矫顽力) H_{cj} 、磁感应强度矫顽力 H_{cb} 、最大磁能积 $(BH)_{max}$ 。 辅助磁性能主要包括相对回复磁导率 μ_{rec} 、剩磁温度系数 $\alpha(B_r)$ 、磁极化强度矫顽力温度系数 $\alpha(H_{cj})$ 、居里温度 T_c 、饱和磁化强度 M_s 等。

剩磁、矫顽力和最大磁能积等除了与材料的内禀性能有关，还受材料的微观结构和制备工艺的影响，称为结构敏感参量，是重要的衡量公司制备工艺水平的技术变量；居里温度和饱和磁化强度等主要由材料本身的化学成分决定，而与材料的微观结构和制备工艺关系不大，称为非结构敏感参量。

公司磁材产品的主要磁性能均位于行业前列。 公司单品最高剩磁达到 14.6-15kGs，单品最高内禀矫顽力达到 39kOe 以上，单品最高最大磁能积达到 52-57MGOe。行业内通常认为内禀矫顽力和最大磁能积之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料属于高性能钕铁硼永磁材料，公司产品单品最高内禀矫顽力与最大磁能积数值之和为 81，远超高性能钕铁硼永磁材料的标准，达到国内行业最高水平。

表7：国内稀土永磁材料主要生产商产品的性能对比

公司	磁性能			单品最高内 禀矫顽力与 最大磁能积 数值之和	耐久性 中性盐雾试验(h)		物理机械性能 最高工作温度(°C)
	单品最高剩磁 (kGs)	单品最高内 禀矫顽力 (kOe)	单品最高最大磁 能积 (MGOe)		环氧树脂	镍铜镍	
国家标准*	≥14.5	≥35	51-55	不适用	不适用	不适用	不适用
中科三环	14.5-15	≥40	51-55	79	无公开资料	无公开资料	无公开资料
宁波韵升	14.6-15.2	≥34	52-56	78	无公开资料	≥72	240
英洛华	≥14.4	≥35	51-55	76	≥240	≥48	220
金力永磁	14.6-15	≥39	52-57	81	≥720	≥120	250
正海磁材	14.4-15	≥40	50-54	80	≥720	≥48	250
大地熊	14.5-15	≥35	51-54	79.5	≥1,000	≥72	250
中科磁业	≥14.5	≥35	51-56	76	≥1,000	≥72	220

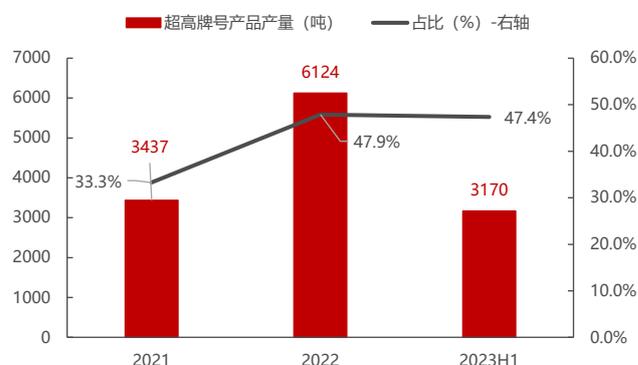
资料来源：中科磁业招股说明书，民生证券研究院

注：国家标准指《烧结钕铁硼永磁材料》(GB/T 13560-2017)。

公司具备行业领先的晶界渗透技术。一方面，公司通过配方优化降低乃至消除高性能钕铁硼永磁材料生产过程中的中重稀土的添加，帮助风电行业的客户降低其生产成本。另一方面，在新能源汽车及节能变频空调等领域，公司采用晶界渗透技术不断开发出高牌号产品，并根据客户需求实现大规模生产交付，在大幅减少中重稀土用量的同时而维持磁材产品的高性能。根据弗若斯特沙利文的数据，晶界渗透技术一般可以减少 50%至 70%的中重稀土用量。公司将内禀矫顽力与最大磁能积数值之和为大于 75，并使用晶界渗透技术的烧结钕铁硼永磁材料称为超高牌号产品。2021/2022/2023H1 公司超高牌号产品产量分别为 3437/6124/3170 吨，分别占总产量的 33.3%、47.9%和 47.4%。

图20：公司晶界渗透技术产品产量与占比


资料来源：wind，民生证券研究院

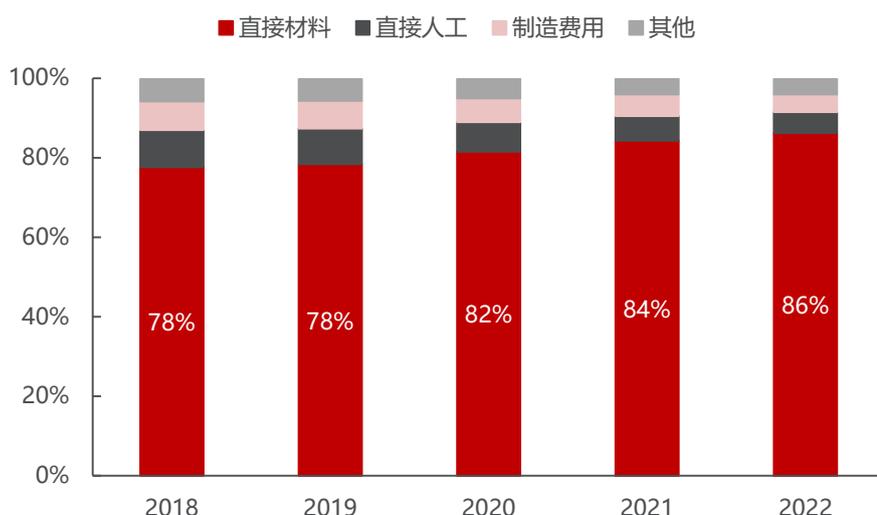
图21：公司超高牌号产品产量与占比


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 原料端：绑定主流稀土厂商，布局回收完善产业链

稀土原材料是磁材的最大成本来源。2018-2022 年公司营业成本中直接材料成本占比分别为 78%/78%/82%/84%/86%，最近三年直接材料成本占比均超过 80%，且呈现逐年增长的态势，由于物料比的变化不大，近几年的占比提升或主要由于稀土价格的大幅上涨。

图22：2018-2022 年成本中直接材料成本占比最高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司的稀土原材料目前主要来自于中国稀土集团和北方稀土两大上游稀土集团。中国的稀土原材料受到工信部开采指标限制，从 2023 年的指标来看，共计发布 24 万吨 REO 稀土矿产品指标以及 23 万吨 REO 冶炼分离产品指标。从矿指标来看，轻稀土方面北方稀土和中国稀土占了 100%的轻稀土指标，中重稀土方面中国稀土占比超过 70%；从冶炼分离指标来看，北方稀土和中国稀土分别拥有 15.2 和 6.3 万吨冶炼分离指标，合计占比为 94%。

表8：2023 年稀土矿产品和冶炼分离产品指标

四大稀土集团	矿产品 (折稀土氧化物, 吨)		矿产品	冶炼分离产品 (折稀土氧化物, 吨)
	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)		
中国稀土集团有限公司	54200	13010	67210	63199
中国北方稀土 (集团) 高科技股份有限公司	166650	0	166650	152234
厦门钨业股份有限公司	0	3440	3440	3963
广东省稀土产业集团有限公司	0	2700	2700	10604
其中：中国有色金属建设股份有限公司	0	0	0	3610
合计	220850	19150	240000	230000

资料来源：工信部，民生证券研究院

- ① **股东关系绑定中国稀土集团。**截至 2023 年 10 月 27 日，公司第三大股东为赣州工业投资控股集团有限公司，持股比例为 5.15%，其实际控制人为赣州市国资委（持股 25%）。赣州工业投资控股集团是由赣州稀土集团、赣州工业投资集团整合重组而来，于 2022 年 10 月 20 日成立。而赣州稀土集团是中国稀土集团成立时合并的三家公司之一。因此金力永磁通过股东绑定中国稀土集团，获取稀土原材料的稳定供应。
- ② **公司在包头工厂建设产能，靠近北方稀土原料供应。**公司在内蒙古包头投资建设一期 8000 吨的高性能稀土永磁材料基地于 2022 年年底投产，二期 1.2 万吨磁材也将于 2024 年投产。全部投产后，包头基地产能将超过赣州本部。包头基地的优势在于靠近我国轻稀土主要产地，公司与北方稀土集团密切合作，连续两年获得北方稀土“优质客户”奖项。

此外，公司积极响应“双碳”要求以及客户需求，打造全回收绿色可追溯稀土永磁产业链。回收未来或将成为公司重要的原料补充。

- ① **公司率先在稀土永磁行业构建全回收绿色可追溯稀土永磁产业链。**2018 年，公司与中国南方稀土集团签署了《关于 100%稀土再次利用（循环利用）产品合作协议》，利用南方稀土集团供应的来自于稀土废料回收的中重稀土金属，为全球客户批量生产和供应高性能稀土永磁材料产品。同时公司于 2022 年取得了 SGS 颁发的全球钕铁硼行业首张 PAS2060 碳中和达成宣告核证证书。
- ② **收购稀土回收企业银海新材 51%股权，布局稀土回收产业。**2022 年 7 月 21 日，公司发布公告拟使用 H 股募集资金 1.5 亿元人民币收购巴彦淖尔银海新材 51%股权，银海新材是专业从事稀土抛光粉、磁性材料等废弃物综合回收利用生产加工企业，主要以稀土抛光粉、磁性材料等废弃物作为生产原料，提取其中的稀土元素。银海新材主要生产产品包括氧化镨钕、氧化镝、氧化铽、氧化钆等稀土氧化物。根据内蒙古自治区相关主管部门批复，银海新材已建成稀土产品废弃物综合利用年产 5000 吨多种单一稀土化合物产品的生产能力。

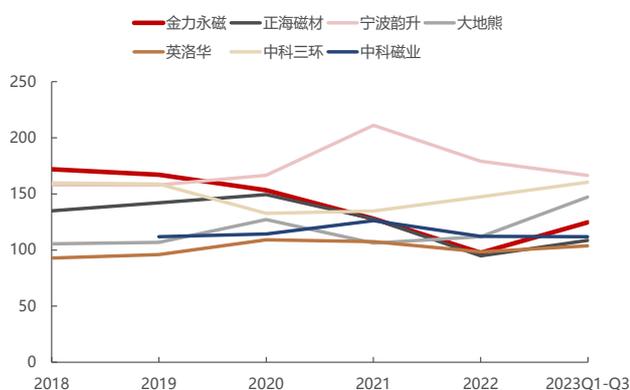
表9：银海新材 2021 和 2022Q1 的财务数据（单位：亿元）

项目	2022Q1	2021 年
总资产	3.089	2.644
总负债	1.084	1.035
净资产	2.005	1.609
应收账款	0.059	0.010
营业收入	2.018	7.840
营业利润	0.538	1.019
净利润	0.484	0.973
经营活动产生的现金流量净额	-0.320	0.072

资料来源：公司公告，民生证券研究院

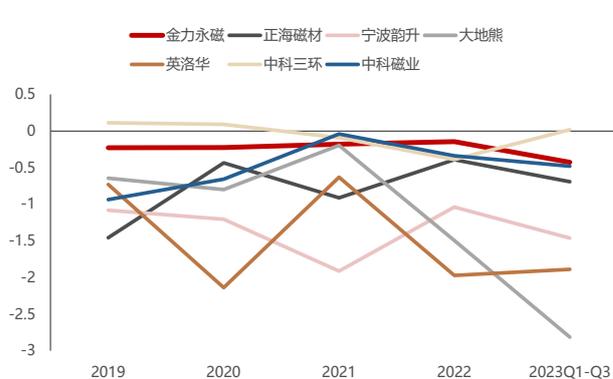
公司通过库存管理减小稀土原材料价格波动对利润的影响，不囤积居奇，不炒作稀土价格。2018-2022年公司的存货周转天数逐年下降，2022年仅为98天，在同行中仅高于正海磁材的95天，存货运转效率较高。由于出色的存货管理策略，公司上市以来资产减值损失/营业总收入始终维持在同行中的较低水平，即使2022和2023年稀土价格有较大幅度的下跌，其资产减值损失/营业总收入也仅为-0.43%，比例仅高于中科三环。

图23：国内稀土永磁材料主要上市公司存货周转天数对比（单位：天）



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：国内稀土永磁材料主要上市公司资产减值损失/营业总收入（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 客户端：深耕下游优质客户，优化调价机制减少利润波动

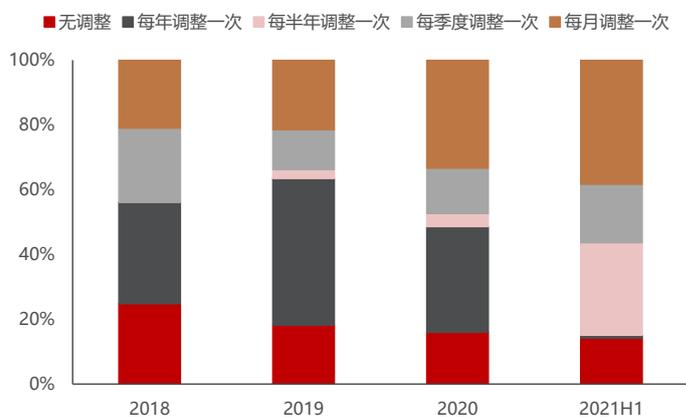
公司与下游客户长期合作深度绑定，下游客户定制化需求较多，具备较强的客户黏性，一旦进入其供应链，不会轻易发生更换。公司产品长期应用于下游新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等领域。在新能源车及汽车零部件领域，公司给包括比亚迪、特斯拉在内的全球前十大新能源汽车生产商供应高性能磁钢，同时公司也是博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商。在节能变频空调领域，全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司客户，公司是美的、格力等知名品牌的重要磁钢供应商。在风力发电用磁钢领域，全球前五大风电整机厂商中的四家是公司的客户，其中金风科技自金力永磁上市以来就是其重要的股东之一，截至2023年10月27日，金风科技全资子公司金风投资控股有限公司仍持有公司股份4.99%，为公司第四大股东。

表10：公司产品主要应用领域的客户和调价情况

应用领域	主要客户	2022 年营收规模	对应终端需求量	调价机制
新能源汽车及汽车零部件	包括比亚迪、特斯拉在内的全球前十大新能源汽车生产商，博世集团	28.89 亿元	可装配新能源乘用车 286 万辆，市占率约 28%	每季度调整一次，但同时亦有小部分客户为每年或每半年调整一次价格
节能变频空调	全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司客户，美的、格力等知名品牌的磁钢供应商	18.32 亿元	可装配变频空调压缩机约 5028 万台，占中国家用空调总量的 34%	每月调整一次
风力发电	全球前五大风电整机厂商中的四家是公司的客户	7.18 亿元	可装配风力发电机的装机容量约 8.29GW，占全球风电新增装机容量的 11%	2018 至 2020 年为每年调整一次；为应对稀土价格的持续大幅度上涨，2021 年上半年变更为每半年调整一次
机器人及工业伺服电机 其他行业（3C、节能电梯等）	包括博世力士乐等	2.53 亿元		每年、每半年或每季度调整一次，视乎情况而定

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产品对应不同的终端客户有不同的调价机制，通过不同调价机制的组合和对调价机制的及时优化，公司得以降低原材料价格波动的风险。稀土原材料价格近几年由于需求快速增长，供给释放滞后，价格波动明显，但公司仍能维持较好的盈利能力，除了前一节说的通过库存管理规避价格波动风险之外，良好的调价机制产生的顺利的价格传导也是不可或缺的重要一环。2021 年开始，风力发电的调价机制由原先的一年调价改为半年调价，而月度调价的营收比例也从 2018 年的 21% 提升至 2021H1 的 38%，同时公司也保留一部分无价格调整的锁价订单，一方面大多数产品价格传导更加顺畅，另一方面在稀土价格出现大幅下跌的过程中，锁价订单也能较好的平滑利润。

图25：公司不同调价机制的产品营收占比


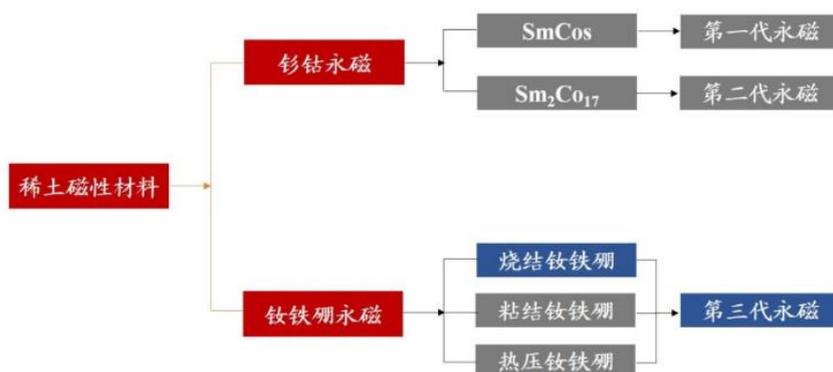
资料来源：公司港股招股说明书，民生证券研究院

4 稀土磁材行业：新能源车持续拉动，人形机器人为新增长极

4.1 产业链：磁材的上游为稀土，下游为电机

稀土永磁材料是金属系和铁氧体系之后开发成功的第三代永磁材料。稀土永磁材料自 60 年代问世以来，一直保持高速发展，按其开发应用的时间顺序可分为四代：第一代钐钴永磁(SmCo5)系材料；第二代是钐钴永磁(Sm₂Co₁₇)系磁体；第三代稀土永磁则为 80 年代初期开发成功的钕铁硼系磁性材料，因其优异的性能和较低的价格很快在许多领域取代了钐钴永磁磁体，并快速实现工业化生产，其中烧结钕铁硼又称为高性能钕铁硼，其内禀矫顽力和最大磁能之和大于 60，性能更加优异；第四代为稀土铁氮和稀土铁碳，目前仍在实验室阶段，距离量产仍有一定距离。

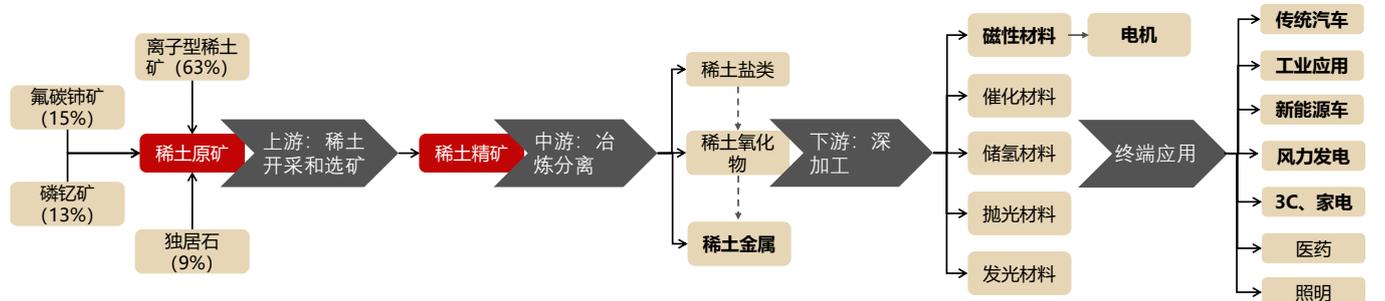
图26：钕铁硼永磁为第三代永磁



资料来源：正海磁材公告，民生证券研究院

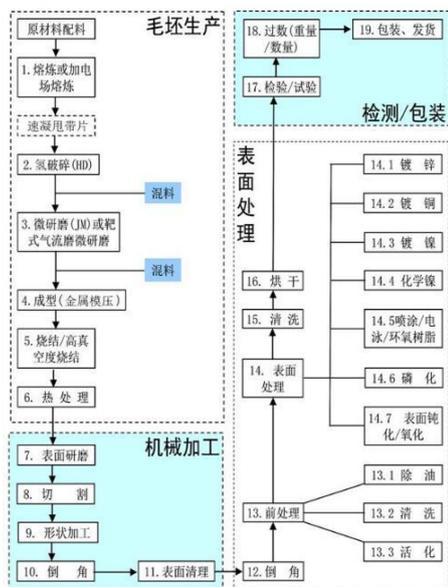
稀土永磁材料的上游为稀土采选、分离、冶炼，下游为电机制造，终端分布在汽车、风电、3C、家电等多个领域。稀土永磁材料的直接原材料为稀土金属，包括金属镨钕、金属镱铽等，为了得到稀土金属，稀土供应商需要首先完成稀土原矿开采，不同稀土原矿的各种稀土元素配分不尽相同，使得其对应的价值量也相差较大，总体来看中重稀土矿（离子型稀土矿、独居石）价值量高于轻稀土矿（氟碳铈矿）。得到原矿后需要将其分选为稀土精矿，此过程为稀土元素富集的过程。由于稀土包括 17 种元素，因此在进一步富集之前，需要将其分离成不同的稀土金属元素，这一步也是稀土与其他金属品种最大的不同点。分离完成后将得到稀土盐类以及稀土氧化物产品，此时可以选择直接出售给下游客户制作成催化材料、发光材料等，也可以进一步冶炼成为稀土金属，稀土金属也即稀土永磁材料的原材料。此后经过毛坯生产、机加工、表面处理、包装检测等步骤后生产得到钕铁硼磁体，即我们通常所说的稀土永磁材料。多数情况下磁材厂商会将产品卖给下游的电机厂商，电机厂商再制作成电机成品销售给终端客户。

图27：稀土磁材产业链



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院整理绘制

图28：稀土永磁材料生产流程



资料来源：中科三环配股说明书，民生证券研究院

4.2 稀土行业受磁材需求增长拉动

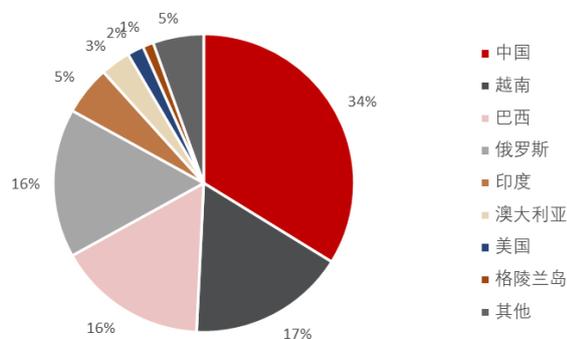
4.2.1 供给端：增量主要看国内开采配额，海外增量有限

从储量看，2022 年全球稀土储量约 1.3 亿吨，中国稀土储量世界第一，为 4400 万吨，占比 34%。越南稀土储量为 2200 万吨、占比为 17%，排名第二；巴西稀土储量为 2100 万吨、占比为 16%，排名第三；俄罗斯稀土储量为 2100 万吨，占比为 16%，排名第四，前四大稀土储量国的储量占世界总储量的 83%，资源的分布非常集中。

从产量看，2022 年全球稀土产量约 30 万吨，中国稀土产量世界第一，为 21 万吨，占比 70%。美国稀土产量为 4.3 万吨、占比为 14%，排名第二。澳大利亚

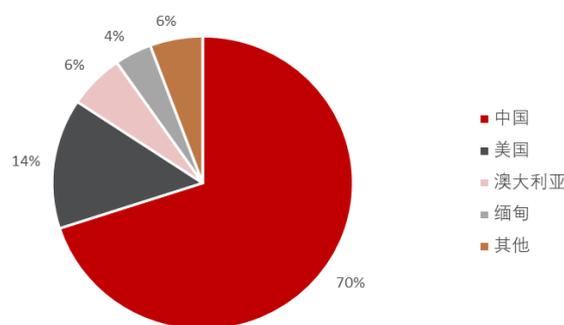
稀土产量为 1.8 万吨、占比为 6%，排名第三。缅甸稀土产量为 1.2 万吨，占比为 4%。前四大稀土产量国的产量占世界总产量的 94%，产量的分布也十分集中。

图29：全球稀土储量分布（2022）



资料来源：USGS，民生证券研究院

图30：全球稀土产量分布（2022）



资料来源：USGS，民生证券研究院

中国稀土冶炼分离产品产量占全球 93%以上。安泰科数据显示，2022 年全球稀土冶炼分离产品产量合计约 29.3 万吨（REO），同比增长 30.7%。其中，中国产量约 27.5 万吨，占比 93.8%，含四大稀土集团生产总量指标 20.2 万吨，利用进口美国矿和独居石矿生产的冶炼分离产品产量分别为 4.2 万吨和 3.1 万吨；澳大利亚莱纳斯公司位于马来西亚的关丹稀土（LAMP）分离厂受疫情及缺水影响，全年产量同比下降 16%至 1.6 万吨。

中国具有领先全球的稀土冶炼分离技术，且分离技术禁止出口，因此分离环节壁垒较高。在实现高效稀土冶炼分离的同时，兼顾环境保护。以上构成了我国稀土冶炼分离行业壁垒。

图31：2022 年中国稀土冶炼分离产品产量占全球 93%以上（单位：吨 REO）

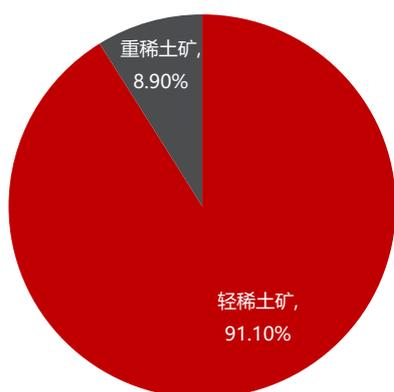


资料来源：安泰科，民生证券研究院

注：2022 年数据为安泰科年报预测数据

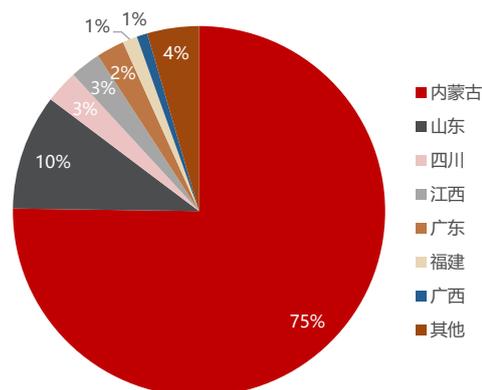
中国稀土资源呈现北轻南重的特点。从资源量看，2020年已查明轻稀土资源量1.23亿吨（91%），重稀土矿1203万吨（9%）。北方地区轻稀土资源丰富，主要分布在内蒙古，其资源量为1.02亿吨，占稀土总资源量的比例为75.22%。南方地区以离子吸附型中稀土、重稀土矿为主，其中广东省的重稀土资源最为丰富，有389万吨，占稀土总资源量的2.88%，占国内中重稀土资源量的32.34%。

图32：中国轻重稀土资源量分布（2020）



资料来源：《AM 中国稀土矿资源开发研究报告 2021》，民生证券研究院

图33：中国稀土资源地区分布（2020）

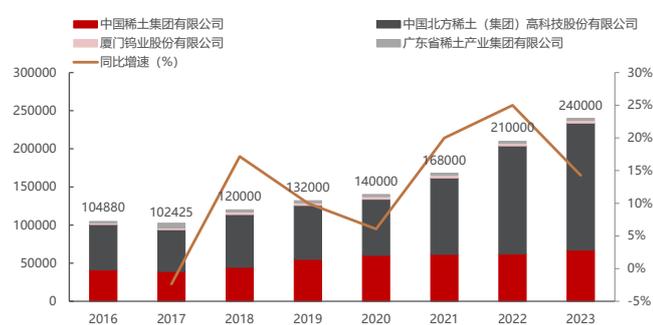


资料来源：《AM 中国稀土矿资源开发研究报告 2021》，民生证券研究院

国内供给：实质上的双寡头供应格局，核心是稀土配额的增长。2021年12月稀土行业新央企中国稀土集团有限公司成立，将原有的六大稀土集团格局打破，变成了四大稀土集团，若考虑到指标分布中厦门钨业和广东稀土的指标占比较小，且中国稀土集团已分别与广东稀土集团和厦门钨业签署了战略合作协议，国内稀土的供应实质上已经由六大集团掌控转变南北两大集团格局。

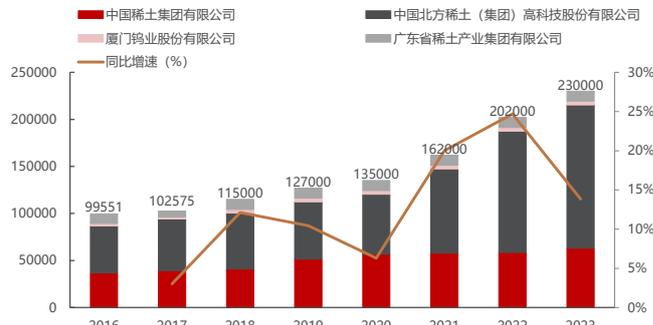
2023年稀土开采总量同比增长14.3%，其中轻稀土指标同比增长15.7%，中重稀土指标同比不变。目前的四大稀土集团中，轻稀土只有北方稀土一家，其它三家均为中重稀土公司。2023年岩矿型稀土(轻稀土)开采总量为22.1万吨，同比增长15.7%，占比全部开采配额的比重为92%，其中北方稀土轻稀土矿指标增长2.5万吨，同比增长17.6%，中国稀土集团轻稀土矿指标增加5000吨。离子型稀土(中重稀土)指标同比不变仍未1.9万吨，占全部开采配额的8%，其中中国稀土集团拥有1.3万吨中重稀土配额，占比达到68%，为中重稀土的核心供应商。

图34：2023 年稀土矿产品指标同比增长 14.3% (吨 REO)



资料来源：工信部，民生证券研究院

图35：2023 年稀土冶炼分离产品指标同比增长 13.9% (吨 REO)



资料来源：工信部，民生证券研究院

综合考虑指标和钕铁硼回收增长，2021/2022/2023 年稀土指标增速分别为 20%/25%/14.3%，由于稀土需求增速放缓，我们假设 2024-2025 年指标增速与 2023 年第二批指标增速相同，均为 10%，预计 2023-2025 年国内氧化镨钕总供给为 7.1/7.9/8.7 万吨。

表11：国内氧化镨钕供给 (单位：吨 REO)

国内供给(吨 REO)	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
稀土矿总量开采指标	吨 REO	140000	168000	210000	240000	264000	290400
	增速		6.1%	20.0%	25%	14.3%	10%
白云鄂博	吨 REO	73550	100350	141380	170391	193381	218752
四川和山东	吨 REO	47300	48500	49470	50459	51469	52498
南方离子矿	吨 REO	19150	19150	19150	19150	19150	19150
国内矿山合计	吨 REO	140000	168000	210000	240000	264000	290400
白云鄂博-氧化镨钕 (20%镨钕配比)	吨 REO	14710	20070	28276	34078	38676	43750
四川和山东-氧化镨钕 (17%镨钕配比)	吨 REO	8041	8245	8410	8578	8750	8925
南方离子矿-氧化镨钕 (25%镨钕配比)	吨 REO	4788	4788	4788	4788	4788	4788
国内矿山氧化镨钕合计	吨 REO	27539	33103	41473	47444	52213	57463
综合氧化镨钕占比	%	19.7%	19.7%	19.7%	19.8%	19.8%	19.8%
氧化镨钕供给——开采指标	吨 REO	27539	33103	41473	47444	52213	57463
氧化镨钕供给——废料回收	吨 REO	20000	23000	26450	24035	26439	29082
氧化镨钕总供给	吨 REO	47539	56103	67923	71479	78652	86545

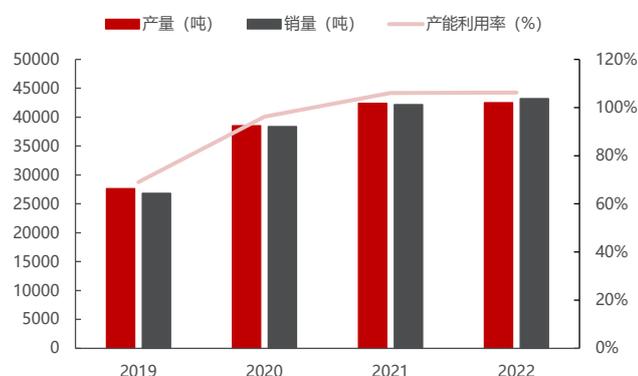
资料来源：工信部，公司公告，民生证券研究院测算

海外供给：在产矿山无增量计划，新建矿山短期内难以投产，预计海外增量有限。除中国之外，2021 年海外最大的三个稀土供应国家分别是美国 (16%)、缅甸 (9%)、澳大利亚 (8%)。由于冶炼分离的产能绝大多数都在国内，因此从矿端来看我国需要进口大量的稀土矿进行分离冶炼，除了澳大利亚的矿是出口到马来西亚进行分离之外，美国和缅甸大多数的矿都需要出口到我国进行后续的处理。自 2012 年起，美国部分海外大型矿山陆续投产复产，同时缅甸高品位中重稀土矿也

在逐渐放量。由于我国稀土矿存在总量指标限制，因此海外的进口稀土矿一直是作为稀土矿供应的一大补充来源。

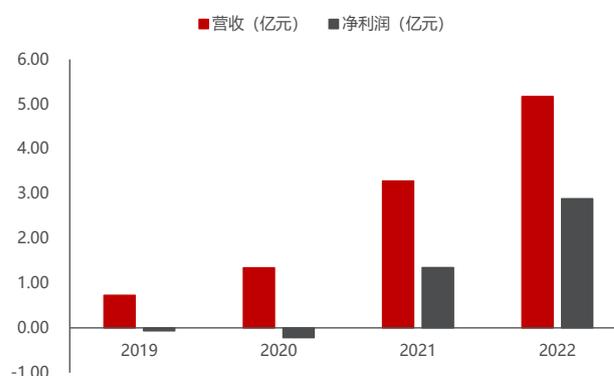
① **美国：MP 公司未来的发展计划以扩展分离冶炼产能为主，预计稀土精矿产能在每年 4 万吨左右维持稳定，目前产能利用已接近极限。** Mountain Pass 稀土矿山是世界品位最高的矿山之一，稀土含量超过 7%，有 70 余年的开采历史，上世纪 60-90 年代一度成为世界稀土的主要来源。随着中国稀土行业不断发展，美国稀土行业不断萎缩，MP 矿山也于 2002 年停产。2017 年盛和资源通过资源和技术介入重启了该矿山的生产工作，因此 2019 年开始其产量重新爬升，目前产量已达到其 4 万吨的产能极限。

图36：2019-2022 年 MP 矿山产销量



资料来源：MP 公司年报，民生证券研究院

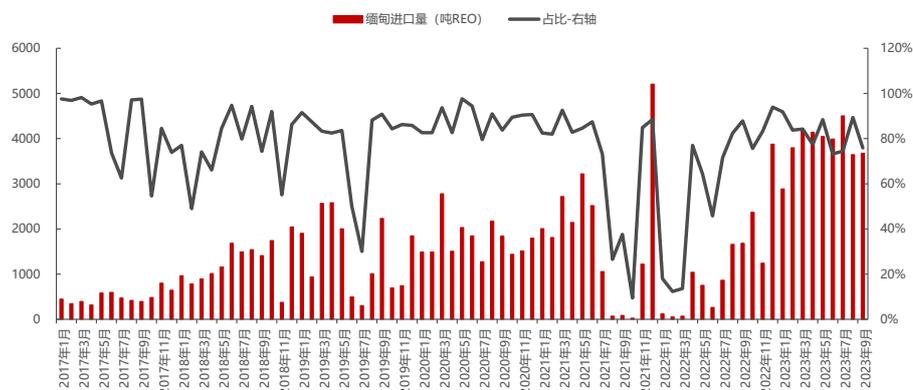
图37：2019-2022 年 MP 公司营收与利润



资料来源：MP 公司年报，民生证券研究院

② **缅甸：缅甸 2022 年受封关影响进口量大幅减少，2023 年前三季度进口量同比大幅增长，成为供给端超预期的供给增量。** 工信部打黑后，国内稀土黑色产业链逐渐瓦解，为了满足下游需求，我国开始从缅甸等地进口稀土矿，尤其是重稀土矿。2022 年受到公共卫生事件影响，全年中有数月未能进口稀土矿，缅甸稀土供给量大幅减少至 13981 吨 REO。2023 年公共卫生事件影响解除后，年初以来缅甸进口量大幅增加，前三季度合计进口 3.5 万吨 REO 稀土矿，我们预计全年缅甸进口量或在 4.5 万吨 REO 左右。但从中长期来看，缅甸稀土产业前期过度开采的问题仍较为严重，预计后续随着品位下滑，缅甸稀土中长期供应增量或有限。

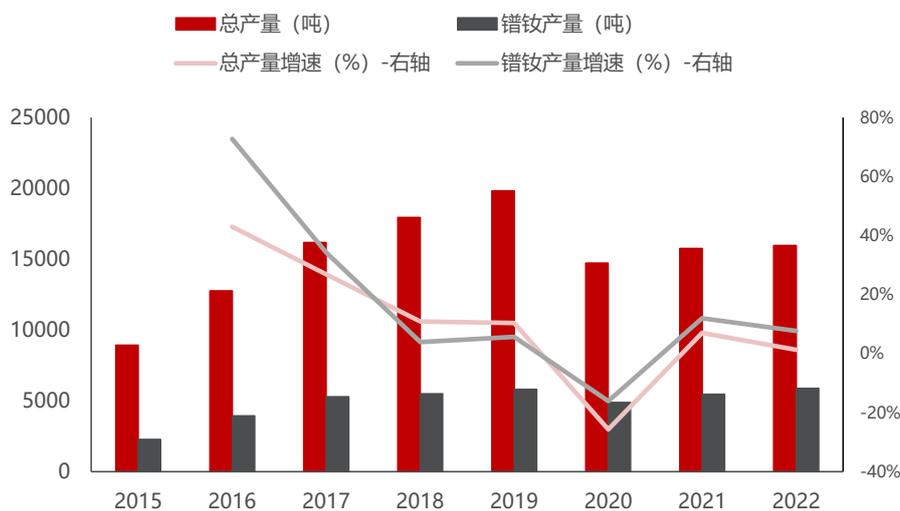
图38: 2023年1-9月缅甸进口稀土量同比大幅增长



资料来源: 海关总署, 民生证券研究院

- ③ 澳大利亚: Lynas 主要从事稀土开采与冶炼, 稀土储量 1890 万吨, 资源量折 REO 157.1 万吨, 平均品位 8.3%, 是全球第二大的稀土供应商, 年产能 2.5 万吨 REO。稀土矿山位于西澳大利亚州首府珀斯西北约 1000 公里的 Mountain Weld, 矿山产能已满负荷, 未来产能增量有限。现有分离产能布局在马来西亚关丹附近的格宾工业园, 位于西澳大利亚州的 Kalgroolie 分离冶炼厂完成所有审批手续, 正在建设中。位于美国的轻重稀土分离冶炼厂还处于规划中。

图39: 2015-2022年Lynas稀土总产量和镨钕产量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

- ④ 独居石: 独居石为钨钛选矿的副产品, 主要生产商为盛和资源 and Iluka, 2021年产量 3 万吨 REO 左右。盛和资源连云港 150 万吨钨钛选矿项目目前已经投产, 将新增 2 万吨独居石实物吨产能, 预计将在 2023-2024 年逐步释放。

- ⑤ **海外其他矿山：大多处于项目早期阶段，短期难有增量，2024-2025 年或有部分产能投产。**目前较为可能投产的项目主要有四个：1) 澳大利亚 Hastings 公司矿山 2024 年年产 1.5 万吨混合稀土碳酸盐，假设折合镨钕氧化物 25%，即 3750 吨，假设 2024 年当年贡献 25%，2025 年贡献 75%；2) 澳大利亚 Dubbo 稀土项目年产 6664 吨稀土氧化物，其中 20%为镨钕氧化物，假设 2024 年贡献 50%满产产量；3) 澳大利亚 Arafura 年产 4357 吨镨钕氧化物于 2024 年底投产，2025 年贡献产量；4) 坦桑尼亚 Ngualla 项目镨钕占比 21.26%，拟于 2025 年二季度投产，年产稀土精矿约 1.8 万吨 REO，4000 吨左右的镨钕。

表12：海外氧化镨钕供给（单位：吨 REO）

海外供给(吨 REO)	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
美国矿-镨钕供给	吨 REO	6045	6659	6672	6751	6751	6751
澳大利亚矿-镨钕供给	吨 REO	4876	5461	5880	5577	5671	5713
缅甸矿-镨钕供给	吨 REO	4376	4936	3495	11250	10000	8750
独居石-镨钕供给	吨 REO	5980	6900	7153	8418	9430	9430
海外其他镨钕产量	吨 REO	2250	2250	2250	2250	3853.9	11709
其中：澳大利亚 Hastings	吨 REO	0	0	0	0	937.5	2812.5
澳大利亚 Dubbo 稀土	吨 REO	0	0	0	0	666.4	1332.8
澳大利亚 Arafura	吨 REO	0	0	0	0	0	4357
坦桑尼亚 Ngualla	吨 REO	0	0	0	0	0	956.7
海外氧化镨钕供给合计	吨 REO	23526	26206	25451	34246	35705	42353

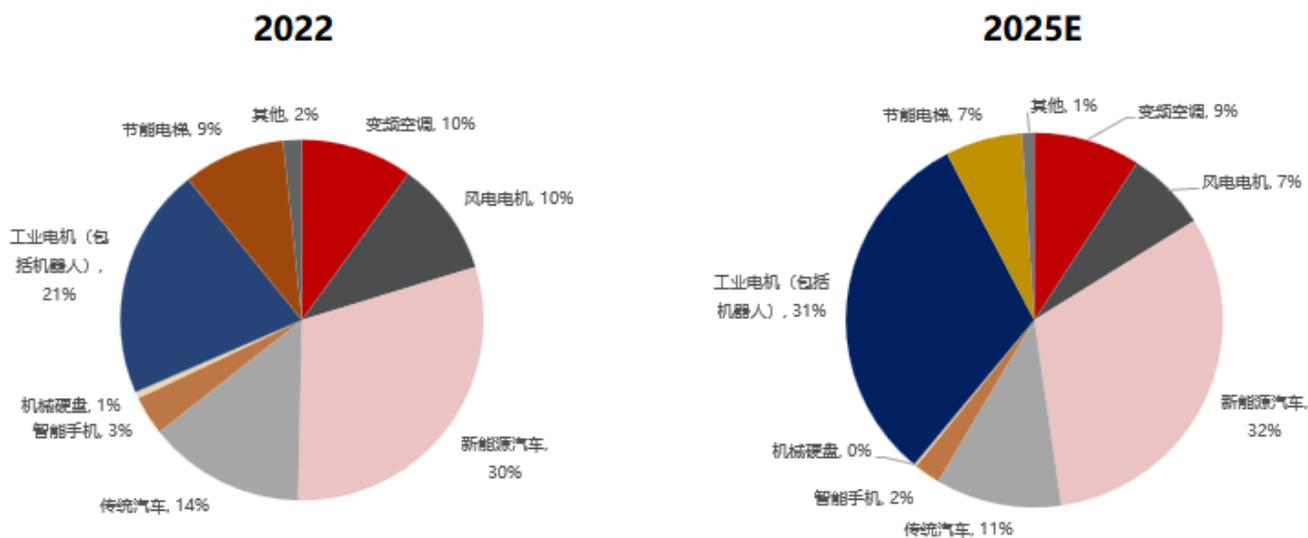
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.2.2 需求端：新能源汽车+节能电机需求快速增长，AI 机器人或成未来新的增长极

镨钕氧化物主要用于制造钕铁硼，高性能钕铁硼对镨钕氧化物的需求将受新能源汽车、风电、节能电机、空调能效标准提高等因素拉动迎来迅速增长。其中钕铁硼的性能越好，需要添加的镨钕氧化物越多。中低端钕铁硼需求较为分散，包括箱包扣、门扣、玩具、电动自行车等众多领域，这部分需求进入壁垒较低，市场处于完全竞争市场，产品同质化高，整体需求量变化不大。而高性能钕铁硼被广泛应用于汽车、风电、变频空调等领域，有较高的准入门槛，有望受益于新能源行业景气需求高增。

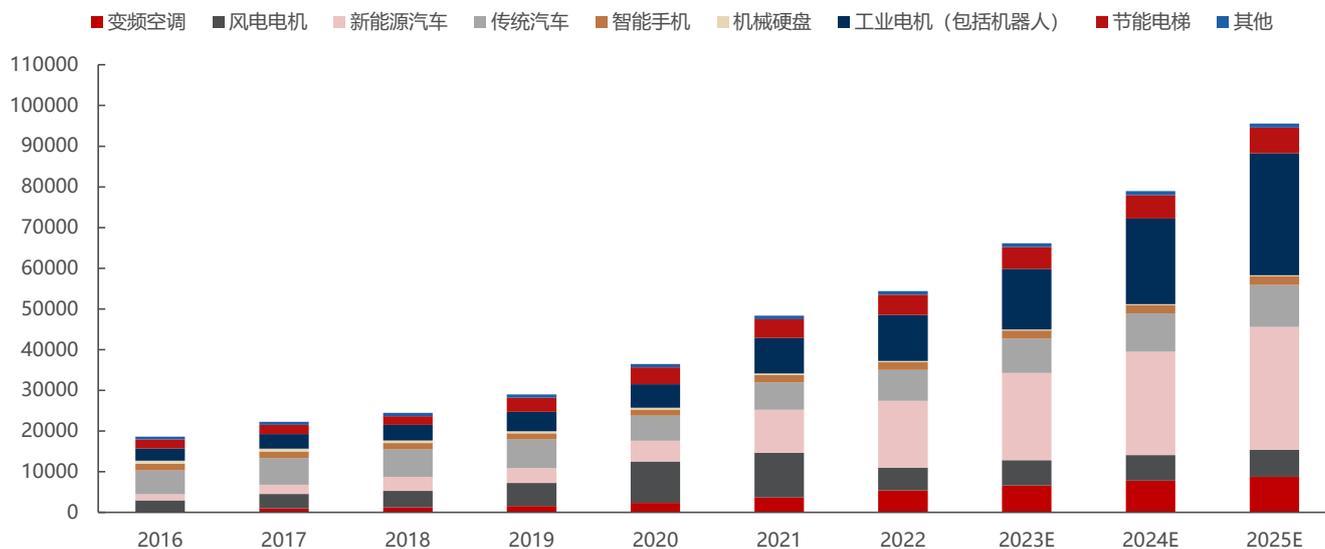
磁材的终端需求主要集中在汽车、风电、工业电机领域，其他消费场景较为分散。随着全球能源危机及环保意识的加强，新能源汽车、风电节能、变频空调等产业或将迎来高速发展，高性能钕铁硼需求有望释放巨大潜力。我们预计全球高性能钕铁硼需求量到 2025 年将达到 21.3 万吨，2022-2025 年 CAGR 为 20.66%，带动的镨钕氧化物需求达 9.6 万吨。

图40：2022 和 2025 年的高性能钕铁硼下游需求分布



资料来源：国家统计局，IDC，wind，OICA，EVSales，民生证券研究院测算

图41：2016-2025 年全球高性能钕铁硼带动的氧化镨钕需求量快速增长 (单位：吨 REO)

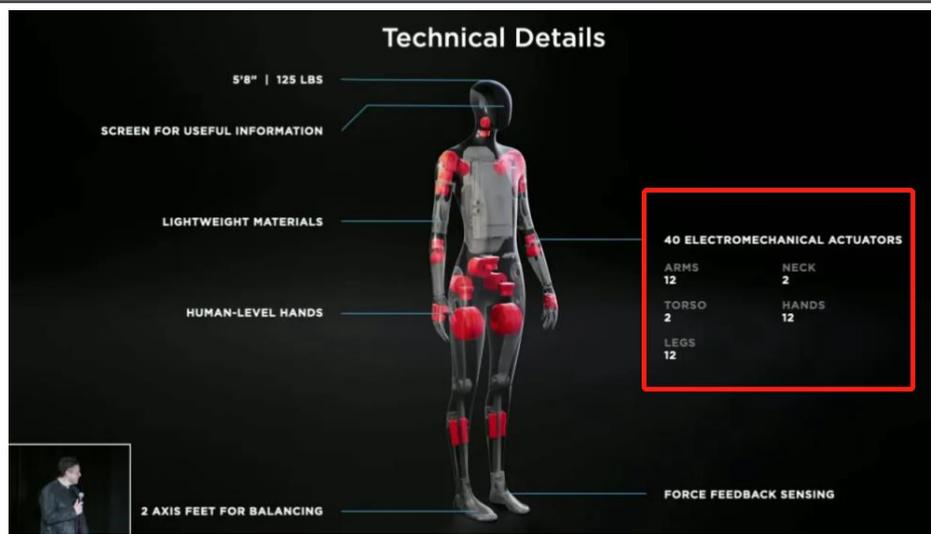


资料来源：国家统计局，IDC，wind，OICA，EVSales，民生证券研究院测算

从终端领域的需求增速情况来看，新能源车依旧维持强劲增长，节能电机需求增长受政策支持有所提振，风电、家电增速略显疲态。此前报告中有详细阐述过各个下游领域的需求增长情况，此处不再赘述。

人形机器人由于其对伺服电机的需求较大，而伺服电机的核心原材料为钕铁硼磁材，因此人形机器人放量将会带来较大的钕铁硼磁材以及上游原材料氧化镨钕的需求。

图42：特斯拉人形机器人执行器件数量远高于工业机器人



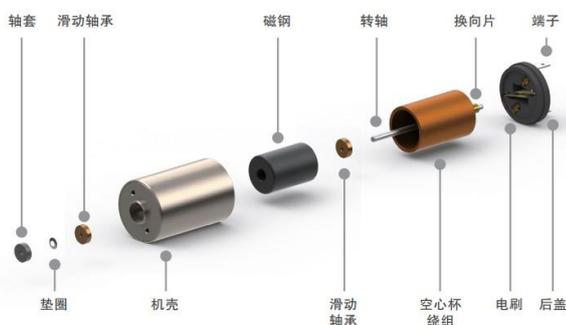
资料来源：澎湃新闻，民生证券研究院

目前市场预计特斯拉人形机器人使用两类伺服电机：**空心杯电机和无框力矩电机**。

①**空心杯电机：用于灵巧手**。空心杯电机的转子在结构上突破了普通电机的转子结构形式，采用的是无铁芯转子，是一个空心的杯状结构，内部环绕着绕组和磁铁。这种转子结构彻底消除了由于铁芯形成涡流而造成的电能损耗，同时其重量和转动惯量大为降低，从而减少了转子自身的机械能损耗。

②**无框力矩电机：用于执行器中**。无框力矩电机不同于传统的伺服电机，没有机壳，只有定子和转子 2 个部件，相较于有框电机，无框电机配置灵活，安装方便，着眼于目前驱动系统的高度集成化趋势，可以说无框电机更贴合工程师的目标期望；工程师无需像传统设计那样考虑电机接口，只需要在系统设计中给予电机相当小的空间位置预留即可，可以最大限度的缩小驱动系统中动力输出单元的空间占用，以此来达到更高的系统集成，非常适用于人形机器人这种对空间利用要求苛刻的应用场景。

图43：鸣志有刷空心杯电机结构图



资料来源：鸣志电器官网，民生证券研究院

图44：步科股份无框力矩电机示意图



资料来源：步科股份官网，民生证券研究院

我们这里的测算主要考虑到特斯拉人形机器人，根据特斯拉官网介绍，人形机器人全身共 40 个电机，每个电机消耗 50g-100g 高性能钕铁硼磁材，因此单位用量预计在 2-4kg，我们取中值 3kg 作为单位用量的假设。中性预期下，假设特斯拉人形机器人 2024/2025/2026/2030 年分别生产 5/25/50/500 万台，则特斯拉人形机器人 2030 年将带来 2 万吨高性能钕铁硼磁材毛坯需求增量，6747 吨镨钕氧化物需求增量，分别占 2022 年钕铁硼/镨钕氧化物总需求的 7.1%/7.2%。

表13：人形机器人带动的钕铁硼磁材和镨钕氧化物需求预测

	2024E	2025E	2026E	2030E
特斯拉人形机器人产量 (万台)	5	25	50	500
单台人形机器人钕铁硼需求量 (千克)	3	3	3	3
人形机器人消耗钕铁硼磁材成品 (吨)	150	750	1500	15000
人形机器人消耗钕铁硼磁材毛坯 (吨)	200	1000	2000	20000
人形机器人镨钕氧化物需求量合计 (吨)	67	337	675	6747

资料来源：民生证券研究院测算

得益于下游需求的快速增长，磁材企业大多快速扩张以谋求市占率的提升，近两年磁材企业多具备较强成长属性。 不仅以稀土磁材为主业的各大企业在快速扩张，包括金力永磁、正海磁材、宁波韵升、中科三环、大地熊、英洛华等，部分上游或其他磁材厂商也在往稀土磁材板块进行扩张。大量的产能增长意味着行业竞争加剧，老牌磁材厂商或可凭借客户开拓、产品迭代等优势保持一定的领先地位。

表14：2022-2025 年稀土下游厂商钕铁硼永磁材料产能扩张规划

代码	公司	产能 (吨)					
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	远期
300748.SZ	金力永磁	15000	23000	30000	38000	40000	-
300224.SZ	正海磁材	16000	24000	30000	-	-	36000
600366.SH	宁波韵升	12000	21000	29000	36000	-	-
000970.SZ	中科三环	21500	21500	26500	31500	31500	52500
688077.SH	大地熊	6000	8000	12000	15000	-	21000
000795.SZ	英洛华	10000	12000	15000	-	-	-
002057.SZ	中钢天源	2000	-	-	-	-	10000
000969.SZ	安泰科技	5500	-	10500	-	-	20000
601609.SH	金田铜业	5000	-	9000	-	13000	-
600259.SH	广晟有色	1500	2100	6100	12600	-	-
600549.SH	厦门钨业	8000	12000	-	-	-	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院预测

注：上述产能均为钕铁硼磁材毛坯产能

4.2.3 供需平衡：供需或将重回紧平衡，稀土价格中枢抬升

我们预计由于需求多点放量，全球镨钕氧化物迎来中长期的供需紧张，但 2023 年由于供给端超预期增长，或将面临短期的供需过剩压力。短期来看，预计

2023 年供需过剩为 2590 吨，供需过剩比例为 2.4%。中长期来看，考虑指标增长保持 2023 第二批指标的同比增速（2024-2025 年，采矿指标总量年增长率均为 10%），以及回收，独居石放量，远期多个矿山在 2024-2025 年陆续投产带来的增量，2024-2025 年均面临供需紧平衡状态，供需缺口比例分别为 1.4%/2.8%。

表15：全球镨钕氧化物供需平衡表

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球镨钕氧化物供给	吨	65170	69720	71065	82309	92224	105725	114357	128898
其中中国	吨	47000	47900	47539	56103	66773	71479	78652	86545
增速	%		7.0%	1.9%	15.8%	12.0%	14.6%	8.2%	12.7%
全球镨钕氧化物需求	吨	61065	65987	73823	86107	91764	103134	115967	132553
增速	%		8.1%	11.9%	16.6%	6.6%	12.4%	12.4%	14.3%
供需平衡（-不足/+过剩）	吨	4105	3734	-2758	-3799	460	2590	-1609	-3656
供需缺口比例	%	6.3%	5.4%	-3.9%	-4.6%	0.5%	2.4%	-1.4%	-2.8%

资料来源：安泰科，民生证券研究院测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主营业务为钕铁硼磁钢的生产与销售，其他非主营业务主要是磁钢边角料的销售，受益于下游需求的快速增长，公司作为行业龙头产品产销量有望持续增长。我们对公司业绩进行预测，关键假设如下：

销量：考虑到下游需求快速增长，公司产能持续扩张，根据公司扩产及爬坡进度，假设 2023-2025 年公司钕铁硼磁钢成品销量分别为 1.5/1.9/2.4 万吨。

价格：考虑到稀土价格下跌以及产品结构调整，假设公司钕铁硼成品单价 2023-2025 年分别为 37.8/37.7/35.3 万元/吨。

毛利率趋势：由于产品结构调整，新能源车、机器人及智能制造占比提升，以及产能持续爬坡带来的规模效益，预计毛利率逐年略有提升。

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年分别实现营收 70.4/88.6/102.3 亿元，分别同比变化-2.3%/+25.9%/+15.4%；毛利率分别为 17.77%、17.82%、17.96%。

表16：公司分产品营收预测

项目	单位	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	万元	720,519	703,932	886,063	1,022,959
yoy	%	75.7%	-2.3%	25.9%	15.4%
钕铁硼磁钢	万元	612,282	574,048	730,202	835,926
其他	万元	108,237	129,884	155,861	187,033
营业成本	万元	591,817	578,872	728,168	839,186
yoy	%	90.9%	-2.2%	25.8%	15.2%
钕铁硼磁钢	万元	507,653	474,965	603,479	689,560
其他	万元	84,165	103,907	124,689	149,626
毛利率	%	17.86%	17.77%	17.82%	17.96%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司主营业务为钕铁硼磁材的生产与销售，我们选择五家主营也为钕铁硼磁材生产与销售的 A 股企业正海磁材、中科三环、宁波韵升、大地熊、英洛华作为可比公司。剔除极值后 2023 年可比公司 PE 均值为 24 倍，公司估值水平高于行业均值，考虑到公司为行业龙头，毛利率、净利率水平行业领先，业绩确定性高，且公司切入下游磁组件，具备先发优势和客户壁垒，估值相比于可比公司应有一定溢价，因此估值相对合理。

表17: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300224.SZ	正海磁材	11.53	0.49	0.61	0.78	0.91	24	19	15	13
000970.SZ	中科三环*	10.42	0.70	0.40	0.55	0.60	15	26	19	17
600366.SH	宁波韵升*	7.73	0.32	0.30	0.40	0.55	24	26	19	14
688077.SH	大地熊*	24.09	1.85	0.25	1.11	1.82	13	96	22	13
000795.SZ	英洛华*	6.14	0.23	0.25	0.29	0.34	27	25	21	18
行业平均 PE							20	24	19	15
300748.SZ	金力永磁	19.47	0.52	0.51	0.67	0.78	37	38	29	25

资料来源: wind, 民生证券研究院预测;

注: 标*公司 EPS 预测为 wind 一致预期, 股价时间为 2023 年 12 月 5 日

5.3 投资建议

考虑到公司有高性能钕铁硼在建项目, 且磁材下游需求有望迎来复苏, 未来公司产能将逐步释放, 业绩持续增厚, 我们预计 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 6.90/8.99/10.45 亿元, 对应 12 月 5 日收盘价的 PE 分别为 38/29/25X, 维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 订单不及预期的风险。公司磁材产能持续扩张，扩张速度较快，若扩张过程中产能已完成投产，但在手订单无法满足产能释放，则会出现阶段性的成本提升，影响公司盈利。

2) 机器人业务发展低于预期的风险。人形机器人业务是公司未来重要的增长点，墨西哥工厂的建设进度决定了公司是否能够释放足够的产能，而人形机器人终端的接受度也将影响订单的获取和产能的释放，均会影响公司未来的成长性。

3) 稀土价格暴跌的风险等。公司为制造业，其原材料稀土价值量较高，且无成熟的期货交易市场，无法做套期保值完全规避价格波动风险，因此稀土价格的波动会影响公司盈利，若稀土价格大幅下跌，公司的盈利将在短期收到负面影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,165	7,039	8,861	10,230
营业成本	6,006	5,789	7,282	8,392
营业税金及附加	25	24	31	35
销售费用	36	35	45	52
管理费用	148	141	177	205
研发费用	337	352	443	511
EBIT	635	785	990	1,157
财务费用	-154	2	16	25
资产减值损失	-10	-35	0	0
投资收益	-11	0	0	0
营业利润	769	747	973	1,131
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	767	747	973	1,131
所得税	62	54	70	81
净利润	705	694	903	1,050
归属于母公司净利润	703	690	899	1,045
EBITDA	748	901	1,147	1,356

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,130	4,192	4,457	4,962
应收账款及票据	2,741	2,665	3,352	3,869
预付款项	37	93	116	134
存货	1,931	1,710	2,095	2,299
其他流动资产	288	301	333	357
流动资产合计	9,127	8,960	10,353	11,622
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1,312	1,622	1,863	2,104
无形资产	218	218	218	218
非流动资产合计	2,093	2,415	2,674	2,933
资产合计	11,220	11,375	13,027	14,555
短期借款	945	1,145	1,345	1,545
应付账款及票据	2,603	2,062	2,593	2,989
其他流动负债	562	355	437	499
流动负债合计	4,111	3,562	4,376	5,034
长期借款	200	400	550	650
其他长期负债	121	152	152	152
非流动负债合计	321	552	702	802
负债合计	4,433	4,114	5,077	5,835
股本	838	1,343	1,343	1,343
少数股东权益	3	6	11	16
股东权益合计	6,788	7,261	7,949	8,720
负债和股东权益合计	11,220	11,375	13,027	14,555

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	75.61	-1.76	25.87	15.45
EBIT 增长率	10.30	23.54	26.14	16.95
净利润增长率	55.09	-1.79	30.21	16.25
盈利能力 (%)				
毛利率	16.18	17.77	17.82	17.96
净利润率	9.81	9.80	10.14	10.21
总资产收益率 ROA	6.26	6.07	6.90	7.18
净资产收益率 ROE	10.36	9.51	11.32	12.00
偿债能力				
流动比率	2.22	2.52	2.37	2.31
速动比率	1.73	2.00	1.85	1.82
现金比率	1.00	1.18	1.02	0.99
资产负债率 (%)	39.51	36.17	38.98	40.09
经营效率				
应收账款周转天数	111.67	111.35	111.35	111.35
存货周转天数	117.36	110.00	105.00	100.00
总资产周转率	0.83	0.62	0.73	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.51	0.67	0.78
每股净资产	5.05	5.40	5.91	6.48
每股经营现金流	0.23	0.48	0.46	0.76
每股股利	0.26	0.16	0.21	0.24
估值分析				
PE	37	38	29	25
PB	3.9	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	30.96	25.68	20.17	17.06
股息收益率 (%)	1.34	0.82	1.07	1.24

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	705	694	903	1,050
折旧和摊销	112	117	158	199
营运资金变动	-486	-251	-512	-306
经营活动现金流	310	650	615	1,022
资本开支	-582	-460	-414	-454
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-754	-435	-414	-454
股权募资	3,450	1	0	0
债务募资	-591	98	348	300
筹资活动现金流	2,436	-153	63	-62
现金净流量	2,145	62	265	506

插图目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司牌号储备丰富	5
图 3: 公司产品应用于多个领域	5
图 4: 公司营收 (万元) 及增速	6
图 5: 公司归母净利润 (万元) 及增速	6
图 6: 公司营收分产品情况 (单位: 万元)	7
图 7: 公司毛利分产品情况 (单位: 万元)	7
图 8: 公司营收分应用终端 (单位: 亿元)	8
图 9: 公司产销及库存情况 (单位: 吨)	8
图 10: 公司产品单位售价情况	8
图 11: 公司单位成本与镨钕价格情况	9
图 12: 公司期间费用率逐年下降	9
图 13: 公司汇兑收益情况	9
图 14: 磁材公司销售毛利率对比 (单位: %)	10
图 15: 磁材公司销售净利率对比 (单位: %)	10
图 16: 2022-2025 年, 公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 20.3% (单位: 吨)	11
图 17: 美国从墨西哥进口的电动汽车正在增加	14
图 18: 2018 年至今公司研发费用和研发费用率情况	17
图 19: 磁材行业公司研发投入较高	17
图 20: 公司晶界渗透技术产品产量与占比	18
图 21: 公司超高牌号产品产量与占比	18
图 22: 2018-2022 年成本中直接材料成本占比最高	19
图 23: 国内稀土永磁材料主要上市公司存货周转天数对比 (单位: 天)	21
图 24: 国内稀土永磁材料主要上市公司资产减值损失/营业总收入 (单位: %)	21
图 25: 公司不同调价机制的产品营收占比	22
图 26: 钕铁硼永磁为第三代永磁	23
图 27: 稀土磁材产业链	24
图 28: 稀土永磁材料生产流程	24
图 29: 全球稀土储量分布 (2022)	25
图 30: 全球稀土产量分布 (2022)	25
图 31: 2022 年中国稀土冶炼分离产品产量占全球 93%以上 (单位: 吨 REO)	25
图 32: 中国轻重稀土资源量分布 (2020)	26
图 33: 中国稀土资源地区分布 (2020)	26
图 34: 2023 年稀土矿产品指标同比增长 14.3% (吨 REO)	27
图 35: 2023 年稀土冶炼分离产品指标同比增长 13.9% (吨 REO)	27
图 36: 2019-2022 年 MP 矿山产销	28
图 37: 2019-2022 年 MP 公司营收与利润	28
图 38: 2023 年 1-9 月缅甸进口稀土量同比大幅增长	29
图 39: 2015-2022 年 Lynas 稀土总产量和镨钕产量	29
图 40: 2022 和 2025 年的高性能钕铁硼下游需求分布	31
图 41: 2016-2025 年全球高性能钕铁硼带动的氧化镨钕需求量快速增长 (单位: 吨 REO)	31
图 42: 特斯拉人形机器人执行器数量远高于工业机器人	32
图 43: 鸣志有刷空心杯电机结构图	32
图 44: 步科股份无框力矩电机示意图	32

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司历史沿革	3
表 2: 公司产能规划	11

表 3: 变更后 H 股所得款项用途的基本情况 (截至 2023 年 10 月 25 日)	12
表 4: 《2022 年通胀削减法案》电车和动力电池制造业相关的税收抵免优惠政策	12
表 5: 多家中国企业落地墨西哥新莱昂州蒙特雷市	14
表 6: 墨西哥和中国的制造成本对比	16
表 7: 国内稀土永磁材料主要生产商产品的性能对比	18
表 8: 2023 年稀土矿产品和冶炼分离产品指标	19
表 9: 银海新材 2021 和 2022Q1 的财务数据 (单位: 亿元)	20
表 10: 公司产品主要应用领域的客户和调价情况	22
表 11: 国内氧化镨钕供给 (单位: 吨 REO)	27
表 12: 海外氧化镨钕供给 (单位: 吨 REO)	30
表 13: 人形机器人带动的钕铁硼磁材和镨钕氧化物需求预测	33
表 14: 2022-2025 年稀土下游厂商钕铁硼永磁材料产能扩张规划	33
表 15: 全球镨钕氧化物供需平衡表	34
表 16: 公司分产品营收预测	35
表 17: 可比公司 PE 数据对比	36
公司财务报表数据预测汇总	38

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026