

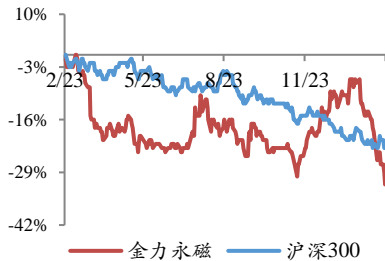
高性能钕铁硼磁材龙头，远期成长动能充足

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-02

收盘价(元)	14.16
近12个月最高/最低(元)	21.69/14.16
总股本(百万股)	1,345
流通股本(百万股)	1,334
流通股比例(%)	99.23
总市值(亿元)	174
流通市值(亿元)	161

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：汪浚哲

执业证书号：S0010523120003

邮箱：wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 金力永磁：高性能钕铁硼磁材龙头

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。产品被广泛应用于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等领域，并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。

● 行业：钕铁硼应用广泛，机器人打开远期空间

需求端：多点开花，机器人接力电车成为增长新曲线：1) 新能源车，根据 SPIR，2030 年全球新能源汽车销量将达到 5456 万辆，按单车消耗 5kg 钕铁硼来计，对应 2030E 钕铁硼需求 27 万吨；**2) 风电**，根据 GWEC，2026 年全球新增风电装机量 128.8GW，按 40% 采用稀土永磁，平均 1.5MW 使用 1 吨烧结钕铁硼，24E~26E 全球新增风电烧结钕铁硼需求累计 9.44 万吨，**3) 工业机器人**，假设单台机器人 1.5kg 钕铁硼磁材，根据 IFR 到 2026 年安装工业机器人数量达 71.8 万台，钕铁硼磁材需求量为 1077 吨；**4) 变频家电**，假设 50% 变频空调使用稀土永磁电机，平均每台钕铁硼 100 克，预计 2030E 对应总需求为 1.8 万吨。**供给：格局持续优化，头部企业加速扩张。**行业两极分化严重，中高端钕铁硼核心厂商主要中科三环、金力永磁、宁波韵升、正海磁材、英洛华等上市公司，预计 2025E 上述五家产能合计突破 17 万吨，集中度进一步提升。

● 公司：从原料到客户，产能提速力争占优

原料端：绑定稀土供应商，探索稀土资源回收。公司与主要稀土供应商建立长期合作关系，通过股权关系绑定中国稀土集团，并收购银海新材 51% 股权布局稀土回收；**生产端：持续夯实研发壁垒，产能提速布局组件。**公司已掌握以晶界渗透技术为核心的自主核心技术及专利六项体系，同时产能加速扩张，进军磁组件进一步优化产品结构；**客户端：与高潜、优质客户战略协同发展。**稀土永磁材料具备高定制化特性，客户粘性强，公司参与客户新品设计、协助优化性能、降低成本，提供全面技术方案，此外公司采取成本加成定价方式，与客户调价机制灵活。

● 投资建议

当前公司估值安全边际较高，行业长期成长空间大，公司自身随新产能释放+高附加值产品提升，与下游优质客户的深入绑定，中长期形成共振，凸显投资价值。与可比公司相比，公司拥有规模优势，业务更集中于下游增速较快的新能源车、机器人等领域，客户及产品结构持续优化，具备一定的估值溢价。预计公司 2023E-2025E 实现归母净利润分别 7.07、9.77、13.76 亿元，同比分别+0.6%/38.2%/40.9%，对应 PE 为 26.93X、19.49X、13.84X，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示 稀土价格大幅波动、调价机制变更风险、下游增长不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7165	7015	9178	12804
收入同比 (%)	75.6%	-2.1%	30.8%	39.5%
归属母公司净利润	703	707	977	1376
净利润同比 (%)	55.1%	0.6%	38.2%	40.9%
毛利率 (%)	16.2%	18.6%	20.1%	19.8%
ROE (%)	10.4%	9.9%	12.0%	14.5%
每股收益 (元)	0.84	0.53	0.73	1.02
P/E	34.83	26.93	19.49	13.84
P/B	3.61	2.67	2.35	2.01
EV/EBITDA	29.22	18.13	12.93	8.96

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 金力永磁：高性能钕铁硼磁材龙头.....	6
1.1 聚焦新能源和节能环保领域，业绩持续增长.....	7
1.2 股权集中稳定，绑定产业链上下游.....	10
2 行业：钕铁硼应用广泛，机器人打开远期空间.....	11
2.1 需求：多点开花，机器人接力电车成为增长新曲线.....	13
2.2 供给：格局持续优化，头部企业加速扩张.....	17
3 从原料到客户，产能提速力争占优.....	19
3.1 原料端：绑定稀土供应商，探索稀土资源回收.....	19
3.2 生产端：持续夯实研发壁垒，产能提速布局组件.....	20
3.3 客户端：与高潜、优质客户战略协同发展.....	23
4 盈利预测及估值分析.....	25
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

图表目录

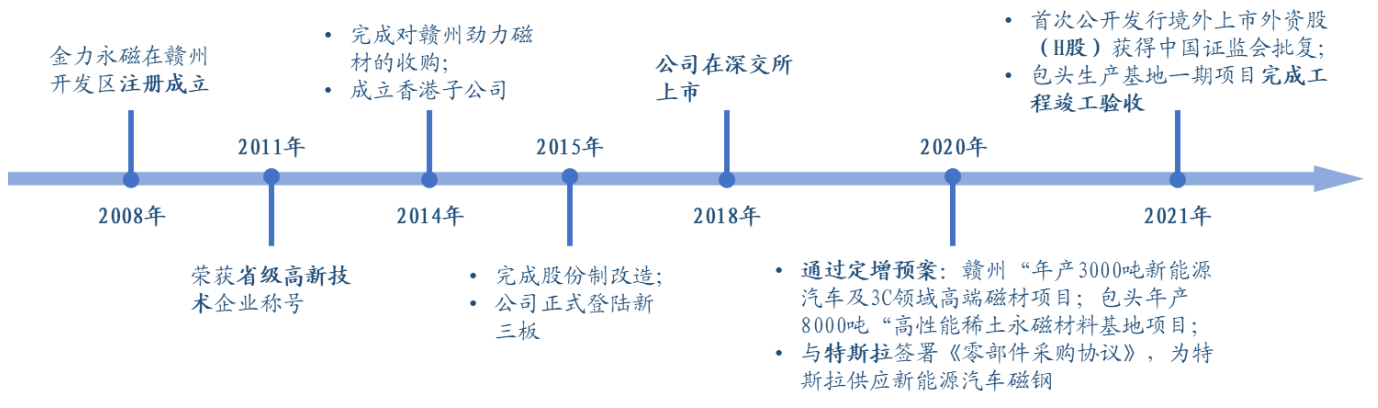
图表 1 公司主要发展历程	6
图表 2 公司主要产品简介	6
图表 3 公司历年营收及增速 (右轴)	7
图表 4 公司历年归母净利润及增速 (右轴)	7
图表 5 公司钕铁硼磁钢业务按下游应用拆分 (百万元)	8
图表 6 2022 年公司钕铁硼磁钢业务各应用占比	8
图表 7 公司内外销 (百万元) 营收及增速	8
图表 8 公司内外销营收占比	8
图表 9 公司历年销售毛利率、净利率	9
图表 10 公司钕铁硼磁钢主营成本构成	9
图表 11 公司季度毛利率、镨钕氧化物季度出厂均价	9
图表 12 公司历年期间费用率 (%)	9
图表 13 可比公司期间费用率	9
图表 14 公司股权结构	10
图表 15 公司核心管理层	10
图表 16 三代稀土永磁材料	11
图表 17 我国钕铁硼永磁材料产量 (万吨) 及增速	11
图表 18 三类钕铁硼优缺点及应用领域	12
图表 19 我国稀土永磁材料产量 (万吨)	12
图表 20 2021 年我国永磁材料产量占比	12
图表 21 烧结钕铁硼磁性材料产业链	13
图表 22 汽车中典型磁应用	13
图表 23 全球新能源汽车销量预期	14
图表 24 2030E 新能源汽车对应钕铁硼需求量测算	14
图表 25 2021-2026 年全球新增风电装机规模	15
图表 26 2020 年直驱、半直驱、双馈风力发电电机占比	15
图表 27 测算风电新增装机量对应钕铁硼磁体需求量	15
图表 28 永磁伺服电机的结构图	16
图表 29 工业机器人零部件成本占比情况	16
图表 30 我国工业机器人产量 (万套/万台)	16
图表 31 全球工厂安装的工业机器人数量 (万台)	16
图表 32 测算工业机器人对应钕铁硼磁体需求量	16
图表 33 我国节能变频空调产量 (万台) 及增速	17
图表 34 测算节能变频空调对应钕铁硼磁体需求量	17
图表 35 稀土永磁企业 2021~2025E 产能 (吨)	18
图表 36 稀土永磁企业扩产规划	18
图表 37 近 5 年我国稀土开采指标	19
图表 38 近 3 年我国四大稀土企业开采指标	19
图表 39 含重稀土的扩散剂对钕铁硼矫顽力的提升最明显	20

图表 40 重稀土晶界扩散的原理图	21
图表 41 公司六大自主核心技术及专利体系	21
图表 42 公司晶界渗透产品产量持续提升 (吨)	22
图表 43 公司晶界渗透产品、超高牌号产量 (吨)	22
图表 44 公司高牌号产品列表及未来研发方向	22
图表 45 公司研发人员数量及占比	23
图表 46 公司研发费用增速及研发费用占比	23
图表 47 公司钕铁硼磁钢产能 (以烧结毛坯计)	23
图表 48 公司产能利用率饱和 (吨)	23
图表 49 公司与下游客户调价频率	24
图表 50 2018-21H1 公司各调价频率对应营收占比	24
图表 51 公司 23-25E 盈利预测	25
图表 52 公司上市以来 PE-TTM	26
图表 53 公司上市以来市值 (亿元)	26
图表 54 可比公司一致预期	26

1 金力永磁：高性能钕铁硼磁材龙头

公司专注高性能钕铁硼磁材。金力永磁是集研发、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，2018年在深交所上市，2020年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年发行H股获证监会批复，同年包头一期工程竣工投产。

图表 1 公司主要发展历程


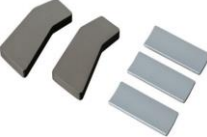
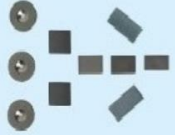


资料来源：公司官网，华安证券研究所

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、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等领域，并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。

图表 2 公司主要产品简介

用途	图例	磁体系列	剩磁范围 (T)	矫顽力范围 (kA/M)	最大能量积 (KJ/m ³)	最高工作温度 (°C)	主要客户
新能源汽车及汽车零部件		H、SH、UH及EH	1.14-1.46	1352-2706	247-422	120-200	按2020年的市场份额计全球最大的新能源汽车制造商及比亚迪
永磁风力发电机		H及SH	1.28-1.44	1273-1752	302-406	60-120	金风科技及西门子歌美飒
节能变频空调		SH及UH	1.28-1.46	1592-2149	302-422	120-150	美的、格力、上海日立及广州三菱

机器人及智能制造		N、M、H及SH	1.14-1.48	955-1990	247-438	60-120	博世力士乐
节能电梯		H及SH	1.22-1.42	1352-1910	287-398	80-120	通力电梯
3C领域		用于计算机、通讯及消费类设备中的震动马达、声学元器件及磁吸等，可实现体积小、功率大、性能高等特点					

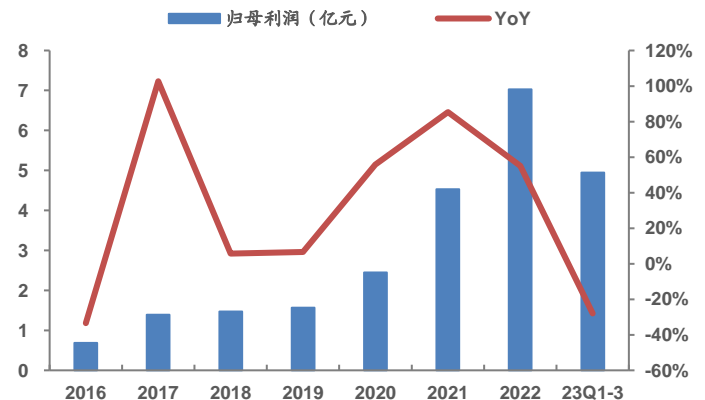
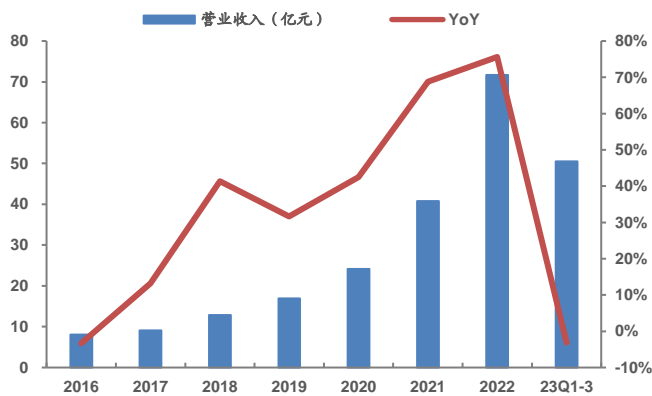
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 聚焦新能源和节能环保领域，业绩持续增长

公司持续聚焦新能源和节能环保领域，专注于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、机器人及工业伺服电机、节能电梯、轨道交通等核心应用领域，业绩持续增长。2022 年公司营收、归母净利润分别 71.65/7.03 亿元，同比 +75.6%/55.1%，2016-2022 年营收/净利润 CAGR 分别为 43.92%/47.31%。2023 年受上游稀土价格下行及终端需求增速放缓，前三季度营收 50.5 亿元，同比-3.1%，归母净利润 4.94 亿元，同比-28%。

图表 3 公司历年营收及增速（右轴）

图表 4 公司历年归母净利润及增速（右轴）

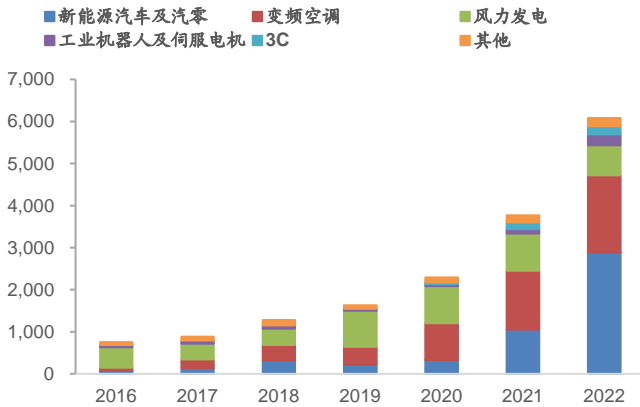


资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

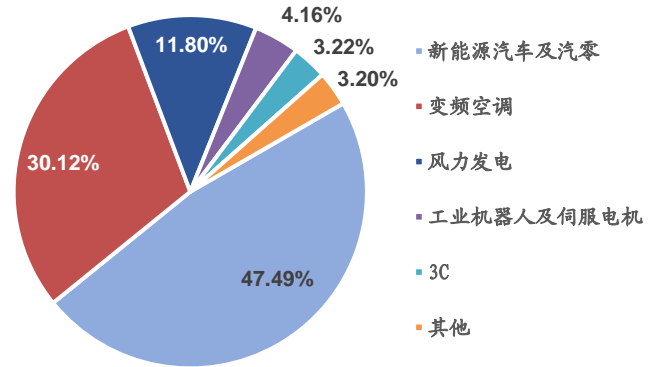
新能源为公司核心收入来源，远期机器人开启第二曲线。公司钕铁硼磁钢应用广泛，近年来乘新能源东风，新能源汽车及汽车零部件成为公司主要收入来源，2022 年占钕铁硼磁钢的营收占比达 47.5%。变频空调、风力发电依次占 30.1%/11.8%。机器人及伺服电机 2021 年起增速靓丽，2020-2022 年该领域复合增速达 127%，远期有望开启增长第二曲线。

图表 5 公司钕铁硼磁钢业务按下游应用拆分 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

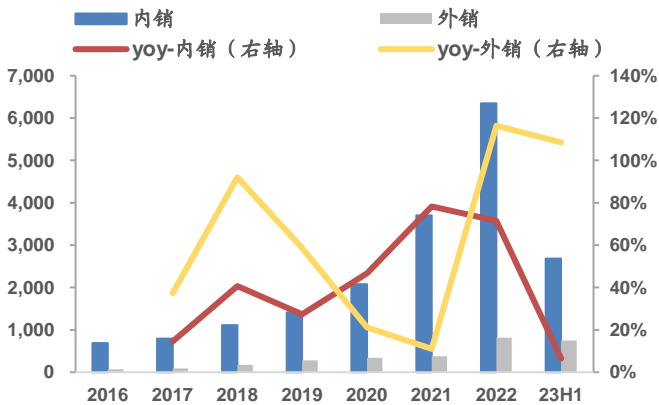
图表 6 2022 年公司钕铁硼磁钢业务各应用占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

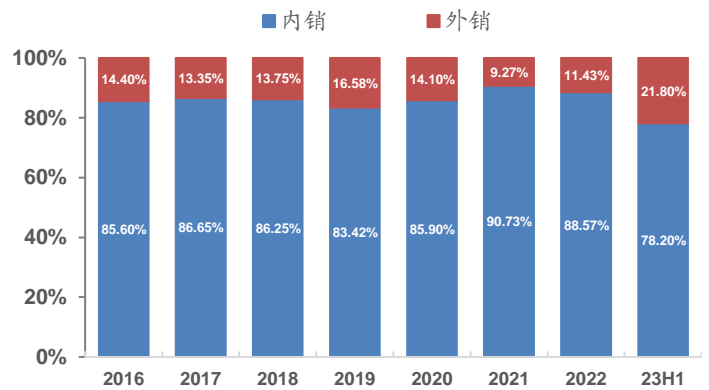
内销为主, 外销增速靓丽。分区域来看, 公司以内销为主, 2022 年内销占比 88.6%。2022 年外销增速靓丽, 外销营收 8.19 亿元, 同比+116.4%, 外销占比提升至 11.43%, 23H1 外销增速仍保持高速增长, 外销占比达 21.8%。

图表 7 公司内外销 (百万元) 营收及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

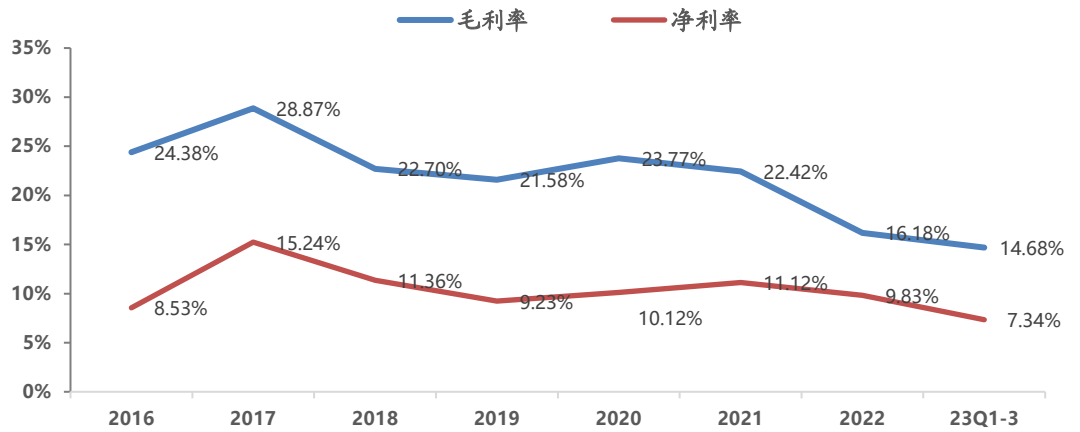
图表 8 公司内外销营收占比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

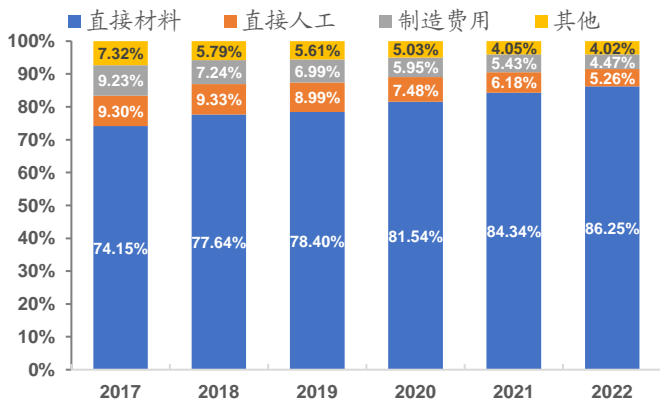
盈利波动主要受原材料价格及产能爬坡影响。公司主营成本构成中约 80% 为直接材料, 故直接原料 (稀土氧化物等) 的价格波动将显著影响公司毛利率。通过复盘 2016 年以来氧化镨钕价格与公司毛利率, 2021 年氧化镨钕出厂均价同比+91%, 公司盈利能力随之承压下行, 2022 年氧化镨钕出厂均价同比仍+39%, 叠加包头工厂处于产能爬坡阶段, 单位制造成本偏高拉低整体毛利率。23Q1-3 氧化镨钕价格下行, 由于高价库存消耗+需求复苏不及预期, 公司毛利率进一步下行, 但边际来看, 23Q2 起原材料影响逐渐消退, 公司毛利率持续向上修复。

图表 9 公司历年销售毛利率、净利率



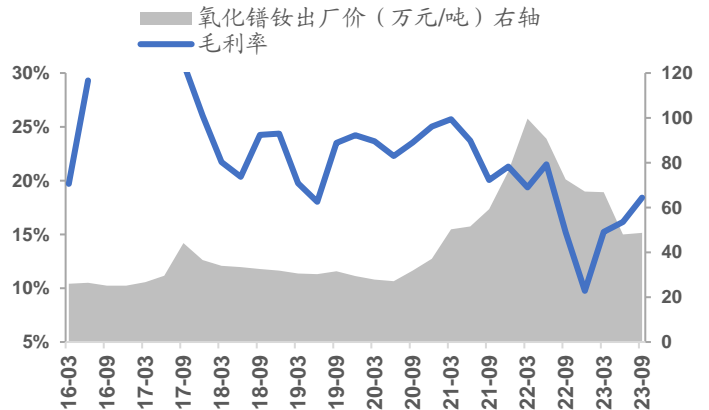
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 公司钕铁硼磁钢主营成本构成



资料来源：公司公告，华安证券研究所

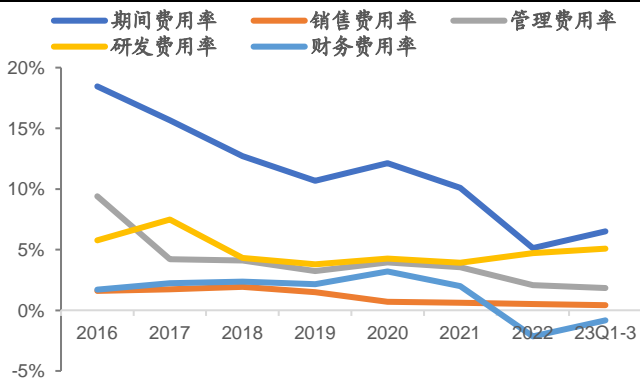
图表 11 公司季度毛利率、镨钕氧化物季度出厂均价



资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

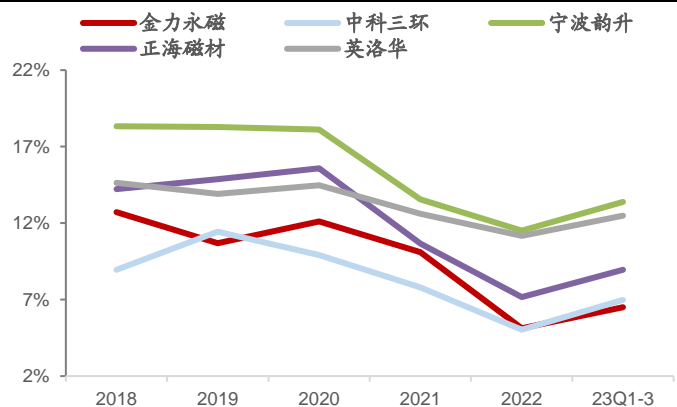
公司期间费用率持续优化，处于行业低位。公司持续降低期间费用率，自 2016 年的 18.5% 降至 2022 年的 5.1%，主要系管理费用优化所致，此外，直销模式使得销售费用率较低，2022 年汇兑收益减轻财务费用。与可比公司相比，公司期间费用率处于行业低位。

图表 12 公司历年期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 可比公司期间费用率

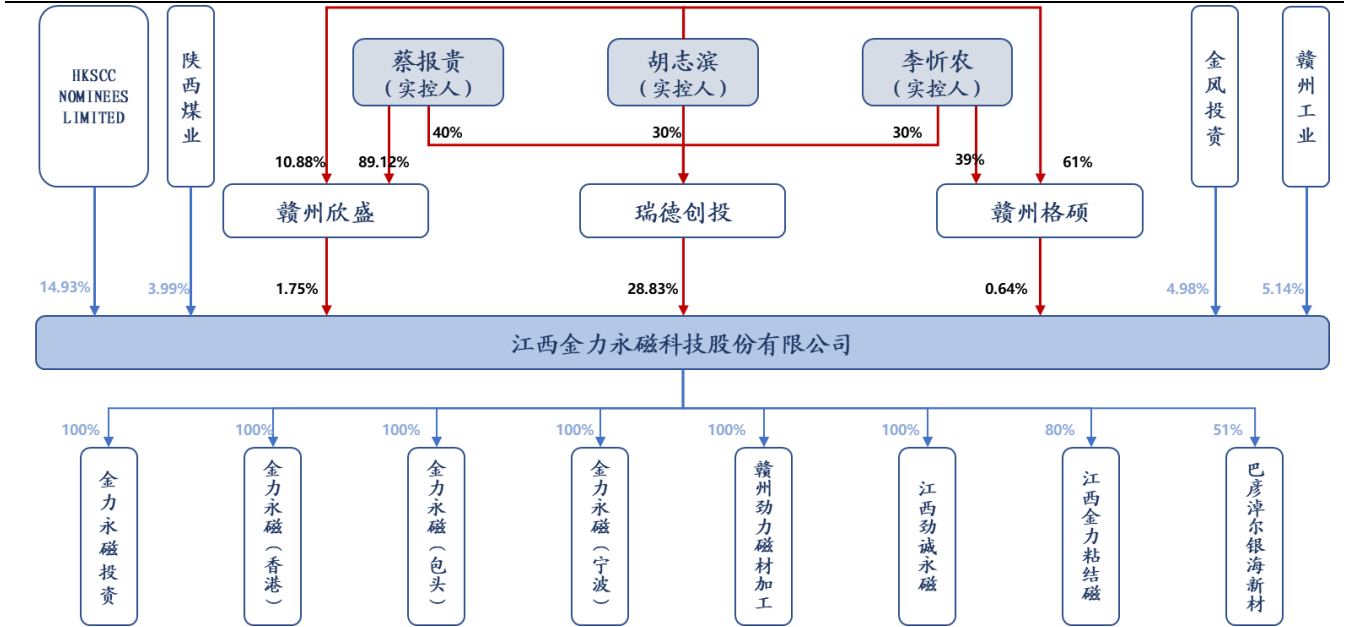


资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

1.2 股权集中稳定，绑定产业链上下游

公司股权稳定集中，绑定产业链上下游。董事长蔡报贵先生及两位董事胡志滨、李忻农先生通过持股瑞德创投，赣州欣盛及赣州格硕共持有公司 31.2%的股权。同时，公司上游重要稀土原料供应商赣州工业持股公司 5.14%股权，金风投资为公司重要风电下游客户，持有公司 4.98%股权。此外，公司管理层经营稳健，具备多年行业经验。

图表 14 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 15 公司核心管理层

姓名	职务	主要履历
蔡报贵	董事长、董事	1971年出生，1993年毕业于南昌大学化学工程系精细化工专业，1993年至1994年，任南昌大学教师；1994年至2002年，任东莞德源塑胶制品有限公司生产经理兼厂务会秘书；2003年至2006年，任东莞市长安爱德塑胶电子厂董事长兼总经理；2006年至今，任力德电子科技(新余)有限公司董事长；2008年至今，任力德风力发电(江西)有限责任公司董事长；2008年至2015年，任金力永磁董事长、总经理
吕锋	副董事长、董事	1968年出生，1991年毕业于北京航空航天大学材料科学与工程系金属材料及热处理专业，1991年至1993年，任郑州航空机载设备厂热处理工艺员；1993年至1995年任德普生物医学工程集团有限公司暨南公司生产主管；1995年至1997年，任佛山华通医疗用品有限公司副总经理；1997年至2008年，任湖南湘佳医用器材有限公司副总经理；2008年至2015年，历任金力有限助理总经理、副总经理
胡志滨	董事	1994年至1996年，任胜利油田助理工程师；1996年至2005年，任深圳海川化工有限公司总经理；2004年至今，任瑞成有限公司董事局主席，深圳市瑞成科讯实业有限公司董事长；2008年至2009年，任金力有限董事；2009年至2013年，任金力有限董事、副总经理；2011年至今，任深圳市国科瑞成科技有限公司董事长；2013年至2015年，任金力有限董事
李忻农	董事	1969年出生，1991年毕业于北京航空航天大学材料科学与工程系金属材料及热处理专业，1995年至1998年，任珠海海天生物工程股份有限公司副总工程师；2004年至2008年，任江西特种实业股份有限公司总经理；2008年至2009年，任金力有限董事；2009年至2013年，任金力有限董事、副总经理；2013年至2015年，任金力有限董事
李晓光	董事	1975年出生，1994年至1999年，任陕西证券长安路营业部信息部经理；1999年至2000年，任中信证券西安营业部投资投行部经理；2000年至2014年，任西部证券长安中路总经理助理，西部证券营销机构总经理；2014年至2018年，任陕西煤业股份有限公司证券部副经理
梁敏辉	董事	1973年出生，曾任任赣南师范学院经济与法律系教师，工商管理系教师，学生工作处毕业生就业指导中心主任，江西省赣州市国资委总经济师，副主任等职务
黄长元	副总经理	1981年出生，2003年毕业于北京理工大学飞行器设计与工程专业，2003年至2008年，任东莞康华集团采购部经理；2008年至2015年，历任金力有限助理总经理、副总经理
鹿明	副总经理、董事会秘书	1977年出生，1999年毕业于天津大学化学工程学院精细化工专业，管理学院管理工程专业，1999年至2005年，任中石化北京燕山石油化工有限公司董事会秘书室主管；2005年至2009年，任北京传隆投资有限公司高级投资经理；2009年至2013年，任金力有限投融资部高级经理；2013年至2015年，任金力有限副总经理、董事会秘书
毛华云	副总经理	1974年出生，1998年毕业于西安建筑科技大学冶金工程学院金属压力加工专业，1998年至2001年，任宁波双林集团有限公司热处理工程师；2001年至2004年，任宁波韵升锂电工程研究所工程师，所长助理；2004年至2009年，任宁波韵升高科技磁业有限公司高科技技术研发部经理；2009年至2015年，任金力有限总工程师
于涵	副总经理	1981年出生，2004年毕业于北京交通大学交通运输系城市轨道交通管理专业，2004年至2005年，任中国远东国际贸易有限公司业务部经理助理；2008年至2011年，任海信集团青岛海信国际营销有限公司市场部品牌策划经理，欧洲分公司北欧区经理，土耳其公司经理；2011年至2015年，历任金力有限副总经理助理，副总监，总经理特别助理
易鹏鹏	副总经理	1983年出生，中国科学院宁波材料技术与工程研究所博士，博士后，浙江省优秀职工，浙江省151人才第三层次，宁波市劳模模范，宁波市拔尖人才第一层次，宁波市重点高层次人才，宁波市中高级职称专家组成员，江西省“双千计划”人才。2009年10月至2011年5月，任宁波松科磁材有限公司技术顾问；2011年至2019年，任宁波松科磁材有限公司总工程师、副总经理
苏权	副总经理	1986年出生，2007年至2008年，任北京银纳金科科技有限公司市场营销部业务员；2008年至今，历任金力永磁市场部经理，市场部总监，总经理助理；2015年6月至2023年3月，任金力永磁监事会主席
谢辉	财务总监	1978年出生，2001年毕业于东北财经大学注册会计师专业，本科，2013年7月获得清华大学工商管理硕士学位，中国注册会计师。2001年至2004年，任中审亚太会计师事务所审计副经理；2004年至2009年，任普华永道中天会计师事务所审计经理；2009年至2012年，任中国旺旺控股有限公司财务副总监；2013年至2015年，任金力有限财务总监

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 行业：钕铁硼应用广泛，机器人打开远期空间

稀土永磁是稀土新材料中最大的消费领域，是当前矫顽力最高、磁能积最大的一类永磁材料。稀土永磁材料经历了 50 多年的发展，第一代稀土永磁材料以 SmCo5 合金为代表，第二代稀土永磁材料以 Sm₂Co₁₇ 合金为代表，第三代稀土永磁材料以 Nd₂Fe₁₄B 合金为主要代表。其中，第一代和第二代稀土永磁材料统称为钐钴永磁材料，第三代为钕铁硼永磁材料。与钐钴永磁材料相比，钕铁硼永磁材料在磁性能和生产成本方面具备较大优势，能够满足大规模、多规格的工业化生产需求，目前已成为产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料。

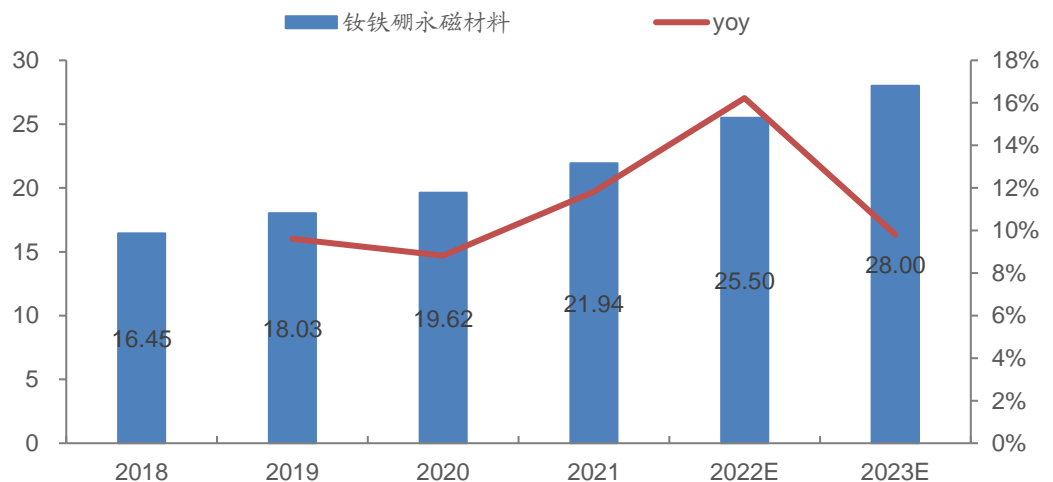
图表 16 三代稀土永磁材料



资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据工信部及中国稀土协会数据，2021 年我国钕铁硼永磁材料产量达 21.94 万吨，同比+11.8%，预计 2022-2023E 我国钕铁硼永磁材料产量将分别达到 25.5/28 万吨，同比分别+16.2%/+9.8%。

图表 17 我国钕铁硼永磁材料产量 (万吨) 及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

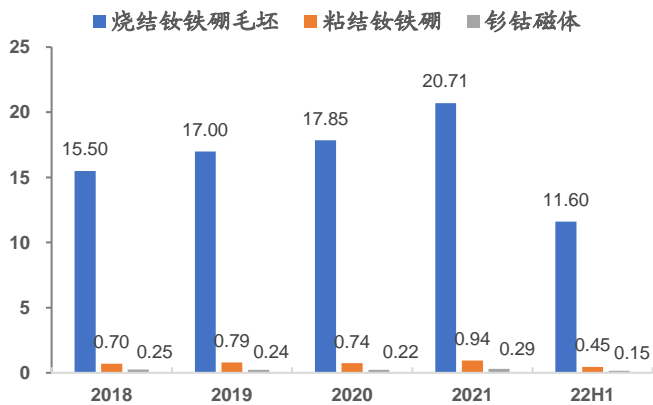
钕铁硼永磁材料按其制造工艺不同可分为烧结、粘结和热压三类：**1) 烧结钕铁硼**永磁材料号称“磁王”，拥有极高的磁性相含量和取向一致度，是当前综合性能最高的磁体。工艺成熟度高、生产效率高，可以通过加工手段获得各种形状的磁体，应用领域广泛；**2) 粘结钕铁硼**相对于烧结钕铁硼磁性能及机械强度较弱，主要用于磁性能要求相对较低或磁体形状特异的领域；**3) 热压钕铁硼**具有致密度高、取向度高、耐蚀性好、矫顽力高和近终成型等优点。但热压钕铁硼永磁材料批量生产难度大、制造成本高，所占市场份额较小，应用领域仅局限于小微电机等领域。

图表 18 三类钕铁硼优缺点及应用领域

类型	工艺	优点	不足	应用领域
烧结钕铁硼	熔炼后的合金制成粉末并在磁场中压制成压胚，压胚在惰性气体或真空中烧结达到致密化	高磁能积、高矫顽力和高工作温度	技术壁垒高，加工损耗大	电动机、风力发电机、汽车 EPS
粘结钕铁硼	将永磁体粉碎，与塑料混合，在磁场中压制成型	工艺简单、造价低廉、精度高、形状复杂	磁性能弱，使用温度低	信息技术、办公自动化、消费类电子
热压钕铁硼	热挤压、热变形工艺	致密度高、取向度高、耐蚀性好	工艺复杂、成本高	电动工具

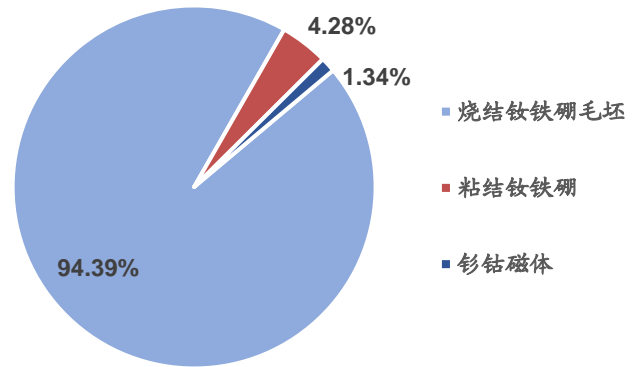
资料来源：正海磁材招股说明书，华安证券研究所

图表 19 我国稀土永磁材料产量 (万吨)



资料来源：工信部，中国稀土协会，华安证券研究所

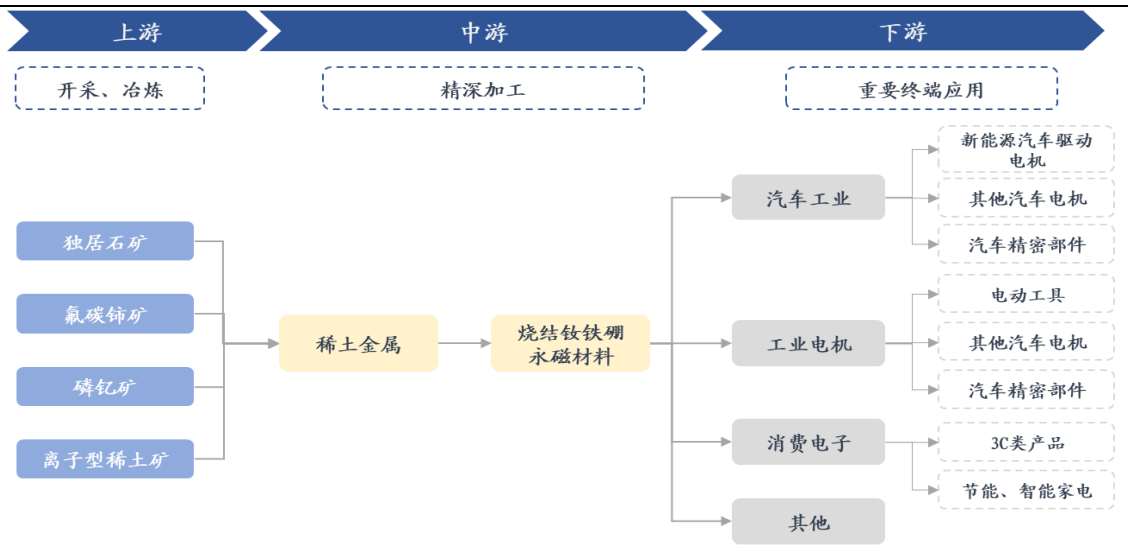
图表 20 2021 年我国永磁材料产量占比



资料来源：工信部，中国稀土协会，华安证券研究所

烧结钕铁硼上游原材料主要为稀土及过渡族元素，按照配方将原材料进行熔炼及浇铸，再经过氢碎、制粉、成型压制、烧结、机械加工、表面处理等工序后得到所需的烧结钕铁硼永磁材料，并进一步来制造各种永磁电机。在新能源汽车中，包括驱动电机、发电机等都需要烧结钕铁硼永磁材料。烧结钕铁硼永磁体积小且性能高，能够很好地减小电机质量，提高电机效率，更适应于汽车的小型化和轻量化。另外，在风力发电产业、以 3C 等领域，烧结钕铁硼起着不可或缺的作用。

图表 21 烧结钕铁硼磁性材料产业链

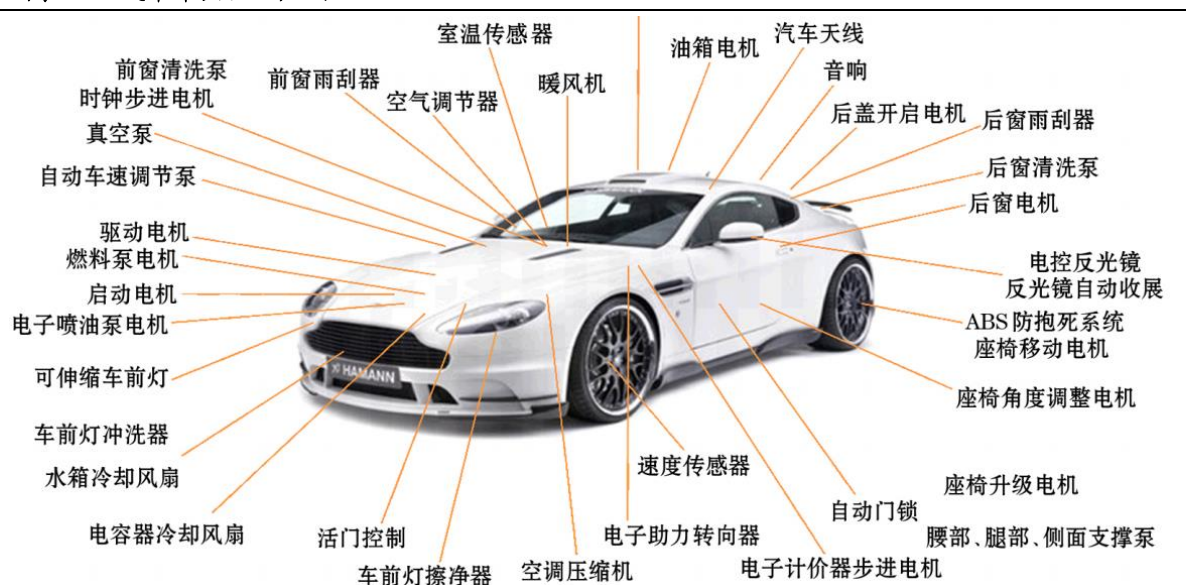


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 需求：多点开花，机器人接力电车成为增长新曲线

(1) **新能源汽车**：应用于新能源汽车的主要两种驱动电机为永磁同步电机和交流异步电机，其中永磁驱动电机以其具有尽可能宽广的弱磁调速范围、高功率密度比、高效率、高可靠性等性能优势可在有效降低整车的重量的同时提高能量转换效率，在新能源汽车市场中逐步占据主流地位，高性能烧结钕铁硼为驱动电机的核心材料。此外，新能源汽车对钕铁硼消耗量高于普通汽车电机，新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼 5-10kg，每辆插电式混合动力汽车消耗 2-3kg。

图表 22 汽车中典型磁应用

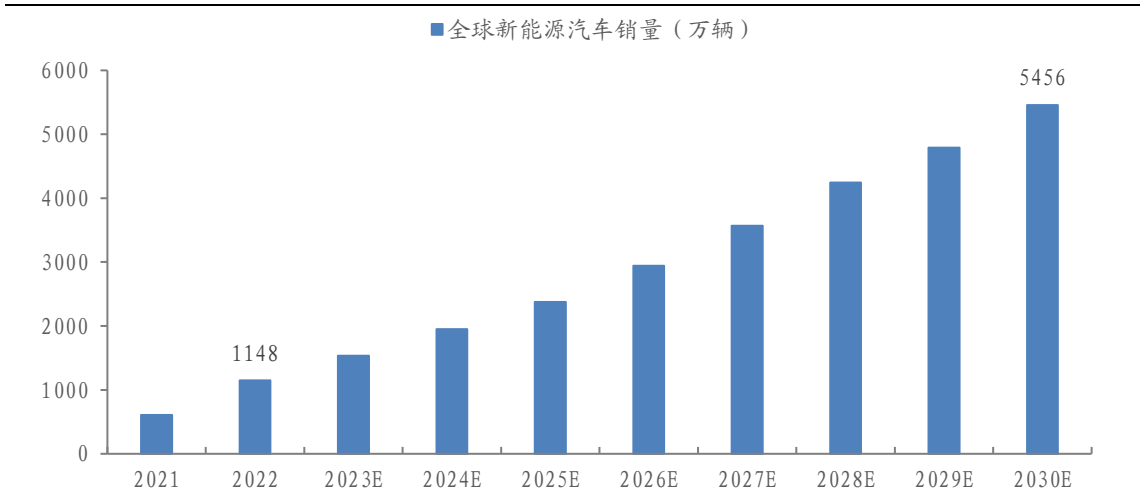


资料来源：《稀土永磁材料的应用技术》，华安证券研究所

根据起点研究院 (SPIR)，2022 年全球新能源汽车销量为 1148 万辆，同比增长 89.1%，预计到 2030 年全球新能源汽车销量将达到 5456 万辆，同比增长 13.9%。

若按单车消耗 5kg 钕铁硼来计，对应 2030 年钕铁硼磁材约 27 万吨。

图表 23 全球新能源汽车销量预期



资料来源：SPIR，华安证券研究所

图表 24 2030E 新能源汽车对应钕铁硼需求量测算

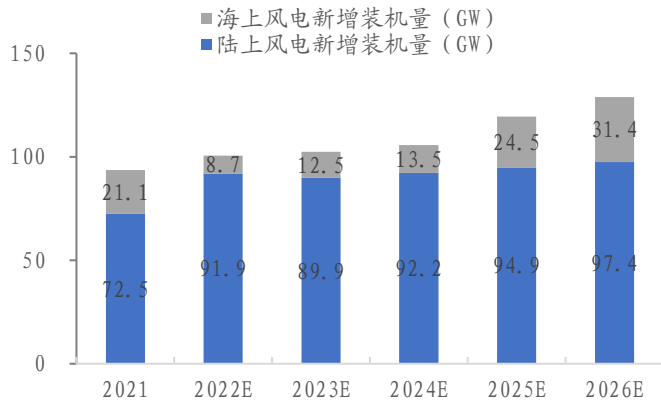
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球新能源汽车销量 (万辆)	607	1148	1535	1951	2378	2940	3569	4243	4792	5456
YoY		89.1%	33.7%	27.1%	21.9%	23.6%	21.4%	18.9%	12.9%	13.9%
单车消耗钕铁硼 (千克)	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
对应钕铁硼需求 (万吨)	3.04	5.74	7.68	9.76	11.89	14.70	17.85	21.22	23.96	27.28

资料来源：SPIR，华安证券研究所

(2) 风电：风力发电机分为永磁直驱式、半直驱式和双馈异步式，其中永磁直驱式和半直驱式使用高性能钕铁硼磁钢。直驱永磁式风电机组由于具有效率高、寿命长、稳定性高、结构简单等一系列优点，成为风电技术的发展方向；半直驱风电机组在一定程度上降低了传统风电机组的成本，并且具有较高的转换效率和可靠性。但相比于直驱风电机组，其传动系统的复杂度和成本仍然较高。

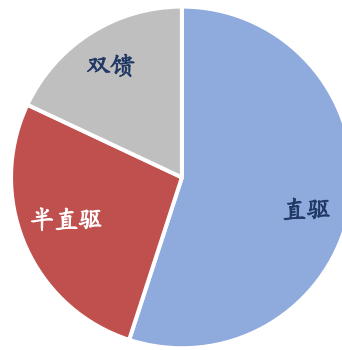
根据 SMM，直驱风电机组市场占有率逐年上升，从 2010 年的 2% 左右到 2020 年的超过 50%。而半直驱风电机组的市场占有率则相对稳定，约为 25%-30%。双馈风电机组的市场占有率逐渐下降，从 2010 年的超过 60% 下降到 2020 年的不到 20%。根据全球风能理事会 GWEC，2022 年全球新增风电装机预计约 100.6GW，2026 年预计达 128.8GW。随着风机大型化趋势发展，应用高性能钕铁硼磁钢的直驱和半直驱永磁电机渗透率将实现持续提升，为稀土永磁材料需求打开增长空间。

图表 25 2021-2026 年全球新增风电装机规模



资料来源: GWEC, 华安证券研究所

图表 26 2020 年直驱、半直驱、双馈风力发电电机占比



资料来源: SMM, 华安证券研究所

测算: 假设根据 GWEC 数据 2026 年全球新增风电装机量预计达 128.8GW, 如按其中 40% 采用稀土永磁发电机估算, 则稀土永磁风力发电机累计新增装机容量可达 51.5GW。根据目前平均 1.5MW 使用 1 吨烧结钕铁硼磁体测算, 2024E~2026E 年全球新增风电所需烧结钕铁硼磁体累计可达 9.44 万吨。

图表 27 测算风电新增装机量对应钕铁硼磁体需求量

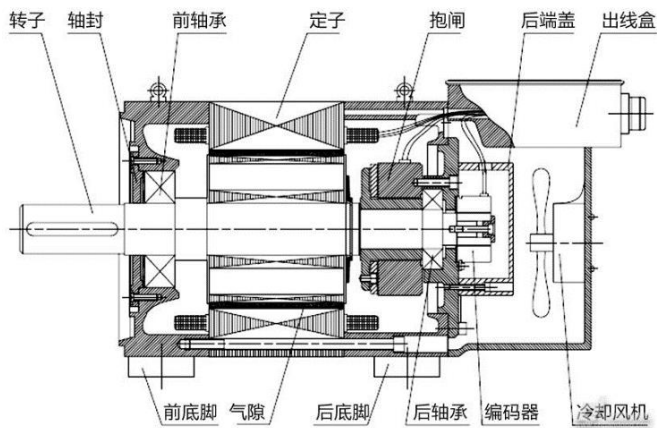
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
陆上风电新增装机量 (GW)	72.5	91.9	89.9	92.2	94.9	97.4
海上风电新增装机量 (GW)	21.1	8.7	12.5	13.5	24.5	31.4
合计新增风电装机量 (GW)	93.6	100.6	102.4	105.7	119.4	128.8
使用稀土永磁电机比例	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
稀土永磁风力发电机新增装机容量 (GW)	37.44	40.24	40.96	42.28	47.76	51.52
1GW 对应钕铁硼磁体用量 (t)	666.67	666.67	666.67	666.67	666.67	666.67
新增风电所需烧结钕铁硼磁体 (wt)	2.50	2.68	2.73	2.82	3.18	3.43

资料来源: GWEC, 华安证券研究所测算; 注: 灰色部分为假设

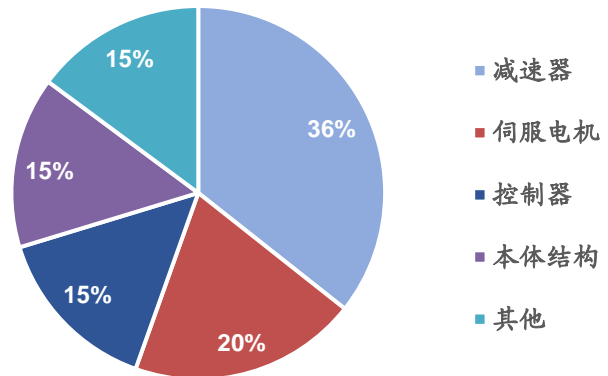
(3) 工业机器人: 伺服电机是控制机器人关节灵活运动的关键设备, 其中, 旋转型交流同步伺服电机的转子使用的是永磁材料, 直接产生励磁磁场, 电磁响应快。并且稀土永磁材料能量密度高, 使得该类电机功率密度高, 为进一步设计成各种特性的伺服电机提供了可能。因此高性能钕铁硼磁材成为其理想材料, 有助于在快速反应、提高功率密度的同时, 减小体积, 实现轻量化。

稀土永磁材料的使用奠定了永磁电机作为伺服电机的首选可能。根据中商情报网, 单台工业机器人成本构成中 20% 为伺服电机, 稀土永磁材料是伺服电机各材料中最昂贵的部分, 永磁材料的直接决定着伺服电机的不同特性。

图表 28 永磁伺服电机的结构图



图表 29 工业机器人零部件成本占比情况



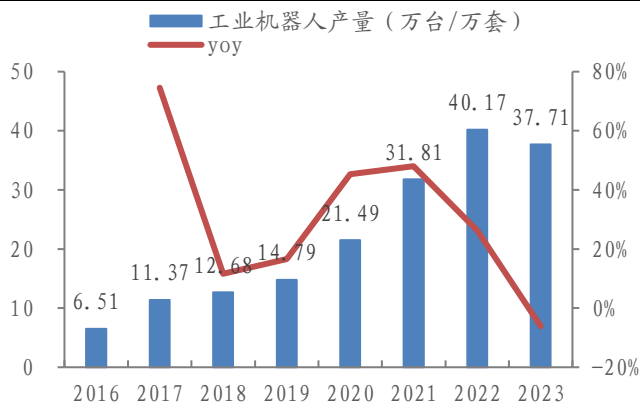
资料来源：机器人与智能系统，华安证券研究所

资料来源：中商情报网，华安证券研究所

根据国际机器人联合会（IFR）发布的《2023 年世界机器人报告》，2022 年全球工厂安装的工业机器人数量为 55.3 万台。根据国家统计局，2023 年我国工业机器人产量 37.71 万台，同比-6.1%，2016-2023 年工业机器人产量 CAGR 为 28.5%。

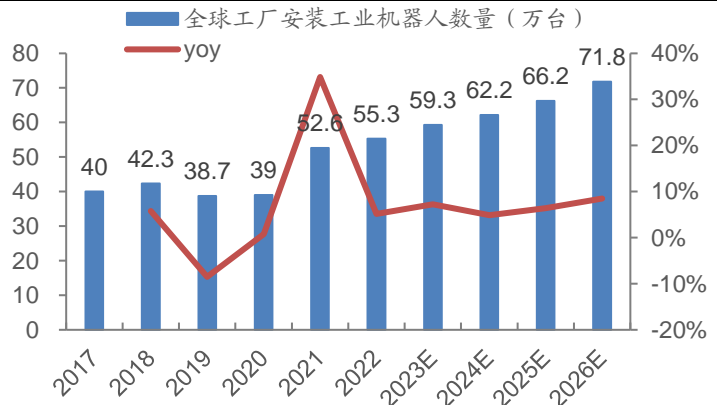
机器人所用永磁伺服电机、步进电机工作温度一般在 100℃以下，较多采用 H 或 SH 牌号磁体，要求有良好性价比。由于机器人种类繁多，不同机器人需要电机数量差异较大，范围大致在 0.3~3kg/台机器人。假设单台机器人使用 1.5kg 钕铁硼磁材，根据 IFR，预计到 2026 年，工厂安装的工业机器人数量可达 71.8 万台，对应钕铁硼磁材需求量为 1077 吨。

图表 30 我国工业机器人产量（万台/万套）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 31 全球工厂安装的工业机器人数量（万台）



资料来源：IFR，华安证券研究所

图表 32 测算工业机器人对应钕铁硼磁体需求量

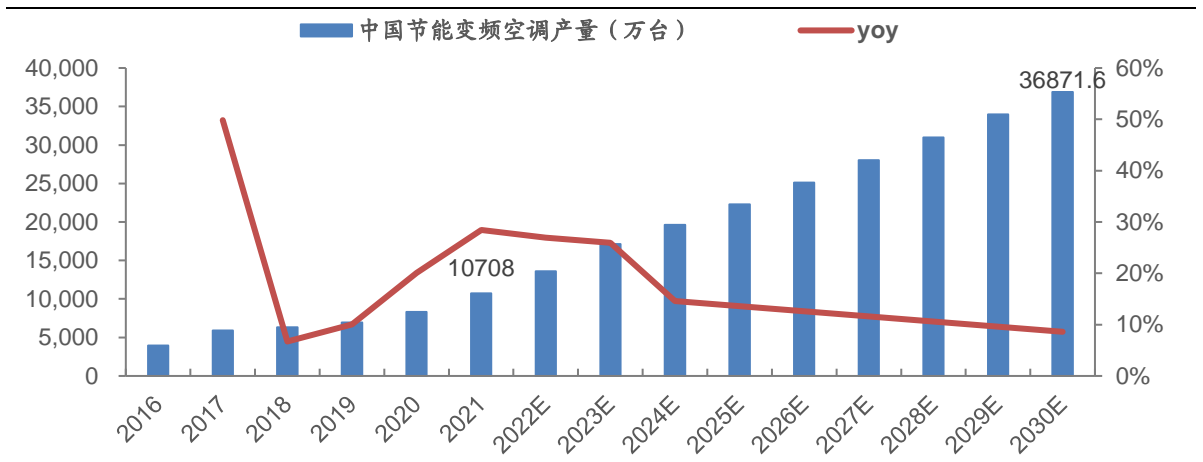
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
全球工厂安装工业机器人数量 (万台)	40	42.3	38.7	39	52.6	55.3	59.3	62.2	66.2	71.8
yoy		5.75%	-8.51%	0.78%	34.87%	5.13%	7.23%	4.89%	6.43%	8.46%
假设单台机器人钕铁硼磁材用量 (kg)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
对应钕铁硼磁材用量 (t)	600	634.5	580.5	585	789	829.5	889.5	933	993	1077

资料来源：IFR，华安证券研究所测算；注：灰色部分为假设

(4) **变频家电**: 变频空调是在常规空调的结构上增加了一个变频器。压缩机是空调的心脏, 其转速直接影响到空调的使用效率, 变频器就是用来控制和调整压缩机转速的控制系统, 使之始终处于最佳的转速状态, 从而提高能效比。近年来, 变频家电正处在全面推广应用的阶段, 继变频空调推出后, 陆续出现变频洗衣机、变频冰箱、变频微波炉等新型节能家电产品。

根据弗若斯特沙利文, 2021 年我国变频空调产量达到 1.07 亿台, 同比+28.4%, 2016-2021 年中国变频空调产量 CAGR 为 22.1%, 预计 2030 年我国节能变频空调产量将达到 3.69 亿台, 2022~2030E 我国变频空调产量 CAGR 为 13.3%。

图表 33 我国节能变频空调产量 (万台) 及增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所

测算: 以变频空调为例, 假设变频空调的稀土永磁变频电机 50% 在左右 (其余为铁氧体永磁电机), 若平均每台稀土永磁变频电机使用钕铁硼磁体 100 克, 对应 2021 年需求 5354 吨, 预计到 2030 年对应钕铁硼磁体总需求为 1.8 万吨。

图表 34 测算节能变频空调对应钕铁硼磁体需求量

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国节能变频空调产量 (万台)	10708	13594	17121	19621	22289	25095	28009	30978	33952	36872
yoy	28%	27%	26%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	9%
使用稀土永磁电机比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
单台节能变频空调钕铁硼需求量 (g)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
对应总钕铁硼磁体需求量 (t)	5354	6797	8561	9810	11145	12547	14004	15489	16976	18436

资料来源: 弗若斯特沙利文, 华安证券研究所测算; 注: 灰色部分为假设

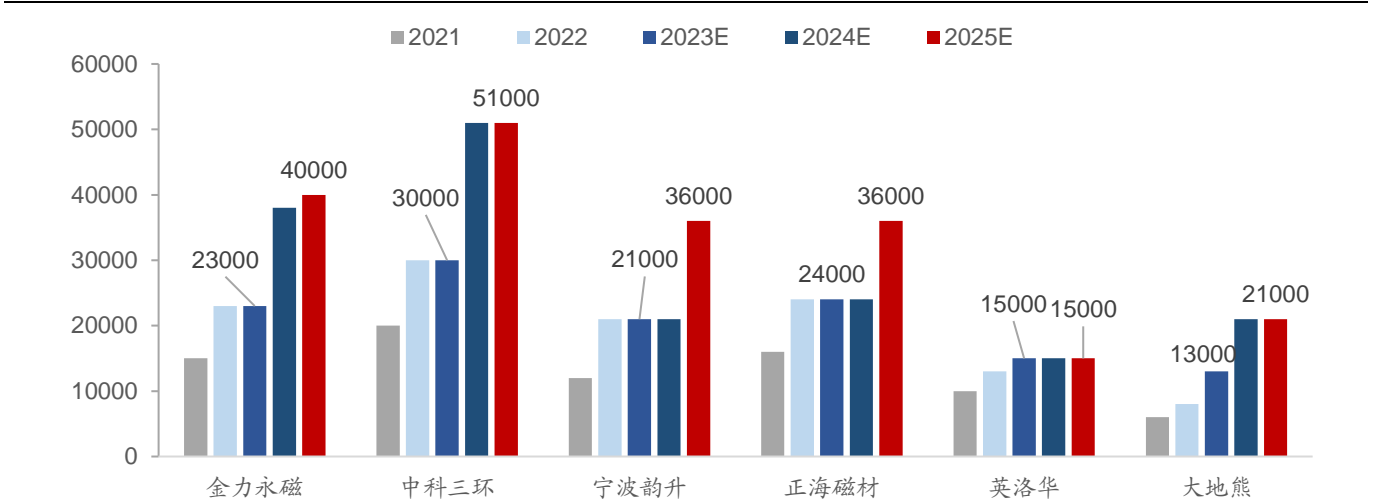
2.2 供给: 格局持续优化, 头部企业加速扩张

整体来看, 稀土永磁材料行业集中度较高, 企业两极分化严重。目前国内稀土永磁生产企业在大于 200 家, 但大部分企业的生产规模较小, 且研发能力不足, 产

品多以中低端为主，竞争力较弱。行业内中高端钕铁硼的核心厂商主要为中科三环、金力永磁、宁波韵升、正海磁材、英洛华等上市公司。

从行业集中度来看，根据工信部数据，2021年我国稀土烧结钕铁硼毛坯产量在20.71万吨，而上述五家企业2021年合计产能7.3万吨，若按平均90%的产能利用率来算五家企业毛坯产量约在6.6万吨，占全国总产量的32%。根据各家未来产能规划，预计到2025E上述五家企业产能将合计突破17万吨，市场集中度将进一步提升。

图表 35 稀土永磁企业 2021~2025E 产能 (吨)



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 36 稀土永磁企业扩产规划

公司	现有毛坯产能/吨 (截至2023年末)	扩产计划	2025规划毛坯 产能
金力永磁	23000	宁波基地3000吨高性能磁材毛坯，1亿件高性能钕铁硼组件，计划2024年达产； 包头二期年产12000吨高性能稀土永磁材料项目，计划2024达产； 赣州年产2000吨高效节能电机用磁材基地项目，计划24-25年达产	4万吨
中科三环	30000	计划利用募集资金和自有资金扩产再2.1万吨烧结钕铁硼产能，会根据实际情况逐步建成	5.1万吨
正海磁材	30000	南通基地年产12000吨高性能钕铁硼永磁材料项目，计划于2023年达产6000吨，2024年投产另外6000吨	3.6万吨
宁波韵升	21000	包头15000吨高性能稀土永磁材料智能制造项目预计2024年达产； 2025年中旬公司将形成年产36000吨的高性能钕铁硼生产能力	3.6万吨
英洛华	15000	通过技改2023年新增2000吨左右的产能，未来中长期扩产也在进一步规划中	1.5万吨
大地熊	8000	计划到2025年拥有2.1万吨毛坯产能，其中合肥庐江基地8000吨，包头基地8000吨，宁国基地5000吨	2.1万吨

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

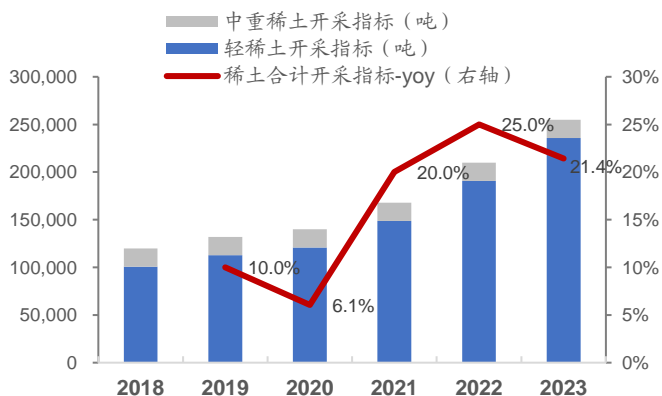
3 从原料到客户，产能提速力争占优

3.1 原料端：绑定稀土供应商，探索稀土资源回收

公司生产所需要的原材料主要包括镨钕、镝、铽等稀土金属，钴、镍、硼铁、纯铁等其他金属，以及其他辅助材料。其中主营成本构成中约 80% 为直接材料，而根据公司招股说明书，稀土原材料占年度采购总额的 75%-90%，故稀土价格波动将显著影响公司盈利能力。根据公告，公司所有的稀土采购来自于国内供应商，其中中重稀土主要采购江西及周边地区供应商，轻稀土主要采购自内蒙古及四川的供应商，基本与我国稀土资源的地理分布一致。此外，公司在赣州及包头的基地使得公司享有区位优势、方便交付及具有稳定可靠的稀土材料供应。

稀土在我国受严格的配额控制，根据工信部，自然资源部，近年来我国稀土开采指标增长稳健，开采指标由 2018 年的 120000 吨增长至 2023 年的 255000 吨，近五年开采指标翻倍。稀土开采配额仅分配给六家稀土集团，即中国北方稀土、中国南方稀土、中国稀有稀土有限公司、厦门钨业股份有限公司、广东省稀土产业集团有限公司及中国五矿集团有限公司。目前经过行业整合，中国稀土集团下含中国南方稀土、中国稀有稀土、中国五矿集团及广晟有色。2023 年北方稀土、中国稀土、厦门钨业、广东稀土的开采指标为 178650、70210、3440、2700 吨，占比 70.1%/27.5%/1.3%/1.1%。

图表 37 近 5 年我国稀土开采指标



资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

图表 38 近 3 年我国四大稀土企业开采指标

稀土开采指标 (单位: 吨)	2021	2022	2023
中国北方稀土高科技股份有限公司	100350	141650	178650
中国稀土集团有限公司	61510	62210	70210
其中: 湖南、广西、江西赣州 (离子型矿)	13010	13010	13010
四川、山东 (轻稀土矿)	48500	49200	57200
厦门钨业股份有限公司	3440	3440	3440
广东省稀土产业集团有限公司	2700	2700	2700

资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

公司与主要的稀土供应商建立了长期的合作关系，并通过股权关系绑定中国稀土集团。公司与中国南方稀土、中国北方稀土等主要稀土供应商建立牢固的战略合作关系，以确保稀土的长期稳定供应。2018-2022 年，公司前五大供应商采购额平均占比为 70%。公司一般按年度签订采购协议，约定每月稀土采购量范围，价格则视具体采购订单及合同、参照第三方价格协商确定。

截至 2023 年三季报，赣州工业投资控股集团有限公司（实控人为赣州国资委）持有公司股份 5.15%。该公司由赣州稀土集团和赣州工业投资集团整合重组而成，前者为中国稀土集团成立时合并的企业之一，拥有几乎全部的江西区域稀土矿开采权。公司继而绑定了中国稀土集团，获得稳定的原料供应。

收购银海新材 51% 股权，布局稀土资源回收。根据文献《废旧钕铁硼火法回收现状及进展》，为了获得所需的尺寸和形状，在钕铁硼磁铁抛光和精加工过程中，会产生 25%~30% 的废料，其稀土含量约 30%。此外，随着下游电机类产品大量进入报废期，会产生大量的废弃钕铁硼，且将以每年超过 10% 的速率迅速增加。由于稀土资源不可再生，发展高效清洁的方法回收废旧钕铁硼磁铁中的有价金属，促进废旧稀土资源的利用，还能减少对环境的污染。

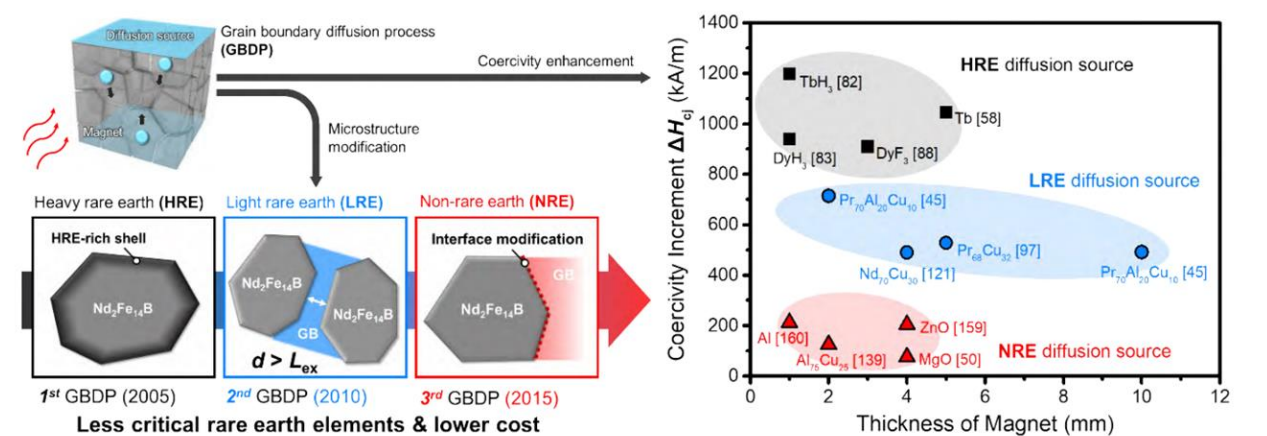
2022 年 7 月，公司与银海新材签订股权转让协议，收购银海新材 51% 的股权，收购完成后，公司构建稀土永磁回收综合利用绿色产业链。银海新材是专业从事稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料综合利用生产加工企业，主要以稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料作为生产原料，提取其中的稀土元素。其主要生产产品包括氧化镨钕、氧化镝、氧化铽、氧化钆等稀土氧化物。根据内蒙古自治区相关主管部门批复，银海新材已建成稀土产品废弃物综合利用年产 5000 吨多种单一稀土化合物产品的生产能力。

存货管理方面，根据公告，公司不会大量存储稀土，并且维持轻稀土、中重稀土库存水平以分别支持其生产 1~3 个月。

3.2 生产端：持续夯实研发壁垒，产能提速布局组件

钕铁硼磁体的磁性能在很大程度上决定了电机的输出性能。然而，不含重稀土的烧结钕铁硼磁体的居里温度低，矫顽力低，不能满足电动汽车驱动系统、风力发电系统等的高温应用要求。提高钕铁硼磁体高温稳定性的手段主要为提高主相的居里温度或提高磁体的矫顽力。利用重稀土元素 Tb（铽）和 Dy（镝）可以提高磁体整体的矫顽力。但通过传统熔炼法添加 Tb 和 Dy 会大幅增加成本，且由于重稀土原子与铁原子的反铁磁耦合，添加 Tb 和 Dy 也会降低磁体的剩磁和磁能积。因此，在保证烧结钕铁硼磁体获得高矫顽力的前提下减少重稀土用量成为核心要点，其中晶界扩散由于其显著的矫顽力提升幅度和较少的重稀土用量成为主流方法，并且迅速实现了工业化。根据弗若斯特沙利文的资料，晶界渗透技术一般可以减少 50% 至 70% 的中重稀土用量

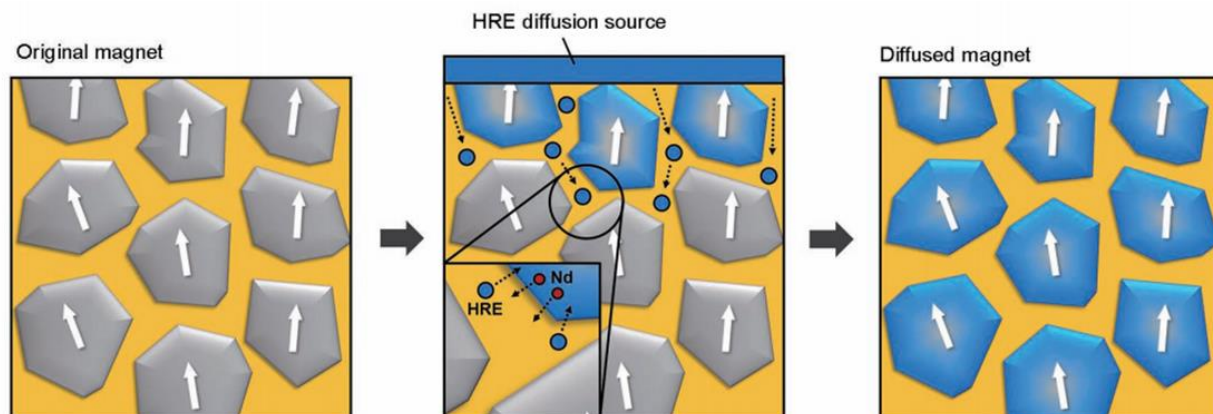
图表 39 含重稀土的扩散剂对钕铁硼矫顽力的提升最明显



资料来源：《高性能钕铁硼永磁晶界扩散技术最新进展与未来展望》，华安证券研究所

高性能钕铁硼永磁体的生产技术门槛较高，公司已掌握晶界渗透技术在内的六大核心技术及专利。生产应用于节能变频空调及新能源汽车及汽车零部件的高性能钕铁硼永磁材料需要使用公司的专有晶界渗透技术，能够在保持钕铁硼永磁材料高性能的同时减少中重稀土的使用，并开发高档产品。公司已掌握以晶界渗透技术为核心的自主核心技术及专利六项体系，包括晶界渗透技术、配方体系、晶粒细化技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术以及耐高温耐腐蚀性新型涂层技术。

图表 40 重稀土晶界扩散的原理图



资料来源：《钕铁硼永磁晶界扩散技术和理论发展的几个问题》，华安证券研究所

图表 41 公司六大自主核心技术及专利体系

技术名称	具体内容	主营产品中的应用
配方体系	公司的配方能够设计不同牌号磁钢的合金成分，在保证磁体性能条件下降低中重稀土添加量	所有领域产品
细晶技术	公司的合金片制造技术、氢破碎技术以及气流磨技术，能够在保证良好粒度分布条件下，制造出更加细小的颗粒，从而保证产品性能一致性，并具备低重稀土、高耐高温性特点	所有领域产品
一次成型技术	公司在取向压型工序能够实现自动称粉、自动喂料，并直接压制出瓦形或其他异形规格的坯料产品，减少产品后续机械加工成本和磨削量	风力发电和节能电梯领域产品
生产工艺自动化技术	公司在多个工序实现了生产自动化改造，比如在取向压型工序能够实现自动上料和自动成型，机械加工工序能够实现自动切削，以及自动充磁和检验、自动表面处理、自动粘胶和自动包装等	所有领域产品
高耐腐蚀性新型涂抹技术	公司通过自动喷涂的方式将纳米复合材料涂覆到产品的表面，这种镀层的抗盐雾和耐高温能力高于一般的镀层	新能源汽车及汽车零部件领域产品
晶界渗透技术	公司可以将含重稀土粉末的稀土非晶合金涂覆在产品的表面，在高温真空条件下使重稀土原子从产品表面扩散到产品的中心，这一技术将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序，添加方式从整个磁体添加转变到磁体的晶界添加，而晶界在磁体中的体积占比较小，因此，该技术可以大幅降低重稀土的添加量	节能变频空调和新能源汽车及汽车零部件领域产品

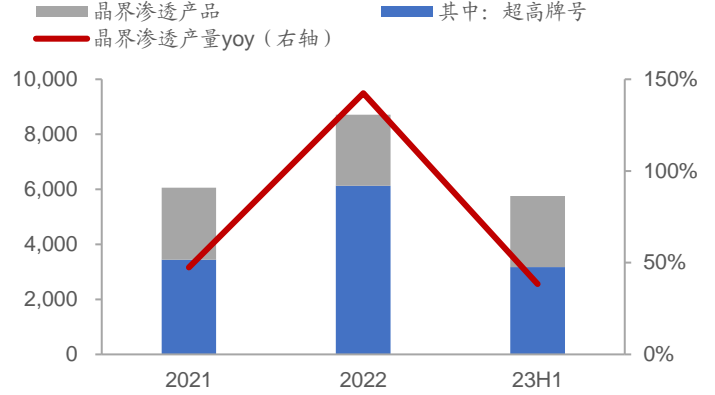
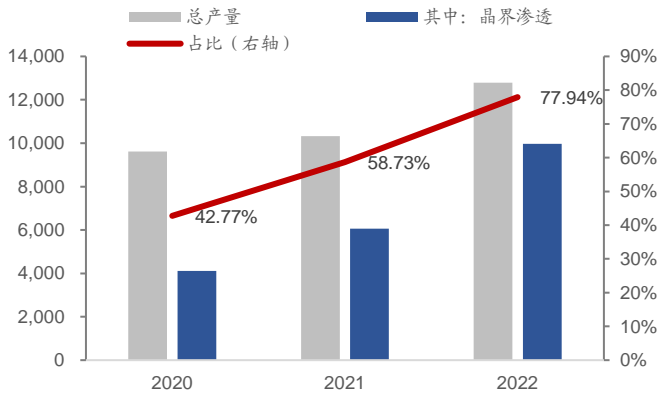
资料来源：公司公告，华安证券研究所

一方面，公司通过配方优化降低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，公司不断提升用于生产新能源汽车电机及节能变频空调电机等高速旋转电机产品的性能。公司具备大规模应用晶界渗透技术生产能力，并开发出高档产品。根据公告，2020 年公司使用晶界渗透技术生产 4,111 吨高性能稀土永磁材料，于晶界渗透稀土永磁材料市场排名世

界第一，约占 21.3% 的市场份额。2022 年公司晶界渗透产品产量达到 9965 吨，同比+142%，占总产量的 77.94%，其中超高牌号产量 6124 吨。

图表 42 公司晶界渗透产品产量持续提升 (吨)

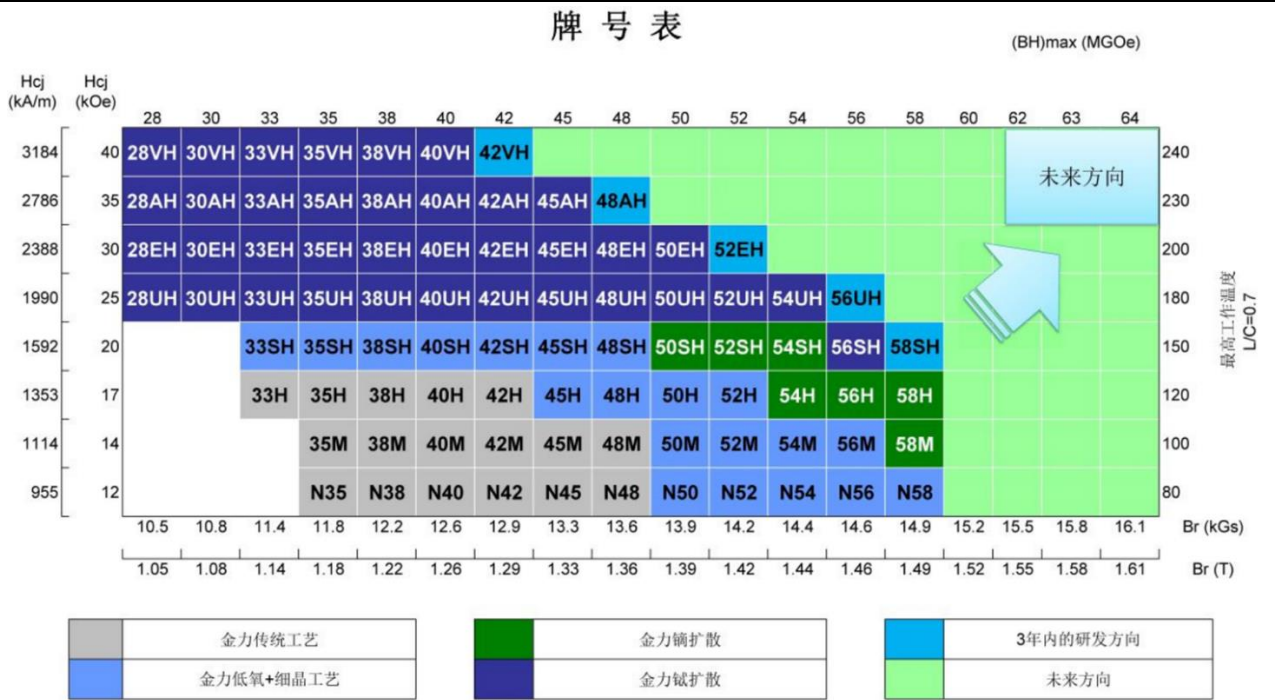
图表 43 公司晶界渗透产品、超高牌号产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

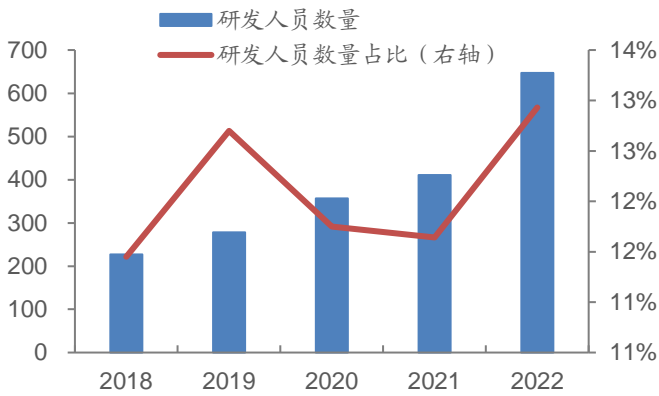
图表 44 公司高牌号产品列表及未来研发方向



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

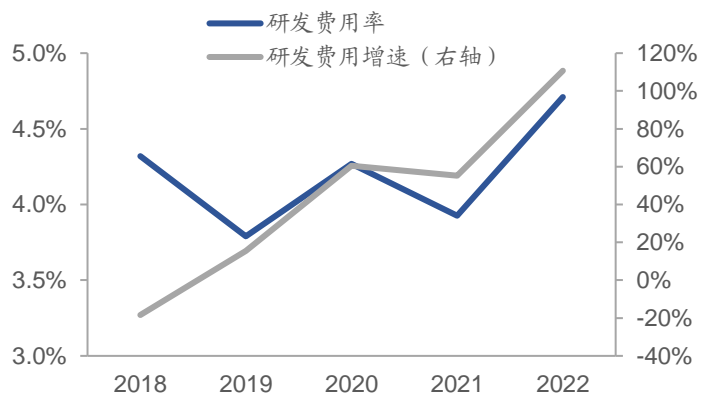
公司持续加大研发投入, 根据公告, 公司加大研发投入, 研发人员数量及占比持续提升, 2022 年公司研发人员数量 647 人, 占员工总数 12.9%, 研发费用增速 110.7%, 研发费用率达到了 4.7%。

图表 45 公司研发人员数量及占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

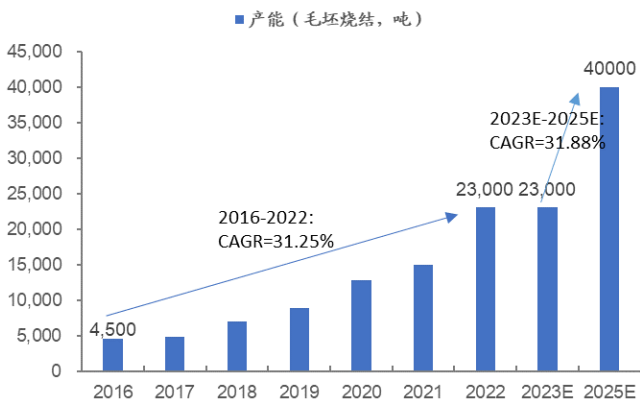
图表 46 公司研发费用增速及研发费用占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

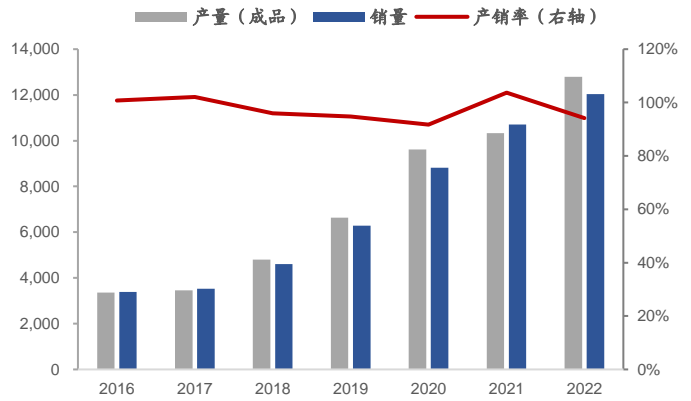
产能加速扩张, 进军磁组件进一步优化产品结构。公司产能加速扩张, 2022 年产能达到 2.3 万吨 (以毛坯计), 2016-2022 年, 公司产能 CAGR 高达 31.25%。同时, 公司产销旺盛、产能利用率饱和, 为进一步突破产能瓶颈, 未来 2 年, 公司产能将依旧保持较快增速, 预计到 2025 年, 公司毛坯产能将达到 4 万吨。

图表 47 公司钕铁硼磁钢产能 (以烧结毛坯计)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 48 公司产能利用率饱和 (吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

在磁钢产能加速扩张的同时, 公司率先布局海外市场进军磁组件项目。2023 年 10 月 25 日, 公司公告墨西哥废旧磁钢综合利用项目变更为年产 100 万台/套磁组件生产线项目, 投资额 1 亿美元, 项目计划建设期 3 年, 为实现公司战略发展, 满足客户在人形机器人、新能源汽车等领域磁组件的订单需求, 提升公司于全球的市场份额。磁组件为磁性材料 (钕铁硼等) 与金属、非金属等材料通过粘接、注塑等工艺装配而成的组合件。相比钕铁硼磁钢而言, 其产品附加值、盈利能力均具备优势, 同时可进一步增强与下游头部客户间的战略合作关系。

3.3 客户端: 与高潜、优质客户战略协同发展

稀土永磁材料具备高定制化特性, 客户粘性强, 绑定行业龙头客户的厂商具备先发优势。高性能钕铁硼永磁材料是相关行业中为重要的功能材料。钕铁硼永磁材料的质量对客户最终产品的性能和质量有重大影响, 需要满足下游客户对产品特性、

质量、数量及交货时间的特定要求。下游行业客户为保持其产品性能的稳定性，在选定磁钢供应商时往往需要经过长时间的认证、试样和验厂等过程，一旦建立合作关系，客户往往不会轻易更换供应商。公司利用其在高性能钕铁硼永磁材料方面的专业及技术专长参与到客户新产品的设计中，协助客户优化产品性能，降低生产成本，并早在客户产品的设计阶段起便向其提供全面的高性能钕铁硼永磁材料技术解决方案。

- **新能源汽车及汽车零部件领域：**公司产品已被包括比亚迪、特斯拉在内的全球前十大新能源汽车生产商采用；公司也是博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商；
- **节能变频空调领域：**全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司的客户；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：**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：**公司的主要客户包括博世力士乐等；
- **3C、节能电梯、轨道交通等其他新能源及节能环保领域：**公司已经成为这些领域重要的高性能磁钢供应商。

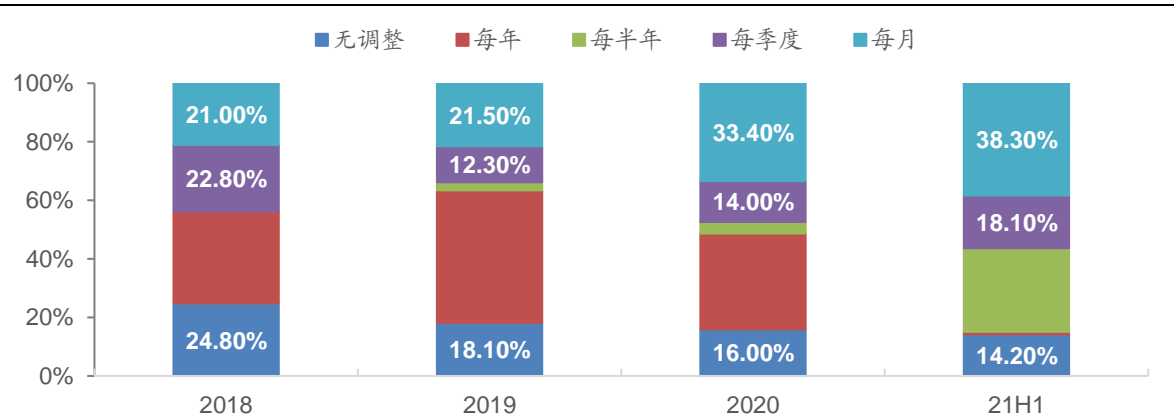
公司采取成本加成定价方式，与客户调价机制灵活。公司与下游客户调价机制灵活，根据行业或客户的区别，公司每年、每半年、每季度或每月调整一次产品单价。价格一般参考厘定价格时稀土的市场现货价格，同时考虑相应行业、商业要求、合作关系、产品规格及订单规模综合确立。根据公告，公司每季度/每月等短周期调价比例不断提升，进一步保障公司盈利稳定。

图表 49 公司与下游客户调价频率

客户类型/下游应用领域	调价机制
新能源汽车及零部件	每季度调整一次，小部分客户每年/每半年调整一次
永磁风力发电机	2018-2020年每年调整一次，21H1稀土价格大幅上涨，变更为每半年调整一次
节能变频空调	每月调整一次
其他行业	每年/每半年/每季度调整，视情况而定

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50 2018-21H1 公司各调价频率对应营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测及估值分析

(1)产销量预测:根据公司公告,预计2023E-2025E公司产能分别为2.3/2.8/4万吨,根据历年爬坡节奏,假设每年新增产能实际按照50%投产,产能利用率(毛坯计)为90%,2023E-2025E假设公司成品率分别为65%/72%/75%来测算,公司2023-2025E磁钢成品产量分别为15000/19400/26325吨,产量同比分别增长+17.31%/29.6%/35.42%;另外假设随公司市场开拓持续深入、钕铁硼磁材渗透率持续提升,公司产销率稳健增长,2023-2025E产销率分别93%/95%/97%,则公司销量对应13950/18468/25535吨。

(2)单价及成本预测:2023年稀土价格全年出现回落,当前价格基本企稳小幅震荡,由于公司库存管理良好、短周期调价比例提升、产品结构优化,预计公司2023年平均售价与成本下降幅度小于原材料市场降幅,2024年随新产能释放规模效应进一步降低成本,2025年售价与成本预计保持微幅增长。

根据上述假设与测算,预计公司2023-2025E营收分别为70.15/91.78/128.04亿元,同比-2.1%/+30.84%/+39.52%,毛利率分别为18.61%/20.09%/19.79%。

图表 51 公司 23-25E 盈利预测

单位:百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收	1696.84	2417.35	4080.07	7165.19	7014.60	9177.56	12804.45
yoy	31.61%	42.46%	68.78%	75.61%	-2.10%	30.84%	39.52%
营业成本	1330.74	1842.79	3165.13	6006.16	5708.93	7334.10	10270.58
yoy	33.52%	38.48%	71.76%	89.76%	-4.95%	28.47%	40.04%
毛利率	21.58%	23.77%	22.42%	16.18%	18.61%	20.09%	19.79%
分产品营收							
钕铁硼磁钢	1630.12	2288.66	3766.76	6082.82	5553.40	7204.94	10141.41
yoy	27.15%	40.40%	64.58%	61.49%	-8.70%	29.74%	40.76%
其他业务	66.72	128.69	313.31	1082.37	1461.20	1972.62	2663.04
yoy	808.99%	92.88%	143.46%	245.46%	35.00%	35.00%	35.00%
分产品毛利率							
钕铁硼磁钢	21.63%	23.81%	21.32%	15.10%	18.11%	20.45%	20.06%
其他业务	20.14%	23.06%	35.67%	22.24%	20.52%	18.75%	18.75%

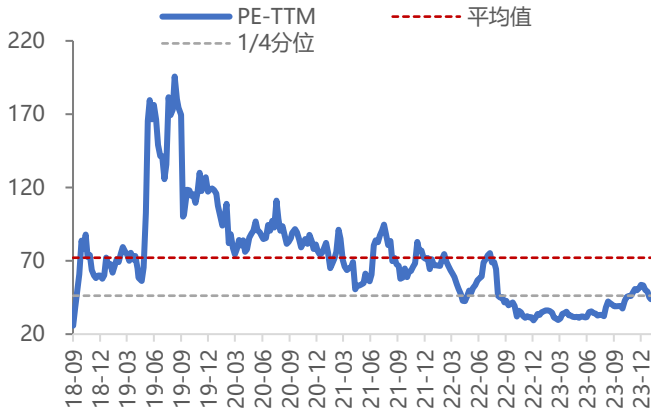
资料来源:公司公告,华安证券研究所测算

当前公司PE(TTM)处于上市以来约1/4分位,市值处于上市以来约均位水平。受2023年全年稀土价格回落、下游部分行业增速放缓影响,全年估值水平较低。当前公司估值安全边际较高,稀土永磁行业长期成长空间大,公司自身随新产能释放+高附加值产品提升,以及与下游优质客户的深入绑定,中长期形成β与α共振,凸显投资价值。

与可比公司相比,公司拥有规模优势,且业务更集中于下游增速较快的新能源车、机器人等领域,客户及产品结构持续优化,具备一定的估值溢价。

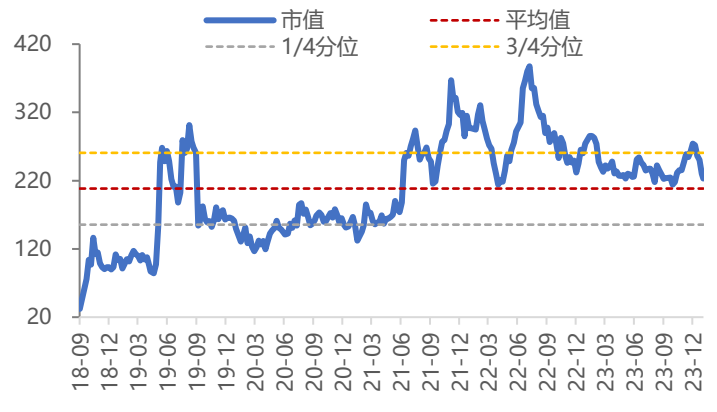
我们预计公司2023E-2025E实现归母净利润分别7.07/9.77/13.76亿元,同比分别+0.6%/38.2%/40.9%,对应PE为26.93X/19.49X/13.84X,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 52 公司上市以来 PE-TTM



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 53 公司上市以来市值 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 54 可比公司一致预期

公司	股价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中科三环	7.80	0.70	0.35	0.51	0.53	19.56	22.23	15.29	14.75
宁波韵升	5.21	0.32	2.42	2.84	3.42	32.99	2.15	1.83	1.52
正海磁材	8.69	0.49	0.63	0.83	1.06	25.43	13.77	10.52	8.22
大地熊	15.34	1.85	0.25	1.11	1.82	26.77	61.98	13.88	8.42
平均值						26.19	25.03	10.38	8.23
金力永磁	14.16	0.64	0.53	0.73	1.02	34.89	26.93	19.49	13.84

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算; 注: 股价为 24/02/02 收盘价, 可比公司为 wind 一致预期

风险提示:

- (1) 稀土价格大幅波动风险: 公司主营成本构成中原材料占比超 70%, 稀土作为国家战略性资源, 供给存在刚性, 稀土价格波动将显著影响公司盈利;
- (2) 调价机制变更: 公司当前短周期调价比例占比较高, 若出现市场竞争激烈、与客户协商后延长调价周期则不利于公司及时根据原材料及市场需求作出价格调整, 继而影响盈利;
- (3) 下游需求增长不及预期: 公司主要下游应用为新能源车、节能家电、风电、机器人等领域, 若上述领域需求增速放缓, 将影响公司营收及盈利能力。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9127	10048	11745	15031	营业收入	7165	7015	9178	12804
现金	4130	3661	4201	5166	营业成本	6006	5709	7334	10271
应收账款	2192	2339	2966	3898	营业税金及附加	25	25	35	47
其他应收款	10	58	55	53	销售费用	36	35	53	71
预付账款	37	228	211	257	管理费用	148	140	202	273
存货	1931	2359	2785	3803	财务费用	-154	-5	3	6
其他流动资产	826	1403	1526	1853	资产减值损失	-10	-20	-18	-10
非流动资产	2093	2228	2512	2726	公允价值变动收益	-10	0	0	0
长期投资	5	4	3	3	投资净收益	-11	1	-3	-2
固定资产	1312	1368	1561	1680	营业利润	769	781	1089	1529
无形资产	218	221	230	237	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	559	636	718	806	营业外支出	2	0	1	1
资产总计	11220	12276	14257	17756	利润总额	767	781	1088	1528
流动负债	4111	4485	5287	7227	所得税	62	72	109	149
短期借款	945	545	745	635	净利润	705	709	979	1380
应付账款	429	649	730	1071	少数股东损益	2	2	2	3
其他流动负债	2736	3291	3811	5521	归属母公司净利润	703	707	977	1376
非流动负债	321	652	852	1032	EBITDA	748	906	1260	1719
长期借款	200	500	700	880	EPS (元)	0.84	0.53	0.73	1.02
其他非流动负债	121	152	152	152					
负债合计	4433	5138	6139	8259					
少数股东权益	3	5	7	10					
股本	838	1345	1345	1345					
资本公积	4475	3992	3992	3992					
留存收益	1472	1797	2774	4150					
归属母公司股东权益	6785	7134	8111	9487					
负债和股东权益	11220	12276	14257	17756					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	310	580	640	1347	成长能力				
净利润	705	709	979	1380	营业收入	75.6%	-2.1%	30.8%	39.5%
折旧摊销	112	131	169	184	营业利润	50.0%	1.6%	39.4%	40.4%
财务费用	-85	40	43	52	归属于母公司净利	55.1%	0.6%	38.2%	40.9%
投资损失	11	-1	3	2	获利能力				
营运资金变动	-486	-324	-583	-286	毛利率 (%)	16.2%	18.6%	20.1%	19.8%
其他经营现金流	1244	1058	1590	1681	净利率 (%)	9.8%	10.1%	10.6%	10.7%
投资活动现金流	-754	-270	-456	-400	ROE (%)	10.4%	9.9%	12.0%	14.5%
资本支出	-582	-291	-453	-399	ROIC (%)	7.1%	8.6%	10.3%	12.6%
长期投资	-173	-5	0	1	偿债能力				
其他投资现金流	0	26	-3	-2	资产负债率 (%)	39.5%	41.9%	43.1%	46.5%
筹资活动现金流	2436	-779	357	18	净负债比率 (%)	65.3%	72.0%	75.6%	87.0%
短期借款	-183	-400	200	-110	流动比率	2.22	2.24	2.22	2.08
长期借款	-212	300	200	180	速动比率	1.73	1.65	1.64	1.51
普通股增加	127	507	0	0	营运能力				
资本公积增加	3183	-483	0	0	总资产周转率	0.83	0.60	0.69	0.80
其他筹资现金流	-479	-703	-43	-52	应收账款周转率	4.19	3.10	3.46	3.73
现金净增加额	2145	-470	541	965	应付账款周转率	11.38	10.59	10.64	11.41

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。