

2024 年 3 月 27 日，公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 58.73 亿元，同比减少 7.05%；归母净利润 4.48 亿元，同比增长 10.74%；扣非归母净利润 3.85 亿元，同比增长 0.34%。2023Q4，公司实现营收 12.47 亿元，同比减少 29.24%、环比减少 15.16%；归母净利润 0.80 亿元，同比减少 19.33%、环比减少 36.9%；扣非归母净利润 0.31 亿元，同比减少 65.24%、环比减少 74.15%。

量增抵消价减保证营收，产品结构优化+成本下降实现利润微增。公司业绩增长主要得益于毛利同比增加 2.5 亿元，毛利的增长主要得益于磁材产品销量增长，抵消价格负面影响。
 ①产品结构：已形成汽车市场（尤其是新能源汽车）为主，其他各主要应用领域均衡发展的好性格局。2023 年实现高性能钕铁硼永磁材料及组件整体销量同比增长，其中，汽车市场高性能钕铁硼永磁材料及组件的出货量同比增长 20%，销量占比从 62%提升至 66%，完成节能和新能源汽车驱动电机磁体交货量 449 万台套，同比增长 29%。
 ②量：2023 年公司钕铁硼永磁材料销量为 17178 吨，同比增长 12.16%；销售钕铁硼永磁材料组件 40.47 万件，同比增长 479.68%。
 ③价：原材料金属镨钕价格同比下滑较多影响公司营收，2023 年稀土价格指数由年初 297.02 下降至年末 198.03，降幅约为 33.33%。
 ④公司钕铁硼永磁材料组件产品及驱动电机磁体两项高毛利产品增速更快，产品结构得到优化，此外公司成本同样大幅度下降，因此 2023 年公司全年毛利率为 18.09%，实现同比增长 3.7pct；净利率为 7.63%，同比增长 1.2pct。

上海大郡亏损收窄致所得税费用增加，为 Q4 最大拖累项。2023 年上海大郡营收增长 14.13%至 1.04 亿元，亏损额同比大幅收窄至 3727 万元。导致公司整体 Q4 确认的递延所得税费用大幅增加，单季度所得税费用高达 7625 万元，导致 Q4 业绩环比下滑较多。

核心看点：①产能持续扩张。产能利用率有望继续提升。2023 年底公司已具备年产钕铁硼毛坯 3 万吨的生产能力，其中东西厂区和福海厂区产能利用率已实现 88%，南通基地建成 1.2 万吨产能，将进入爬坡阶段，未来新增产量释放将提升公司盈利。
 ②优秀的原料保障能力。2022 年公司与稀土集团旗下五矿稀土集团的合资公司产能扩大 200%，充分保障公司原料供应。
 ③研发优势突出。研发优势。三大核心技术组合使用，催生了公司低重稀土磁体、无重稀土磁体、超轻稀土磁体三大产品线，重稀土扩散技术 (THRED)相关产品在公司产品的覆盖率超过 80%；超轻稀土磁体销量同比增长 190%，在公司磁体产品销量的占比接近 10%。获得“全国制造业单项冠军企业”等奖项。

投资建议：考虑到现有产能释放+下游需求有望迎来复苏，我们预计 2024-2026 年分别实现归母净利润 4.81/5.54/6.43 亿元，EPS 分别为 0.59/0.68/0.78 元/股。对应 3 月 29 日收盘价的 PE 分别为 19/17/14X，维持“推荐”评级。

风险提示：稀土价格下跌，项目投产进度不及预期，行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,874	6,407	7,586	8,813
增长率 (%)	-7.0	9.1	18.4	16.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	448	481	554	643
增长率 (%)	10.7	7.4	15.3	16.0
每股收益 (元)	0.55	0.59	0.68	0.78
PE	21	19	17	14
PB	2.4	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
11.21 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

- 正海磁材 (300224.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 稳步增长，期待南通基地持续放量-2023/10/24
- 正海磁材 (300224.SZ) 2022 年年报点评：量价齐升创历史最好业绩，电车磁材占比持续提升-2023/03/30
- 正海磁材 (300224.SZ) 2022 年中报业绩点评：量价齐升业绩大增，电车磁材占比节节高-2022/08/16
- 正海磁材 (300224.SZ) 2021 年年报点评：电动汽车等下游需求放量，助推公司业绩大增-2022/03/30

目录

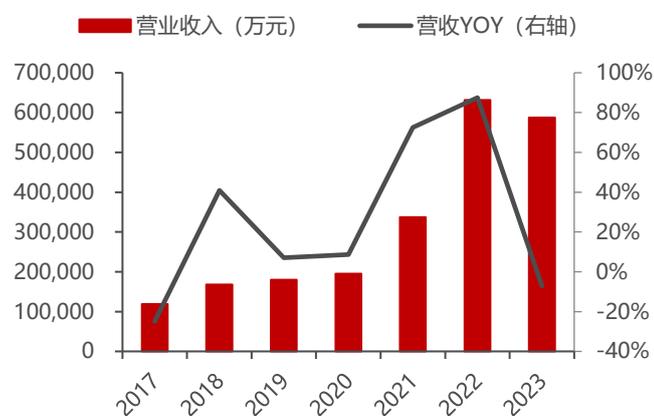
1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 点评：量增价减，静待花开	4
2.1 汽车用钕铁硼出货量持续增长，量增抵消价格负面影响实现业绩微增	4
2.2 核心看点：原料保障能力提升，产能持续增长	8
3 盈利预测与投资建议	9
4 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件：公司发布 2023 年年报

公司发布 2023 年年报。2023 年,公司实现营收 58.73 亿元,同比减少 7.05%;归母净利润 4.48 亿元,同比增长 10.74%;扣非归母净利 3.85 亿元,同比增长 0.34%。

分季度来看, 2023Q4, 公司实现营收 12.47 亿元, 同比减少 29.24%、环比减少 15.16%; 归母净利润 0.80 亿元, 同比减少 19.33%、环比减少 36.9%; 扣非归母净利 0.31 亿元, 同比减少 65.24%、环比减少 74.15%。业绩符合业绩预告。

图1：2023 年，公司营收为 58.73 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司归母净利润为 4.48 亿元



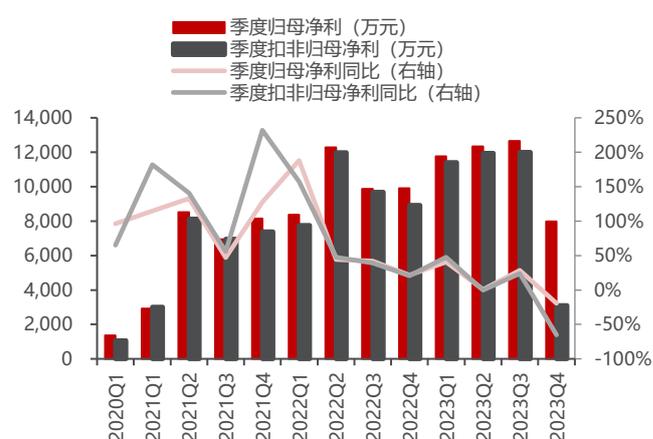
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司营收为 12.47 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司归母净利润为 0.80 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

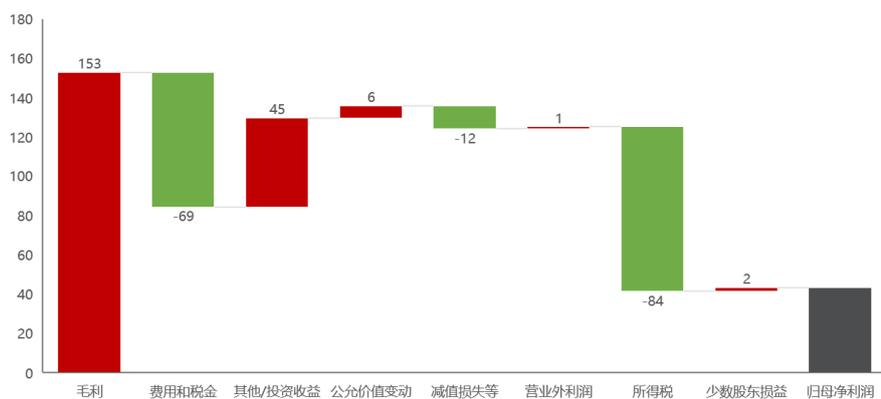
2 点评：量增价减，静待花开

2.1 汽车用钕铁硼出货量持续增长，量增抵消价格负面影响 实现业绩微增

2023 年公司营收较 2022 年发生小幅下滑，归母净利润持续上涨。2023 年，公司实现营收 58.73 亿元，同比减少 7.05%；归母净利润 4.48 亿元，同比增长 10.74%；扣非归母净利润 3.85 亿元，同比增长 0.34%。

细拆来看，公司的归母净利润同比增长主要来自于毛利的增长，毛利上升同比增利 1.53 亿元，主要是由于钕铁硼磁材及组件销量的大幅度增长以及公司整体毛利率的提升。其他增利点还有其他/投资收益 (+0.45 亿元)，公允价值变动净收益 (+0.06 亿元)，营业外利润 (+0.01 亿元)，减利点主要是费用和税金，同比减利 0.69 亿元，所得税减利 0.84 亿元，其他减利点变化均较小，对归母净利润影响有限。

图5：公司 2023 年归母净利润同比变化拆分（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

从营收上来看，受稀土原材料价格持续震荡下行、下游市场需求复苏缓慢、行业竞争日趋激烈等因素影响，公司高性能钕铁硼永磁材料及组件产品价格承压，营业收入同比下降 7.36%。上海大郡量价齐升，营收因而增长 14.24%，但占比较小，因此对整体营收影响有限。①**钕铁硼营收下降**：2023 年公司钕铁硼永磁材料销量同比增长 12%至 17178 吨，组件销量大幅增长 476%至 404.7 万件，但受市场竞争加剧+稀土原材料价格下降影响，营收同比下降 7.36%。②**2023 年电机驱动系统业务营收同比增长 14.24%至 10374 万元**。上海大郡的新能源汽车电机驱动系统销量同比增长 2.39%至 22720 台。

汽车行业销量占比持续上升。受益“新能源汽车渗透率的进一步加快提升，2023 年公司汽车行业(含新能源汽车)用钕铁硼销量同比增长 19%至 11345 吨，量占比从 62%提升至 66%。完成节能和新能源汽车驱动电机磁体交货量 449 万

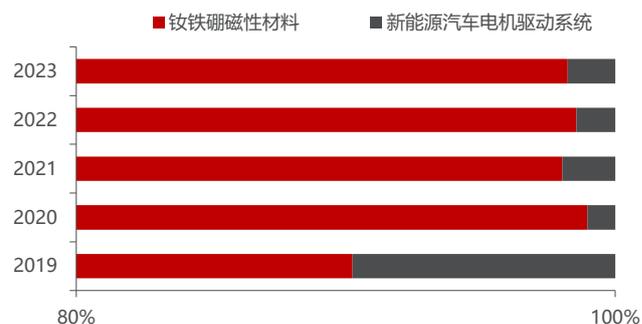
台套，同比增长 29%。

图6：2023 年，钕铁硼磁性材料营收为 57.7 亿元（单位：万元）



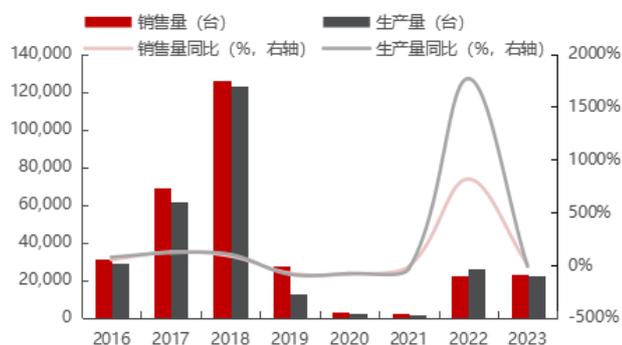
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023 年，钕铁硼磁性材料营收占比为 98.2%



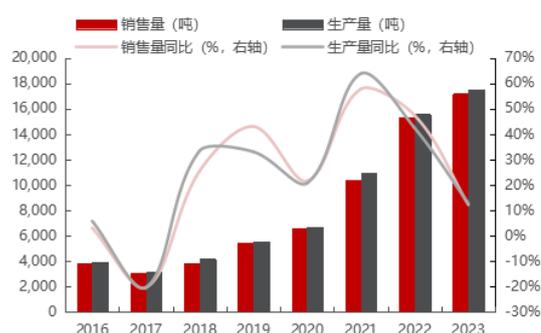
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023 年，电机驱动系统销量同比增长 2.39%



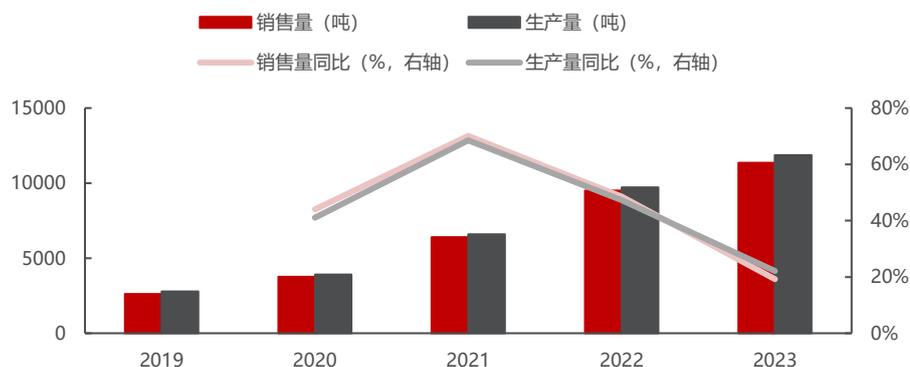
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023 年，钕铁硼磁材销量同比增长 12%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2023 年，汽车行业用钕铁硼磁材销量同比增 19%（单位：吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

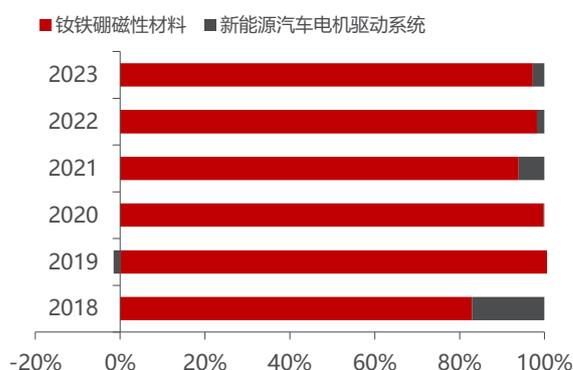
2023 年公司整体毛利率同比增长 3.70pct 至 18.09%，其中钕铁硼磁材毛利占比为 97.26%，其毛利率同比增长 3.56pct 至 17.91%。一方面，2023 年钕铁硼磁材上游原材料价格下降带来的成本下降幅度大于产品售价下降幅度；另一方面，公司高毛利的钕铁硼磁材组件销量增速远高于磁材，产品结构优化提升了公司盈利水平，导致钕铁硼磁材毛利率同比增长 3.56pct 至 17.91%。

图11：2023 年，钕铁硼磁材毛利为 10.33 亿元（单位：万元）



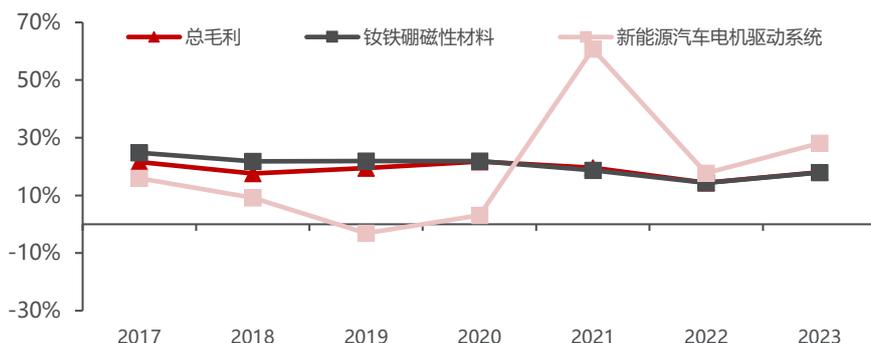
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2023 年，钕铁硼磁材毛利占比为 97.3%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

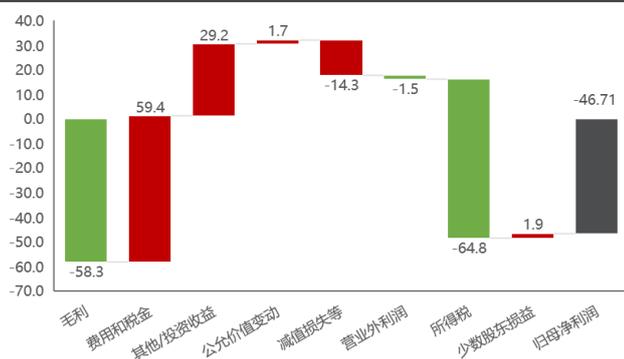
图13：2023 年，公司毛利率同比增长 3.70pct 至 18.09%（单位：百万元）



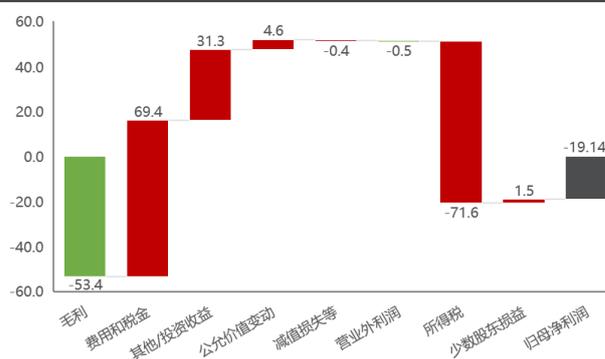
资料来源：公司公告，民生证券研究院

单季度看，所得税为 Q4 最大减利项，主要由于上海大郡亏损大幅收窄，导致递延所得税费用确认增加所致。同比 22Q4 及环比 23Q3 来看，Q4 主要减利项均为毛利和所得税，主要增利项为费用和税金。毛利上，2023Q4 公司整体毛利率同比+2.33pct、环比-1.19%至 18.33%，我们认为公司 Q4 毛利率下降或是由于公司售价相比 Q3 有所回升带来的分母端变大，而成本端居高不下，单季度计提减值

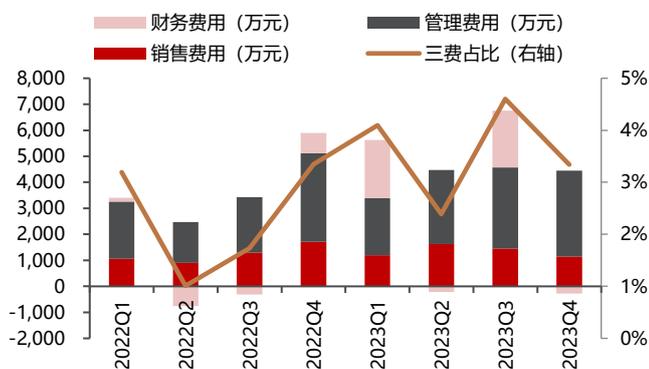
便有 1918 万元，因此毛利减少较多。2023 年，上海大郡营收同比增长 14.13% 至 10374 万元，净亏损同比减少 2432 万元至 3727 万元，一方面上海大郡的亏损继续拖累了业绩；另一方面，由于净亏损的大幅收窄，Q4 确认的递延所得税费用大幅增加，单季度所得税费用高达 7625 万元，导致 Q4 业绩环比下滑较多，净利率环比-2.35%降至 6.31%。费用和税金成为最大增利项，公司 23Q4 费用控制优秀，23Q4 费用率水平环比大幅回落至 3.3%。

图14：2023Q4 业绩环比变化拆分（单位：百万元）


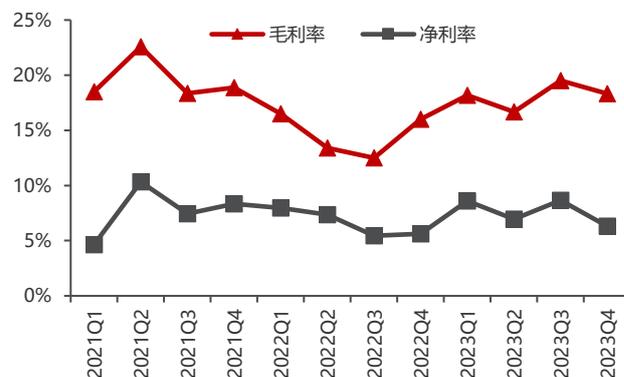
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图15：2023Q4 业绩同比变化拆分（单位：百万元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：2023Q4 费用率环比下降 1.3 至 3.3%


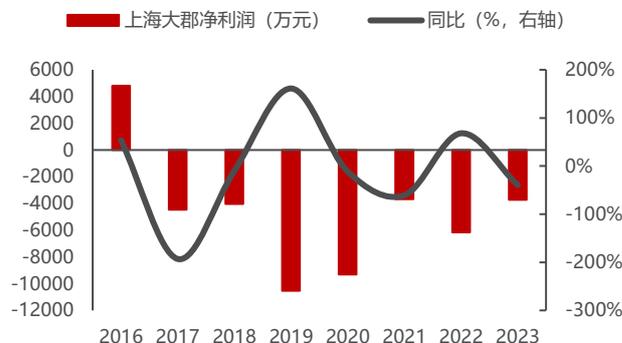
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：2023Q4 毛利率环比下降 1.18pct 至 18.3%


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2023年，上海大郡营收为10374万元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2023年，上海大郡净亏损为6160万元


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 核心看点：原料保障能力提升，产能持续增长

公司已具备年产3万吨钕铁硼磁材毛坯的生产能力，计划根据下游需求在2026年前达到3.6万吨的生产能力。南通基地全工序一园化工厂达产后，将有效提升公司的产能水平，缓解公司的产能压力，助力公司扩大市场份额、提升行业地位。

表1：截至2023年底，公司高性能钕铁硼永磁材料产能情况（单位：吨）

主要工厂	现有产能 (吨)	产能利用率	在建产能 (吨)	在建产能的投资建设情况
东西厂区	10,000	88%	0	—
福海厂区	8,000	88%	0	—
南通基地	12,000	46%	6,000	2026年前全部达产
合计	30,000	—	6,000	—

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：南通基地报告期内产能6,000吨，报告期末具备年产12,000吨能力，其产能利用率为依据2023年内有效产能6,000吨计算。

公司与主要供应商中国稀土集团和北方稀土集团的合作日益巩固和扩大。

2022年，公司控股子公司正海五矿高性能钕铁硼合金薄片扩产项目建设完成，新增高性能钕铁硼合金薄片产能4,000吨，正海五矿整体产能达到6,000吨。该产能扩建项目的实施进一步深化了与中国稀土集团有限公司的合作关系，加强了公司原材料的供应保障。按照2.4万吨的产能计算，该子公司可贡献25%的原料供给，原料自给率大幅提升。

研发优势突出。三大核心技术组合使用，催生了公司低重稀土磁体、无重稀土磁体、超轻稀土磁体三大产品线，重稀土扩散技术(THRED)相关产品在公司产品的覆盖率超过80%；超轻稀土磁体销量同比增长190%，在公司磁体产品销量的占比接近10%。获得“全国制造业单项冠军企业”等奖项

3 盈利预测与投资建议

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 2024-2026 年分别实现归母净利润 4.81/5.54/6.43 亿元, EPS 分别为 0.59/0.68/0.78 元/股。对应 3 月 29 日收盘价的 PE 分别为 19/17/14X, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 稀土价格下跌。公司高性能钕铁硼永磁材料业务所需的主要原材料为钕、镨钕、铽和镝铁等稀土金属及稀土合金。原材料价格会影响生产成本，因此稀土价格下跌将对公司业绩产生不利影响

2) 项目投产进度不及预期。如果在项目建设及投产过程中，宏观经济环境、产业发展趋势等因素发生重大不利变化，将可能导致项目周期延长或者实施效果低于预期，给公司已定点项目未来订单交付带来不利影响，无法达到预期收益。

3) 行业竞争加剧的风险。随着国内钕铁硼永磁材料生产厂家的产量不断增加，高性能钕铁硼永磁材料行业的竞争也日益加剧，公司面临因行业竞争加剧而导致盈利能力下降、客户流失和新客户获取成本提高等不利影响，存在行业竞争加剧的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,874	6,407	7,586	8,813
营业成本	4,811	5,253	6,235	7,267
营业税金及附加	33	32	38	44
销售费用	54	59	70	82
管理费用	115	133	157	182
研发费用	299	325	385	447
EBIT	568	634	735	830
财务费用	39	1	6	7
资产减值损失	-51	-8	-10	-11
投资收益	22	19	22	25
营业利润	557	643	742	838
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	556	643	742	838
所得税	108	161	185	193
净利润	448	482	556	645
归属于母公司净利润	448	481	554	643
EBITDA	705	790	925	1,045

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,003	1,046	1,101	1,489
应收账款及票据	1,629	1,914	2,267	2,633
预付款项	28	27	33	38
存货	1,531	1,639	1,896	2,209
其他流动资产	1,794	1,728	1,777	1,816
流动资产合计	5,984	6,355	7,074	8,186
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,629	2,014	2,300	2,500
无形资产	272	277	283	288
非流动资产合计	2,393	2,894	3,295	3,297
资产合计	8,378	9,249	10,369	11,483
短期借款	3	203	303	303
应付账款及票据	2,892	3,236	3,841	4,476
其他流动负债	255	276	311	347
流动负债合计	3,151	3,716	4,455	5,127
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,307	1,307	1,307	1,307
非流动负债合计	1,307	1,307	1,307	1,307
负债合计	4,458	5,022	5,761	6,433
股本	820	820	820	820
少数股东权益	42	44	46	49
股东权益合计	3,920	4,227	4,608	5,050
负债和股东权益合计	8,378	9,249	10,369	11,483

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.05	9.08	18.41	16.17
EBIT 增长率	33.84	11.53	16.03	12.96
净利润增长率	10.74	7.39	15.35	15.96
盈利能力 (%)				
毛利率	18.09	18.01	17.81	17.54
净利润率	7.62	7.50	7.31	7.29
总资产收益率 ROA	5.34	5.20	5.35	5.60
净资产收益率 ROE	11.54	11.49	12.15	12.85
偿债能力				
流动比率	1.90	1.71	1.59	1.60
速动比率	1.29	1.19	1.08	1.08
现金比率	0.32	0.28	0.25	0.29
资产负债率 (%)	53.21	54.30	55.56	56.02
经营效率				
应收账款周转天数	82.73	72.78	71.54	72.17
存货周转天数	118.87	108.61	102.04	101.68
总资产周转率	0.68	0.73	0.77	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.59	0.68	0.78
每股净资产	4.73	5.10	5.56	6.10
每股经营现金流	0.87	0.82	0.88	0.98
每股股利	0.20	0.21	0.25	0.29
估值分析				
PE	21	19	17	14
PB	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.34	11.90	10.16	9.00
股息收益率 (%)	1.78	1.92	2.21	2.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	448	482	556	645
折旧和摊销	137	156	190	215
营运资金变动	13	25	-37	-68
经营活动现金流	715	669	719	802
资本开支	-395	-657	-591	-217
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-764	-639	-569	-191
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-133	200	100	0
筹资活动现金流	-323	12	-94	-223
现金净流量	-375	43	55	387

插图目录

图 1: 2023 年, 公司营收为 58.73 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司归母净利润为 4.48 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司营收为 12.47 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司归母净利润为 0.80 亿元.....	3
图 5: 公司 2023 年归母净利润同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2023 年, 钕铁硼磁性材料营收为 57.7 亿元 (单位: 万元)	5
图 7: 2023 年, 钕铁硼磁性材料营收占比为 98.2%.....	5
图 8: 2023 年, 电机驱动系统销量同比增长 2.39%.....	5
图 9: 2023 年, 钕铁硼磁材销量同比增长 12%	5
图 10: 2023 年, 汽车行业用钕铁硼磁材销量同比增 19% (单位: 吨)	5
图 11: 2023 年, 钕铁硼磁材毛利为 10.33 亿元 (单位: 万元)	6
图 12: 2023 年, 钕铁硼磁材毛利占比为 97.3%	6
图 13: 2023 年, 公司毛利率同比增长 3.70pct 至 18.09% (单位: 百万元)	6
图 14: 2023Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	7
图 15: 2023Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	7
图 16: 2023Q4 费用率环比下降 1.3 至 3.3%.....	7
图 17: 2023Q4 毛利率环比下降 1.18pct 至 18.3%.....	7
图 18: 2023 年, 上海大郡营收为 10374 万元	8
图 19: 2023 年, 上海大郡净亏损为 6160 万元.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
盈利预测与财务指标	1
盈利预测与财务指标	1
表 1: 截至 2023 年底, 公司高性能钕铁硼永磁材料产能情况 (单位: 吨)	8
公司财务报表数据预测汇总.....	11

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