

正海磁材（300224）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2024年3月31日

评级：买入（维持）

市场价格：11.21

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：郭中伟

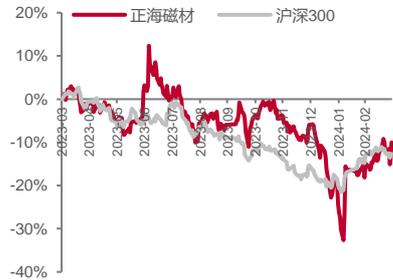
执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	820
流通股本(百万股)	815
市价(元)	11.21
市值(百万元)	9,195
流通市值(百万元)	9,136

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

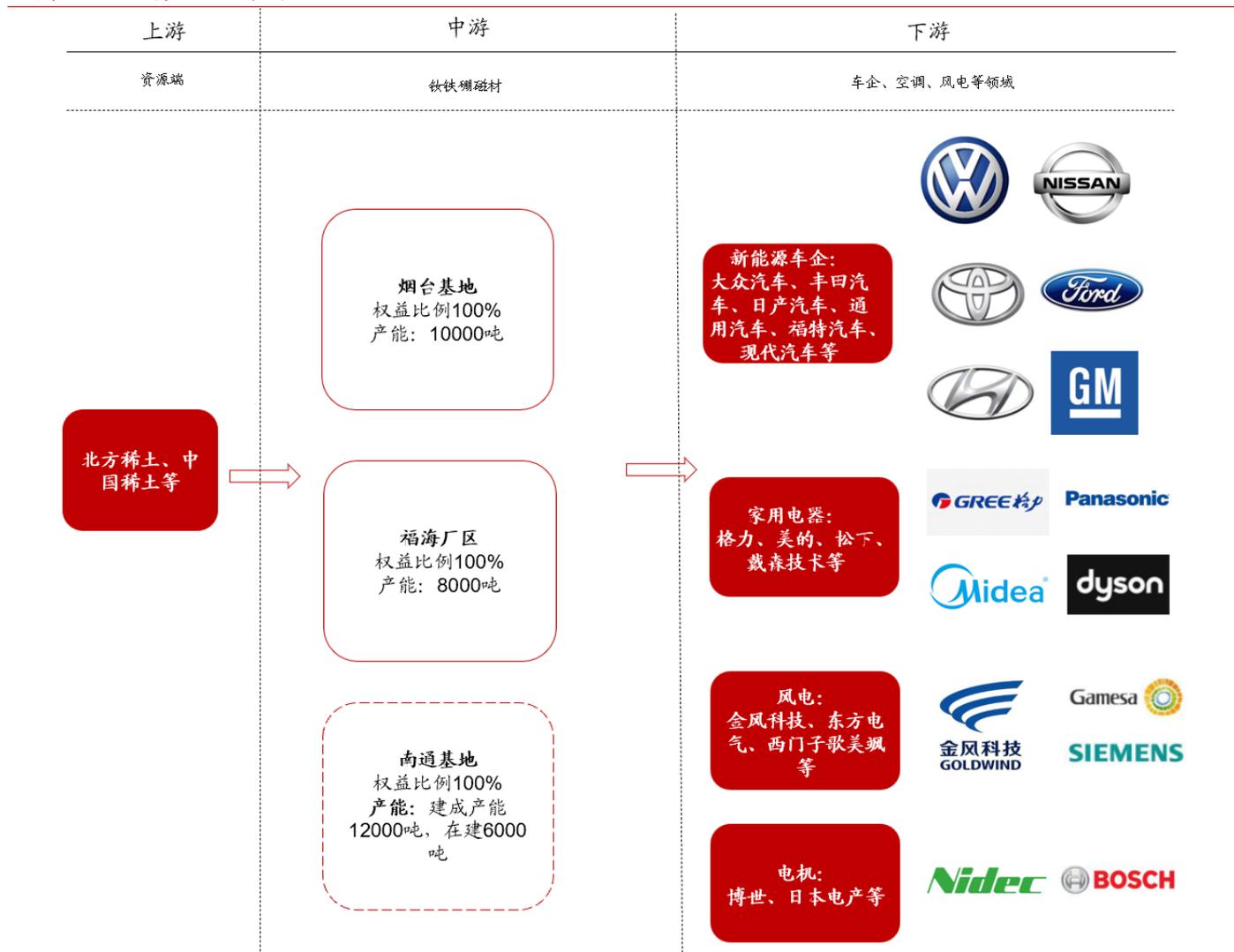
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,319	5,874	6,851	8,411	9,669
增长率 yoy%	88%	-7%	17%	23%	15%
净利润(百万元)	404	448	559	685	806
增长率 yoy%	52%	11%	25%	22%	18%
每股收益(元)	0.49	0.55	0.68	0.83	0.98
每股现金流量	0.28	0.87	-0.36	1.51	1.14
净资产收益率	11%	11%	13%	14%	15%
P/E	22.8	20.5	16.4	13.4	11.4
P/B	2.5	2.4	2.2	1.9	1.7

备注：股价选取 2024 年 3 月 29 日收盘价

### 投资要点

- **事件：**正海磁材发布 23 年年报，2023 年实现营业收入 58.74 亿元，同比-7.0%；实现归母净利润 4.48 亿元，同比+10.7%；扣非净利润 3.85 亿元，同比+0.3%。其中 23Q4 单季度实现营业收入 12.47 亿元，同比-29.24%，环比-15.16%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比-19.33%，环比-36.90%；实现扣非净利润 0.31 亿元，同比-65.24%，环比-74.15%。业绩符合预期。
- **23 年业绩稳中有升，凸显公司竞争优势：**
  - 1) 量：2023 年公司磁材毛坯产量 18600 吨 (yoy+16%)，磁材直接销量 17178 吨 (yoy+12.16%)，永磁材料组件销售 404.70 万件 (yoy+479.68%)；
  - 2) 价：23 年稀土价格大幅下行，金属镨钕均价为 65.14 万元/吨，同比下降 35.64%，原材料价格下行导致公司产品售价由 39.4→31.7 万元/吨；
  - 3) 盈利：23 年磁材业务毛利率 18.05%，同比增加 3.70pcts，单吨毛利为 5.7 万元/吨，单吨净利 2.7 万元/吨，单吨盈利保持相对稳定，行业下行期盈利的稳定性凸显了公司竞争力。
- **上海大郡趋势向好。**面对激烈的竞争形势，上海大郡以“提效、降本、打基础”为目标，为客户提供优质产品与技术服务，2023 年新能源汽车电机驱动系统产量 2.25 万台，销量 2.27 万台，同比增长 2.39%，报告期内实现营业收入 1.04 亿元，同比增长 14.24%，亏损收窄至 0.37 亿元（2022 年亏损 0.62 亿元）。
- **新能源汽车占比持续提升。**公司对国际汽车品牌 TOP10、自主品牌 TOP5、造车新势力品牌 TOP5 的平均覆盖率达到 90%，2023 年公司钕铁硼材料产品可搭载 449 万套节能和新能源汽车电机，同比增长 29%。23 年汽车行业磁材产量 11874 吨 (yoy+22.11%)，销量 11315 吨 (yoy+19.23%)，汽车领域销量占比进一步提升至 62%左右。
- **磁材产能稳步扩张。**随着南通基地二期 6000 吨建成，公司当前已具备磁材产能 30000 吨（东西厂区 10000 吨、福海厂区 8000 吨、南通基地 12000 吨），东西厂区及福海厂区维持较高的产能利用率，南通基地仍处于产能爬坡放量阶段，三期 6000 吨预计 2026 年前全部达产，届时公司总产能将达到 36000 吨。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到行业竞争格局加剧，我们下调 2024-2026 年磁材出货量（毛坯口径）分别为 23000、28000、32000 吨，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.59、6.85 和 8.06 亿（23 年 8 月 28 日报告对 24-25 年净利润预测前值为 8.19、10.73 亿元），按照 3 月 29 日收盘 91.95 亿市值，对应 PE 分别为 16.4、13.4、11.4X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

图表 1: 公司产业链布局



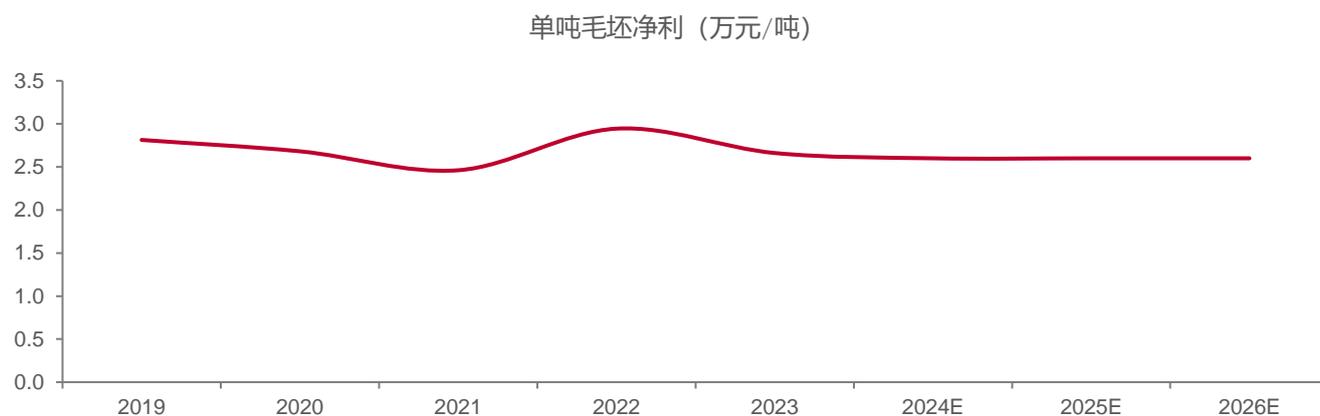
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 公司主要财务指标变化

	2022Q4	2023Q3	2023Q4	环比	同比	2022	2023	同比 指标变动原因
营业收入	17.62	14.69	12.47	-15.16%	-29.24%	63.19	58.74	-7.0% 稀土价格下行导致产品售价下跌
营业成本	14.80	11.83	10.18	-13.90%	-31.20%	54.09	48.11	-11.1%
毛利	2.82	2.87	2.28	-20.32%	-18.95%	9.10	10.63	16.8%
毛利率	16.00%	19.51%	18.33%	-1.19%	2.33%	14%	18%	3.7%
销售费用	0.17	0.15	0.11	-20.95%	-32.72%	0.50	0.54	8.9%
销售费用率	0.97%	0.99%	0.92%	-0.07%	-0.05%	0.79%	0.92%	0.13%
管理费用	0.34	0.31	0.33	5.71%	-3.51%	0.93	1.15	23.2%
管理费用率	1.94%	2.13%	2.65%	0.52%	0.71%	1.47%	1.95%	0.48%
财务费用	0.08	0.22	-0.03	-112.94%	-136.86%	-0.02	0.39	2583.06% 主要系可转债利息计提影响
财务费用率	0.44%	1.49%	-0.23%	-1.71%	-0.66%	-0.03%	0.67%	0.69%
研发费用	1.05	0.84	0.52	-37.96%	-50.20%	3.11	2.99	-3.8%
研发费用率	5.94%	5.71%	4.18%	-1.54%	-1.76%	4.93%	5.10%	0.17%
期间费用	1.64	1.52	0.94	-38.14%	-42.67%	4.53	5.08	12.2%
期间费用率	9.28%	10.31%	7.52%	-2.79%	-1.76%	7.16%	8.64%	1.48%
投资收益	0.00	0.06	0.06	-0.34%	5.88%	0.07	0.22	15.6%
资产减值损失	-0.13	-0.03	-0.19	-497.82%	-43.59%	-0.25	-0.51	-107.8%
营业利润	1.05	1.39	1.57	12.76%	48.97%	4.33	5.57	28.7%
利润总额	1.04	1.39	1.55	11.72%	49.10%	4.31	5.56	29.0%
所得税费用	0.05	0.11	0.76	566.21%	1537.63%	0.24	1.08	344.2%
归母净利润	0.99	1.27	0.80	-36.90%	-19.33%	4.04	4.48	10.7%
扣非净利润	0.89	1.20	0.31	-74.15%	-65.24%	3.83	3.85	0.3%
经营活动产生的现金流量净额	1.29	-0.10	7.80	-8289.73%	505.83%	2.32	7.15	108.9% 主要系销售商品收到的现金较购买商品、接受劳务支付的现金增加较大所致
投资活动产生的现金流量净额	-10.10	-0.28	-6.64	2261.77%	-34.28%	-11.19	-7.64	-31.7%
筹资活动产生的现金流量净额	14.17	-1.68	1.23	-173.72%	-91.29%	14.28	-3.23	-122.6% 主要系偿还短期借款所致

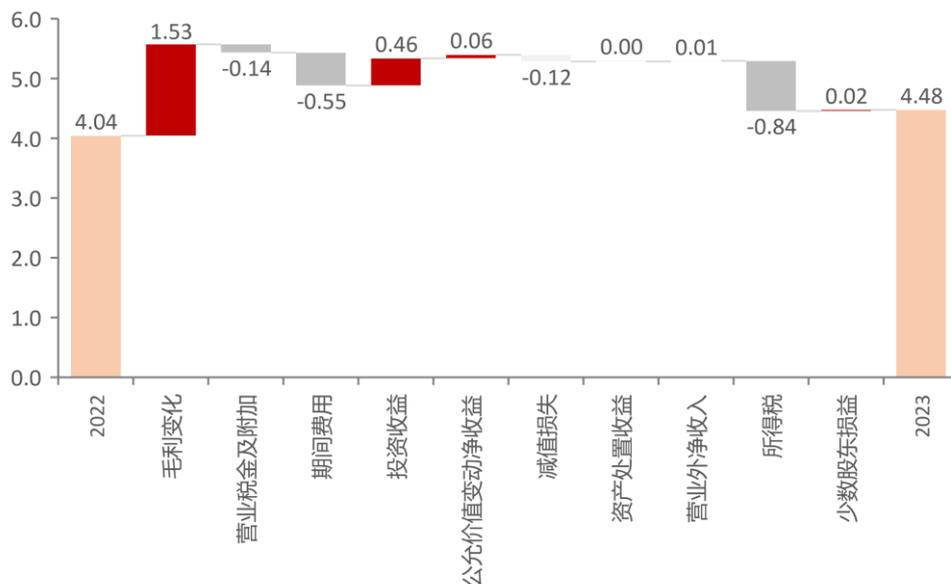
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司单吨净利测算



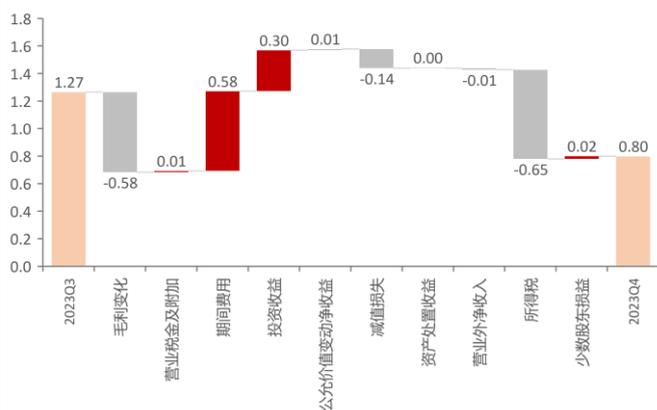
来源: 公司公告, 中泰证券研究所测算

图表 4: 公司 23 年业绩变动拆分



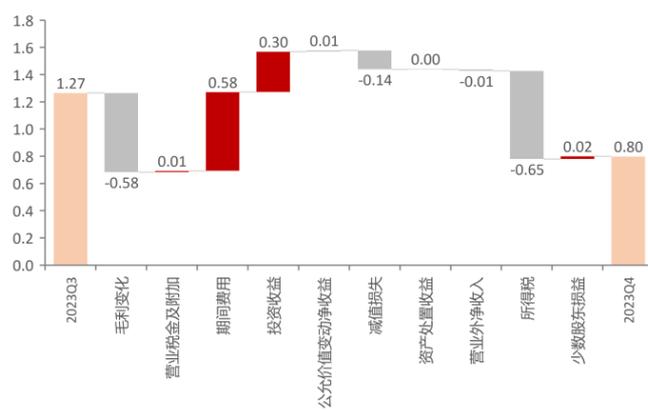
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司 23Q4 业绩环比变动拆分



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司 23Q4 业绩同比变动拆分



来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表7：公司财务报表及预测（单位：百万元）**

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,003	2,055	2,523	2,901	营业收入	5,874	6,851	8,411	9,669
应收票据	419	0	0	0	营业成本	4,811	5,591	6,853	7,874
应收账款	1,210	1,288	1,533	1,748	税金及附加	33	28	33	40
预付账款	28	84	103	118	销售费用	54	62	93	106
存货	1,531	1,962	2,122	2,413	管理费用	115	137	168	193
合同资产	0	0	0	0	研发费用	299	349	404	445
其他流动资产	1,794	1,885	1,987	2,068	财务费用	39	30	54	61
流动资产合计	5,984	7,274	8,267	9,247	信用减值损失	9	4	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-51	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	6	0	0	0
固定资产	1,629	1,900	2,209	2,551	投资收益	22	0	0	0
在建工程	237	337	337	237	其他收益	49	1	0	0
无形资产	272	300	319	350	营业利润	557	659	807	949
其他非流动资产	255	256	256	256	营业外收入	4	0	0	0
非流动资产合计	2,393	2,794	3,120	3,394	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>8,378</b>	<b>10,068</b>	<b>11,388</b>	<b>12,642</b>	<b>利润总额</b>	<b>556</b>	<b>659</b>	<b>807</b>	<b>949</b>
短期借款	3	2,009	1,874	1,937	所得税	108	99	121	142
应付票据	2,248	1,398	2,056	2,362	<b>净利润</b>	<b>448</b>	<b>560</b>	<b>686</b>	<b>807</b>
应付账款	644	559	685	787	少数股东损益	1	1	1	1
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>447</b>	<b>559</b>	<b>685</b>	<b>806</b>
合同负债	14	123	151	174	NOPLAT	480	585	732	859
其他应付款	43	43	43	43	EPS（按最新股本摊薄）	0.55	0.68	0.83	0.98
一年内到期的非流动负债	87	87	87	87					
其他流动负债	112	127	148	164	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	3,151	4,345	5,043	5,555	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	100	200	300	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,102	1,102	1,102	1,102	营业收入增长率	-7.0%	16.6%	22.8%	15.0%
其他非流动负债	204	204	204	204	EBIT增长率	38.6%	15.6%	25.1%	17.3%
非流动负债合计	1,307	1,407	1,507	1,607	归母公司净利润增长率	10.7%	24.9%	22.5%	17.7%
<b>负债合计</b>	<b>4,458</b>	<b>5,752</b>	<b>6,550</b>	<b>7,161</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	3,878	4,273	4,794	5,435	毛利率	18.1%	18.4%	18.5%	18.6%
少数股东权益	42	43	44	45	净利率	7.6%	8.2%	8.2%	8.3%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,920</b>	<b>4,316</b>	<b>4,838</b>	<b>5,480</b>	ROE	11.4%	13.0%	14.2%	14.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,378</b>	<b>10,068</b>	<b>11,388</b>	<b>12,642</b>	ROIC	16.5%	11.2%	13.0%	13.6%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	53.2%	57.1%	57.5%	56.6%
					债务权益比	35.6%	81.1%	71.7%	66.2%
					流动比率	1.9	1.7	1.6	1.7
					速动比率	1.4	1.2	1.2	1.2
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>经营活动现金流</b>	715	-293	1,240	933	应收账款周转天数	83	66	60	61
现金收益	624	756	932	1,088	应付账款周转天数	50	39	33	34
存货影响	116	-432	-159	-291	存货周转天数	119	112	107	104
经营性应收影响	892	285	-264	-230	<b>每股指标（元）</b>				
经营性应付影响	-627	-935	784	408	每股收益	0.55	0.68	0.83	0.98
其他影响	-290	33	-53	-43	每股经营现金流	0.87	-0.36	1.51	1.14
<b>投资活动现金流</b>	-764	-567	-519	-494	每股净资产	4.73	5.21	5.84	6.63
资本支出	-500	-566	-519	-494	<b>估值比率</b>				
股权投资	0	0	0	0	P/E	21	16	13	11
其他长期资产变化	-264	-1	0	0	P/B	2	2	2	2
<b>融资活动现金流</b>	-323	1,912	-253	-62	EV/EBITDA	15	13	11	9
借款增加	-73	2,105	-35	163					
股利及利息支付	-171	-310	-384	-452					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-79	117	166	227					

来源：Wind，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。