

宁波韵升(600366)

报告日期: 2024年12月29日

## 拨云见日, 卡位人形机器人

## ——宁波韵升深度报告

## 投资要点

## 1、行业核心: 供需改善+题材共振

- **中长期:** 供给侧国内稀土指标发放趋稳, 且 2027 年之前海外稀土矿难以大规模放量; 需求侧, 预计在全球降息周期中韧性延续, 稀土价格有望温和上涨。
- **短期:** 稀土供需格局发生显著改善, 预计 2024-2025 年氧化镨钕供给偏紧; 且“特朗普交易”下, 板块符合自主可控题材, 估值有上升空间。
- **磁材企业:** 作为中游加工企业, 稀土价格若保持窄幅波动, 则磁材企业凭借量增有望快速修复利润。

## 2、个股层面: 三大优势, 公司或处于盈利修复前夕

- **产能规模业内领先:** 当前毛坯产能 2.1 万吨, 2025-2026 年规划 1.5 万吨增量; 此外, 公司实际的钕铁硼产量有望在今年冲击行业前 3, 并有望在未来向前 2 发起冲击, 在行业内成长属性凸显。
- **掌握核心技术, 突破重点客户:** 公司已形成了自有的核心技术体系, 深耕各下游领域的头部厂商, 产品技术指标同业领先。
- **紧抓下游风口, 卡位人形机器人赛道:** 公司以消费电子和 VCM 的钕铁硼业务起家, 在 2019-2020 年顺利突破并快速放量新能源汽车业务, 同时在工业机器人、家电、风电等领域均有布局, 下游业务多点开花。2024 年三季度, 公司针对国内某人形机器人客户已达到量产供货状态, 持续打造新的业绩增长曲线。
- **或处于盈利修复前夕:** 以稀土价格温和上涨为基准假设, 公司有望迎来毛利率修复+量增相对确定+费用率下行, 或即将迎来盈利拐点。

## 5、盈利预测与估值

- **量价假设:** 24-26 年氧化镨钕均价分别为 39.5 万元/吨、42 万元/吨、45 万元/吨; 公司钕铁硼产量分别约 1.27 万吨、1.50 万吨、1.94 万吨。
- **盈利预测与评级:** 我们预计 2024/2025/2026 年公司将分别实现归母净利润 0.97、2.77、4.13 亿元, 增幅分别为 143%、184%、49%; 分别对应 EPS 为 0.09、0.25、0.38 元, 分别对应 PE 约为 84.5、29.7、20.0 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6、风险提示

终端需求增长不及预期, 稀土指标增长超预期, 预测和计算偏差的风险。

## 投资评级: 买入(首次)

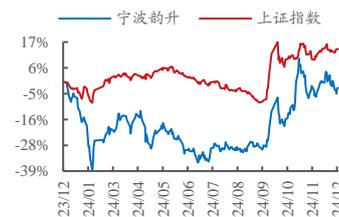
分析师: 沈皓俊  
执业证书号: S1230523080011  
shen haojun@stocke.com.cn

研究助理: 熊宇航  
xiong yuhang@stocke.com.cn

## 基本数据

收盘价	¥ 7.49
总市值(百万元)	8,231.82
总股本(百万股)	1,099.04

## 股票走势图



## 相关报告

- 《新能源汽车提升公司业绩及估值水平》2014.03.03
- 《稀土构筑底部多重因素将驱动回暖》2013.12.02
- 《需求平淡价格下跌导致业绩下滑》2013.09.02

## 财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,369	5,038	6,049	8,022
(+/-) (%)	-183.59%	130.47%	223.19%	49.82%
归母净利润	-227	97	277	413
(+/-) (%)	-163.94%	142.82%	184.39%	49.01%
每股收益(元)	-0.21	0.09	0.25	0.38
P/E	—	84.54	29.73	19.95

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

公司产能规模和产能利用率在行业内领先；公司技术领先，深耕大客户；公司业务布局多元化，率先实现人形机器人业务的量产供货；量增确定性高+稀土价格趋稳，公司或于盈利显著修复的前夕。

我们预计 2024/2025/2026 年公司将分别实现归母净利润 0.97、2.77、4.13 亿元，增幅分别为 143%、184%、49%；分别对应 EPS 为 0.09、0.25、0.38 元，分别对应 PE 约为 84.5、29.7、20.0 倍。

选取我国 3 家以钕铁硼产销为主业的上市公司作为宁波韵升的可比公司，作为估值参考。公司拥有清晰的产能扩张规划，同时伴随行业供需有改善、下游业务多点开花、提前卡位布局新兴产业，未来增长前景良好。基于此，公司当前市值对应的 2025-2026 年 PE 低于可比公司均值。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

### ● 关键假设

- 1) 假设 2024-2026 年氧化镨钕均价分别为 39.5 万元/吨、42 万元/吨、45 万元/吨；
- 2) 假设 2024-2026 年公司钕铁硼产量约 1.27 万吨、1.50 万吨、1.94 万吨。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为：宁波韵升近年来盈利表现一般，去年出现了亏损，未来业绩表现承压。

我们认为：稀土供需改善+公司扩产计划清晰+卡位人形机器人等新兴下游领域，公司有望在稀土价格趋稳后快速修复毛利率，并实现量增，盈利拐点可能将至。

### ● 股价上涨的催化因素

稀土指标增速走低；

公司产能顺利扩出并保证产能利用率；

公司人形机器人业务发展顺利。

### ● 风险提示

终端需求增长不及预期，稀土指标增长超预期，预测和计算偏差的风险。

## 正文目录

<b>1 老牌民企，历久弥新</b>	<b>5</b>
1.1 八音盒起家，聚焦钕铁硼主业	5
1.2 家族传承，股权清晰	5
1.3 财务分析：公司有望迎来利润拐点	6
1.3.1 资产减值损失拖累近年利润	6
1.3.2 公司或即将迎来利润拐点	7
<b>2 稀土供需改善，利好磁材企业利润释放</b>	<b>8</b>
2.1 供给端：增速见拐点	9
2.1.1 中国：指标增速急转向下	9
2.1.2 海外+回收：缅甸受阻+MP 留库存，其他矿山 2027 年之前难放量	11
2.2 需求端：基本面+新兴	15
2.3 题材共振：自主可控	16
<b>3 三大核心优势，提供发展动能</b>	<b>17</b>
3.1 产能规模业内前列，资源优势领先	17
3.1.1 产能规模业内前列，资源优势领先	17
3.1.2 海外探矿，保证资源优势	18
3.2 掌握核心技术，突破重点客户	20
3.3 紧抓下游风口，卡位人形机器人赛道	21
<b>4 盈利预测</b>	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 宁波韵升发展历程.....	5
图 2: 宁波韵升股权结构.....	6
图 3: 公司近年来营业收入情况.....	7
图 4: 公司近年来归母净利润情况.....	7
图 5: 近年来公司计提了更高额的资产减值损失.....	7
图 6: 稀土价格企稳有助于公司毛利率的修复.....	8
图 7: 公司存货规模整体走低.....	8
图 8: 公司各项费用率情况.....	8
图 9: 公司期间费用率整体走低.....	8
图 10: 今年我国稀土开采指标 27 万吨 (同比+6%, 前值 21%) .....	10
图 11: 今年我国稀土冶炼指标 25 万吨 (同比+4%, 前值 21%) .....	10
图 12: 自缅甸的稀土氧化物进口量从 24M7 开始累计增速转负.....	12
图 13: 缅甸是我国重要的稀土矿进口国.....	12
图 14: Lynas 的稀土产业全球布局.....	13
图 15: Hastings 公司-Yangibana 矿山投产计划表.....	14
图 16: Yangibana 矿山项目的镨钕配分与其他矿山对比.....	14
图 17: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿投产计划表.....	14
图 18: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿的产能设计.....	15
图 19: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿的镨钕元素配分.....	15
图 20: 美国、中国市场人形机器人的两大重要应用场景——制造业、家政服务业需求量测算.....	16
图 21: 中国稀土矿产量占比 69%, 位居全球第一.....	16
图 22: 中国稀土冶炼分离产量占比 92%, 位居全球第一.....	16
图 23: 宁波韵升生产钕铁硼的成本构成.....	18
图 24: 宁波韵升与中矿资源合作开发非洲稀土矿资源的股权示意图.....	19
图 25: 各磁材公司的产品性能对比.....	20
图 26: 公司研发人员数量与占比处于行业前列 (2023 年数据) .....	21
图 27: 公司各下游领域收入占比.....	22
表 1: 氧化镨钕全球供需平衡表.....	9
表 2: 我国指标端氧化镨钕供给及预测 (吨 REO) .....	10
表 3: 回收+海外矿的氧化镨钕供给及预测.....	11
表 4: 美国 MP 矿产销量情况及预测 (吨 REO) .....	12
表 5: 澳洲 Lynas 产量情况及预测 (吨 REO) .....	13
表 6: 新能源汽车对氧化镨钕和钕铁硼的需求测算.....	15
表 7: 公司现有产能及规划情况 (截至 2024 年) .....	17
表 8: 宁波韵升钕铁硼产能、产量与同业公司对比.....	17
表 9: 孔布瓦 (Nkombwa) 稀土矿资源情况.....	19
表 10: 晶界扩散技术简介.....	20
表 11: 公司各下游领域重要客户节选.....	21
表 12: 公司盈利测算.....	23
表 13: 可比公司估值情况.....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

# 1 老牌民企，历久弥新

## 1.1 八音盒起家，聚焦钕铁硼主业

宁波韵升股份有限公司（曾用名“宁波韵升(集团)股份有限公司”、“宁波韵声(集团)股份有限公司”）于1994年在宁波成立，以八音盒业务起家，后从1995年开始大力发展钕铁硼业务，目前已是我国稀土永磁行业的头部企业，综合实力全球领先，其中优势明显的业务领域为消费电子、VCM、新能源汽车和人形机器人等。

2000年，公司上市，股票简称宁波韵升；2001年，公司钕铁硼产能已经位于行业前列。

2010年，公司正式剥离八音琴事业部、音乐礼品业务等，聚焦钕铁硼主业。

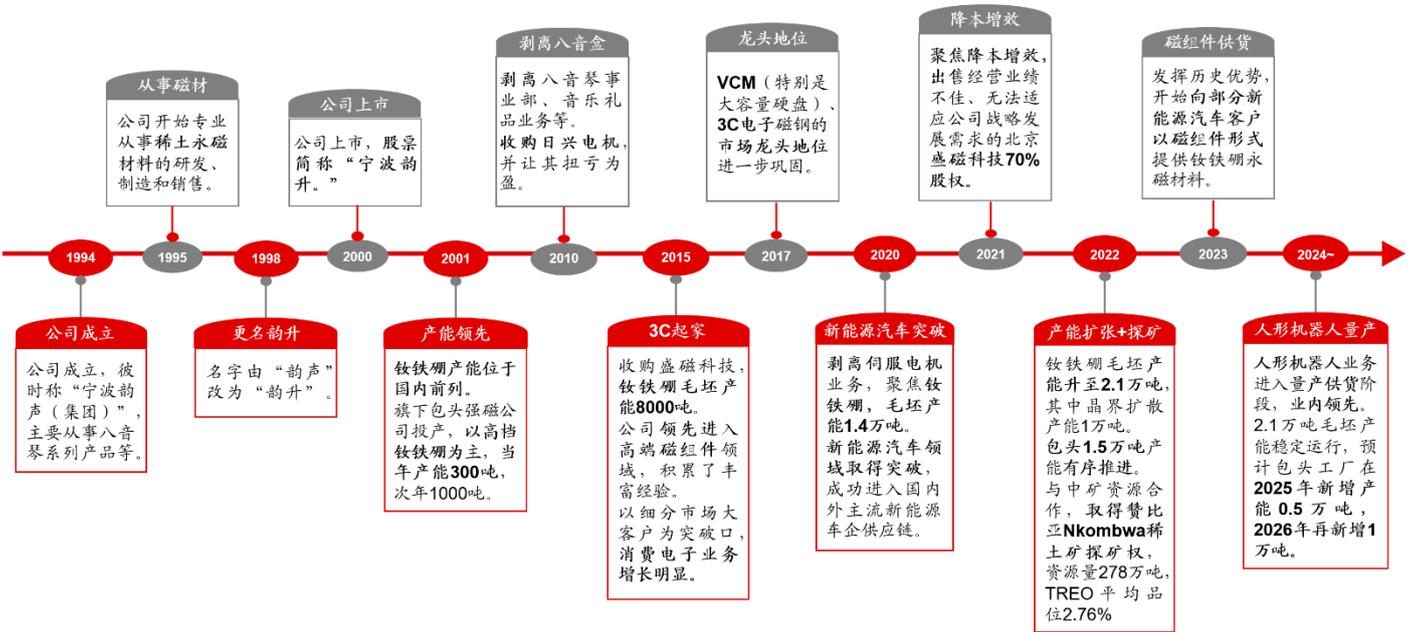
2015年，公司领先进入高端磁组件领域，并以细分市场大客户为突破口，消费电子业务增长明显，并在后续不断巩固龙头地位。

2020年，公司剥离伺服电机业务，进一步聚焦钕铁硼，彼时钕铁硼毛坯年产能已至1.4万吨。当年，公司在新能源汽车领域取得突破，成功进入国内外主流新能源车企供应链。

2021年，公司产能进一步扩张，包头新产能稳步推进中；此外，公司与中矿资源合作在非洲布局稀土矿资源，向上游开始延伸。

2024年，公司2.1万吨钕铁硼毛坯产能稳定运行，同时人形机器人业务进入量产供货阶段，在业内处于领先地位。

图1：宁波韵升发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，韵升集团官网，浙商证券研究所

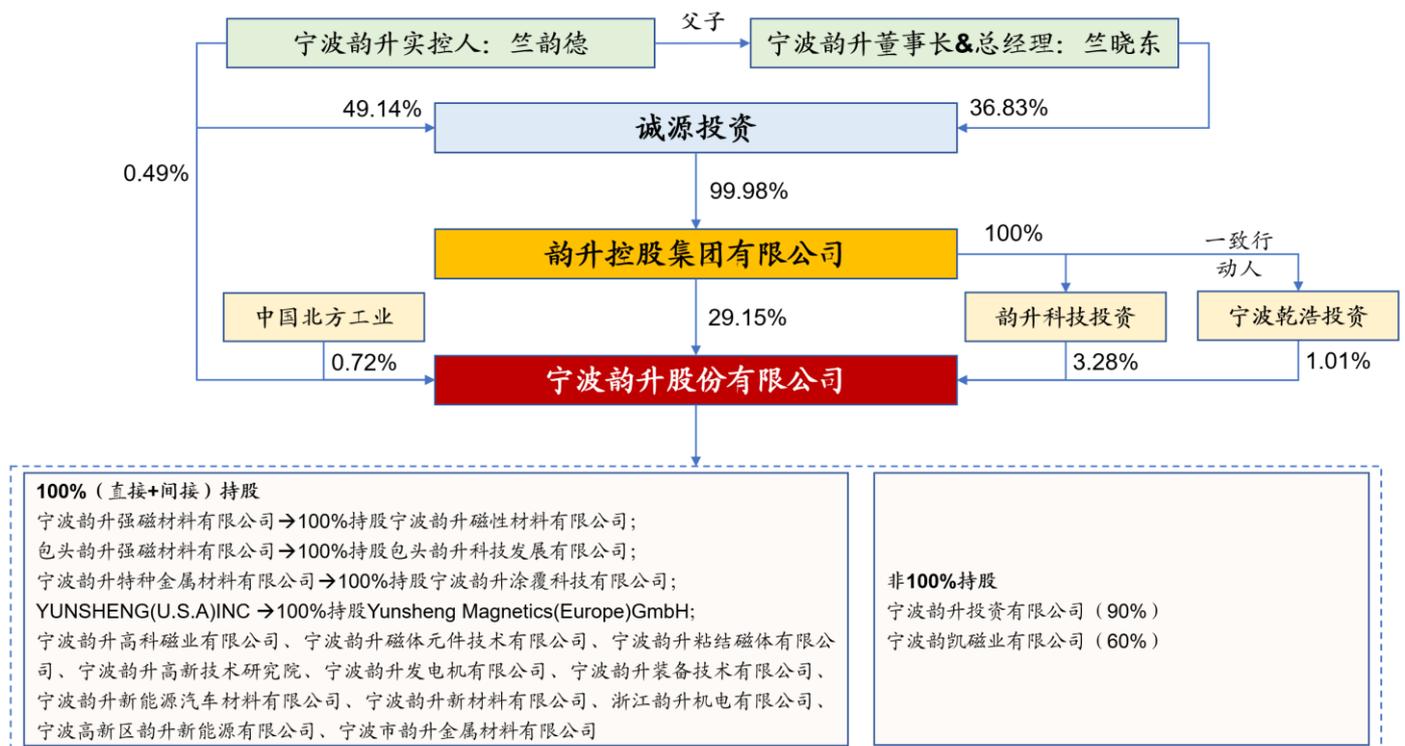
## 1.2 家族传承，股权清晰

**民营企业，家族传承。**公司控股股东为韵升控股集团有限公司，截至2024年11月直接+间接持有上市公司32.43%股份，其一致行动人宁波乾浩投资持有上市公司1.01%股份；公司实控人为竺韵德，直接+间接持有宁波韵升16.42%股份；公司董事长和总经理为竺晓东，与竺韵德先生为父子关系，于2011年接手上市公司，当前持有宁波韵升11.94%股份。

竺韵德先生毕业于浙江大学机械工程系机械制造专业，是全国劳动模范、浙江省优秀企业家、宁波市科技创新特别奖、宁波市杰出人才等荣誉与奖项获得者，享受国务院特殊津贴。作为公司创始人，竺韵德先生带领团队成功开发了我国第一台拥有自主知识产权的八音琴，打破了国外企业的垄断，并在此后带领公司走上了磁、机、电相关多元化的发展道路，属于技术出身的创业者。

竺晓东为竺韵德先生的儿子，研究生学历，历任韵升高科磁业有限公司总经理，并于2011年担任宁波韵升的董事长和总经理职位。竺晓东先生上任以来，明确公司发展方向，以3C电子和VCM的钕铁硼材料为基，成功发展新能源汽车、工业、人形机器人等多元化的钕铁硼下游业务，逐步奠定了公司在业内的领先地位。

图2：宁波韵升股权结构



资料来源：Wind，公司公告，韵升集团官网，浙商证券研究所

注：股东持股数采用2024年三季报数据；公司总股本数采用2024年11月15日最新公告数据；公司持股下属子公司的比例采用2024年中报数据。

### 1.3 财务分析：公司有望迎来利润拐点

#### 1.3.1 资产减值损失拖累近年利润

2019-2022年，在新能源汽车快速发展+稀土价格显著上涨的双重催化下，公司营收与利润的体量明显增长。

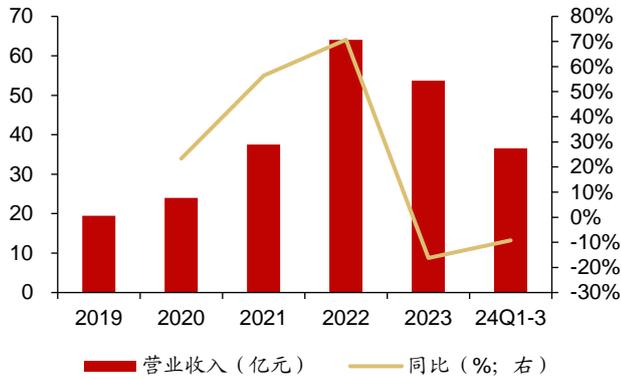
但2023年以来，稀土价格出现陡峭下跌的迹象，也带动了钕铁硼销售价格下跌。一方面，出于成本前置、售价调整的因素，公司收入出现下降、毛利率空间被压缩，直接影响盈利能力；另一方面，由稀土价格所引发的存货跌价准备、资产减值损失进一步影响了公司的利润释放。

以2023年为例，公司归母净利润为-2.3亿元，前值为3.6亿元，出现了明显的亏损现象。其中，存货跌价准备0.9亿元、持有大连银行的股权计提了公允价值变动损益-0.7亿元，成为导致公司亏损的重要因素。

2024 年前三季度，公司实现归母净利润 0.4 亿元，实现扭亏为盈；但再度计提资产减值损失 0.5 亿元。

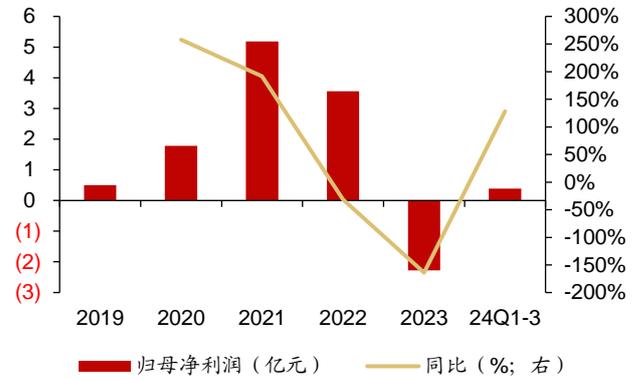
综上所述，稀土价格快速下跌会对公司的原材料库存策略、下游定价策略产生冲击，进而产生相应的资产减值损失，影响了公司的净利润表现。

图3：公司近年来营业收入情况



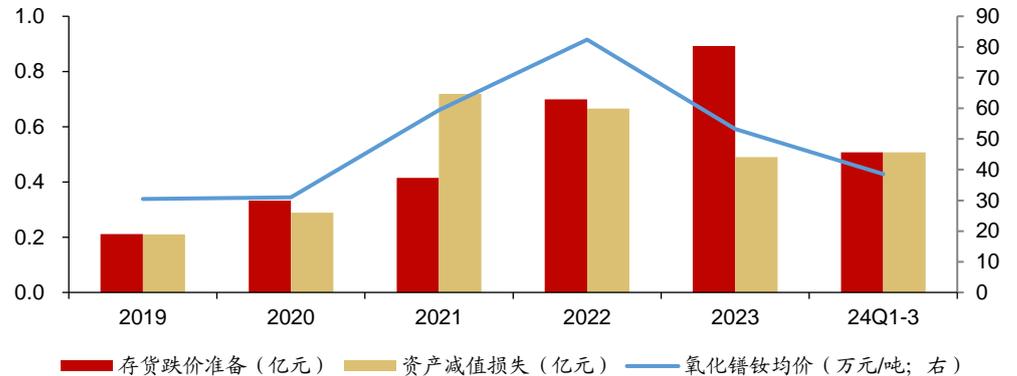
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：公司近年来归母净利润情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：近年来公司计提了更高额的资产减值损失



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

### 1.3.2 公司或即将迎来利润拐点

未来公司的存货跌价准备有望得到控制，毛利率有望企稳。核心在于，在供需改善+上游挺价的情况下，稀土价格有望企稳并温和上涨、波动率走低（该结论的具体分析，将在本文第二章的行业研究部分展开讨论）。在此背景下，公司毛利率有望得到修复；同时，公司存货规模已显著下降，执行以销定产策略，在稀土价格相对稳定的情况下，公司的存货跌价准备规模或得到控制。

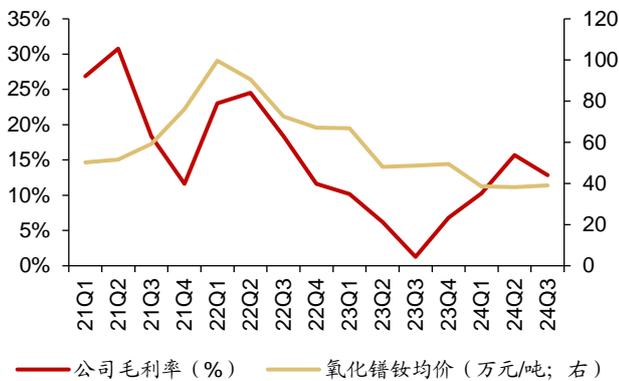
此外，公司对于产能扩张有较为明确的规划，新能源汽车、消费电子乃至人形机器人等下游领域有望持续贡献增量——即，公司的量增确定性相对较高。

最后，公司的期间费用率保持整体下行的状态。2024 年前三季度，公司期间费用率仅为 10.7%，相比 2023 全年的 12.3%下降明显。从各分项来看，除管理费用率因股权激励费用的因素有所上升外，其他费用率均保持稳中有降的趋势。往后看，随着公司产能与经营

规模进一步扩大，相关费用率有望进一步下降，为利润释放提供动力。

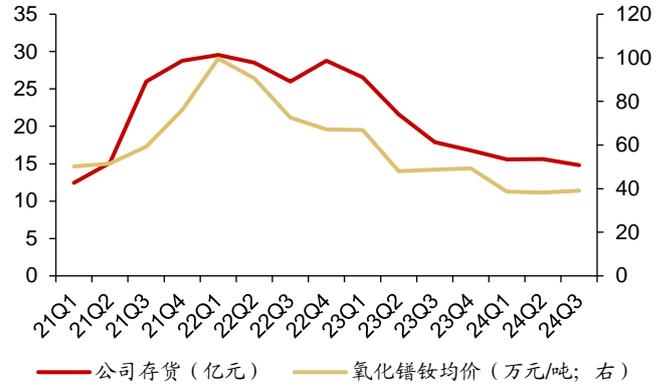
综上，毛利率修复+减值下降+量增相对确定+费用率整体下行，公司或即将迎来盈利拐点，进入新一轮的利润释放期。

图6：稀土价格企稳有助于公司毛利率的修复



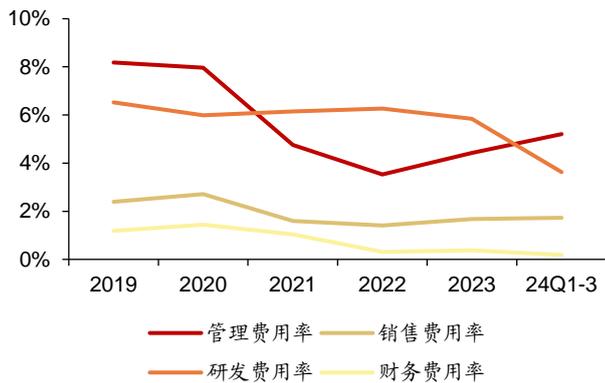
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：公司存货规模整体走低



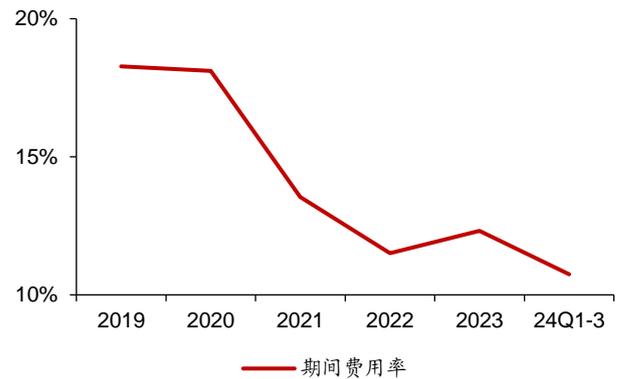
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：公司各项费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：公司期间费用率整体走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2 稀土供需改善，利好磁材企业利润释放

**中长期：**供给侧国内指标发放趋稳，且2027年之前海外稀土矿难以大规模放量；需求侧，预计在全球降息周期中韧性延续，氧化镨钕价格中枢有望逐渐从40万元/吨向45万元/吨修复，进而带动钕铁硼价格的温和上涨。

**短期：**供需格局发生显著改善，预计2024-2025年氧化镨钕供给偏紧，商品价格易涨难跌。1)需求：新能源汽车和消费电子韧性较强，人形机器人等新领域需求潜力大；2)供给：上游挺价+指标约束+缅甸进口转负，对氧化镨钕和钕铁硼价格形成支撑；3)“特朗普交易”下，板块符合自主可控题材，估值有上升空间。

磁材企业作为中游加工企业，在均衡状态下其利润应主要由产品销量和加工报价决定，稀土价格属于成本项，可转嫁于整个产业链。稀土价格若保持窄幅波动，则磁材企业凭借量增有望修复利润——而这可能已经在实现中；若稀土价格温和上涨，则盈利弹性有望快速打开。

表1: 氧化镨钕全球供需平衡表

单位: 吨 REO	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
新能源汽车	11318	15446	18956	22907	27314	32437
YOY	62%	36%	23%	21%	19%	19%
EPS	10766	11969	12430	12938	13308	13671
YOY	-1%	11%	4%	4%	3%	3%
风电	3425	5160	5946	6858	7745	8489
YOY	-22%	51%	15%	15%	13%	10%
变频空调	5324	6096	6631	7230	7820	8368
YOY	-4%	15%	9%	9%	8%	7%
变频洗衣机	16730	16316	16909	17579	18326	19064
YOY	4%	-2%	4%	4%	4%	4%
变频电冰箱	15724	15894	18030	19369	20754	22043
YOY	14%	1%	13%	7%	7%	6%
节能电梯	4252	4553	4341	4428	4515	4605
YOY	-5%	7%	-5%	2%	2%	2%
智能手机	1131	1095	1154	1189	1219	1248
YOY	-11%	-3%	5%	3%	2%	2%
工业机器人	8117	7944	9427	10997	12647	14164
YOY	5%	-2%	19%	17%	15%	12%
人形机器人			240	473	763	1317
YOY				98%	61%	73%
工业节能电机(中国)	2162	2070	3642	4204	4970	5985
YOY	11%	-4%	76%	15%	18%	20%
其他	11516	12717	13988	15387	16834	18248
YOY	7%	10%	10%	10%	9%	8%
氧化镨钕总需求(吨)	90465	99259	111696	123559	136213	149639
YOY	8%	10%	13%	11%	10%	10%
氧化镨钕供给-需求	(4433)	5231	(632)	(149)	359	2557

资料来源: 工信部, Wind, 中国稀土学会, ChinaNeolithic, 《浅谈四川稀土产业状况》(陈云等, 2015), SMM, 亚洲金属网, 上海钢联, 稀土在线, 安泰科, 百川盈孚, 各公司公告, 浙商证券研究所, 上海金属网, 安泰科, 中国有色网, 卡瑞奇官网, 蓝光磁业, 金力永磁公告, 华经产业研究院, 中国金属矿业经济研究院, 美国能源部, GlobalData, 佐思汽研, Wind, GWEC, 产业在线, 观研天下, Wind, 国家电网, 弗若斯特沙利文, 中研普华产业研究院, Counterpoint Research, IFR, 中国科学院宁波材料技术与工程研究所, 中科磁业招股书, 浙商证券研究所等(注: 工业节能电机仅统计中国)

## 2.1 供给端: 增速见拐点

### 2.1.1 中国: 指标增速急转向下

2024年, 我国稀土开采和冶炼指标的增速急转直下, 尤其是下半年更是直接转负, 显著限制了全球的稀土供给。具体来说:

- (1) 轻稀土矿开采指标: 2024年25万吨, 同比+6%, 前值24%;
- (2) 中重稀土矿开采指标: 2024年1.9万吨, 连续6年持平;
- (3) 稀土冶炼分离指标: 2024年25.4万吨, 同比+4%, 创下自2018年以来的新低, 前值为21%;

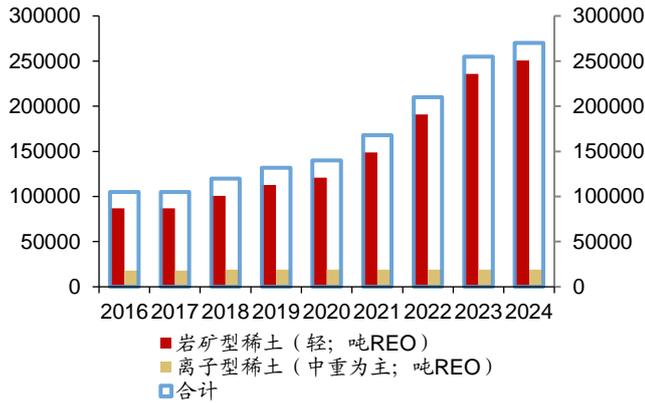
(4) 今年第二批轻稀土开采指标和冶炼指标甚至出现同比下降:

•第一批: 轻稀土开采指标同比+14%, 前值+22%; 中重稀土开采指标同比-7%, 前值-5%; 冶炼指标同比+10%, 前值+18%。

•第二批: 轻稀土开采指标同比去年下半年-1% (23H2 相比 2022 年第二批指标的增速为+25%; 下同); 中重稀土开采指标同比去年下半年+10% (23H2 增速为+7%); 冶炼指标同比去年下半年-1% (23H2 增速为+23%)。

图10: 今年我国稀土开采指标 27 万吨 (同比+6%, 前值 21%)

图11: 今年我国稀土冶炼指标 25 万吨 (同比+4%, 前值 21%)



资料来源: 国土资源部, 中国政府网, 工信部, 浙商证券研究所 (注: 去年下半年的指标包括 2023 年第二批+第三批指标; 2024 年暂按照仅有两批指标计算总指标量)

资料来源: 国土资源部, 中国政府网, 工信部, 浙商证券研究所 (注: 去年下半年的指标包括 2023 年第二批+第三批指标; 2024 年暂按照仅有两批指标计算总指标量)

从增速拐点推断, 在稀土价格经历大幅调整后, 国家政策端或已充分认知产业供需现状, 在今年第一批指标增速收紧、但未见稀土价格明显回暖的情况下, 果断在第二批指标中释放出负增速, 给予市场信心——换言之, 市场对稀土行业的指标限制有了更强的预期。

以此为基准展望后续, 中性假设 2025 年我国稀土冶炼指标增速 12%。若明年需求超预期, 或动态上调; 若需求低于预期, 政策窗口已打开, 则国内指标仍有充分的下调可能。

表2: 我国指标端氧化镨钕供给及预测 (吨 REO)

单位: 吨 REO	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
我国稀土冶炼分离指标	135000	162000	202000	243850	254000	285000	315000	345000
YOY		20%	25%	21%	4%	12%	11%	10%
北稀集团岩矿型稀土	63784	89634	128934	163234	170001	190749	210828	230907
其他岩矿型稀土	39050	40200	46265	53819	64310	72159	79754	87350
离子型稀土	32166	32166	26801	26797	19689	22092	24418	26743
白云鄂博镨钕配分	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
其他岩矿型镨钕配分	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
离子型矿镨钕配分	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
我国矿端氧化镨钕供给	26755	32091	39431	47380	48399	54306	60023	65739
YOY		20%	23%	20%	2%	12%	11%	10%
镨钕元素综合配分		20%	20%	19%	19%	19%	19%	19%

资料来源: 工信部, Wind, 中国稀土学会, ChinaNeolithic, 《浅谈四川稀土产业状况》(陈云等, 2015), SMM, 浙商证券研究所

注1: 对于我国同时拥有岩矿型、离子型稀土矿开采指标的公司且未进行冶炼指标详细拆分的, 其对应矿品种的冶炼指标按照开采指标的比例近似估算, 因此可能与实际值存在差异;

注2: 其他岩矿型稀土的镨钕配比, 采用四川稀土矿和山东徽山湖稀土矿镨钕元素配比的均值, 可能与实际值存在差异;

注3: 此处氧化镨钕供给量为按照元素配分计算的折合参考量, 可能同步包含了氧化镨、氧化钕、金属镨钕等稀土产品的元素量, 仅做展示供需关系之用, 或与实际值存在差异。

### 2.1.2 海外+回收：缅甸受阻+MP留库存，其他矿山 2027 年之前难放量

整体来看，（1）回收端：在中国指标的强调控下，预计稀土价格难以再出现暴涨暴跌的情形，以此为基准假设，则回收端的产能假设或保持稳定的发展趋势。（2）海外矿：预计在 2027 年之前难有大规模放量，进一步限制了中短期稀土供给过剩的可能性。

表3：回收+海外矿的氧化镨钕供给及预测

单位：吨 REO	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
回收端氧化镨钕供给	16295	19085	22320	24693	27599	30359	32636	34920
YOY		17%	17%	11%	12%	10%	8%	7%
国外矿氧化镨钕供给	22992	25140	24281	32417	35065	38745	43914	51536
YOY		9%	-3%	34%	8%	10%	13%	17%
中钕富钕矿进口-在中国冶炼	5082	5635	3515	11290	11675	13177	14741	16160
缅甸	4176	4655	2733	9969	8266	9506	10742	11816
老挝	0	0	0	122	2152	2296	2503	2728
马来西亚	390	536	423	272	888	933	979	1028
其他	517	445	359	928	368	442	517	587
独居石矿进口-在中国冶炼	5750	6440	7130	8096	9169	10361	11294	12141
美国矿进口-在中国冶炼	6812	7205	7322	6320	5855	6402	6251	6251
Mountain Pass-中国冶炼	6100	6703	6868	5857	5549	6042	5851	5851
其他美国矿	712	502	454	463	306	360	400	400
其他国外矿-非中国冶炼	5348	5861	6314	6711	8366	8805	11628	16984
Mountain Pass-美国冶炼				200	1331	1511	1463	1463
Lynas-马来西亚工厂	4853	5366	5819	6016	6540	6800	7000	7500
Lynas-美国德州工厂								200
其他	495	495	495	495	495	495	3165	7821
合计供给	39287	44225	46601	57111	62664	69104	76550	86456
YOY		13%	5%	23%	10%	10%	11%	13%

资料来源：亚洲金属网，SMM，上海钢联，稀土在线，安泰科，各公司公告，浙商证券研究所

注：表中部分数据为根据历史文献、各公司产能规划、元素比例等信息进行推算而得出，且存在四舍五入的计算误差和不同数据库之间统计口径的差异，同时或有对潜在供给方的遗漏，最终数据可能与实际值存在误差，供趋势参考。

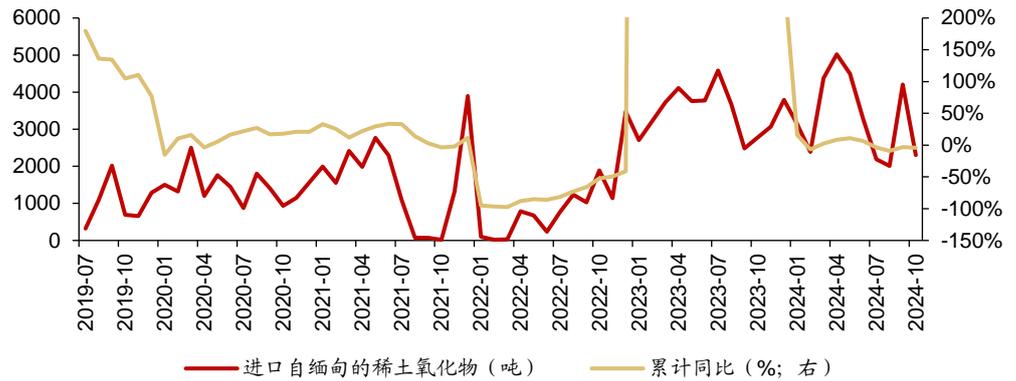
#### 【1】缅甸矿：进口量增速转负

在经历 2023 年的非正常增速后，2024 年的缅甸矿进口逐渐收紧，并在 24M7 以来累计增速转负。截至 2024 年 10 月，我国自缅甸进口稀土氧化物 3.34 万吨，同比-4%；而截至 2024 年 6 月，缅甸矿进口量的同比增速还为 7%。

此外，缅甸此前因内战致使稀土矿停产+封关，进一步冲击了今年的稀土供给。据 Mining.com，今年 10 月 23 日缅甸克钦独立军宣布已经控制该国稀土矿区，当地稀土矿开采已停滞；同时据 SMM，彼时上游矿商反映，局势已导致边境关闭，缅甸稀土矿暂时无法进入国内。

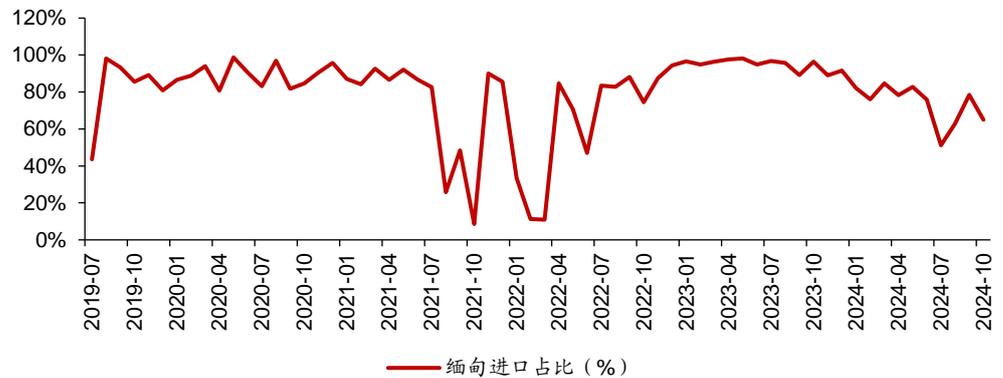
缅甸是我国最主要的稀土矿进口国。10 月，我国自缅甸进口稀土氧化物 2306 吨，占当月进口量的 65%；1-10 月累计进口 3.34 万吨，占进口量的 75%。缅甸稀土矿以中重离子矿为主，且供给量颇多，在稀土行业占据重要地位。

图12: 自缅甸的稀土氧化物进口量从 24M7 开始累计增速转负



资料来源: 中国海关, 浙商证券研究所

图13: 缅甸是我国重要的稀土矿进口国



资料来源: Wind, 中国海关, 浙商证券研究所

## 【2】美国 MP 矿: 销量不及产量

2023 年开始, 美国 MP 矿自建冶炼厂投产氧化镨钕。出于积累原材料库存的考虑, 从去年开始 MP 矿的氧化物销量明显小于产量, 但受限于自身冶炼厂的产能爬坡, 原材料库存或难以在短时间内全部变为氧化镨钕成品, 对最终的氧化镨钕供给同样造成了一定影响。

往后看, 美国贸易保护主义抬头, 资源端的对抗强度可能加强, 假设 MP 矿端依旧将留有稀土矿库存以做储备。

表4: 美国 MP 矿产销量情况及预测 (吨 REO)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
稀土氧化物产量	38503	42413	42499	41557	47477	47500	46000	46000
折氧化镨钕	6122	6744	6757	6608	7549	7553	7314	7314
稀土氧化物销量	38367	42158	43198	36837	34900	38000	36800	36800
折氧化镨钕	6100	6703	6868	5857	5549	6042	5851	5851
销量/产量	100%	99%	102%	89%	74%	80%	80%	80%
氧化镨钕冶炼产量	0	0	0	200	1331	1511	1463	1463

资料来源: MP Materials 公告, 浙商证券研究所 (注: 销量与产量的比例预测具有一定主观性, 供参考)

### 【3】澳洲 Lynas: 预计稳定增长

Lynas 旗下拥有 Mt Weld 稀土矿山，并有 3 家下游加工企业：马来西亚冶炼分离厂（在产）、澳洲 Kalgoorlie 加工厂（23 年底投产，将稀土矿加工为混合碳酸稀土，然后运到马来西亚工厂去冶炼分离）、美国德州冶炼分离厂（计划项目）。

其中，能产出氧化镨钕成品的，是马来西亚工厂和计划建设的美国工厂。前者当前的氧化镨钕年产能可在 6000 吨以上，中期目标是 9000 吨，长期目标是 1.05 万吨；后者当前计划的氧化镨钕年产能为 1300 吨。

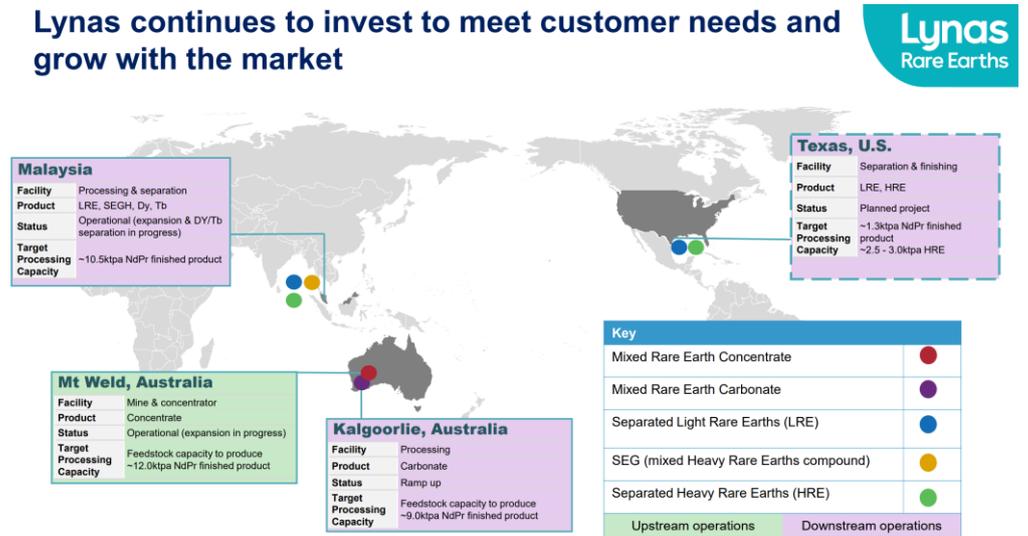
假设，2027 年马来西亚工厂理论产能逐渐接近中期目标水平，美国工厂假设投产，参考 MP 冶炼厂的产能爬坡情况，假设当年贡献 200 吨氧化镨钕产量。

表5: 澳洲 Lynas 产量情况及预测 (吨 REO)

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
马来冶炼: 氧化镨钕	4853	5366	5819	6016	6540	6800	7000	7500
美国冶炼: 氧化镨钕								200
稀土氧化物总产量	14564	15616	5819	13998	9530	11724	12069	13276
镨钕配分	33%	34%	100%	43%	69%	58%	58%	58%

资料来源: Lynas 公告, 浙商证券研究所 (注: 预测具有一定主观性, 供参考)

图14: Lynas 的稀土产业全球布局



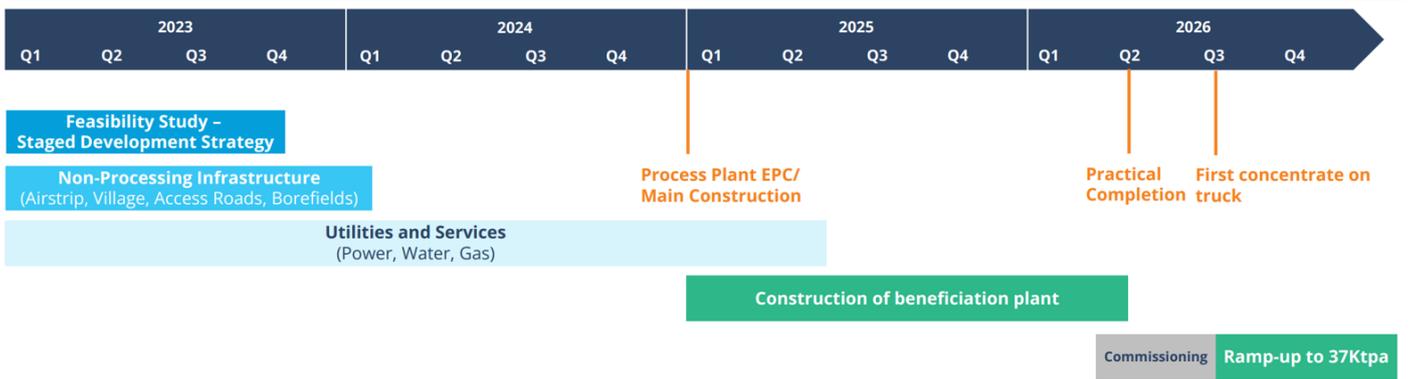
资料来源: Lynas 公告, 浙商证券研究所

### 【4】澳洲 Hastings 公司-Yangibana 矿山项目

预计 26Q3 投产，设计的满产产能是 3.7 万吨 REO/年，其中镨钕元素配分 37%。

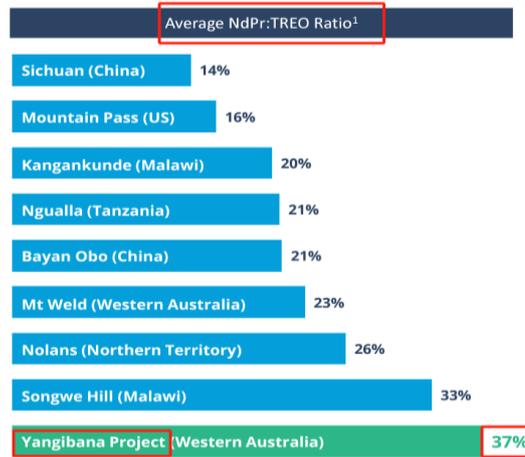
参考其他海外矿山的进度，预计该矿山项目的集中放量时间在 2027 年及以后，短期对全球氧化镨钕供给端的贡献或不大。

图15: Hastings 公司-Yangibana 矿山投产计划表



资料来源: Hastings 公司公告, 浙商证券研究所

图16: Yangibana 矿山项目的镨钕配分与其他矿山对比



资料来源: Hastings 公司公告, 浙商证券研究所

【5】PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿项目

预计 2025 年 9 月出矿, 前 6 年的设计产能 1.82 万吨 REO/年, 其中镨钕元素配分 22.6%。

参考其他海外矿山的进度, 预计该矿山项目的集中放量时间在 2026 年及以后, 短期对全球氧化镨钕供给端的贡献或不大。

图17: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿投产计划表

Task	Date/Month
Commencement of EPCM tender	May 2023
FEED commencement	Jun 2023
EPCM tendering complete	Jul 2023
Commencement of enabling works and bulk earthworks	Jul 2023
FEED completion	Sept 2023
<b>Financial Investment Decision</b>	<b>30 Sep 2023</b>
EPCM award and transition to full scope of work	Oct 2023
Construction commences	Oct 2023
Commissioning commences	Apr 2025
Ramp-up commences	Aug 2025
First shipment of concentrate	Sep 2025

资料来源: PEAK 公司公告, 浙商证券研究所

图18: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿的产能设计

Production Metrics	Unit	Yrs 1-6	LOM
Annual tonnes mined	ktpa	1,223.6	786.8
Grade mined	% TREO	5.4%	4.8%
Strip ratio	waste:ore	1.7x	1.7x
Annual tonnes milled	ktpa	800.7	794.8
Recovery (TREO)	%	42.6%	42.6%
Concentrate production	ktpa dry	40.5	36.0
Concentrate production	ktpa TREO	18.2	16.2
Concentrate grade	% TREO	45.0%	45.0%
NdPr % (of concentrate basket)	% of TREO	22.6%	22.3%

资料来源: PEAK 公司公告, 浙商证券研究所

图19: PEAK 公司-非洲 Ngualla 稀土矿的镨钕元素配分

Production Metrics	Unit	Yrs 1-6	LOM
Grade mined	% TREO	5.4%	4.8%
Concentrate production	ktpa dry	40.5	36.0
Concentrate production	ktpa TREO	18.2	16.2
Concentrate grade	% TREO	45.0%	45.0%
NdPr % (of concentrate basket)	% mass	22.6%	22.3%
Mine life	Years		24 <sup>1</sup>

资料来源: PEAK 公司公告, 浙商证券研究所

## 2.2 需求端: 基本面+新兴

新能源汽车预计仍为贡献基本盘的增量, 此外消费电子、机械硬盘等高附加值的行业回暖也有望托底氧化镨钕和钕铁硼需求。

同时, 伴随人形机器人进入行业量产前夕, 飞行汽车和低空经济等新兴领域也初见发展端倪, 稀土磁材的需求天花板有望再次拔高。

表6: 新能源汽车对氧化镨钕和钕铁硼的需求测算

单位: 万台; 吨	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
全球轻型车总销量	7777	7999	7880	8684	9031	9212	9488	9773
YOY			3%	-1%	10%	4%	2%	3%
纯电比例	2.8%	5.6%	9.4%	11.3%	12.6%	15.3%	18.2%	21.6%
插混比例	1.3%	2.4%	3.7%	5.0%	6.8%	7.6%	8.2%	8.7%
纯电新能源汽车销量	218	448	741	981	1138	1409	1727	2111
插混新能源汽车销量	101	192	292	434	614	700	778	850
合计新能源汽车销量	319	640	1032	1415	1752	2109	2505	2961
YOY			101%	61%	37%	24%	20%	19%
纯电新能源汽车需求钕铁硼成品	5335	10975	18147	24041	27879	34530	42308	51717
插混新能源汽车需求钕铁硼成品	2022	3840	5831	8684	12282	14002	15561	17005

新能源汽车合计需求钕铁硼成品	7357	14815	23978	32725	40162	48532	57868	68722
YOY		101%	62%	36%	23%	21%	19%	19%
纯电新能源汽车需求氧化镨钕	2518	5180	8565	11347	13159	16298	19969	24411
插混新能源汽车需求氧化镨钕	954	1812	2752	4099	5797	6609	7345	8026
新能源汽车合计需求氧化镨钕	3473	6993	11318	15446	18956	22907	27314	32437
YoY		101%	62%	36%	23%	21%	19%	19%

资料来源: Marklines, 浙商证券研究所 (注: 仅统计全球轻型车口径; 预测具有一定主观性, 供参考)

图20: 美国、中国市场人形机器人的两大重要应用场景——制造业、家政服务业需求量测算

	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
<b>美国市场</b>							
美国制造业就业人数 (万人)	1207	1177	1172	1177	1178	1173	1165
人形机器人渗透率	0.1%	0.5%	1%	3%	6%	10%	15%
人形机器人新增需求量 (万台)	1.2	4.7	5.9	23.5	35.3	46.9	58.3
<b>美国市场</b>							
美国家庭保健/个人护理就业人数 (万人)	150	150	150	150	150	150	150
人形机器人渗透率	0.1%	0.3%	0.5%	0.8%	3.0%	5.0%	8.0%
人形机器人新增需求量 (万台)	0.1	0.3	0.3	0.4	3.3	3.0	4.5
<b>中国市场</b>							
中国制造业就业人数 (万人)	6600	6600	6600	6600	6600	6600	6600
人形机器人渗透率	0.0%	0.2%	0.3%	1.0%	2.0%	3.3%	5.0%
人形机器人新增需求量 (万台)	2.2	8.8	11.0	44.0	66.0	88.0	110.0
<b>中国市场</b>							
中国家政服务业就业人数 (万人)	3000	3000	3000	3000	3000	3000	3000
人形机器人渗透率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	1.0%	1.7%	2.7%
人形机器人新增需求量 (万台)	1.0	2.0	2.0	3.0	22.0	20.0	30.0
<b>合计</b>							
人形机器人销量 (万台)	4.6	15.8	19.2	71.0	126.6	157.9	202.7
YOY		247%	21%	271%	78%	25%	28%

资料来源: Wind, EIA, 美国劳工部劳工统计局, 国家统计局, 中国政府网, Refinitic, 特斯拉, 中国网, 光明日报, 人民日报, IT之家, 浙商证券研究所

注: 本图表引用自浙商证券研究所机械组深度报告《浙商证券人形机器人行业 2025 年度策略报告: 内外双驱, 龙头启航》, 供趋势参考。

### 2.3 题材共振: 自主可控

稀土是我国优势十分突出的战略品种。2023 年, 全球稀土矿产量 35 万吨, 其中中国产量 24 万吨, 占比 69%, 居世界首位; 而冶炼分离产品的产量, 中国占比则进一步升至 92%。

参考特朗普过往执政特点和当前提出的政策方针, 贸易保护主义或仍是其重要方向。

稀土是新能源汽车、众多工业等领域的必需原材料之一, 美国贸易保护主义抬头的背景下, 我国自主可控的稀土板块估值水平有望因此受益。

图21: 中国稀土矿产量占比 69%, 位居全球第一

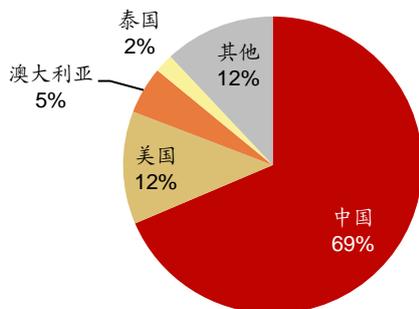
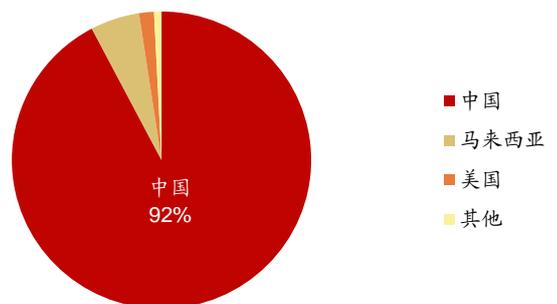


图22: 中国稀土冶炼分离产量占比 92%, 位居全球第一



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 2023 年数据)

资料来源: 安泰科, 浙商证券研究所 (注: 为安泰科预测 2023 年数据)

### 3 三大核心优势，提供发展动能

#### 3.1 产能规模业内前列，资源优势领先

##### 3.1.1 产能规模业内前列，资源优势领先

公司当前同时在宁波和包头拥有钕铁硼生产基地，各自分工明确，合计毛坯产能 2.1 万吨，暂列行业第 4。其中，宁波基地距离下游客户的较近，主要定位是生产加工钕铁硼成品；包头基地则地处全球最重要的轻稀土产区，距离北方稀土较近，可充分利用原材料运输半径短的优势，主要定位于大批量生产钕铁硼毛坯。公司目前的生产链、供应链结构已较为成熟，跨地区生产管理能力强，可有效协调各部门之间的配合，实现可持续发展。

公司产能的实际增长速度处于同业优秀水平，同时也会根据行业情况调控产能扩张速度。针对 2023 年以来的行业压力期，公司主动放缓了包头基地 1.5 万吨新产能的扩产进度，原定 2024 年 4 月投产改为 2025 年 6 月投产 0.5 万吨、2026 年 6 月投产 1 万吨，在保留增长动力的同时还保证了现有产能的利用率，稳步前行、扎实扩张。

在此背景下，公司实际的钕铁硼产量有望在今年冲击行业前 3，并有望在未来向前 2 发起冲击、不断提升市占率，在行业内成长属性凸显。

表7：公司现有产能及规划情况（截至 2024 年）

	毛坯产能	主要职能
宁波基地	2.1 万吨/年	宁波离下游客户的位置较近，依靠其核心技术及工艺，主要生产加工钕铁硼成品。
包头基地	(晶界扩散产能 1 万吨/年)	地处包头，和北方稀土等距离较近。利用其原材料运输半径短的优势，主要定位于大批量生产钕铁硼毛坯。
包头新产能	2025 年：新增 0.5 万吨 2026 年：新增 1 万吨	扩充高性能钕铁硼磁材的毛坯产能，充分利用包头地区稀土原材料供应的半径短、稀土产业集群效应强等有利因素，进一步奠定公司整体的毛坯生产能力，为钕铁硼产品的后道加工提供充足的半成品保障。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表8：宁波韵升钕铁硼产能、产量与同业公司对比

公司	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	
金力永磁	成品产量 (吨)	9613	10325	12786	15154	20203	24178	25920	27360
	毛坯产能 (万吨)	1.5	1.5	2.3	2.3	3.8	4.0	4.0	4.0
	成品/毛坯	64%	69%	56%	66%	53%	60%	65%	68%
中科三环	成品产量 (吨)	8749	11390	11204	11324	11099	12629	14377	17659
	毛坯产能 (万吨)	2.15	2.15	2.35	2.65	2.65	3.15	3.15	3.15
	成品/毛坯	41%	53%	48%	43%	42%	40%	46%	56%
宁波韵升	成品产量 (吨)	4556	8148	10138	10362	12701	14994	19418	21197
	毛坯产能 (万吨)	1.4	1.2	2.1	2.1	2.1	2.6	3.6	3.6
	成品/毛坯	33%	68%	48%	49%	60%	58%	54%	59%
正海磁材	成品产量 (吨)	6006	8792	11235	13020	15687	18480	19992	23184
	毛坯产能 (万吨)	1.00	1.60	2.40	3.00	3.00	3.60	3.60	3.60
	成品/毛坯	60%	55%	47%	43%	52%	51%	56%	64%

	成品产量(吨)	1522	2600	2742	2475	3242	4080	4668	5468
大地熊	毛坯产能(万吨)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.0	1.1	1.3	1.3
	成品/毛坯	38%	43%	34%	25%	32%	37%	36%	42%
	成品产量(吨)	5340	5636	5229	5500	6370	6535	6735	7335
英洛华	毛坯产能(万吨)	1.00	1.00	1.30	1.30	1.30	1.50	1.50	1.50
	成品/毛坯	53%	56%	40%	42%	49%	44%	45%	49%
	成品产量(吨)	4378	5907	6895	7620	8433	9433	10433	12183
厦门钨业	毛坯产能(万吨)	0.6	0.6	1.0	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5
	成品/毛坯	73%	98%	69%	76%	84%	63%	70%	81%
	成品产量(吨)	2130	3279	2720	3401	4032	4877	6077	6877
金田股份	毛坯产能(万吨)	0.50	0.50	0.50	0.90	0.90	1.30	1.30	1.30
	成品/毛坯	43%	66%	54%	38%	45%	54%	47%	53%
	成品产量(吨)	1002	1170	1139	1063	1140	1684	2284	2568
中科磁业	毛坯产能(万吨)	0.15	0.17	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
	成品/毛坯	67%	69%	57%	53%	57%	42%	57%	64%
	成品产量(吨)	43295	57247	64088	69919	82907	96891	109905	123831
上述公司合计	产量占比(%)	29%	32%	33%	33%	35%	37%	38%	39%
	成品产量(吨)	108272	120237	127356	140716	154787	166241	178543	191755
其他	YoY		11%	6%	10%	10%	7%	7%	7%
	成品产量(吨)	151567	177484	191444	210635	237694	263132	288449	315587
全球	YoY		17%	8%	10%	13%	11%	10%	9%

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

注1: 毛坯产能多为截至对应年份末尾时的产能;

注2: 正海磁材仅公布毛坯产量(包含磁材+磁组件内含量), 此处假设成品率70%以估算出成品产量, 或与实际值存在差异;

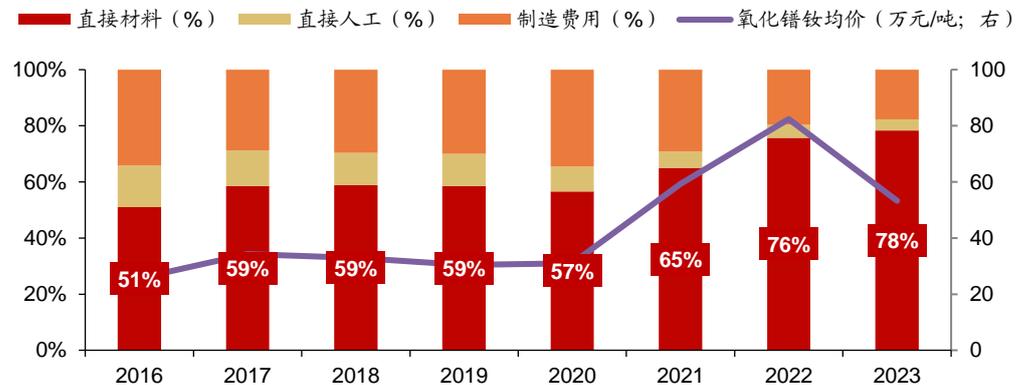
注3: 针对毛坯产能和成品产量预测, 主要基于各公司公开发布的产能规划信息、过往产品产量和产能等信息, 并考虑到新建产能或存在爬产期的情况, 引入成品/毛坯产能这一比率变量作为参考, 综合做出各公司的产能和产量预测, 可能与实际值存在差异, 供参考;

注4: 全球产量数据为基于一定行业和上市公司公开资料的参考推算值, 且存在不同统计机构之间数据口径的差异、四舍五入的误差, 可能与实际值存在偏差, 供参考。

### 3.1.2 海外探矿, 保证资源优势

在钕铁硼的生产中, 原材料的成本占比较高, 且该成本主要跟随稀土价格变动而变动, 整体偏刚性, 很难通过产能扩张等手段实现规模化优势的降本。因此, 保证原材料的成本压缩和稳定供应, 对公司而言至关重要。

图23: 宁波韵升生产钕铁硼的成本构成



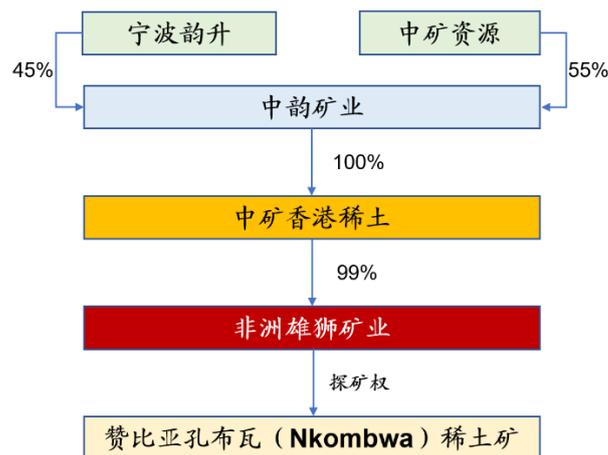
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

因此，公司一方面选择在全球最重要的轻稀土产区——包头，建设大规模钕铁硼毛坯产能，利用原材料运输半径短的优势来压缩相关成本；另一方面，公司选择与中矿资源合作，在非洲地区向上游延伸稀土矿资源，布局原材料的供应端，为持续发展提供保障。

具体来说，2022 年公司和中矿资源签署了《投资合作协议书》，双方设立合资公司——中韵矿业，在非洲收购合适的稀土项目并通过项目公司进行稀土矿的勘探、开发、矿权投资；其中，中矿资源持股中韵矿业 55% 股权，宁波韵升则持股 45%。本次合作，将充分发挥宁波韵升在稀土应用领域的优势和中矿资源在固体矿产的勘查优势，也符合两家公司的主营业务发展方向，有利于公司巩固原材料供应的保障能力、增强综合竞争能力。

2022 年 11 月，合资公司中韵矿业以 500 万美元的对价，获得了非洲赞比亚的孔布瓦（Nkombwa）稀土矿探矿权——该探矿权位于赞比亚 Muchinga 省 Isoka 市东北 24 公里处，交通便利，项目外部开发条件好。资源方面，以稀土氧化物总量（TREO）1% 作为边际品位，孔布瓦（Nkombwa）稀土矿权区内累计探获稀土矿石量 278 万吨，TREO 平均品位 2.76%；伴生磷灰石型磷矿矿石量 2182 万吨，P2O5 平均品位 7.06%；此外，上述资源仅为针对矿区 4.7 公顷的区块估算结果，经过初步勘查，矿权区域内的其他区块同样具备较好的找矿前景，增储潜力大。

图24：宁波韵升与中矿资源合作开发非洲稀土矿资源的股权示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表9：孔布瓦（Nkombwa）稀土矿资源情况

稀土氧化物总量（TREO）		
资源类别	矿石量（万吨）	TREO 平均品位（%）
控制的资源量	98	2.73
推断的资源量	180	2.78
合计	278	2.76
伴生的磷灰石型磷矿		
资源类别	矿石量（万吨）	P2O5 平均品位（%）
控制的资源量	325	7.04
推断的资源量	1857	7.06
合计	2182	7.06

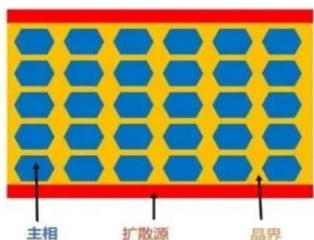
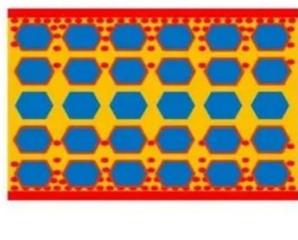
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2 掌握核心技术，突破重点客户

**高性能钕铁硼的制备和大规模生产，具备较高的技术壁垒。**首先，高性能钕铁硼的主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；其次，大规模生产需要保证产品性能的一致性，即各供货批次内产品磁性能参数的均匀性和批次间的连续稳定性——这是下游客户实施规模化生产并保证质量稳定性的关键，固而也是下游优质客户遴选磁材供应商的重要依据；此外，针对不同下游领域的特性化需求，钕铁硼厂商还需要快速响应，有技术、有产能去卡位布局，方可获取持续成长的动力与新兴大客户的青睐。

宁波韵升作为国内最早一批进入烧结钕铁硼行业的企业之一，从高技术含量的3C电子行业发迹，不断向新能源汽车、家电、人形机器人等领域拓展，承担或参与了国家科技部“烧结钕铁硼磁体批量一致性先进制备流程技术”等5个“十四五”国家重点研发计划项目及课题，已形成了自有的核心技术体系，在稀土产品配方、一次成型技术、工艺自动化技术、晶界扩散技术、重稀土减量控制技术、高材料利用率加工技术、环境友好表面防护技术等方面持续获得专有技术突破，并申请了专利保护。**从同业对比来看，公司的钕铁硼产品性能处于行业领先地位。**

表10: 晶界扩散技术简介

示意图	扩散前	扩散后
		
原理	通过在磁钢表面形成一层重稀土膜，经真空热处理使重稀土沿晶界进入磁体内部，同时重稀土原子取代主相晶粒周围的Nd原子形成高矫顽力壳层，这种独特的显微结构在极低的剩磁下降值基础上可大幅提升磁体矫顽力。	
优势	1、相同牌号的磁体，采用晶界扩散方式可大幅降低Dy、Tb用量，成本更低； 2、采用晶界扩散方式可制备50EH、52UH等传统工艺无法企及的高综合磁性能磁体。	

资料来源：找磁材，浙商证券研究所

图25: 各磁材公司的产品性能对比

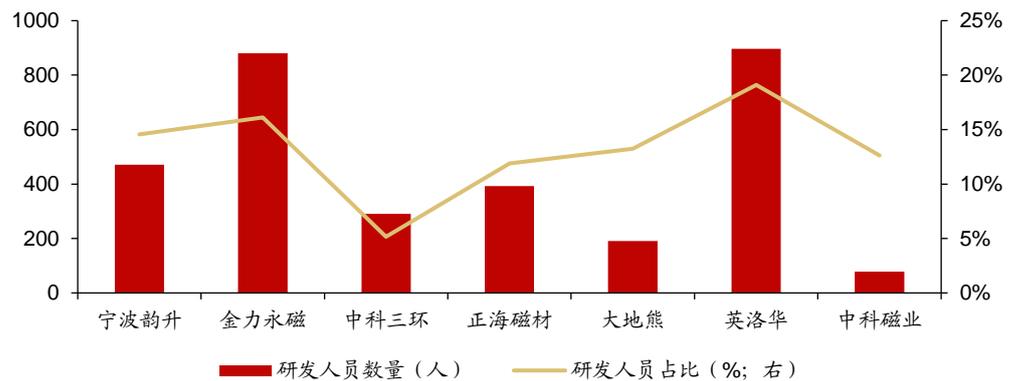
公司	磁性能				耐久性能		物理机械性能
	单品最高剩磁 (kGs)	单品最高内禀矫顽力 (kOe)	单品最高最大磁能积 (MGoe)	单品最高内禀矫顽力与最大磁能积数值之和	中性盐雾试验 (h)		最高工作温度 (°C)
					环氧树脂	镍铜镍	
国家标准*	≥14.5	≥35	51-55	不适用	不适用	不适用	不适用
中科三环	14.5-15	≥40	51-55	79	无公开资料	无公开资料	无公开资料
宁波韵升	14.6-15.2	≥34	52-56	78	无公开资料	≥72	240
英洛华	≥14.4	≥35	51-55	76	≥240	≥48	220
金力永磁	14.6-15	≥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
发行人	≥14.5	≥35	51-56	76	≥1,000	≥72	220

资料来源：中科磁业招股书，浙商证券研究所

同时，公司研发人员数量与占比位于行业前列，高度重视市场对技术研发方向和创新要素配置的导向作用，不断优化技术研发机制，构建了集前沿性技术、基础性技术和永磁材料共性技术于一体的研发创新体系，强化了外部市场需求与内部技术研发的高效对接。经过多年研发经验积累，公司在新能源汽车、3C 消费电子、工业电机等重点优势领域具备深厚的行业经验和同步研发能力，并积极配合客户新品研发和产品迭代升级，为客户提供高度定制化的钕铁硼磁材的全套应用解决方案。

以核心技术和高效的市场需求对接机制为依托，公司突破并深耕多个下游领域的头部厂商，客户资源优质。

图26：公司研发人员数量与占比处于行业前列（2023 年数据）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表11：公司各下游领域重要客户节选

下游领域	重要客户节选
新能源汽车	比亚迪、小鹏、蔚来、方正电机、卧龙电驱、大陆集团、舍弗勒等
消费电子	是全球某 3C 智能电子巨头、国际声学巨头（美系）、HDD 硬盘产业链的主要磁材供应商
工业应用及其他	中车系、汇川技术、格力电器、松下电器、三菱电机等

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.3 紧抓下游风口，卡位人形机器人赛道

公司专业从事钕铁硼材料 20 余年，管理团队具有丰富的稀土永磁行业经验，能够及时、准确把握行业发展动态，并能够敏锐地把握市场机遇，实现业务的快速增长。

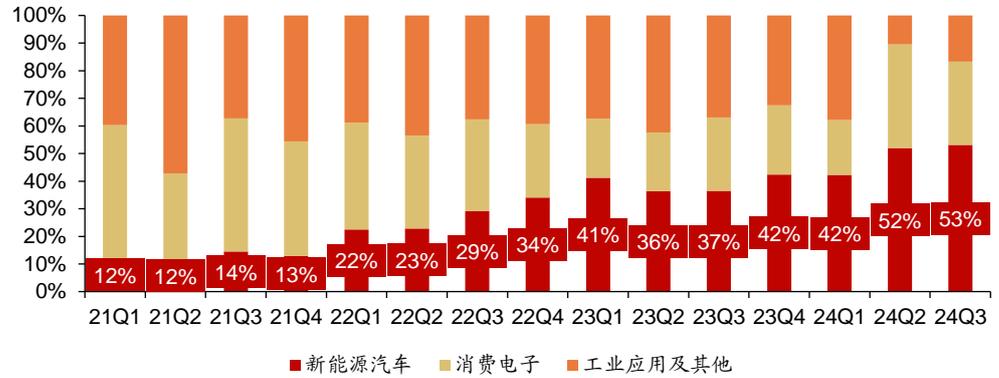
2010 年-2019 年，公司果断剥离八音盒业务，聚焦钕铁硼主业，并敏锐把握智能手机带来的 3C 消费电子行业机会，以细分市场主要大客户作为突破口，加大客户紧密度，使消费电子业务增长明显，以此奠定了公司在钕铁硼行业的领先地位。

2020-2024 年，公司剥离伺服电机业务，紧抓新能源汽车的放量机会，凭借自身的应用端的方案解决能力、核心技术的持续开拓、管理体系的稳步提升，成功进入国内外主流新能源车企的供应链，尤其在欧洲市场取得重大突破，同时是国内新能源龙头企业多款车型的独家供应商，龙头地位进一步得到巩固——2024 年前三季度，公司销售的钕铁硼永磁材料在国内新能源乘用车市场占有率约为 22%。

目前，公司完成了主要赛道的转变，集中经营新能源汽车、消费电子、工业应用及其他三个赛道，其中新能源汽车的收入占比已经跃升第一。

往后看，新能源汽车预计中短期内仍是主要的增量业务，消费电子则贡献高附加值的基本盘。此外，公司再次发挥紧抓下游风口的能力，提前卡位布局人形机器人赛道、积极关注 eVTOL（电动垂直起降飞行器）等，并在 2024 年三季度率先对人形机器人客户实现了量产供货，再次走在行业前端、打开新增长曲线，预计未来拥有持续的增长动力。

图27：公司各下游领域收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4 盈利预测

**内部来看：**公司产能规模和产能利用率在行业内领先；公司技术领先，深耕大客户；公司业务布局多元化，率先实现人形机器人业务的量产供货；量增确定性高，公司或于盈利显著修复的前夕。

**外部来看：**(1) 中长期供给侧国内指标发放趋稳，且 2027 年之前海外稀土矿难以大规模放量；需求侧，预计在全球降息周期中韧性延续，氧化镨钕价格中枢有望逐渐从 40 万元/吨向 45 万元/吨修复，进而带动钕铁硼价格的温和上涨。(2) 短期供需格局发生显著改善，预计 2024-2025 年供给氧化镨钕供给偏紧，商品价格易涨难跌；且“特朗普交易”下，板块符合自主可控题材，估值有上升空间。

**磁材企业作为中游加工企业，在均衡状态下其利润应主要由产品销量和加工报价决定，稀土价格属于成本项，可转嫁于整个产业链。稀土价格若保持窄幅波动，则磁材企业凭借量增有望快速修复利润。**

内部战略与规划利于产量增长，外部利好因素利于利润修复与估值提升。因此，我们看好公司盈利上行，并预计：

(1) 假设 2024-2026 年氧化镨钕均价分别为 39.5 万元/吨、42 万元/吨、45 万元/吨。

(2) 预计 2024-2026 年公司钕铁硼产量约 1.27 万吨、1.50 万吨、1.94 万吨。

(3) 预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 50.4、60.5、80.2 亿元，毛利率分别为 13.3%、14.8%、15.1%；归母净利润分别为 0.97、2.77、4.13 亿元，分别对应 EPS 为 0.09、0.25、0.38 元，分别对应 PE 约为 84.5、29.7、20.0 倍。

表12: 公司盈利测算

业务	指标	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
钕铁硼	营业收入	百万元	4,676	4,592	5,568	7,502
	营业成本	百万元	4,393	3,926	4,695	6,316
	毛利	百万元	283	666	873	1,186
	毛利率	%	6%	15%	16%	16%
其他	营业收入	百万元	693	446	481	520
	营业成本	百万元	645	441	457	494
	毛利	百万元	48	4	24	26
	毛利率	%	7%	1%	5%	5%
合计	营业收入	百万元	5,369	5,038	6,049	8,022
	营业成本	百万元	5,038	4,367	5,152	6,810
	毛利	百万元	332	670	897	1,212
	毛利率	%	6%	13%	15%	15%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

选取我国 3 家以钕铁硼产销为主业的上市公司作为宁波韵升的可比公司，作为估值参考。公司拥有清晰的产能扩张规划，同时伴随行业供需有改善、下游业务多点开花、提前卡位布局新兴产业，未来增长前景良好。基于此，公司当前市值对应的 2025-2026 年 PE 低于可比公司均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表13: 可比公司估值情况

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>600366.SH</b>	<b>宁波韵升</b>	<b>82</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>—</b>	<b>85</b>	<b>30</b>	<b>20</b>
均值	-	-	0.4	0.3	0.4	0.5	38	72	38	28
300748.SZ	金力永磁	255	0.4	0.3	0.5	0.6	48	72	39	30
000970.SZ	中科三环	133	0.2	0.1	0.2	0.3	46	112	49	32
300224.SZ	正海磁材	113	0.5	0.4	0.5	0.6	21	32	26	22

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注1: 可比公司每股收益及市盈率 PE 采用 Wind 一致预期, 宁波韵升预测数据来自浙商证券研究所

注2: 市值参考日期为 2024 年 12 月 27 日

## 5 风险提示

**终端需求增长不及预期:** 若终端需求的增长不及预期,可能会导致稀土供大于求,进而压制稀土价格和钕铁硼价格,影响公司利润释放。

**稀土指标增长超预期:** 若我国稀土开采、冶炼指标的增速超预期,可能会导致稀土供给大量释放,进而压制稀土价格的上涨。

**预测和计算偏差的风险:** 在梳理氧化镨钕的全球供需情况时,部分数据为根据历史文献、产能规划、元素比例、全球产能等因子进行推算而得出,且存在四舍五入的计算误差和不同数据库之间统计口径的差异,可能存在预测和计算偏差的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5,667	5,791	6,708	7,919
现金	1,283	1,811	2,172	2,378
交易性金融资产	383	562	572	668
应收账款	1,935	1,893	2,311	3,078
其它应收款	2	9	8	10
预付账款	24	54	65	76
存货	1,676	1,381	1,499	1,627
其他	365	81	80	81
<b>非流动资产</b>	2,895	2,894	2,967	2,968
金融资产类	283	263	279	272
长期投资	215	200	189	175
固定资产	1,529	1,618	1,691	1,730
无形资产	164	178	197	216
在建工程	253	227	212	199
其他	452	407	399	377
<b>资产总计</b>	8,562	8,685	9,675	10,887
<b>流动负债</b>	1,889	2,016	2,427	2,928
短期借款	316	529	714	750
应付款项	997	972	1,114	1,466
预收账款	2	3	3	4
其他	575	513	596	708
<b>非流动负债</b>	728	851	1,055	1,232
长期借款	699	824	1,027	1,205
其他	29	27	28	28
<b>负债合计</b>	2,617	2,867	3,482	4,160
少数股东权益	37	36	37	38
归属母公司股东权	5,908	5,782	6,157	6,689
<b>负债和股东权益</b>	8,562	8,685	9,675	10,887

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,087	886	191	247
净利润	(227)	96	278	414
折旧摊销	155	186	227	260
财务费用	26	31	40	48
投资损失	(53)	(27)	(24)	(32)
营运资金变动	1,207	483	(350)	(458)
其它	(21)	117	20	15
<b>投资活动现金流</b>	(277)	(373)	(264)	(309)
资本支出	(113)	(243)	(281)	(281)
长期投资	(194)	(126)	9	(45)
其他	29	(4)	8	17
<b>筹资活动现金流</b>	(871)	17	433	268
短期借款	(1,047)	213	185	36
长期借款	204	125	203	177
其他	(27)	(321)	45	55
<b>现金净增加额</b>	(45)	528	361	205

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	5,369	5,038	6,049	8,022
营业成本	5,038	4,367	5,152	6,810
营业税金及附加	41	40	45	56
营业费用	90	85	97	128
管理费用	237	252	272	361
研发费用	314	188	212	281
财务费用	20	12	13	16
资产减值损失	(49)	(71)	(25)	(16)
公允价值变动损益	(86)	0	0	0
投资净收益	53	27	24	32
其他经营收益	63	56	60	80
<b>营业利润</b>	(310)	95	306	458
营业外收支	9	10	7	7
<b>利润总额</b>	(302)	104	312	465
所得税	(75)	8	34	51
<b>净利润</b>	(227)	96	278	414
少数股东损益	0	(1)	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	(227)	97	277	413
EBITDA	(99)	303	553	740
EPS (最新摊薄)	-0.21	0.09	0.25	0.38

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-16.23%	-6.18%	20.07%	32.62%
营业利润	-183.59%	130.47%	223.19%	49.82%
归属母公司净利润	-163.94%	142.82%	184.39%	49.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	6.18%	13.31%	14.82%	15.11%
净利率	-4.24%	1.93%	4.58%	5.14%
ROE	-3.85%	1.68%	4.50%	6.17%
ROIC	-2.67%	1.46%	3.58%	4.84%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.57%	33.01%	35.99%	38.21%
净负债比率	-0.94%	-5.45%	-4.39%	-3.88%
流动比率	3.00	2.87	2.76	2.70
速动比率	2.06	2.12	2.09	2.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.58	0.66	0.78
应收账款周转率	2.92	3.03	3.53	3.66
应付账款周转率	8.54	7.56	8.85	9.36
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.21	0.09	0.25	0.38
每股经营现金	0.99	0.81	0.17	0.22
每股净资产	5.38	5.26	5.60	6.09
<b>估值比率</b>				
P/E	—	84.54	29.73	19.95
P/B	1.39	1.42	1.34	1.23
EV/EBITDA	—	26.16	14.41	10.77

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>