

乘技术优势，乘行业东风，迎跨越发展

——金力永磁首次覆盖报告

核心观点

- 金力永磁是全球领先的高性能稀土永磁材料龙头企业。**纵向来看，公司产能从 2021 年的 1.5 万吨增长至 2024 年实际 3.8 万吨，将于 2027 年建成 6 万吨；近 5 年研发费用率保持 4%-5% 区间；横向来看，25Q1 公司境外收入占比 17.76%，占比较低；公司产品磁性能、耐温、耐蚀等技术指标业内领先；研发人员数量持续增长，尤其是在前期行业整体逆风环境下，公司是业内少有的持续扩大先进产能规模，布局人形机器人等未来重要需求增长点的企业。公司 3 月 29 日发布的股权激励计划，按收入考核目标相当于用 3 年时间再造一个金力，彰显对未来发展的强劲信心。
- 行业 Beta 与公司 Alpha 有望共振。**行业层面，国内政策强化稀土行业全产业链监管，持续优化供给格局，2024 年稀土配额增速下降至 5%，国外缅甸封关解除后 3 个月内稀土进口量仍同比下降 75% 以上，25 年 4 月出口管制进一步推升海外中重稀土价格，国内稀土价格于 24Q2 触底，未来有望持续回升；公司层面，变更 H 股募集 0.96 亿元资金加码包头项目建设，持续与高端客户合作，产品竞争壁垒不断增强；积极推进精益生产，单吨成本控制能力业内领先。稀土永磁产品采用成本加成法定价，在稀土价格上行时，公司产品吨毛利或将展现更高的弹性。
- 未来增长看点颇多。**公司在现有的新能源汽车、节能变频空调与风力发电等领域龙头地位稳固，按装机量测算，公司产品市占率分别为 30.2%、54.4%、36.5%，未来公司有望获得行业增长与市占率提升的“双击”。人形机器人方面，公司已具备一定的规模化生产能力，产业化进程快速推进。根据我们的测算，人形机器人对稀土永磁材料的需求空间广阔，2000 万台人形机器人的磁材消耗量或达 9 万吨，约占 2024 年总需求量的 30%。公司在下一轮产业周期，有望获得更广阔的发展空间。

盈利预测与投资建议

- 公司是全球新能源汽车、节能变频空调以及风力发电等磁钢应用领域的领先供应商，人形机器人产业化建设飞速发展，未来三年有望实现跨越式成长。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.52、0.82、1.00 元。由于公司产能迅速增长，且产品吨毛利随着稀土价格上涨，或有较大的提升空间，故按公司 2026 年的市盈率估值水平，给予公司 31 倍 PE 估值，对应目标价为 25.42 元，首次给予买入评级。

风险提示

需求不及预期；行业竞争加剧；稀土价格下行；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,688	6,763	9,265	13,088	17,882
同比增长(%)	-6.7%	1.1%	37.0%	41.3%	36.6%
营业利润(百万元)	619	319	768	1,214	1,483
同比增长(%)	-19.5%	-48.5%	140.8%	58.1%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	564	291	714	1,125	1,374
同比增长(%)	-19.8%	-48.4%	145.2%	57.7%	22.1%
每股收益(元)	0.41	0.21	0.52	0.82	1.00
毛利率(%)	16.1%	11.1%	15.0%	16.2%	15.6%
净利率(%)	8.4%	4.3%	7.7%	8.6%	7.7%
净资产收益率(%)	8.2%	4.1%	9.5%	13.5%	14.9%
市盈率	51.8	100.3	40.9	25.9	21.2
市净率	4.2	4.2	3.7	3.3	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2025年05月09日）	21.27 元
目标价格	25.42 元
52 周最高价/最低价	26.5/9.93 元
总股本/流通 A 股（万股）	137,213/136,198
A 股市值（百万元）	29,185
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 05 月 09 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.91	0.24	0.19	40.57
相对表现%	1.91	-4.08	1.39	35.61
沪深 300%	2	4.32	-1.2	4.96



证券分析师

刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

目 录

一、金力永磁：全球领先的高性能稀土永磁材料龙头	5
1.1 纵向看金力：产能持续增长、技术不断突破、产品交付能力强大	5
1.2 横向看金力：同业产能规模领先、产品技术指标优秀、研发持续投入	8
1.3 经营情况：经营业绩稳健，股权激励彰显信心	10
二、何以跨越：产能优越布局前沿，稀土行业回暖公司盈利能力乘势而上 ...	12
2.1 产能：产能优越布局前沿，有望率先实现人形机器人磁组件产业化	12
2.2 成本：产业格局不断优化，稀土价格底部持续回升	15
2.3 盈利：竞争壁垒持续增强，吨毛利弹性大，成本控制优秀	19
三、成长空间：现有业务地位稳固，人形机器人有望助推跨越式发展	24
3.1 传统业务：新能源车、变频空调、节能风电龙头地位稳固，业务持续增长	24
3.2 前沿业务：人形机器人磁材组件产业化进程快速推进，未来三年有望实现跨越式发展	26
盈利预测与投资建议	31
盈利预测	31
投资建议	32
风险提示	33

图表目录

图 1：公司核心产品与所处产业链环节	5
图 2：公司研发费用（单位：万元）与研发费用率（单位：%、右轴）	6
图 3：公司产品牌号发展表	7
图 4：公司各板块收入贡献情况	7
图 5：主要钕铁硼公司研发人员数量（单位：人）	9
图 6：主要钕铁硼公司研发费用率	9
图 7：主要钕铁硼公司国内外业务占比（截止 2024 年底）	9
图 8：公司主营业务收入及同比增速（右轴）	10
图 9：公司经营性活动现金流量净额（单位：亿元）与资产负债率（右轴）	10
图 10：股权激励净利润考核目标	11
图 11：股权激励主营收入考核目标	11
图 12：烧结钕铁硼市占率（截止 2020 年底）	12
图 13：烧结钕铁硼企业毛坯年产量（单位：万吨）分布（截止 2020 年）	12
图 14：烧结钕铁硼企业产量分布（截止 2019 年）	12
图 15：我国稀土永磁生产企业梯队分布情况（截止 2023 年）	13
图 16：公司产能发展与规划（单位：吨）	14
图 17：近 5 年稀土开采、冶炼指标（单位：万吨）与同比增速（右轴）	17
图 18：我国自缅甸进口稀土矿数量（单位：千克）与同比（右轴）	17
图 19：上海氧化铽价格（单位：元/千克）	18
图 20：稀土价格过往行情回顾与复盘（单位：元/吨）	18
图 21：公司成长范式	19
图 22：稀土氧化物价格与公司产品估算吨毛利	21
图 23：磁材行业公司钕铁硼销量（单位：吨）	22
图 24：磁材行业公司钕铁硼吨售价（单位：万元）	22
图 25：磁材行业公司钕铁硼吨毛利（单位：万元）	22
图 26：磁材行业公司钕铁硼吨成本（单位：万元）	23
图 27：磁材行业公司钕铁硼吨材料成本（单位：万元）	23
图 28：磁材行业公司钕铁硼吨人工成本（单位：万元）	23
图 29：磁材行业公司钕铁硼吨制造费用（单位：万元）	23
图 30：全球新能源乘用车销量预测（单位：万辆）及同比增速（右轴）	24
图 31：公司新能源车板块产品装车量（单位：万辆）与同比增速（右轴）	25
图 32：公司新能源车板块产品装车量（单位：万辆）与全球市占率	25
图 33：全球变频空调销量、公司产品量（单位：万台）与市占率（右轴）	25
图 34：我国风电装机量累计值（单位：万千瓦）与累计同比（%，右轴）	26

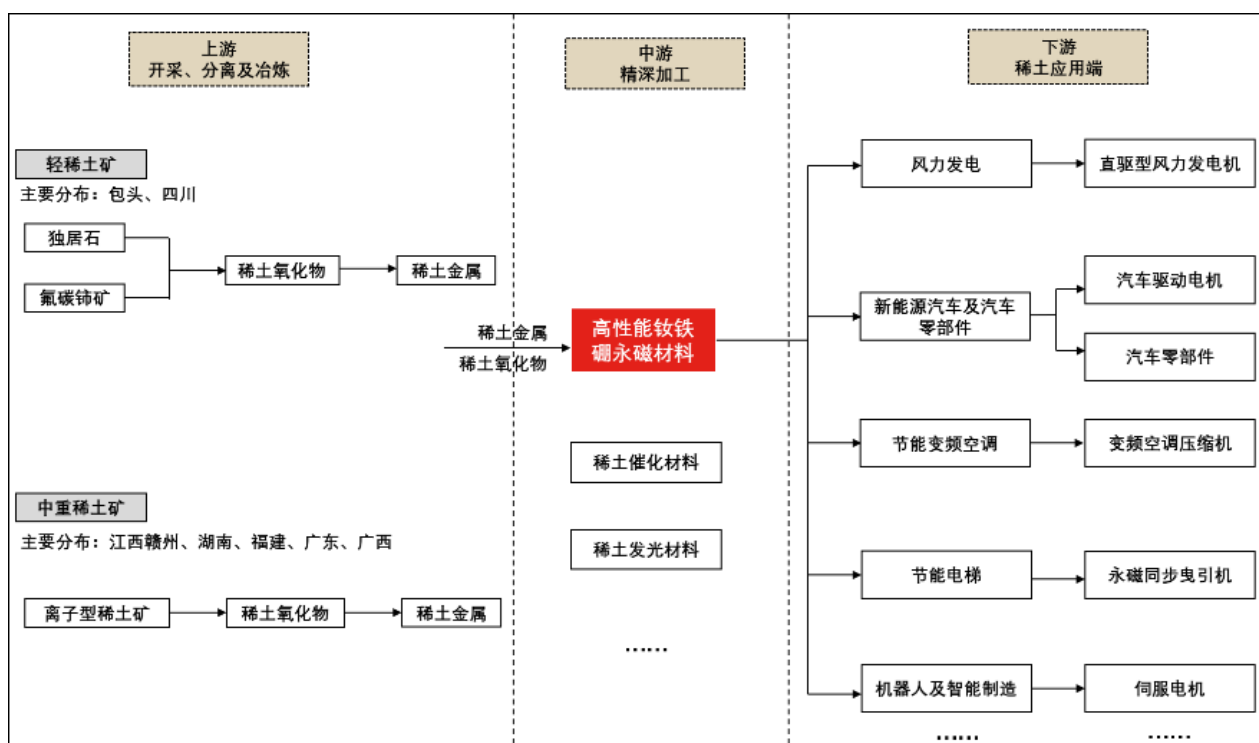
图 35：特斯拉公司人形机器人发展历程	27
图 36：特斯拉 Optimus 人形机器人一代与二代关节对比	27
图 37：特斯拉公司人形机器人颈部自由度变化	28
图 38：Optimus 一代自由度统计表	28
图 39：Optimus 二代自由度统计表	28
图 40：特斯拉 Optimus 二代旋转形电驱关节和线性电驱关节	29
表 1：公司产能发展及规划	6
表 2：2024 年磁材行业公司钕铁硼产量、吨售价与吨毛利	8
表 3：公司产品性能指标与同业对比	8
表 4：股权激励考核指标与同比增速	10
表 5：国内主要高性能磁材生产企业产能情况（截止 2024 年 12 月 31 日）	13
表 6：变更前 H 股所得款项净额（单位：元）相关用途的基本情况	15
表 7：变更后 H 股所得款项净额（单位：元）相关用途的基本情况	15
表 8：稀土行业相关监管政策与规范文件	16
表 9：主要稀土永磁上市相关产品及客户情况	20
表 10：人形机器人磁组件需求测算	29
表 11：可比公司估值（PE）	32

一、金力永磁：全球领先的高性能稀土永磁材料龙头

1.1 纵向看金力：产能持续增长、技术不断突破、产品交付能力强大

公司是全球领先的高性能稀土永磁材料龙头企业，在风力发电、节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件等领域龙头地位稳固。金力永磁成立于 2008 年 8 月，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、机器人及工业伺服电机、3C、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 1：公司核心产品与所处产业链环节



数据来源：东方证券研究所整理

公司长期战略规划清晰，在建项目如期落地，产能规模持续扩大。2021 年 3 月，公司制定“到 2025 年建成年产 4 万吨高性能稀土永磁材料产能”的五年发展规划，至 2024 年底，公司在建项目按规划建设并陆续投入使用，全年高性能稀土永磁材料实际产能已达 3.2 万吨，产能利用率达 90%以上。公司已具备 3.8 万吨/年的高性能稀土永磁材料生产能力。2025 年 1 月，公司拟投资建设“年产 2 万吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目”。该项目建设期为两年，建成后公司将具备年产 6 万吨的高性能稀土永磁材料产能。此外，公司还规划在 2025 年建成先进的人形机器人磁组件生产线，公司战略规划的逐步落地为不断增长的市场需求提供强大的产品交付能力。

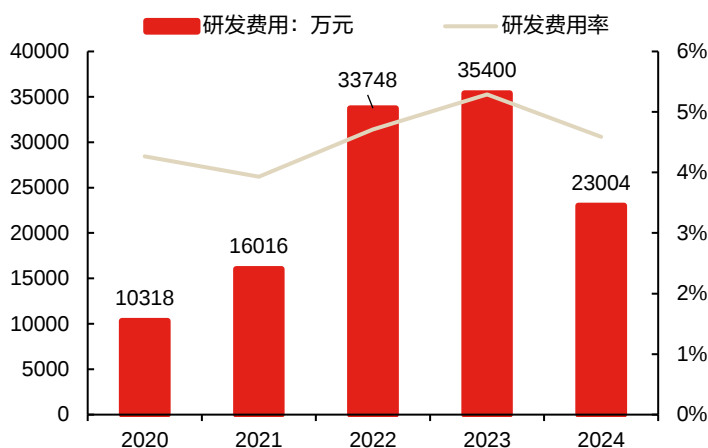
表 1：公司产能发展及规划

产能（吨/年）	实施主体	主要项目名称	项目状态	达产时间
15000	金力永磁	——	已达产	2021 年
8000	金力包头科技	高性能稀土永磁材料基地项目	已达产	2022 年
3000	金力宁波科技	年产 3000 吨高端磁材项目	已投产	2025 年
12000	金力包头科技	高性能稀土永磁材料基地项目（二期）	已投产	2025 年
2000	劲诚永磁	高效节能电机用磁材基地项目	已投产	2025 年
20000	金力包头科技	年产 20000 吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目	规划	2027 年

数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司始终坚持技术自主创新，研发投入长期保持稳定。公司长期致力于高性能烧结钕铁硼的配方研制、技术工艺创新以及核心关键装备研制，聚焦稀土永磁材料制备全过程关键技术创新与突破，整体技术开发能力居国内先进水平。2024 年公司研发费用 2.3 亿元，占营业收入的比例为 4.59%，公司研发费用率长期保持 5% 左右的稳定水平，自主已掌握核心技术及专利体系，包括欧、美、日等海外地区共拥有已授权和在审中的发明及实用新型专利 127 件。

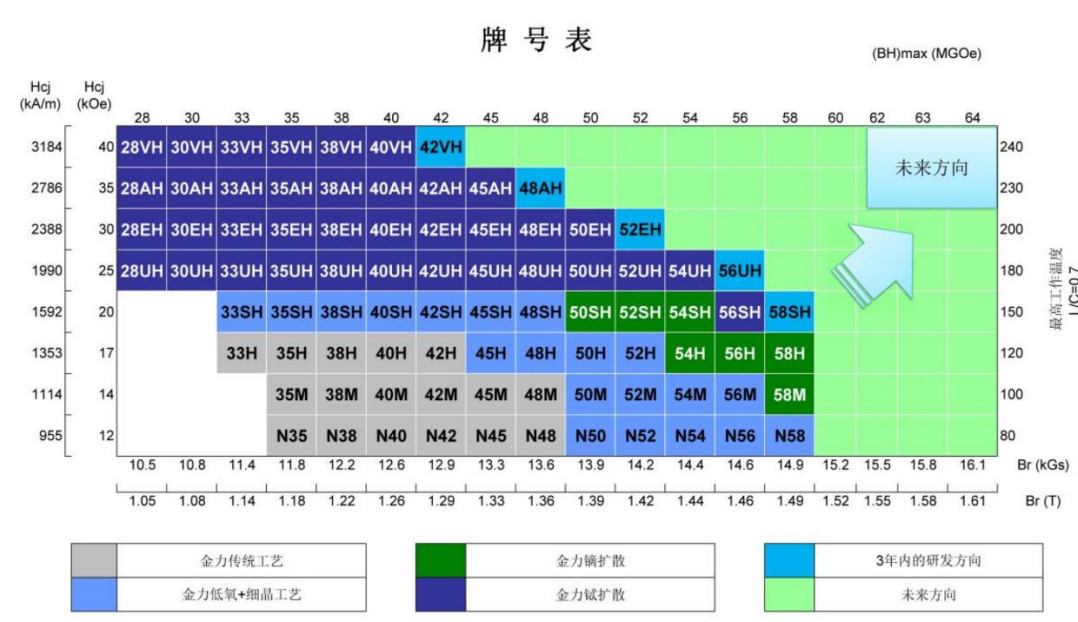
图 2：公司研发费用（单位：万元）与研发费用率（单位：% ，右轴）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

公司是钕铁硼永磁材料龙头，产品研发生产能力优秀。钕铁硼永磁材料与其他磁性材料相比磁性优势突出，具有高的磁能积、矫顽力和能量密度。公司具备全产品生产能力，持续推进精益生产，不断突破晶界扩散等一系列先进核心关键技术，并成功实现规模化生产与产业化应用，目前已批量供应 N58、56M、56H、56SH、54UH、52EH、48AH 等牌号系列高性能烧结钕铁硼磁钢，同时可提供注塑磁和模压磁，产品种类齐全，稳定性强，综合品质及性价比较高，在行业中具有较强的竞争力。

图 3：公司产品牌号发展表

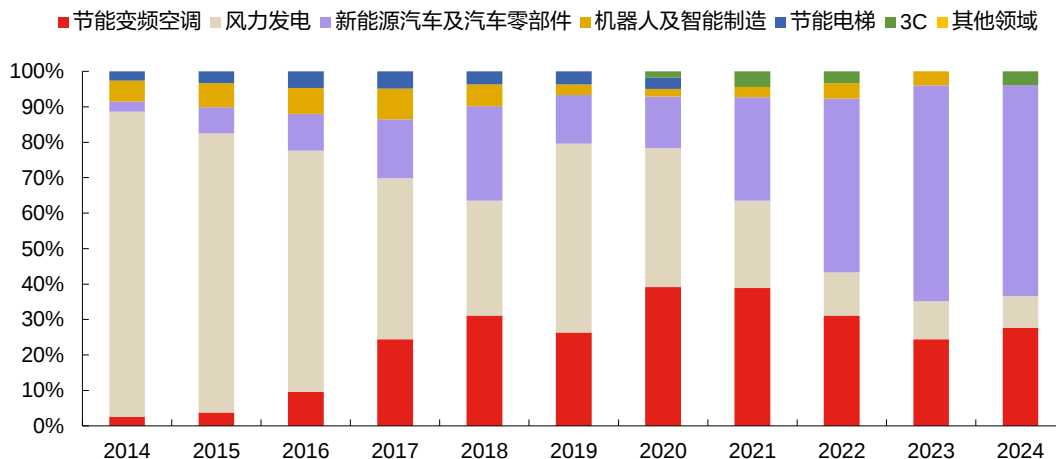


数据来源：公司官网，东方证券研究所

公司营收结构：新能源车、变频空调领域为主，业务多元化成效显著，收入结构持续优化。公司产品以高性能钕铁硼磁材为主，主要集中于新能源车及汽车零部件、节能变频空调与风电三大板块。公司创立初期主要集中于风电领域，占比在 86% 左右，随着新的能效标准的实施，变频空调领域收入占比逐渐提升。近年来公司重点开拓新能源汽车领域客户，进入特斯拉等一线车企供应链体系。当前，公司正积极配合世界知名科技公司进行人形机器人磁组件的研发和产能建设。

2024 年，公司新能源汽车及汽车零部件收入主营占比为 59.56%，作为公司主要收入来源持续稳定贡献，节能变频空调目前为公司第二大收入来源，占比约 27.68%，风电领域收入占比有所下降，仅为 8.93%。未来三年，公司重点发力人形机器人领域，未来相关收入占比有望持续提高。

图 4：公司各板块收入贡献情况



数据来源：公司年报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 横向看金力：同业产能规模领先、产品技术指标优秀、研发持续投入

同业产能规模领先，多因素致吨毛利阶段性承压。公司是稀土永磁材料行业内经营规模较大的企业。2024 年公司钕铁硼毛坯产量 2.93 万吨，销量 2.09 万吨，均位居行业第一。公司预计在 2025 年建成 4 万吨高性能稀土永磁材料产能及先进的人形机器人磁组件生产线，进一步扩大产能优势。产品吨毛利方面，受 2024 年稀土原材料价格下行，行业竞争加剧与项目建设等因素影响，公司产品吨毛利阶段性承压。由于产品结构不同，单价较高的 3C 与工业电机产品使大地熊等公司维持了较高的吨售价与吨毛利。我们预计随着公司人形机器人组件放量，公司产品吨毛利或加速改善。

表 2：2024 年磁材行业公司钕铁硼产量、吨售价与吨毛利

可比公司	钕铁硼产品销量/吨	钕铁硼毛坯折算量/吨	总销售收入/亿元	营业成本/亿元	产品吨售价/万元	产品吨毛利/万元
金力永磁	20850	29300	59.06	52.51	28.33	3.14
正海磁材	20166	28809	54.93	47.14	27.24	3.86
宁波韵升	12873	18390	45.56	38.93	35.39	5.15
天和磁材	6239	10355	23.67	20.64	37.94	4.86
英洛华	6284	8977	21.16	17.83	33.67	5.30
大地熊	3233	4560	11.17	9.31	34.55	5.75
中科磁业	1183	1690	2.58	2.36	21.81	1.86

数据来源：各公司年报，东方证券研究所

自主掌握核心科技，产品技术指标优秀。公司已自主掌握稀土永磁材料核心技术及专利体系，2024 年度公司使用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产品占比超 90%，主营产品高性能烧结钕铁硼在综合磁性能、耐腐蚀性等方面均达行业先进水平，产品质量稳定，市场竞争力较强。截止 2023 年，公司主导产品烧结钕铁硼的整体性能与其他业内先进企业产品的对比情况如下：

表 3：公司产品性能指标与同业对比

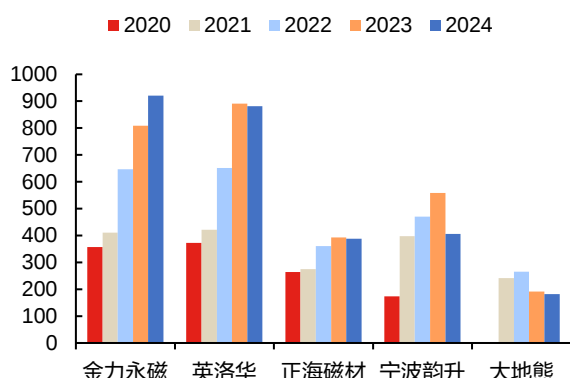
项目	指标		金力永磁	大地熊	中科三环	宁波韵升	天河磁材	正海磁材	英洛华	中科磁业
磁性能指标	单类产品中最高内禀矫顽力(kOe)		≥39	≥40	≥45	≥34	≥40	≥40	≥35	≥40
	单类产品中最高最大磁能积(MGOe)		52-57	52-56	51-56	52-56	52-57	52-57	51-55	53-56
耐蚀性指标	喷涂环氧	中性盐雾试验(小时)	720	无公开资料	无公开资料	无公开资料	1000	504	无公开资料	1000
		高压加速老化试验(小时)	96	无公开资料	无公开资料	无公开资料	240	192	无公开资料	无公开资料
	镍铜镍	中性盐雾试验(小时)	120	72	无公开资料	72	72	48	48	72
		高压加速老化试验(小时)	96	96	无公开资料	72	96	96	无公开资料	无公开资料
耐温性指标		最高工作温度(℃)	250	250	无公开资料	240	250	250	220	250

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：各公司官网、年报，东方证券研究所

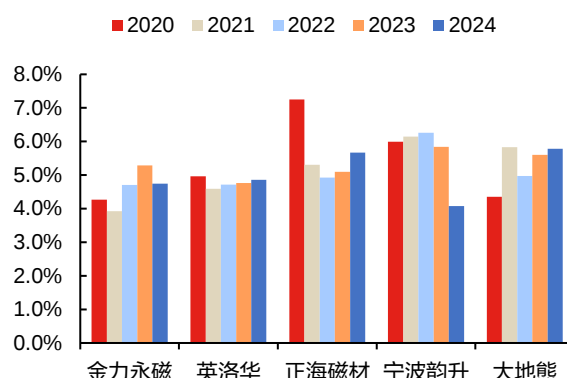
人员配置业内领先，研发费用率稳步增长。稀土永磁材料行业具有较强技术密集型属性。充足的研发人员数量，高水平的研发实力与持续增长的研发投入，是企业研发、生产高性能稀土永磁材料的保障。从研发人员配置来看，根据各公司已经披露的年报数据，2023 年公司技术人员为 809 人，处于行业相对领先地位。2024 年公司研发人员数量进一步增长 13.87%至 921 人，其中博士 5 人硕士 62 人，较去年均有增长。从研发费用率来看，公司研发费用率从 2020 年的 4.27%，逐渐增长至 2024 年的 4.74%，高于宁波韵升，与英洛华、大地熊等企业共同位于行业第一梯队。

图 5：主要钕铁硼公司研发人员数量（单位：人）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

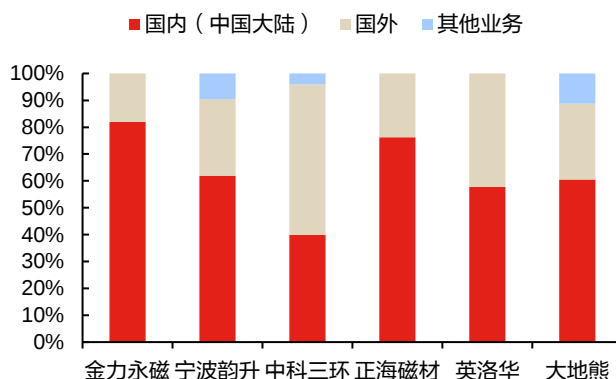
图 6：主要钕铁硼公司研发费用率



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

海外客户结构多元化，贸易摩擦影响较小。公司为全球领先的高性能稀土永磁材料生产商，产品供应细分领域全球前列客户，据公司 2025 年 4 月投资者调研纪要数据显示，公司 2024 年境外销售收入约 12.22 亿元人民币，占总收入比重为 18%，其中美洲市场约 4.18 亿元，占比约 6%左右，且公司不涉及军工业务，美国市场单一地区市场变动对公司影响较小。除美国外，欧洲、日韩等发达经济体作为稀土永磁材料的主要进口国，并未对从我国稀土永磁材料产品采取限制措施。从国内外业务占比来看，公司 2024 年国内收入占比 81.93%，显著高于同业可比公司，单一国家的进口政策变化和贸易摩擦情况对公司稀土永磁材料出口业务造成的影响远小于同业。

图 7：主要钕铁硼公司国内外业务占比（截止 2024 年底）

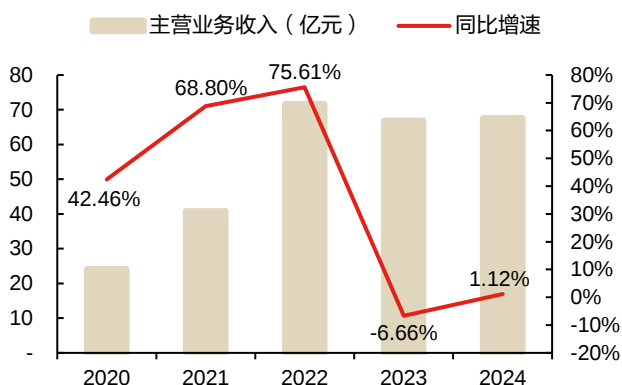


数据来源：各公司年报，东方证券研究所

1.3 经营情况：经营业绩稳健，股权激励彰显信心

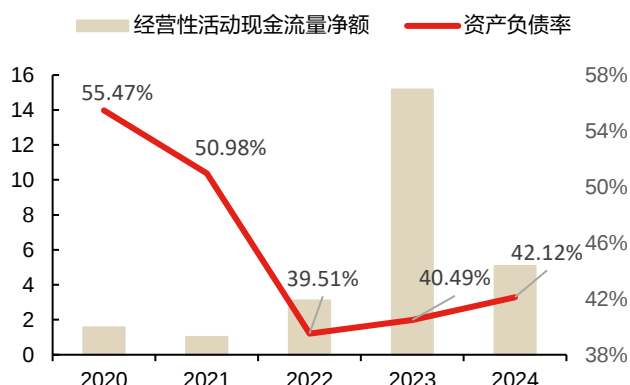
主营业务收入保持增长，经营性现金流良好，资产负债率明显优化。营业收入上，2022年以来稀土原材料价格同比下降，对产业链公司生产经营业绩产生一定影响。公司坚守稳健经营的底线，管理层及时采取有效应对策略，积极开拓市场并同步扩大产能，2024年度公司实现营业收入67.63亿元，同比增长1.12%。经营活动产生的现金流量净额5.08亿元，资产负债率从2020年的55.47%下降13.35PCT至42.12%，资产负债率明显优化，财务体系运行稳健。

图 8：公司主营业务收入及同比增速（右轴）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：公司经营性活动现金流量净额（单位：亿元）与资产负债率（右轴）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

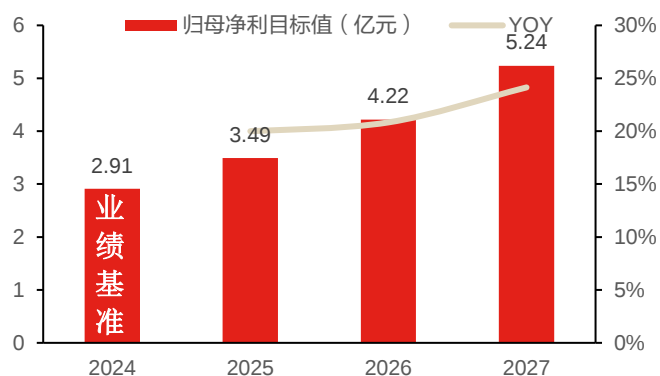
股权激励彰显信心，三年时间再造金力。2025年3月29日，公司为进一步健全长效激励机制，实施A股员工持股计划，股票来源为2023年回购的8015784股A股。本次员工持股计划覆盖范围不仅包含董监高7人，更包括核心管理人员、核心技术人员预计不超过493人，占本计划总份额的比例为87.21%。计划深度绑定核心人员，使公司在面对行业竞争时能够稳健发展，吸引和留住优秀人才，有利于调动持有人的工作热情和积极性，促使公司战略目标的实现。从业绩考核指标来看，以2024年为基准，2027年净利润增长不低于80%或主营业务收入增长不低于100%。公司所设定的考核目标科学、合理，充分考虑了当前经营状况及未来战略发展规划等综合因素，其中主营业务收入相当于用三年时间再造一个金力永磁，彰显管理层对公司未来发展的强劲信心。

表 4：股权激励考核指标与同比增速

解除限售期	对应考核年度	净利润相对基期增幅	同比增速	主营收入相对基期增幅	同比增速
第一个解除限售期	2025	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
第二个解除限售期	2026	45.00%	20.83	50.00%	25.00%
第三个解除限售期	2027	80.00%	24.14%	100.00%	33.33%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

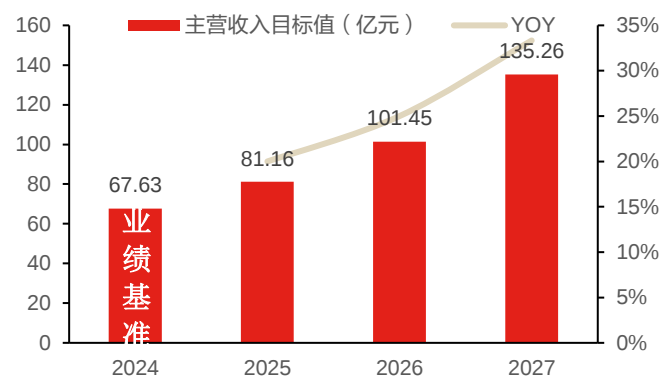
图 10：股权激励净利润考核目标



数据来源：公司公告，东方证券研究所

备注：归母净利润为扣除股权支付费用后的值

图 11：股权激励主营收入考核目标



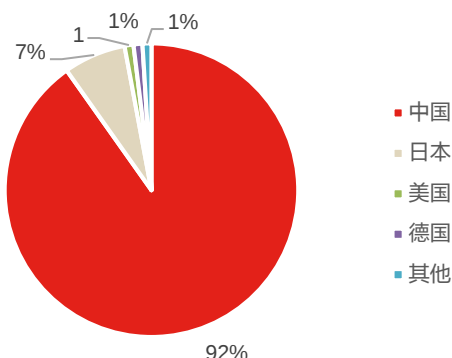
数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、何以跨越：产能优越布局前沿，稀土行业回暖公司盈利能力乘势而上

2.1 产能：产能优越布局前沿，有望率先实现人形机器人磁组件产业化

整体来看，我国稀土永磁材料市占率全球领先。凭借领先的稀土资源储备、完善的产业链配套、优越的政策环境、快速进步的技术工艺，我国已经成为全球主要的稀土永磁材料生产和出口地，具备较强的产业竞争力。根据美国能源部 2022 年发布的《稀土永磁材料供应链深度评估》，2020 年中国烧结钕铁硼制造全球市占率为 92%，其次是日本 7%，美国、德国等国家不足 1%。

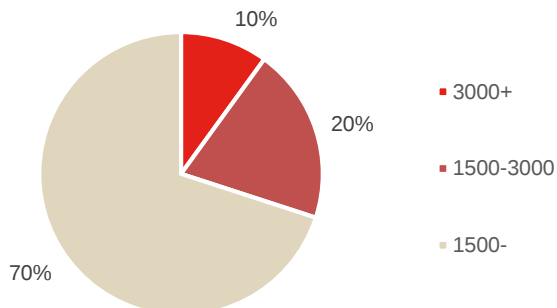
图 12：烧结钕铁硼市占率（截止 2020 年底）



数据来源：美国能源部，东方证券研究所

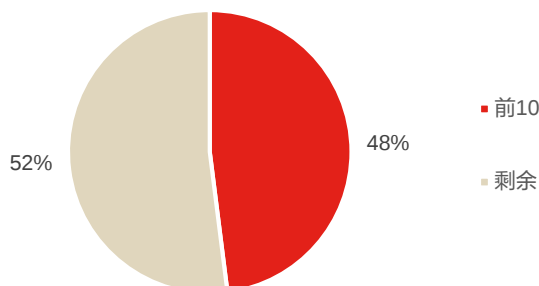
钕铁硼永磁材料生产企业众多，但高性能钕铁硼永磁材料生产商较为集中。由于低端钕铁硼进入门槛低，导致行业产能分散，产能不足 3000 吨的中小型企业成为生产主力军。根据中国稀土行业协会统计，2020 年我国烧结钕铁硼生产企业总计约 200 家左右，其中毛坯年产量在 3000 吨以上的企业占 10%，年产量 1500 吨-3000 吨的企业占 20%，剩余 70%左右的企业年产量尚不足 1500 吨；2019 年，我国烧结钕铁硼产量排名前 10 的企业合计仅实现全国总产量的 48%，其余 160 余家企业合计占全国总产量的 52%。受市场和成本的驱动，中国钕铁硼产业有向包头、赣州、宁波、江苏和山东等地转移趋势。但高性能钕铁硼永磁材料行业进入壁垒较高，生产商比较集中。

图 13：烧结钕铁硼企业毛坯年产量（单位：万吨）分布（截止 2020 年）



数据来源：中国稀土行业协会，东方证券研究所

图 14：烧结钕铁硼企业产量分布（截止 2019 年）

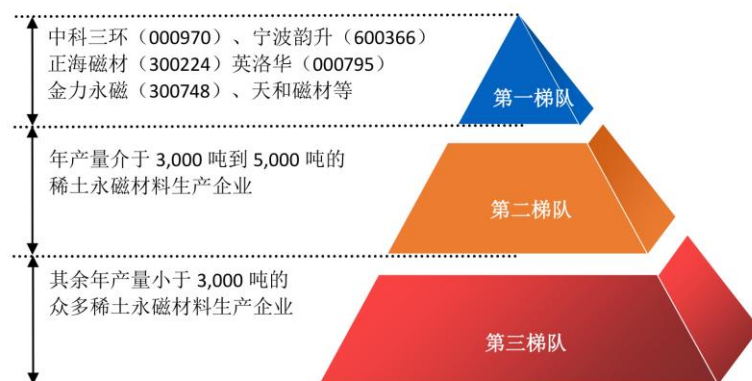


数据来源：中国稀土行业协会，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

上一轮产业周期，稀土永磁行业第一梯队已然成型。我国稀土永磁材料行业以中小企业居多，尚未出现垄断型企业。但在行业上一轮周期的发展过程中，一批先进的规模型企业陆续诞生。根据中国稀土行业协会磁性材料分会的说明，烧结钕铁硼毛坯年产量达到 5000 吨的企业属于行业第一梯队，该类企业产能、产量均较为可观，并各具技术特点与市场特色，在长期的竞争与发展中形成自身优势，共同形成了相对稳定的头部企业梯队，包括中科三环、正海磁材、宁波韵升、英洛华、金力永磁、天和磁材等。

图 15：我国稀土永磁生产企业梯队分布情况（截止 2023 年）



数据来源：中国稀土行业协会，东方证券研究所

前期行业面临整体逆风的环境下，公司是业内少有的持续扩大先进产能规模，布局未来重要需求增长点的企业。国内钕铁硼磁材企业往往聚焦于某个或某几个应用领域，以该领域的高端客户为突破口，集中研发、设计和制造能力，在细分市场上形成较强的竞争优势，国内主要生产厂商在各自擅长的细分市场各显千秋，基本完成产能布局。2023 年以来，受稀土原材料价格下行和下游需求放缓等多因素影响，行业竞争日渐加剧，多数企业产能扩张的计划也基本暂缓。但是在行业面临整体逆风的环境下，公司依然敏锐把握下游应用领域的发展趋势和新变化，持续投资扩大先进产能规模，积极布局人形机器人、低空经济等未来需求的重要增长领域。

表 5：国内主要高性能磁材生产企业产能情况（截止 2024 年 12 月 31 日）

企业	现有产能/吨	应用领域	扩产计划	未来产能预估
中科三环	25000	公司磁材产品主要用于汽车(含新能源汽车)、消费类电子、工业机器人、计算机、节能家电、风电、工业电机等各个领域。	视订单与市场需求，不会盲目扩产	不变
宁波韵升	21000	公司聚焦新能源汽车、消费电子和工业应用等三大领域的下游应用场景。25Q1 公司新能源车领域营收占比为 55.6%，消费电子领域营收占比为 14.9%，工业及其他应用领域营收占比为 29.5%	投资 11 亿元用于年产 15000 吨高性能稀土永磁材料项目	2025-26 年 3.6 万吨
金力永磁	32000	公司是全球新能源汽车、节能变频空调以及风力发电等磁钢应用领域的领先供应商。25Q1 公司新能源汽车领域营收 8.82 亿元，占比 50.28%；节能变频空调领域营收 5.13 亿元，占比 29.25%	1 投资 11 亿用于年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目（即将达产） 2，年产 12000 吨高性能稀土永磁材料基地项目（即将达产） 3、规划建设 2000 吨“高效节能电机用磁	2025 年 4 万吨 2027 年 6 万吨

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

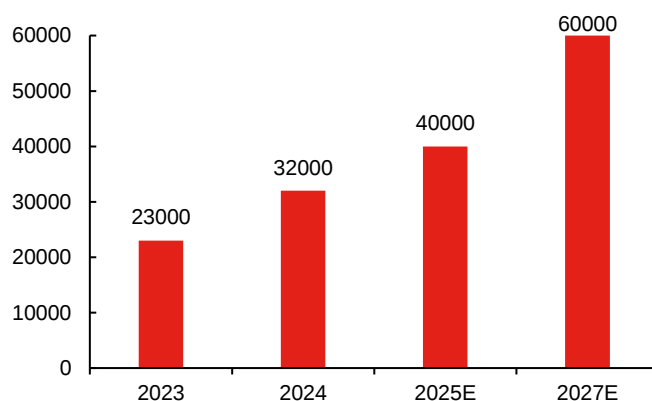
			材基地项目”（即将达产） 4、投资建设“年产 2 万吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目”（在建）	
正海磁材	30000	主要应用于新能源和节能环保等应用市场。 2024 年新能源车市场出货量同比增长 25%，家电行业出货量同比增长 28%，智能消费电子领域出货量同比增长 100%。	高性能稀土永磁体研发生产基地项目	暂时不变 可达 3.6 万吨
大地熊	18000	主要应用于汽车工业、工业电机和消费类电子等领域； 2024 年工业电机、汽车工业、消费类电子、其他业务营收占比分别为 42.05%、27.86%、18.63%、11.36%	逐步释放包头、宁国公司已完成项目的产能	不变
英洛华	13000	公司主要生产钕铁硼磁性材料和电机系列产品 2024 年钕铁硼业务营收 21.16 亿元，占比 52.79%，电机系列营收 8.99 亿元，占比 22.42%	现阶段主要通过设备更新、产线改造来提升产能，未来根据市场需求和公司业务情况考虑后续产能规划	暂时不变

注：表中产能为毛坯产能，由于成材率因素，与实际钕铁硼成品产能具有一定差距

数据来源：公司公告，投资者问答，公开投资者调研纪要，东方证券研究所

人形机器人产能布局领先，积极推进投资项目建设。根据公司 2024 年报，为顺应时代潮流，公司正积极配合世界知名科技公司的人形机器人磁组件研发，目前已初具规模化生产能力，陆续有小批量的交付。公司本就是业内较为领先布局人形机器人磁组件产能的企业，为完善产业布局、扩大业务规模，满足客户在新能源汽车、变频空调及人形机器人等新能源及节能环保领域订单需求，2025 年 1 月 20 日，公司发布关于年产 2 万吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目的公告，拟通过金力包头公司投资 10.5 亿元，项目建设期两年，建成后公司将具备年产 6 万吨高性能稀土永磁材料的生产能力，产能规模优势进一步扩大。

图 16：公司产能发展与规划（单位：吨）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

变更 H 股募集资金使用用途，项目产业化投资再加码。2025 年 3 月 29 日，公司发布关于变更 H 股募集资金使用用途的公告，拟变更原计划用于“进行潜在收购”的剩余 H 股募集资金港币

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

96,240,440.79 元（截至 2025 年 2 月末），全部用于持续进行技术研发投入，在稳固公司在高性能钕铁硼永磁材料生产方面的技术优势，提高自动化水平的同时，积极推进人形机器人磁组件研发及项目产业化的软硬件配套工作，以满足客户不断增长的需求。我们认为，公司持续加大人形机器人领域的研发和产能建设投入，为后续大规模量产作好准备，有望率先实现人形机器人磁组件产业化，抢占未来产业的制高点。

表 6：变更前 H 股所得款项净额（单位：元）相关用途的基本情况

用途	所得款项净额	占比	已使用金额	未使用金额
进行潜在收购	604,807,653.60	15.00%	508,567,212.83	96,240,440.79
研发	403,205,102.40	10.00%	403,205,102.40	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：变更后 H 股所得款项净额（单位：元）相关用途的基本情况

用途	所得款项净额	占比	已使用金额	未使用金额
进行潜在收购	508,567,212.83	12.61%	508,567,212.83	
研发	499,445,543.19	12.39%	403,205,102.40	96,240,440.79

数据来源：公司公告，东方证券研究所

下一轮产业周期，头部企业发展空间更广阔，稀土永磁材料行业集中度或将加速提升。稀土永磁材料行业既具有技术密集型属性，也具有资金密集型特点，技术研发、产能扩张、产业链整合等均需要雄厚的技术实力与资本实力。未来随着人形机器人、低空经济等前沿、新兴领域不断成长，高性能、高质量稀土永磁体的应用场景将继续拓展深化，具有较强研发、生产及配套服务能力的头部企业有望赢得更为广阔的发展空间，我国稀土永磁材料行业集中度有望加速提升。

2.2 成本：产业格局不断优化，稀土价格底部持续回升

国家持续出台稀土行业监管政策，促进产业格局不断优化。稀土作为我国重要的战略金属与关键资源，过去 14 年里，国家通过配额制度、出口关税等手段持续调控稀土供给，推动稀土行业供给格局不断优化。具体来看，国务院最早于 2011 年发布《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，首次明确了稀土资源的战略地位；2021 年 1 月，工信部发布《稀土管理条例》（征求意见稿），提出建立投资项目核准制度，拟定稀土开采及冶炼分离总量指标制度，明确相关违法行为惩罚措施；2024 年 6 月，《稀土管理条例》正式实施。

2025 年 2 月 19 日，工信部发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法(暂行)(公开征求意见稿)》及《稀土产品信息追溯管理办法(暂行)(公开征求意见稿)》，这是继 2024 年 10 月《稀土管理条例》正式实施后的重要配套细则。本次征求意见稿亮点颇多，重点来看有以下几个方面：

开采分离指标仅下发大型稀土集团，行业供给端进一步向头部集中。《征求意见稿》明确稀土开采与冶炼分离指标仅下发至“国家推动组建的大型稀土企业集团及所属稀土开采企业和稀土冶炼分离企业”，排除中小企业和个人参与开采冶炼的可能性，推动稀土资源进一步向头部集中。

《征求意见稿》首次将进口矿纳入总量调控范围。此前的《稀土管理条例(征求意见稿)》提到，“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”；而《稀土管理条例》中，这句话被删除。本次《征求意见稿》进一步明确将境外进口的稀土矿产品、独居石精矿等纳入总量调控管理，此举有利于防止海外稀土资源冲击国内市场，增强国内供给调控能力

《征求意见稿》强调全链条监管（从开采到流通）和集团化整合，凸显稀土作为战略资源的地位。《稀土产品信息追溯管理办法》以“全口径供给管控+全流程追溯”为核心，实现稀土产品“一物一码”可追溯，标志着中国稀土行业进入精细化治理阶段。在供给刚性收缩与新兴需求共振下，稀土资源战略价值将持续凸显。

表 8：稀土行业相关监管政策与规范文件

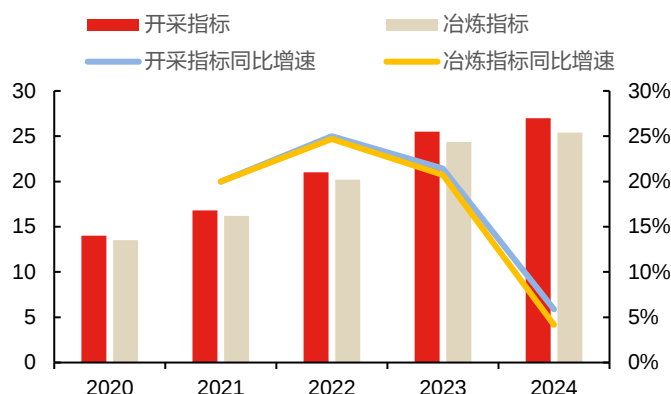
时间	部门	政策文件	核心要点
2011	国务院	关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见	明确了稀土资源的战略地位
2021	工信部	稀土管理条例（征求意见稿）	建立投资项目核准制度，拟定稀土开采及冶炼分离总量指标制度，明确相关违法行为惩罚措施
2022	自然资源部	关于开展 2022 年卫片执法工作的通知	重点查处非法开采稀土行为
2023	商务部 科技部	中国禁止出口限制出口技术目录	规范技术出口管理，维护国家经济技术权益
2024	国务院	稀土管理条例	建立产品追溯制度，严格流通管理
2025	工信部	稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法，稀土产品信息追溯管理办法	推动资源集中，防止海外稀土资源冲击国内市场，全流程精细化治理

数据来源：国务院、工信部、自然资源部、商务部、科技部官网，东方证券研究所

国内稀土供应配额增速大幅放缓，行业供需格局或转为紧平衡。稀土价格的波动主要受到国家政策、供需关系和国际贸易形势等多重因素的影响。国内指标方面，2024 年 8 月工信部、自然资源部下达 2024 年第二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标，分别为 13.5 万吨、12.7 万吨，2024 年前两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 27 万吨、25.4 万吨，同比增长 5.88%与 4.16%，增速较 2023 年大幅放缓，我们预计若 2025 年供应配额增速小于 5%，后续稀土供需格局或由宽松转为紧平衡。

2025 年稀土供应配额至今未下发，特定时局下或有更多考虑。按照往年惯例，每年稀土开采、冶炼分离总量控制指标一般于当年 3 月下发给大型稀土集团，年中视行业供需情况，进行第二批甚至第三批指标的下发。然而 2025 年至今，3 月工信部新发布的稀土行业管理办法征求意见工作早已结束，但有关部门迟迟没有下发今年的稀土配额。我们认为，在当前特定的时局下，稀土作为我国控制的重要战略资源，不仅承载了经济发展与科技应用方面的效应，配额指标的发放控制或有更深层次的考量。

图 17：近 5 年稀土开采、冶炼指标（单位：万吨）与同比增速（右轴）

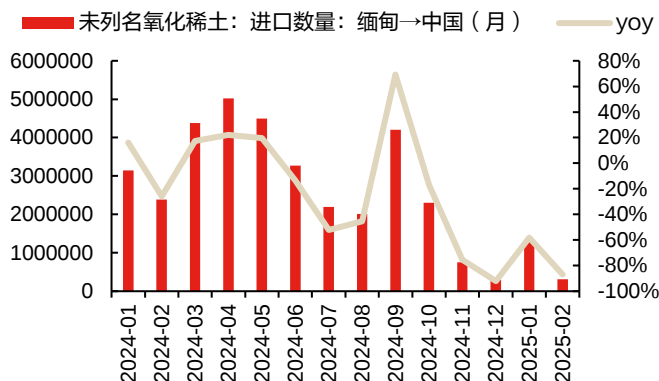


数据来源：工信部，东方证券研究所

海外供给：缅甸武装冲突加剧，并进一步导致封关。根据自然资源部官网通报，2024 年 10 月 23 日，克钦独立军宣布占领了缅甸北部的稀土产区板瓦（Panwa）和其培（Chipwe），板瓦地区此前由克钦新民主军控制，分布着 300 余个稀土采矿点。克钦独立军宣布占领后，当地采矿陷入停滞，边境贸易通道也进入关闭状态。

缅甸解除封关虽解除，但我国自缅甸的稀土矿进口量仍未恢复。根据钢联数据，12 月缅甸地区关口虽然已经恢复，但由于当地要求加征 20% 的资源税，使得矿商成本大幅增加，双方利益协调暂未达成一致。从我国稀土进口量来看，12 月进口量并未如期恢复。2024 年 10-12 月我国从缅甸进口稀土量分别为 2306/756/300 吨（未列名氧化稀土），同比分别减少 16.8%/75.4%/92.1%。

图 18：我国自缅甸进口稀土矿数量（单位：千克）与同比（右轴）



数据来源：钢联数据，东方证券研究所

政策：特定时局下，出口管制进一步推升中重稀土价格。2025 年 4 月 4 日，商务部、海关总署发布公告，对部分中重稀土相关物项实施出口管制。根据百川盈孚数据，2024 年中国对全球氧化铽、氧化镱供给的贡献度为 98%、99%，我国出口铽、镱量是海外产量的 9.5/8.1 倍，我国铽、镱、稀土永磁出口量约占全球总供给 17.4%、4.4%、17%，我国出口美国的铽、镱、稀土永磁占总量分别为 5%、0.01%、13%。中重稀土作为我国反制美国加征关税的武器，出口管制后，国内外氧化铽的价格已经上涨近 10%，其中国内氧化铽价格波动在 725 万元到 730 万元每吨之间，相较于 4 月 3 日的价格上涨幅度高达 9.6%。海外稀土供需紧张，价格大幅上涨，与国内价差扩大后，有望反过来带动国内稀土价格上涨。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 19：上海氧化铽价格（单位：元/千克）



数据来源：Wind，东方证券研究所

需求：下游需求多元化发展，未来高端需求有望持续增长。当前稀土市场正在发生深刻变化，人形机器人、军工和核能等新兴领域对稀土永磁材料的高端需求持续上升。马斯克表示，特斯拉 Optimus 二代电机对镝的需求增加了 40%，预计未来可能会达到“百亿吨级别”的市场需求；除此以外，中国新一代大飞机和核电机组的需求也为稀土资源的使用带来了新动力。未来稀土行业下游需求多点开花，高端领域的新需求有望持续增长。

图 20：稀土价格过往行情回顾与复盘（单位：元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

综合国内外供给、需求与政策等方面因素，我们预计 2025 年稀土供需或将呈紧平衡状态，稀土价格自 24Q2 底部确立后，未来三年有望持续上涨。

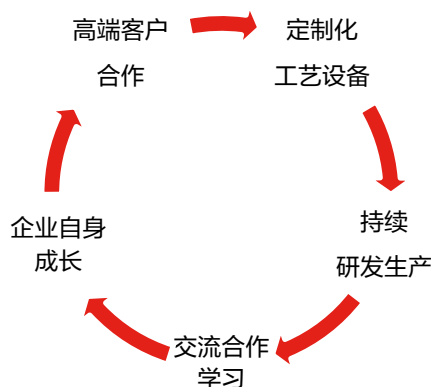
2.3 盈利：竞争壁垒持续增强，吨毛利弹性大，成本控制优秀

高性能稀土永磁材料具有较强的技术密集型属性，长时间的研发与人才培养筑起公司深厚的技术壁垒。公司自 2008 年成立以来，持续 17 年对材料制备的全工艺流程的各个环节开展研究，进行了长时间的技术积累和大规模的生产实践，目前已自主掌握核心技术及专利体系，包括晶界渗透、配方体系、晶粒细化、一次成型、生产工艺自动化以及耐高温耐高腐蚀性新型涂层等技术，获得各领域客户的高度认可。公司先进的研发设备，为持续深入的产品与技术研发保驾护航。

除技术与时间壁垒外，定制化的客户需求也为生产与设计树立较高的竞争壁垒。高性能稀土永磁材料作为非标准化产品，需根据终端客户的个性化需求，实施具有较高标准的配套设计与生产。一方面，产品设计过程本身具有一定技术投入与研发难度；另一方面，相关产品生产工艺复杂、生产环节多、生产流程长，需要企业针对性地设置配套工艺与专业化设备、设施，并实施严格的生产管控，才能保证产品质量与交付。

联手世界知名科技公司，深度合作进一步加速公司成长。对磁材生产企业来说，高端客户的持续开发，一定程度上为公司构筑了高端市场的竞争壁垒，强化了品牌效应，降低了公司遭遇不正当竞争的风险，为公司产品保持合理的利润空间；并且在与国内外先进终端客户的合作、交流过程中，公司能够辩证、充分地吸收其先进的研发机制、生产管控、运营模式、企业文化等，把握世界技术、行业、市场发展前沿，进一步促进自身成长。

图 21：公司成长范式



数据来源：东方证券研究所

下游客户认证周期长，汽车客户的认证周期一般为 3-5 年。稀土永磁材料行业特征为客户黏性强，进入门槛高，下游客户对产品品质要求十分严格，产品评鉴及认证周期比较长，为满足其品质、技术及管理体系要求，国际汽车客户的认证周期一般为 3-5 年；此外稀土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，一旦建立合作关系往往不会轻易更换供货商，客户黏性强。

公司与现有客户关系稳定，产品定制化，客户黏性较高。公司在研发、制造、供应链管理、客户服务及企业文化等方面不断优化，形成了与客户需求相适应的较为成熟的经营模式。通过将技术服务前移到客户端，运用自身在钕铁硼永磁材料方面的专业技术优势，参与客户新产品的设计过程，协助客户优化产品性能、降低产品成本，提供全方位技术解决方案。此外，公司实行严格的质量管理体系并具备行业领先的精益生产能力，产品交付能力及生产效率在行业内处于领先水平。这些成熟的经营模式，为公司与现有大客户保持稳定的合作关系，以及开发新的客户，奠定了坚实的基础。

公司与新能源与节能产业的龙头企业客户进行深度合作，已成为全国乃至全球稀土永磁行业产销量排名第一的企业。具体来看，根据公司 2025 年 4 月投资者调研公告披露，新能源汽车零部件方面，2024 年公司产品已应用于全球约 550 万辆新能源汽车，占比 32.4%；变频空调方面，磁钢产品应用于约 8200 万台，占比 41%；风力发电方面，磁钢应用装机容量约 12GW，占比 10%。

表 9：主要稀土永磁上市相关产品及客户情况

标的	汽车	风电	空调	节能电梯	消费电子	工业电机	机械硬盘
金力永磁	1)特斯拉、比亚迪、联合汽车、日本电产等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商；2)上汽、北汽新能源、蔚来、理想汽车是公司最终用户，3)博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商。4)大众 MEB 纯电动平台项目配套供应商，通用 BEV3 定点供应商。(全球前十大新能源汽车生产商)	金风科技(指定中国中车、南京汽轮)、西门子歌美飒、明阳智能	美的、格力、海立、三菱	通力、三菱	歌尔股份	博世力士乐	-
宁波韵升	比亚迪、小鹏、蔚来、方正电机、卧龙电驱、纬湃科技、欧洲大陆、德国舍弗勒	中车系	格力、松下、三菱	-	全球某 3C 智能电子巨头	汇川技术	硬盘产业链主要磁材供应商
正海磁材	1)大众、丰田、日产、通用、福特、现代、一汽、长城、极氪一级供应商，2)理想、零跑、威马等供应链，日本 NIDEC、德国 BROSE、韩国 LG 等国际知名汽车零部件巨头的主要供应商；(全球销量前十大汽车制造商中已有九家实现量产或定点)	金风科技、东方电气、西门子歌美飒、维斯塔斯等	美的、格力、松下和三菱、三星和 LG、江森等	-	瑞声科技、歌尔股份、鸿海科技、Bose、日本丰达等	-	-
中科三环	特斯拉、奔驰、宝马、大众、BOSCH、大陆汽车等	-	大金等	-	苹果	KONE、三洋等	希捷、西部数据
英洛华	比亚迪、宇通、小鹏汽车等	-	-	-	苹果、三星、飞利浦	-	-
大地熊	德国采埃孚、德国舍弗勒及巨一科技、精进电动、双林股份等	中车永济、明阳智能	-	-	日本电产、国光电器、和硕联合科技	中车、舍弗勒、西门子、百得、牧田、松下等	-

注：金力永磁：中国中车、南京汽轮为金风科技指定企业

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

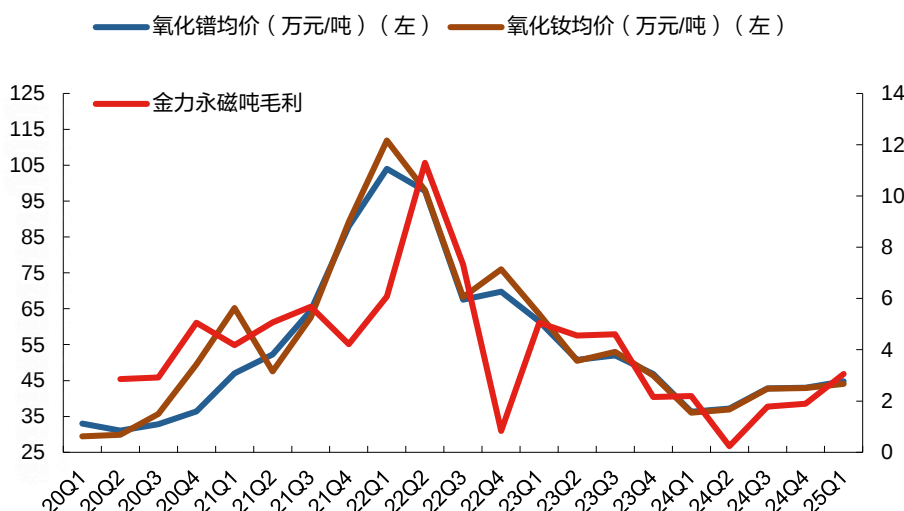
“成本加成定价”——磁材企业吨毛利水平与稀土价格的微妙关系

磁材企业多数采用“成本加成定价法”，即从上游供应商按约定价格采购稀土原材料之后，视工艺、产品与客户情况，合理确定加工费，并最终确定产品售价的定价模式。复盘过去 5 年主要稀土氧化物价格与磁材生产企业吨毛利，我们发现两者存在以下几点微妙的关系：

- 1) 短期来看，由于原材料成本变动滞后于销售价格，故当稀土价格持续上涨时，对于拥有频繁调价机制的企业来说，稀土永磁材料销售价格也会同步上涨，而企业前期低成本存货将会令吨毛利短暂增长。例如 21Q2，稀土价格从前期高位短暂回调两个季度后，价格率先触底，公司毛利率在一个季度后的 21Q3 同步见底反弹；此后随着低成本存货逐渐耗尽，存货成本缓慢随稀土原材料市场价格及销售价格上涨，此时磁材企业吨毛利将回落至正常水平。

- 2) 对于拥有不频繁的价格调整机制的企业或业务，存货成本及销售价格均将缓慢上涨。因此，稀土价格短期变化不会促使公司吨毛利增长。反之，当企业低成本存货逐渐耗尽后，吨毛利可能会下降，直至下一次价格调整后，存货成本及销售价格得到全面调整，此时吨毛利将会回归正常水平。除非稀土原材料市场价格持续大幅上涨，否则公司吨毛利变动仅为暂时现象。
- 3) 中长期来看，稀土价格的高低通常磁材企业吨毛利的影响相对有限。例如 23Q2 至 24Q2，稀土价格在 36-50 万元/吨区间波动，整体较为平稳。这一阶段前期，公司吨毛利跟随稀土价格反弹而持续回升，进入 24 年后由于磁材行业部分下游领域订单需求减少，行业竞争加剧，公司产品吨毛利才逐渐下行。
- 4) 24Q2 稀土价格底部已现，后续价格有望持续回升，磁材企业吨毛利增速更高。稀土价格经历近两年的持续下行，对产业链上下游造成了较为不利的影响，故 2024 年第二批发放的稀土配额指标增速，较此前大幅减缓，推动稀土行业供求关系向紧平衡转变。受此影响 24Q3 稀土均价环比明显上升 15.6%，公司吨毛利也于 24Q2 触底反弹。当稀土价格上行时，磁材企业有望获得更高的加工费，吨毛利水平将获更明显改善。

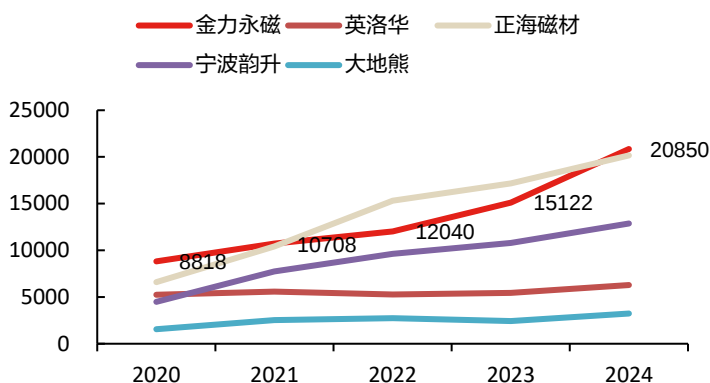
图 22：稀土氧化物价格与公司产品估算吨毛利



数据来源：上海有色网、公司公告，东方证券研究所预测

公司长期战略规划清晰，稀土永磁产品产销量持续增长。公司自成立以来，秉持“成为世界稀土永磁行业领军企业”的愿景，2020 年以来，公司五年产能发展规划逐步落地，钕铁硼产品销量从 2020 年的 8818 吨持续增长至 2024 年的 20850 吨，并于当年重新超越正海磁材，成为全国乃至全球稀土永磁行业产销量排名第一的企业。

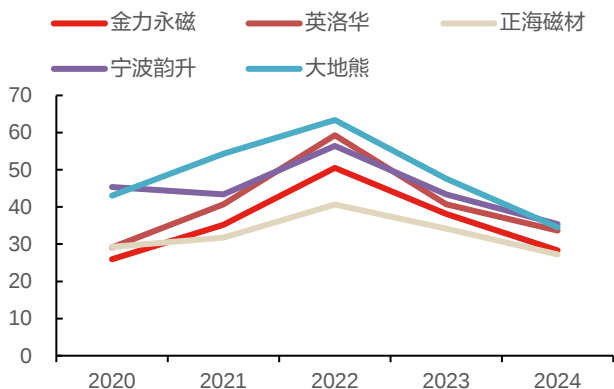
图 23：磁材行业公司钕铁硼销量（单位：吨）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

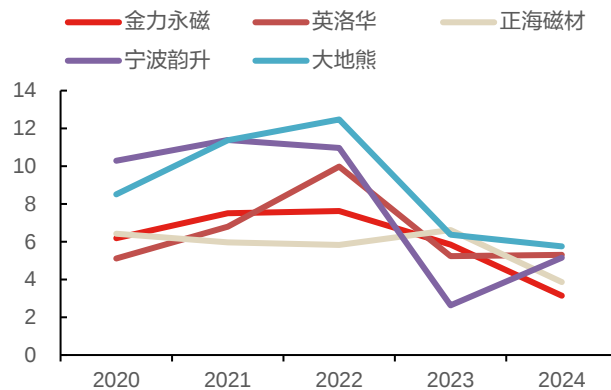
同业产品结构导致吨售价差异，吨毛利受多因素影响阶段性下行。2020 年以来，磁材行业主要上市公司均经历了一轮完整的产业周期。从产品吨毛利方面来看，受 2024 年稀土原材料价格下行，行业竞争加剧与项目建设等因素影响，公司产品吨毛利阶段性承压。由于产品结构不同，单价较高的 3C 与工业电机产品使大地熊等公司维持了较高的吨售价与吨毛利。根据前文所述，未来我们预计随着稀土价格底部持续回升，公司产品吨毛利或将展现更大的弹性，并且随着公司人形机器人磁组件逐渐放量，公司产品吨毛利或将迎来加速改善。

图 24：磁材行业公司钕铁硼吨售价（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

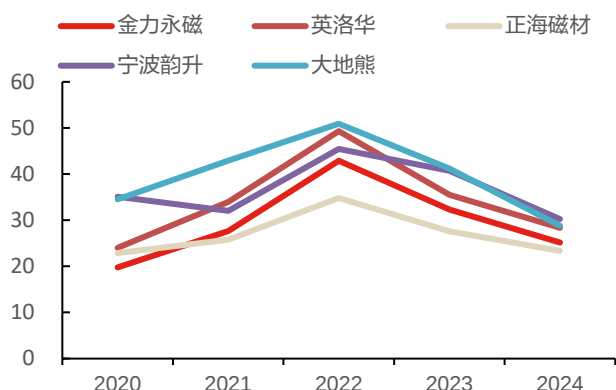
图 25：磁材行业公司钕铁硼吨毛利（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

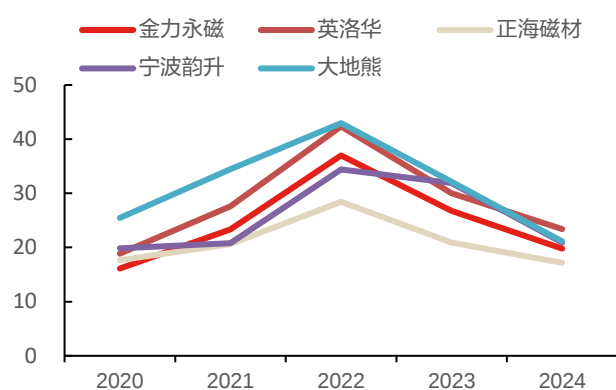
单吨成本控制能力优秀，吨材料成本行业领先。从单吨总成本来看，近 5 年公司钕铁硼产品控制能力优秀，整体保持行业地位，其中吨材料成本更是处于行业领先水平。我们认为，公司掌握的业内领先的晶界扩散技术，相对行业现有的浸渍法、粉末埋埋法、电泳沉积法实现了升级与革新，有效提升了晶界扩散新工序的效率、效果与产业化前景，明显减少了单吨材料的使用。2024 年度公司使用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产品占比超 90%。

图 26：磁材行业公司钕铁硼吨成本（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

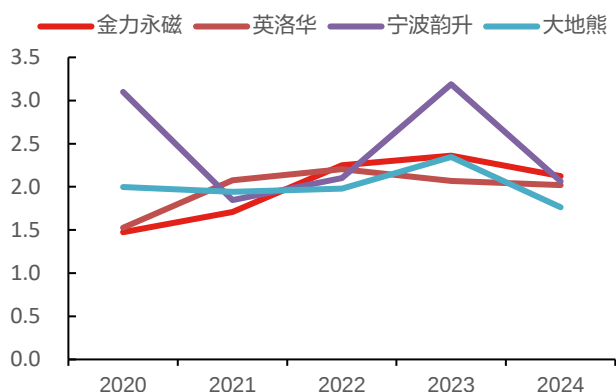
图 27：磁材行业公司钕铁硼吨材料成本（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

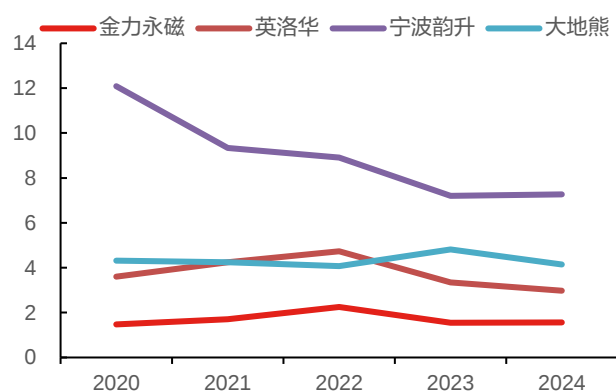
持续推进精益生产，单吨生产成本控制能力优秀。2020 年以来，公司持续推进精益生产，进行信息化、自动化改善，积极布局智能制造，以期逐步建设“自动化、智能化、数字化”的生产系统，单吨生产成本控制能力十分优秀。近 5 年公司钕铁硼产品单吨人工成本与单吨制造成本均位于同业领先水平，尤其是吨制造成本相较同业具有明显优势，公司先进的产线布局与智造项目建设，持续巩固竞争壁垒。

图 28：磁材行业公司钕铁硼吨人工成本（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 29：磁材行业公司钕铁硼吨制造费用（单位：万元）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

未来新兴高端需求领域营收占比增长，有望推动公司整体盈利能力进一步提升。人形机器人领域作为磁材领域新兴的高端需求增长点，一方面销售单价高于风电、节能变频空调等。随着人形机器人领域营收占比增加，预计将推动永磁材料产品单位均价逐步上升，量价齐升，公司营收有望保持快速增长。另一方面由于人形机器人领域及 3C 领域高性能磁钢加工难度更高，人形机器人、3C 等领域的毛利率也高于风电等传统领域，预计随着人形机器人等领域的营收占比增长，也将推动公司整体盈利能力的提升。

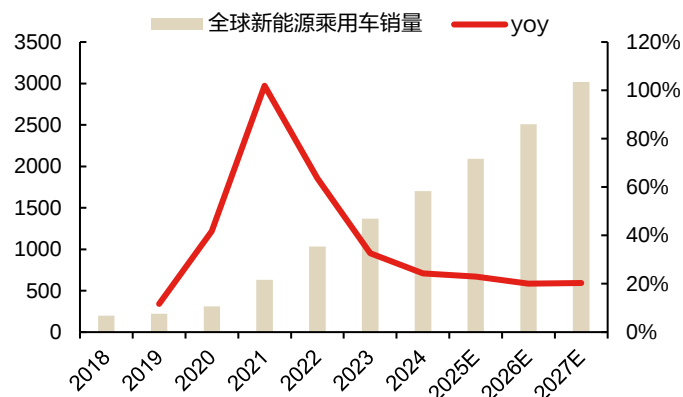
三、成长空间：现有业务地位稳固，人形机器人有望助推跨越式发展

3.1 传统业务：新能源车、变频空调、节能风电龙头地位稳固，业务持续增长

在新能源汽车及汽车零部件领域，公司产品覆盖全球前十大新能源汽车生产商。公司不仅是国际知名车企特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、日本电产等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商，更覆盖了包括上汽、北汽新能源、蔚来、理想汽车等最终汽车用户公司。公司生产的高性能钕铁硼 H、SH、UH、EH、AH 系列稀土永磁产品，被广泛用于新能源汽车驱动电机、ABS（防抱死制动系统）、EPS（电子转向系统）及汽车零部件，显著提高了电机功率密度并改善其运行效率。

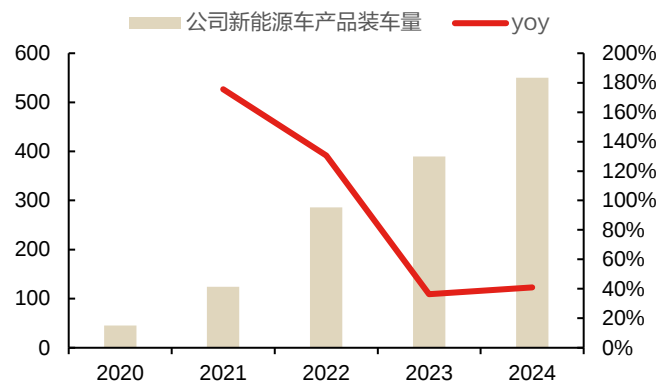
未来三年全球新能源车销量有望持续保持高速增长态势，带动公司新能源车领域产品销量高增。根据 CleanTechnica 数据，2024 年全球新能源乘用车销量首次突破 1700 万辆，同比增长 26%，新能源车占全球汽车销量的比例达到 22%。根据彭博新能源财经（BNEF）公开发布的预测，2025-2027 年全球新能源乘用车销量将分别达到 2090 万辆、2510 万辆和 3020 万辆，同比增长 22.94%，20.10%和 20.32%。未来三年全球新能源车销量有望维持 20%以上的高增速，公司新能源汽车领域高性能钕铁硼材料收入有望持续增长。

图 30：全球新能源乘用车销量预测（单位：万辆）及同比增速（右轴）

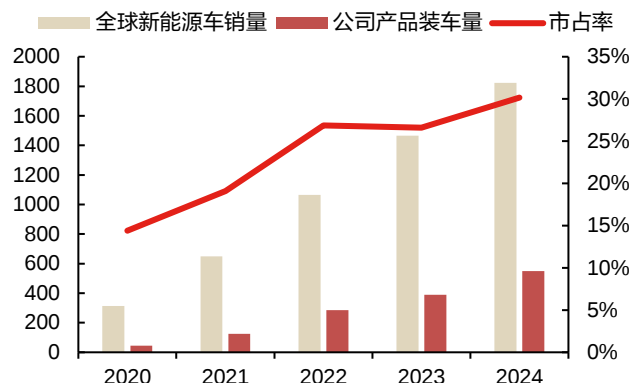


数据来源：EVTank，BNEF，东方证券研究所

新能源车及零部件龙头地位持续稳固，双重利好下板块收入有望显著增长。根据 EVTank 数据，2020-2024 年全球新能源汽车销售总量分别为 312.5、650、1065、1465.3 与 1823.6 万台。根据公司历年年报，公司新能源车板块产品可装配新能源车数量分别为 45、124、286、390 与 550 万台，公司新能源车及零部件磁材市占率从 2020 年的 14.4%逐步提升至 2024 年的 30.16%，行业龙头地位不断稳固。我们预计未来随着全球新能源车销量的持续增长，公司新产能逐步建成投产，公司新能源车领域产品市场占有率有望继续提升，双重利好下板块收入有望显著增长。

图 31：公司新能源车板块产品装车量（单位：万辆）与同比增速（右轴）


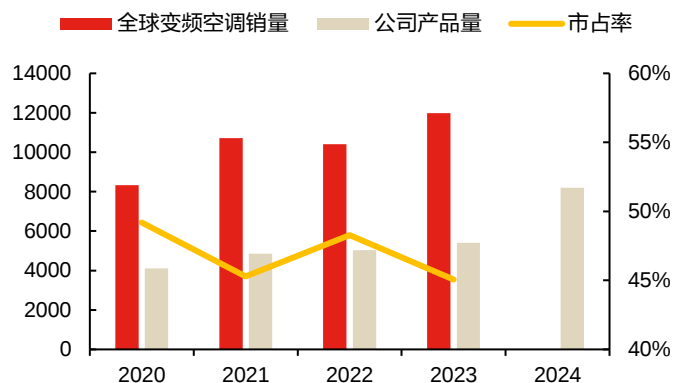
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 32：公司新能源车板块产品装车量（单位：万辆）与全球市占率


数据来源：EVTank，公司年报，东方证券研究所

在节能变频空调领域，公司主要客户包括美的、格力、上海海立及广州三菱等领先企业。此外，公司还与全球变频空调压缩机前五大企业保持多年友好合作关系。公司生产的 SH、UH 系列高性能钕铁硼磁钢作为变频空调压缩机核心材料，市占率持续增长。根据公司在 2025 年 4 月 7 日披露的投资者交流公告，2024 年公司磁钢产品应用于约 8200 万台变频空调，销售收入同比增长 61.81%。

家用变频空调市场逐渐成为主流，未来市占率有望持续增长。根据产业在线数据，2024 年全球家用空调全年总产量达到 20157.90 万台，同比增长 19.50%；总销量为 20085.30 万台，同比增长 17.80%。随着《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于 2020 年 7 月 1 日正式实施，定频空调产品全面淘汰，高效能的变频空调成为市场主流。2025 年空调产销量依旧保持快速增长态势，1-2 月我国家用空调总销量为 3452.4 万台，同比增长 20.6%。我们预计随着变频空调市场份额进一步扩大，公司磁钢市场占有率具备进一步提升的潜力。

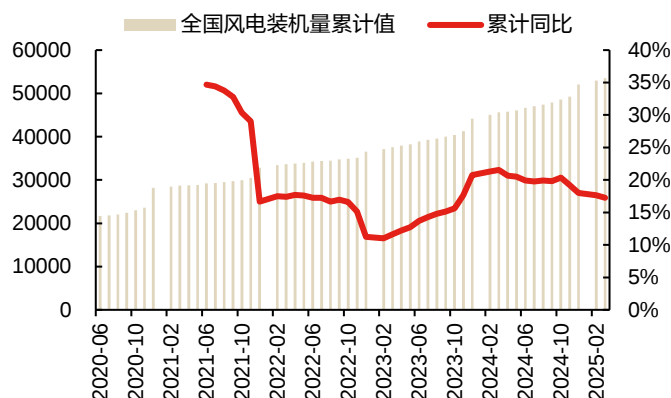
图 33：全球变频空调销量、公司产品量（单位：万台）与市占率（右轴）


数据来源：产业在线，华经情报网，东方证券研究所

在风电领域，公司业务同样有望保持增长。风电高性能钕铁硼永磁材料作为公司传统优势业务，全球前十大风电整机厂商中的五家均为公司客户，包括金风科技和西门子-歌美飒等全球领先的风电整机厂商。根据公司投资者交流公告，2024 年公司磁钢应用装机容量约 12GW。公司与下游风电行业龙头金风科技等企业形成了稳定的合作关系，深度绑定龙头有望持续受益。

永磁电机性能优异，海风助推需求增长。目前风力发电电机主要有三种：双馈异步风力发电系统、永磁半直驱和永磁直驱同步电机。其中，半直驱和直驱同步电机需要使用钕铁硼永磁体。我国作为全球最大的风电市场，根据国家能源局数据，截至 2024 年 7 月底，风电、太阳能发电总装机容量达到了 12.06 亿千瓦。2025 年 2 月，国家能源局印发的《2025 年能源工作指导意见》明确，非化石能源发电装机占比提高到 60% 左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20% 左右。我们预计未来随着海上风电装机量占比快速提升与机组大型化，高性能钕铁硼永磁材料需求有望保持增长，特别是海上风电市场快速发展，公司在风电领域的市场份额也有进一步的提升空间。

图 34：我国风电装机量累计值（单位：万千瓦）与累计同比（%，右轴）



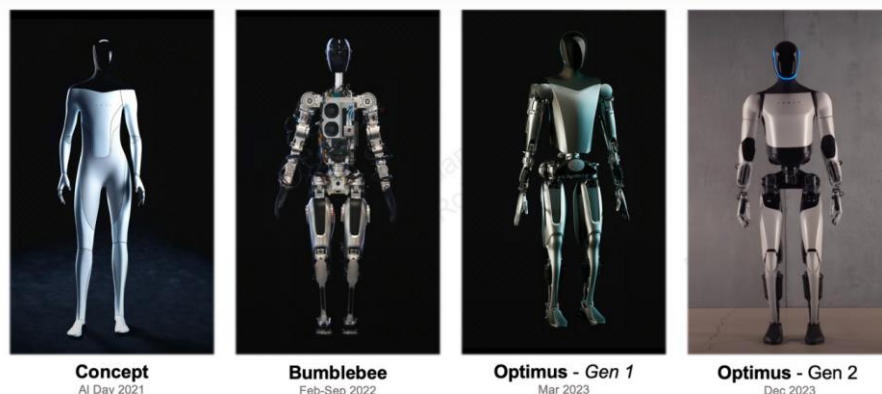
数据来源：国家能源局，东方证券研究所

3.2 前沿业务：人形机器人磁材组件产业化进程快速推进，未来三年有望实现跨越式发展

人形机器人具有高度类人的特点，是机器人产业未来方向。人形机器人的设计和构造类似于人类，具有类似人类的运动能力和行为。它具有头部、躯干和四肢，并能执行类似于行走、抓取和操纵物体等任务。通过先进的传感器，伺服电机以及控制算法，人形机器人展现了卓越的运动能力和高度模拟人类行为的特性，能够在拥有高度灵活和快速移动能力的同时，实现一系列复杂的动作。

国内外尖端科技公司早已开发多代产品。以世界知名科技公司特斯拉为例，其人形机器人项目发展时间线始于 2021 年 8 月的 AI Day。公司首次向公众展示了其人形机器人 Concept，其初登场的形象为一个穿着机器人服装的人。自 2023 年 2 月开始，特斯拉公司启动了首个正式人形机器人项目，命名为大黄蜂。时隔 8 个月的 2022 年 9 月，Bumblebee 在 AI Day 活动上正式亮相。6 个月之后的 2023 年 3 月，特斯拉公司推出了下一代人形机器人，命名为擎天柱一代。仅仅过 6 个月之后的 2023 年 12 月，擎天柱第二代登场。特斯拉公司在短短 2 年时间内推出了 4 代人形机器人产品，展现了世界顶尖的研发能力。

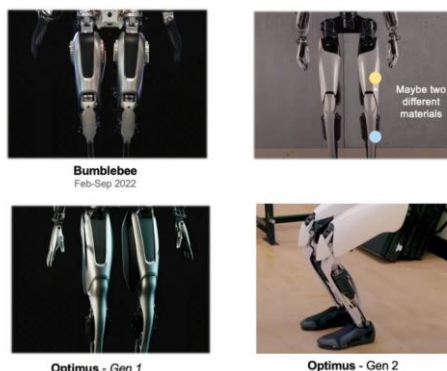
图 35：特斯拉公司人形机器人发展历程



数据来源：特斯拉公司官网，东方证券研究所

人形机器人 Optimus 二代关节设计大幅改进，运动性能显著提升。Optimus 二代关节设计相较于一代拥有众多明显的提升，其中颈部方面，二代新增了 2 个自由度驱动的颈部关节；手部方面，二代采用了全新的 11 自由度手部，并装配了更多传感器；膝盖部分，二代多增加了一个分离的膝盖盖板，使得机器人膝关节在运动时拥有更高的稳定性与多达 30% 的移动速度提升。

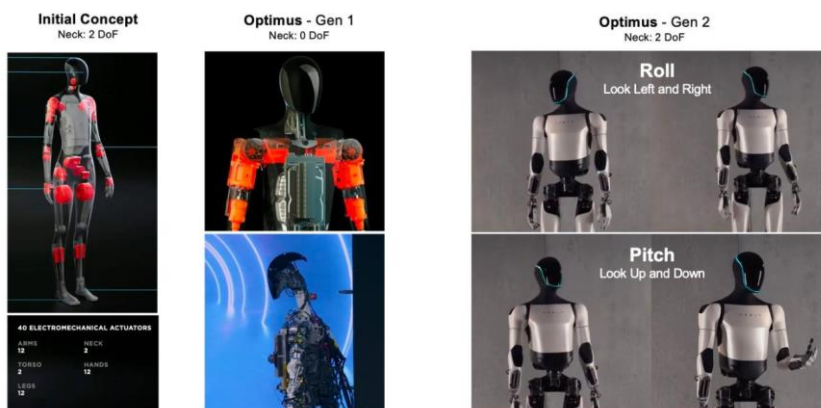
图 36：特斯拉 Optimus 人形机器人一代与二代关节对比



数据来源：特斯拉公司官网，东方证券研究所

Optimus 二代新增颈部自由度，机器人更具人形。在特斯拉最早期的概念设计中，在颈部设想了具有 2 个自由度的主动关节。然而在 Optimus 一代中，由于设计与运行效率等原因，能够自由运动的颈部设计被取消，转而采用了较为简单的机械固定。随着特斯拉公司研发与技术实力的提升，Optimus 二代中重新引入了 2 自由度颈部，其中一个 Roll 方向运动即左右转动，另一个是 Pitch 方向运动即上下转动。这 2 个自由度的恢复不仅增加了机器人的广角观察范围，也为其提供了更灵活的头部运动能力，产品距离真正意义上的人形机器人又更近了一步。

图 37：特斯拉公司人形机器人颈部自由度变化



数据来源：特斯拉公司官网，东方证券研究所

自由度持续提升，永磁电机需求愈发迫切。对于全身控制算法来说，想要控制高达 40 个全身自由度的机械关节模组，需要 40 个 FSA 关节。按人形机器人身高 165cm，体重 55kg 计算，驱动电机所需的最大模组峰值扭矩不小于 300NM。此外，随着机器人减重要求的愈发严苛，在关节处换用更小的驱动电机或将是产业未来必然的发展方向，这对驱动电机的性能提出了更高的要求，高性能稀土永磁电机在人形机器人领域的应用愈发不可替代。

图 38：Optimus 一代自由度统计表

Optimus Gen1		Actuators (Single)	Total (Dual)	
Lower Body	Pelvis	3	6	DoF
	Knee	1	2	DoF
	Ankle	2	4	DoF
Lower Body Total		6	12	DoF
Upper Body	Shoulder	3	6	DoF
	Elbow	1	2	DoF
	Wrist	3	6	DoF
Upper Body Total		7	14	DoF
Torso	Waist	2	2	DoF
Body Total			28	DoF
Total			40	DoF

数据来源：根据 Tesla AI Day 发布会视频整理，东方证券研究所

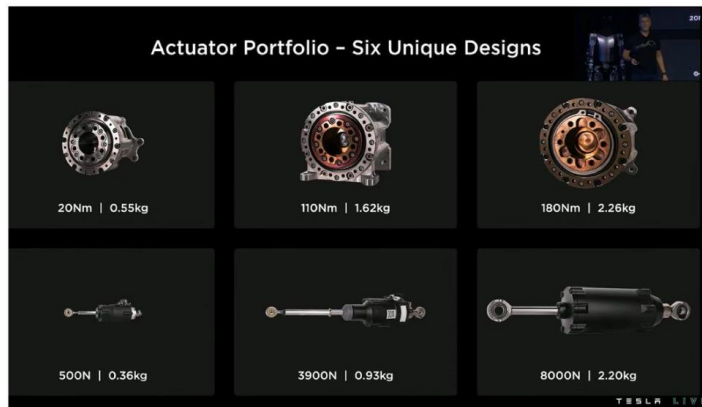
图 39：Optimus 二代自由度统计表

Optimus Gen 2		Actuators (single)	Total (Dual)	
Lower Body	Pelvis	3	6	DoF
	Knee	1	2	DoF
	Ankle	2	4	DoF
Lower Body Total		6	12	DoF
Upper Body	Shoulder	3	6	DoF
	Elbow	1	2	DoF
	Wrist	3	6	DoF
Upper Body Total		7	14	DoF
Torso	Waist	2	2	DoF
	Neck	2	2	DoF
Body Total			30	DoF
Total			42	DoF

数据来源：根据 Tesla 发布会视频整理，东方证券研究所

Optimus 二代自由度的提升，也包含着驱动电机能效的改进。执行器方面，特斯拉 Optimus 二代延续了一代的设计技术路线，依旧分为旋转形电驱关节和线性电驱关节。其中电机性能方面，采用更多的高性能永磁电机使效率获得了明显的提升，二代移动速度相较一代提升高达 30%。此外我们也观察到，二代腕关节的两个线性驱动电机似乎尺寸有所减小，变得更紧凑，这很有可能是换用高性能稀土永磁电机带来的能效改进。

图 40：特斯拉 Optimus 二代旋转形电驱关节和线性电驱关节



数据来源：特斯拉公司官网，东方证券研究所

当前人形机器人、新能源、低空经济等新兴领域蓬勃发展。高性能钕铁硼永磁材料具有体积小、重量轻、高性能、高稳定性等优点，是伺服电机等动力系统的核心关键材料。未来随着人形机器人等新兴领域技术的成熟和商业化放量，高性能钕铁硼永磁材料将迎来全新的发展机遇期。

人形机器人磁组件需求测算。根据上市公司中科三环在 2024 年度报告中披露，特斯拉 Optimus 系列人形机器人单台需要使用 28 个无框电机，34 个空心杯电机，其中高性能钕铁硼用量可达到 4.5kg。根据 2025 年 4 月 23 日特斯拉公司财报电话会议，马斯克表示今年年底前将部署上千台 Optimus 机器人，不到五年时间可以实现 100 万台的量产目标，据此我们分别测算两种假设情形下，人形机器人对磁材组件的需求量。当前我国人形机器人领域存在大量科技公司，2025 年 4 月 19 日北京人形机器人马拉松共有 20 支队伍参赛，预计我国人形机器人领域科技公司或有数十家，假设各家公司产品与特斯拉公司一同放量，依据公司数量我们又测算 20 家企业产品量产对应的磁材需求量。

表 10：人形机器人磁组件需求测算

情景	机器人销量/万台	磁材需求量/万吨
假设 1	0.1	0.00045
假设 2	100	0.45
假设 3	2000	9

数据来源：中科三环年报，特斯拉官网，东方证券研究所预测

公司积极推进投资项目建设，有望率先实现人形机器人磁组件产业化。根据公司 2024 年报，得益于公司的早期布局和技术积累，以及积极配合世界知名科技公司进行人形机器人磁组件的研究开发和产能建设，2024 年公司已有小批量产品的交付。2025 年人形机器人迎来发展元年，公司将人形机器人磁组件技术研发部升级为人形机器人磁组件事业部，由公司首席执行官兼任该事业部的战略统筹工作。目前公司根据客户的需求，已进行了包括项目专用厂房、专用设备及专业团队等多方面的配套投入，初具一定的规模化量产能力。未来，公司还将持续增加对人形机器人磁组件领域的研发投入，积极推进该项目产业化的软硬件配套工作，以满足市场不断增长的需求。

未来三年公司有望实现跨越式发展。根据公司 2025 年 3 月 29 日披露的股权激励公告，从业绩考核指标来看，以 2024 年为基准，2027 年净利润增长不低于 80%或主营业务收入增长不低于 100%。考虑到公司及永磁行业在建产能节奏，人形机器人等新兴领域未来需求增长，我们认为公司率先完成产业化布局，或将充分受益人形机器人产业化浪潮，未来三年有望实现跨越式发展。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 根据公司 25-27 年产能规划与在建项目进展，我们预测公司 25-27 年产能分别为 4 万吨、5 万吨和 6 万吨。公司产品以销定产，产能利用率长期保持高位，我们预计 25-27 年产能利用率分别为 90%、90%、90%。
- 2) 假设公司 25-27 年销售用毛坯占比分别为 1.9%、3.7%和 3.7%，加工用毛坯转化率保持 75%不变。公司磁材产品有望在新兴需求领域放量，未来销量有望保持高增长，假设 25-27 年磁材产销率分别为 94%、96%、96%。
- 3) 新能源车领域，假设公司产品 25-27 年装机量市占率小幅提升，分别为 33%、34%和 35%；变频空调领域，假设公司产品 25-27 年市占率稳步提升，分别为 60%、63%和 65%；风电领域，假设公司产品 25-27 年装机量市占率稳步提升，分别为 32.5%、33.75%和 35%。
- 4) 利润方面，稀土磁材采用成本加成定价法，公司产品竞争力强大，我们认为公司产品吨毛利或将随着稀土价格回暖而上行，假设公司钕铁硼磁钢产品 25-27 年吨毛利分别为 50000 元/吨，62000 元/吨和 68000 元/吨，对应毛利率 15.1%、16.4%、15.6%。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
钕铁硼磁钢					
销售收入（百万元）	5,764.0	5,906.0	8,253.5	11,798.8	16,296.4
增长率	-5.2%	2.5%	39.7%	43.0%	38.1%
毛利率	48.6%	12.6%	15.1%	16.4%	15.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	923.9	857.3	1,011.1	1,288.7	1,585.6
增长率	-14.6%	-7.2%	17.9%	27.5%	23.0%
毛利率	-186.8%	1.3%	13.8%	14.0%	15.1%
合计	6,687.9	6,763.3	9,264.6	13,087.5	17,882.0
增长率	-6.7%	1.1%	37.0%	41.3%	36.6%
综合毛利率	16.1%	11.1%	15.0%	16.2%	15.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司是全球新能源汽车、节能变频空调以及风力发电等磁钢应用领域的领先供应商，人形机器人产业化建设飞速发展，未来三年有望实现跨越式成长。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.52、0.82、1.00 元，由于公司产能迅速增长，且产品吨毛利随着稀土价格上涨，或有一定的提升空间，故按可比公司 2026 年的市盈率估值水平，给予公司 31 倍 PE 估值，对应目标价为 25.42 元，首次给予买入评级。

表 11：可比公司估值（PE）

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			PE		
		2025/5/9	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
铂科新材	300811	42.16	1.67	2.08	2.49	25.30	20.30	16.96
云路股份	688190	97.00	3.58	4.18	4.65	27.09	23.25	20.60
英洛华	000795	10.65	0.27	0.32	0.36	39.20	33.35	29.67
银河磁体	300127	25.93	0.52	0.55	0.66	50.10	46.83	39.07
安泰科技	000969	11.96	0.35	0.41	0.42	33.89	29.14	28.33
正海磁材	300224	13.03	0.35	0.44	0.55	37.40	29.35	23.84
中科三环	000970	11.18	0.17	0.28	0.38	65.38	40.55	29.21
调整后平均						37.53	31.13	26.33

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

需求不及预期：人形机器人是高性能稀土永磁材料未来重要的需求增长点，有望再造一个现有市场需求。当前产业化进程正常推进，但仍可能存在未来需求不及预期的风险。

行业竞争加剧：我国磁材生产企业众多，不乏资本实力雄厚的上市公司。若稀土价格回暖，产业需求增长，企业盈利扩张，可能存在增加磁材产能投放，行业竞争加剧的风险。

稀土价格下行：公司磁材产品采用成本加成法定价，若稀土价格持续下行，受原材料与产品调价时滞，可能会造成毛利下降，最终影响公司盈利的情况。

假设条件变化影响测算结果：正文为测算稀土永磁材料未来各领域需求，进行了诸多条件假设，可能存在假设条件变化导致需求测算误差的情况。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,886	2,713	2,707	3,272	4,471
应收票据、账款及款项融资	2,345	2,359	3,390	4,585	6,274
预付账款	66	70	78	125	169
存货	2,213	2,178	2,855	3,976	5,470
其他	326	371	358	399	433
流动资产合计	8,836	7,692	9,388	12,358	16,817
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	1,710	2,294	3,102	3,692	3,827
在建工程	764	778	1,006	837	424
无形资产	217	265	258	252	246
其他	292	1,261	562	690	820
非流动资产合计	2,990	4,605	4,936	5,479	5,325
资产总计	11,826	12,297	14,325	17,837	22,143
短期借款	401	258	535	1,290	2,612
应付票据及应付账款	2,910	3,058	3,836	5,538	7,550
其他	673	770	905	1,075	1,109
流动负债合计	3,983	4,086	5,276	7,903	11,271
长期借款	544	783	783	783	783
应付债券	0	0	0	0	0
其他	261	311	228	265	268
非流动负债合计	805	1,094	1,011	1,048	1,051
负债合计	4,789	5,180	6,287	8,951	12,322
少数股东权益	16	101	106	114	126
实收资本（或股本）	1,345	1,372	1,372	1,372	1,372
资本公积	3,842	4,021	4,181	4,181	4,181
留存收益	1,829	1,665	2,379	3,219	4,142
其他	5	(42)	0	0	0
股东权益合计	7,037	7,117	8,038	8,886	9,821
负债和股东权益总计	11,826	12,297	14,325	17,837	22,143

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	567	294	718	1,134	1,385
折旧摊销	134	144	195	256	297
财务费用	(57)	(38)	38	55	86
投资损失	(2)	(11)	0	0	0
营运资金变动	823	(107)	(797)	(531)	(1,213)
其它	52	225	645	(90)	(128)
经营活动现金流	1,518	508	800	823	426
资本支出	(890)	(783)	(1,243)	(672)	(12)
长期投资	(1)	(2)	0	0	0
其他	(51)	(902)	39	(1)	(1)
投资活动现金流	(942)	(1,687)	(1,205)	(673)	(13)
债权融资	47	558	0	0	0
股权融资	(109)	206	160	0	0
其他	(754)	(673)	239	415	786
筹资活动现金流	(816)	92	399	415	786
汇率变动影响	(4)	2	-0	-0	-0
现金净增加额	(244)	(1,086)	(6)	565	1,199

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,688	6,763	9,265	13,088	17,882
营业成本	5,613	6,011	7,879	10,973	15,096
销售费用	35	59	46	79	125
管理费用	156	169	241	327	447
研发费用	354	321	371	524	715
财务费用	(57)	(38)	38	55	86
资产、信用减值损失	24	44	22	2	(1)
公允价值变动收益	7	4	0	0	0
投资净收益	2	11	0	0	0
其他	47	106	100	86	69
营业利润	619	319	768	1,214	1,483
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	3	6	2	4	4
利润总额	617	315	768	1,213	1,481
所得税	50	21	50	79	96
净利润	567	294	718	1,134	1,385
少数股东损益	3	3	5	8	11
归属于母公司净利润	564	291	714	1,125	1,374
每股收益（元）	0.41	0.21	0.52	0.82	1.00

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-6.7%	1.1%	37.0%	41.3%	36.6%
营业利润	-19.5%	-48.5%	140.8%	58.1%	22.2%
归属于母公司净利润	-19.8%	-48.4%	145.2%	57.7%	22.1%
获利能力					
毛利率	16.1%	11.1%	15.0%	16.2%	15.6%
净利率	8.4%	4.3%	7.7%	8.6%	7.7%
ROE	8.2%	4.1%	9.5%	13.5%	14.9%
ROIC	6.4%	3.2%	8.3%	11.3%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	40.5%	42.1%	43.9%	50.2%	55.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.22	1.88	1.78	1.56	1.49
速动比率	1.66	1.35	1.24	1.06	1.01
营运能力					
应收账款周转率	3.2	3.4	3.9	3.9	3.9
存货周转率	2.7	2.7	3.1	3.2	3.2
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
每股指标（元）					
每股收益	0.41	0.21	0.52	0.82	1.00
每股经营现金流	1.13	0.37	0.58	0.60	0.31
每股净资产	5.12	5.11	5.78	6.39	7.07
估值比率					
市盈率	51.8	100.3	40.9	25.9	21.2
市净率	4.2	4.2	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	40.9	66.9	28.4	18.7	15.3
EV/EBIT	50.7	101.2	35.3	22.4	18.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。