

2025年05月23日

金力永磁(300748.SZ)

投资评级：增持（首次）

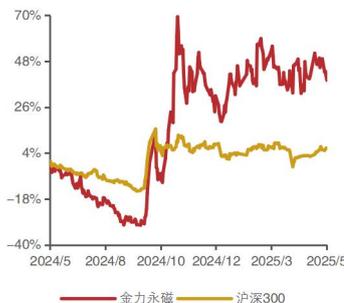
——高性能磁材迎盈利拐点，机器人磁组件打开远期成长空间

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
陈婉婷
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年05月22日

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 20.17 |
| 一年内最高/最低(元) | 26.50/9.99 |
| 总市值(百万元) | 27,675.90 |
| 流通市值(百万元) | 27,471.15 |
| 总股本(百万股) | 1,372.13 |
| 资产负债率(%) | 47.19 |
| 每股净资产(元/股) | 5.23 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **兼具周期与成长属性，高性能稀土永磁需求持续扩张。**高性能稀土永磁为伺服电机核心材料，下游应用涵盖消费电子、变频空调、节能电梯、工业机器人、风电、新能源汽车等。根据测算，我们预计2024-2027年全球高性能稀土永磁市场需求对应10.3/11.4/12.9/14.2万吨，3年CAGR达11%。其中，新能源汽车需求占比不断提升成为主要驱动力，风电需求有望筑底复苏，工业及人形机器人潜在需求有望迎来增长期。
- **经历周期享受成长，稀土永磁头部企业持续兑现业绩。**作为磁材赛道头部企业，公司兼具规模效应+盈利能力+技术优势，成为其穿越行业周期波动、享受新兴产业需求的重要动力。产能方面，公司毛坯产能预计由23年2.3万吨提升至25年4万吨，27年将进一步提升至6万吨。成本方面，公司掌握晶界渗透技术，显著降低重稀土的添加含量，使用该技术的产量逐年提升。盈利能力方面，2020年至2024年，公司净利率处于同行较高水平。产业链布局方面，公司拟认购澳大利亚上市稀土公司Hastings 9.8%的股份，有望加强与国际稀土供应商的战略合作，保障原材料供应多元化渠道。
- **人形机器人产业元年开启，墨西哥项目打开远期成长空间。**特斯拉人形机器人引领产业元年，伺服电机作为其核心零部件，有望拉动高性能钕铁硼永磁的需求释放。根据弗若斯特沙利文数据，2028年全球工业机器人对应稀土永磁消费量有望达6600吨，人形机器人消费量有望达2888吨。公司人形机器人磁组件技术研发部升级为磁组件事业部，初具一定规模化量产能力，同时，公司计划于墨西哥建设一百万台/套磁组件项目，储备远期产能，或将主要用于下游人形机器人和新能源汽车领域应用。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.5/6.7/8.9亿元，同比增速分别为89.8%/20.3%/33.2%，当前股价对应的PE分别为50/42/31倍。我们选取中科三环、宁波韵升作为可比公司，作为国内高性能钕铁硼头部企业，公司兼具规模和盈利能力优势，机器人磁组件有望打开远期成长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求波动风险，项目建设不及预期风险，原材料波动风险，新业务拓展不及预期风险，市场空间测算偏差风险。

盈利预测与估值(人民币)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,688 | 6,763 | 8,788 | 10,464 | 12,645 |
| 同比增长率(%) | -6.66% | 1.13% | 29.94% | 19.07% | 20.84% |
| 归母净利润(百万元) | 564 | 291 | 552 | 665 | 885 |
| 同比增长率(%) | -19.78% | -48.37% | 89.78% | 20.33% | 33.22% |
| 每股收益(元/股) | 0.41 | 0.21 | 0.40 | 0.48 | 0.65 |
| ROE(%) | 8.03% | 4.15% | 7.47% | 8.46% | 10.46% |
| 市盈率(P/E) | 49.10 | 95.09 | 50.11 | 41.64 | 31.26 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 5.5/6.7/8.9 亿元，同比增速分别为 89.8%/20.3%/33.2%，当前股价对应的 PE 分别为 50/42/31 倍。我们选取中科三环、宁波韵升作为可比公司，作为国内高性能钕铁硼头部企业，公司兼具规模和盈利能力优势，机器人磁组件有望打开远期成长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

我们预测公司 2025–2027 年钕铁硼磁钢销量分别为 24650/28130/32625 吨，产品单价分别为 32/34/36 万元/吨，毛利率分别为 14.5%/15%/16%。其他业务基本保持稳定。

投资逻辑要点

稀土永磁为高性能电机重要材料，根据测算，我们预计 2024–2027 年全球高性能稀土永磁市场需求对应 10.3/11.4/12.9/14.2 万吨，3 年 CAGR 达 11%。新能源汽车需求占比不断提升成为主要驱动力，风电需求有望筑底复苏，工业及人形机器人潜在需求有望迎来增长期。同时，稀土经历周期价格 2024 年或已逐步完成探底，产业链盈利能力均有望筑底回升。公司作为行业头部企业，具备规模、盈利、技术优势，国内产能积极建设，墨西哥项目赋能远期成长，有望穿越产业周期享受新成长。

核心风险提示

需求波动风险；项目建设不及预期风险；原材料波动风险；新业务拓展不及预期风险；市场空间测算偏差的风险。

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 高性能稀土永磁需求持续扩张，稀土价格周期筑底有望反转 | 5 |
| 1.1. 新能源推动高性能稀土永磁需求释放，机器人引领远期新增量 | 5 |
| 1.2. 稀土周期逐步筑底，产业链盈利有望探底回升 | 7 |
| 2. 兼具规模+盈利+技术优势穿越周期，墨西哥项目打开远期成长空间 | 9 |
| 3. 盈利预测与评级 | 11 |
| 4. 风险提示 | 12 |

图表目录

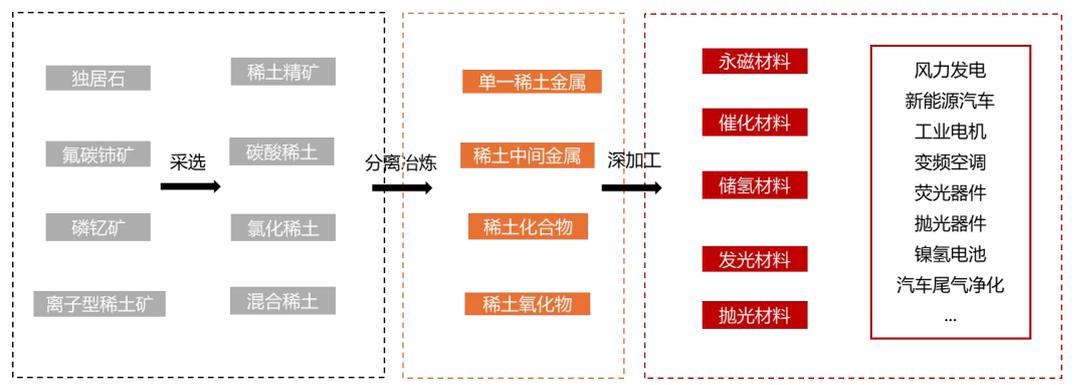
| | |
|---|----|
| 图表 1: 稀土磁材产业链 | 5 |
| 图表 2: 全球和中国新能源汽车销量逐年提升 | 5 |
| 图表 3: 中国新能源汽车月度销量呈上升趋势 | 5 |
| 图表 4: 特斯拉机器人概念图到原型机的变化历程 | 6 |
| 图表 5: Optimus 机器人最新“里程碑”式展示视频 | 6 |
| 图表 6: 稀土永磁市场空间测算 | 7 |
| 图表 7: 稀土开采、冶炼分离总量控制指标 | 8 |
| 图表 8: 氧化镨钕价格或筑底 | 8 |
| 图表 9: 钕铁硼价格或筑底 | 8 |
| 图表 10: 公司晶界渗透磁材产量占比逐步提升 | 9 |
| 图表 11: 公司近年净利率领先行业平均水平 (单位: %) | 9 |
| 图表 12: 金力永磁产能发展规划图 | 9 |
| 图表 13: 公司稀土永磁成本中原材料占比较高 | 10 |
| 图表 14: 营收预测表 | 11 |
| 图表 15: 可比公司估值表 (截至 2025 年 5 月 22 日) | 11 |

1. 高性能稀土永磁需求持续扩张，稀土价格周期筑底有望反转

1.1. 新能源推动高性能稀土永磁需求释放，机器人引领远期新增量

成长属性凸显，高性能稀土永磁需求持续扩张。高性能稀土永磁为伺服电机核心材料，上游为稀土原矿、稀土精矿，中游为稀土氧化物和金属冶炼分离，下游为稀土磁材加工，终端应用涵盖消费电子、变频空调、节能电梯、工业机器人、风电、新能源汽车等。

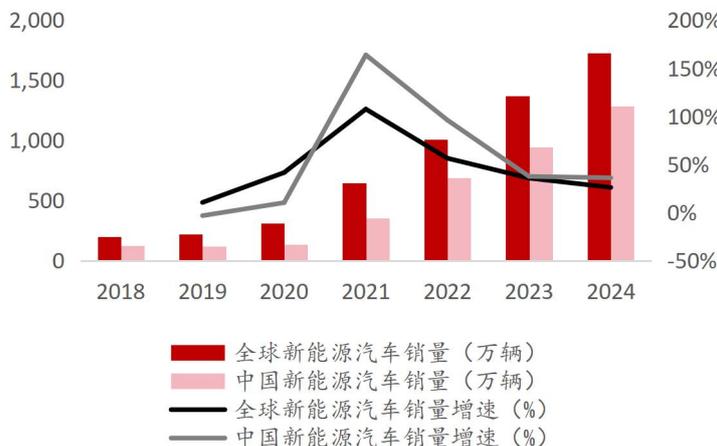
图表 1：稀土磁材产业链



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

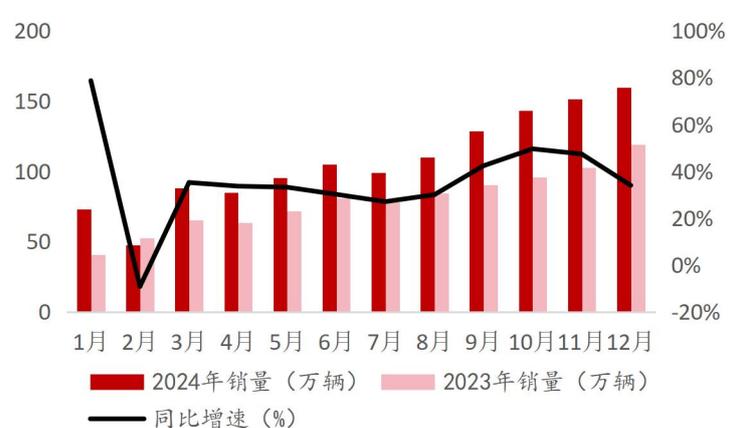
稀土永磁为高性能电机重要材料，乘风新能源产业需求加速。全球新能源汽车销量从2018年的199万辆增长至2024年的1724万辆，6年CAGR达43.4%。中国新能源汽车也在过去五年期间迎来快速增长，从2018年的125万辆增长至2024年的1286万辆，6年CAGR达47.5%。

图表 2：全球和中国新能源汽车销量逐年提升



资料来源：iFind，华源证券研究所

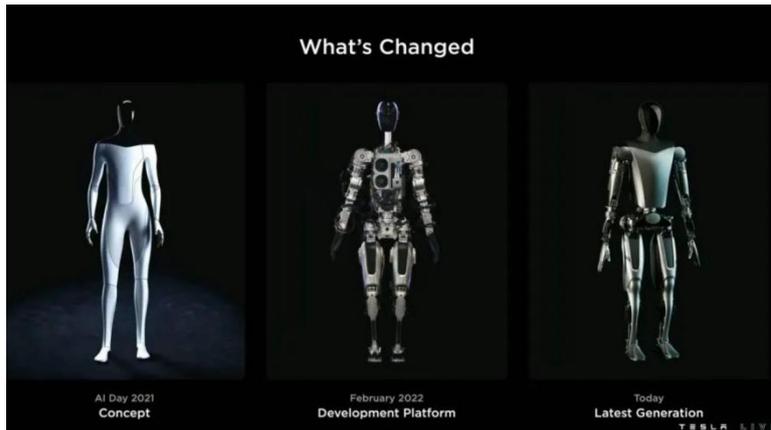
图表 3：中国新能源汽车月度销量呈上升趋势



资料来源：iFind，华源证券研究所

特斯拉引领人形机器人元年。特斯拉在 2021 年 AI DAY 上发布特斯拉通用机器人计划，提出人形机器人概念机 Tesla Bot；2022 年 10 月发布第一代 Optimus 原型机；2023 年 12 月发布第二代原型机 Optimus Gen 2；2024 年 11 月 28 日特斯拉机器人官方账号展示了 Optimus 机器人最新进展视频，Optimus 单手稳稳接住迎面抛来的网球，手指可相对灵活地弯曲，特斯拉工程师表示：这款机械手的进步具有里程碑意义，自由度比上一代增加了一倍，手部有 22 个自由度。

图表 4：特斯拉机器人概念图到原型机的变化历程



资料来源：澎湃新闻，华源证券研究所

图表 5：Optimus 机器人最新“里程碑”式展示视频



资料来源：Tesla Optimus 账号，澎湃新闻（智东西），华源证券研究所

机器人赛道远期空间广阔。根据艾瑞咨询数据，中国工业机器人保有量预计由 2020 年的 94.3 万台提升至 2025 年的 207.8 万台，5 年 CAGR 达 17.1%。根据弗若斯特沙利文报告，2028 年全球工业机器人市场对稀土永磁材料的消费量将达到 0.66 万吨，2023 年至 2028 年的复合年增长率为 13.5%。全球人形机器人市场对稀土永磁材料的消费量将达到 2887.5 吨，2023 年至 2028 年的复合年增长率约为 162.2%。

市场空间测算：根据测算，我们预计 2024–2027 年全球稀土永磁市场需求对应 28.3/30.0/32.1/33.9 万吨，3 年 CAGR 达 6%；**其中，高性能稀土永磁市场需求对应 10.3/11.4/12.9/14.2 万吨，3 年 CAGR 达 11%。**新能源汽车需求占比不断提升成为主要驱动力，风电需求有望筑底复苏，工业及人形机器人潜在需求有望迎来增长期。

存量增长需求方面，2024–2027 年新能源汽车对应稀土永磁需求有望达 4.0/4.7/5.8/6.5 万吨，3 年 CAGR 达 17%；风电对应需求有望达 1.6/1.7/1.9/2.1 万吨，3 年 CAGR 达 9%；空调对应需求有望达 1.7/1.9/2.1/2.2 万吨，3 年 CAGR 达 9%。新兴应用方面，2024–2027 年工业机器人对应需求有望达 3967/4502/5110/5800 吨，3 年 CAGR 达 14%；人形机器人对应需求达 20/100/400/1500 吨，2024–2027 期间 3 年 CAGR 达 322%。

图表 6：稀土永磁市场空间测算

| 需求表 | | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 稀土永磁材料需求 | 吨 | 231272 | 254517 | 257580 | 273456 | 283383 | 300150 | 320753 | 338914 |
| | 增速 % | | 10% | 1% | 6% | 4% | 6% | 7% | 6% |
| 高性能永磁材料需求 | 吨 | 71078 | 89517 | 87630 | 98408 | 103083 | 114441 | 129473 | 141896 |
| | 增速 % | | 26% | -2% | 12% | 5% | 11% | 13% | 10% |
| 新能源汽车对应永磁需求 | 吨 | 7763 | 16105 | 25183 | 34187 | 40250 | 47250 | 57500 | 65000 |
| | 增速 % | | 107% | 56% | 36% | 18% | 17% | 22% | 13% |
| 全球新能源汽车销量 | 万台 | 311 | 644 | 1007 | 1367 | 1610 | 1890 | 2300 | 2600 |
| 单车用量 | kg/辆 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 | 2.50 |
| 传统汽车对应永磁需求 | 吨 | 10053 | 10200 | 9756 | 10442 | 10415 | 10080 | 9557 | 9185 |
| | 增速 % | | 1% | -4% | 7% | 0% | -3% | -5% | -4% |
| 全球传统汽车销量 | | 7389 | 7456 | 7093 | 7551 | 7490 | 7210 | 6800 | 6500 |
| EPS渗透率 | | 91% | 91% | 92% | 92% | 93% | 93% | 94% | 94% |
| EPS单耗 | kg/辆 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.15 |
| 风力发电对应永磁需求 | 吨 | 30450 | 36577 | 23565 | 21156 | 15817 | 17291 | 18892 | 20632 |
| | 增速 % | | 20% | -36% | -10% | -25% | 9% | 9% | 9% |
| 全球风力发电新增装机量 | GW | 95 | 94 | 78 | 117 | 131 | 145 | 161 | 179 |
| 国内风电装机量 | GW | 72 | 48 | 37 | 76 | 86 | 97 | 110 | 124 |
| 国内陆风装机量 | GW | 68 | 33 | 32 | 69 | 72 | 81 | 92 | 104 |
| 国内海风装机量 | GW | 4 | 14 | 5 | 7 | 14 | 16 | 18 | 20 |
| 陆风单GW用量 | 吨/GW | 279 | 279 | 188 | 60 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 海风单GW用量 | 吨/GW | 670 | 670 | 536 | 302 | 302 | 302 | 302 | 302 |
| 国内风电永磁需求量 | | 21509 | 18939 | 8731 | 6309 | 4858 | 5489 | 6203 | 7009 |
| 国外陆风装机量 | GW | 21 | 39 | 37 | 37 | 41 | 44 | 47 | 50 |
| 国外海风装机量 | GW | 3 | 7 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 国外陆风单GW用量 | 吨/GW | 335 | 335 | 335 | 335 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 国外海风单GW用量 | 吨/GW | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 |
| 国外风电永磁需求量 | 吨 | 8941 | 17638 | 14834 | 14847 | 10959 | 11801 | 12689 | 13622 |
| 变频空调对应永磁需求 | 吨 | 6971 | 9745 | 11431 | 14043 | 17041 | 19011 | 21136 | 22193 |
| | 增速 % | | 40% | 17% | 23% | 21% | 12% | 11% | 5% |
| 全球空调销量 | 万台 | 17590 | 19489 | 19051 | 20061 | 21301 | 22366 | 23484 | 24659 |
| 变频空调占比 | % | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 85% | 90% | 90% |
| 变频空调销量 | 万台 | 6971 | 9745 | 11431 | 14043 | 17041 | 19011 | 21136 | 22193 |
| 变频空调单位用量 | kg/台 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 消费电子对应永磁需求 | 吨 | 3450 | 3626 | 3626 | 3626 | 3626 | 3735 | 3847 | 3962 |
| | 增速 % | | 5% | 0% | 0% | 0% | 3% | 3% | 3% |
| 工业机器人对应永磁需求 | 吨 | 2390 | 2713 | 3079 | 3495 | 3967 | 4502 | 5110 | 5800 |
| | 增速 % | | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| 人形机器人对应永磁需求 | 吨 | | | | 5 | 20 | 100 | 400 | 1500 |
| | 增速 % | | | | | | 400% | 300% | 275% |
| 节能电梯对应永磁需求 | 吨 | 6500 | 6772 | 6907 | 7045 | 7186 | 7330 | 7476 | 7626 |
| | 增速 % | | 4% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 其他需求 | 吨 | 3500 | 3780 | 4082 | 4409 | 4762 | 5143 | 5554 | 5998 |
| | 增速 % | | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| 低端永磁材料需求 | 吨 | 160194 | 165000 | 169950 | 175049 | 180300 | 185709 | 191280 | 197019 |
| | 增速 % | | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |

资料来源：ifind, 199IT, CWEA, GWEC, 国家能源局, 产业在线, 艾瑞咨询, 弗若斯特沙利文等, 华源证券研究所

1.2. 稀土周期逐步筑底，产业链盈利有望探底回升

配额增速放缓，供给端逐步改善。2021-2024 年稀土开采指标总额达 18.5/21.0/25.5/27.0 万吨，同比增速分别为 10%/14%/21%/6%；2024 年第二批指标为 13.5 万吨，同比持平，环比持平。2021-2024 年稀土冶炼分离指标总额达 19.3/21.7/25.8/25.4 万吨，同比增速分别为 9%/12%/19%/-2%；2024 年第二批指标为 12.7 万吨，同比减少 6%，环比持平。受供需及去库影响，氧化镨钕及稀土永磁价格自 2022 年见顶后开启震荡下行趋势。

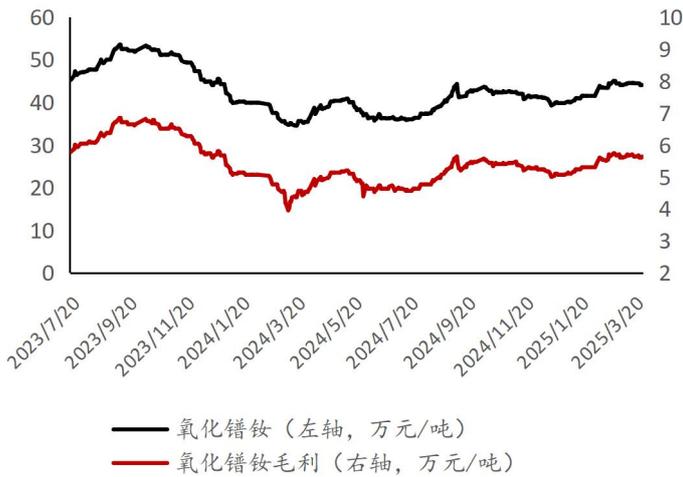
需求稳步提升，产业有望穿越周期迎来盈利拐点。伴随需求稳步提升（宏观需求回暖+风电压力释放+新能源汽车需求加速），供需过剩结构逐步收窄，稀土氧化物和钕铁硼价格或于2024年逐步完成探底。同期，氧化镨钕和钕铁硼盈利有望筑底反弹。

图表7：稀土开采、冶炼分离总量控制指标

| 总配额指标 (吨) | 2024第二批 | 2024第一批 | 2024年度 | 2023年度 | 2022年度 | 2021年度 | 2020年度 |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 开采指标总额 | 135000 | 135000 | 270000 | 255000 | 210000 | 184746 | 167946 |
| 同比 | 0% | 13% | 6% | 21% | 14% | 10% | |
| 环比 | 0% | | | | | | |
| 其中：轻稀土 | 125990 | 124860 | 250850 | 235850 | 210597 | 190850 | 165650 |
| 同比 | -1% | 14% | 6% | 12% | 10% | 15% | |
| 环比 | 1% | | | | | | |
| 其中：中重稀土 | 9010 | 10140 | 19150 | 19150 | 18603 | 19150 | 19096 |
| 同比 | 10% | -7% | 0% | 3% | -3% | 0% | |
| 环比 | -11% | | | | | | |
| 冶炼分离总额 | 127000 | 127000 | 254000 | 258417 | 216567 | 192766 | 176567 |
| 同比 | -6% | 10% | -2% | 19% | 12% | 9% | |
| 环比 | 0% | | | | | | |

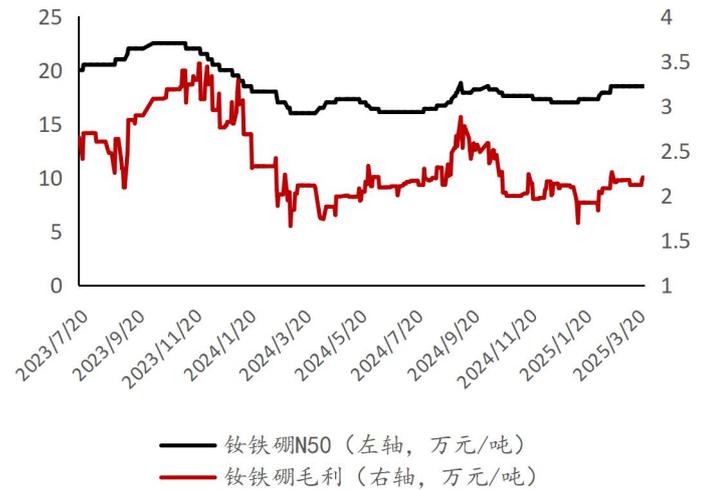
资料来源：工信部，自然资源部，华源证券研究所

图表8：氧化镨钕价格或筑底



资料来源：SMM，华源证券研究所

图表9：钕铁硼价格或筑底

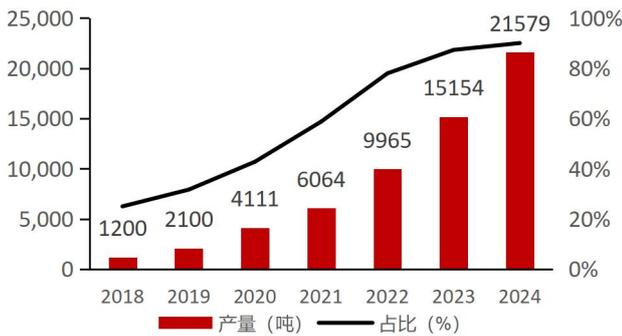


资料来源：SMM，华源证券研究所

2. 兼具规模+盈利+技术优势穿越周期，墨西哥项目打开远期成长空间

核心竞争力：兼具规模效应+盈利能力+技术优势，磁材头部企业穿越周期享受成长。公司作为磁材赛道头部企业，兼具规模效应+盈利能力+技术优势，成为其穿越行业周期波动、享受新兴产业需求的重要动力。**产能方面**，毛坯产能预计由 23 年的 2.3 万吨提升至 25 年的 4 万吨，同时，25 年 1 月公告拟投资建设“年产 2 万吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目”，27 年产能预计进一步提升至 6 万吨。**成本方面**，公司掌握晶界渗透技术，显著降低重稀土的添加含量，使用该技术的磁材产量逐年提升，晶界渗透产品占比由 2018 年的 25% 提升至 2024 年的 90%。**盈利方面**，公司 2020-2024 年净利率为 10.12%/11.12%/9.83%/8.48%/4.35%，高于行业平均水平。

图表 10：公司晶界渗透磁材产量占比逐步提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

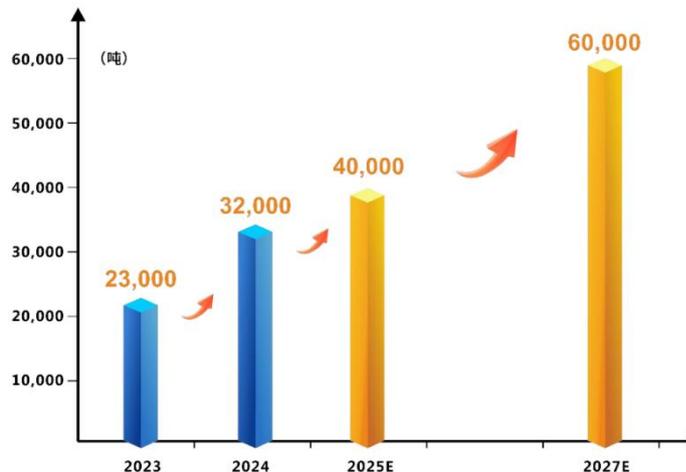
图表 11：公司近年净利率领先行业平均水平 (单位：%)

| 毛利率 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中科三环 | 14.60 | 16.16 | 18.33 | 12.71 | 10.69 |
| 宁波韵升 | 21.19 | 25.89 | 19.68 | 6.18 | 13.25 |
| 安泰科技 | 18.22 | 17.14 | 16.35 | 17.56 | 17.54 |
| 大地熊 | 18.03 | 20.51 | 18.70 | 11.80 | 15.80 |
| 金力永磁 | 23.77 | 22.42 | 16.18 | 16.07 | 11.13 |
| 平均值 | 19.16 | 20.43 | 17.85 | 12.87 | 13.68 |

| 净利率 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|------|-------|-------|-------|--------|------|
| 中科三环 | 3.37 | 6.68 | 10.36 | 4.33 | 0.34 |
| 宁波韵升 | 7.13 | 13.59 | 5.57 | (4.23) | 1.90 |
| 安泰科技 | 3.12 | 4.16 | 3.95 | 4.20 | 5.73 |
| 大地熊 | 6.67 | 9.22 | 7.08 | (3.67) | 2.09 |
| 金力永磁 | 10.12 | 11.12 | 9.83 | 8.48 | 4.35 |
| 平均值 | 6.08 | 8.95 | 7.36 | 1.82 | 2.88 |

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 12：金力永磁产能发展规划图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

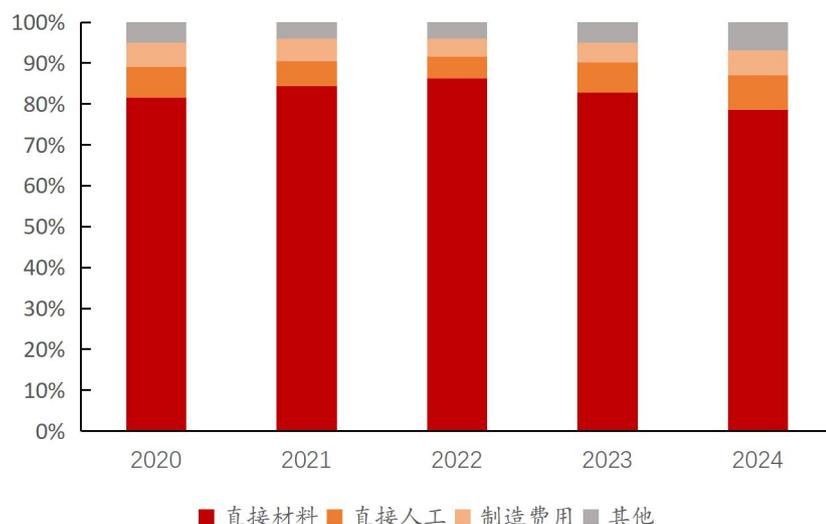
机器人领域加速布局：机器人磁组件初具一定量产能力，墨西哥项目储备远期产能，有望充分享受机器人产业趋势。公司将人形机器人磁组件技术研发部升级为人形机器人磁组件事业部，由公司首席执行官兼任该事业部的战略统筹工作，已进行包括项目专用厂房、专用设备及专业团队等多方面的配套投入，**初具一定的规模化量产能力**。2023年10月25日，公司发布公告，拟将公司“墨西哥废旧磁钢综合利用项目”变更为“墨西哥新建年产100万台/套磁组件生产线项目”。项目建设内容包括：购买土地并新建组件生产、包装检验、仓储车间、相应的水电气等公辅设施，拟新增磁组件生产设备、辅助设备及环保设备等合计642台（套）。项目计划总投资额为1亿美元，项目建设期为3年，**项目建成达产后将形成年产100万台/套磁组件的生产能力**。该项目有助于提升公司在人形机器人、新能源汽车等领域的竞争力，进一步拓展海外市场，提升全球市场份额。

产业链上下游协同布局：公司向上游拓展稀土矿资源，产业链协同效用提升。公司稀土永磁成本主要由直接材料、直接人工、制造费用和其他构成，其中直接材料常年占比较高，因此对上游稀土资源的布局是磁材加工企业的重要战略方向：

(1) 公司在包头基地进行扩产，靠近稀土原材料供应。公司内蒙古包头一期8000吨高性能稀土永磁于2022年投产，二期1.2万吨磁材项目正在按计划建设。包头基地靠近我国轻稀土主要产地，同时公司与北方稀土集团建立长期战略合作。

(2) 认购稀土公司股权，保障原材料供应多元化渠道。2024年7月5日，公司全资子公司金力永磁绿色科技（香港）有限公司与澳大利亚上市稀土公司Hastings Technology Metals Limited签署《Binding Term Sheet》，约定金力香港科技以0.36澳元/股的认购价格，金力香港科技持股占Hastings增发后总股本的9.8%。本次战略投资有望加强与国际稀土供应商的战略合作关系，使得原材料采购渠道更多元化。

图表 13：公司稀土永磁成本中原材料占比较高



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

作为国内高性能钕铁硼头部企业，公司兼具规模和盈利能力优势，机器人有望打开远期成长。我们预测公司 2025–2027 年营业收入分别为 87.9/104.6/126.5 亿元，归母净利润分别为 5.5/6.7/8.9 亿元。

图表 14：营收预测表

| 营收表 | | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|------|---------------|---------------|---------------|
| 产销 | | | | |
| 毛胚产能 | 吨 | 40000 | 40000 | 60000 |
| 成材产量 | 吨 | 24650 | 28130 | 32625 |
| 成材销量 | 吨 | 24650 | 28130 | 32625 |
| 产能利用率 | % | 85% | 97% | 75% |
| 成材率 | % | 72.50% | 72.50% | 72.50% |
| 钕铁硼磁钢 | | | | |
| 营业收入 | 亿元 | 78.88 | 95.64 | 117.45 |
| 单价 | 万元/吨 | 32.00 | 34.00 | 36.00 |
| 销量 | 吨 | 24650 | 28130 | 32625 |
| 成本 | 亿元 | 67.44 | 81.30 | 98.66 |
| 毛利 | 亿元 | 11.44 | 14.35 | 18.79 |
| 毛利率 | % | 14.50% | 15.00% | 16.00% |
| 其他 | | | | |
| 营业收入 | 亿元 | 9 | 9 | 9 |
| 成本 | 亿元 | 7.92 | 7.92 | 7.92 |
| 毛利 | 亿元 | 1.08 | 1.08 | 1.08 |
| 毛利率 | % | 12% | 12% | 12% |
| 合计 | | | | |
| 营业收入 | 亿元 | 87.88 | 104.64 | 126.45 |
| 成本 | 亿元 | 75.36 | 89.22 | 106.58 |
| 毛利 | 亿元 | 12.52 | 15.43 | 19.87 |
| 毛利率 | % | 14.24% | 14.74% | 15.72% |
| 增速 | % | 30% | 19% | 21% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们选取中科三环、宁波韵升作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 50/31/24 倍。公司作为国内高性能钕铁硼头部企业，兼具规模和盈利能力优势，机器人有望打开远期成长。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 15：可比公司估值表（截至 2025 年 5 月 22 日）

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 2025-05-22 | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 25E | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E |
| 000970.SZ | 中科三环 | 11.10 | 0.17 | 0.28 | 0.38 | 64.91 | 40.26 | 29.00 |
| 600366.SH | 宁波韵升 | 8.02 | 0.23 | 0.37 | 0.44 | 34.76 | 21.95 | 18.10 |
| | 平均值 | | | | | 49.84 | 31.11 | 23.55 |
| 300748.SZ | 金力永磁 | 20.17 | 0.40 | 0.48 | 0.65 | 50.11 | 41.64 | 31.26 |

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，金力永磁盈利预测来自华源证券研究所。

4. 风险提示

需求波动风险：公司主业需求受下游景气度和宏观等因素影响，存在市场销售的不确定性。

项目建设不及预期风险：公司扩产项目处于产能建设爬坡阶段，项目建设不及预期可能会影响其经营增长。

原材料波动风险：公司主要产品的原材料为稀土，存在价格波动的可能性，进而影响公司的生产成本。

新业务拓展不及预期风险：机器人为公司新拓展产品方向，客户拓展和市场销售若不及预期可能会影响其投产进度，进而影响公司远期经营增长。

市场空间测算偏差的风险：行业市场规模测算基于一定假设条件，若实际情况与假设存在较大偏差，存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 2,713 | 2,406 | 2,450 | 2,772 |
| 应收票据及账款 | 2,359 | 3,209 | 3,857 | 4,682 |
| 预付账款 | 70 | 74 | 89 | 107 |
| 其他应收款 | 56 | 48 | 58 | 70 |
| 存货 | 2,178 | 2,709 | 3,319 | 3,886 |
| 其他流动资产 | 315 | 288 | 308 | 333 |
| 流动资产总计 | 7,692 | 8,735 | 10,080 | 11,851 |
| 长期股权投资 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 固定资产 | 2,301 | 2,620 | 3,010 | 3,001 |
| 在建工程 | 778 | 489 | 100 | 100 |
| 无形资产 | 265 | 261 | 260 | 258 |
| 长期待摊费用 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 其他非流动资产 | 1,249 | 1,252 | 1,252 | 1,252 |
| 非流动资产合计 | 4,605 | 4,634 | 4,633 | 4,623 |
| 资产总计 | 12,297 | 13,369 | 14,713 | 16,473 |
| 短期借款 | 258 | 150 | 100 | 100 |
| 应付票据及账款 | 3,058 | 3,669 | 4,344 | 5,189 |
| 其他流动负债 | 770 | 856 | 1,014 | 1,214 |
| 流动负债合计 | 4,086 | 4,675 | 5,458 | 6,503 |
| 长期借款 | 786 | 886 | 986 | 1,086 |
| 其他非流动负债 | 307 | 307 | 307 | 307 |
| 非流动负债合计 | 1,094 | 1,194 | 1,294 | 1,394 |
| 负债合计 | 5,180 | 5,869 | 6,751 | 7,897 |
| 股本 | 1,372 | 1,372 | 1,372 | 1,372 |
| 资本公积 | 4,181 | 4,181 | 4,181 | 4,181 |
| 留存收益 | 1,463 | 1,843 | 2,300 | 2,909 |
| 归属母公司权益 | 7,016 | 7,396 | 7,853 | 8,462 |
| 少数股东权益 | 101 | 105 | 109 | 115 |
| 股东权益合计 | 7,117 | 7,501 | 7,962 | 8,576 |
| 负债和股东权益合计 | 12,297 | 13,369 | 14,713 | 16,473 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| 税后经营利润 | 294 | 463 | 604 | 845 |
| 折旧与摊销 | 170 | 179 | 212 | 221 |
| 财务费用 | -38 | -21 | -16 | -17 |
| 投资损失 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -72 | -653 | -468 | -403 |
| 其他经营现金流 | 164 | 100 | 70 | 50 |
| 经营性现金净流量 | 508 | 68 | 402 | 696 |
| 投资性现金净流量 | -1,687 | -216 | -216 | -215 |
| 筹资性现金净流量 | 92 | -160 | -142 | -159 |
| 现金流量净额 | -1,086 | -307 | 44 | 322 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 6,763 | 8,788 | 10,464 | 12,645 |
| 营业成本 | 6,011 | 7,536 | 8,922 | 10,658 |
| 税金及附加 | 25 | 33 | 39 | 47 |
| 销售费用 | 59 | 70 | 84 | 101 |
| 管理费用 | 169 | 220 | 251 | 303 |
| 研发费用 | 321 | 417 | 496 | 599 |
| 财务费用 | -38 | -21 | -16 | -17 |
| 资产减值损失 | -45 | -28 | -34 | -36 |
| 信用减值损失 | 1 | -2 | 2 | 0 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 131 | 100 | 70 | 50 |
| 营业利润 | 319 | 604 | 727 | 969 |
| 营业外收入 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 315 | 604 | 727 | 969 |
| 所得税 | 21 | 48 | 58 | 77 |
| 净利润 | 294 | 556 | 669 | 891 |
| 少数股东损益 | 3 | 3 | 4 | 6 |
| 归属母公司股东净利润 | 291 | 552 | 665 | 885 |
| EPS(元) | 0.21 | 0.40 | 0.48 | 0.65 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | 1.13% | 29.94% | 19.07% | 20.84% |
| 营业利润增长率 | -48.46% | 89.43% | 20.33% | 33.22% |
| 归母净利润增长率 | -48.37% | 89.78% | 20.33% | 33.22% |
| 经营现金流增长率 | -66.53% | -86.53% | 486.69% | 73.39% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 11.13% | 14.24% | 14.74% | 15.72% |
| 净利率 | 4.35% | 6.32% | 6.39% | 7.05% |
| ROE | 4.15% | 7.47% | 8.46% | 10.46% |
| ROA | 2.37% | 4.13% | 4.52% | 5.38% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 95.09 | 50.11 | 41.64 | 31.26 |
| P/S | 4.09 | 3.15 | 2.64 | 2.19 |
| P/B | 3.94 | 3.74 | 3.52 | 3.27 |
| 股息率 | 0.33% | 0.62% | 0.75% | 1.00% |
| EV/EBITDA | 52 | 35 | 29 | 23 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。