

## 金力永磁 (300748.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 全球高性能永磁材料龙头，人形机器人磁组件先驱

周期/金属及材料  
当前股价: 23.84 元

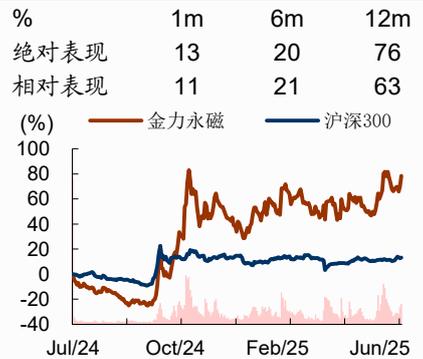
公司为全球高性能钕铁硼永磁材料龙头企业，具备业界领先的晶界渗透等技术体系，产品应用于新能源汽车及汽车零部件、风力发电、节能电梯、工业机器人与人形机器人、变频空调等领域，下游应用增速可期。

#### 基础数据

总股本 (百万股)	1372
已上市流通股 (百万股)	1134
总市值 (十亿元)	32.7
流通市值 (十亿元)	27.0
每股净资产 (MRQ)	5.2
ROE (TTM)	4.9
资产负债率	47.2%
主要股东	江西瑞德创业投资有限公司
主要股东持股比例	28.21%

- **深耕永磁材料十六载，核心技术与齐全牌号傍身。** 公司是一家专注于研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料及组件的高新技术企业。截至 24 年年底，公司拥有以晶界渗透技术为核心的 127 项国内外专利，其产品线覆盖的牌号齐全，稳定性强，综合品质高，在行业具备较强竞争力。
- **钕铁硼磁材的上游为稀土材料，全球供应量增势较缓。** 钕铁硼磁材的上游为轻、中重稀土。全球稀土原材料供应的集中度高，我国是重要供应地。在我国，稀土是实行生产总量控制管理的产品，其开采指标逐年稳健增长，主要分配给两大稀土集团。镨钕氧化物供给全球呈缓慢增长态势。
- **下游节能环保类与机器人等应用增速可期。** 钕铁硼磁材行业具有门槛高，客户粘性强的特点。相比于其他磁性材料，该类磁材性能优势突出，具有极高的磁能积、矫顽力和能量密度，能有效提高下游产品的运行效率，节省能耗。其应用领域包含新能源汽车、风力发电、节能电梯、工业机器人与人形机器人、变频空调等，预计各领域对高性能钕铁硼磁材需求量的 4 年 CAGR 分别为 29.89%、19.26%、15.86%、8.61% 与 7.67%。
- **预计原材料镨钕氧化物的供给将从平衡转向供少于求。** 镨钕氧化物的价格会对钕铁硼成本造成较大影响。我们预计未来全球镨钕氧化物市场会出现供给不足的情况，2025 至 2027 年镨钕氧化物的供需平衡为 0.07、-0.45、-0.78 万吨，市场会从平衡转为需求缺口，稀土价格预计未来仍有上升动力。
- **从原料到客户，公司具备全产业链优势。** 在原料端，公司绑定了主要的稀土集团，建立长期稳定的合作关系。在生产端，公司拥有以晶界技术为核心的六大自主核心技术及专利体系，能够大幅减少重稀土用量的同时，维持磁材的高性能。公司已具备规模优势，并战略性布局海外磁组件业务。在客户端，公司在全球新能源汽车用高性能磁材市场占据 28.5% 的市场份额。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 预计 25、26、27 年实现归母净利润 5.87、8.04、9.79 亿元，对应市盈率 55.7、40.7、33.4 倍，强烈推荐。
- **风险提示：稀土原材料价格波动、公司扩产建设不及预期、下游订单需求不及预期、海外风险等。**

#### 股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《金力永磁 (300748) — 稀土价格影响业绩表现，人形机器人磁组未来可期》2025-04-01
- 2、《金力永磁 (300748) — 磁材销量创历史新高，拟新建 2 万吨高性能永磁项目》2025-01-23
- 3、《金力永磁 (300748) — 拟认购澳大利亚稀土公司股份，完善全球化采购渠道》2024-07-28

刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

王逸卿 研究助理

wangyiqing@cmschina.com.cn

#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6688	6763	8771	10905	13557
同比增长	-7%	1%	30%	24%	24%
营业利润(百万元)	619	319	640	876	1065
同比增长	-20%	-48%	101%	37%	22%
归母净利润(百万元)	564	291	587	804	979
同比增长	-20%	-48%	102%	37%	22%
每股收益(元)	0.41	0.21	0.43	0.59	0.71
PE	58.0	112.4	55.7	40.7	33.4
PB	4.7	4.7	4.5	4.1	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、公司概况.....	5
1、公司发展历程与股权结构.....	5
2、深耕稀土永磁领域，钕铁硼产品应用广泛.....	6
3、公司业绩基本稳定，下游中新能源和节能环保领域贡献高.....	7
二、永磁应用百花齐放，下游需求高速增长.....	11
1、钕铁硼永磁材料.....	11
2、新能源汽车是高性能钕铁硼的核心应用领域.....	12
3、节能环保政策驱动，多领域钕铁硼需求增长.....	12
4、人形机器人有望迎来量产元年，打开远期增长空间.....	14
5、稀土永磁供需转向紧平衡，托底稀土价格回升.....	15
三、全产业链优势显著，下游业务亮点纷呈.....	17
1、原料端：加强稀土集团合作，完善绿色回收产业.....	17
（1）绑定主要稀土集团，建立长期稳定合作关系.....	17
（2）构建绿色产业链体系，致力稀土资源有效回收.....	17
2、技术端：晶界渗透业内领先，六大技术体系傍身.....	18
3、生产端：产能持续加码，进军海外磁组件.....	20
3、客户：绑定优质龙头客户，灵活调价护航盈利.....	22
四、盈利预测与投资建议.....	24
五、风险提示.....	25

## 图表目录

图 1 公司发展历程 .....	5
图 2 公司股权结构图 .....	6
图 3 公司生产的产品及公司产品牌号分布图 .....	6
图 4 公司营业总收入 .....	8
图 5 公司归母净利润 .....	8
图 6 2019-2025 年 Q1 镨钕季度均价及公司毛利率变动 .....	8
图 7 公司分产品营收情况及占比 .....	9
图 8 公司营收分下游应用领域结构及占比变化 .....	9
图 9 2024 年公司营收分下游应用领域占比情况 .....	9
图 10 2018-2025Q1 年公司期间费用率情况 .....	10
图 11 高性能钕铁硼永磁材料产业链 .....	11
图 12 2018-2024 年全球新能源车销量（万辆） .....	12
图 13 2019-2024 年全球新能源车渗透率 .....	12
图 14 中国空调与变频空调产量（万台） .....	13
图 15 全球风电新增装机量（GW） .....	13
图 16 全球海风与陆风新增装机量（GW） .....	13
图 21 全球主要行业高性能钕铁硼需求测算（吨） .....	15
图 22 镨钕氧化物历史价格变化（万元/吨） .....	16
图 23 烧结钕铁硼晶粒结构与晶界扩散示意图 .....	19
图 24 通过掺杂与合金化提高扩散剂速率的原理图 .....	19
图 25 国内主要生产商磁材性能比较 .....	19
图 26 晶界渗透技产品产量 .....	19
图 27 同行业公司单吨产品营业成本（万元 / 吨） .....	19
图 28 公司成本分析（亿元） .....	19
图 29 公司研发费用及增长率 .....	20
图 30 研发费用占比及研发人员数量占比 .....	20
图 31 公司高性能钕铁硼磁材产能及产量（吨） .....	20
图 32 国内主要高性能钕铁硼磁材生产商产能（万吨） .....	21
图 33 磁组件相关产品 .....	22
图 34 公司长期合作客户介绍图 .....	22

图 35 公司产品装配新能源汽车数量及市场份额.....	23
图 36 金力永磁历史 PE Band .....	26
图 37 金力永磁历史 PB Band .....	26
表 1: 公司高性能钕铁硼永磁材料应用领域 .....	7
表 2: 新能源汽车领域高性能钕铁硼需求预测 .....	12
图 3: 全球钕铁硼需求测算 (万吨) .....	14
图 4: 全球镨钕氧化物供需测算 (万吨) .....	14
表 5: 2024 年第二批次稀土开采、冶炼分离总量控制指标 .....	17
表 6: 公司六大自主核心技术及专利体系 .....	18
表 7: 公司产能规划与项目进展 .....	21
表 8: 公司不同领域调价机制 .....	23
附: 财务预测表 .....	27

## 一、公司概况

### 1、公司发展历程与股权结构

江西金力永磁科技股份有限公司（股票代码：300748.SZ/6680.HK）的前身是金力有限公司，在2008年8月19日成立于江西赣州开发区，是一家专注于研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料及磁组件的高新技术企业。2015年，公司完成股改，同年12月18日在新三板挂牌上市。2018年9月，公司成功在深交所创业板上市，并于2022年在H股上市，成为稀土永磁行业中首家“A+H”上市的公司。公司的产品在新能源汽车、节能变频空调、风力发电、节能电梯、机器人及智能制造等领域得到广泛应用。作为领先的高性能稀土永磁材料供应商，公司与国内外各领域的知名企业建立了长期稳定的合作关系，并致力于成为世界稀土永磁行业的领军企业。

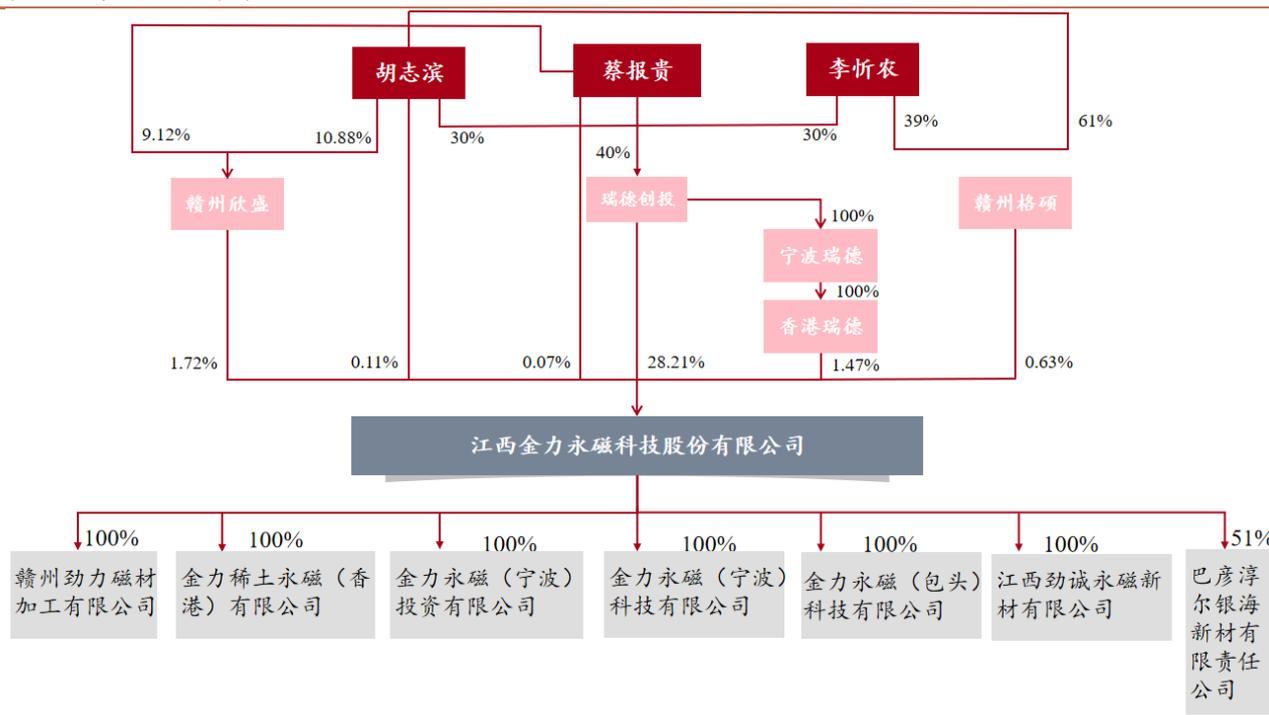
图 1 公司发展历程

2008年	• 前身江西金力永磁科技有限公司在赣州开发区注册成立，专注于永磁材料行业
2013年	• 荣获由科学技术部火炬高技术产业开发中心颁发的“国家火炬计划重点高新技术企业”称号
2014年	• 公司完成对赣州劲力磁材加工有限公司的收购，并成立香港子公司
2015年	• 公司完成股份制改造，整体变更为“江西金力永磁科技股份有限公司”；公司正式登陆新三板
2016年	• 公司子公司JL MAG RARE-EARTH JAPAN 株式会社正式成立
2017年	• 成立江西金力粘结磁有限公司，新增粘结磁性材料及其磁组件的研发、生产、加工业务
2018年	• 公司在深圳证券交易所创业板上市，募集资金2.24亿元
2019年	• 被纳入深证成份指数和创业板指数样本股，并纳入深港通股票名单，同年9月被纳入富时罗素指数
2020年	• 公司毛坯产能已具备年产1.2万吨的生产能力；与特斯拉签署《零部件采购协议》，为其供应新能源汽车磁钢；拟投资建设年产8,000吨包头“高性能稀土永磁材料基地项目”
2021年	• 成功完成向特定对象发行股票，募集资金5.32亿元；公司毛坯产能已具备年产1.5万吨的生产能力，生产基地由单一工厂向多地工厂的集团化迈进
2022年	• 登陆香港联合交易所有限公司主板，成为全球第一家高性能稀土永磁材料行业“A+H”上市公司，全球发售所得款项约为42.41亿港元
2023年	• 公司宣告赣州光伏电站项目已竣工并网，项目总装机容量2.6051MW
2024年	• 公司毛坯产能规模达到3.8万吨，拟在赣州继续投产2000吨，预计25年产能规模达到4万吨

资料来源：公司官网、招商证券

**公司股权结构稳定。**截至2025年Q1，公司创始人**蔡报贵、胡志斌和李忻农**作为实际控制人，分别持有公司控股股东江西瑞德创业有限公司40%、30%和30%的股份，共计通过瑞德创投、赣州格硕、赣州欣盛控制公司34.97%的股份，三人为一致行动人关系。其他前五大股东：香港HKSCC NOMINEES LIMITED持有公司股份16.59%，赣州工业投资控股集团作为公司重要供应商，持有公司股份5.04%。

图 2 公司股权结构图

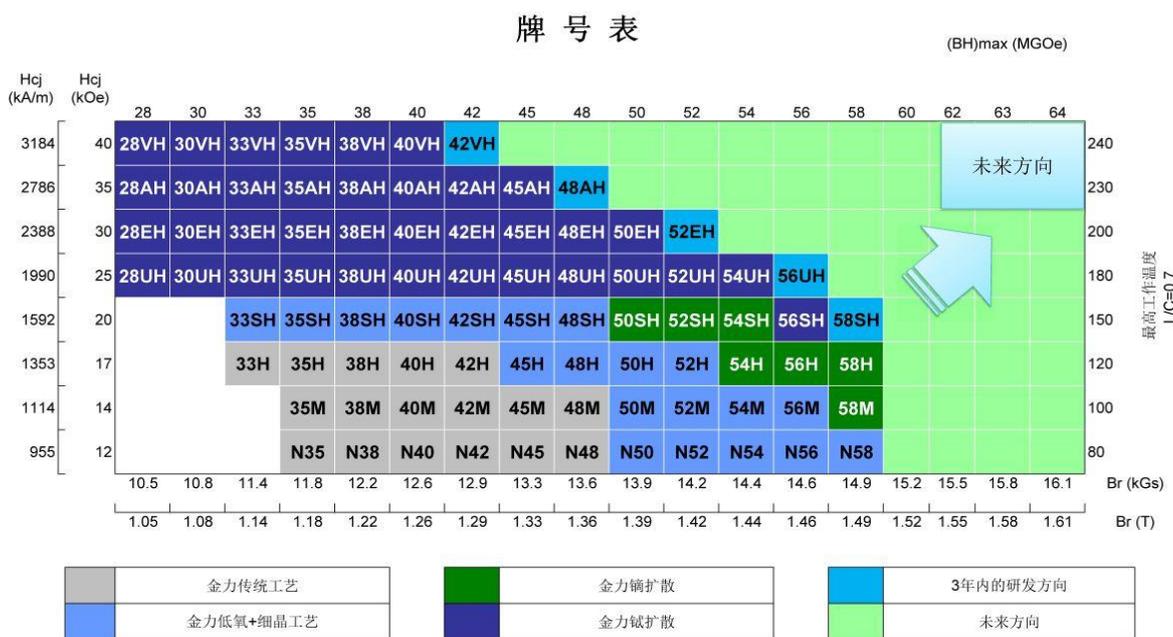


资料来源：公司公告、wind、招商证券

## 2、深耕稀土永磁领域，钕铁硼产品应用广泛

公司专注于生产高性能钕铁硼永磁材料。截至 2024 年 12 月 31 日，包括欧、美、日等海外地区，公司共拥有已授权和在审中的发明及实用新型专利 127 件。其产品线涵盖多个代表性系列牌号，如 50H、50SH、50UH、45EH、30AH(TH 系列)等，牌号齐全，稳定性强，性价比优越，综合品质高，在行业中具有较强的竞争力。

图 3 公司生产的产品及公司产品牌号分布图



资料来源：公司官网，招商证券

钕铁硼永磁材料与其他磁性材料相比磁性能优势突出，具有极高的磁能积、矫顽力和能量密度，广泛应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯和机器人及智能制造等领域。

表 1: 公司高性能钕铁硼永磁材料应用领域

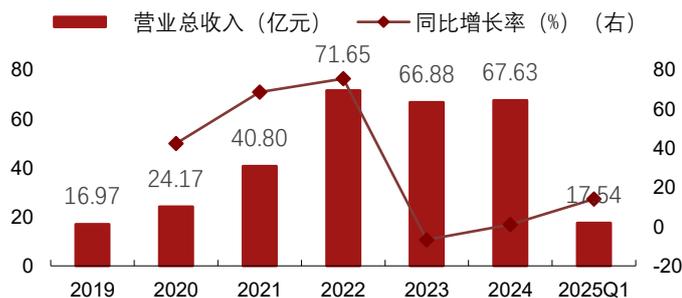
应用领域	应用	优势	主要客户	图示
新能源汽车及汽车零部件	主要用于汽车的永磁同步驱动电机及 ABS(防抱死制动系统)、EPS(电子助力转向系统)、汽车油泵等汽车零部件	可以提高电机功率密度，使其具有更高的运行效率	特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、上汽集团、大众汽车	
风力发电	主要用于永磁直驱、半直驱风力发电机	结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能良好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行	金风科技、西门子-歌美飒等（风电领域前五大整机厂商中四家为公司客户）	
节能变频空调	主要用于家用电器的压缩机	可以使其在不同速度下运转，提升电器的效率、可靠度及性能，降低使用成本	美的、格力、上海海立、广州三菱等（全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司客户）	
节能电梯	主要用于节能电梯中的曳引电机	替代了涡轮蜗杆结构，具有更高的驱动效率、较小的尺寸、较低的噪音，运营成本低	通力电梯	
机器人及智能制造	主要用于伺服电机（空心杯电机）	可以提高功率密度、减少电机体积，提高相关组件的性能	博世力士乐、汇川技术、ABB	

资料来源：金力永磁招股说明书、招商证券

### 3、公司业绩受原材料影响大，新能源和节能环保领域贡献高

25Q1 营收稳定增长，净利润大幅增长。2025Q1 年公司实现营业收入 17.5 亿元，同比增长 14.2%，实现净利润 1.6 亿元，同比增长 57.8%；2024 实现归母净利润 2.9 亿元，同比下滑 48.4%，主要受稀土原材料市场价格同比大幅下降，以及个别客户在稀土原材料价格相对高位时签订的锁价订单延迟执行，叠加行业竞争加剧等因素影响。

图 4 公司营业总收入



资料来源：公司公告、招商证券

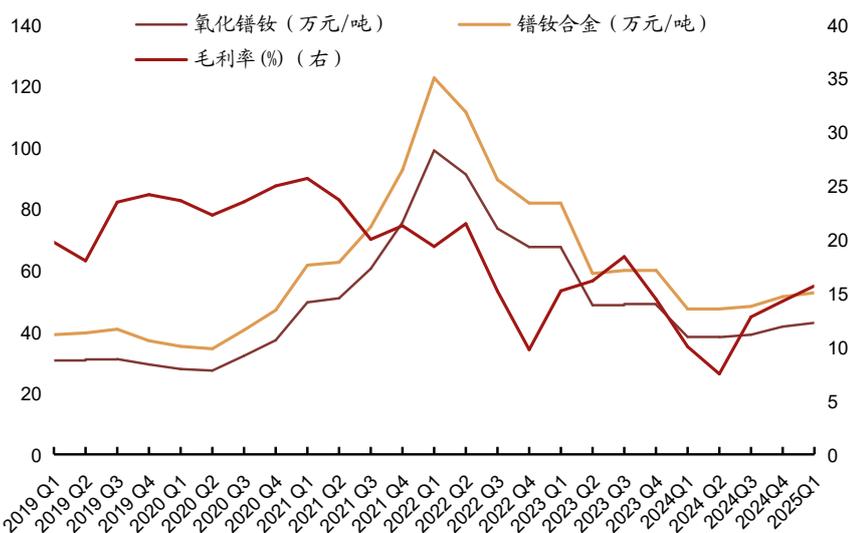
图 5 公司归母净利润



资料来源：公司公告、招商证券

公司毛利率受稀土价格变动的影 响。2025Q1，公司毛利率为 15.7%，同比上升 5.66pct；2024 年，公司毛利率为 11.13%，同比下降 4.94pct。公司毛利波动大的原因系稀土原材料价格的大幅变动，以及短期内成本与售价传递存在的时间差。以主要原材料金属镨钕为例，据亚洲金属网与中国稀土行业协会，2024 年 1-6 月平均价格为 47.19 万元/吨，较 2023 年同期平均价格 70.22 万元/吨，下降约 32.80%。2024 年金属镨钕的平均含税价为 48.60 万元/吨，同比下降 25.5%。

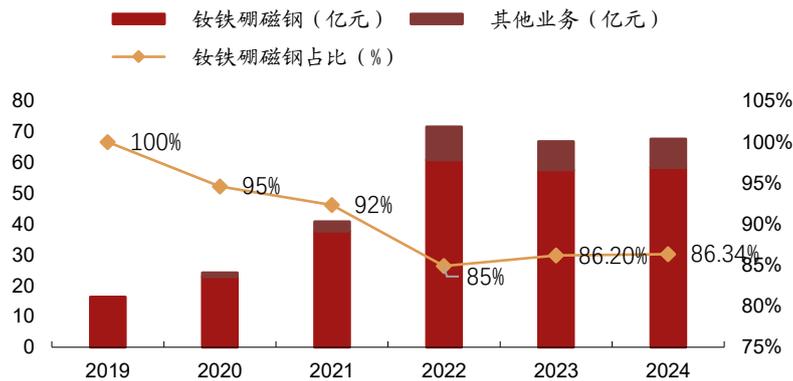
图 6 2019-2025 年 Q1 镨钕季度均价及公司毛利率变动



资料来源：Wind、招商证券

公司营收主要来自钕铁硼磁钢的销售。2024 年，钕铁硼磁钢业务贡献 58.39 亿元的收入，占比 86.34%；公司其他业务贡献 9.24 亿元的收入，占比 13.66%，主要来自对钕铁硼生产过程中产生的磁泥废料的销售。

图 7 公司分产品营收情况及占比

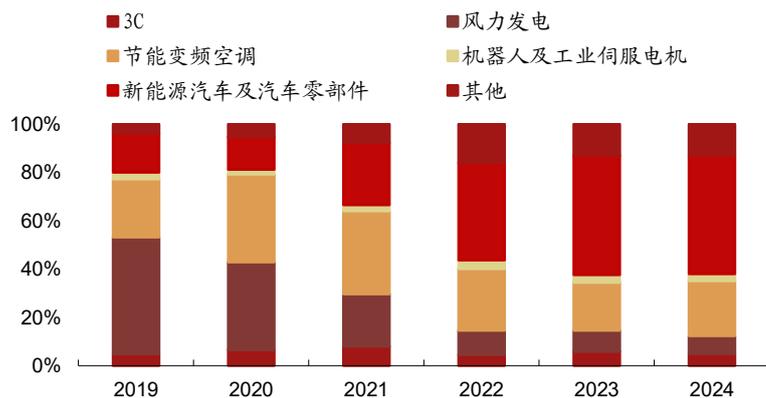


资料来源：公司公告、招商证券

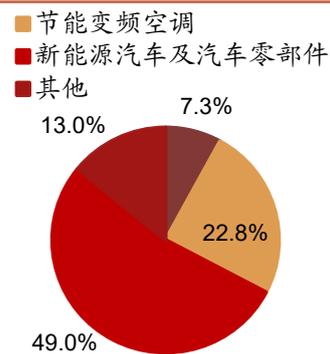
公司钕铁硼磁钢业务下游应用广泛，其中新能源汽车和节能变频空调领域贡献最高。分下游应用领域来看，公司在新能源汽车及汽车零部件领域营收占比持续扩大，2024 年，公司在新能源汽车及汽车零部件领域实现营收 33.14 亿元，占比从 2019 年的 17.5% 迅速增长至 49%；公司在节能变频空调领域实现营收 15.4 亿元，占比 22.8%。

图 8 公司营收分下游应用领域结构及占比变化

图 9 2024 年公司营收分下游应用领域占比情况



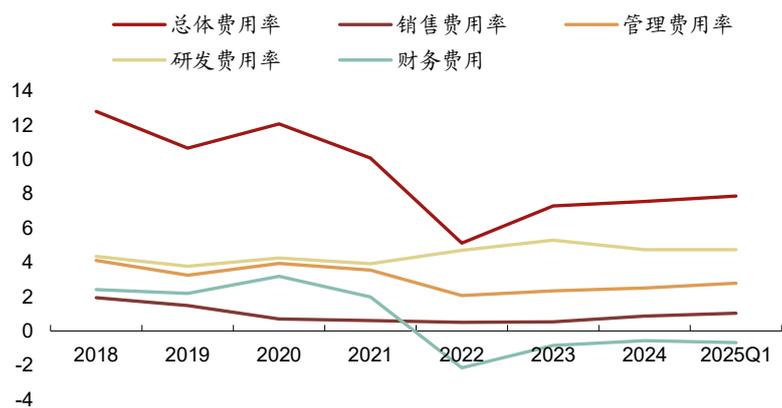
资料来源：公司公告、招商证券



资料来源：公司公告、招商证券

公司持续进行研发投入。2025 年一季度，公司研发费用 0.83 亿元，占营业收入 4.73%。公司在高性能稀土永磁材料性能提升、配方优化、回收利用及人形机器人等领域磁组件产品研发、机器人及自动化装备等方面不断加大研发投入。2024 年，公司共生产高性能磁材毛坯约 2.93 万吨，同比增长 39.48%，销售高性能磁材成品约 2.09 万吨，同比增长 37.88%，高性能磁材产品产销量创公司历史最高水平。

图 10 2018-2025Q1 年公司期间费用率情况



资料来源：公司公告、招商证券

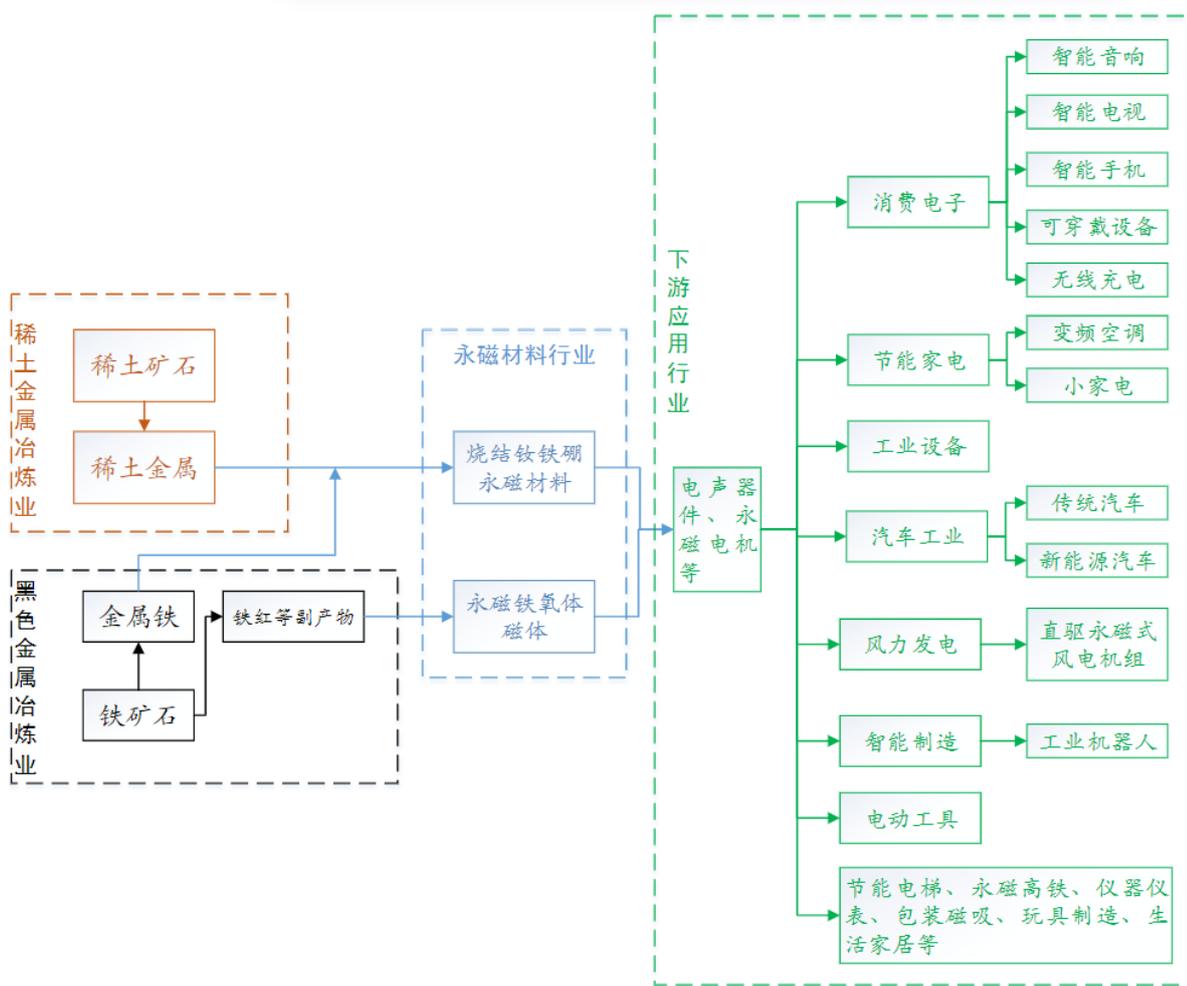
## 二、永磁应用百花齐放，下游需求高速增长

### 1、钕铁硼永磁材料

高性能稀土永磁材料是清洁能源和节能环保领域必不可少的核心材料，有助于降低各类电机的耗电量，其节能效果显著。稀土永磁材料的应用符合国家大力倡导的节能环保理念，对国家实现节能减排目标意义重大，更为全球早日实现“碳达峰、碳中和”做出突出贡献。随着世界对全球气候变化的共识，碳减排成为环境保护的关键方面。为应对气候变化，全球各国政府在推广新能源及减少碳排放方面采取积极行动。我国计划分别于 2030 年及 2060 年前实现碳达峰及碳中和。稀土永磁材料在减少碳排放方面突显出固有优势。根据弗若斯特沙利文的报告，全球 50% 以上的电力消耗来自电机，而与传统电机相比，稀土永磁材料电机可节省高达 15% 至 20% 的能源。

**产业链：**钕铁硼永磁材料行业产业链上游主要是稀土矿开采、稀土冶炼及能源电力行业，下游是消费类电子产品和基础工业等传统应用领域，以及新能源和节能环保等新兴应用领域，包括新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、节能电梯、机器人及智能制造等。

图 11 高性能钕铁硼永磁材料产业链



资料来源：中科磁业招股说明书、招商证券

高性能稀土永磁材料行业具有进入门槛高、客户黏性强的特征。高性能稀土永磁材料生产商需要满足下游客户对产品特性、质量、数量及交货时间的特定要求。钕铁硼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，因此一旦建立合作关系，客户不会轻易更换供应商。

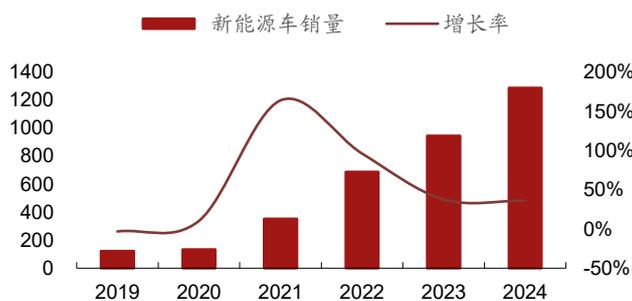
钕铁硼永磁材料与其他磁性材料相比磁性能优势突出，具有极高的磁能积、矫顽力和能量密度，广泛应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯和机器人及智能制造等领域。

## 2、新能源汽车是高性能钕铁硼的核心应用领域

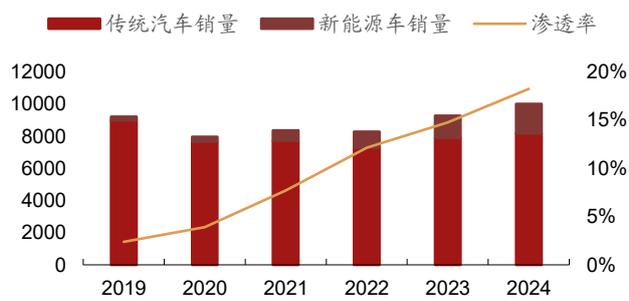
钕铁硼永磁材料用于新能源汽车驱动电机等汽车零部件。永磁同步电机具有效率高、尺寸小、重量轻等优点，是当前新能源汽车驱动电机的主流。据 CleanTechnica，2024 年全球新能源乘用车销量 1824 万辆，同比增长 36%，渗透率为 18.24%，据彭博新能源财经预测，2025 年全球新能源汽车销量将超过 2000 万辆。高性能钕铁硼永磁材料作为新能源汽车驱动电机核心零部件，未来仍将保持旺盛需求。

图 12 2018-2024 年全球新能源车销量（万辆）

图 13 2019-2024 年全球新能源车渗透率



资料来源：EV Sales、招商证券



资料来源：EV Sales、乘联会、招商证券

随着新能源汽车渗透率的不断提高，高性能钕铁硼磁体的需求也随之增加。预计 2027 年全球新能源汽车领域对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 69452 吨，4 年 CAGR 为 24.48%。

表 2: 新能源汽车领域高性能钕铁硼需求预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
全球新能源汽车销量（万辆）	1,367	1,824	2,243	2,736	3,284
YOY	45%	33%	23%	22%	20%
永磁同步电机渗透率	94%	94%	94%	94%	94%
高性能钕铁硼用量（KG/辆）	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
全球新能源汽车领域新增高性能钕铁硼用量（吨）	28922	38569	47440	57877	69452

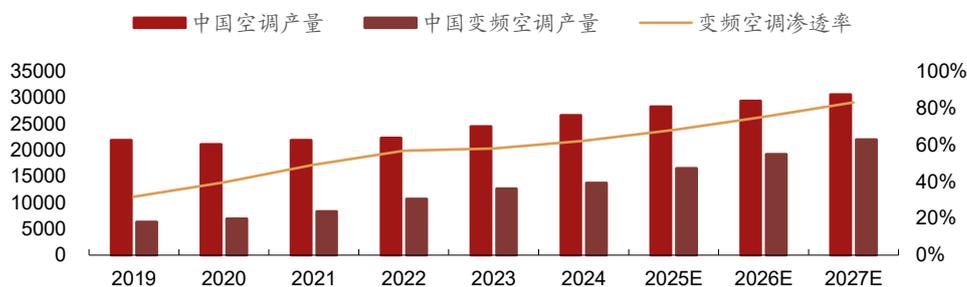
资料来源：EV Sales、乘联会、财经网、招商证券

## 3、节能环保政策驱动，多领域钕铁硼需求增长

随着变频空调普及率的持续上升，高性能钕铁硼磁体的需求呈现加速增长态势。受益于节能政策与意识，变频空调受到广大消费者的青睐。随《房间空气调节器能效限定值及能效等级》于 2020 年实施，定频空调产品全面淘汰，高效能的变频空调成为市场主流。据产业在线数据，2024 年中国空调产量为 26598 万台，

同比增长 8.6%，其中变频空调产量为 16491 万台，渗透率达 62%。鉴于中国空调产量占全球的占比高达 80%，我们预计 2027 年全球变频空调领域对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 31613 吨，4 年 CAGR 为 16.5%。

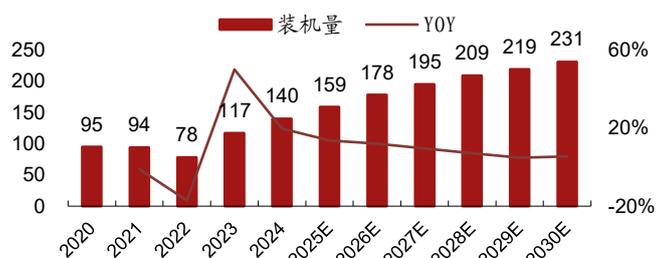
图 14 中国空调与变频空调产量（万台）



资料来源：产业在线、中商情报网、尚普咨询、招商证券

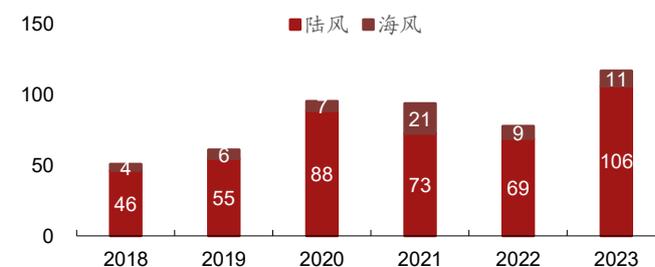
近年全球风电装机量保持稳定增势，钕铁硼永磁材料在制作半直驱电机具有多方面优势。据 GWEC（全球风能协会）全球风能报告，2024 年全球风电新增装机量将达到 125GW。中国是全球风电新增装机量占比最高的国家，且具有更高、更稳定的增势。2022 年，国家发展改革委、国家能源局等 9 部门联合印发《“十四五”可再生能源发展规划》，提出“十四五”期间，可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比超过 50%，风电和太阳能发电量实现翻倍。半直驱近年已成为海上风电主流。随着风力发电机组规模的扩大，特别是海上风电装机量的快速增加，永磁电机的市场份额也将进一步提升，从而促进高性能钕铁硼永磁材料的消耗量增长。我们预计 2027 年全球风力发电领域对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 2.1 万吨，4 年 CAGR 约为 14.5%。

图 15 全球风电新增装机量（GW）



资料来源：GWEC、彭博新能源财经、招商证券

图 16 全球海风与陆风新增装机量（GW）



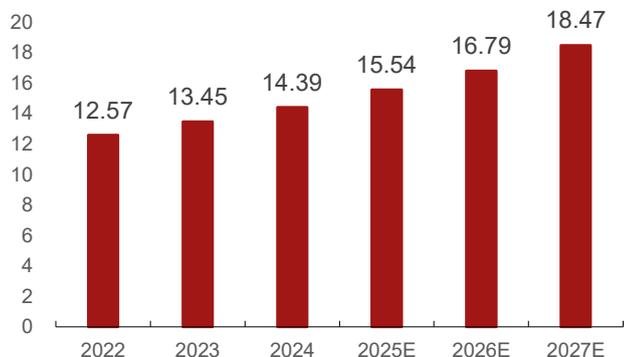
资料来源：GWEC、招商证券

钕铁硼永磁材料在节能电梯中的应用主要是电梯曳引机。永磁同步曳引机以其优秀的节能功能，有望在未来逐步取代传统异步曳引机，带动全球节能电梯领域对高性能钕铁硼需求增长。我们预计 2027 年全球节能电梯领域对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 27594 吨，4 年 CAGR 为 14.34%。

节能减排政策推动高效工业电机市场扩大，工业机器人市场再次攀升。工业电机按照不同的分类方式，可分为直流电机、交流电机、永磁同步电机等。其中永磁电机主要应用于工业机器人以及高效节能电机。在当前全球经济一体化和科技进步的背景下，工业电机行业正迎来前所未有的发展机遇，同时随着绿色转型和智能制造战略的深入实施，永磁电机的渗透率也将持续增长。近年，国家陆续出台了多项政策鼓励节能电机行业发展，工信部、市场监管总局联合发布的《电机能

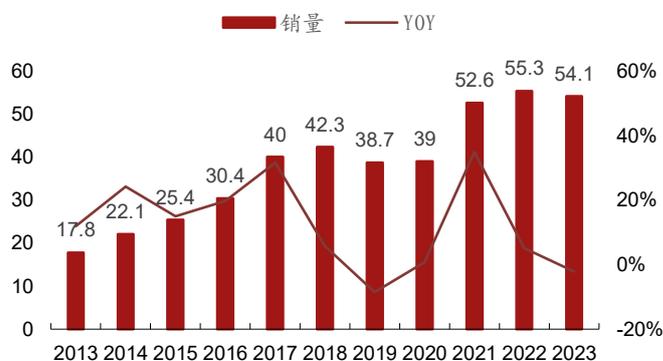
效提升计划（2021-2023）年》提出，2023 年高效节能电机年产量要达到 1.7 亿千瓦，为行业的发展提供了明确而广阔的市场前景。我们预计 2027 年，全球工业电机(含工业机器人)对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 3 万吨，4 年 CAGR 约为 22%。

图 17: 全球工业电机产量 (亿千瓦)



资料来源: 华经产业研究院、招商证券

图 18: 全球工业机器人销量 (千台)

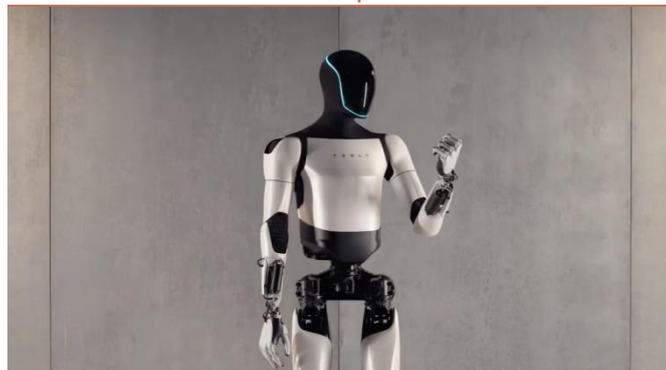


资料来源: IFR、招商证券

#### 4、人形机器人有望迎来量产元年，打开远期增长空间

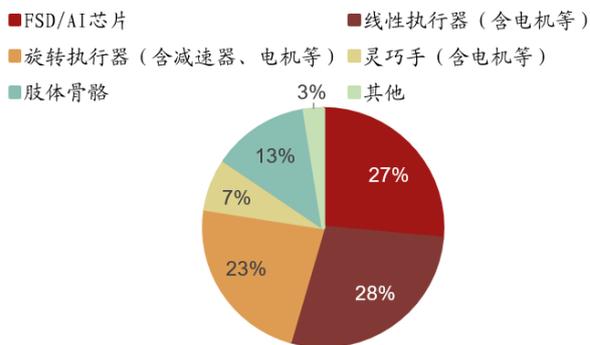
2025 年有望成为人形机器人量产元年。25 春晚宇树科技人形机器人亮相表演一举成名，人形机器人概念热度骤升，海外特斯拉公司家用机器人也预计今年进入量产，其他国内头部企业也在探索人形机器人在新能源汽车、智慧物流等工业场景的应用。同时，随着陪伴功能和服务功能的应用落地，人形机器人走入家庭只是时间问题。

图 19: 特斯拉人形机器人 Optimus 样貌



资料来源: 特斯拉官网、招商证券

图 20: 特斯拉人形机器人 Optimus 成本分布



资料来源: 未来智库、招商证券

人形机器人概念使稀土永磁材料生产企业近期在市场中受到了更多关注，该领域或将成为高性能钕铁硼磁钢应用的重要增长点。目前每台人形机器人约消耗 3.5kg 高性能钕铁硼，随着技术进步，人形机器人对灵活性有更高的要求，构造会更复杂，需要更多关节数，单台人形机器人对稀土永磁材料需求也会随之增长。我们预计 2027 年全球人形机器人产量约 50 万台；全球机器人领域对高性能钕铁硼的新增需求量将达到 2500 吨

## 5、稀土永磁供需转向紧平衡，托底稀土价格回升

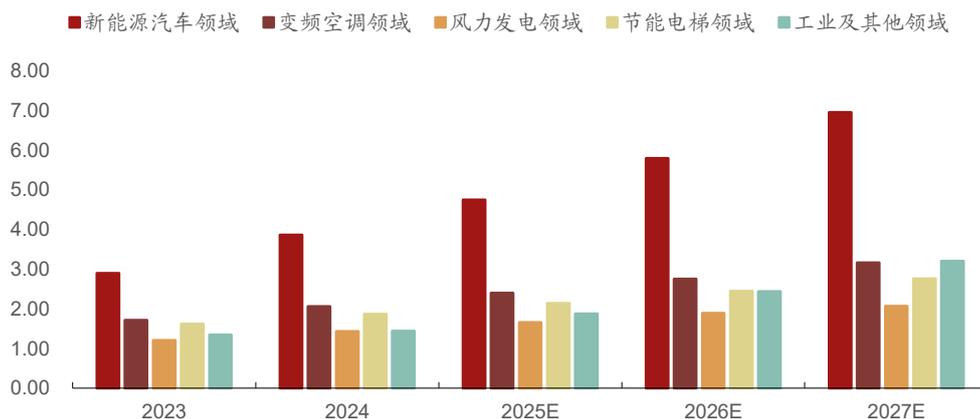
传统复苏叠加新兴驱动，钕铁硼总需求稳步提升。我们预计到 2027 年全球总需求量将达到 23 万吨，4 年 CAGR 约为 20%。从终端表现来看，新能源汽车领域维持高增速，远期还有人形机器人等打开成长空间，稀土需求预期保持较高增速。新能源汽车、工业电机、变频空调领域，4 年 CAGR 分别为 24.5%、24.24%和 16.5%。

表 3: 全球钕铁硼需求测算 (万吨)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
新能源汽车	2.89	3.86	4.74	5.79	6.95
变频空调	1.72	2.06	2.40	2.75	3.16
风力发电	1.20	1.43	1.65	1.89	2.07
节能电梯	1.62	1.86	2.14	2.44	2.76
工业电机 (含机器人)	1.35	1.44	1.87	2.44	3.20
其他	2.34	2.86	3.49	4.19	5.00

1. 资料来源: IFR、华经产业研究院、移动机器人产业联盟、弗若斯特沙利文、KONE、前瞻产业研究院、GEWC、财经网、FTI、北极星风力发电网、Wood Mac、国际能源网、放大大、产业在线、中商情报网、尚普咨询、EV Sales、乘联会、财经网、招商证券

图 21 全球主要行业高性能钕铁硼需求测算 (吨)



资料来源: IFR、华经产业研究院、移动机器人产业联盟、弗若斯特沙利文、KONE、前瞻产业研究院、GEWC、财经网、FTI、北极星风力发电网、Wood Mac、国际能源网、放大大、产业在线、中商情报网、尚普咨询、EV Sales、乘联会、财经网、招商证券

国内供给管控强化，海外矿供给持续受限。2024 年我国已公布开采指标同比增速已有所放缓。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》和《稀土产品信息追溯管理办法》，显示出，在稀土价格经历大幅波动后，政府进一步收紧了配额以调整供需关系。未来稀土资源或进一步向大型稀土集团集中，国内稀土供给端约束可能强化。

除中国外，海外最大的三个稀土供应国家分别是美、缅、澳。缅甸是我国第一大进口来源，2024 年以来缅甸国内政局变动，部分矿山停产，年末内战加剧致使封关，国内自缅甸进口稀土量急剧下滑，至今仍未恢复。而美国贸易保护主义抬头，资源端出口限制可能加强，澳大利亚矿山有一定扩产计划，但放量总体在 27 年后，进一步限制了供给过剩的可能。若扰动时间拉长，2025 年海外矿对稀

土供给量补充或不及预期，有望形成较强的供给约束。

由于供给格局改善，需求持续增长，镨钕供需或将迎来改善。我们预计未来全球镨钕氧化物市场会出现供给不足的情况，2025 至 2027 年镨钕氧化物的供需平衡为 0.07、-0.45、-0.78 万吨，未来全球镨钕氧化物市场会从平衡转为需求缺口。

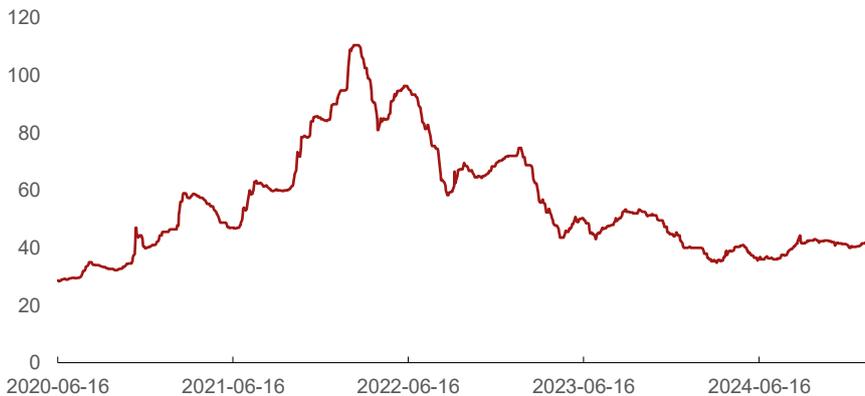
表 4: 全球镨钕氧化物供需测算 (万吨)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
镨钕氧化物供给 (吨)	10.91	11.59	12.66	14.01	15.78
镨钕氧化物需求 (吨)	9.53	10.97	12.59	14.46	16.56
镨钕氧化物供需平衡 (吨)	1.38	0.62	0.07	-0.45	-0.78
镨钕氧化物供需平衡 (%)	12.6%	5.3%	0.5%	-3.2%	-4.9%

资料来源: IFR、华经产业研究院、移动机器人产业联盟、弗若斯特沙利文、KONE、前瞻产业研究院、GEWC、财经网、FTI、北极星风力发电网、Wood Mac、国际能源网、放大器、产业在线、中商情报网、尚普咨询、EV Sales、乘联会、财经网、前瞻产业研究院、各公司公告、招商证券

供需关系改善，托底稀土价格上升。本周国内氧化镨钕价格已回升至 44 万元/吨，环比上涨约 2%，主要稀土原材料价格均存在一定幅度的上涨。2022 年，受国际宏观经济、国内疫情反复等因素影响，稀土价格冲高，并受下游复苏缓慢的影响而回落。未来在供需逐步改善的情况下，预计稀土价格可能会在降温后继续爬升，行业利润有望修复。

图 22 镨钕氧化物历史价格变化 (万元/吨)



资料来源: IFind、招商证券

### 三、全产业链优势显著，下游业务亮点纷呈

#### 1、原料端：加强稀土集团合作，完善绿色回收产业

##### (1) 绑定主要稀土集团，建立长期稳定合作关系

公司与我国主要稀土供应商建立了长期稳定的战略合作关系，保障稀土原材料供应。在生产地方面，公司总部位于重稀土主要产地江西赣州，并在轻稀土主要产地内蒙古包头建设了高性能稀土永磁材料基地。在供应商方面，公司与中国稀土集团、北方稀土集团等主要稀土供应商建立了长期稳定的合作关系，使得公司享有区位成本和原材料供应优势。

表 5：2024 年第二批稀土开采、冶炼分离总量控制指标

稀土集团	矿产品（折稀土氧化物，吨）	冶炼分离产品（折稀土氧化物，吨）
中国稀土集团有限公司	40930	45009
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	94070	81991
合计	135000	127000

资料来源：工信部、招商证券

公司引入赣州稀土集团作为战略投资者，加固与上游供应商的绑定。赣州稀土集团原为赣州工业投资控股集团有限公司，是中国稀土集团的创始股东之一，目前持有金力永磁 6.10% 股份。该集团位于重稀土的重要产地江西，拥有江西省几乎所有稀土矿山的开采权，因此在稀土的开采、分离及储存方面积累了丰富的运营和管理经验。

##### (2) 构建绿色产业链体系，致力稀土资源有效回收

稀土永磁材料回收有利于推动绿色制造等高质量发展。钕铁硼磁材在众多领域被广泛应用，在其生产过程中会产生大量废料，直接丢弃不仅会污染环境，还是对二次资源的浪费，因此磁材回收非常重要。早在 2011 年，国务院便颁布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，明确指出要积极开展稀土资源回收工作。此后在 2018 年，工业和信息化部与国家发展和改革委员会等更是联合提出《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》，要求全面排查辖区内现有资源综合利用企业，限定资源综合利用企业只能以稀土功能材料及器件废料等二次资源为原料。相关政策进一步推进稀土永磁材料回收对绿色制造等高质量发展的贡献。

公司积极完善稀土回收的产业链布局，通过收购银海新材 51% 股权，投建墨西哥废旧磁钢回收综合利用项目，实现对磁泥、废旧磁钢的循环再利用，有利于稀土资源的绿色可持续发展，进一步提升公司全球竞争力。

2022 年 7 月，公司与银海新材签订股权转让协议，收购银海新材 51% 股权，布局稀土元素回收再利用的绿色产业链。银海新材是专业从事稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料综合回收利用生产加工企业，主要以稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料作为生产原料，提取其中的稀土元素。银海新材主要生产产品包括氧化镨钕、氧化镝、氧化铽、氧化钆等稀土氧化物。根据内蒙古自治区相关主管部门批复，银海新材已建成稀土产品废弃物综合利用年产 5000 吨多种单一稀土化合物产品

的生产能力。

2022年9月，公司通过新设墨西哥公司投资1亿美元用于建设“废旧磁钢综合利用项目”，以废旧磁钢为切入点，构建“回收-拆解-再生-再制造”的再循环产业体系，促进再生资源加工利用的规模化和规范化，预计建成年处理5,000吨废旧磁钢综合利用及配套年产3,000吨高端磁材产品的生产能力。

## 2、技术端：晶界渗透业内领先，六大技术体系傍身

公司拥有业界领先的产品配方和生产工艺技术，掌握以晶界渗透技术为核心的六大自主核心技术及专利体系，包括晶界渗透技术、配方体系、晶粒细化技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术以及耐高温耐高腐蚀性新型涂层技术。截至2023年末，公司在国内外共计拥有已授权和在审中的发明及实用新型专利115件。

表 6：公司六大自主核心技术及专利体系

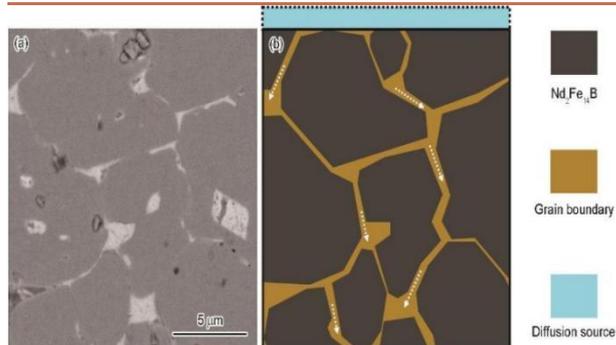
技术名称	具体内容	主营产品中的应用
配方体系	公司的配方能够设计不同牌号磁钢的合金成分，在保证磁体性能条件下降低中重稀土添加量	所有领域产品
细晶技术	公司的合金片制造技术、氢破碎技术以及气流磨技术，能够在保证良好粒度分布条件下，制造出更加细小的颗粒，从而保证产品性能一致性，并具备低重稀土、高耐温性的特点	所有领域产品
一次成型技术	公司在取向压型工序能够实现自动称粉、自动喂料，并直接压制出瓦形或其他异形规格的坯料产品，减少产品后续机械加工成本和磨削量	风力发电、节能电梯
生产工艺自动化技术	公司在多个工序实现了生产自动化改造，比如在取向压型工序能够实现自动上料和自动成型，机械加工工序能够实现自动切削，以及自动充磁和检验、自动表面处理、自动粘胶和自动包装等	所有领域产品
高耐腐蚀性 新型涂抹技术	公司通过自动喷涂的方式将纳米复合材料涂覆到产品的表面，这种镀层的抗盐雾和耐高温能力高于一般的镀层	新能源汽车、汽车零部件
晶界渗透技术	公司可以将含重稀土粉末的稀土非晶合金涂覆在产品的表面，在高温真空条件下使重稀土原子从产品表面扩散到产品的中心，这一技术将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序，添加方式从整个磁体添加转变到磁体的晶界添加，因晶界在磁体中的体积占比较小，从而大幅降低重稀土的添加量	节能变频空调、新能源汽车、汽车零部件

资料来源：公司招股说明书，招商证券

高性能钕铁硼永磁体的生产技术门槛较高，公司掌握业界领先的晶界渗透技术，能够在大幅减少中重稀土用量的同时，维持磁材产品的高性能。随着下游应用场景的革新，钕铁硼永磁材料对矫顽力和温度稳定性提出了更高要求。生产商通常通过添加镝（Dy）和铽（Tb）元素来提高这些性能，但由于重稀土元素（HRE）价格昂贵，使用传统方法添加镝元素不仅会增加生产成本，而且利用率不高，导致资源浪费。而晶界渗透技术则通过扩散热处理使重稀土从磁体表面沿晶界进入磁体内部，分布在晶界和晶粒表面以提高钕铁硼磁体的磁性能，同时大大减少了

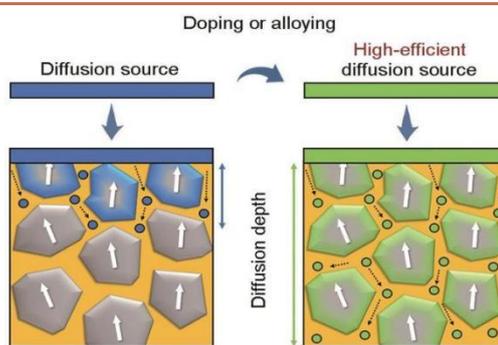
镨元素的总量，降低了材料的消耗和成本。根据弗若斯特沙利文的数据，晶界渗透技术一般可以减少 50%至 70%中重稀土的用量。

图 23 烧结钕铁硼晶粒结构与晶界扩散示意图



资料来源：金属学报、招商证券

图 24 通过掺杂与合金化提高扩散剂速率的原理图



资料来源：金属学报、招商证券

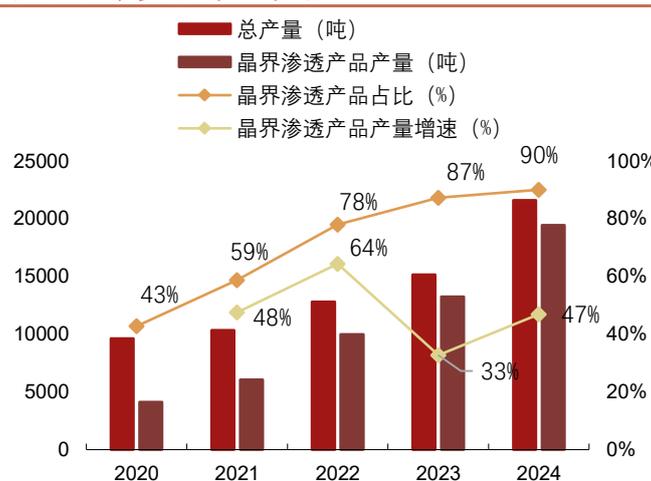
**以技术为基，构建规模优势：**公司利用晶界渗透技术生产稀土领占市场，并不断开发高牌号产品，具备大规模应用晶界渗透技术生产交付的能力。2024 年，公司使用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产品占比超 90%。公司依靠技术优势保持较低水平的单吨产品营业成本和制造费用。

图 25 国内主要生产商磁材性能比较

公司	磁性能				耐久性		物理机械性能
	单晶最高剩磁 (kGs)	单晶最高矫顽力 (kOe)	单晶最高最大磁能积 (MGOe)	单晶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)	
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

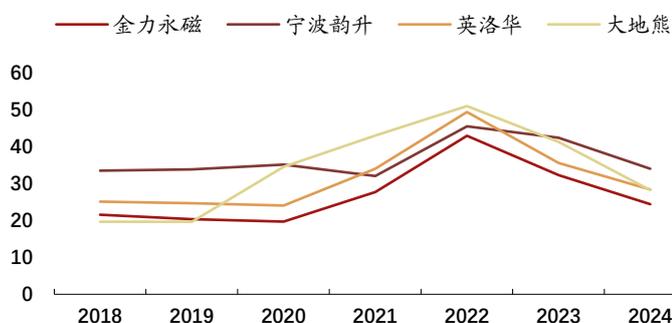
资料来源：中科磁业招股书、招商证券

图 26 晶界渗透技产品产量



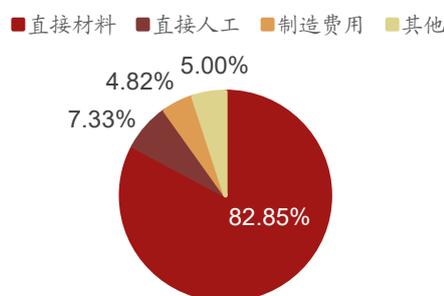
资料来源：Wind、招商证券

图 27 同行业公司单吨产品营业成本 (万元 / 吨)



资料来源：公司公告、招商证券

图 28 公司成本分析 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

**公司持续关注研发力量，研发费用率常年居于高位。**近五年，公司研发费用率整体呈现出逐渐上涨态势。2025 年 Q1，公司研发费用为 0.83 亿元，2024 年全年

公司研发费用为 3.21 亿元，研发费用率 4.74%，公司已掌握自主核心技术及专利体系，截至 2024 年 12 月 31 日，包括欧、美、日等海外地区，公司共拥有已授权和在审中的发明及实用新型专利 127 件。在国内磁材行业排名第二，展现了强大的技术驱动能力。

图 29 公司研发费用及增长率

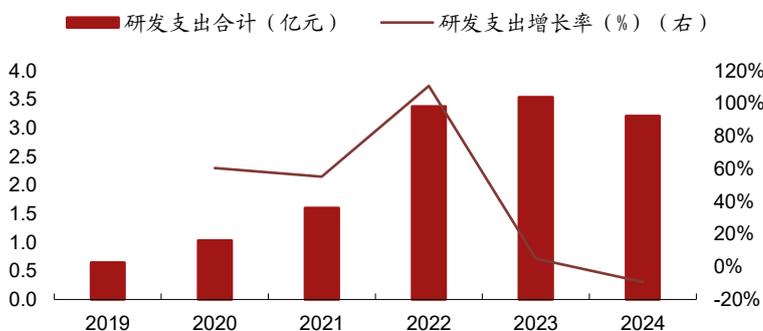


图 30 研发费用占比及研发人员数量占比



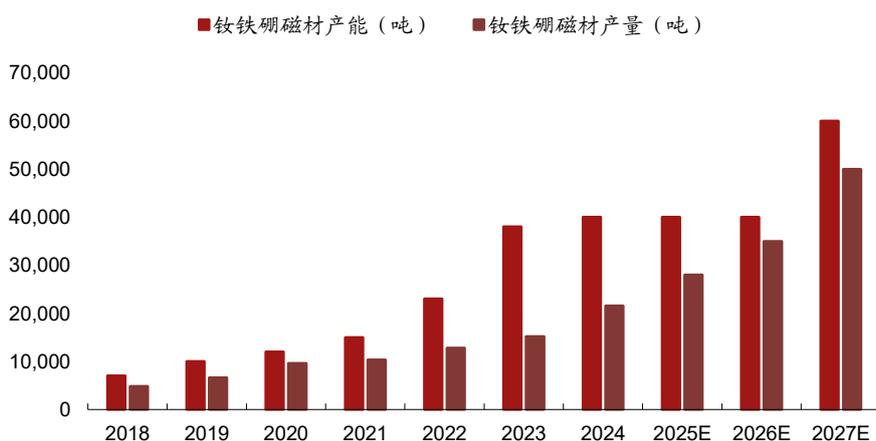
资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

### 3、生产端：产能持续加码，进军海外磁组件

磁材产销量创历史最高水平，产能利用率实现进一步释放。2024 年度，公司努力克服稀土原材料价格自 2022 年以来持续下跌的不利因素，积极拓展业务，按照规划释放产能，产能利用率超 90%，全年经营活动产生的现金流量净额预计约为 4.2 亿元。新建项目有望扩能增效，进一步提高产品竞争力。项目计划投资总额为 105,000 万元，项目建设期 2 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。项目有利于公司完善产业布局、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，促进公司充分发挥集团内各生产基地的优势，进一步降低生产成本，提高产品竞争力。

图 31 公司高性能钕铁硼磁材产能及产量 (吨)



资料来源：公司公告，招商证券

公司产能的扩张扎实，与同业相比增速水平优秀。目前公司已具备年产约 4 万吨的高性能钕铁硼永磁材料毛坯产能。2024 年上半年，公司包头二期 12000 吨/年产能项目、宁波 3000 吨/年高端磁材及 1 亿台套组件产能项目、赣州高效节能电机用磁材基地项目正在按计划建设。公司在包头投资建设的“高性能稀土永磁材料基地项目”已于 2022 年 6 月达产，形成 8,000 吨/年的高性能稀土永磁材料

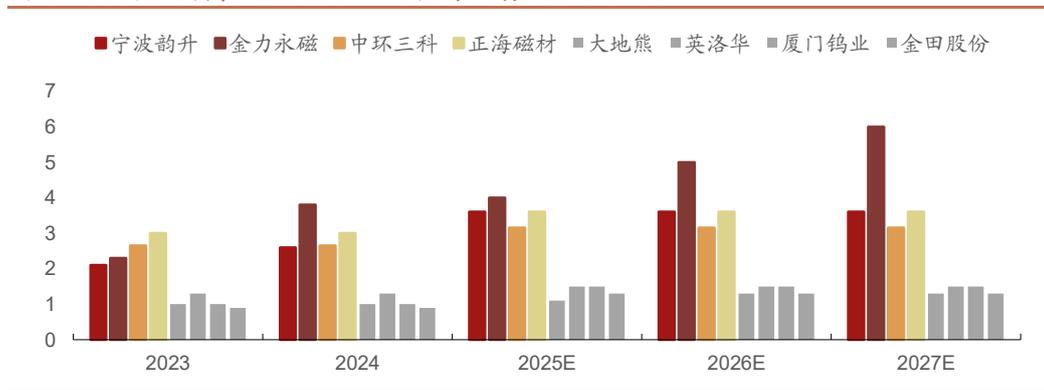
生产能力。此外，公司由生产基地单一工厂向多地工厂的集团化迈进，同时布局赣州、包头和宁波生产基地，23 年年底新增包头二期 1.2 万吨和宁波 3,000 吨产能。2025 年 1 月，公司积极响应国家关于全力建设“两个稀土基地”的政策，根据未来新能源汽车、变频空调、人形机器人等市场需求，董事会决定投资建设“年产 2 万吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目”。力争到 2027 年建成 6 万吨高性能稀土永磁材料产能，并具备先进的人形机器人磁组件生产线。

表 7: 公司产能规划与项目进展

项目名称	地点	产能 (吨)	项目状态	预计达产时间
-	赣州	15000	已达产	2021 年
高性能稀土永磁材料基地项目	包头	8000	已达产	2022 年 6 月
年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目	宁波	3000	2023 年年底投产	2023-2024
高性能稀土永磁材料基地项目 (二期)	包头	12000	2023 年年底投产	2023-2024
高效节能电机用磁材基地项目	赣州	2000	2024 年投产	2024-2025
年产 20000 吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目	包头	20000	规划	2027 年

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 32 国内主要高性能钕铁硼磁材生产商产能 (万吨)



资料来源: 公司公告、立鼎产业研究院、投资韬略、雪球、招商证券

**公司布局海外市场: 拟建设年产 100 万台/套磁组件生产线, 提升公司在人形机器人、新能源汽车等领域市场竞争力。**磁组件为磁性材料 (钕铁硼等) 与金属、非金属等材料通过粘接、注塑等工艺装配而成的组合件。相比钕铁硼磁钢, 其产品附加值、盈利能力更加具有优势。2023 年, 公司计划投资 1 亿美元用于“墨西哥新建年产能 100 万台/套的磁组件生产线”, 预计 2025 年投产。该项目可以满足客户在人形机器人、新能源汽车等领域磁组件的订单需求, 进一步提升公司在全球的市场竞争力, 对公司国际市场扩展及加深与国际客户合作关系具有战略意义。

图 33 磁组件相关产品



资料来源：横店东磁官网、招商证券

### 3、客户：绑定优质龙头客户，灵活调价护航盈利

高性能钕铁硼永磁材料具备高定制化、非标准化，认证周期长，质量要求高的特点，下游客户的粘性较强，因此绑定行业龙头客户的厂商具备先发优势。钕铁硼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，公司需要满足客户对产品规格、型号、性能及交货时间的特定要求，客户为保持其产品性能的稳定性和在选定最终供应商前需经长时间严格的认证、试样和验厂等过程，试生产样品验证通过后，公司才能开始进行批量生产和销售。因此该行业下游的客户粘性较高，客户通常与厂商形成长期、稳定的合作关系。

图 34 公司长期合作客户介绍图

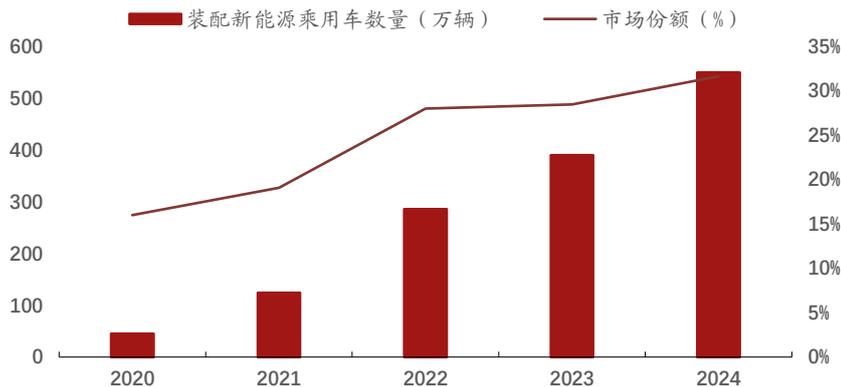


资料来源：公司招股书，招商证券

夯实节能环保市场的领导地位，积极布局新兴产业。

**新能源汽车及汽车零部件领域：**公司成为全球新能源汽车行业驱动电机用磁钢的领先供应商。2024 年，公司在新能源汽车及汽车零部件领域实现了 33.14 亿元的收入，同比增长 38.62%。公司所销售的新能源汽车驱动电机磁钢产品支撑了约 550 万辆新能源乘用车的装配，占据全球新能源乘用车市场份额 31.65%。作为全球领先的新能源汽车驱动电机用磁钢供应商，公司产品已被包括比亚迪、特斯拉、联合电子等企业在内的全球前十大新能源汽车生产商采纳，并在 2023 年 11 月获得比亚迪颁发的“特别贡献奖”。

图 35 公司产品装配新能源汽车数量及市场份额



资料来源：公司公告，招商证券

**节能变频空调领域：**公司在全球占据领先地位，是美的、格力等知名品牌的重要磁钢供应商。2024 年公司节能变频空调领域收入 15.4 亿元，同比增长 16.3%，公司节能变频空调磁钢产品销售量可装配变频空调压缩机约 8200 万台。在下游客户方面，公司与全球格力、美的等前十大变频空调压缩机生产商中的八家建立了客户关系。2024 年 1 月，公司荣获美的工业技术事业群颁发的 2023 年度“优秀供应商”奖项。

**风力发电领域：**2024 年，公司在风力发电领域的收入为 4.97 亿元，其产品支持的风力发电机装机容量约为 12GW，服务于全球前十大风电整机厂商中的五家。公司连续九年获得金风科技的最高质量信用评级。

**其他领域：**2024 年，公司在机器人及工业伺服电机领域的收入为 1.96 亿元，并积极进军 3C、节能电梯、轨道交通等新兴领域，2024 年，公司 3C 领域收入 2.13 亿元，销售量同比增长 104.54%。成为这些领域中重要的高性能磁钢供应商之一。

**灵活的价格调整机制：**公司实行成本加成法进行产品定价，定价周期根据具体的行业特性或客户需求差异，可分为年度、半年度、季度或月度调整。在确定产品价格时，主要依据稀土材料的市场即期价格，并综合考虑行业标准、商业协议、合作程度、产品规格和订单量等因素。公司每季度/月等短周期调价比例不断提升，以保障公司盈利稳定。

表 8：公司不同领域调价机制

客户类型/下游应用领域	调价机制
新能源汽车及汽车零部件	每季度调整一次、小部分客户每年或每半年调整一次
永磁风力发电机	2018-2020 年每年调整一次
节能变频空调	每月调整一次
节能电梯、机器人及智能制造，3C	每年、每半年或每季度调整一次、视情况而定

资料来源：公司公告，招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

**销量：**公司 24 年年末有 2.3 万吨高性能钕铁硼毛坯产能，新增有包头二期 1.2 万吨高性能稀土永磁材料基地项目、宁波年产 3,000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目、赣州 2000 吨高端磁材产能的高效节能电机用磁材基地项目、年产 20000 吨高性能稀土永磁材料绿色智造项目。考虑到公司扩产及爬坡进度、产能利用率等，预计公司 2025-2027 年高性能钕铁硼销量为 2.6/3.2/4 万吨。

**价格：**考虑到原材料稀土价格、竞争格局与下游需求影响，预计公司高性能钕铁硼成品单价 2025-2027 年分别为 36.9/37.3/37.8 万元/吨。

**毛利率：**考虑到下游产品结构中，新能源车、机器人等高端产品占比持续提升，假设毛利率有一定提升，预计 2025-2027 年钕铁硼业务毛利率分别为 15.3%/16.7%/18%。

**其他业务：**其他业务主要为钕铁硼生产过程中产生的磁泥废料的销售等，预计 2025-2027 年营收增速为 28%/23%/22%，毛利率为 17%/17.7%/18%。

表 9：分业务营收及毛利率预测

	单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钕铁硼磁钢业务						
营业收入	百万元	5,765	5,906	7,678	9,598	11,998
YOY			2.4%	30%	25%	25%
营业成本		4,882	5,252	6,505	8,001	9,841
毛利		883	654	1,173	1,532	2,157
毛利率		15.32%	11.08%	15.28%	16.63%	17.98%
其他业务						
营业收入	百万元	923	857	1,097	1,349	1,646
YOY			18%	28%	23%	22%
营业成本		731	759	911	1,110	1,349
毛利		192	98	186	239	297
毛利率		20.82%	11.47%	16.96%	17.72%	18.04%

资料来源：公司公告、招商证券

## 五、风险提示

### 1、稀土原材料价格波动

稀土金属是生产钕铁硼磁钢的主要原材料，我国是全球稀土原材料的重要供应地，稀土原材料价格的大幅波动在短期内将给公司的生产销售带来不利影响。

### 2、公司扩产建设不及预期

公司当前规划到 2025 年建成 4 万吨产能，并且在建设墨西哥工厂。项目进度决定了公司是否能够释放足够的产能，若未来新建产能投产不及预期，将影响公司业绩成长性。

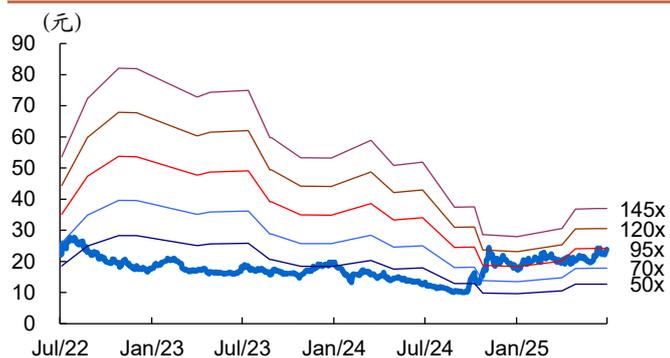
### 3、下游订单需求不及预期

新能源汽车领域是高性能钕铁硼的核心应用，人形机器人业务是未来重要的成长空间。若以上领域增长不及预期或增速放缓，在公司磁材产能持续扩张的情况下，新增订单增速不足，可能无法消纳产能释放，影响公司盈利。

### 4、海外风险

公司稳步开拓海外市场，海外业务逐渐增加，可能面临国际地缘政治、经济、贸易、金融状况变动，以及监管政策变动、加征关税等风险。同时，公司与海外客户的销售收入主要以外币结算。近年来，受全球经济形势影响，人民币与美元、人民币与欧元间的汇率波动性较大，不仅影响公司外币计价的销售收入，也影响公司的汇兑损益金额。

图 36: 金力永磁历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 37: 金力永磁历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8836	7692	7691	8788	10827
现金	3886	2713	1405	1053	1264
交易性投资	210	186	186	186	186
应收票据	152	49	63	79	98
应收款项	1981	2023	2623	3262	4055
其它应收款	46	56	73	91	113
存货	2213	2178	2712	3339	4143
其他	350	487	628	779	968
<b>非流动资产</b>	2990	4605	5102	5553	5963
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	1710	2294	2824	3306	3743
无形资产商誉	217	329	296	267	240
其他	1057	1974	1973	1972	1972
<b>资产总计</b>	<b>11826</b>	<b>12297</b>	<b>12793</b>	<b>14342</b>	<b>16790</b>
<b>流动负债</b>	3983	4086	4263	5175	6875
短期借款	401	258	0	19	573
应付账款	2910	3058	3809	4688	5818
预收账款	288	40	50	61	76
其他	385	730	405	407	409
<b>长期负债</b>	805	1094	1094	1094	1094
长期借款	544	783	783	783	783
其他	261	311	311	311	311
<b>负债合计</b>	<b>4789</b>	<b>5180</b>	<b>5357</b>	<b>6269</b>	<b>7969</b>
股本	1345	1372	1372	1372	1372
资本公积金	3842	4021	4021	4021	4021
留存收益	1834	1623	1936	2564	3301
少数股东权益	16	101	108	116	127
归属于母公司所有者权益	7021	7016	7329	7957	8695
<b>负债及权益合计</b>	<b>11826</b>	<b>12297</b>	<b>12793</b>	<b>14342</b>	<b>16790</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1518	508	195	438	549
净利润	567	294	594	813	989
折旧摊销	143	166	245	291	332
财务费用	52	42	48	38	55
投资收益	(2)	(11)	(146)	(146)	(146)
营运资金变动	742	21	(545)	(557)	(682)
其它	15	(5)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(942)	(1687)	(596)	(596)	(596)
资本支出	(806)	(675)	(742)	(742)	(742)
其他投资	(136)	(1012)	146	146	146
<b>筹资活动现金流</b>	(816)	92	(907)	(195)	257
借款变动	(667)	265	(585)	19	554
普通股增加	507	27	0	0	0
资本公积增加	(616)	179	0	0	0
股利分配	(218)	(459)	(274)	(176)	(241)
其他	178	80	(48)	(38)	(55)
<b>现金净增加额</b>	<b>(240)</b>	<b>(1088)</b>	<b>(1307)</b>	<b>(352)</b>	<b>211</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	6688	6763	8771	10905	13557
营业成本	5613	6011	7485	9214	11434
营业税金及附加	28	25	32	40	50
营业费用	35	59	76	94	117
管理费用	156	169	219	272	339
研发费用	354	321	416	517	643
财务费用	(57)	(38)	48	38	55
资产减值损失	(24)	(44)	0	0	0
公允价值变动收益	7	4	4	4	4
其他收益	75	131	131	131	131
投资收益	2	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	619	319	640	876	1065
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	617	315	636	872	1061
所得税	50	21	43	59	72
少数股东损益	3	3	6	9	10
<b>归属于母公司净利润</b>	564	291	587	804	979

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-7%	1%	30%	24%	24%
营业利润	-20%	-48%	101%	37%	22%
归母净利润	-20%	-48%	102%	37%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.1%	11.1%	14.7%	15.5%	15.7%
净利率	8.4%	4.3%	6.7%	7.4%	7.2%
ROE	8.2%	4.1%	8.2%	10.5%	11.8%
ROIC	6.4%	3.2%	7.7%	10.0%	11.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.5%	42.1%	41.9%	43.7%	47.5%
净负债比率	8.1%	11.1%	6.1%	5.6%	8.1%
流动比率	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.7	2.7	3.1	3.0	3.1
应收账款周转率	2.7	3.2	3.7	3.6	3.6
应付账款周转率	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.41	0.21	0.43	0.59	0.71
每股经营净现金	1.11	0.37	0.14	0.32	0.40
每股净资产	5.12	5.11	5.34	5.80	6.34
每股股利	0.25	0.20	0.13	0.18	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	58.0	112.4	55.7	40.7	33.4
PB	4.7	4.7	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	44.2	70.2	33.0	25.6	21.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。