

2025 年 08 月 05 日

投资评级：增持（首次）

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
陈婉妤
SAC: S1350524110006
chenwanyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 04 日
收盘价（元）	41.18
一年内最高/最低（元）	46.50/21.12
总市值（百万元）	43,701.07
流通市值（百万元）	43,701.07
总股本（百万股）	1,061.22
资产负债率（%）	7.64
每股净资产（元/股）	4.45

资料来源：聚源数据

中国稀土 (000831.SZ)

——中稀集团核心上市平台，资源冶炼协同布局成长可期

投资要点：

- **中国稀土：中稀集团核心上市平台，资源冶炼完善布局成长可期。**公司实控人为中稀集团，截至 2025 年 4 月 24 日持有公司 28.56% 股份。2024 年公司稀土矿产量 2384 吨 REO，仅占集团指标 2.93%。中稀集团 2022 年承诺五年内通过委托管理、资产重组、股权置换/转让、业务调整等方式解决同业竞争问题。依托中国稀土集团丰富的稀土矿山及冶炼分离资源，公司未来成长可期。（1）稀土矿：目前在产核心矿山资源江华稀土矿，24 年产量 2384 吨，保有矿石量 2165 万吨，保有资源量 TREO 2.3 万吨。圣功寨与肥田稀土矿等待探转采，合计离子相 REO 资源储量 10.14 万吨。（2）冶炼分离：拥有定南大华（4400 吨/年）、广州建丰（3000 吨/年）、中稀永州新材（5000 吨/年）三家冶炼子公司，总产能 12400 吨/年。
- **供给端：中国主导全球供给，国内指标配额增速放缓。**2024 全球稀土矿产量约 39 万吨，中国稀土开采量全球第一为 27 万吨（占比约 70%），美国、缅甸、澳大利亚是其他主要生产国，产量分别为 4.5 万吨（占比约 11%），3.1 万吨（占比约 8%），1.3 万吨（占比约 3%）。国内配额增速放缓，供给端逐步改善。2021–2024 年稀土开采指标总额达 16.8/21.0/25.5/27.0 万吨，同比增速分别为 20%/25%/21%/6%；稀土冶炼分离指标总额达 16.2/20.2/24.4/25.4 万吨，同比增速分别为 20%/25%/21%/4%。
- **需求端：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。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 3.5/4.5/5.5 亿元，同比增速分别为 222.9%/29.0%/19.9%，当前股价对应的 PE 分别为 124/96/80 倍。我们选取北方稀土、广晟有色作为可比公司，作为国内中重稀土龙头和中稀集团核心上市平台，公司资源冶炼协同布局成长可期。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**需求波动风险，项目推进不及预期风险，原材料波动风险，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）	3,988	3,027	4,908	6,068	6,776
同比增长率（%）	5.34%	-24.09%	62.14%	23.62%	11.67%
归母净利润（百万元）	418	-287	353	455	546
同比增长率（%）	0.49%	-168.69%	222.94%	29.00%	19.92%
每股收益（元/股）	0.39	-0.27	0.33	0.43	0.51
ROE（%）	8.60%	-6.18%	7.06%	8.35%	9.10%
市盈率（P/E）	104.63	-152.32	123.90	96.04	80.09

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 3.5/4.5/5.5 亿元，同比增速分别为 222.9%/29.0%/19.9%，当前股价对应的 PE 分别为 124/96/80 倍。我们选取北方稀土、广晟有色作为可比公司，作为国内中重稀土龙头和中稀集团核心上市平台，公司资源冶炼协同布局成长可期。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

我们预测公司 2025–2027 年稀土氧化物销量分别为 7000/8000/8500 吨，稀土金属销量分别为 2000/2000/2000 吨；稀土氧化物销售均价分别为 41.59/48.67/53.10 万元/吨，稀土金属销售均价分别为 97.35/106.19/110.62 万元/吨。

投资逻辑要点

公司实控人为中稀集团，截至 2025 年 4 月 24 日持有公司 28.56% 股份。中稀集团 2022 年承诺五年内通过委托管理、资产重组、股权置换/转让、业务调整等方式解决同业竞争问题。依托中国稀土集团丰富的稀土矿山及冶炼分离资源，公司资源和冶炼产能协同布局，未来成长可期。供给端，全球稀土供给由中国主导，配额指标增速呈放缓趋势；需求端，受益新能源汽车和机器人产业持续扩张。稀土行业处在供给格局重塑的关键阶段，稀土价格或已筑底回升，叠加出口修复预期，公司盈利有望伴随稀土价格稳步上涨。

核心风险提示

需求波动风险；项目推进不及预期风险；原材料波动风险；市场空间测算偏差的风险。

内容目录

1. 中国稀土：中稀集团核心上市平台，资源注入有望推动业绩成长	5
1.1. 中稀集团核心上市平台，未来成长可期	5
1.2. 经营跟随稀土价格波动，资源注入推动业绩改善	6
1.3. 资源和冶炼产能布局完整，成长动力充沛	7
2. 稀土：供给格局重塑高端需求增长，周期筑底有望反转	9
2.1. 供给端：中国主导全球供给，国内指标配额增速放缓	9
2.2. 需求端：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	10
2.3. 稀土周期或已筑底回升，出口修复预期下价差有望收窄	12
3. 盈利预测与评级	14
4. 风险提示	15

图表目录

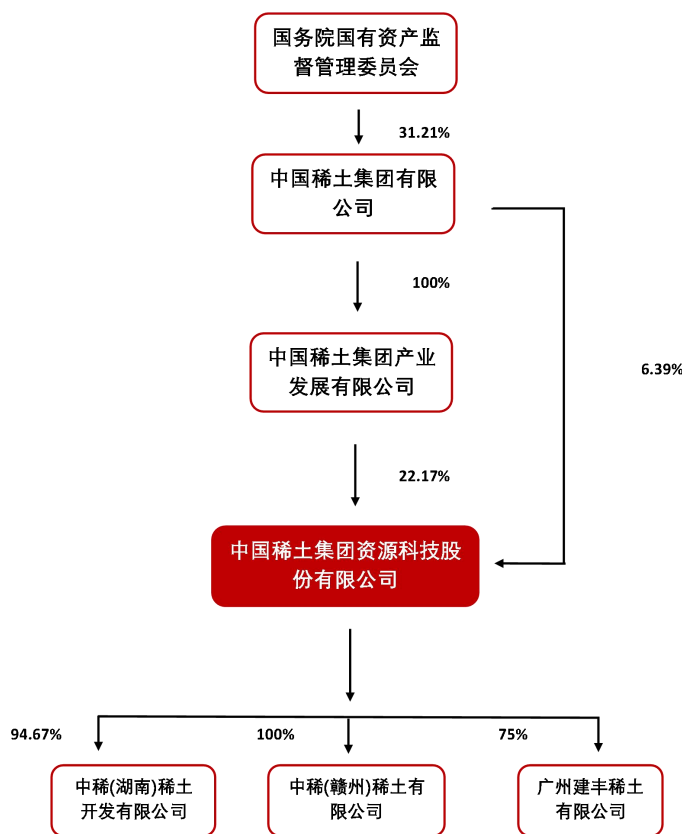
图表 1： 公司股权结构（截至 2025 年 4 月 24 日）	5
图表 2： 2020-2024 年调整后中国稀土集团指标配额（2024 年前中国稀土集团指标配额为北方稀土外所有指标，2024 年起包含广晟有色和厦门钨业指标）	6
图表 3： 公司营业收入变化情况	6
图表 4： 公司归母净利润变化情况	6
图表 5： 公司毛利率和净利率变化情况	7
图表 6： 公司期间费用率变化情况	7
图表 7： 2024 年全球稀土矿产量数据	9
图表 8： 国内稀土配额增速呈放缓趋势	10
图表 9： 稀土磁材产业链	10
图表 10： 全球和中国新能源汽车销量逐年提升	11
图表 11： 中国新能源汽车月度销量呈上升趋势	11
图表 12： 稀土永磁市场空间测算	12
图表 13： 稀土氧化物价格或已筑底回升	13
图表 14： 氧化镨钕盈利或筑底回升	13
图表 15： 稀土及制品月度出口数据（吨）	13
图表 16： 稀土月度出口数据（吨）	13
图表 17： 营收预测表	14
图表 18： 可比公司估值表（截至 2025 年 8 月 4 日）	14

1. 中国稀土：中稀集团核心上市平台，资源注入有望推动业绩成长

1.1. 中稀集团核心上市平台，未来成长可期

公司实控人为中稀集团，截至 2025 年 4 月 24 日持有公司 28.56% 股份。公司的实控人为中国稀土集团，最终受益人为国务院国资委，集团直接和间接合计持有公司 28.56% 股份。

图表 1：公司股权结构（截至 2025 年 4 月 24 日）



资料来源：iFind，公司公告，华源证券研究所

公司占集团总指标比重较小，集团承诺解决同业竞争问题，未来成长可期。2024 年中国稀土集团矿产品指标合计 8.1 万吨 REO，冶炼分离指标合计 8.4 万吨 REO。期间公司稀土矿产量 2384 吨 REO，仅占集团指标 2.93%。中稀集团 2022 年承诺五年内通过委托管理、资产重组、股权置换/转让、业务调整等方式解决同业竞争问题。依托中国稀土集团丰富的稀土矿山及冶炼分离资源，公司未来成长可期。

图表 2：2020-2024 年调整后中国稀土集团指标配额（2024 年前中国稀土集团指标配额为北方稀土外所有指标，2024 年起包含广晟有色和厦门钨业指标）

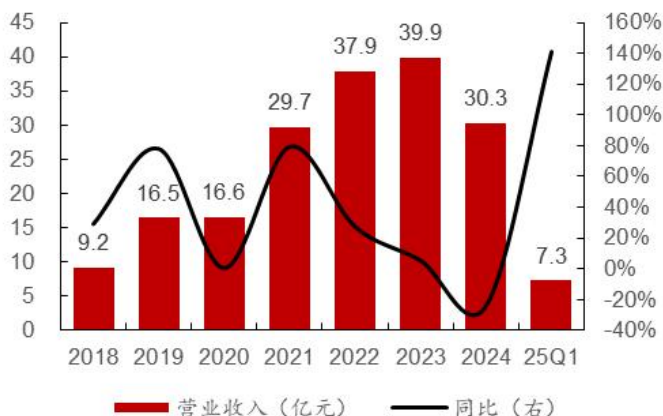
	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
冶炼分离产品（折稀土氧化物，吨）	71216	72366	73066	80616	83999
增速（%）		1.61%	0.97%	10.33%	4.20%
矿产品（折稀土氧化物，吨）	66450	67650	68350	76350	81350
增速（%）		1.81%	1.03%	11.70%	6.55%

资料来源：工信部，自然资源部，华源证券研究所

1.2. 经营跟随稀土价格波动，资源注入推动业绩改善

公司营收及利润跟随稀土价格波动，25Q1 业绩实现反转。2018 年-2022 年公司营收由 9.2 亿元提升至 37.9 亿元，归母净利润由 1.0 亿元提升至 4.2 亿元，主要受益稀土价格上涨周期；2023 年公司营收进一步提升至 39.9 亿元，当年稀土价格处于下行周期，受益江华稀土注入利润基本持平；2024 年，公司营收下降至 30.3 亿元，归母净利润为-2.9 亿元，主要受稀土价格下行库存压力显著；2025 年第一季度，公司营收 7.3 亿元，同比大幅增长，归母净利润实现扭亏，主要受益稀土价格企稳回升以及江华注入后的产量提升。

图表 3：公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

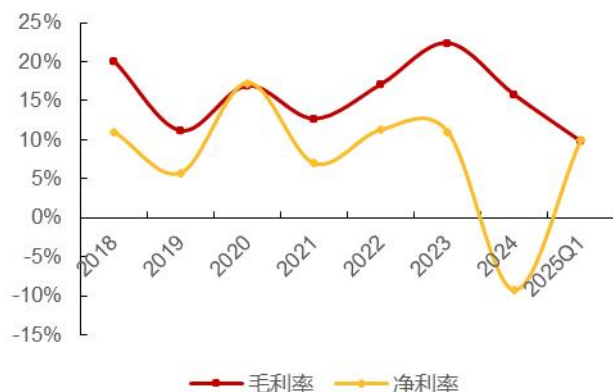
图表 4：公司归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

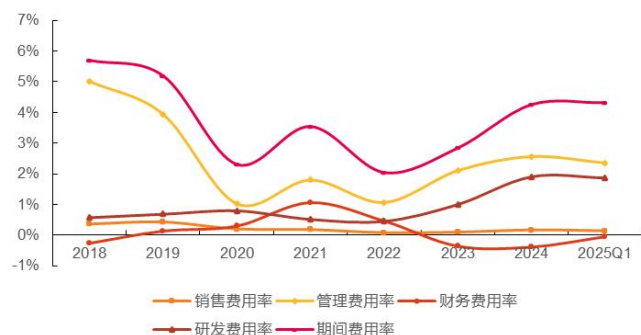
公司盈利能力跟随稀土价格波动，期间费用率控制相对稳定。2018-2022 年公司盈利能力跟随稀土价格波动；2023 年毛利率改善显著，主要受益江华稀土注入，稀土矿贡献毛利增量；2024 年毛利率和净利率下滑显著，主要受稀土价格下行库存压力影响；2025 年第一季度，公司净利率修复，主要受益稀土价格企稳回升以及江华注入后的产量提升。

图表 5：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. 资源和冶炼产能布局完整，成长动力充沛

稀土矿：目前在产核心矿山资源江华稀土矿，圣功寨与肥田稀土矿等待探转采。

(1) 江华稀土矿 (2024 年稀土矿产量 2384 吨)：通过收购中稀湖南离子型稀土矿采矿权，2024 年公司稀土矿产量 2384 吨，占中国稀土集团总指标的 2.93%。根据 2024 年储量报告，江华县稀土矿一期采矿权许可范围内现有保有矿石量 2165 万吨，保有资源量 (TREO) 22734 吨。

(2) 圣功寨与肥田稀土矿 (推进探转采工作)：合计离子相 REO 资源储量 10.14 万吨，圣功寨稀土矿矿石储量 5919 万吨，离子相 (RE_2O_3) 资源量 3.9 万吨；肥田稀土矿矿石储量 8755 万吨，离子相 (RE_2O_3) 资源量 6.24 万吨。目前均在推进探转采工作，预计未来投产后资源自给能力或将进一步提升。

(3) 集团资源整合预期：作为中稀集团核心上市平台，未来有望整合集团内其他稀土资源，进一步强化资源保障。

冶炼分离：现有冶炼分离产能 1.24 万吨/年

(1) 24 年产能：拥有定南大华 (4400 吨/年)、广州建丰 (3000 吨/年)、中稀永州新材 (5000 吨/年) 三家冶炼子公司，总产能 12400 吨/年。

(2) 24 年产量：稀土氧化物产量 7785 吨，销量 6512 吨；稀土金属销量 1907 吨；同比 23 年均实现明显增长。

(3) 技术综合领先：定南大华与广州建丰聚焦高纯单一稀土氧化物、富集物及盐类产品，依托先进技术及研发支持，部分单一稀土氧化物纯度可达 99.999% 以上，资源利用率达 98.5% 以上。在产品质量、产品纯度、产品单耗、定制化产品供给及污染物排放标准等方面在国内稀土冶炼分离行业具有显著的竞争优势。

2. 稀土：供给格局重塑高端需求增长，周期筑底有望反转

2.1. 供给端：中国主导全球供给，国内指标配额增速放缓

2024 年全球稀土矿产量约 39 万吨，中国开采量全球第一。根据美国 USGS 数据，2024 年全球稀土矿产量约 39 万吨，中国产量随着稀土开采和分离指标提升增加至 27 万吨，占比约 70%；美国产量为 4.5 万吨，占比约 11%；缅甸产量为 3.1 万吨，占比约 8%；澳大利亚产量为 1.3 万吨，占比约 3%。中国稀土开采量全球第一，美国、缅甸、澳大利亚是除中国外的主要稀土生产国。

图表 7：2024 年全球稀土矿产量数据

	2023产量（吨）	2024产量（吨）	储量（吨）
美国	41600	45000	1900000
澳大利亚	16000	13000	5700000
巴西	140	20	21000000
缅甸	43000	31000	
加拿大	/	/	830000
中国	255000	270000	44000000
格陵兰	/	/	1500000
印度	2900	2900	6900000
马达加斯加	2100	2000	
马来西亚	310	130	
尼日利亚	7200	13000	
俄罗斯	2500	2500	3800000
南非	/	/	860000
坦桑尼亚	/	/	890000
泰国	3600	13000	4500
越南	300	300	3500000
其他	1440	1100	
合计	376090	393950	>90000000

资料来源：USGS，华源证券研究所

国内配额增速放缓，供给端逐步改善。2021–2024 年稀土开采指标总额达 16.8/21.0/25.5/27.0 万吨，同比增速分别为 20%/25%/21%/6%。2021–2024 年稀土冶炼分离指标总额达 16.2/20.2/24.4/25.4 万吨，同比增速分别为 20%/25%/21%/4%。

图表 8：国内稀土配额增速呈放缓趋势

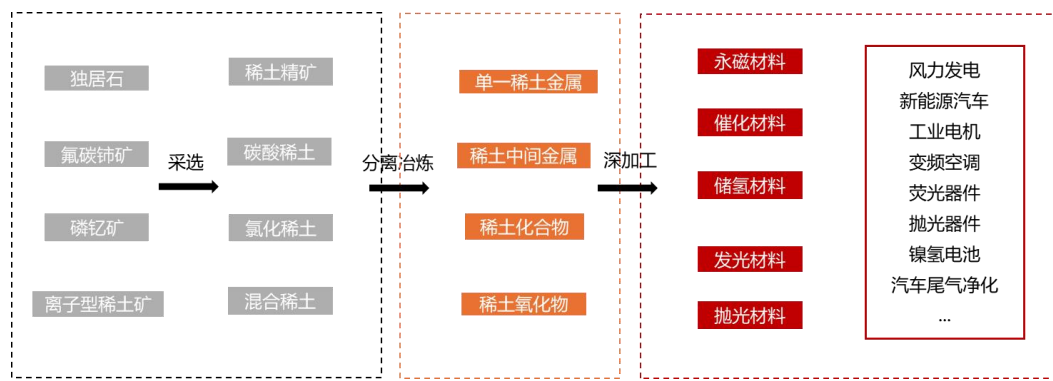
总配额指标（吨）	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
开采指标总额	140000	168000	210000	255000	270000
同比		20%	25%	21%	6%
其中：轻稀土	120850	148850	190850	232850	250850
同比		23%	28%	22%	8%
其中：中重稀土	19150	19150	19150	22150	19150
同比		0%	0%	16%	-14%
冶炼分离总额	135000	162000	202000	243850	254000
同比		20%	25%	21%	4%

资料来源：工信部，自然资源部，华源证券研究所

2.2. 需求端：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。

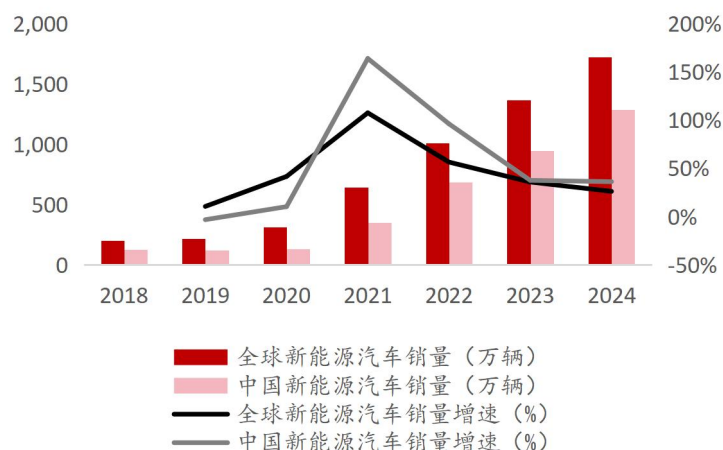
图表 9：稀土磁材产业链



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

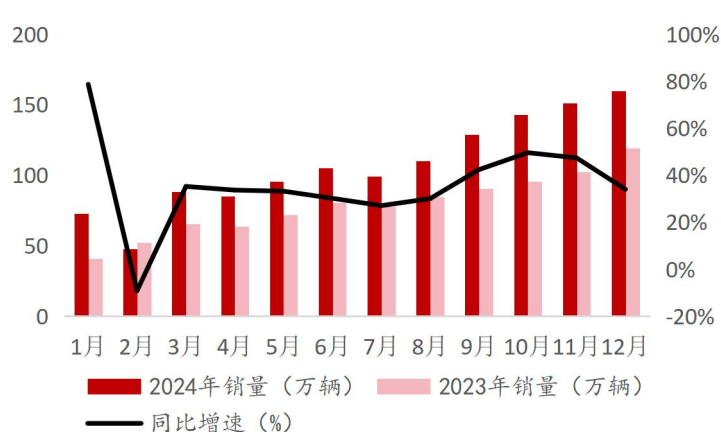
稀土永磁为高性能电机重要材料，乘风新能源产业需求加速。全球新能源汽车销量从2018年的199万辆增长至2024年的1724万辆，6年CAGR达43.4%。中国新能源汽车也在过去五年期间迎来快速增长，从2018年的125万辆增长至2024年的1286万辆，6年CAGR达47.5%。

图表 10：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 11：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

特斯拉引领机器人元年，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 12：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		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

2.3. 稀土周期或已筑底回升，出口修复预期下价差有望收窄

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），供需过剩结构有望逐步收窄，稀土氧化物价格或已于2024 年完成筑底，单吨盈利正在逐步回暖。

图表 13：稀土氧化物价格或已筑底回升



资料来源：SMM，华源证券研究所

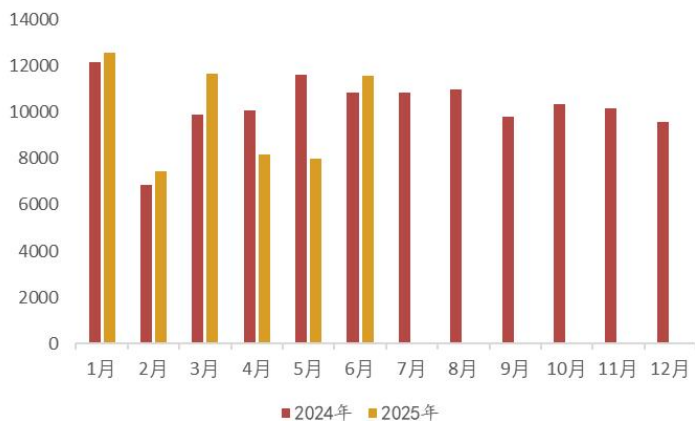
图表 14：氧化镨钕盈利或筑底回升



资料来源：SMM，华源证券研究所

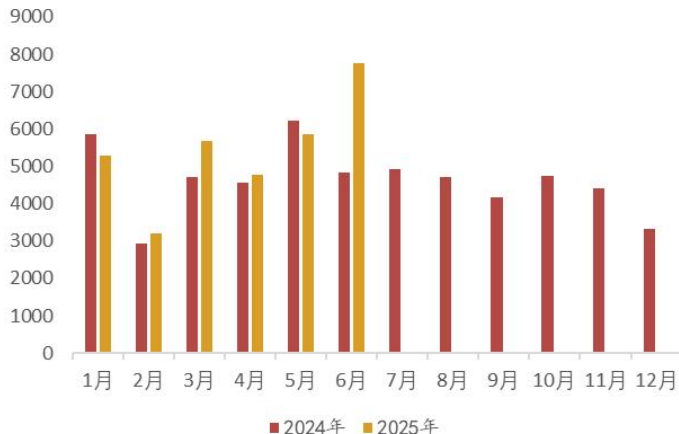
中重稀土实行出口管制，部分企业已获得出口许可证。2025 年 4 月，中国商务部与海关总署联合发布公告，对钐、钇、铽、镱、镱、钆、铈 7 类中重稀土以及含镱/铽的钆铁硼永磁材料实施出口管制，出口企业可通过商务部平台申请出口许可证，申请周期 45 天。实施出口管制后，稀土永磁产品出口有所下降，2025 年 4-5 月中国稀土及其制品出口量分别为 8167 和 7982 吨，分别同比下降 19%和 31%。截至目前，部分稀土磁材企业已陆续获得出口许可证，2025 年 6 月中国稀土及其制品出口量恢复至 11547 吨，出口逐步修复的预期下海内外稀土价差有望收缩。

图表 15：稀土及制品月度出口数据（吨）



资料来源：中国海关，华源证券研究所

图表 16：稀土月度出口数据（吨）



资料来源：中国海关，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

作为国内中重稀土龙头和中稀集团核心上市平台，公司资源冶炼协同布局成长可期。我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 49.08/60.68/67.76 亿元，归母净利润分别为 3.5/4.5/5.5 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 124/96/80 倍。

图表 17：营收预测表

	2025E	2026E	2027E
稀土氧化物			
销量（万吨）	0.70	0.80	0.85
单位售价（万元/吨）	41.59	48.67	53.10
营收（亿元）	29.12	38.94	45.13
成本（亿元）	23.15	30.37	34.98
毛利（亿元）	5.97	8.57	10.15
毛利率（%）	20.50%	22.00%	22.50%
稀土金属			
销量（万吨）	0.20	0.20	0.20
单位售价（万元/吨）	97.35	106.19	110.62
营收（亿元）	19.47	21.24	22.12
成本（亿元）	18.59	20.18	20.91
毛利（亿元）	0.88	1.06	1.22
毛利率（%）	4.50%	5.00%	5.50%
其他			
营收（亿元）	0.5	0.5	0.5
成本（亿元）	0.2	0.2	0.2
毛利（亿元）	0.3	0.3	0.3
毛利率（%）	60.00%	60.00%	60.00%
合计			
营收（亿元）	49.08	60.68	67.76
成本（亿元）	41.94	50.75	56.08
毛利（亿元）	7.14	9.93	11.67
毛利率（%）	14.56%	16.36%	17.23%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们选取北方稀土、广晟有色为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 74/49/38 倍。公司作为国内中重稀土龙头和中稀集团核心上市平台，资源冶炼协同布局成长可期。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 18：可比公司估值表（截至 2025 年 8 月 4 日）

股票代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			估值PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600111.SH	北方稀土	1312.27	22.42	31.66	37.63	58.54	41.45	34.88
600259.SH	广晟有色	207.51	2.31	3.72	5.14	89.83	55.86	40.37
	平均值					74.19	48.66	37.62
000831.SZ	中国稀土	437.01	3.53	4.55	5.46	123.90	96.04	80.09

资料来源：wind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，中国稀土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。

项目推进不及预期风险：公司部分稀土矿处于探转采阶段，项目推进不及预期可能会影响其远期经营增长。

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

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	910	495	564	607
应收票据及账款	559	774	1,120	1,212
预付账款	2	83	103	115
其他应收款	122	67	83	92
存货	1,876	2,639	3,206	3,733
其他流动资产	276	223	276	308
流动资产总计	3,746	4,281	5,352	6,067
长期股权投资	342	342	342	342
固定资产	496	503	553	593
在建工程	11	56	50	50
无形资产	57	40	31	19
长期待摊费用	36	35	34	33
其他非流动资产	798	808	808	808
非流动资产合计	1,739	1,783	1,818	1,845
资产总计	5,486	6,064	7,170	7,912
短期借款	223	419	942	1,076
应付票据及账款	222	163	197	218
其他流动负债	155	238	289	320
流动负债合计	600	820	1,428	1,614
长期借款	3	3	37	37
其他非流动负债	69	69	69	69
非流动负债合计	72	72	106	106
负债合计	672	891	1,534	1,720
股本	1,061	1,061	1,061	1,061
资本公积	1,961	1,961	1,961	1,961
留存收益	1,621	1,974	2,429	2,974
归属母公司权益	4,643	4,995	5,450	5,996
少数股东权益	171	178	186	196
股东权益合计	4,814	5,173	5,636	6,192
负债和股东权益合计	5,486	6,064	7,170	7,912

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-282	361	465	558
折旧与摊销	75	77	86	95
财务费用	-11	-5	16	30
投资损失	-9	3	3	3
营运资金变动	-726	-926	-916	-621
其他经营现金流	358	-3	-3	-3
经营性现金净流量	-594	-493	-349	61
投资性现金净流量	-413	-123	-123	-123
筹资性现金净流量	14	201	541	105
现金流量净额	-992	-415	70	42

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,027	4,908	6,068	6,776
营业成本	2,551	4,194	5,075	5,608
税金及附加	212	113	140	156
销售费用	5	7	9	10
管理费用	77	118	146	163
研发费用	58	93	115	129
财务费用	-11	-5	16	30
资产减值损失	-415	52	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	9	-3	-3	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	18	15	15	15
营业利润	-254	453	580	693
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	15	15	15	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-269	438	565	678
所得税	13	79	102	122
净利润	-282	359	463	556
少数股东损益	5	6	8	10
归属母公司股东净利润	-287	353	455	546
EPS(元)	-0.27	0.33	0.43	0.51

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-24.09%	62.14%	23.62%	11.67%
营业利润增长率	-146.30%	278.20%	28.04%	19.41%
归母净利润增长率	-168.69%	222.94%	29.00%	19.92%
经营现金流增长率	-271.65%	17.01%	29.29%	117.44%
盈利能力				
毛利率	15.75%	14.56%	16.36%	17.23%
净利率	-9.30%	7.32%	7.64%	8.20%
ROE	-6.18%	7.06%	8.35%	9.10%
ROA	-5.23%	5.82%	6.35%	6.90%
估值倍数				
P/E	-152.32	123.90	96.04	80.09
P/S	14.44	8.90	7.20	6.45
P/B	9.41	8.75	8.02	7.29
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	-144	86	67	56

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）。