



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 10 月 10 日

基础数据

10 月 09 日收盘价（元）	53.13
总市值（亿元）	1,920.68
总股本（亿股）	36.15

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：李怡然

S0190525040001
liyiran@xyzq.com.cn

分析师：赵远喆

S0190524070011
zhaoyuanji@xyzq.com.cn

北方稀土(600111.SH)

稀土资源龙头企业，核心竞争力持续加强

投资要点：

- **引言：**公司前身为包钢 8861 稀土实验厂，依托控股股东包钢下属白云鄂博矿提供的优质稀土精矿供应，公司逐步建立起覆盖稀土产业链上下游，规模体量行业领先的稀土业务版图，现已成长为全球稀土行业龙头企业。在现有格局基础上，我们认为公司依托稳定资源供应，独特定价机制和优势指标份额，有望长期在全球稀土行业保持较强竞争力。
- **源起包钢，现已成长为全球稀土行业龙头：**公司最早发源于为包钢稀土冶炼厂，1997 年包钢以所属稀土三厂及选矿厂稀选车间为基础，联合嘉泰（香港）等设立稀土高科，并于 1997 年 9 月 24 日在上交所挂牌交易。2007 年集团稀土资产完成重组，公司更名为“包钢稀土”。此后公司在持续扩大原有稀土材料业务版图基础上，逐步向下游磁材等领域拓展；2015 年公司更名为“北方稀土”，之后通过对外收购和业务整合重组等方式逐步成长为全球稀土行业龙头企业。当前公司第一大股东为包头钢铁(集团)有限责任公司，持股比例为 38.03%，内蒙古自治区人民政府持有包钢集团 67.74% 股份（控股包钢集团），为公司的实控人。
- **公司稀土产品谱系完整，产能规模较大。**公司坚持“做优做大稀土原料，做精做强稀土功能材料，做专做特终端应用产品”的发展思路，依托母公司包钢集团白云鄂博稀土矿供应优势，向下游领域拓展，打造稀土行业一体产业链。目前公司产品覆盖稀土原料产品、稀土功能材料产品及稀土终端应用产品三个大类。待公司绿色冶炼升级改造项目全部完工后，公司将拥有处理 58.09%REO 混合稀土精矿能力 198000 吨/年（以 REO 计 115018 吨/年）；萃取分离能力 106661.6 吨/年（以 REO 计），沉淀和结晶能力 141070 吨/年（以 REO 计），灼烧能力 39600 吨/年（以 REO 计），产能规模处于行业领先地位
- **禀赋突出，公司行业领先优势有望长期保持。**我们认为公司具备的核心竞争力能够使公司在稀土资源行业长期保持龙头地位：
 - **全球领先的资源禀赋。**公司稀土资源主要来源于控股股东包钢集团掌握的白云鄂博矿，该矿是世界最大的优质稀土矿床，能够为公司生产经营提供稳定的原料保障。
 - **国内稀土配额资源倾斜。**从历史分配规律来看，公司拥有国内轻稀土领域多数配额（2024 年国家稀土开采总量控制指标分配中，公司获得的矿产品指标占指标总量的近 70%）。随着国内稀土行业管理的规范化，公司拥有的配额优势将进一步凸显。
 - **独特的原料采购定价机制。**公司当前主要稀土资源向关联方包钢股份采购，定价机制有别于市场化采购，在公司与包钢股份达成的定价机制框架下，公司能够享受三重红利：（1）稀土氧化物可以分得部分矿端受益；（2）部分定价基于（稀土氧化物）成本而非（稀土氧化物）价格，行业上行的背景下，成本端价格弹性低于销售端价格弹性，公司利润弹性有望放大；（3）公司稀土精矿采购定价基于前一季度五网均价，而稀土产品销售部分采用包头稀土交易所价格等定价（贴近即期现货价格），在商品价格有望长期偏强的背景下，公司有望享有原料采购与成品销售定价周期差异带来的超额利润。
 - **稀土产业链纵向一体化。**公司在行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的集团化上市公司，产品谱系覆盖了包括稀土氧化物、稀土金属、稀土磁材和抛光粉等稀土产业链上下游的诸多材料，实现稀土上

中下游一体化发展。公司纵向一体化布局一方面能够延伸公司产业链，平滑因为资源品价格调整造成的公司盈利波动，另一方面也能够提升公司产品附加值，获取更高额收益，帮助公司构筑行业领先的全产业链竞争优势。

- 综上所述，公司依托集团稳定优质的稀土资源供给，国内轻稀土指标配额倾斜，独特的原料采购定价机制与稀土产业链一体化布局，有望长期维持行业领先的竞争优势，不断巩固行业龙头地位。
- **盈利预测与估值：**考虑到当前稀土行业处于景气度提升周期，供需持续偏紧，稀土价格有望持续震荡偏强，同时公司是行业龙头企业，享有资源供给和配额等多方面优势，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 28.83、36.81 和 43.35 亿元，EPS 分别为 0.80、1.02 和 1.20 元，9 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 60.6、47.4 和 40.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：稀土行业政策调整；稀土下游需求增长不及预期；海外稀土开发进展超预期；全球贸易关系波动等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	32966	43406	52303	58255
同比增长	-1.6%	31.7%	20.5%	11.4%
归母净利润（百万元）	1004	2883	3681	4335
同比增长	-57.6%	187.0%	27.7%	17.8%
毛利率	10.2%	12.7%	14.3%	15.2%
ROE	4.5%	11.5%	13.1%	13.6%
每股收益（元）	0.28	0.80	1.02	1.20
市盈率	173.9	60.6	47.4	40.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

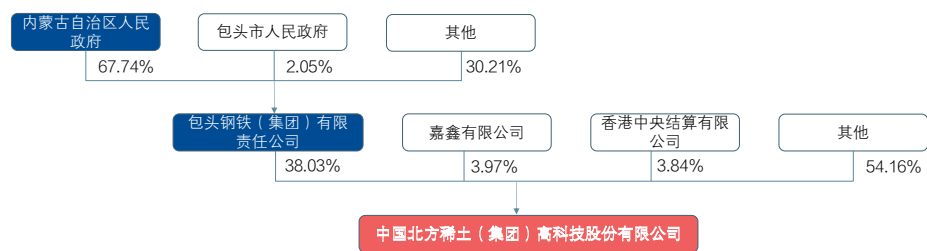
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

引言：公司发源于包头稀土冶炼厂，依托控股股东包钢下属白云鄂博矿提供的优质稀土精矿供应，公司逐步建立起覆盖稀土产业链上下游，规模体量行业领先的稀土业务版图，现已成长为全球稀土行业龙头企业。在现有格局基础上，我们认为公司依托稳定资源供应，独特定价机制和优势指标份额，有望长期在全球稀土行业保持较强竞争力。

一、点评源起包钢，现已成长为稀土行业龙头

公司实控人为内蒙古自治区人民政府。截至 2025H1，公司第一大股东为包头钢铁(集团)有限责任公司，持股比例为 38.03%，内蒙古自治区人民政府持有包钢集团 67.74%股份（控股包钢集团），为公司的实控人。

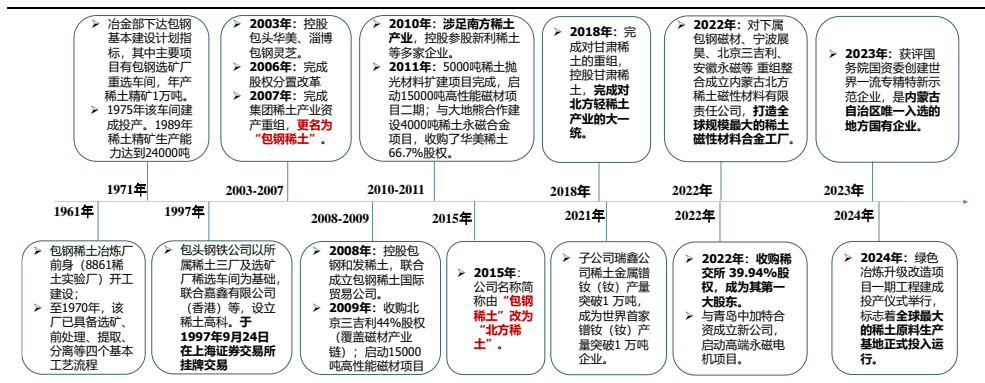
图1、公司实控人内蒙古自治区人民政府



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司已发展成为全球稀土行业龙头。公司前身是包钢 8861 稀土实验厂，于 1961 年开工建设，此后历经多次产能完善和扩建，至上世纪 70 年代，逐步具备了稀土的选矿和分离能力。1997 年包钢以所属稀土三厂及选矿厂稀选车间为基础，联合嘉泰（香港）等设立稀土高科，并于 1997 年 9 月 24 日在上交所挂牌交易。此后公司历经多次整合与重组，规模逐步壮大：2003 年，公司控股包头华美和淄博包钢灵芝等；2006 年公司完成股权分置改革；2007 年集团稀土资产完成重组，公司更名为“包钢稀土”。此后公司在持续扩大原有稀土材料业务版图基础上，逐步向下游磁材等领域拓展：2009 年公司通过收购北京三吉利 44% 股份，进入磁材行业，随后启动 1500 吨高性能磁材项目；2011 年公司启动 15000 吨高性能磁材项目二期，并与大地熊合作建设 4000 吨稀土永磁合金项目。2015 年公司更名为“北方稀土”，之后通过对外收购和业务整合重组等方式逐步成长为全球稀土行业龙头企业：2018 年公司完成对甘肃稀土重组，实现了北方轻稀土产业的大一统；2022 年公司对下属的包钢磁材和宁波展昊等企业进行重组整合成立内蒙古稀土磁性材料有限责任公司，打造全球规模最大的稀土磁性材料合金工厂；2024 年公司绿色冶炼升级改造项目一期工程投产，标志着全球最大的稀土原料生产基地投入运行。

图2、公司逐步成长为全球稀土行业龙头企业



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司业务结构以稀土原料为依托，持续向下游产业链拓展。公司坚持“做优做大稀土原料，做精做强稀土功能材料，做专做特终端应用产品”的发展思路，依托母公司包钢集团白云鄂博稀土矿供应优势，向下游领域拓展，打造稀土行业一体产业链。目前公司产品主要分为稀土原料产品、稀土功能材料产品及稀土终端应用产品三个大类。其中，公司稀土原料产品包括稀土盐类、稀土氧化物及稀土金属，是下游稀土功能材料及新材料产品生产加工企业的主要生产原料；稀土功能材料产品包括稀土磁性材料、抛光材料、储氢材料、催化材料等，公司稀土终端应用产品主要为稀土永磁高效节能电机等。

表1、公司主要产品

类别	名称	应用领域
原料类	氧化镧	制造特种合金、精密光学玻璃、高折射光学纤维板、陶瓷电容器等
	氧化铈	制造特种合金、稀土催化材料、稀土着色剂、稀土热稳定剂等
	碳酸镧铈	稀土抛光材料、农用化肥、水处理等
	氧化镨钕	稀土金属、电子工业等
	金属镨钕	磁性材料
	金属钕	磁性材料
	金属镧铈	储氢材料、打火石等
	金属镧	储氢材料、燃料电池、稀土合金等
	金属铈	储氢材料、磁性材料、燃料电池、稀土合金等
材料类	永磁材料	驱动电机、伺服电机、微特电机、新能源汽车、变频空调、风力发电、节能电梯、人形机器人等
	储氢材料	镍氢电池、氢能储运等
	抛光材料	液晶/硬盘玻璃基板、手机盖板、水晶水钻饰品、传统及精密光学元件、半导体光掩膜及集成电路等领域的抛光
	催化材料 稀土合金	汽车尾气净化、工业废气净化等 钢铁、建筑、汽车制造等
应用产品	永磁电机	风电、新能源汽车、工业电机、电子通信、高端医疗等

数据来源：公司 2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

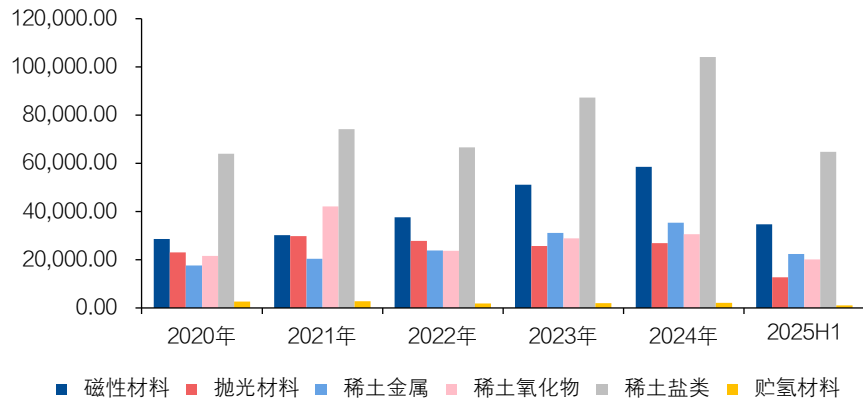
稀土产品产能丰富，为公司打造全球稀土龙头地位奠基。公司依托白云鄂博矿提供的稳定优质稀土资源供应，建设了全球规模领先的稀土冶炼分离产能，并在此基础上，布局了稀土磁材和抛光材料以及稀土回收等产能，打造出从上游稀土冶炼分离到最终稀土废料回收利用的一体化产业链。待公司绿色冶炼升级改造项目全部完工后，公司将拥有处理 58.09%REO 混合稀土精矿能力 198000 吨/年（以 REO 计 115018 吨/年）；萃取分离能力 106661.6 吨/年（以 REO 计），沉淀和结晶能力 141070 吨/年（以 REO 计），灼烧能力 39600 吨/年（以 REO 计）。此外公司现有稀土磁材产能 10 万吨/年，子公司北方磁材正在建设 5 万吨高性能钕铁硼速凝合金项目，同时公司与联合宁波招宝磁业、苏州通润驱动、宁波西磁科技共同投资设立北方招宝，实施 3000 吨/年高性能钕铁硼磁性材料项目。待上述项目全部建成投产后，公司在稀土行业规模优势将得到进一步巩固。随着公司稀土产业链产能的持续扩张，2020 年以来公司主要产品销量总体保持增长趋势。

表2、公司稀土产品产能丰富

子公司	持股比例	主营业务	产能
华美公司	100%	稀土产品及其应用产品的生产与销售	拥有年处理 19.8 万吨 58%REO 混合稀土精矿和 10.66 万吨萃取分离产品生产的能力
淄博灵芝	36.05%	稀土产品的生产与销售	拥有年产 2.5 万吨冶炼分离产品, 2 万吨抛光材料生产能力
和发公司	51%	稀土产品的生产	拥有年产 1.8 万吨冶炼分离产品生产能力
甘肃稀土	48.26%	稀土产品及相关应用产品的生产、经营	拥有年产 5.84 万吨冶炼分离产品, 7400 吨稀土金属, 5000 吨永磁材料, 8000 吨抛光材料和 5000 吨储氢材料生产能力
天骄清美	65%	为生产、销售稀土抛光粉、抛光液、抛光膏、稀土及其化合物应用类产品	拥有年产 9000 吨抛光材料生产能力
磁材公司	66.9%	为磁性材料产品及中间合金的生产、加工、研发、销售	拥有年产 9.5 万吨磁性材料生产能力
信丰新利	48%	为稀土产品及废料回收的生产、经营	拥有年产 4960 吨废料回收生产能力
国贸公司	55%	各类稀土产品的采购、仓储与销售	

数据来源：公司 2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

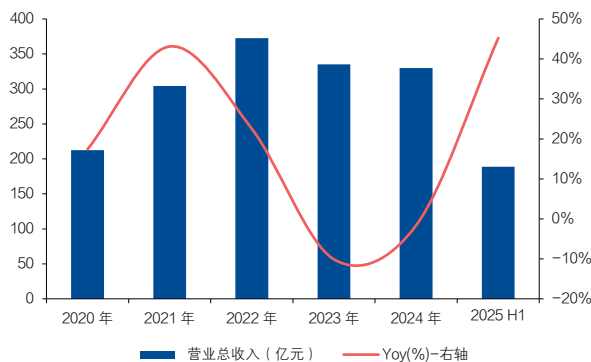
图3、公司各类稀土产品销量稳步提升（吨）



数据来源：iFind，公司 2023 年和 2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

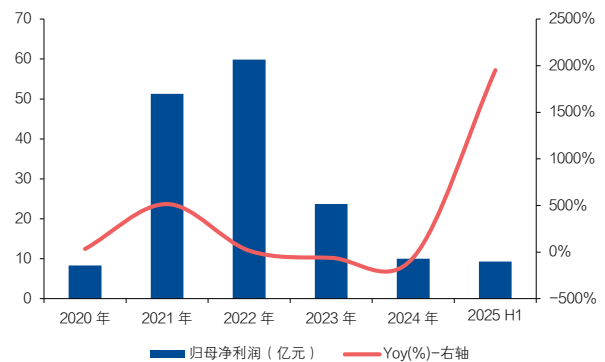
2025 年公司营收和盈利重新实现稳健增长。2020-2022 年，受益于稀土下游领域如风电和新能源汽车等行业需求的高速增长，稀土市场供不应求，镨钕等稀土产品价格快速上涨，带动公司盈利显著提高。2023 年起，受需求增速放缓及稀土开采和冶炼分离指标逐步释放等因素影响，镨钕等稀土产品价格逐步回落，公司盈利下滑。但 2025 年以来，受镨钕金属价格上涨和公司稀土产品产销量上涨影响，公司盈利逐步企稳增长，2025H1 公司实现营收 188.66 亿元，同比增长 45.24%；实现归母净利润 9.31 亿元，同比大幅增长 1951.52%。

图4、2025H1 公司营收同比增长 45.24%



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

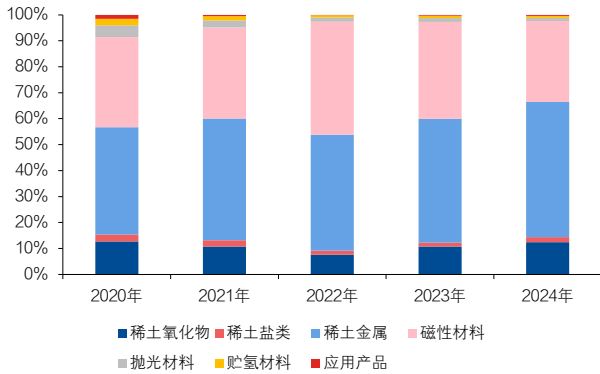
图5、2025H1 公司归母净利润同比增长 1951.52%



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

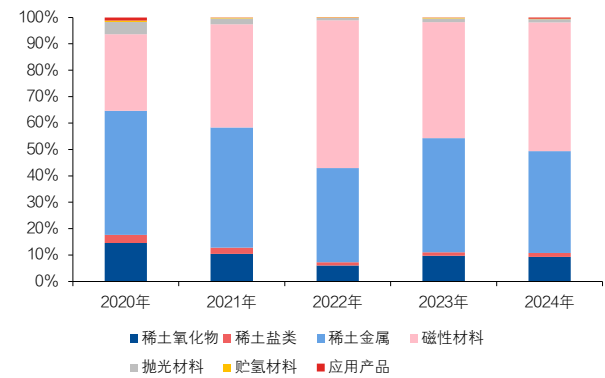
稀土金属和磁性材料贡献公司有色产品主要盈利。分业务来看，2020-2024 年，公司有色产品销售结构中，稀土金属和磁性材料合计营收占比和盈利占比均超过 80%，贡献公司主要的营收和盈利。此外，稀土氧化物业务营收和盈利占比维持在 10%左右，对公司营收和盈利也有较为显著影响。稀土盐类、抛光材料、贮氢材料等整体占比较小。整体来看，公司盈利仍然主要依靠稀土金属和磁材等稀土系列产品。

图6、2020-2024 年公司营收主要由稀土金属和磁材业务贡献（亿元）



数据来源：公司 2020-2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2020-2024 年公司利润主要由稀土金属和磁材业务贡献（亿元）



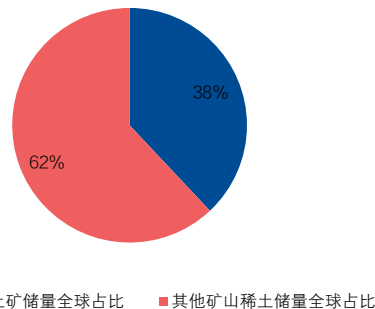
数据来源：公司 2020-2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

二、禀赋突出，公司行业领先优势有望长期保持

公司现已成为全球领先的稀土行业标杆企业，我们认为，公司具有部分独特属性能够使公司在全球稀土行业领域长期保持竞争优势，以下我们将对公司的核心竞争力进行展开分析。

全球领先的资源禀赋。公司稀土资源主要来源于白云鄂博矿（公司控股股东包钢集团拥有该矿的独家开采权），白云鄂博矿是中国稀土储量最大、类型特殊的特大型稀土、铁、铌、钽等多金属复杂共生矿，也是世界最大的优质稀土矿床。白云鄂博矿基础储量占全国的 87.2%，平均含稀土氧化物（REO）3%~5%，预测全区稀土资源远景储量超过 13,500 万吨。稀土总储量 REO 为 3500 万吨，约占世界储量的 38%，稀土储量居世界前列。公司控股股东下属子公司包钢股份使用白云鄂博矿石生产铁精矿后，将尾矿浓缩产出稀土精矿，向公司供应稀土精矿，为公司生产经营提供了稳定的原料保障。

图8、白云鄂博矿稀土储量丰富

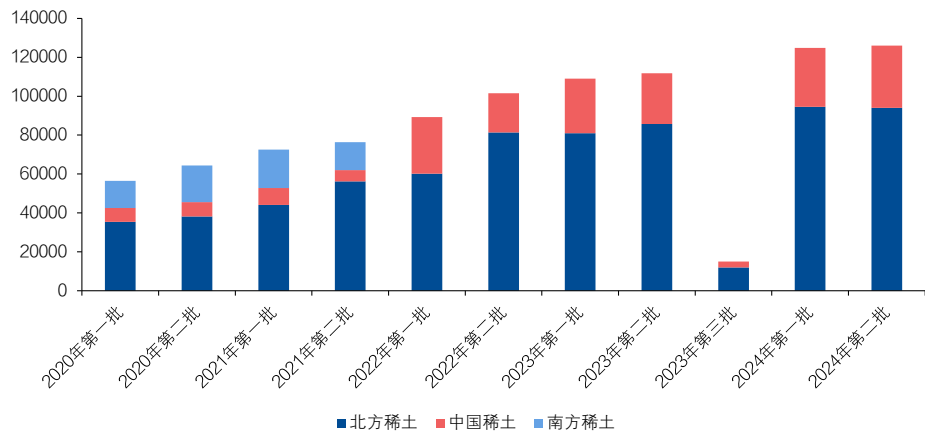


数据来源：《2021 年度第一期中期票据募集说明书》，兴业证券经济与金融研究院整理

国内的稀土配额资源倾斜。2025 年 7 月 28 日，工业和信息化部与国家发展改革

委、自然资源部联合公布的《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理暂行办法》中，明确规定了稀土生产企业由工业和信息化部会同自然资源部确定。除依据前款确定的企业外，其他组织、个人不得从事稀土开采和稀土冶炼分离。该条款落地实施后，未在相关部门披露名单之列的企业，将停止进行稀土开采和冶炼分离业务。而在 2024 年国家稀土开采、冶炼分离总量控制指标分配中，公司获得的矿产品指标占指标总量的近 70%，且轻稀土增量指标向公司集中配给，是《稀土管理条例》管理的合法合规经营主体。随着国内稀土行业管理的规范化，公司拥有的配额优势将进一步凸显，不断巩固公司在稀土行业的龙头地位。

图9、2020-2024 年公司获得国内多数轻稀土指标配额（吨）



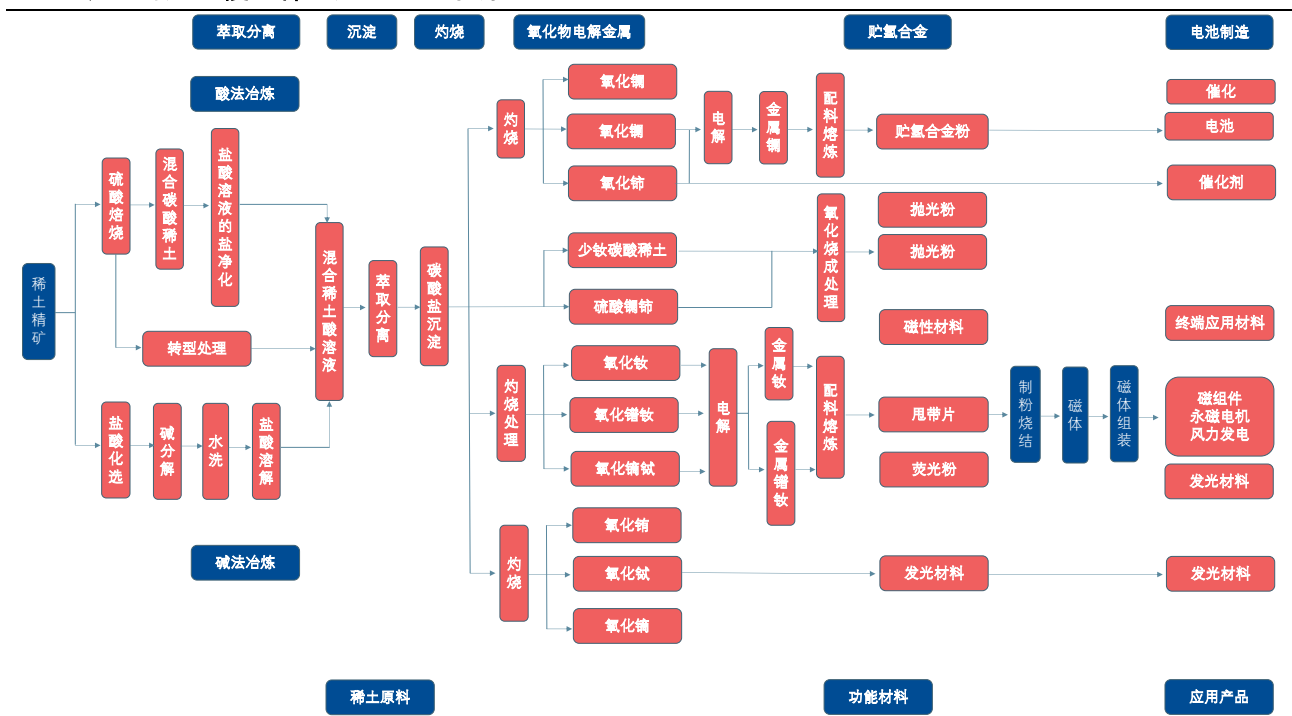
数据来源：iFind，工信部官网，兴业证券经济与金融研究院整理

原料采购与产品销售定价机制差异带来的套利机会。现阶段公司与关联方包钢股份的稀土精矿采购定价主要参照 2023 年 3 月披露的《稀土精矿日常关联交易定价机制》(全称为《中国北方稀土(集团) 高科技股份有限公司关于稀土精矿日常关联交易定价机制暨 2022 年度执行及 2023 年度预计的公告》), 根据该公告, 公司向关联方包钢股份采购稀土精矿定价机制由两种测算方法加权平均得到, 方法一: 单吨稀土精矿价格=(稀土氧化物价格-加工成本-加工利润) ÷吨稀土氧化物消耗稀土精矿数量; 方法二: 单吨稀土精矿价格=稀土精矿价格=(稀土氧化物价格-加工成本-加工利润) ÷吨稀土氧化物消耗稀土精矿数量。两种定价方法权重各为 50%。稀土产品价格选取定价日前一季度百川网、瑞道网、亚洲金属网、我的钢铁网及 ARGUS 网五家网站均价。我们认为: 使用上述定价机制的背景下, 公司能够从三方面获益: (1) 方法二中稀土精矿定价优先保障稀土氧化物毛利实现后的价值分配, 保证了稀土氧化物的毛利水平 (与市价采购稀土精矿相比, 能够获得部分矿端利润); (2) 公司采用上述定价机制采购精矿, 由于部分定价基于 (稀土氧化物) 成本而非 (稀土氧化物) 价格, 因此, 在行业供需偏紧, 稀土价格有望持续震荡上行的背景下, 矿端价格弹性低于稀土氧化物价格弹性, 公司有望获得超额利润弹性; (3) 公司稀土精矿采购定价基于前一季度五网均价, 而稀土产品销售部分采用包头稀土交易所价格等定价 (贴近即期现货价格), 在稀土行业供

需偏紧，价格有望长期上涨的背景下，公司有望享有原料采购与成品销售定价周期差异带来的超额利润。综合来看，公司依托与关联方的灵活定价机制，在稀土价格上涨背景下充分受益。

打造稀土一体化产业链平滑价格波动风险，提升附加值。公司是全球最大的稀土企业集团和稀土产业基地，是我国稀土大集团之一，在行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的集团化上市公司，公司产品谱系覆盖了包括稀土氧化物、稀土金属、稀土磁材和抛光粉等稀土产业链上下游的诸多材料。形成以稀土资源为基础、冶炼分离为核心、新材料领域建设为重点、终端应用为拓展方向的产业结构，实现稀土上中下游一体化发展，纵向一体化布局一方面能够延申公司产业链，平滑因为资源品调整波动造成的公司盈利波动，另一方面也能够提升公司产品附加值，获取更高额收益，帮助公司构筑行业领先的全产业链竞争优势

图10、公司产品覆盖稀土产业链上下游



数据来源：公司 2024 年年报，兴业证券经济与金融研究院整理

综上所述，公司依托集团稳定优质的稀土资源供给，国内轻稀土指标配额倾斜，原料采购与产品销售定价机制的差异与一体化产业链布局，有望长期维持行业领先的竞争优势，不断巩固行业龙头地位。

三、盈利预测与估值

考虑到当前稀土行业处于景气度提升周期，供需持续偏紧，稀土价格有望持续震荡偏强，同时公司是行业龙头企业，享有资源供给和配额等多方面优势，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 28.83、36.81 和 43.35 亿元，EPS 分别为 0.80、1.02 和 1.20 元，9 月 30 日收盘价对应 PE 分别为 60.6、47.4 和 40.3 倍。

四、风险提示：

- **稀土行业政策调整**：国内稀土资源开发受《稀土管理条例》等相关政策约束，同时每年开发的稀土资源量直接由工信部和自然资源部颁布的配额决定，若上述政策发生变动或配额超预期释放，则稀土价格有震荡回落风险。
- **稀土下游需求增长不及预期**：当前稀土下游需求方向如新能源汽车和风电等处于高速增长阶段，若后续上述行业需求增长不及预期，全球稀土供需偏紧格局可能被打破，稀土价格有转弱风险。
- **海外稀土开发进展超预期**：当前澳洲、美国和部分非洲国家有稀土新建产能计划，若上述国家和地区稀土产能开发超预期，则全球稀土行业供需可能转为过剩。
- **全球贸易关系波动**：若全球主要贸易关系出现波动，稀土正常的进出口交易可能后得到一定程度制约。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	31664	60501	67232	59727
货币资金	5644	36744	38995	34989
交易性金融资产	489	491	490	491
应收票据及应收账款	6318	7526	8637	8566
预付款项	488	413	534	0
存货	15975	11215	13976	14148
其他	2749	4114	4600	1533
非流动资产	13717	14290	14874	14179
长期股权投资	690	834	786	802
固定资产	7004	7460	7918	7461
在建工程	2084	2122	2147	1717
无形资产	622	793	973	1150
商誉	32	32	32	32
其他	3286	3050	3019	3017
资产总计	45381	74791	82107	73906
流动负债	10880	37351	40550	27180
短期借款	2179	2205	2197	2197
应付票据及应付账款	4293	16009	18997	20907
其他	4408	19137	19357	4076
非流动负债	6345	6082	5878	5746
长期借款	5157	4925	4753	4610
其他	1188	1157	1126	1136
负债合计	17225	43433	46428	32926
股本	3615	3615	3615	3615
未分配利润	15838	17924	20589	23728
少数股东权益	5724	6379	7482	8995
股东权益合计	28155	31358	35678	40980
负债及权益合计	45381	74791	82107	73906

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1004	2883	3681	4335
折旧和摊销	821	947	1016	1044
营运资金的变动	-1969	27968	-1361	-9918
经营活动产生现金流量	1026	32949	5056	-2580
资本支出	-1671	-1648	-1668	-319
长期投资	-7	-104	35	-12
投资活动产生现金流量	-1655	-1415	-1632	-328
债权融资	1537	428	-213	-132
股权融资	226	0	0	0
融资活动产生现金流量	1003	-434	-1173	-1098
现金净变动	377	31099	2251	-4006

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32966	43406	52303	58255
营业成本	29589	37893	44823	49383
税金及附加	139	178	251	297
销售费用	46	65	84	93
管理费用	1043	1346	1627	1818
研发费用	300	360	424	495
财务费用	195	-34	130	30
投资收益	-11	29	10	12
公允价值变动收益	105	0	0	0
信用减值损失	-83	3	-4	22
资产减值损失	-357	-98	-84	-69
营业利润	1840	4132	5724	6982
营业外收支	-3	21	-47	4
利润总额	1837	4153	5677	6986
所得税	249	616	893	1138
净利润	1588	3538	4784	5848
少数股东损益	584	655	1103	1513
归属母公司净利润	1004	2883	3681	4335
EPS(元)	0.28	0.80	1.02	1.20

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-1.6%	31.7%	20.5%	11.4%
营业利润增长率	-40.9%	124.6%	38.5%	22.0%
归母净利润增长率	-57.6%	187.0%	27.7%	17.8%
盈利能力				
毛利率	10.2%	12.7%	14.3%	15.2%
归母净利率	3.0%	6.6%	7.0%	7.4%
ROE	4.5%	11.5%	13.1%	13.6%
偿债能力				
资产负债率	38.0%	58.1%	56.5%	44.6%
流动比率	2.91	1.62	1.66	2.20
速动比率	1.31	1.28	1.28	1.64
营运能力				
资产周转率	76.8%	72.2%	66.7%	74.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.28	0.80	1.02	1.20
每股经营现金	0.28	9.11	1.40	-0.71
估值比率(倍)				
PE	173.9	60.6	47.4	40.3
PB	7.8	7.0	6.2	5.5

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn