

业绩高增长，全球化布局成效凸显

——盛和资源（600392）首次覆盖报告

报告要点：

● 稀土产品价格上涨，带动业绩高增

2025 年前三季度，公司实现营业收入 104.56 亿元，同比增长 26.87%；公司实现归母净利润 7.88 亿元，同比增长 748.07%。2025 年 Q3，公司实现营业收入 42.77 亿元，同比增长 52.59%；公司实现归母净利润 4.11 亿元，同比增加 154.48%。2025 年前三季度业绩显著提升主要因本年主要稀土产品价格大幅度上涨，公司紧抓市场机遇，优化产品生产及市场营销，主要稀土产品销量较上年同期有所增长。截至 2025 年 11 月 6 日，氧化镨钕价格为 54.10 万元/吨，比较年初上涨 35.93%。

● 资源布局全球化，提高上游资源保障

稀土业务，公司于 2025 年 9 月 30 日完成对匹克公司 100%股权收购，其核心资产-坦桑尼亚 Ngalla 稀土矿项目，预计 2026 年投产，年产 1.8 万吨稀土精矿（含约 4000 吨氧化镨钕）。公司同时参股国内冕里稀土、中稀（山东）及海外 MP、ETM、Peak、重要金属公司，已成为主要股东或重要股东，全球稀土资源掌控力进一步提升。**锆钛业务**，公司对坦桑尼亚 Fungoni 项目进行技改，计划生产能力提升至 15 万吨重矿物年产能，预计今年年底完成产能建设目标。公司 Tajiri 项目资源量达 2.68 亿吨，年底有望投产；马达加斯加重砂矿前期推进顺利。锆产品广泛应用于军工与高端制造领域，钛资源具战略价值，整体业务正形成稀土与锆钛双线协同发展的格局。

● 投资建议与盈利预测

公司具备完整的稀土产业链，将海外优质资源和国内优质产业相结合，全球资源布局与长期供给保障，随着产量提升及稀土价格企稳回升，公司业绩有望持续增长。我们预计 2025-2027 年，公司归母净利润分别为：8.40、8.93、9.65 亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.48、0.51 和 0.55 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 46.30、43.54 和 40.30 倍，给予公司“增持”的投资评级。

● 风险提示

稀土政策变动风险、市场供需格局改变引起价格波动的风险、宏观经济风险、下游需求不及预期的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17877.45	11371.03	17153.36	20129.98	22960.02
收入同比(%)	6.68	-36.39	50.85	17.35	14.06
归母净利润(百万元)	332.74	207.20	840.13	893.35	965.07
归母净利润同比(%)	-79.12	-37.73	305.47	6.33	8.03
ROE(%)	3.69	2.37	8.77	8.97	9.29
每股收益(元)	0.19	0.12	0.48	0.51	0.55
市盈率(P/E)	116.89	187.72	46.30	43.54	40.30

资料来源：iFind，国元证券研究所（本报告数据更新至 2025 年 11 月 10 日）

增持|首次评级

当前价： 22.19 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）： 27.66 / 9.59

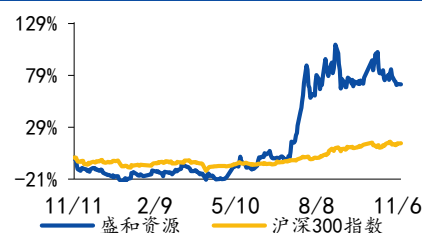
A 股流通股（百万股）： 1752.83

A 股总股本（百万股）： 1752.83

流通市值（百万元）： 38895.22

总市值（百万元）： 38895.22

过去一年股价走势



资料来源：iFind

相关研究报告

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 石昆仑

执业证书编号 S0020525100001

电话 021-51097188

邮箱 shikunlun@gyzq.com.cn

目 录

1.稀土全产业链优势，布局资源全球化.....	3
2.受稀土主要产品价格上涨，业绩触底反弹.....	5
3.稀土供需变化，推动稀土主要产品价格上涨.....	8
4.盈利预测与估值.....	13
5.风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司产业布局.....	4
图 3：Ngualla 稀土矿控股情况.....	4
图 4：公司近 5 年营业收入复合增速为 8.66%.....	6
图 5：公司近 5 年归母净利润复合增速为-10.53%.....	6
图 6：近年来公司营收构成（按产品，百万元）.....	6
图 7：近年来公司主营业务收入占比（按产品，%）.....	6
图 8：近年来公司毛利构成（按产品，百万元）.....	7
图 9：近年来公司主营业务毛利占比（按产品，%）.....	7
图 10：近年来公司期间费用率（%）.....	7
图 11：近年来公司研发费用（左轴：万元，右轴：%）.....	7
图 12：近年来公司毛利率及净利率.....	8
图 13：稀土产业链.....	8
图 14：2015-2024 年全球和中国稀土储量（万吨）.....	10
图 15：2015-2024 年全球和中国稀土矿产量（万吨）.....	10
图 16：近 5 年稀土开采、冶炼分离控制指标（吨）.....	10
图 17：近 5 年不同稀土类型开采控制指标（吨）.....	10
图 18：近五年新能源汽车销量（辆）.....	11
图 19：近五年工业机器人装机量（台）.....	11
图 20：2024 年以来稀土价格指数.....	11
图 21：2024 年以来氧化镨钕价格（万元/吨）.....	12
图 22：2024 年以来氧化镝、氧化铽价格（万元/吨）.....	12
表 1：Ngualla 项目经济效益.....	5
表 2：全球主要国家稀土产业链覆盖情况.....	9
表 3：2024 年稀土指标分配.....	10
表 4：分产品业务情况.....	13
表 5：对比公司 PE 对比.....	14

1. 稀土全产业链优势，布局资源全球化

公司控股股东为中国地质科学院矿产综合利用研究院，持股比例 14.06%，实际控制人为中华人民共和国财政部。

公司以稀土业务为核心，兼顾稀有、稀贵、稀散“三稀”资源。主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土冶金材料、稀土催化材料、锆英砂、钛精矿、金红石等，广泛应用于新能源、新材料、节能环保、航空航天、军工、电子信息等领域。

图 1：公司发展历程



资料来源：盛和资源公司官网，国元证券研究所

公司是国内领先的关键原材料国际化供应商，核心优势在于将海外优质资源与国内产业体系相结合。**资源端**，公司参股境内冕里稀土、中国（山东）稀土开发有限公司；同时积极布局海外稀土资源，参股美国 MP 公司、澳大利亚 ETM 公司、Peak 公司及其他重要金属资源企业，经营活动遍及亚洲、美洲、欧洲、澳洲和非洲。公司以科技创新为依托，以共创共赢为理念导向，以绿色环保为发展准则，与合作伙伴共同致力于有序开发全球稀土及“三稀”资源，推动行业良性、绿色发展。公司具有代表性的国际合作项目包括美国 Mountain Pass 矿、坦桑尼亚 Ngwalla 矿、格陵兰 Kvanefjeld 金属矿等，已形成全球稀土资源配置能力。

在冶炼分离环节，公司在四川、江西、山东、江苏、广西、广东等地建有稀土冶炼分离基地；在金属加工环节，于四川、江西、内蒙古等地设有稀土金属加工厂，产业链体系较为完善。

循环经济方面，公司稳步推进稀土废料原料渠道开拓及“三稀”渣库等项目，未来有望推动循环经济业务迈上新台阶。依托国家科研机构背景和财政部实际控制优势，公司在稀土产业链整合、科技创新及国际化布局方面具备显著竞争力。

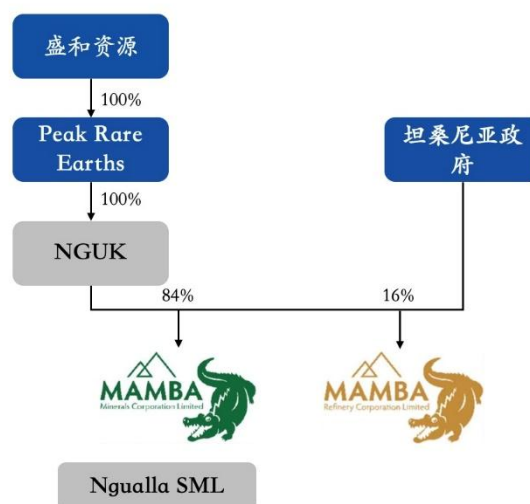
图 2：公司产业布局



资料来源：盛和资源公司官网，国元证券研究所

2025 年 9 月 30 日，公司完成收购匹克公司 100% 股权，并已完成股权收购价款支付和股权交割。Peak 公司的核心资产是位于坦桑尼亚 Nguala 稀土矿项目，该项目寿命期超过 20 年（仅涵盖矿石储量），矿石储量为 1850 万吨，平均品位 4.80% 稀土氧化物（REO）含稀土氧化物 887 千吨；矿产资源量为 2.14 亿吨，平均品位 2.15% 稀土氧化物，含稀土氧化物 461 万吨；仅矿石储量部分资源可满足 20 年以上的矿山寿命。采用露天开采，剥离比低至 1.77，设计年处理量为 80 万吨干矿石，年产量为 3.72 万吨浓缩矿（含 45% 总稀土氧化物），Peak 公司预计 Nguala 项目在 2026 年建成投产，项目初期预计年产折合氧化物 1.8 万吨稀土精矿，对应该氧化镨钕约 4000 吨。

图 3：Nguala 稀土矿控股情况



资料来源：peak 公司 2024 年年报，公司公告，国元证券研究所

Ngualla 矿山效益，预计投产后将贡献可观收益。Ngualla 稀土项目完成的前端工程设计（FEED）研究结果显示，该项目的初始资本支出为 2.87 亿美元，平均年度运营成本为 7,670 万美元。

经济性方面，Ngualla 项目在基准情景下的税后净现值（NPV，折现率 8%，实值）约为 8.09 亿美元，折合约 12.45 亿澳元；在下行情景下，NPV 约为 5.84 亿美元，折合约 8.98 亿澳元。

表 1：Ngualla 项目经济效益

财务指标	单位	定价方案			
		Adamas 基准情景	Adamas 下行情景	US\$120/kg(固定定价)	US\$100/kg(固定定价)
净支付率（矿石全寿命期）	%	52.9	51.9	50.8	49.9
年均营业收入	百万美元/年	355	299	235	194
年均 EBITDA	百万美元/年	238	191	134	99
Peak NPV8%, 现值	百万美元	809	584	384	208
Peak NPV10%, real	百万美元	610	427	278	132
IRR	%	30.8	26.1	24.7	18.8

资料来源：Peak 公司 2024 年年报，国元证券研究所（该方案整合了 FEED 研究完成后由 Adamas Intelligence（Adamas）发布的修订版长期价格预测）

该结果表明，即使在稀土价格承压的情况下，项目仍具备可观的经济回报与抗风险能力。项目的全维持成本（AISC）计算已包含运营成本、副产品抵扣、特许权使用费、复垦准备金、维持性资本开支及运往中国的运输费用。测算显示，在氧化镨钕价格不同区间下，Ngualla 项目均能保持强劲利润空间与现金流创造能力。整体来看，FEED 研究确认了 Ngualla 项目作为全球稀土资源储量高、成本结构优、盈利能力强的优质资产地位，其经济回报具有显著的稳健性与长期战略价值。

公司锆钛业务表现稳健，海外项目加速释放产能。锆钛业务属高端战略矿产，锆产品需求持续增长，钛资源具战略价值。公司锆钛选矿业务布局于海南文昌、江苏连云港，核准备案原料处理能力 200 万吨/年，主要利用境外进口锆钛重砂矿分选生产锆英砂、钛精矿、金红石、独居石等产品。公司收购嘉成矿业（上海）65%股权及非洲资源公司 100%股权，分别在马达加斯加与坦桑尼亚拥有矿权。坦桑尼亚 Fungoni 项目资源量 2200 万吨（重矿物品位 2.8%），储量 1230 万吨（品位 3.9%），公司对 Fungoni 项目进行技改，预计今年年底完成产能建设目标，产能提升至 15 万吨/年。Tajiri 项目预计 2025 年底前投产；马达加斯加项目正稳步推进。

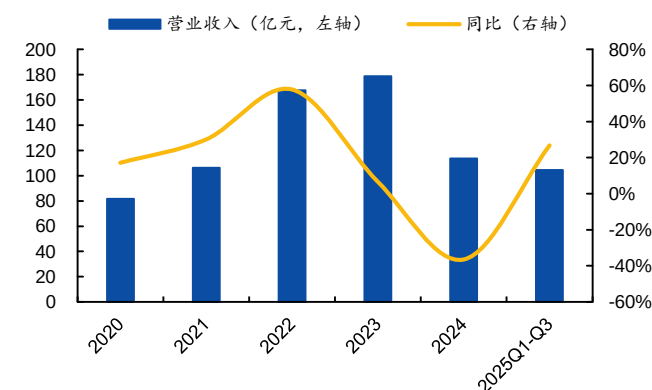
2. 受稀土主要产品价格上涨，业绩触底反弹

2020-2024 年，公司营业收入年均复合增长率为 8.66%，归母净利润年均复合增长率为-10.53%。2024 年公司实现营业收入 113.71 亿元，同比下降 36.39%；公司实现归母净利润 2.07 亿元，同比下降 37.73%，主要因市场环境疲软，稀土及锆钛产品价格

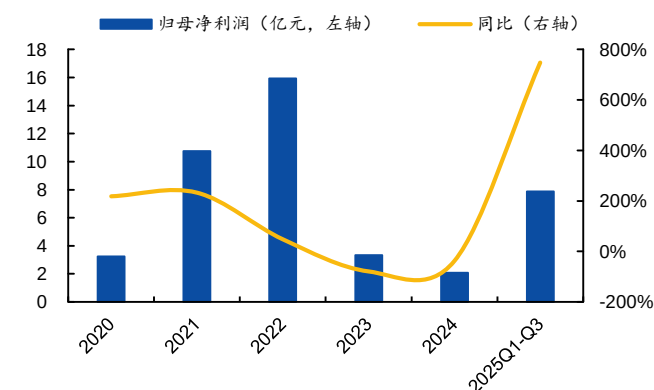
大幅下跌，贸易业务规模收缩。2025 年前三季度，公司实现营业收入 104.56 亿元，同比增长 26.87%；公司实现归母净利润 7.88 亿元，同比增长 748.07%。2025 年 Q3，公司实现营业收入 42.77 亿元，同比增长 52.59%；公司实现归母净利润 4.11 亿元，同比增加 154.48%。2025 年前三季度业绩显著提升主要因本年主要稀土产品价格大幅度上涨，公司紧抓市场机遇，优化产品生产及市场营销，主要稀土产品销量较上年同期有所增长。

图 4：公司近 5 年营业收入复合增速为 8.66%

图 5：公司近 5 年归母净利润复合增速为-10.53%



资料来源：IFind，国元证券研究所

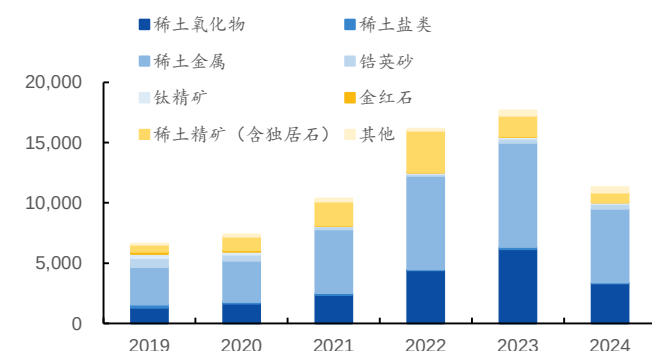


资料来源：IFind，国元证券研究所

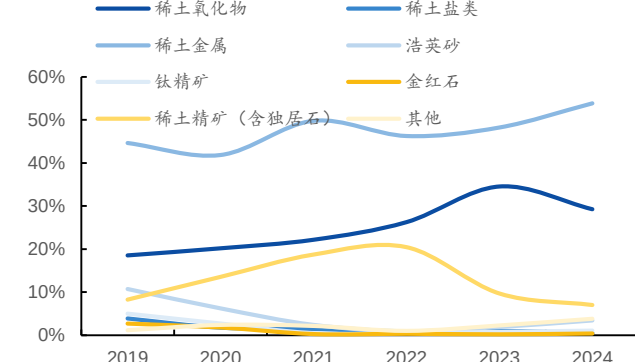
2020-2024 年，公司主营业务稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属、锆英砂、钛精矿、金红石、稀土精矿及其他业务收入年均复合增长率分别为 19.22%、-19.53%、15.73%、-6.34%、-13.64%、-25.81%、-7.86%和 22.07%，其中稀土氧化物与稀土金属增速最快。2024 年，公司各业务收入占比分别为：稀土氧化物 29.23%、稀土盐类 0.53%、稀土金属 53.87%、锆英砂 3.45%、钛精矿 1.10%、金红石 0.39%、稀土精矿 7.00%、其他业务 3.83%。稀土金属占比持续提升，稀土精矿占比下降。

图 6：近年来公司营收构成（按产品，百万元）

图 7：近年来公司主营业务收入占比（按产品，%）



资料来源：IFind，国元证券研究所

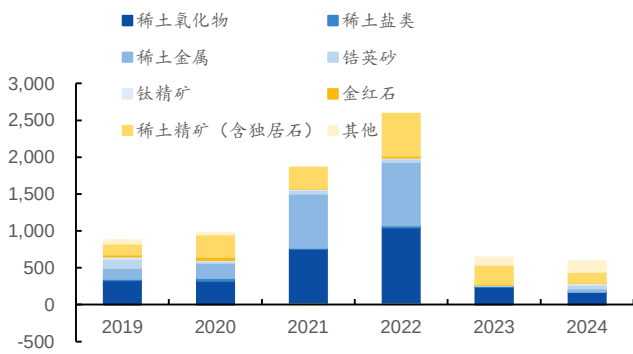


资料来源：IFind，国元证券研究所

毛利方面，公司毛利主要来源于稀土氧化物和稀土精矿。2024 年，公司主要业务稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属、锆英砂、钛精矿、金红石、稀土精矿及其他业务的毛利分别为 1.74 亿元（同比-27.89%）、0.01 亿元（同比-91.48%）、0.44 亿元（同比

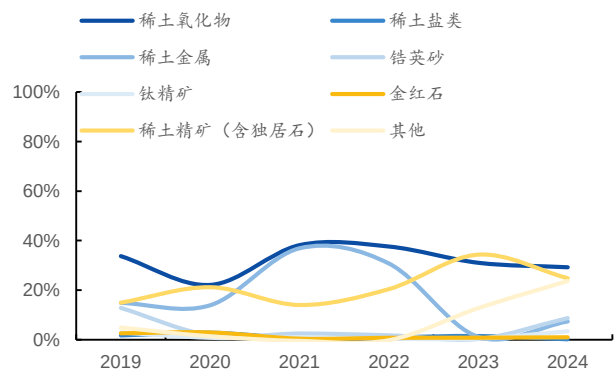
+408.35%)、0.52 亿元 (同比+1929.47%)、0.21 亿元 (同比+501.25%)、0.06 亿元 (同比-7.73%)、1.48 亿元 (同比-44.67%)、和 1.41 亿元 (同比+42.24%)。2024 年, 公司主要业务毛利占比分别为稀土氧化物 (29.21%)、稀土盐类 (0.17%)、稀土金属 (7.37%)、锆英砂 (8.72%)、钛精矿 (3.50%)、金红石 (1.07%)、稀土精矿 (24.84%) 及其他业务 (23.67%)。

图 8: 近年来公司毛利构成 (按产品, 百万元)



资料来源: IFind, 国元证券研究所

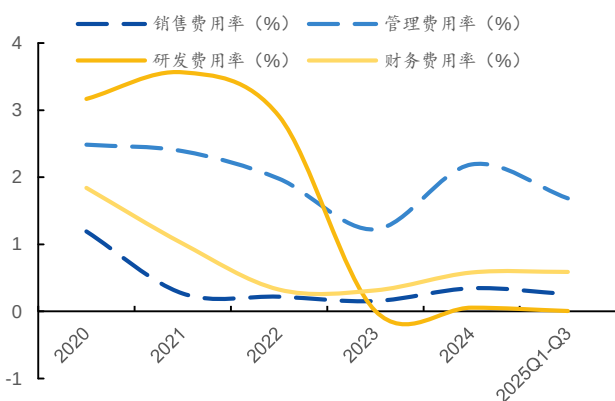
图 9: 近年来公司主营业务毛利占比 (按产品, %)



资料来源: IFind, 国元证券研究所

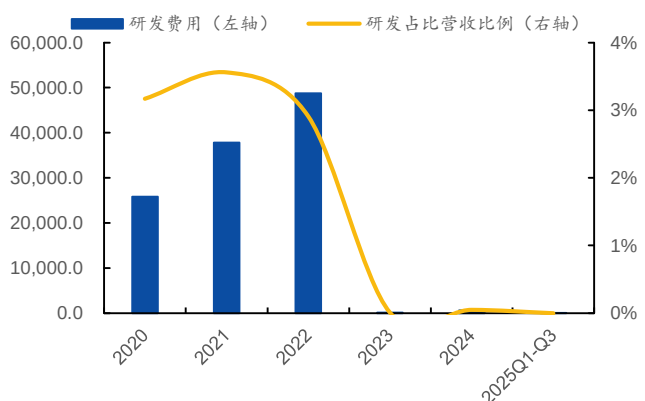
费用端, 公司近年来期间费用率整体呈下降趋势。2024 年, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.35% (同比+0.19pct)、2.19% (同比+0.97pct)、0.05% (同比+0.05pct)、0.58% (同比+0.27pct)。2025Q1-Q3, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.26% (同比-0.03pct)、1.68% (同比-0.03pct)、0.005% (同比-0.001pct)、0.59% (同比-0.03pct)。2024 年和 2025Q1-Q3 公司研发费用分别为 620.29 万元和 50.20 万元, 同比分别+468.00%和-2.89%。

图 10: 近年来公司期间费用率 (%)



资料来源: IFind, 国元证券研究所

图 11: 近年来公司研发费用 (左轴: 万元, 右轴: %)

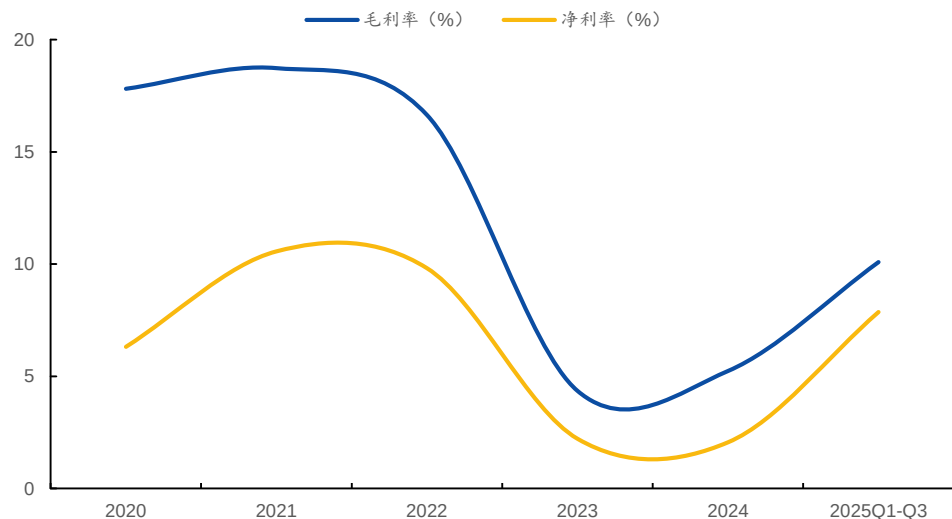


资料来源: IFind, 国元证券研究所

盈利端, 公司毛利率和净利率在 2025 年以来上升明显。2024 年和 2025Q1-Q3, 公司毛利率分别为 5.23% (同比+0.89pct)、10.09% (同比+6.39pct); 公司净利率分别为

2.06%（同比-0.16pct）、7.86%（同比+6.44pct）。2025Q1-Q3，公司毛利率与净利率高增主要因稀土产品价格大幅上涨，公司加强管理赋能及成本管控。

图 12：近年来公司毛利率及净利率

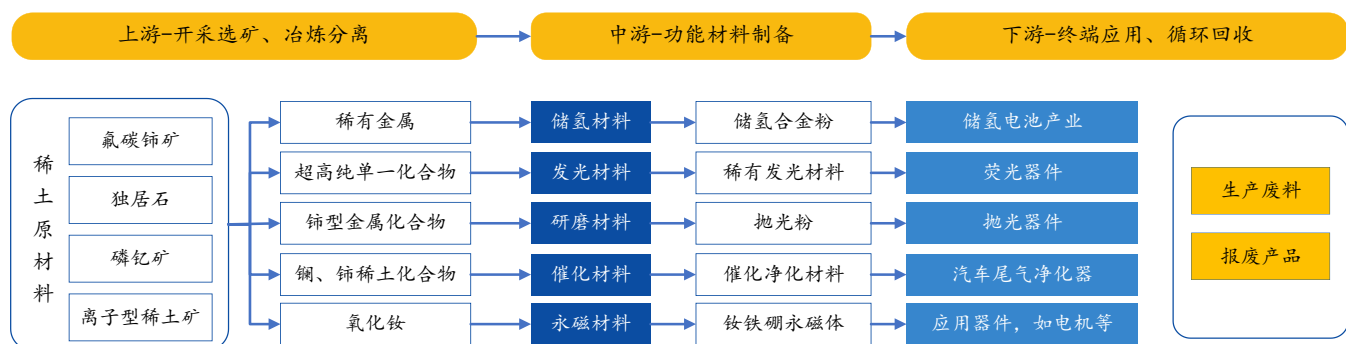


资料来源：IFind，国元证券研究所

3.稀土供需变化，推动稀土主要产品价格上涨

稀土的产业链模式较为稳定，一般包括 5 个上下游环节：开采选矿、冶炼分离、功能材料制备、终端应用、循环回收。其中，开采选矿和冶炼分离属于通常意义上的稀土上游原料供应环节；中游功能材料制备是对稀土原料的进一步制备形成稀土永磁、催化、储氢、抛光和发光等功能材料；下游应用于多种终端产品，应用领域包括航空航天、新能源汽车、风电设备、电子信息、石油化工、冶金等，循环回收则是从稀土生产废料或末端废料中回收稀土资源并进行循环再生利用。在整个稀土产业链中，上下游各环节的关系紧密，任何一个环节的变动都会对整个产业链格局产生重大影响。

图 13：稀土产业链



资料来源：IFind，《稀土产业链全球格局现状、趋势预判及应对战略研究》吴一丁等，国元证券研究所

美国、澳大利亚具备稀土矿开采能力，英国可以生产稀土金属，法国、爱沙尼亚具备

稀土冶炼分离能力，德国拥有稀土永磁体生产能力。在东南亚国家中，马来西亚和缅甸具有稀土开采和冶炼分离能力，越南能够生产稀土金属和永磁体。此外，日本在稀土产业链下游的稀土金属和永磁体环节具备生产能力，俄罗斯、印度也能够进行稀土开采和冶炼分离，非洲国家布隆迪具备稀土矿开采能力。目前，我国是全球唯一具备稀土全产业链产品生产能力的国家。

表 2：全球主要国家稀土产业链覆盖情况

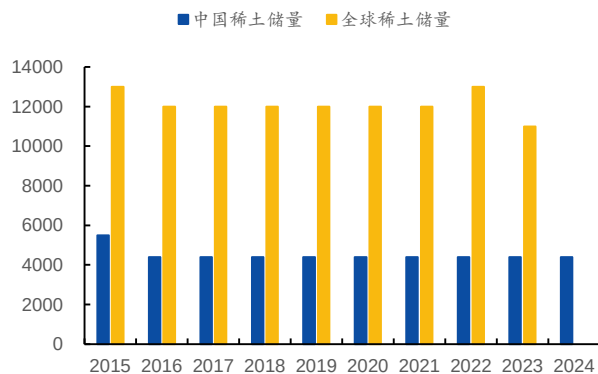
国家	开采	混合化合物	分离稀土氧化物		稀土金属	稀土永磁体	循环回收
			轻稀土元素	重稀土元素			
中国	正在生产	正在生产	正在生产	正在生产	正在生产	正在生产	正在生产
美国	正在生产	商业开发	商业开发	商业开发	已经停产	已经停产	商业开发
澳大利亚	正在生产	商业开发					商业开发
英国					正在生产		商业开发
爱沙利亚			正在生产				
德国						正在生产	商业开发
法国			正在生产	正在生产			商业开发
马来西亚		正在生产	正在生产				
缅甸	正在生产	正在生产					
越南					正在生产	正在生产	
布隆迪	正在生产						
日本				正在生产	正在生产	正在生产	商业开发
俄罗斯	正在生产	正在生产	正在生产				
印度	正在生产	正在生产	正在生产				

资料来源：《稀土产业链全球格局现状、趋势预判及应对战略研究》吴一丁等，国元证券研究所

稀土作为全球争夺的战略性矿产资源，在航空航天、国防军工、电子信息、新能源等高精尖产业发挥着重要作用。随着新一轮科技革命和产业变革的加速演进，全球供应链安全风险凸显，大国资源安全保障重点也从大宗矿产向关键矿产转移。在此背景下，稀土的战略价值迅速提升，战略地位进一步凸显，已经成为大国资源竞争和产业博弈的重要对象。

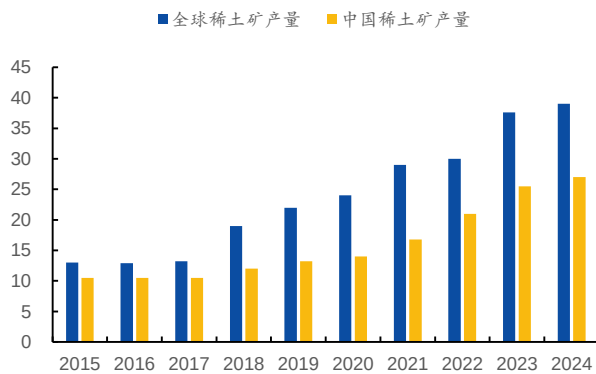
中国稀土资源储量和产量占比世界第一。世界稀土资源丰富，但分布不均，近 93%的稀土探明储量集中在中国、巴西、俄罗斯、越南、美国和澳大利亚等少数国家。据 USGS 统计，截至 2023 年底，全球稀土资源总储量约为 1.1 亿吨，其中我国储量达到 4400 万吨，占比约 40%，居于全球首位；2024 年，我国稀土储量保持为 4400 万吨。从稀土矿产量上来看，2024 年全球稀土矿产量为 39 万吨，其中我国矿产量达到 27 万吨，占比 69.23%。中国稀土储量、产量优势明显，为国家战略资源保障提供了有力支撑，有利于维护国家安全和经济发展。

图 14: 2015-2024 年全球和中国稀土储量 (万吨)



资料来源: USGS, 国元证券研究所 (2024 年全球稀土储量未公布)

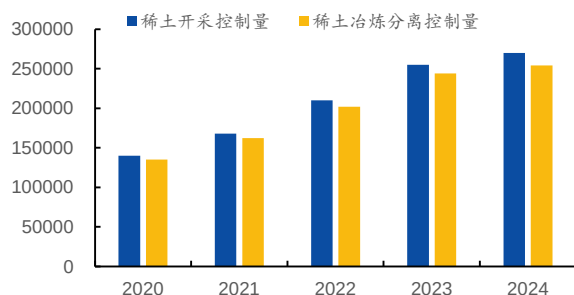
图 15: 2015-2024 年全球和中国稀土矿产量 (万吨)



资料来源: USGS, 国元证券研究所

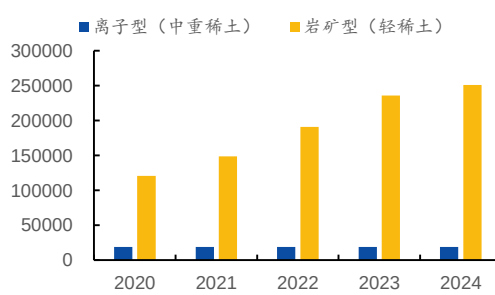
国内稀土开采和冶炼分离实行总量指标控制, 重稀土指标保持平稳。2020-2024 年, 中国稀土矿产开采和冶炼分离总量控制指标平稳增长。其中, 2024 年稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 27 万吨和 25.4 万吨, 分别同比增长 5.88%和 4.16%。从稀土类型看, 轻稀土开采指标 2020-2024 年均复合增长率为 20.03%, 增长较快, 而重稀土开采指标则一直处于持平状态。

图 16: 近 5 年稀土开采、冶炼分离控制指标 (吨)



资料来源: 自然资源部, 国元证券研究所

图 17: 近 5 年不同稀土类型开采控制指标 (吨)



资料来源: 自然资源部, 国元证券研究所

2024 年前两批合计稀土开采、冶炼分离总量控制指标分别为 270000 吨、254000 吨, 相较 2023 年全年分别增长 5.88%和 4.16%。其中, 岩矿型开采总量指标为 250850 吨, 相较 2023 年增长 6.36%, 离子型开采总量指标为 19150 吨, 与 2023 年保持一致。

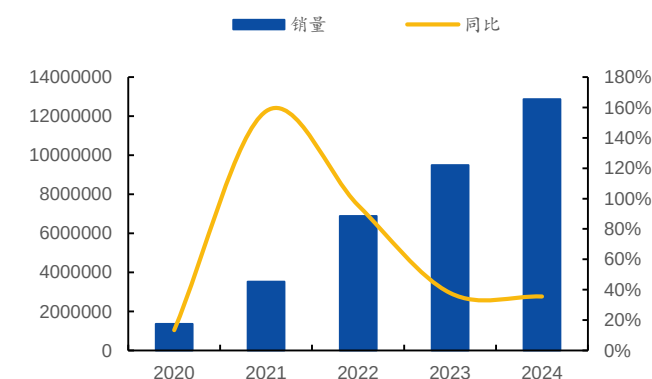
表 3: 2024 年稀土指标分配

稀土集团	矿产品 (折稀土氧化物, 吨)		冶炼分离产品
	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	(折稀土氧化物, 吨)
中国稀土	62200	19150	83999
北方稀土	188650	-	170001
合计	250850	19150	254000
总计	270000		254000

资料来源: 工信部, 国元证券研究所

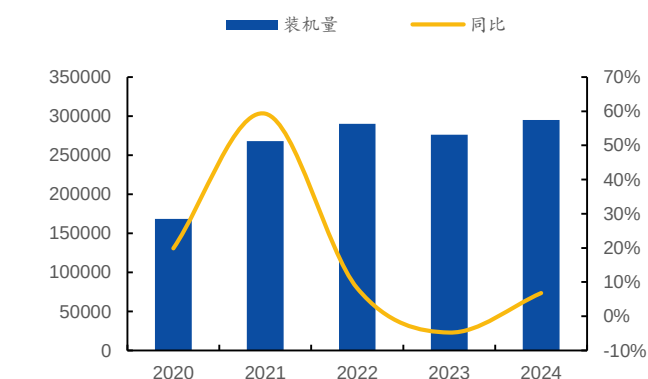
需求方面，稀土材料的终端应用领域广泛，包括新能源汽车、风力发电、节能家电、工业机器人、消费电子等。在 2024 年，新能源汽车累计销量 12866000 辆，同比增长 35.50%。2025 年 1-9 月，新能源汽车销量 11228000 辆，与上年同期相比，增加 2908000 辆，同比增加 34.95%。2024 年，我国工业机器人装机量为 295000 台，近 5 年复合增长率达 15.05%。人形机器人量产将带来稀土需求的新增长点，单台钕铁硼大约用量 2-4 千克。

图 18：近五年新能源汽车销量（辆）



资料来源：中国汽车工业协会，国元证券研究所

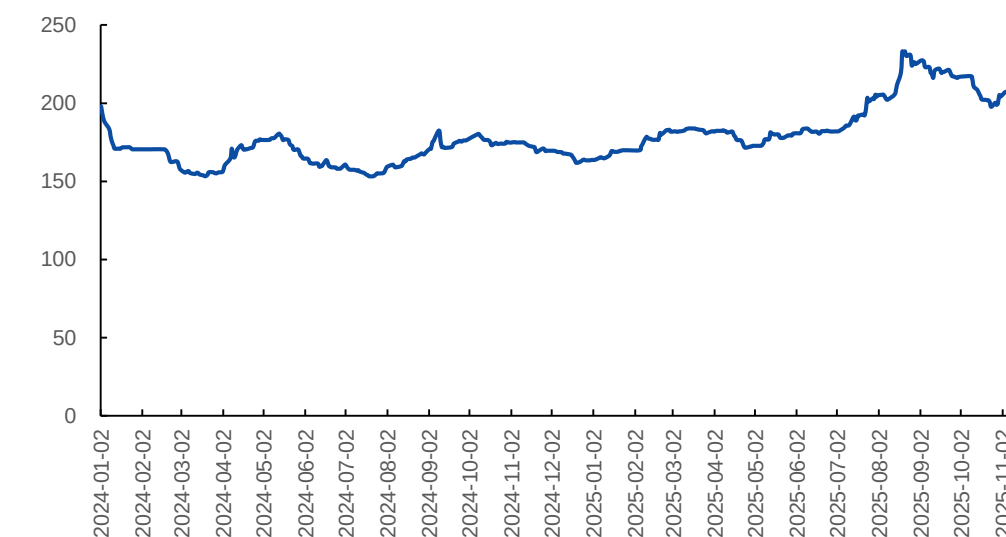
图 19：近五年工业机器人装机量（台）



资料来源：国际机器人联合会（IFR），国元证券研究所

价格方面，受到供需变化等因素的影响，截至 2025 年 11 月 10 日，稀土价格指数由年初的 163.78 增至 210.08，涨幅为 28.27%，年内价格指数最高点上行至 233.24，稀土行情整体向好。

图 20：2024 年以来稀土价格指数

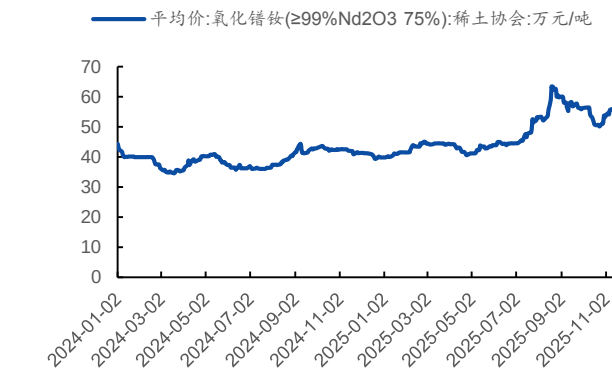


资料来源：中国稀土行业协会，国元证券研究所

从主流的稀土产品来看，今年轻稀土和中重稀土产品价格均有不同幅度下跌，部分产品跌幅变缓。以氧化镨钕为代表的轻稀土产品：2024 年末氧化镨钕平均价格为 39.26

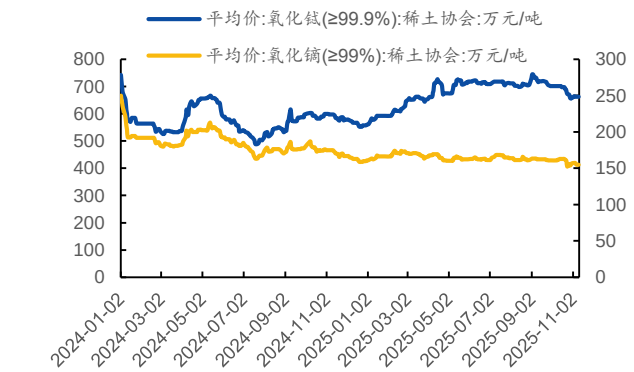
万元/吨，年内涨跌幅-10.16%。截至2025年11月10日，氧化镨钕价格为55.85万元/吨，相较今年初涨幅约40.33%。以氧化镨、氧化铽为代表的中重稀土：2024年价格涨跌幅分别为-35.60%、-24.58%。截至2025年11月10日，氧化镨、氧化铽价格分别为155.00万元/吨、662.50万元/吨，相较年初涨跌幅分别为-3.73%、+18.09%。

图 21：2024 年以来氧化镨钕价格（万元/吨）



资料来源：中国稀土行业协会，国元证券研究所

图 22：2024 年以来氧化镨、氧化铽价格（万元/吨）



资料来源：中国稀土行业协会，国元证券研究所

4.盈利预测与估值

稀土业务

2023 年和 2024 年稀土价格指数分别同比下降 31.59%和 26.08%,价格已处历史低位。自 2025 年年初以来,稀土市场价格呈现明显回升。截至 2025 年 10 月 31 日,稀土价格指数较年初上涨约 25%,稀土相关产品价格亦随之上行。稀土作为全球争夺的战略性矿产资源,在航空航天、国防军工、电子信息、新能源等高精尖产业发挥着重要作用。由于稀土具有稀缺性、分离提炼难度大以及开采过程造成土地破坏和水土污染等问题,国内对稀土实施严格的总量控制和环保监管。《稀土管理条例》的实施、出口管制加强以及开采准入门槛提升,使得供给端在未来难以出现明显放松。同时,新能源汽车、风电、人形机器人、工业机器人等新兴领域快速发展,推动高性能永磁材料需求持续增长,且短期内难以出现成熟替代技术。整体来看,稀土供给受限与需求强劲并存的格局短期内难以缓解,未来几年供需将持续偏紧。基于以上背景,预测 2025 年稀土价格将大幅上涨,之后两年以至少 5%的增速上涨,整体维持上行趋势。国内稀土勘探和开次技术成熟,生产流程稳定,成本整体保持可控。

锆钛业务

锆英砂方面,近年来,随着全球经济复苏和新兴产业发展,锆钛矿物的需求量稳步上升。在电池材料、超硬材料方面的潜在用途,将成为锆钛矿物行业带来新的增长点。2025 年前三季度,公司锆英砂销量同比上升 1.87%,预计全年上涨约 2%,毛利率维持在 13.21%左右。价格方面,以公司近五年锆英砂均价年均增速 5%作为 2025 年全年增速预测。展望未来,随着市场需求回升与产能释放,价格或将实现逐步增长。根据预测,公司分产品业务情况如下:

表 4: 分产品业务情况

产品名称	项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
稀土氧化物	营业收入(百万元)	6,169.37	3,323.87	4267.42	4749.64	5286.35
	增长率(%)	40.31%	-46.12%	28.39%	11.30%	11.30%
	毛利率(%)	3.91%	5.23%	12.00%	11.30%	11.30%
稀土盐类	营业收入(百万元)	184.52	60.62	37.42	41.65	46.36
	增长率(%)	86.99%	-67.15%	-38.27%	11.30%	11.30%
	毛利率(%)	6.45%	1.67%	7.00%	6.30%	7.30%
稀土金属	营业收入(百万元)	8,626.54	6,125.72	10,887.86	13,147.09	15,184.89
	增长率(%)	11.24%	-28.99%	77.74%	20.75%	15.50%
	毛利率(%)	0.10%	0.72%	6.30%	6.00%	6.00%
稀土精矿(含独居石)	营业收入(百万元)	1729.78	795.91	783.17	888.12	988.47
	增长率(%)	-49.51%	-53.99%	-1.60%	13.40%	11.30%
	毛利率(%)	15.44%	18.56%	22.00%	20.00%	19.00%
锆英砂	营业收入(百万元)	343.49	392.48	421.63	473.74	532.30
	增长率(%)	118.60%	14.26%	7.43%	12.36%	12.36%
	毛利率(%)	0.74%	13.21%	13.21%	13.21%	13.21%

资料来源: IFind, 国元证券研究所

公司作为海外优质稀土资源和国内优质产业相结合的企业。本文选取可生产各类稀土产品共 11 个大类、100 余种、近千个规格的北方稀土以及拥有完整稀土产业链的广晟有色作为对比。2025 年两家企业 PE 均值为 67.15，与行业比较，盛和资源 PE 值较低，具备投资价值。

我们预计 2025-2027 年，公司总营收为 171.53、201.30、229.60 亿元，对应毛利率 9.47%、9.03%、8.96%，归母净利润分别为：8.40、8.93、9.65 亿元，按照最新股本测算，当前股价对应 PE 估值分别为 46.30、43.54 和 40.30 倍，给予公司“增持”的投资评级。

表 5：对比公司 PE 对比

股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
广晟有色	53.19	-0.89	0.78	1.14	1.44	/	68.30	46.60	36.97
北方稀土	47.80	0.28	0.73	0.99	1.20	76.39	65.99	48.36	39.72
平均值		-0.31	0.76	1.07	1.32	/	67.15	47.48	38.35
盛和资源	22.19	0.12	0.48	0.51	0.55	187.72	46.30	43.54	40.30

资料来源：IFind，国元证券研究所（注：可比公司数据采用 IFind 一致预期，截至 2025 年 11 月 10 日）

5.风险提示

稀土政策变动风险、市场供需格局改变引起价格波动的风险、宏观经济风险、下游需求不及预期的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9730.05	9383.32	11497.61	13629.73	15693.35
现金	2333.94	2525.98	3098.74	3746.80	4369.41
应收账款	968.96	766.53	1052.31	1254.60	1443.85
其他应收款	90.44	145.20	179.26	206.00	247.16
预付账款	449.66	614.09	679.94	829.01	976.73
存货	4885.66	4455.87	5539.24	6663.34	7729.26
其他流动资产	1001.39	875.66	948.13	929.97	926.95
非流动资产	5595.72	6118.93	6714.21	7042.09	7395.23
长期投资	657.66	618.05	626.10	628.68	626.05
固定资产	971.74	1545.13	1426.03	1286.08	1146.14
无形资产	313.57	1002.83	1454.15	1984.78	2488.97
其他非流动资产	3652.74	2952.92	3207.93	3142.55	3134.07
资产总计	15325.76	15502.25	18211.82	20671.83	23088.58
流动负债	4979.64	5197.72	7013.62	8986.54	10859.07
短期借款	2591.63	3427.48	5047.27	6880.68	8624.55
应付账款	698.70	490.22	706.41	833.04	950.86
其他流动负债	1689.31	1280.02	1259.94	1272.82	1283.66
非流动负债	583.73	655.74	575.92	554.52	532.95
长期借款	498.41	445.24	425.76	395.05	368.08
其他非流动负债	85.32	210.50	150.16	159.47	164.87
负债合计	5563.37	5853.45	7589.54	9541.06	11392.02
少数股东权益	743.62	915.16	1040.25	1166.55	1306.63
股本	1752.83	1752.83	1752.83	1752.83	1752.83
资本公积	2087.54	2131.10	2131.10	2131.10	2131.10
留存收益	4267.84	4352.93	4930.14	5378.96	5816.55
归属母公司股东权益	9018.78	8733.64	9582.03	9964.22	10389.93
负债和股东权益	15325.76	15502.25	18211.82	20671.83	23088.58

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	390.86	72.42	-58.08	-82.41	118.00
净利润	396.57	234.26	965.22	1019.64	1105.15
折旧摊销	114.19	147.02	167.55	167.61	167.59
财务费用	56.21	65.99	126.78	162.50	205.30
投资损失	-65.61	-35.16	-55.37	-50.34	-49.49
营运资金变动	-284.19	-434.49	-1320.26	-1539.78	-1419.75
其他经营现金流	173.69	94.81	58.00	157.96	109.20
投资活动现金流	-790.88	-528.26	-670.34	-441.80	-465.48
资本支出	616.53	725.57	0.00	0.00	0.00
长期投资	215.49	-156.08	299.45	-66.48	-16.67
其他投资现金流	41.13	41.23	-370.90	-508.27	-482.15
筹资活动现金流	-237.35	349.50	1301.19	1172.27	970.08
短期借款	520.09	835.85	1619.79	1833.41	1743.86
长期借款	47.92	-53.18	-19.48	-30.71	-26.97
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	8.33	43.56	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-813.69	-476.74	-299.12	-630.43	-746.82
现金净增加额	-628.14	-97.33	572.77	648.06	622.61

资料来源: IFind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17877.45	11371.03	17153.36	20129.98	22960.02
营业成本	17100.53	10776.09	15528.55	18312.20	20902.11
营业税金及附加	42.64	33.41	48.61	56.24	65.00
营业费用	27.83	39.36	44.88	54.78	64.51
管理费用	218.46	248.85	314.06	372.12	436.08
研发费用	1.09	6.20	6.59	8.81	9.64
财务费用	56.21	65.99	126.78	162.50	205.30
资产减值损失	-109.43	-51.95	-67.68	-69.39	-65.91
公允价值变动收益	-0.30	0.00	-0.39	-0.24	-0.25
投资净收益	65.61	35.16	55.37	50.34	49.49
营业利润	451.90	311.97	1178.06	1257.82	1372.16
营业外收入	13.88	16.50	15.94	15.44	15.96
营业外支出	7.09	25.51	13.09	15.23	17.94
利润总额	458.69	302.97	1180.91	1258.03	1370.18
所得税	62.12	68.71	215.69	238.39	265.03
净利润	396.57	234.26	965.22	1019.64	1105.15
少数股东损益	63.83	27.06	125.09	126.30	140.08
归属母公司净利润	332.74	207.20	840.13	893.35	965.07
EBITDA	622.30	524.97	1472.39	1587.92	1745.05
EPS (元)	0.19	0.12	0.48	0.51	0.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.68	-36.39	50.85	17.35	14.06
营业利润(%)	-76.37	-30.97	277.62	6.77	9.09
归属母公司净利润(%)	-79.12	-37.73	305.47	6.33	8.03
获利能力					
毛利率(%)	4.35	5.23	9.47	9.03	8.96
净利率(%)	1.86	1.82	4.90	4.44	4.20
ROE(%)	3.69	2.37	8.77	8.97	9.29
ROIC(%)	6.07	3.56	10.83	9.91	9.57
偿债能力					
资产负债率(%)	36.30	37.76	41.67	46.15	49.34
净负债比率(%)	64.15	75.02	78.95	81.69	83.49
流动比率	1.95	1.81	1.64	1.52	1.45
速动比率	0.97	0.95	0.85	0.78	0.73
营运能力					
总资产周转率	1.16	0.74	1.02	1.04	1.05
应收账款周转率	15.66	10.47	14.83	13.89	13.48
应付账款周转率	27.35	18.13	25.95	23.79	23.43
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.12	0.48	0.51	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.04	-0.03	-0.05	0.07
每股净资产(最新摊薄)	5.15	4.98	5.47	5.68	5.93
估值比率					
P/E	116.89	187.72	46.30	43.54	40.30
P/B	4.31	4.45	4.06	3.90	3.74
EV/EBITDA	62.42	73.99	26.38	24.46	22.26

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027