国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 06 日

正海磁材（300224.SZ）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

人形前景广阔，老树焕发新生

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001）

wujinkai@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）

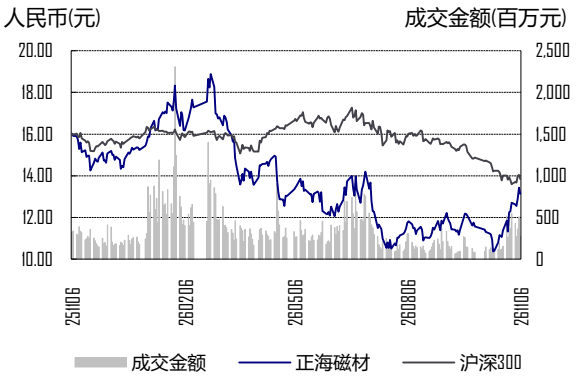
wangqinyang@gjzq.com.cn

联系人：宁柯

ningke@gjzq.com.cn

市价（人民币）：13.14 元

目标价（人民币）：19.20 元



投资逻辑

稀土磁材龙头，抢占人形机器人配套先机。公司是国内钕铁硼永磁材料头部企业，2026 年前三季度实现营收 57.19 亿元，同比+15.00%；归母净利润 2.99 亿元，同比+31.32%。3Q26 公司人形机器人磁体实现对全球知名客户订单的规模化量产。

磁材：新能源、工业机器人等需求景气高增。据灼识咨询，2025 年全球钕铁硼磁体销量达 25.16 万吨；预计 2030 年将增长至 40.03 万吨，对应 25-30 年 CAGR 约 9.7%；2025 年新能源车/空调/风电/工业电机占下游需求的 29.4%/18.2%/12.3%/12.1%。人形机器人拓宽未来增长空间。据金田股份 2026 半年报，特斯拉 Optimus 钕铁硼磁体单耗约 3.5kg；以单耗 3kg 测算，每 100 万台人形机器人对应磁体需求约 0.3 万吨。IDC 预计 2030 年全球人形机器人出货量将超过 75 万台。磁材价格或偏强运行，据百川盈孚，截至 11 月 4 日，全国 N35/H35 烧结钕铁硼毛坯价格为 175.5/245.5 元/公斤。

人形机器人业务：技术、客户积累深厚，全球头部客户实现量产。公司与德国电机企业 FAULHABER 合作约二十年；已与国内产业链新兴龙头企业合作。2026 年三季报披露，公司已对全球知名人形机器人客户实现规模化量产，并逐步贡献收益。

无重稀土、超轻稀土迈向产业化放量。公司依托三大核心技术推进重稀土减量与高丰度稀土替代，有望降低原料成本。1H26 公司无重稀土磁体产量同比+66%。

同业比较：海外业务积累深厚，盈利仍有修复空间。2025 年公司海外收入占比为 26.6%；公司已覆盖国际汽车品牌前十、全球汽车电气化核心品牌前五等，海外客户积累有望持续贡献业务增量。公司营收增速维持同行较高水平，盈利韧性较强，单季度毛利率波动较小。随着磁材销售放量，精益生产与工艺优化推进，公司磁材单位盈利有望改善，利润弹性有望逐步释放。

盈利预测、估值和评级

我们预测 26-28 年公司实现营收 85.2/95.7/105.2 亿元，同比+21.2%/+12.2%/+10.0%，归母净利润 4.5/7.1/8.0 亿元，同比+45.6%/+58.2%/+13.2%，对应 EPS 为 0.48/0.76/0.86 元。随着公司北美头部智能电动车客户项目顺利落地、海外市场持续拓展，公司钕铁硼磁材销量有望增长，盈利能力有望同步改善。给予公司 26 年 40 倍 PE，对应目标价 19.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动；下游需求不及预期；出口业务拓展不及预期；人形机器人业务发展不及预期。

公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,539	7,031	8,523	9,565	10,522
营业收入增长率	-5.70%	26.93%	21.22%	12.23%	10.00%
归母净利润(百万元)	92	307	447	708	801
归母净利润增长率	-79.37%	232.85%	45.55%	58.22%	13.17%
摊薄每股收益(元)	0.11	0.33	0.48	0.76	0.86
每股经营性现金流净额	0.39	0.13	0.73	0.89	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.34%	5.98%	8.37%	12.58%	13.48%
P/E	111.68	46.81	27.34	17.28	15.27
P/B	2.61	2.80	2.29	2.17	2.06

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、稀土磁材龙头，抢占人形机器人配套先机 4
1.1 全球化磁材龙头，人形机器人配套迈入量产 4
1.2 正海集团控股，磁材双基地布局 4
1.3 聚焦钕铁硼主业，盈利持续回升 5
二、磁材：人形机器人等新兴需求景气较高，价格有望偏强运行 6
2.1 新能源、工业机器人等需求景气高增 6
2.2 人形机器人拓宽未来增长空间 7
2.3 磁材价格或偏强运行 8
三、人形机器人业务：技术、客户积累深厚，全球头部客户实现量产 9
四、无重稀土、超轻稀土迈向产业化放量 11
五、同业比较：海外业务积累深厚，盈利修复仍有空间 12
5.1 海外业务占比领先，优质客户积累深厚 12
5.2 经营整体稳健，盈利修复弹性可期 13
六、盈利预测与估值 14
6.1 核心假设 14
6.2 盈利预测 15
6.3 估值及投资建议 15
风险提示 16

图表目录

图表 1： 公司磁材主业稳步扩张 4
图表 2： 公司股权结构及主要子公司 4
图表 3： 2025 年以来公司营收恢复增长 5
图表 4： 2025 年以来公司净利润明显回升 5
图表 5： 公司车用钕铁硼磁材产量占比稳步提升 6
图表 6： 全球钕铁硼磁体需求稳步增长 6
图表 7： 2025 年全球钕铁硼下游应用结构（按销量） 6
图表 8： 人形机器人三大执行机构均可采用电机驱动 7
图表 9： 特斯拉 2022 年展示的 Optimus 机器人包含 40 个关节电机 8
图表 10： Optimus 关节执行器主要有六种 8
图表 11： Optimus 手部关节示意 8
图表 12： 原料氧化镨钕价格维持高位震荡 9
图表 13： 磁材价格与镨钕价格走势联动程度较高（元/公斤） 9

图表 14： 公司杭州人形机器人展参展磁材产品 10
图表 15： 公司人形机器人磁体已从供样走向规模化量产 10
图表 16： 晶粒优化技术（TOPS）示意图 11
图表 17： 重稀土扩散技术（THRED）示意图 11
图表 18： 公司无重稀土磁体持续放量 12
图表 19： 公司海外业务毛利率持续高于国内业务 12
图表 20： 公司外销收入占比处于同行较高水平 13
图表 21： 23-24 年公司外销毛利率处于同行较高水平 13
图表 22： 公司营收增速维持同行较高水平 13
图表 23： 公司单季度毛利率表现更为稳健 14
图表 24： 公司钕铁硼材料单位毛利波动较小 14
图表 25： 公司营收、成本和毛利拆分 15
图表 26： 可比公司估值水平对比（2026 年 11 月 6 日） 16

一、稀土磁材龙头，抢占人形机器人配套先机

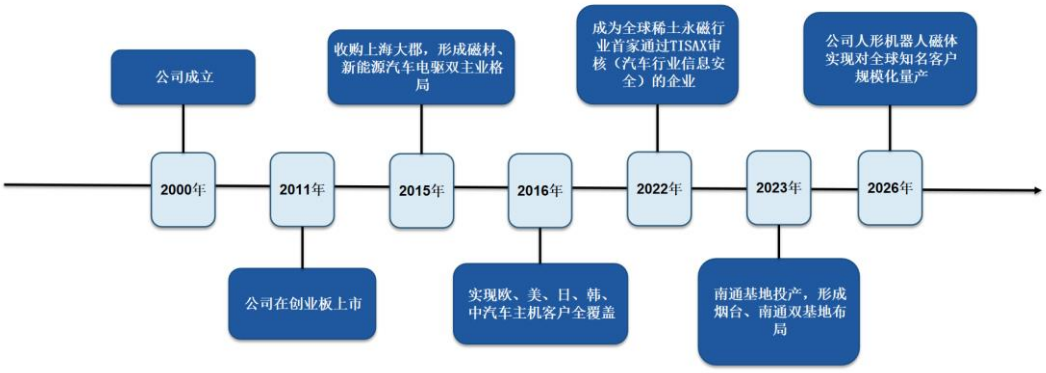
1.1 全球化磁材龙头，人形机器人配套迈入量产

公司主营产品为高性能钕铁硼磁性材料。2000 年公司成立于烟台，2011 年登陆创业板。2015 年公司收购上海大郡，形成磁材、新能源汽车电驱双主业格局。2016 年公司实现欧、美、日、韩、中汽车主机客户全覆盖。2022 年，公司成为全球稀土永磁行业首家通过 TISAX 审核（汽车行业信息安全）的企业。2023 年南通基地投产，形成烟台、南通双基地布局。2026Q3，公司人形机器人磁体实现对全球知名客户订单的规模化量产。

深耕高性能钕铁硼永磁材料，持续完善产能与全球客户布局。

依托三大核心技术，拓展智能化、节能化、新能源高端应用。公司掌握正海无氧工艺（ZHOFP）、晶粒优化技术（TOPS）和重稀土扩散技术（THRED）三大核心技术，通过降低磁体氧含量、细化晶粒及优化重稀土分布，提升磁体性能并减少重稀土用量。公司产品应用覆盖智能化、节能化和新能源等“三能”高端应用领域，包括智能网联新能源汽车、人形机器人和低空飞行器等智能装备、手机等智能消费电子、节能家电和节能电气、风电等新能源。

图表1：公司磁材主业稳步扩张

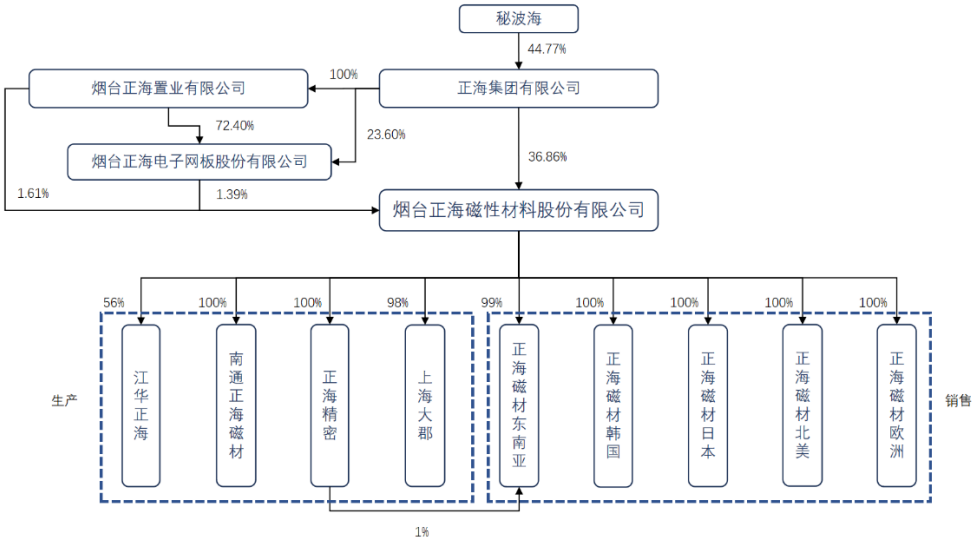


来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 正海集团控股，磁材双基地布局

正海集团旗下磁材板块上市主体。截至 2026 年三季度末，正海集团直接持有公司 36.86%的股份，与一致行动人正海置业、正海电子网板合计持股约 39.86%；秘波海持有正海集团 44.77%股权，为正海集团第一大股东，亦为公司实际控制人。正海集团业务涵盖稀土永磁、再生医学、汽车内饰、电子信息、半导体器件等领域，旗下拥有正海磁材、正海生物两家创业板上市公司。

图表2：公司股权结构及主要子公司



来源：iFind，公司年报，国金证券研究所

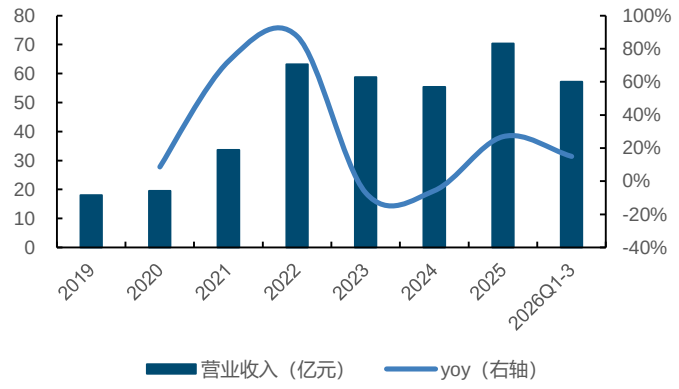
产能布局方面，公司磁材生产由烟台本部和全资子公司南通正海承担，合计年产能 3 万吨。烟台、南通基地年产能分别为 1.8 万吨和 1.2 万吨，两基地 2025 年产能利用率分别为 84%和 88%。生产配套方面，子公司江华正海主要生产钕铁硼合金薄片，正海精密合金提供磁体机加工配套。上海大郡主要经营新能源汽车电驱业务，该业务 2025 年收入占公司总营收的 0.06%，业务占比已显著下降。公司海外销售网络布局完善，在德国、日本、韩国、美国及马来西亚设有子公司，为当地客户提供销售和技术服务。2025 年，公司出口收入同比增长约 43%。

1.3 聚焦钕铁硼主业，盈利持续回升

磁材放量带动营收增长，盈利低位回升。2025 年公司实现营收 70.31 亿元，同比+26.9%；归母净利润 3.07 亿元，同比+232.9%。2025 年公司钕铁硼永磁材料销量同比+21%，其中节能和新能源汽车搭载电机数同比增长超 40%，智能消费电子领域出货量同比+35%，拉动营收增长。2024 年磁材价格承压、主业毛利率下降，电机驱动业务收缩以及存货减值损失导致归母净利润基数偏低；2025 年磁材放量、电机驱动业务减亏，带动净利润显著回升。

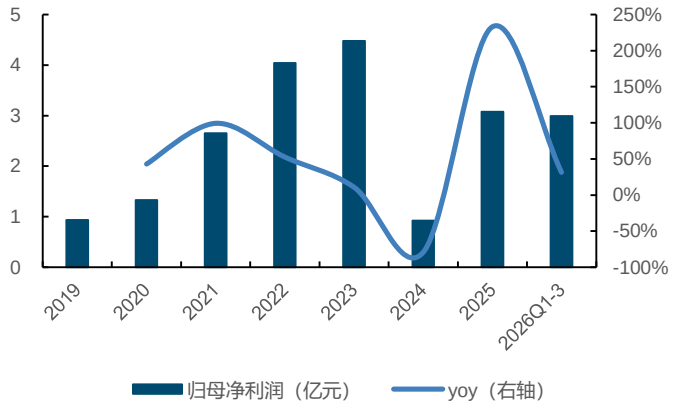
2026Q1-3 公司实现营业收入 57.19 亿元，同比+15.00%；归母净利润 2.99 亿元，同比+31.32%。汽车业务是营收规模增长的主要驱动，3Q26 单季度汽车业务收入同比增长 26%，其中节能与新能源汽车业务收入增长 37%；海外市场拓展推进，同期海外业务收入占比提升至约 30%，产品出口量环比增长超 40%。

图表3：2025 年以来公司营收恢复增长



来源：公司公告，国金证券研究所

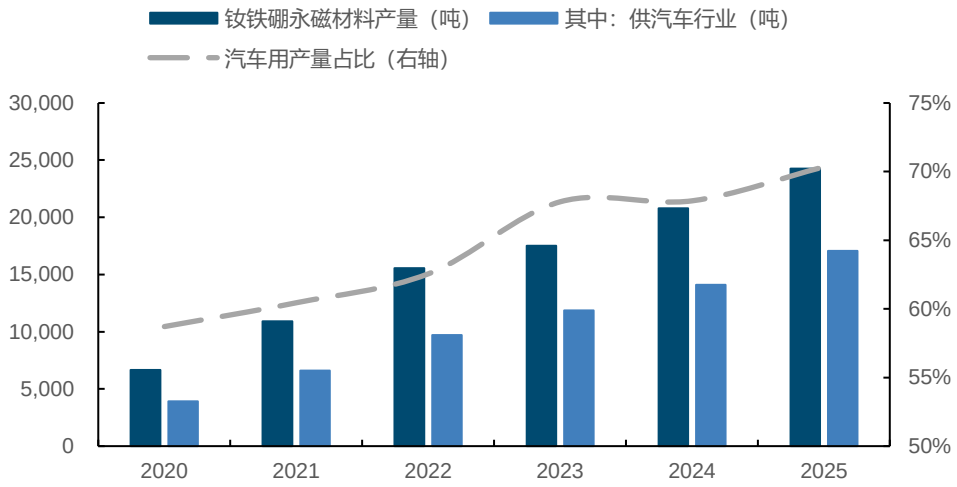
图表4：2025 年以来公司净利润明显回升



来源：公司公告，国金证券研究所

产量平稳增长，车用磁材占比稳步提升。2025 年，公司钕铁硼永磁材料产量达 24245 吨，同比+16.7%，其中车用磁材产量 17056 吨，同比+20.9%，占总产量的 70.3%。2020-2025 年磁材总产量/汽车用磁材产量 CAGR 分别为 29.4%/34.2%，车用磁材占比由 2020 年的 58.7%升至 2025 年的 70.3%。据公司 2026 年三季报，公司首次落地北美智能纯电龙头车企项目，相关项目已进入开发与量产筹备阶段，有望为车用磁材业务带来新增订单。

图表5：公司车用钕铁硼磁材产量占比稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

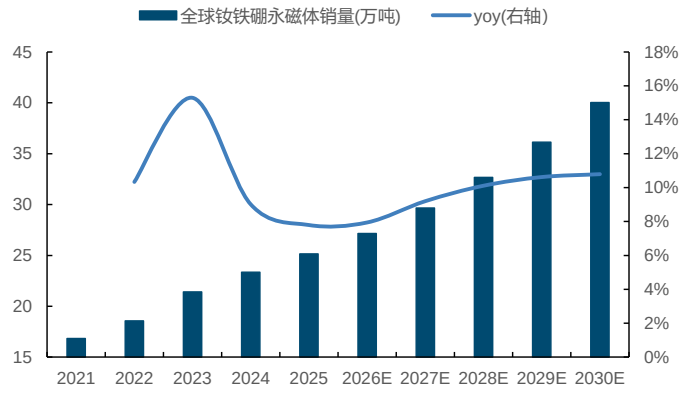
二、磁材：人形机器人等新兴需求景气较高，价格有望偏强运行

2.1 新能源、工业机器人等需求景气高增

钕铁硼磁体是以钕、铁、硼形成的金属间化合物为基础的稀土永磁材料，主要分为烧结、粘结和热压三类。稀土元素的添加可赋予磁体高磁晶各向异性，使其磁化后能够抵抗外部磁场及温度变化引起的退磁；除钕、镨外，可添加重稀土镝、铽以提高矫顽力和高温抗退磁能力，或以轻稀土铈、镧替代部分镨钕以降低成本。凭借优异的磁性能，钕铁硼磁体广泛应用于汽车、消费电子、工业电机、节能家电、风电、电梯及具身智能机器人、低空飞行器等领域。

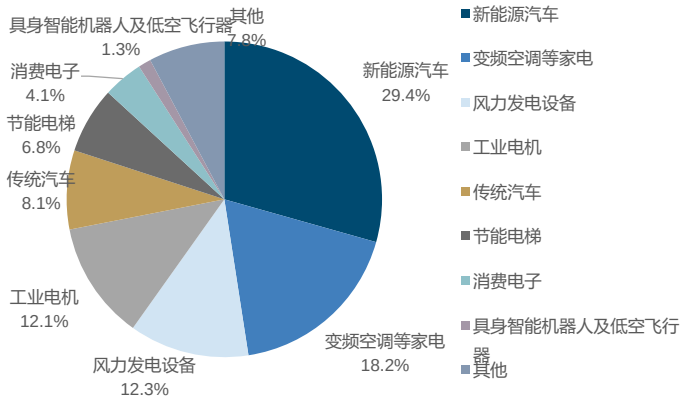
磁材需求稳步增长，新兴应用有望打开增量空间。据宁波韵升港股上市申请文件所引灼识咨询等数据，2025 年全球钕铁硼磁体销量达 25.16 万吨；预计 2030 年将增长至 40.03 万吨，对应 2025-2030 年 CAGR 为 9.7%。下游需求结构看，据灼识咨询，2025 年新能源车/变频空调/风力发电/工业电机分别占下游需求的 29.4%/18.2%/12.3%/12.1%；具身智能机器人及低空飞行器等新兴需求占总需求的 1.3%，随着产业化逐步推进，有望为磁材需求带来一定增量。

图表6：全球钕铁硼磁体需求稳步增长



来源：中国稀土行业协会，灼识咨询，宁波韵升港股上市申请文件，国金证券研究所

图表7：2025 年全球钕铁硼下游应用结构（按销量）



来源：中国稀土行业协会，灼识咨询，宁波韵升港股上市申请文件，国金证券研究所

新能源汽车、工业机器人领域需求景气度较高。据国家统计局，2026 年前三季度，我国规模以上工业企业新能源汽车产量为 1,245.7 万辆，同比+12.0%；工业机器人产量为 79.48 万套，同比+29.1%。展望后续，据 AL Circle 于 2026 年 10 月披露的预测，2026-2028 年全球新能源汽车销量预计分别同比增长约 11%/12%/12%；据 Interact Analysis 预计，全

球固定式工业机器人出货量将由 2025 年的 54.96 万台增至 2030 年的 76.13 万台，对应 CAGR 约 6.7%。新能源汽车与工业机器人市场扩容，有望带动车用驱动电机及工业伺服电机用钕铁硼磁材需求增长。

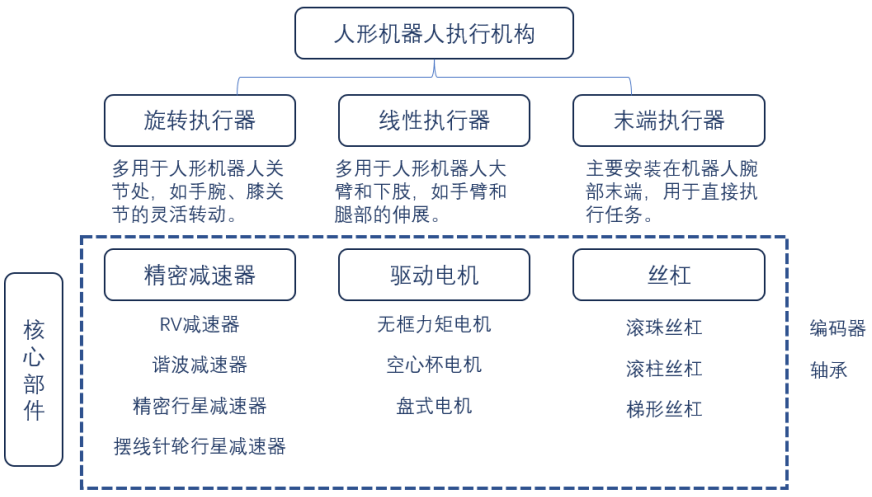
2.2 人形机器人拓宽未来增长空间

物理 AI 加速向实体场景延伸，人形机器人应用持续探索。随着人工智能与感知、运动控制等技术融合，AI 的应用正从数字空间向物理世界延伸，推动智能设备自主感知环境、理解任务并执行动作。人形机器人作为物理 AI 的重要载体，凭借类人的身体结构与运动能力，有望逐步适应面向人类设计的生产生活环境，拓展工业制造、仓储物流及生活服务等应用场景。产业界持续看好人形机器人长期发展空间，并对关键技术突破与商业化落地进程提出积极展望。2025 年 1 月，特斯拉 CEO 马斯克在 CES 期间表示，个人使用、工业生产和服务业均有望成为人形机器人的需求来源，长期来看，全球人形机器人数量可能达到人口的 3-5 倍。2026 年 10 月，宇树科技创始人王兴兴在世界物理 AI 大会上表示，物理 AI 已显现关键技术突破的积极信号，有望在未来 1-3 年内取得进展。从应用落地节奏来看，商业服务场景可能先于工业场景实现突破，但 AI 模型与真实机器人之间的对齐仍是制约技术落地的核心挑战。

目前，人形机器人正加速从产品研发走向商业应用，头部企业已在产线投产和工厂部署等环节取得进展。海外方面，特斯拉人形机器人 Optimus 已在弗里蒙特产线启动生产，据特斯拉 2026 年一季度更新，首条 Optimus 产线规划年产能为 100 万台，第二代产线长期产能规划为 1000 万台；Figure 亦将人形机器人 Figure 03 引入宝马斯帕坦堡工厂，开展生产物流任务验证，推动人形机器人向实际作业场景落地；国内方面，宇树科技在四足机器人业务基础上拓展人形机器人产品，于 2026 年 8 月登陆科创板。头部企业持续推进产品迭代、产线建设与场景验证，人形机器人产业化进程提速。

高性能钕铁硼磁体为机器人执行器电机中的首选材料。人形机器人的执行机构主要包括旋转执行器、线性执行器及以灵巧手为代表的末端执行器，在电驱动方案中均由电机提供动力。其中，旋转执行器通过电机直接驱动或配合减速机构实现关节转动，采用丝杠传动的线性执行器将电机旋转转换为直线推力，灵巧手则通过空心杯电机及传动机构实现精细操作。永磁电机具有效率高、功率密度高等优势；钕铁硼磁材有助于减小电机体积、降低重量，并在紧凑结构下提供较大驱动力，契合人形机器人轻量化、高效运动的需求，因而成为电机中的首选材料。

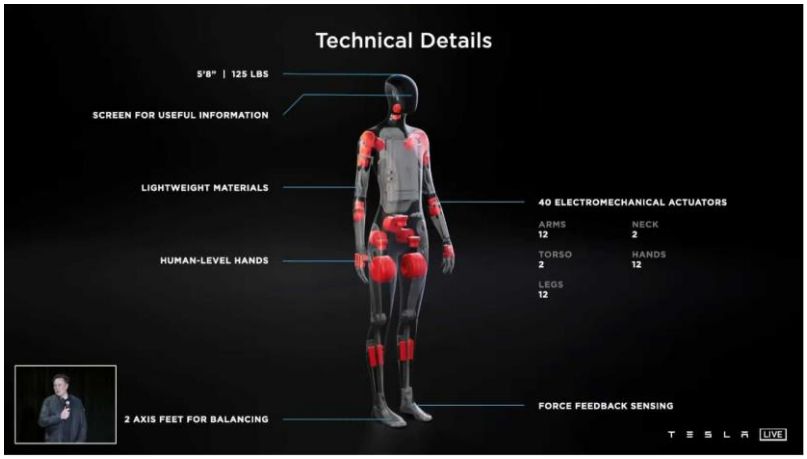
图表8：人形机器人三大执行机构均可采用电机驱动



来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

人形机器人需要通过多个关节电机实现躯干运动与末端操作。以特斯拉 2022 AI DAY 公布的 Optimus 人形机器人为例，该机器人搭载手臂、手掌、腿部各 12 个电机，脖子与躯干各 2 个电机，共 40 个电机。

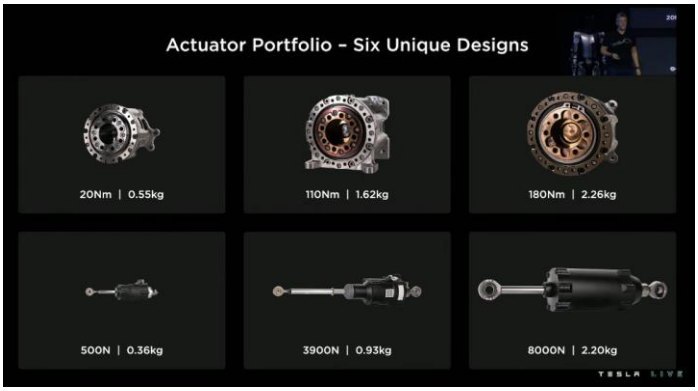
图表9：特斯拉 2022 年展示的 Optimus 机器人包含 40 个关节电机



来源：特斯拉 2022 年 AI DAY，国金证券研究所

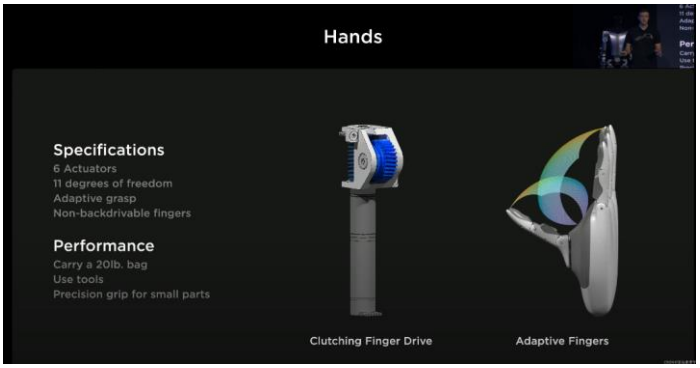
Optimus 机器人包含六种关节，包括三种旋转执行器，三种线性执行器。整体采用电池组供电，搭配电驱伺服关节的形式，其中旋转执行器采用电机+力矩传感器+谐波减速机构的方案；线性执行器采用的电机+行星滚柱丝杠+力和位置传感器；手部则采用电机驱动的灵巧手结构，实现精细化抓取与操作。

图表10：Optimus 关节执行器主要有六种



来源：特斯拉 2022 年 AI day，国金证券研究所

图表11：Optimus 手部关节示意



来源：特斯拉 2022 年 AI day，国金证券研究所

多关节电驱动方案下单机钕铁硼用量可观。据金田股份 2026 年半年报，单台特斯拉 Optimus 机器人钕铁硼磁体用量约为 3.5kg；据 CRU 估计，单台人形机器人所需钕铁硼磁体在 2-3kg 之间。假设单台人形机器人所需钕铁硼约 3.0kg，则每 100 万台人形机器人对应钕铁硼磁体需求约 0.3 万吨。

全球人形机器人出货快速增长，产业规模化有望显著拉动磁材需求。据 IDC，2025 年全球人形机器人全年出货量接近 1.8 万台；2026H1 全球出货量接近 2.5 万台，同比+432%；预计 2030 年全球人形机器人出货量将超过 75 万台。从应用结构来看，科研教育、表演展示及政府数据采集等场景的出货占比由 2025 年全年的 78.3%至 2026H1 的 69%，工业制造、仓储物流及商业服务等应用场景持续拓展。长期看，人形机器人商业化应用的深入和出货规模的扩大，有望持续拉动高性能钕铁硼需求增长。

2.3 磁材价格或偏强运行

镨钕是钕铁硼磁材的重要原料。金属镨钕由氧化镨钕经还原等工序制得，再与铁、硼及其他添加元素配料生产磁体。典型烧结钕铁硼配方中，稀土元素质量占比约 29%-32.5%，硼约 1%，其余主要为铁及少量添加元素；稀土组分以钕、镨为主，具体比例随牌号及工艺变化。稀土原料是磁材的主要成本来源，据 SDM Magnetics，原材料约占磁材总成本 80%，其中稀土元素占原材料成本 90%以上，折算约占总成本七成以上。

2021 年以来，氧化镨钕价格经历了快速上涨、震荡回落和企稳修复三个阶段。价格于 2022 年初升至约 110 万元/吨，随后震荡下行，至 2024 年下半年逐步企稳回升。2026 年以来，镨钕价格冲高回落，随后维持高位震荡。年初氧化镨钕现货偏紧，叠加缅甸矿供应扰动和下游节前备货，价格快速上涨。3-4 月，传统应用领域需求偏弱，镨钕价格自高位回落。

6 月下旬，部分废料回收企业受税票问题影响减产，供应趋紧带动价格反弹。三季度镨钕价格整体维持高位震荡，10 月下旬市场交投转淡，价格小幅回落。截至 2026 年 11 月 4 日，氧化镨钕价格为 699.6 元/公斤。

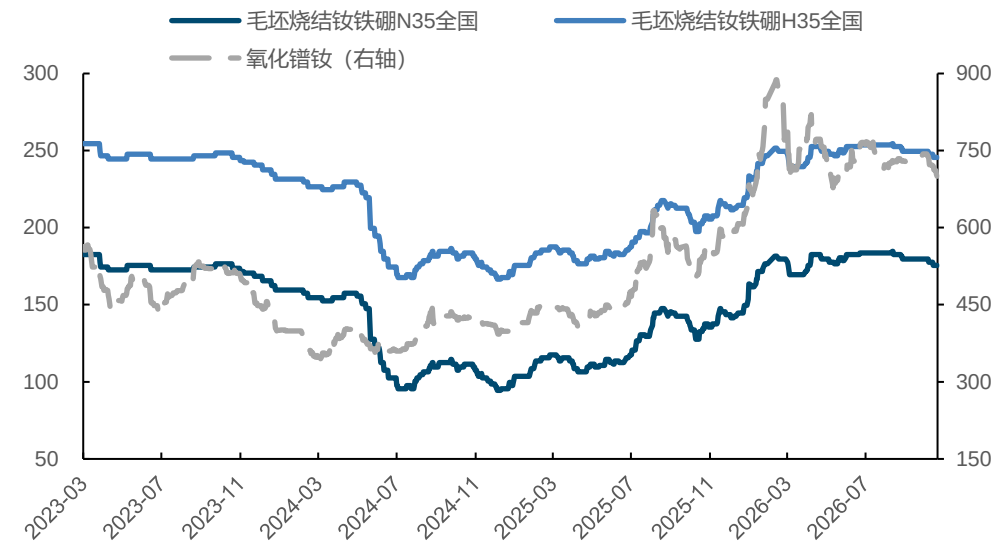
图表 12：原料氧化镨钕价格维持高位震荡



来源：iFind，国金证券研究所

磁材价格与镨钕价格整体同向波动，波动幅度相对较小。2023 年至 2024 年中，N35、H35 烧结钕铁硼毛坯价格随上游原料价格整体回落，此后逐步企稳回升。2026 年前三季度，全国 N35 烧结钕铁硼毛坯均价分别为 169.3/178.3/182.5 元/公斤， H35 烧结钕铁硼毛坯均价分别为 239.3/248.3/252.5 元/公斤，两牌号均价均有所上涨。据百川盈孚，截至 2026 年 11 月 4 日，全国 N35、H35 烧结钕铁硼毛坯价格分别为 175.5 元/公斤、245.5 元/公斤。展望后续，镨钕价格维持高位运行，传统应用需求稳步增长叠加新兴应用加速放量，高性能磁材需求景气度有望持续提升，支撑磁材价格持续偏强运行。

图表 13：磁材价格与镨钕价格走势联动程度较高（元/公斤）



来源：iFind，百川盈孚，国金证券研究所

三、人形机器人业务：技术、客户积累深厚，全球头部客户实现量产

深耕工业自动化磁材应用，前瞻布局人形机器人。公司在机器人领域已积累多年应用经验，早期主要服务于工业自动化等场景，为拓展人形机器人磁材市场奠定了业务基础。2023 年 7 月，公司表示将以市场需求为导向，把握机器人产业发展带来的高性能钕铁硼需求增长机遇。随着人形机器人应用加快发展，公司进一步推进下游协同开发，2024 年 11 月已披露从市场、研发、生产等多个维度切入相关新兴应用领域，并与下游开展联合研发、供样；同年 12 月，公司进一步表示已与多家下游客户开展合作，推动既有磁材技术和制造能力

向人形机器人应用拓展。2024 年 12 月，公司在人形机器人联盟主办的评选中获评“人形机器人领域最具价值材料类企业”。

人形机器人产品适配持续推进。公司人形机器人相关产品主要为电机配套的高性能钕铁硼永磁材料，可适配人形机器人用空心杯电机、无框力矩电机等核心部件。公司已形成覆盖多种磁性能及耐温等级的产品体系，具备高一致性、高工作温度、高镀层信赖性等特点。2026 年 4 月公司披露，已实现 58N、56M、56H、56SH、58SH、54UH、56UH、52EH 等高性能牌号量产，产品应用覆盖新能源汽车、节能电机、人形机器人等高端场景。制造端，公司面向人形机器人商业化量产需求，持续推进无重稀土材料开发以及适配小型、高功率密度电机的高精微磁体加工技术迭代，并开展专用产线优化调配及配套建设，提升规模化供货支撑能力。

图表 14：公司杭州人形机器人展参展磁材产品



来源：杭州人形机器人展览，国金证券研究所

精密电机客户储备深厚，奠定人形业务基础。公司已与德国电机企业 FAULHABER 合作约二十年，在电机用磁体的研发、制造和交付方面积累了丰富经验。通过与高端电机客户的长期协同，公司持续深化面向下游需求的磁体开发与配套能力，为拓展人形机器人用空心杯电机、无框力矩电机等应用奠定客户和技术基础。同时，公司已与国内产业链新兴龙头企业建立紧密合作关系，进一步拓宽客户布局。海外精密电机客户的长期配套积累与国内新兴客户的合作拓展，共同支持公司人形机器人业务迅速发展。

供货规模持续扩大，人形机器人业务正式迈入量产。2024 年报披露，公司已完成向下游客户的小批量供货，前期研发与产品适配逐步转化为实际交付。2026 年中报进一步披露，公司面向全球知名人形机器人客户的相关订单已进入量产阶段。2026 年三季报则确认，公司已对全球知名人形机器人客户实现规模化量产，并逐步贡献收益。展望后续，随着人形机器人应用场景逐步拓展，公司有望依托高性能磁材的技术积累，深化与客户在产品开发和适配方面的合作。

图表 15：公司人形机器人磁体已从供样走向规模化量产

披露来源	公司人形机器人相关表述
2023 年报	将人形机器人关节驱动列为高性能钕铁硼的潜在增长方向；已与机器人等产业链头部用户建立业务关系。
2024 年 12 月 22 日公司官网	公司产品可用于人形机器人的空心杯电机和无框力矩电机，已与多家下游客户开展联合研发、供样等工作。
报	公司及时跟进下游应用场景变换，深度调研人形机器人领域；已完成向下游客户小批量供货。
2025 年报	持续向下游多家客户小批量供货，具身智能用磁体及制造技术研发项目处于小批量试生产阶段。
2026 年中报	截至报告披露日，面向全球知名人形机器人客户的相关订单已进入有序量产阶段。

披露来源	公司人形机器人相关表述
2026 年三季报	已对全球知名人形机器人客户实现规模化量产，并逐步贡献收益，与其他客户的合作亦在稳步推进。

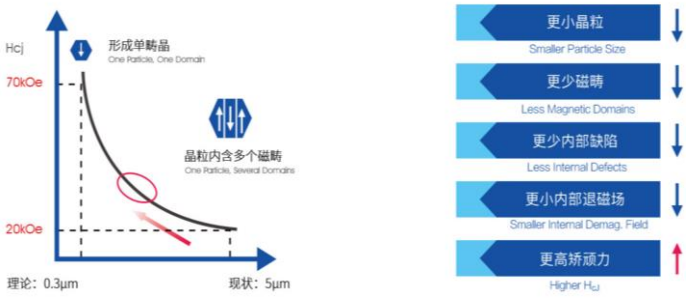
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

四、无重稀土、超轻稀土迈向产业化放量

无重稀土方案可降低高性能钕铁硼磁体的原料成本。镝、铽能够提高磁体的矫顽力和高温抗退磁能力，但价格较高。在满足应用性能要求的前提下，省去镝、铽添加可减少高价原料支出。基于稀土资源平衡战略，公司引入无重稀土技术，减少使用稀缺高价的重稀土元素（镝、铽等），扩大采用高丰度低成本的超轻稀土元素（铈、镧、钇等），集约利用常规轻稀土元素（钕、镨等），实现稀土资源高效配置与产品成本持续优化。

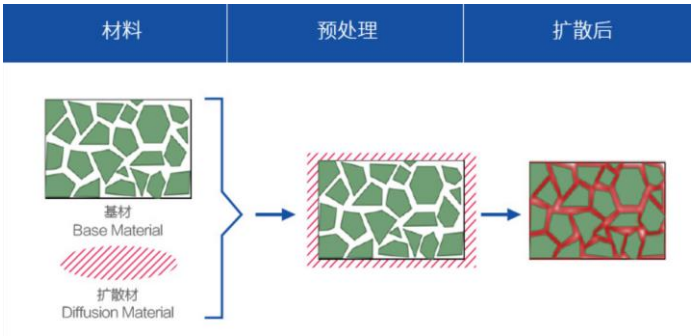
公司相关技术布局深厚。正海磁材三大核心技术均对应于无重稀土产品：首先，正海无氧工艺（ZHOFP）将磁体氧含量控制在 1000ppm 以下，减少晶界氧化相，提升后续晶粒细化和扩散效率。其次，晶粒优化技术（TOPS）通过减小晶粒尺寸、减少晶粒内部缺陷来提高矫顽力，以重稀土低减化以至零重稀土化。最后，重稀土扩散技术（THRED）将镝/铽仅扩散于晶界相，而非均匀添加于整个晶粒，从而以远低于传统合金化的重稀土用量实现高矫顽力和高工作温度。2024 年 TOPS 相关产品覆盖率已达 97%，2025 年 TOPS 覆盖率继续保持在 90%以上，2026 上半年 TOPS 实现产品全覆盖；2024/2025 年公司 THRED 相关产品覆盖率超 80%/约 85%。

图表16：晶粒优化技术（TOPS）示意图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表17：重稀土扩散技术（THRED）示意图

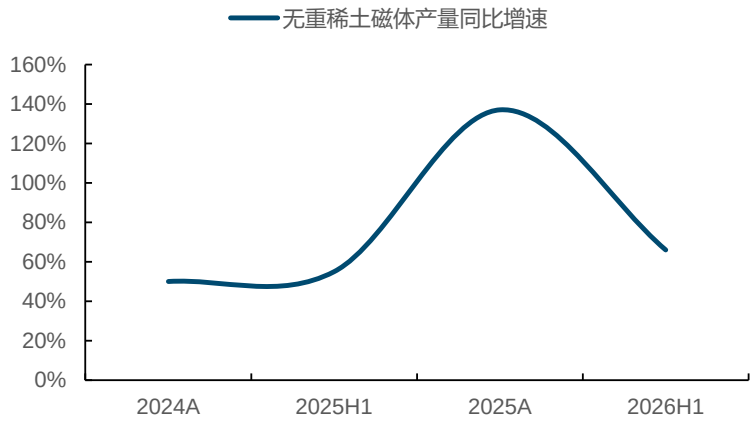


来源：公司官网，国金证券研究所

超轻稀土产品则是扩大超轻稀土使用的技术路线。公司通过引入镧、铈等高丰度元素部分替代镨钕，降低原料成本，并通过配方和制备工艺优化满足下游应用的性能要求。

无重稀土、超轻稀土磁体已步入放量阶段。2025 年，公司无重稀土磁体产量同比增长 137%，较 2024 年的 50%明显加快。2026 年上半年，公司无重稀土磁体产量同比增长 66%。超轻稀土磁体 2025 年全年出货量增长 16%。据公司披露，随着出口许可稳定获批、市场对无重稀土磁体的接受度提高，2025 年公司海外业务回暖，出口发货量同比增长。人形机器人方面，2026 年上半年，公司围绕空心杯电机、无框力矩电机等应用推进无重稀土材料开发及高精微磁体加工工艺迭代。随着无重稀土及超轻稀土磁体应用范围扩大，重稀土减量与高丰度稀土替代或有望降低相关产品的原料成本。

图表18：公司无重稀土磁体持续放量



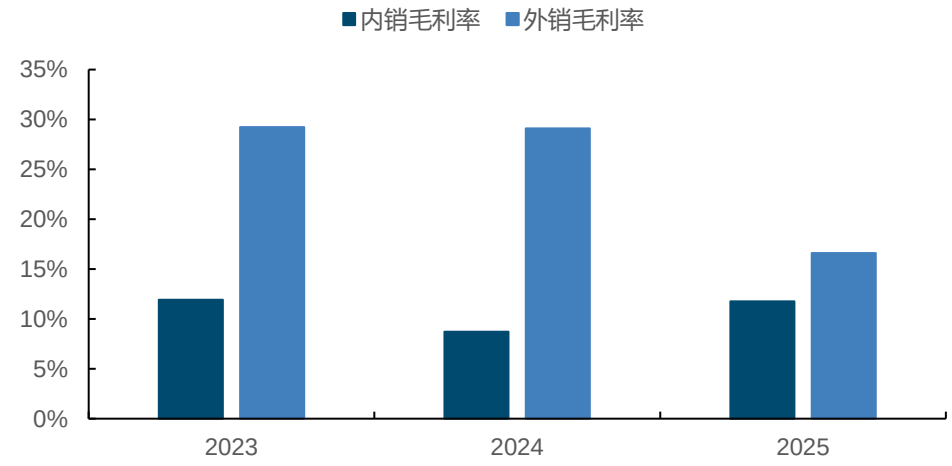
来源：公司公告，国金证券研究所

五、同业比较：海外业务积累深厚，盈利修复仍有空间

5.1 海外业务占比领先，优质客户积累深厚

海外业务占比较高，有助于优化客户与盈利结构。公司长期深耕海外市场，2025 年境外收入占营业收入的 26.6%，3Q26 海外收入占当季营业收入约 30%，产品出口量环增超 40%，海外业务贡献显著提升。公司 2023-2025 年内销毛利率分别为 11.9%/8.7%/11.8%，外销毛利率分别为 29.2%/29.1%/16.6%，尽管 2025 年外销毛利率有所回落，其盈利水平仍持续高于内销。海外市场拓展有助于公司扩大优质客户覆盖，优化盈利结构。

图表19：公司海外业务毛利率持续高于国内业务



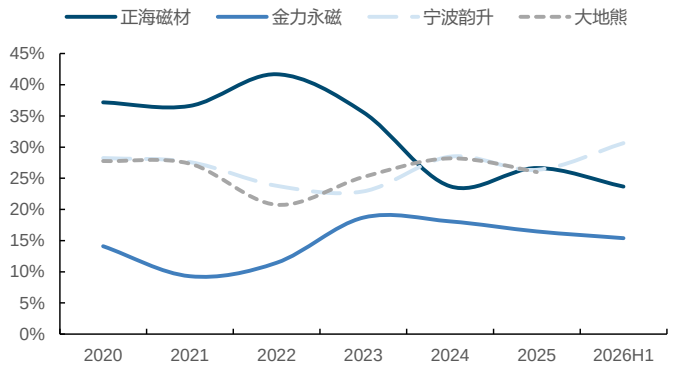
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

海外头部客户积累深厚，欧洲、日本市场合作基础扎实。公司于 2014 年设立欧洲子公司、2017 年设立日本子公司，并在德国、法国、日本、韩国、美国、马来西亚设有营销服务基地，形成覆盖主要海外市场的服务网络，为客户联合开发、需求响应和长期配套提供支持。公司披露，已实现国际汽车品牌 TOP10、全球汽车电气化核心品牌 TOP5 及全球变频空调压缩机品牌 TOP5 全覆盖，并与多个应用领域的全球头部客户建立业务关系。具体客户方面，公司与丰田具有供应商合作关系，2023 年披露在丰田 2022 年度供应商大会获得“品质优秀奖”和“成本优良奖”，其中“品质优秀奖”为该次大会品质方面的最高奖，在 150 多家供应商中仅公司获得；与三菱电机的合作在 2023 年披露时已超过二十年，覆盖工业自动化、新能源汽车、家电、电梯等多个事业领域；与德国电机企业 FAULHABER 亦有约二十年的合作积累，形成了成熟的研发、制造和供货能力。

海外收入占比相对优势，盈利能力仍有提升空间。我们选取主营业务同样为钕铁硼磁性材料的金力永磁、宁波韵升、大地熊进行比较。2020-2023 年，正海磁材外销收入占比整体处于可比公司较高水平；2025 年，公司外销收入占比达到 26.6%；2026H1 外销收入占比

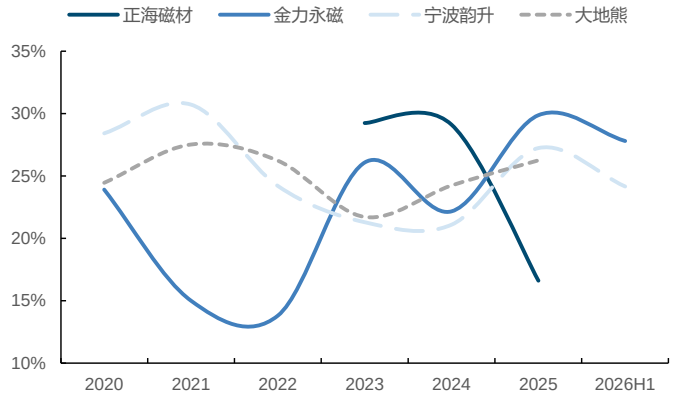
为 23.7%，海外业务是公司收入的重要组成部分。从外销盈利能力看，公司 2023 年、2024 年外销毛利率分别为 29.2%和 29.1%，处于同业较高水平，2025 年回落至 16.6%。目前，公司的海外布局优势主要体现在客户积累和业务规模上，有进一步向盈利优势转化的空间。我们认为，随着高附加值产品在海外市场的应用拓展、与既有客户的合作深化及交付规模扩大，公司有望进一步提升海外业务的盈利贡献。

图表20：公司外销收入占比处于同行较高水平



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

图表21：23-24 年公司外销毛利率处于同行较高水平



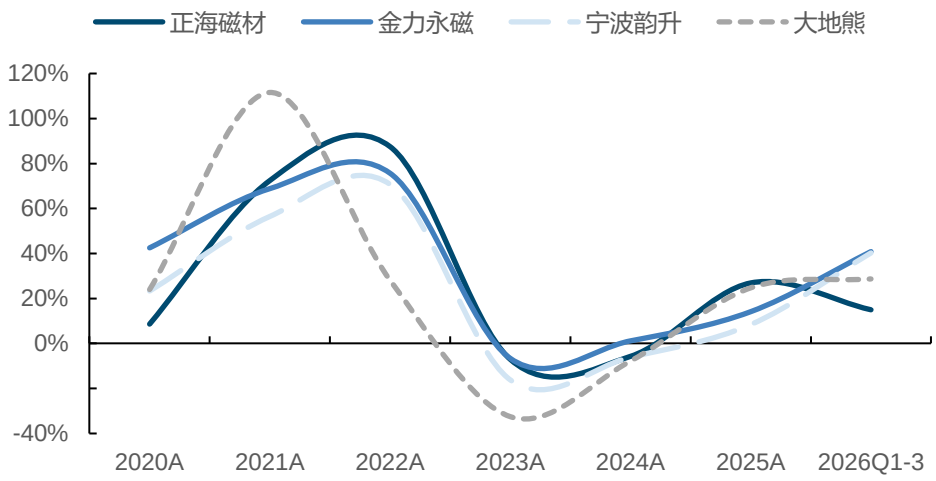
来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

5.2 经营整体稳健，盈利修复弹性可期

我们同样选取主营业务为钕铁硼磁性材料的金力永磁、宁波韵升、大地熊进行比较。从规模看，2025 年，公司、金力永磁、宁波韵升的钕铁硼销量分别为 2.45 万吨、2.53 万吨、1.42 万吨，三家公司业务规模较为接近；2025 年大地熊销量为 0.40 万吨，规模相对较小。

营收增速维持同行较高水平。2021-2025 年，公司营业收入增速均处于同业较高水平。2026 年前三季度公司营收同比+15.0%，较 2025 全年营收增速回落 11.9pcts；2026Q1 受下游主要应用领域需求走弱影响，公司营收同比-6.5%，2026Q2、2026Q3 公司营收同比增速回升至+30.7%/+18.2%。

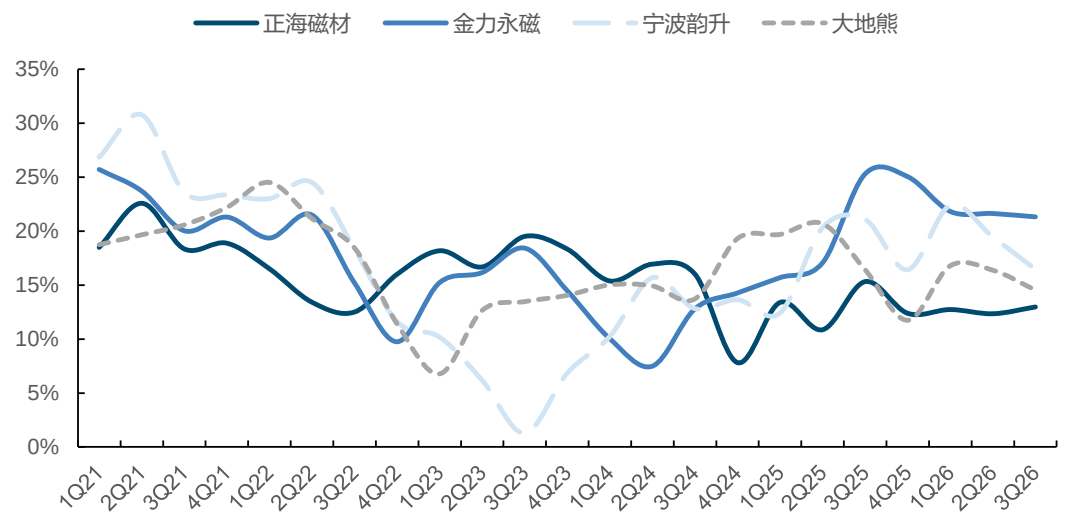
图表22：公司营收增速维持同行较高水平



来源：iFind，国金证券研究所

下行阶段盈利韧性较强，单季度毛利率波动较小。2022 年，受稀土原材料波动影响，公司单季度综合毛利率由 1Q22 的 16.5%降至 2Q22 的 13.4%和 3Q22 的 12.5%，随后于 4Q22 回升至 16.0%。公司毛利率在 1Q23-3Q24 期间均为同业最高水平。4Q24 公司单季毛利率降至 7.8%。2025-3Q26 期间，公司单季毛利率维持小幅波动；3Q26 公司毛利率较 2Q26 回升约 0.6pct，与可比公司的差距均有所收窄。

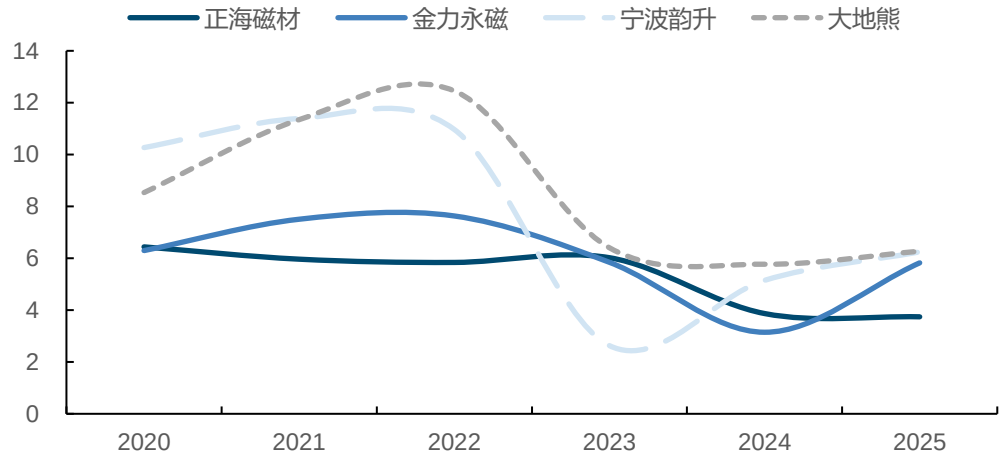
图表23：公司单季度毛利率表现更为稳健



来源：iFind，国金证券研究所

单位毛利方面，2020-2023 年，公司磁材测算单位毛利维持在 5.8-6.4 万元/吨，较对比公司同期表现更为平稳。2022-2024 年，公司磁材单位毛利下降约 33.8%，降幅小于可比公司。2025 年公司单位毛利降至 3.74 万元/吨，同比-3.3%；金力永磁、宁波韵升、大地熊则分别回升至 5.82、6.25、6.27 万元/吨。展望后续，随着新兴应用领域的磁材出货增长，公司产品结构有望进一步优化。叠加精益生产与工艺优化持续推进，生产效率和成本有望改善，带动磁材业务单位盈利回升，利润弹性有望逐步释放。

图表24：公司钕铁硼材料单位毛利波动较小



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测与估值

6.1 核心假设

（1）价格假设：2024/2025 年氧化镨钕市场均价分别为 39.3/49.1 万元/吨，2026 年前三季度氧化镨钕市场均价分别为 74.7/73.9/74.0 万元/吨。矿端供给偏紧叠加行业供改持续推进，下游磁材需求景气，预计后续氧化镨钕价格将维持高位震荡，我们假设 2026-2028 年氧化镨钕均价分别为 74/75/75 万元/吨。

（2）销量假设：2024/2025 年公司钕铁硼永磁材料销量分别为 2.02/2.45 万吨。新能源汽车客户项目持续导入，海外市场拓展有望带动出口需求增长。据 AL Circle 于 2026 年 10 月披露的预测，2026-2028 年全球新能源汽车销量预计分别同比增长约 11%/12%/12%；考虑 2026 年一季度下游客户需求阶段性波动，我们预计公司 2026 年磁材销量同比基本持

平。假设 2026-2028 年公司钕铁硼永磁材料销量分别为 2.45/2.69/2.96 万吨，同比-0.2%/+10.0%/+10.0%。

3）毛利率假设：2024/2025 年公司钕铁硼永磁材料及组件业务毛利率分别为 14.2%/13.0%。公司持续推进精益生产与工艺优化，无重稀土材料开发、晶粒优化及精密加工技术迭代有望提高材料利用效率、降低制造成本，高性能汽车磁体及机器人精密磁体业务拓展有望优化产品结构。随着工艺降本逐步兑现及高附加值产品放量，我们假设 2026-2028 年公司该业务毛利率分别为 12.6%/15.0%/15.1%，自 2027 年起逐步回升。

（4）费用假设

销售费用率：2024/2025 年公司销售费用率分别为 0.84%/0.62%。公司以直销模式服务下游客户，考虑海外客户开发与人形机器人等新应用市场拓展仍需要相应投入，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率分别为 0.65%/0.65%/0.65%。

管理费用率：2024/2025 年公司管理费用率分别为 2.03%/1.48%。随着营业收入增长，管理费用有望进一步摊薄，我们假设 2026-2028 年公司管理费用率分别为 1.0%/1.0%/1.0%。

研发费用率：2024/2025 年公司研发费用率分别为 5.67%/5.61%。我们假设 2026-2028 年公司研发费用率分别为 4.0%/4.0%/4.0%。

6.2 盈利预测

根据上述核心假设，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 85.2/95.7/105.2 亿元，预计实现归母净利润分别为 4.47/7.08/8.01 亿元，EPS 分别为 0.48/0.76/0.86 元，对应 PE 分别为 27.3/17.3/15.3 倍。

图表25：公司营收、成本和毛利拆分

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
			营业收入		
钕铁硼永磁材料	5,494	7,027	8,523	9,565	10,522
新能源汽车电机驱动系统	46	4	0	0	0
合计	5,539	7,031	8,523	9,565	10,522
			营业成本		
钕铁硼永磁材料	4,714	6,112	7,448	8,129	8,932
新能源汽车电机驱动系统	74	2	0	0	0
合计	4,789	6,114	7,448	8,129	8,932
			毛利		
钕铁硼永磁材料	779	915	1,075	1,436	1,590
新能源汽车电机驱动系统	-29	2	0	0	0
合计	750	917	1,075	1,436	1,590
			毛利率		
钕铁硼永磁材料	14.18%	13.03%	12.62%	15.02%	15.11%
新能源汽车电机驱动系统	-63.34%	48.44%			
合计	13.55%	13.05%	12.62%	15.02%	15.11%
营业税金及附加/销售收入	0.56%	0.29%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费用率	0.84%	0.62%	0.65%	0.65%	0.65%
管理费用率	2.03%	1.48%	1.00%	1.00%	1.00%
研发费用率	5.67%	5.61%	4.00%	4.00%	4.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

6.3 估值及投资建议

我们选取主营业务包含钕铁硼磁性材料的金力永磁、安泰科技作为可比公司，可比公司

2026-2028 年 PE 均值分别为 35.3/29.7/24.7x。随着公司北美头部智能电动车客户项目顺利落地、海外市场持续拓展，公司钕铁硼磁材销量有望增长，盈利能力有望同步改善。给予公司 2026 年 40 倍 PE，对应目标价 19.2 元，首次覆盖给予"买入"评级。

图表26：可比公司估值水平对比（2026 年 11 月 6 日）

公司简称	股票代码	股价（元/股）	EPS					PE		
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
金力永磁	300748.SZ	24.10	0.21	0.51	**0.70**	**0.87**	**1.04**	**34.3**	**27.8**	**23.1**
安泰科技	000969.SZ	14.47	0.35	0.35	0.40	0.46	0.55	36.2	31.5	26.3
平均								35.3	29.7	24.7
正海磁材	300224.SZ	13.14	0.11	0.33	**0.48**	**0.76**	**0.86**	**27.3**	**17.3**	**15.3**

来源：iFind，国金证券研究所 注：基准日期为 2026 年 11 月 6 日，加粗部分来自国金证券研究所测算，非加粗部分来自 iFind 一致预期

风险提示

原材料价格波动。公司主要原材料包括镨钕等稀土金属，原材料价格波动将影响采购成本及产品定价。若原料价格上涨、产品调价存在滞后，可能压缩产品毛利；若原料价格大幅下跌，则可能导致高价库存的跌价损失。

下游需求不及预期。公司产品主要应用于新能源汽车、节能家电及工业电机等领域，若下游需求增长放缓，可能影响公司产品销量，导致收入和利润增长不及预期。

出口业务拓展不及预期。海外市场是公司重要的业务增长来源，若稀土永磁材料出口许可审批、国际贸易政策或海外客户采购安排发生不利变化，可能影响产品交付及海外项目推进，进而制约出口业务增长。

人形机器人业务发展不及预期。公司已实现人形机器人客户量产供货，相关业务对整体业绩贡献仍有限。若下游整机商业化进程、客户订单释放或新产品导入不及预期，可能影响相关业务的收入增长。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**5,874**	**5,539**	**7,031**	**8,523**	**9,565**	**10,522**
增长率	-7.0%	-5.7%	26.9%	21.2%	12.2%	10.0%
主营业务成本	-4,811	-4,789	-6,114	-7,448	-8,129	-8,932
%销售收入	81.9%	86.5%	87.0%	87.4%	85.0%	84.9%
毛利	1,063	750	917	1,075	1,436	1,590
%销售收入	18.1%	13.5%	13.0%	12.6%	15.0%	15.1%
营业税金及附加	-33	-31	-20	-34	-38	-42
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-54	-47	-43	-55	-62	-68
%销售收入	0.9%	0.8%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-115	-112	-104	-85	-96	-105
%销售收入	2.0%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
研发费用	-299	-314	-394	-341	-383	-421
%销售收入	5.1%	5.7%	5.6%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润（EBIT）	561	247	355	560	858	954
%销售收入	9.6%	4.5%	5.1%	6.6%	9.0%	9.1%
财务费用	-39	-60	-22	0	1	7
%销售收入	0.7%	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-42	-110	-75	-45	-38	-30
公允价值变动收益	6	6	4	0	0	0
投资收益	22	33	12	12	12	12
%税前利润	4.0%	18.2%	3.7%	2.3%	1.4%	1.3%
营业利润	557	164	308	526	833	942
营业利润率	9.5%	3.0%	4.4%	6.2%	8.7%	9.0%
营业外收支	-1	15	2	0	0	0
税前利润	556	179	311	526	833	942
利润率	9.5%	3.2%	4.4%	6.2%	8.7%	9.0%
所得税	-108	-89	-2	-79	-125	-141
所得税率	19.4%	49.9%	0.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	448	90	308	447	708	801
少数股东损益	1	-2	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	**448**	**92**	**307**	**447**	**708**	**801**
净利率	7.6%	1.7%	4.4%	5.2%	7.4%	7.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	448	90	308	447	708	801
少数股东损益	1	-2	1	0	0	0
非现金支出	179	276	260	247	269	289
非经营收益	75	116	22	29	-12	-12
营运资金变动	13	-154	-468	-45	-134	-86
经营活动现金净流	**715**	**328**	**122**	**679**	**831**	**992**
资本开支	-395	-204	-87	-379	-403	-403
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-369	202	251	12	12	12
投资活动现金净流	**-764**	**-2**	**164**	**-367**	**-391**	**-391**
股权募资	0	0	0	50	0	0
债权募资	-133	-80	0	-196	0	0
其他	-189	-266	-171	-295	-429	-485
筹资活动现金净流	**-323**	**-346**	**-171**	**-441**	**-429**	**-485**
现金净流量	**-375**	**-13**	**119**	**-130**	**11**	**115**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,003	976	1,158	1,025	1,033	1,147
应收款项	1,959	2,187	2,720	2,653	2,978	3,275
存货	1,531	1,736	1,868	2,653	2,895	3,181
其他流动资产	1,492	1,400	1,163	1,100	1,105	1,111
流动资产	5,984	6,298	6,909	7,431	8,011	8,714
%总资产	71.4%	71.8%	73.2%	74.0%	74.5%	75.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,868	2,029	2,130	2,196	2,244	2,275
%总资产	22.3%	23.1%	22.6%	21.9%	20.9%	19.7%
无形资产	290	298	301	394	481	565
非流动资产	2,393	2,477	2,525	2,604	2,738	2,853
%总资产	28.6%	28.2%	26.8%	26.0%	25.5%	24.7%
资产总计	**8,378**	**8,775**	**9,434**	**10,035**	**10,749**	**11,566**
短期借款	90	5	5	0	0	0
应付款项	2,935	3,373	3,820	4,487	4,897	5,381
其他流动负债	126	148	204	155	182	202
流动负债	3,151	3,525	4,029	4,642	5,080	5,582
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,307	1,260	222	8	6	4
负债	4,458	4,785	4,251	4,650	5,085	5,587
普通股股东权益	3,878	3,951	5,143	5,346	5,625	5,941
其中：股本	820	838	931	931	931	931
未分配利润	1,192	1,113	1,230	1,406	1,685	2,001
少数股东权益	42	39	39	39	39	39
负债股东权益合计	**8,378**	**8,775**	**9,434**	**10,035**	**10,749**	**11,566**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.546	0.110	0.330	0.481	0.761	0.861
每股净资产	4.727	4.717	5.526	5.744	6.044	6.383
每股经营现金净流	0.872	0.392	0.131	0.729	0.893	1.065
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.291	0.461	0.521
回报率						
净资产收益率	11.54%	2.34%	5.98%	8.37%	12.58%	13.48%
总资产收益率	5.34%	1.05%	3.26%	4.46%	6.58%	6.93%
投入资本收益率	8.74%	2.46%	6.78%	8.84%	12.87%	13.56%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.05%	-5.70%	26.93%	21.22%	12.23%	10.00%
EBIT 增长率	28.72%	-56.08%	44.11%	57.56%	53.24%	11.18%
净利润增长率	10.74%	-79.37%	232.85%	45.55%	58.22%	13.17%
总资产增长率	-5.65%	4.75%	7.50%	6.37%	7.12%	7.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	83.9	88.8	82.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	120.5	124.5	107.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	50.2	60.5	59.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	101.2	117.8	109.1	94.7	87.5	81.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.88%	-31.71%	-42.47%	-38.49%	-36.74%	-36.70%
EBIT 利息保障倍数	14.3	4.1	16.4	1,372.8	-833.3	-140.5
资产负债率	53.21%	54.53%	45.06%	46.34%	47.31%	48.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	2
增持	0	1	2	2	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.50**	**1.50**	**1.50**	**2.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究