

下半年成本抬升压制利润，期待三大基地放量

2023 年 04 月 02 日

► **事件：公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 21.19 亿元，同比增长 28.1%；归母净利润 1.5 亿元，同比减少 1.4%；扣非归母净利 1.24 亿元，同比减少 3.6%。2022Q4，公司实现营收 5.64 亿元，同比增长 11.1%、环比增长 16.1%；归母净利润 0.09 亿元，同比减少 81.3%、环比减少 68.5%；扣非归母净利-0.09 亿元，同比减少 125.3%、环比减少 137%。业绩符合业绩快报。

► **2022 年，归母净利润同比下降的原因主要是费用和税金同比减利 4889 万元。**其中主要是销售费用同比增加 1671 万元，因为产销规模扩大，市场开拓费用相应增加，财务费用同比增加 1131 万元，或由于原材料镨钕金属 2022 年均价同比增长 40%至 100.5 万元/吨，流动资金压力较大，不得不增加长短期借款以覆盖铺底流动资金，从而利息支出加大。以及减值损失等减利 1706 万元，主要是因为稀土价格二三季度大幅下跌带来存货减值。

► **2022 年业绩的增利点主要为毛利同比增长 5687 万元。毛利的增长主要得益于产品量价齐升。**①量：截至 2022 年底公司已具备年产钕铁硼毛坯 8000 吨的生产能力，同比增长 33%，2022 年销量达到 2727 吨，同比增长 8%。②价、本、利：2022 年镨钕金属均价上行，推高钕铁硼磁材产品售价，公司 2022 年成品售价为 63.4 万元/吨，同比增长 16.7%，同期单位成本为 50.94 万元/吨，同比增长 18.5%，由于售价上涨数值大于成本上涨，单位毛利同比增长 1.11 万元/吨至 12.46 万元/吨。由于分母端变大，磁材毛利率同比下降 1.2pct 至 19.7%。③产品结构：工业电机、汽车工业、消费电子、其他板块毛利占比分别同比变化 -14%/+12%/+4%/-3%至 43%/31%/19%/7%。主要得益于新能源车车用磁材快速放量。另外值得注意的是 2022 年公司境内业务营收占比达到 75.1%，毛利占比达到 67.1%，同比增长 8.8pct，大力发展的国内客户贡献了主要盈利增量。

► **2022Q4 归母净利润同比环比均大幅减少，主要是由于毛利下降。**营收同环比均保持增长，毛利的下降核心是成本抬升速度超过营收增速，毛利率同比下降 10.8pct，环比下降 7.0pct 至 11.4%显著低于全年整体毛利率水平。或由于 Q4 生产原料多为 Q3 采购，Q3 稀土价格暴跌过程中公司原料核心供应商北方稀土为稳价，其挂牌价 Q3 均价比市场价 Q3 均价高 4.18 万元/吨金属镨钕。

► **盈利预测与投资建议：**公司正积极推进合肥、包头、宁国三大生产基地扩产项目建设，公司计划于“十四五”末由当前的 8000 吨产能增长到 21000 吨钕铁硼毛坯的产能，2022-2025 年 CAGR 为 37.9%。我们预期公司 2023-2025 年将实现归母净利 1.92 亿元、2.37 亿元和 2.96 亿元，增速分别为 28.4%/23.2%/24.8%，EPS 分别为 2.38 元、2.93 元和 3.66 元，对应 3 月 31 日收盘价的 PE 分别为 19、16 和 12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧，稀土价格快速下跌，产能投放不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2119	2401	3072	3981
增长率 (%)	28.1	13.3	28.0	29.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	150	192	237	296
增长率 (%)	-1.4	28.4	23.2	24.8
每股收益 (元)	1.85	2.38	2.93	3.66
PE	25	19	16	12
PB	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.75 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.大地熊 (688077.SH) 2021 年年报点评：
量价齐升业绩高增，三大基地齐头并进-2022/03/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2119	2401	3072	3981
营业成本	1723	1944	2500	3254
营业税金及附加	9	10	13	17
销售费用	47	53	68	88
管理费用	59	48	61	80
研发费用	105	120	154	199
EBIT	161	233	285	354
财务费用	17	31	36	43
资产减值损失	-32	0	0	0
投资收益	11	0	0	0
营业利润	157	203	250	312
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	155	203	250	312
所得税	5	10	12	16
净利润	150	193	237	296
归属于母公司净利润	150	192	237	296
EBITDA	212	295	370	460

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	414	582	571	636
应收账款及票据	660	784	1004	1300
预付款项	5	5	6	8
存货	587	753	969	1262
其他流动资产	161	170	176	184
流动资产合计	1828	2295	2726	3390
长期股权投资	98	98	98	98
固定资产	412	594	716	839
无形资产	93	93	93	93
非流动资产合计	998	1287	1465	1593
资产合计	2826	3582	4192	4984
短期借款	691	891	1091	1291
应付账款及票据	496	880	1132	1474
其他流动负债	160	191	178	215
流动负债合计	1346	1962	2401	2980
长期借款	146	146	146	146
其他长期负债	116	116	116	116
非流动负债合计	263	263	262	262
负债合计	1609	2224	2663	3242
股本	81	81	81	81
少数股东权益	38	39	39	40
股东权益合计	1217	1358	1528	1742
负债和股东权益合计	2826	3582	4192	4984

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.10	13.28	27.96	29.57
EBIT 增长率	3.08	44.86	22.43	24.24
净利润增长率	-1.39	28.37	23.22	24.77
盈利能力 (%)				
毛利率	18.70	19.05	18.63	18.25
净利润率	7.07	8.01	7.71	7.43
总资产收益率 ROA	5.30	5.37	5.65	5.93
净资产收益率 ROE	12.71	14.58	15.91	17.37
偿债能力				
流动比率	1.36	1.17	1.14	1.14
速动比率	0.91	0.78	0.73	0.71
现金比率	0.31	0.30	0.24	0.21
资产负债率 (%)	56.93	62.09	63.54	65.04
经营效率				
应收账款周转天数	95.84	102.22	102.22	102.22
存货周转天数	124.27	141.50	141.50	141.50
总资产周转率	0.84	0.75	0.79	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	1.85	2.38	2.93	3.66
每股净资产	14.60	16.33	18.44	21.08
每股经营现金流	-1.61	5.03	2.49	2.86
每股股利	0.60	0.83	1.02	1.27
估值分析				
PE	25	19	16	12
PB	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.67	14.23	11.82	9.78
股息收益率 (%)	1.31	1.81	2.23	2.78

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	150	193	237	296
折旧和摊销	51	62	84	106
营运资金变动	-376	116	-163	-221
经营活动现金流	-130	406	201	231
资本开支	-179	-348	-259	-231
投资	4	0	0	0
投资活动现金流	-171	-348	-259	-231
股权募资	15	0	0	0
债务募资	535	200	160	200
筹资活动现金流	419	110	48	65
现金净流量	107	168	-10	65

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026