

➤ **事件：2022 年 3 月 21 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 16.55 亿元，同比增长 111.5%；归母净利润 1.52 亿元，同比增长 191.1%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比增长 276.9%。2021Q4，公司实现营业收入 5.08 亿元，同比增长 90.5%、环比增长 19.9%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 136.2%、环比增长 21.8%；扣非归母净利润 0.37 亿元，同比增长 344.1%、环比增长 7.5%。业绩符合此前发布的业绩预告。

➤ **2021 年实现归母净利润 1.52 亿元，创历史最佳业绩，主要是因为磁材业务量价齐升。量：产品产量同比增长。**大地熊包头公司一期项目和合肥本部烧结钕铁硼产能持续释放，为市场开拓提供了产能保障。公司全年烧结钕铁硼永磁材料毛坯产量 3955 吨，同比增长 44.33%；2021 年末毛坯产能 6000 吨，同比增长 50%。**价格与成本：价格和成本均上涨，但价格上涨更多，单吨盈利空间扩大。**氧化镨钕 2021 年均价为 59.58 万元/吨，同比增长 91.8%，原材料上涨使得公司钕铁硼磁材成品的单吨销售成本上涨 24.5%至 43 万元/吨。同时单吨售价也同比增长 26.2%至 54.3 万元/吨，单价的涨幅超过成本涨幅，单位盈利空间扩大。

➤ **2021Q4，公司归母净利润同比环比均有所增长，分拆来看，归母净利润的增长主要是由于毛利的增长。**毛利的增长或主要是因为钕铁硼磁材量价齐升。钕铁硼磁材的产品型号较多，定制化需求为主，但价格走势基本类似，以钕铁硼烧结毛坯 45H 的价格为例，2021Q4，钕铁硼毛坯（45H）均价为 305.35 元/公斤，环比增长 29.07%。环比来看，除了毛利之外，其他增利点还有其他/投资收益（+260 万元）、公允价值变动（+11 万元），主要的减利点在于费用和税金（-1484 万元）、所得税（-322 万元）、营业外利润（-101 万元）、少数股东损益（-43 万元）、减值损失等（-39 万元）。

➤ **公司与北方稀土加深合作，保证原材料稳定供应。**2021 年 8 月，公司与北方稀土对合资公司北方稀土安徽公司同比例共同增资 9,036 万元（北方稀土出资 60%、公司出资 40%），用于扩大钕铁硼速凝薄带合金片产能规模。北方稀土安徽公司为公司最大原材料供应商，主要向公司提供钕铁硼速凝薄带合金片，此举深度绑定北方稀土，保持稳定的原材料供应。

➤ **投资建议：三大产业基地齐头并进，下游新能源汽车、风电、工业电机等景气，磁材产销两旺。**公司计划于“十四五”末达到 21000 吨钕铁硼毛坯的产能，其中合肥庐江 8000 吨/年，包头 8000 吨/年，宁国 5000 吨/年，CAGR 将达到 36.8%。随着产能逐步释放，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 2.54 亿元、3.66 亿元和 4.56 亿元，EPS 分别为 3.17 元、4.58 元和 5.71 元，对应 3 月 23 日收盘价的 PE 分别为 30、20 和 16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：加工费下跌，产能释放、下游需求不达预期等。**

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,655	2,277	3,723	4,643
增长率（%）	111.5	37.6	63.5	24.7
归属母公司股东净利润（百万元）	152	254	366	456
增长率（%）	191.1	67.0	44.4	24.6
每股收益（元）	1.90	3.17	4.58	5.71
PE	49	30	20	16
PB	7.2	6.1	5.0	4.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

93.87 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之能源金属篇:再探供需的脉搏，拥抱能源革命的长周期增长机遇

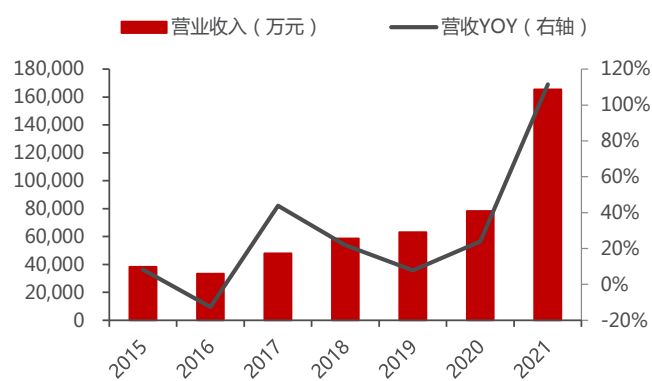
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 分析：磁材量价齐升，业绩亮眼	4
2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩	4
2.2 2021Q4 业绩：项目逐步投产，毛坯产能提升	7
2.3 股权激励实施，激发管理层动力	8
2.4 磁材产销两旺，项目稳健推进	9
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测	11
3.2 估值分析	11
3.3 投资建议	11
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2021 年年报

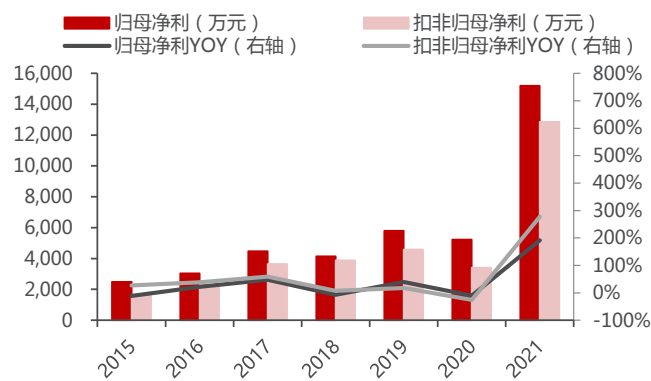
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 16.55 亿元，同比增长 111.5%；归母净利润 1.52 亿元，同比增长 191.1%；扣非归母净利润 1.29 亿元，同比增长 276.9%。2021Q4，公司实现营收 5.08 亿元，同比增长 90.5%、环比增长 19.9%；归母净利润 0.47 亿元，同比增长 136.2%、环比增长 21.8%；扣非归母净利润 0.37 亿元，同比增长 344.1%、环比增长 7.5%。业绩符合此前发布的业绩预告。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 111.5%



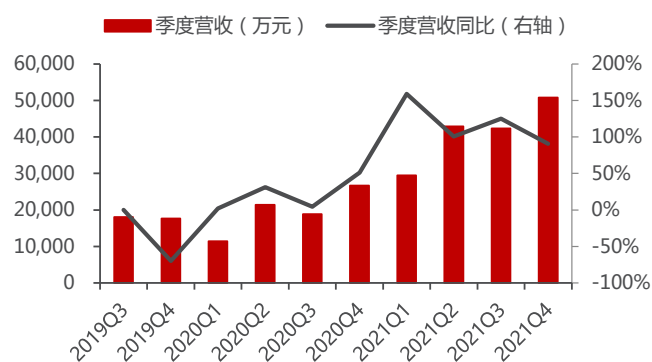
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 191.1%



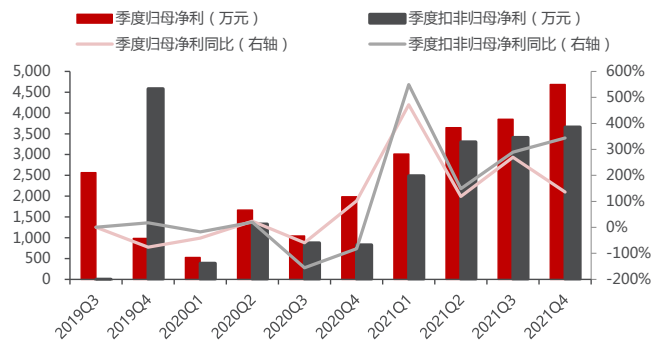
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 90.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 136.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析：磁材量价齐升，业绩亮眼

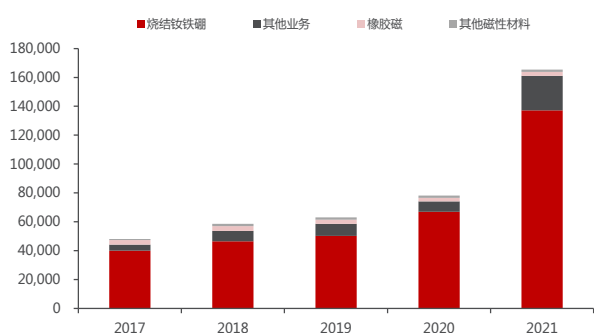
2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩

公司主要从事高性能烧结钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，为国内领先的高性能烧结钕铁硼永磁材料供应商。2021 年公司取得优异业绩，其原因主要为：

量：产品产量同比增长。大地熊包头公司一期项目和合肥本部烧结钕铁硼产能持续释放，为市场开拓提供了产能保障。公司全年烧结钕铁硼永磁材料毛坯产量 3955 吨，同比增长 44.33%；年末毛坯产能 6000 吨，同比增长 50%。

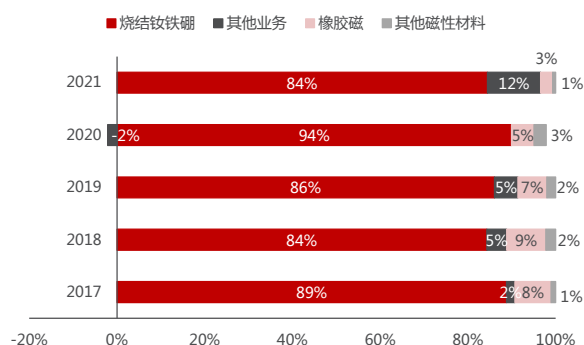
价格与成本：价格和成本均上涨，但价格上涨更多，单吨盈利空间扩大。氧化镨钕 2021 年均价为 59.58 万元/吨，同比增长 91.8%，由于氧化镨钕生产的稀土金属为钕铁硼速凝薄带的原材料，而钕铁硼速凝薄带为钕铁硼磁材的原材料，因此氧化镨钕价格的大幅上涨带动公司钕铁硼磁材成品的单吨销售成本上涨 24.5%至 43 万元/吨。同时由于钕铁硼行业一般采取成本加成的定价方式，因此公司产品的售价也同比增长 26.2%至 54.3 万元/吨，单价的涨幅超过成本涨幅，单位盈利空间扩大，此或由于①下游景气度高，磁材环节议价权较高，②公司产品结构调整，偏向于销售海外、消费电子、工业电机等高毛利产品。

图 5：2017-2021 年公司分产品营收（单位：万元）



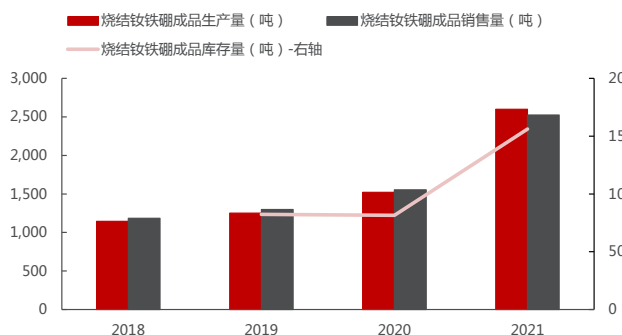
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2018-2021 年烧结钕铁硼毛利占比达到 84%



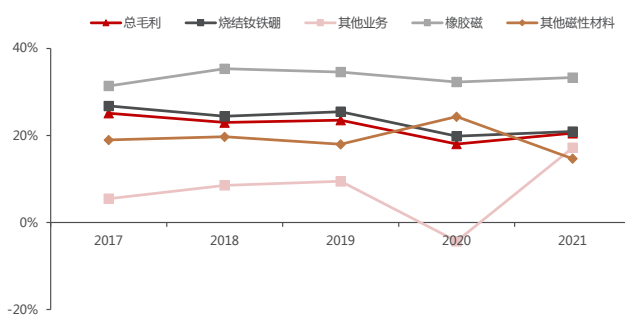
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2018-2021 年烧结钕铁硼成品产销量及库存



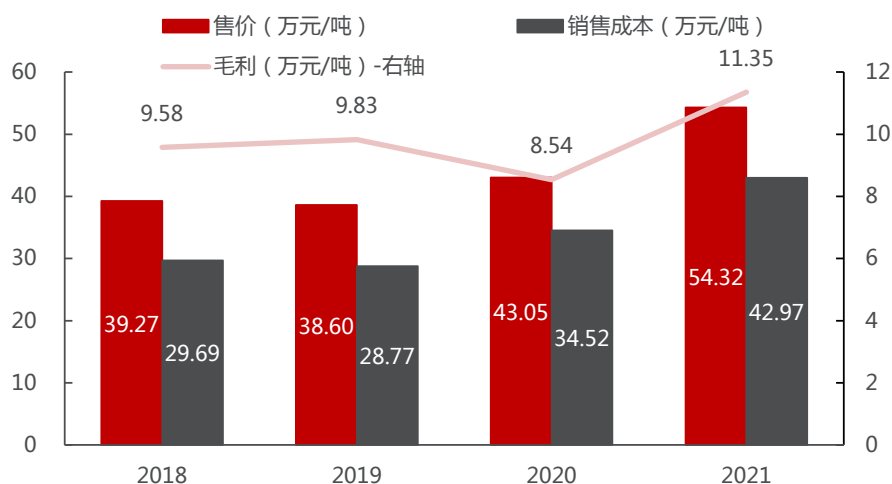
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年公司毛利率为 20.51%



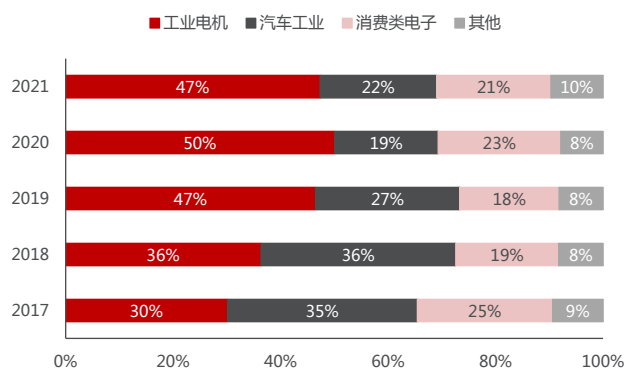
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年，钕铁硼磁材毛利为 11.35 万元/吨，同比增长 33%



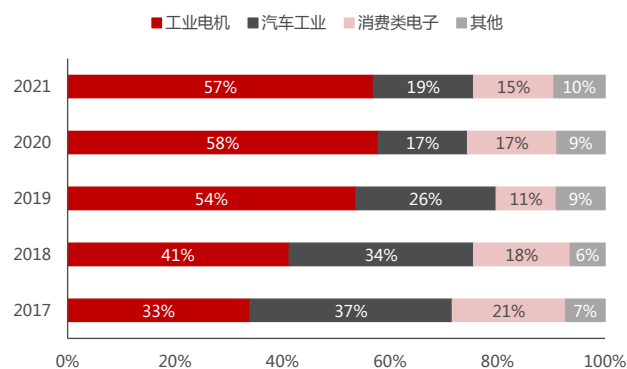
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，公司工业电机营收占比为 47%



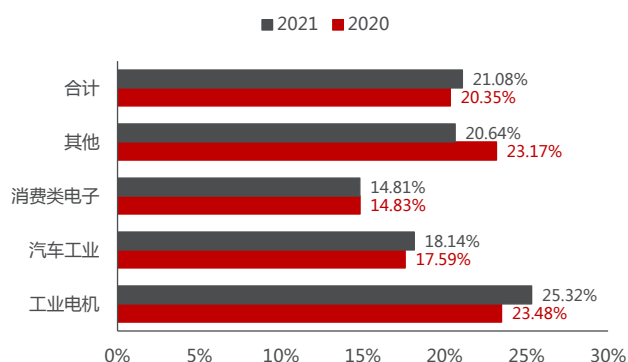
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，公司工业电机毛利占比为 57%



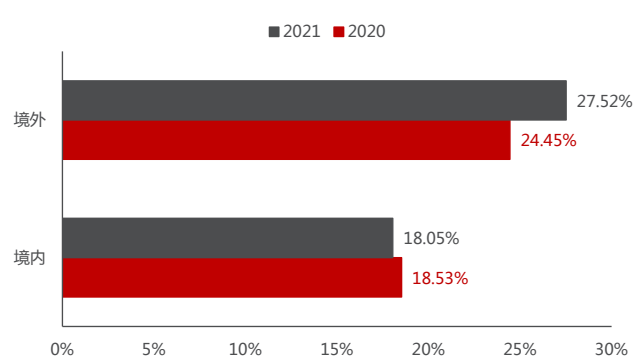
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年，公司工业电机用钕铁硼毛利率提升至 25.32%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：2021 年，公司境外产品毛利率提升至 27.52%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司共有 9 家子公司，其中大地熊包头公司（100%权益）为主要利润贡献点。主要业务为磁性材料的研发、生产和销售。2021 年该公司归母净利润为 3680 万，同比增长 786%，占公司总归母净利润的 24%。

2021 年 8 月，公司与北方稀土对合资公司北方稀土安徽公司同比例共同增资 9,036 万元（北方稀土出资 60%、公司出资 40%），用于扩大钕铁硼速凝薄带合金片产能规模。北方稀土安徽公司为公司最大原材料供应商，主要向公司提供钕铁硼速凝薄带合金片，此举深度绑定北方稀土，保持稳定的原材料供应。北方稀土安徽公司为公司与北方稀土的合资公司，2021 年公司从北方稀土安徽公司的采购额为 9.49 亿元，占年度采购总额比例为 68.01%。公司深度绑定北方稀土，支持扩大安徽公司扩大产能，从而保证公司稀土原材料长期稳定供应。根据公司招股说明书，钕铁硼速凝薄带合金片的原材料中镨钕混合金属的成本占比超过 60%，公司采购钕铁硼速凝薄带合金片的定价原则为“稀土金属价格+加工费”，可见钕铁硼速凝薄片的价格与稀土金属价格相关性较大。而公司通过与北方稀土建立合资公司，或能保障低成本原料的供应，北方稀土 1-2 月氧化镨钕的挂牌价为 81.7/81.6 万元/吨，而市场价分别为 90/104.4 万元/吨，若公司以北方稀土挂牌价为参考进行采购，则原材料成本或相对于竞争对手较低。

表 1：子公司营业收入及净利润情况

公司名称	主营业务	持股比例	2020 年营业收入 (万元)	2021 年营业收入 (万元)	营业收入 增长率 (%)	2020 年净利润 (万元)	2021 年净利润 (万元)	净利润增 长率 (%)
大地熊包头公司	磁性材料的研发、生产和销售；货物进出口。	100%	15,121.35	51,987.31	244%	415.29	3,680.09	786%
大地熊宁国公司	磁性器材生产、销售；货物或技术进出口。	75%	-	9,187.06	-	-	242.74	-
大地熊苏州公司	新型电子元器件的研发、制造和销售；货物及技术的进出口。	100%	3582.03	6,679.17	86%	261.04	330.21	26%
创新新材料	新材料、新产品研发、生产、销售；物业管理；房屋租赁。	100%	255.41	312.99	23%	59.63	82.56	38%
大地熊上海公司	磁性材料及应用产品的销售；货物及技术进出口。	100%	1,055.70	2,101.83	99%	-40.73	74.8	-284%
大地熊德国公司	经营和生产永磁铁产品、其他电子材料的研发、生产、销售及技术咨询、技术服务。	100%	443.09	3,165.71	614%	24.78	151.05	510%

大地熊日本公司	磁性材料、稀土材料、金属材料及其相关产品的研发、销售和技术咨询服务。	100%	-	18.03	-	-	-47.34	-
大地熊天津公司	电子磁性器件技术开发、制造和销售；进出口业务；自有房屋租赁。	100%	405.57	399.22	-2%	52.51	-2.25	-104%
合肥磁应用	磁性材料及其应用产品、其他电子材料的研发、生产、销售及技术咨询、技术服务。	100%	1,009.10	1,656.86	64%	29.7	8.54	-71%
北方稀土安徽公司	钕铁硼速凝薄带合金片的研发、生产、销售及技术咨询咨询服务。	40%	50,840.21	100,915.90	98%	657.33	1,645.33	150%

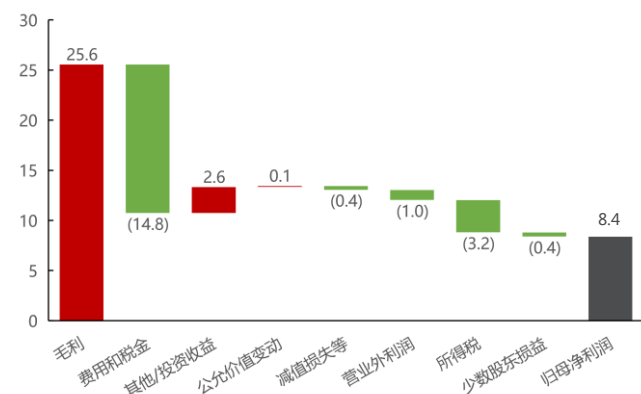
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：其中大地熊日本公司和大地熊宁国公司为 2021 年成立，无 2020 年数据

2.2 2021Q4 业绩：项目逐步投产，毛坯产能提升

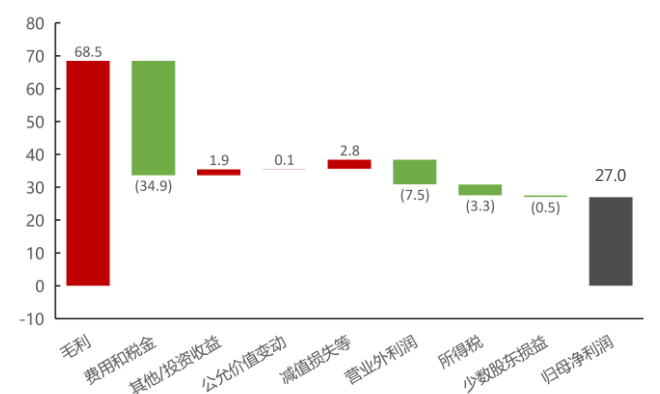
2021Q4，公司归母净利润同比环比均有所增长，分拆来看，归母净利润的增长主要是由于毛利的增长。毛利的增长或主要是因为钕铁硼磁材量价齐升，钕铁硼磁材的产品型号较多，定制化需求为主，以钕铁硼烧结毛坯 45H 的价格为例，2021Q4，钕铁硼毛坯（45H）均价为 305.35 元/公斤，环比增长 29.07%。环比来看，除了毛利之外，其他增利点还有其他/投资收益（+260 万元）、公允价值变动（+11 万元），主要的减利点在于费用和税金（-1484 万元）、所得税（-322 万元）、营业外利润（-101 万元）、少数股东损益（-43 万元）、减值损失等（-39 万元）。

图 14：2021Q4，公司归母净利润环比增加 838 万元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

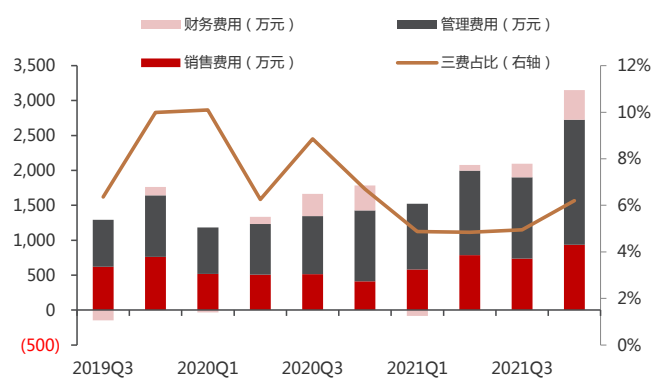
图 15：2021Q4，公司归母净利润同比增加 2702 万元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

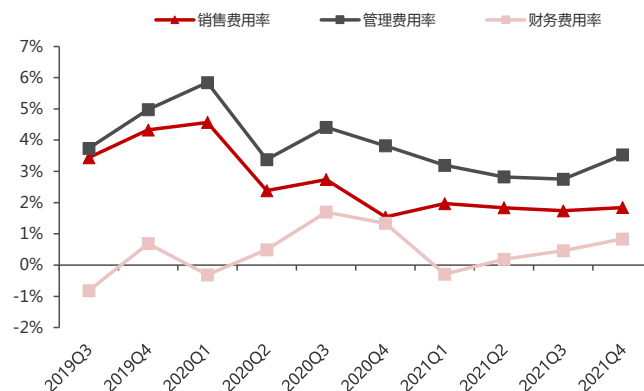
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比增长 0.1pct、0.8pct 和 0.4pct，至 1.8%、3.5%和 0.8%。近一年费用率较为稳定。Q4 研发费用为 3277 万元，环比增长 15.9%，研发费用率达到 6.5%，研发费用的持续增长一方面是因为公司不断持续投入科研，提高产品质量和技术工艺水平，2021 年公司及其子公司申请专利 27 个，获得专利授权 18 个，另一方面是因为实验原材料稀土价格持续上涨，Q4 镨钕氧化物均价达到 77.37 万元，环比增长 31.1%。

图 16：2021Q4，公司三费占比为 6.21%



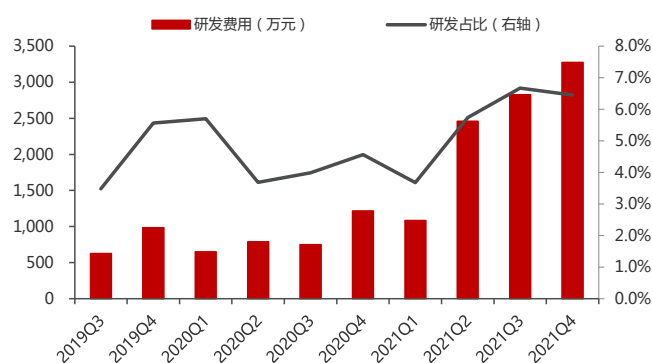
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021Q4，公司销售费用率为 1.8%



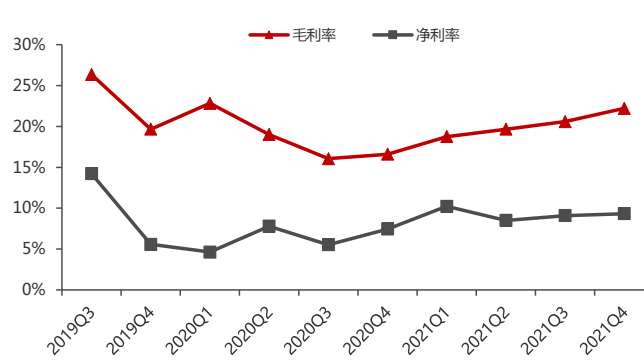
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021Q4，公司研发费用为 3277 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2021Q4，公司净利率为 9.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 股权激励实施，激发管理层动力

2021 年公司发布股权激励计划，股权激励彰显公司信心，将公司利益、员工利益与市值绑定，有利于促进利益关系趋同，激发管理层和员工活力，目前已顺利

完成授予。激励计划欲向激励对象授予限制性股票数量 200 万股，价格为每股 20 元，占公司总股份 8000 万股的 2.5%。首次授予限制性股票 170 万股，占公司总股份的 2.13%；占激励计划授予限制性股票数量总额的 85%。预留限制性股票 30 万股，占公司总股份的 0.38%；占激励计划授予限制性股票数量总额的 15%。激励计划首次授予部分涉及激励对象共计 107 人，占公司人员总数 1232 人的 8.69%。股权激励授予成本预计 2021-2024 分别会产生 1217/1077/421/94 万元费用，合计 2808.4 万元。

表 2：授予业绩考核要求

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一归属期	2021	公司需满足以下条件之一： 公司 2021 年净利润不低于 7601.85 万元人民币（较 2020 年净利润增长不低于 50%）； 公司 2021 年营业收入不低于 10.17 亿元人民币（较 2020 年营业收入增长不低于 30%）
第二归属期	2022	公司需满足以下条件之一： 公司 2022 年净利润不低于 9122.22 万元人民币（较 2020 年净利润增长不低于 80%）； 公司 2022 年营业收入不低于 12.51 亿元人民币（较 2020 年营业收入增长不低于 60%）
第三归属期	2023	公司需满足以下条件之一： 公司 2023 年净利润不低于 1.06 亿元人民币（较 2020 年净利润增长不低于 110%）； 公司 2023 年营业收入不低于 14.07 亿元人民币（较 2020 年营业收入增长不低于 80%）

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 3：成本摊销情况和对各期会计成本影响

摊销总费用 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
2,808.40	1,216.97	1,076.55	421.26	93.61

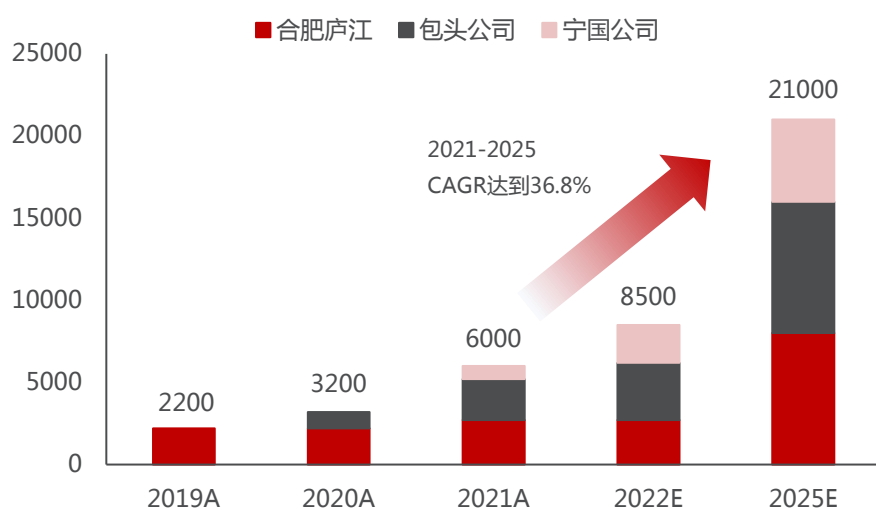
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 磁材产销两旺，项目稳健推进

项目进展：高性能钕铁硼磁材产品方面，①2021 年，公司募集资金投资项目“年产 1500 吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目”按计划实施，截至 2021 年末已完成固定资产投资 8,945.04 万元；②2021 年 6 月，大地熊包头公司“年产 5000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目”正式开工建设，目前项目工程建设已过半、设备购置正在进行中；③2021 年 8 月，合肥本部投资建设的“高综合性能烧结钕铁硼永磁体及器件研发与产业化项目”完成备案批复、规划、能评等手续。④2021 年 9 月，大地熊宁国公司将利用公司现有土地建设“年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料”项目，目前项目已完成项目备案等手续。**稀土原材料供应方面**，2011 年公司与北方稀土合资成立北方稀土（安徽）永磁科技有限公司；2021 年双方继续深化合作，双方同比例增资 9036 万元用于建设年产 8000 吨高性能合金薄片项目，进一步保障了公司稀土原材料的稳定供应。

远期产能规划：目前高性能钕铁硼磁材受益于下游新能源汽车、风电、工业电机等领域的蓬勃发展拉动需求，磁材产销两旺，随着募投项目、包头项目、合肥本部项目以及宁国项目的逐步投产，公司计划于“十四五”末达到 21000 吨钕铁硼毛坯的产能，其中合肥庐江 8000 吨/年，包头 8000 吨/年，宁国 5000 吨/年，CAGR 将达到 36.8%。

图 20：2021-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 36.8% (单位：吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

假设公司钕铁硼毛坯产能 2022-2024 年分别为 8500/12000/15000 吨，产能利用率为 70%，钕铁硼平均销售价格为 63.4/69.7/69.7 万元/吨，单位销售成本为 49.9/55.7/55.7 万元/吨，则钕铁硼业务营收分别为 22.3/36.8/46.0 亿元，营业成本为 17.6/29.4/36.7 亿元，毛利率分别为 21.3%/20.1%/20.1%。其他业务保持不变，则公司总营业收入为 22.8/37.2/46.4 亿元，总营业成本为 17.9/29.7/37.1 亿元，毛利率分别为 21.4%/20.1%/20.1%。预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 2.54 亿元、3.66 亿元和 4.56 亿元，EPS 分别为 3.17 元、4.58 元和 5.71 元。

3.2 估值分析

目前公司主营业务为高性能钕铁硼磁材的生产与销售，我们选择五家主营也为高性能钕铁硼磁材生产销售的 A 股企业金力永磁、正海磁材、宁波韵升、英洛华、中科三环作为可比公司，其中英洛华和中科三环未覆盖，且 wind 无一致预期，因此计算行业平均值时将两者剔除，其余可比公司的 2022 年 PE 均值为 29 倍，公司估值水平与行业均值相当，因此我们认为公司估值水平合理。

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300748.SZ	金力永磁	33.68	0.59	0.64	0.81	57	53	42
300224.SZ	正海磁材	13.91	0.17	0.33	0.5	82	42	28
600366.SH	宁波韵升	11.64	0.18	0.52	0.68	64	22	17
000970.SZ	中科三环	12.63	0.12	-	-	104	-	-
000795.SZ	英洛华	7.15	0.09	0.12	-	79	60	-
行业平均 PE						77	44	29
688077.SH	大地熊	93.87	0.76	1.90	3.17	124	49	30

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：其中英洛华、宁波韵升、大地熊 2021 年报已出，EPS 取真实数据。股价时间为 2022 年 3 月 23 日

3.3 投资建议

三大产业基地齐头并进，下游新能源汽车、风电、工业电机等景气，磁材产销两旺。公司计划于“十四五”末达到 21000 吨钕铁硼毛坯的产能，其中合肥庐江

8000 吨/年，包头 8000 吨/年，宁国 5000 吨/年，CAGR 将达到 36.8%。随着产能逐步释放，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 2.54 亿元、3.66 亿元和 4.56 亿元，EPS 分别为 3.17 元、4.58 元和 5.71 元，对应 3 月 23 日收盘价的 PE 分别为 30、20 和 16 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1)加工费下跌。公司产品的盈利随加工费的波动而变化,若加工费出现下跌,公司业绩将会受到不利影响。

2)产能释放不及预期。公司有较多在建项目,包括募集资金投资项目“年产1500吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目”、包头公司“年产5000吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目”、合肥本部“高综合性能烧结钕铁硼永磁体及器件研发与产业化项目”以及宁国公司的“年产5000吨高性能钕铁硼磁性材料”等,若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期,则会对公司利润产生不利影响。

3)需求增长不及预期等。公司在建项目较多,产能增长迅速,若下游市场开拓遇到困难,或是需求增长不及预期,导致公司产能利用率不足,单吨折旧摊销会增加,从而使得成本增加,叠加产量增长不及预期,对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,655	2,277	3,723	4,643
营业成本	1,315	1,790	2,973	3,708
营业税金及附加	5	7	12	15
销售费用	30	42	71	87
管理费用	51	68	115	142
研发费用	96	125	202	256
EBIT	156	244	350	435
财务费用	6	11	15	20
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
投资收益	10	19	26	34
营业利润	160	267	389	485
营业外收支	2	3	2	2
利润总额	162	270	390	486
所得税	10	16	23	29
净利润	152	254	367	457
归属于母公司净利润	152	254	366	456
EBITDA	192	308	427	525

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	293	293	308	323
应收账款及票据	597	743	1,246	1,561
预付款项	3	4	6	8
存货	484	701	1,172	1,442
其他流动资产	184	184	202	214
流动资产合计	1,561	1,925	2,934	3,549
长期股权投资	86	107	132	158
固定资产	385	474	559	637
无形资产	41	45	50	55
非流动资产合计	658	768	881	990
资产合计	2,218	2,693	3,816	4,539
短期借款	278	224	393	373
应付账款及票据	605	908	1,513	1,855
其他流动负债	123	165	225	261
流动负债合计	1,006	1,297	2,131	2,488
长期借款	54	64	86	114
其他长期负债	71	71	71	71
非流动负债合计	126	136	157	186
负债合计	1,132	1,433	2,288	2,674
股本	80	80	80	80
少数股东权益	38	38	39	39
股东权益合计	1,087	1,261	1,528	1,865
负债和股东权益合计	2,218	2,693	3,816	4,539

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	111.54	37.60	63.52	24.70
EBIT 增长率	190.87	56.57	43.18	24.30
净利润增长率	191.07	67.04	44.36	24.58
盈利能力 (%)				
毛利率	20.51	21.38	20.14	20.13
净利润率	9.22	11.15	9.86	9.85
总资产收益率 ROA	6.85	9.42	9.60	10.06
净资产收益率 ROE	14.48	20.76	24.60	25.00
偿债能力				
流动比率	1.55	1.48	1.38	1.43
速动比率	1.07	0.94	0.82	0.84
现金比率	0.29	0.23	0.14	0.13
资产负债率 (%)	51.01	53.19	59.96	58.91
经营效率				
应收账款周转天数	115.29	103.42	106.06	106.72
存货周转天数	134.40	142.87	143.87	141.96
总资产周转率	0.75	0.85	0.98	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	1.90	3.17	4.58	5.71
每股净资产	13.11	15.29	18.62	22.82
每股经营现金流	-1.62	3.70	1.39	4.02
每股股利	0.66	1.00	1.25	1.50
估值分析				
PE	49	30	20	16
PB	7.2	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	39.32	24.40	18.02	14.63
股息收益率 (%)	0.70	1.07	1.33	1.60

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	152	254	367	457
折旧和摊销	36	64	77	91
营运资金变动	-329	-20	-329	-221
经营活动现金流	-129	296	111	321
资本开支	-156	-151	-168	-175
投资	98	-22	-24	-25
投资活动现金流	-50	-155	-165	-166
股权募资	0	0	0	0
债务募资	306	-44	190	8
筹资活动现金流	270	-142	68	-140
现金净流量	90	0	15	15

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 111.5%.....	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 191.1%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 90.5%.....	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 136.2%.....	3
图 5：2017-2021 年公司分产品营收（单位：万元）	4
图 6：2018-2021 年烧结钕铁硼毛利占比达到 84%.....	4
图 7：2018-2021 年烧结钕铁硼成品产销量及库存	4
图 8：2021 年公司毛利率为 20.51%	4
图 9：2021 年，钕铁硼磁材毛利为 11.35 万元/吨，同比增长 33%.....	5
图 10：2021 年，公司工业电机营收占比为 47%.....	5
图 11：2021 年，公司工业电机毛利占比为 57%.....	5
图 12：2021 年，公司工业电机用钕铁硼毛利率提升至 25.32%.....	5
图 13：2021 年，公司境外产品毛利率提升至 27.52%.....	5
图 14：2021Q4，公司归母净利润环比增加 838 万元（单位：百万元）	7
图 15：2021Q4，公司归母净利润同比增加 2702 万元（单位：百万元）	7
图 16：2021Q4，公司三费占比为 6.21%	8
图 17：2021Q4，公司销售费用率为 1.8%.....	8
图 18：2021Q4，公司研发费用为 3277 万元	8
图 19：2021Q4，公司净利率为 9.3%	8
图 20：2021-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 36.8%（单位：吨）	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：子公司营业收入及净利润情况.....	6
表 2：授予业绩考核要求.....	9
表 3：成本摊销情况和对各期会计成本影响	9
表 4：可比公司 PE 数据对比.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001