

# 2022 年烟台正海磁性材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【108】号 01

让评级彰显价值

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司



# 2022年烟台正海磁性材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
正海转债	AA-	AA-

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：烟台正海磁性材料股份有限公司（以下简称“正海磁材”或“公司”，股票代码：300224.SZ）行业认可度较高，产品种类齐全，可满足客户多样化需求，下游市场新能源汽车等领域前景广阔，客户资质较好。同时中证鹏元也关注到，行业竞争加剧，原材料价格低位震荡波动，2024年公司磁材产品价格明显下降，叠加新能源汽车电机驱动业务优化收缩成本、计提各项资产减值准备等对公司利润形成较大侵蚀，公司业绩显著下滑，公司南通基地新增产能较多，考虑到行业内普遍处于产能扩张及释放状态，竞争压力加大，若下游需求释放节奏无法匹配，新增产能面临一定产能消化风险，以及涉及未决仲裁事项等风险因素。

## 评级日期

2025年6月10日

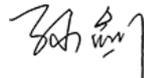
## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	92.07	87.75	83.78	88.80
归母所有者权益	40.22	39.51	38.78	36.29
总债务	-	33.71	34.64	41.14
营业收入	14.59	55.39	58.74	63.19
净利润	0.70	0.90	4.48	4.07
经营活动现金流净额	-2.36	3.28	7.15	2.32
净债务/EBITDA	-	1.28	0.57	1.41
EBITDA 利息保障倍数	-	6.10	12.45	58.82
总债务/总资本	-	45.79%	46.91%	52.84%
FFO/净债务	-	50.13%	137.42%	59.12%
EBITDA 利润率	-	8.01%	12.72%	8.88%
总资产回报率	-	2.89%	7.14%	6.30%
速动比率	1.22	1.29	1.41	1.27
现金短期债务比	-	1.24	1.36	1.14
销售毛利率	13.39%	13.55%	18.09%	14.39%
资产负债率	55.89%	54.53%	53.21%	58.65%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：宋晨阳   
 songchy@cspengyuan.com

项目组成员：孙剑   
 sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司行业认可度较高，产品种类齐全，下游市场前景广阔，客户资质较好。**公司产量在上市公司中处于第一梯队，具有一定规模效应，且是工信部认定的新能源汽车用高性能烧结钕铁硼永磁体全国制造业单项冠军企业，近年持续升级产品牌号，目前已量产的 58N、56M、56H、56SH、58SH、54UH、56UH、52EH 等多个牌号产品，可满足下游客户多样化需求；产品下游应用领域包括新能源汽车等领域，行业前景广阔，目前公司下游以各细分应用市场头部企业为主，客户资质较好。

## 关注

- **行业竞争加剧，原材料价格低位震荡波动，2024 年公司磁材产品价格明显下降，叠加优化收缩新能源汽车电机驱动业务形成拖累，公司业绩显著下滑。**2024 年公司营业收入仍基本来自钕铁硼永磁材料及组件销售，行业内上市公司普遍处于产能扩张及释放状态，竞争加剧，下游应用领域价格下降，叠加原材料价格低位震荡波动，当期公司磁材产品售价明显下降，且售价下降带来的影响无法完全通过销量上升对冲，当期营业收入及销售毛利率均呈下降趋势；同时期间费用、新能源汽车电机驱动业务优化收缩成本、对存货等各类资产计提减值准备进一步侵蚀公司利润，综合导致 2024 年公司净利润规模大幅下滑，EBITDA 利润率、总资产回报率亦呈明显下降。公司原材料主要是稀土金属及稀土合金，在存货中占比较高，存在一定存货跌价风险；未来若稀土价格大幅波动，仍会对公司成本控制能力、市场研判能力等形成一定考验。
- **新增产能较多，面临一定产能消化风险。**截至 2024 年末，公司主要在建项目为南通基地的高性能稀土永磁体研发生产基地项目，计划总产能为 18,000 吨，已具备 12,000 吨产能，2024 年南通基地产量仍处于爬坡阶段，行业内普遍处于扩产状态，竞争压力加大，若下游需求释放节奏无法匹配，公司新增产能面临一定产能消化风险。
- **公司涉及未决仲裁事项。**公司涉及未决仲裁 1 项，所涉金额较大，目前该仲裁案件处于仲裁受理阶段，未来其审理的结果仍存在一定的不确定性，若最终仲裁结果不利于公司，公司可能面临较大损失。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司在行业内处于第一梯队，具有一定规模优势，大客户资质较好且合作关系稳定，预计未来公司主营业务收入仍有一定支撑。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	公司	中科三环	金力永磁	宁波韵升	银河磁体	大地熊
总资产	87.75	103.57	122.97	90.23	15.57	25.36
营业收入	55.39	67.51	67.63	50.41	7.99	13.19
净利润	0.90	0.23	2.94	0.96	1.47	0.28
销售毛利率	13.55%	10.69%	11.13%	13.25%	32.23%	15.80%
资产负债率	54.53%	26.23%	41.12%	34.25%	6.86%	57.11%

注：以上各指标均为 2024 年/年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称

矿业及金属企业信用评级方法和模型

版本号

cspy\_ffmx\_2023V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
正海转债	14.00	11.7549	2024-4-30	2028-11-23

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于电子专用材料制造（高性能稀土永磁体研发生产基地建设）项目（一期）和补充流动资金。截至2025年4月29日，江苏银行募集资金专项账户余额为2,649.74万元，公司尚未使用的募集资金为25,649.74万元，其中23,000.00万元用于购买现金管理产品暂未到期，剩余2,649.74万元均存放于上述账户；截至2025年4月30日，本期债券招商银行募集资金专项账户余额为0元。

## 二、 发行主体概况

2024年以来公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2025年3月末，公司总股本因本期债券部分转股增至83,771.45万股，正海集团有限公司仍为公司控股股东，持股比例40.95%，期末不存在股权质押情况，秘波海仍为公司实际控制人，股权结构图详见附录二。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。

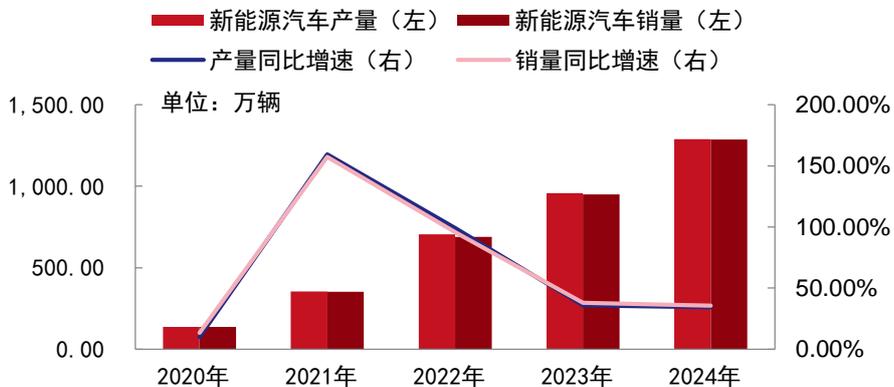
### 行业环境

稀土永磁材料行业产业集中度高，目前包括公司在内的行业内上市公司普遍处于产能扩张及释放状态，下游主要是新能源、节能化和智能化等“三能”领域，2024年新能源汽车、变频空调等领域的快速发展，持续为高性能钕铁硼材料的市场需求提供支撑；稀土作为我国不可再生的重要战略资源，政策是影响其价格的重要因素

高性能钕铁硼磁材下游主要为新能源、节能化和智能化等“三能”领域。在新能源汽车领域主要应用于三大核心部件之一的驱动电机，2024年在政策利好、供给丰富、价格降低等多重因素共同作用下，新能源汽车持续增长，产销分别完成1,288.8万辆和1,286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的40.9%，同比提升9.3个百分点。

2024年以来系列促消费政策持续推行，2025年1月，国家发改委和财政部发布了《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，政策组合效应不断释放，有望进一步释放新能源汽车市场潜力，新能源汽车行业将继续呈现稳中向好发展态势，有望继续保持高性能钕铁硼永磁材料的核心增量市场地位。

图1 2024年新能源汽车行业延续景气



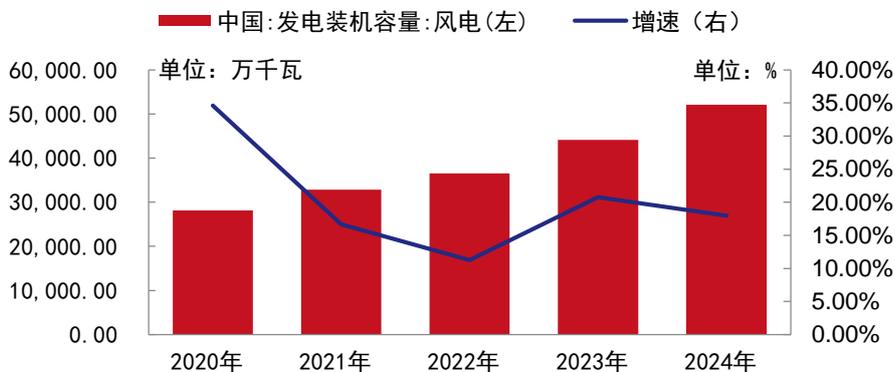
资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

在空调领域，高性能钕铁硼磁材主要应用于变频压缩机。近年来，节能变频空调以低频启动、快速制冷制热、节能等特点获得消费者的青睐，其产量及占空调产量的比重均持续增长。2020年7月1日，随着空调最新能效标准（GB21455-2019《房间空气调节器能效限定值及能效等级》）的正式实施，定频空调面临大规模淘汰，市场预计淘汰率可能在45%左右，变频空调占比提升空间较大，高性能钕铁硼永磁材料对铁氧体材料的替代趋势将更加明确。

在风电设备领域，高性能钕铁硼磁材主要用于生产永磁直驱风机。随着“碳达峰”、“碳中和”写

入政府工作报告，作为可再生能源的重要组成部分，风电行业正逐步成为推动能源结构转型、应对气候变化的关键力量。国家能源局于2021年5月11日发布《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，明确了2025年后，中国风电年均新增装机容量应不低于6,000万千瓦，累计装机容量到2030年至少达到8亿千瓦，到2060年至少达到30亿千瓦。目前风力发电机分为永磁直驱、永磁半直驱和双馈式三类。近年受成本控制等因素影响，风机企业重点研发半直驱和双馈技术，永磁直驱风机占比下降，短期内风电行业对高性能钕铁硼永磁材料的需求下降；但长期看，机组大型化和海上风电占比提升等趋势，有利于促进对高性能钕铁硼永磁材料的需求恢复增长。

图2 2024年风电装机容量持续增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

另外，机器人等带来的需求空间也较为广阔，伺服电机是控制机器人关节灵活运动的关键设备，对精度、转速、抗过载能力、稳定性、速度响应能力等方面提出较高的要求，因此稀土永磁材料成为其理想材料，有助于在快速反应、提高功率密度的同时，减小体积，实现轻量化。随着政策持续加码，机器人行业有望进入高速发展阶段，作为机器人伺服系统的核心新材料，高性能钕铁硼永磁材料也将迎来新的增长点。

钕铁硼永磁材料的主要原材料为钕、镨钕等稀土金属及稀土合金，故稀土价格的波动对钕铁硼永磁材料行业具有重要的影响。2024年稀土市场整体表现较弱，受市场环境、行业供需周期等因素影响，主要稀土产品价格在一季度呈快速下行走势，第二、三季度在相对低位呈波动变化，进入第四季度，部分稀土产品价格有所回暖。2025年4月，商务部会同海关总署发布关于对钐、钆、铽、镱、镱、铈、钇等7类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，后续仍需关注中美贸易摩擦情况以及开采指标的发布等对稀土价格的影响。

稀土作为我国不可再生的重要战略资源，生产采取严格的总量控制措施。政策是影响稀土价格的重要因素，2024年6月，国务院正式公布《稀土管理条例》，明确稀土资源归国家所有，国家对稀土资源实行保护性开采，该条例的出台实施进一步完善了我国稀土资源有效保护和合理开发利用制度；2025年2月，

工信部原材料工业司发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》，有利于规范稀土资源的开采和冶炼分离活动，加强对稀土资源的保护。稀土供给侧管理进入法治时代，政策支持对稀土价格的支撑作用较强。长期来看，稀土矿山开采难度不断上升，产量增加空间有限，供给端进一步让利的空间不大，需求端增长趋势不变，支撑稀土价格。

图3 2024年稀土市场整体表现较弱



资料来源：稀土信息，中证鹏元整理

目前稀土永磁材料行业产业集中度高，国内大约有二百多家钕铁硼永磁生产企业，大部分企业生产规模较小，研发能力较弱，产品以中低端产品为主，竞争力不强。中高端钕铁硼的核心厂商主要为正海磁材、中科三环、金力永磁和宁波韵升等上市公司。从产量集中度来看，根据SMM（上海有色网）数据，2023年我国稀土永磁材料产量约为24万吨，同比增长14%，而正海磁材、中科三环、金力永磁和宁波韵升等上市公司合计磁材年产量超过10万吨。

从下游行业分布来看，正海磁材与金力永磁分布较广，下游行业主要有风电、家用电器和新能源汽车等领域，中科三环下游客户主要集中在汽车零部件领域，宁波韵升则主要为消费电子领域，正海磁材为新能源汽车和汽车电气化领域龙头。目前主要上市公司普遍处于产能扩张及释放状态。

#### 四、 经营与竞争

公司高性能钕铁硼永磁材料行业龙头企业之一，是工信部认定的新能源汽车用高性能烧结钕铁硼永磁体全国制造业单项冠军企业，近年持续升级产品牌号，目前已量产的58N、56M、56H、56SH、58SH、54UH、56UH、52EH等多个牌号产品，可满足下游各高端应用市场的需求。2024年公司营业收入仍主要来源于钕铁硼永磁材料及组件，占比达99%以上，当期磁材产品售价明显下降，新能源汽车电机驱动系统业务进行了优化和收缩，两项业务收入及毛利率同比均呈现不同程度下降，公司整体营业收入及销售毛利率同比下降。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
钕铁硼永磁材料及组件	54.94	99.18%	14.18%	57.70	98.23%	17.91%
新能源汽车电机驱动系统	0.46	0.82%	-63.34%	1.04	1.77%	28.09%
<b>合计</b>	<b>55.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.55%</b>	<b>58.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.09%</b>

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

### （一）钕铁硼永磁材料及组件

从下游分布来看，公司汽车领域业务占据主导地位，已成为多家汽车主机厂及汽车零部件巨头的一级供应商，2024年公司向前五大客户销售收入占比有所下降，但仍需关注客户集中度较高的风险；公司产品采用成本加成定价方式，2024年受行业竞争加剧、下游应用领域价格下降、稀土原材料价格低位震荡波动等因素影响，公司磁材产品销售价格大幅下降

公司高性能钕铁硼永磁材料主要应用在新能源、节能化和智能化等“三能”高端应用领域，包括节能与新能源汽车、风电等新能源、汽车节能电气、节能家电、节能电梯、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等领域。下游新能源汽车领域高速发展，截至2024年末，公司节能与新能源汽车领域的销售收入占比接近40%，受产品销售价格下降以及家电等其它下游行业销量同比大幅增长影响，收入规模及占比有所下降；同时公司密切跟进人形机器人、低空飞行器等下游重点应用新场景，扩大公司产品覆盖度。

**表2 公司下游行业分布情况（单位：亿元）**

年度	行业	销售收入	占营业收入比重
2024年	节能与新能源汽车	21.19	38.26%
	其他	33.75	60.93%
	<b>合计</b>	<b>54.94</b>	<b>99.19%</b>
2023年	节能与新能源汽车	26.57	45.23%
	其他	31.13	53.00%
	<b>合计</b>	<b>57.70</b>	<b>98.23%</b>

注：（1）上表中节能与新能源汽车指新能源汽车和其他节能汽车；（2）因四舍五入导致占营业收入比重计算结果存在尾差。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司基本通过直销模式开发、维护终端客户，建立以客户需求为导向，产品设计、研发、生产、售后为一体的销售服务体系，以世界五百强、中国五百强、各细分市场头部企业为客户群，持续深化合作。公司深耕高性能钕铁硼永磁材料行业多年，在业内具有较高的知名度和认可度。2024年公司向前五大客户销售收入合计为20.71亿元，占比为37.39%，有所下降。2024年公司加大市场开拓力度、深化客户关系，积极推进产能释放，钕铁硼永磁材料及组件产销量同比均大幅提升。在以销定产的模式下，公司根据客户订单按需生产，并保持合理备货库存，近年公司钕铁硼永磁材料产销率超过90%，处于高位。

2024年公司钕铁硼永磁材料组件产销率有所下降，主要系当年部分钕铁硼永磁材料组件仍处于发出状态。

销售价格方面，公司产品售价通常根据成本加成定价，但上下游价格传导存在时滞性，2024年受稀土原材料价格低位震荡波动、行业竞争加剧以及下游应用领域价格下降等因素影响，公司磁材产品售价大幅下降。销售结算方面，对于境外客户，采用提单贸易模式，即发货出港之后随即开票，账期为2-3个月；对于国内客户，取货到验收合格并开具发票，账期平均为90天。销售区域方面，近年公司产品销售呈现内销为主的格局，2024年内销占比进一步上升至76.29%。

**表3 公司钕铁硼永磁材料及组件产销情况**

项目		2024年	2023年
产量	钕铁硼永磁材料（吨）	20,781	17,512
	钕铁硼永磁材料组件（件）	148,419,534	4,439,978
销量	钕铁硼永磁材料（吨）	20,166	17,178
	钕铁硼永磁材料组件（件）	113,098,906	4,046,960
产销率	钕铁硼永磁材料	97.04%	98.09%
	钕铁硼永磁材料组件	76.20%	91.15%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**稀土属重要战略资源，故公司近年上游供应商较为集中，公司与上游供应商关系稳定，原材料供应较有保障，但仍存在原材料价格波动风险**

根据行业特点，原材料成本对公司产品售价和利润影响较大，材料成本占产品成本比重在75%左右，原材料主要包括直接材料稀土金属、稀土合金和辅助金属材料。公司采取“以产定采与合理库存相结合”、“战略采购与动态采购相结合”的采购模式。在以销定产的生产销售模式下，公司根据在手订单情况提前采购原材料；此外，公司会依据稀土价格走势，采购适量的稀土原材料作为安全库存，通常储备1-3个月的需求量。

作为我国的重要战略资源，稀土资源主要集中于中国稀土（股票代码：000831.SZ）和北方稀土（股票代码：600111.SH）等，故公司近年上游供应商较为集中。2024年公司前五大供应商采购金额及占比均有所下降，分别为29.31亿元、48.11%，但仍处于较高水平。如果未来稀土原材料价格继续大幅波动，且公司未能采取有效措施应对，将可能对公司的盈利水平产生不利影响。

**表4 公司钕铁硼永磁材料及组件主要直接原材料采购情况（单位：亿元）**

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
钕、镨钕等轻稀土	23.00	77.44%	26.21	75.07%
铽、镝铁等重稀土	6.70	22.56%	8.70	24.93%
合计	29.70	100.00%	34.91	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产量处于上市公司第一梯队，且受益于在建产能投产，2024年公司磁材产能、产量大幅提升，

巩固了规模优势；对于原规划2026年前新增的剩余6,000吨产能，公司将视外部经济环境变化，适时调整投资进度

公司目前已基本具备全产品生产能力，具体涵盖产品研究与开发、模具开发与制造、坯料生产、成品加工等各环节，并对各工艺流程进行全面控制和管理。截至2024年末，公司共有烟台、江华、南通三大生产基地，其中烟台基地为公司本部所在地，为从备料到成品的全工序工厂，包括东西厂区及福海厂区；江华基地以前道工序半成品NdFeB合金片为主要产品，主要供应烟台基地；南通基地为从备料到成品的全工序工厂。在产能布局的考量方面，江华基地拥有原材料优势，公司与中国稀土合资成立江华正海新材料有限公司，加强稀土原材料的供应保障；南通基地则主要是因为长三角经济区客户资源丰富、拥有数字化升级的配套资源和运输优势等，2024年南通基地产量仍处于爬坡阶段，产能利用率同比上升，仍有提升空间。

**表5 公司磁材业务主要工厂基本情况（单位：吨）**

主要工厂	2024 年末产能	2024 年产能利用率
烟台基地	18,000	84%
南通基地	12,000	62%
江华基地	6,000	-

注：由于江华基地产品主要为供应烟台基地的合金片，故计算磁材总产能时不包含江华基地。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受益于在建产能投产，2024年公司产量同比大幅增加，同行业对比来看，公司磁材产量处于上市公司第一梯队水平，且产量增速较高。

**表6 同行业产量对比（单位：万吨）**

指标	正海磁材	中科三环	宁波韵升	大地熊	金力永磁
磁材产量	2.26	1.06	1.34	0.33	2.16
磁材产量增速	21.51%	-6.97%	29.15%	33.60%	42.40%

注：正海磁材产量指毛坯产量，其余未区分毛坯或成品；上表数据均为2024年数据。

资料来源：Wind 及公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建项目为南通基地的高性能稀土永磁体研发生产基地项目，该项目计划总产能为18,000吨，已具备12,000吨产能，行业内普遍处于扩产状态，竞争压力加大，若下游需求释放节奏无法匹配，公司新增产能面临一定产能消化风险；公司原规划2026年前新增剩余6,000吨产能，未来将视外部经济环境变化，适时调整投资进度，预计短期内资本开支压力相对可控。

**表7 截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	所属工厂
高性能稀土永磁体研发生产基地项目	30.00	10.03	南通基地
——其中电子专用材料制造（高性能稀土永磁体研发生产基地建设）项目（一期）*	18.31	8.05	南通基地

注：标\*项目为本期债券募投项目，又称高性能稀土永磁体研发生产基地建设项目（一期），其包含在高性能稀土永磁体研发生产基地项目中。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）新能源汽车电机驱动系统

子公司上海大郡动力控制技术有限公司（以下简称“上海大郡”）持续亏损，公司因收购上海大郡而形成的商誉已全部计提减值准备，2024年公司对新能源汽车电机驱动业务进行优化收缩，产生的各项成本显著影响公司当期业绩表现

公司新能源汽车电机驱动业务由子公司上海大郡负责，2023-2024年上海大郡净利润分别为-0.37亿元、-1.69亿元，截至2024年末，公司因收购上海大郡而形成的商誉2.69亿元，已全部计提减值准备。2024年公司对新能源汽车电机驱动业务进行了经营优化及业务收缩，该业务板块未实现的递延所得税资产、员工安置和存货处置等优化收缩成本减少公司当期净利润1.15亿元，后续需持续关注上海大郡的资产减值风险。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司现金类资产较充裕，整体资产质量尚可，但仍需关注存货跌价风险；2024年公司磁材产品销售价格明显下降，且对新能源汽车电机驱动业务进行优化收缩产生较大规模成本，叠加计提各类资产减值准备等，公司当期业绩表现显著下滑，各项现金流偿债指标有所弱化，杠杆水平有所抬升

### 资本实力与资产质量

从所有者权益构成来看，2025年3月末公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，规模有所增长；同期受应付票据和应付账款规模增长等影响，公司负债规模明显上升，综合导致产权比率上升至126.70%。

图4 公司资本结构

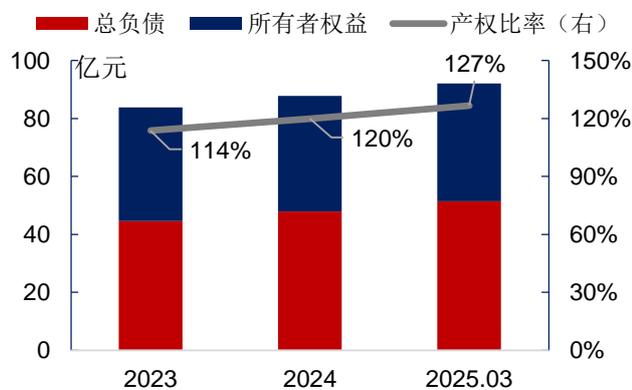
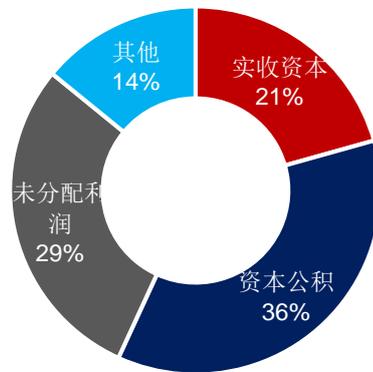


图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主，存货、固定资产、应收账款、交易性金融资

产、货币资金为其主要构成，基本为经营相关及生产性资产，符合公司经营特点。2024年末公司受限货币资金4.58亿元，主要为票据保证金，剩余43.64万元为被保全账户资金，系子公司上海大郡买卖合同纠纷引起；存货主要为原材料、发出商品和自制半成品等，原材料主要为稀土金属及稀土合金，期末存货计提跌价准备0.78亿元，需关注其减值风险；公司存货规模持续增长，存货占比和存货周转天数均有所上升。2024年末公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，期末账面价值同比增长主要系南通基地部分转固所致；公司应收账款主要为应收货款，期末前五大应收账款对象合计金额为4.33亿元，占期末应收账款余额的28.18%；账龄主要集中在1年以内，账龄相对较短；坏账准备期末余额为0.52亿元，虽然公司主要客户为下游领域优质客户，但若宏观经济环境、客户经营状况等发生重大不利变化，仍存在一定坏账风险。

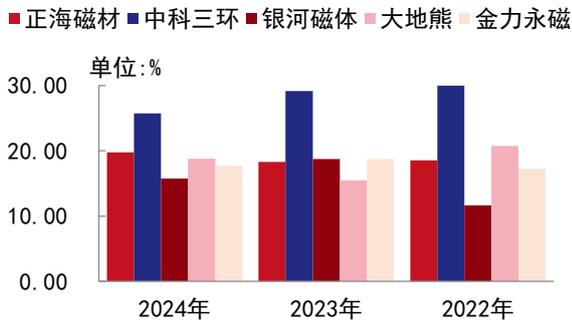
2024年末公司交易性金融资产均为银行短期理财产品；在建工程主要为高性能稀土永磁体研发生产基地项目；应收款项融资均为银行承兑汇票。2024年末公司包含货币资金（4.58亿元）、应收票据（0.62亿元）在内的受限资产合计5.20亿元，占同期末总资产的5.93%。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.84	10.68%	9.76	11.12%	10.03	11.98%
交易性金融资产	11.02	11.97%	12.76	14.54%	14.39	17.18%
应收账款	15.38	16.71%	14.84	16.91%	12.10	14.44%
应收款项融资	6.62	7.19%	4.64	5.29%	3.24	3.86%
存货	19.00	20.63%	17.36	19.78%	15.31	18.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>66.31</b>	<b>72.02%</b>	<b>62.98</b>	<b>71.77%</b>	<b>59.84</b>	<b>71.43%</b>
固定资产	18.49	20.09%	17.88	20.38%	16.29	19.44%
在建工程	2.08	2.25%	2.40	2.74%	2.40	2.86%
<b>非流动资产合计</b>	<b>25.76</b>	<b>27.98%</b>	<b>24.77</b>	<b>28.23%</b>	<b>23.93</b>	<b>28.57%</b>
<b>资产总计</b>	<b>92.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>87.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>83.78</b>	<b>100.00%</b>

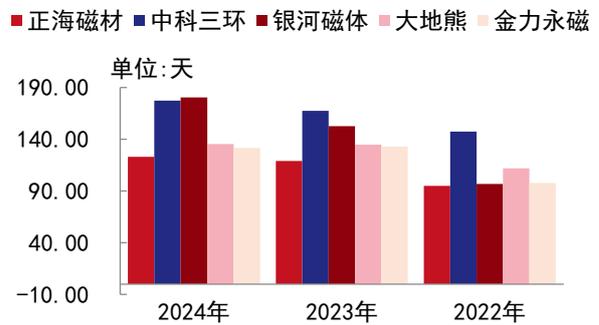
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 可比对象存货占比情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图7 可比对象存货周转天数情况



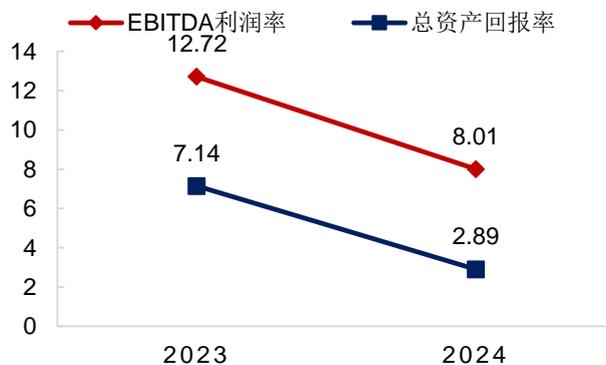
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 盈利能力

2024年公司营业收入基本来自钕铁硼永磁材料及组件销售,受原材料价格低位震荡波动、行业竞争加剧、下游应用领域价格下降等因素影响,公司磁材产品售价明显下降,当年营业收入及销售毛利率均呈下降趋势;同时受计提本期债券利息增加等影响,2024年期间费用率同比上升;公司对新能源汽车电机驱动业务进行了优化收缩,产生的优化收缩成本减少公司净利润1.15亿元,对公司净利润形成较大侵蚀;此外,公司对存货等各类资产计提减值准备合计减少当期净利润0.46亿元,综合导致2024年公司净利润规模同比下滑79.95%,EBITDA利润率、总资产回报率亦呈明显下降。公司与各下游行业重要客户均保持长期合作关系,订单量较有保障,且下游新能源汽车等行业前景广阔,未来公司主营业务收入仍有一定支撑;但考虑到市场竞争日趋激烈,且公司产品销售价格受原材料成本影响较大,若稀土价格出现快速波动的情形,仍会对公司经营业绩形成一定的影响。

2025年1-3月,公司实现营业收入14.59亿元,同比增长24.38%,实现归属于上市公司股东的净利润0.69亿元,同比下降10.94%。

图8 公司盈利能力指标情况 (单位: %)



资料来源: 公司 2023-2024 年审计报告, 中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司债务期限结构以短期为主，其中应付票据和本期债券合计占比达98%以上。2024年末公司应付票据主要为银行承兑汇票，规模随公司采购量增加而增长。

其他负债方面，应付账款均主要用于支付原材料、设备款项、委托加工货款等经营性支出。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	26.46	51.42%	23.34	48.77%	22.48	50.44%
应付账款	9.91	19.26%	9.45	19.74%	6.44	14.45%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.09%	0.05	0.10%	0.87	1.95%
<b>流动负债合计</b>	<b>38.78</b>	<b>75.36%</b>	<b>35.25</b>	<b>73.66%</b>	<b>31.51</b>	<b>70.69%</b>
应付债券	9.97	19.37%	9.81	20.51%	11.02	24.73%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.68</b>	<b>24.64%</b>	<b>12.60</b>	<b>26.34%</b>	<b>13.07</b>	<b>29.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>51.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>47.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.58</b>	<b>100.00%</b>
总债务	-	-	33.71	70.44%	34.64	77.70%
其中：短期债务	-	-	23.73	70.39%	23.41	67.60%
长期债务	-	-	9.98	29.61%	11.22	32.40%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司下游客户以现金回款金额减少及备料增加，经营活动现金净流入规模同比下降，FFO亦同向变动，FFO、经营活动现金流净额及自由现金流/净债务指标均同比有所下降。公司资产负债率有所上升，2025年3月末为55.89%；2024年公司利润规模下滑，当年EBITDA利息保障倍数同比下降，但仍处于高水平，EBITDA对利息的保障程度高。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

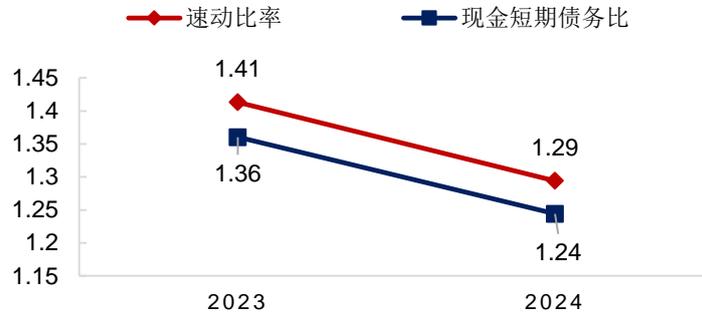
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-2.36	3.28	7.15
FFO（亿元）	-	2.84	5.88
资产负债率	55.89%	54.53%	53.21%
净债务/EBITDA	-	1.28	0.57
EBITDA 利息保障倍数	-	6.10	12.45
总债务/总资本	47.32%	45.79%	46.91%
FFO/净债务	-	50.13%	137.42%
经营活动现金流净额/净债务	-	57.85%	167.10%
自由现金流/净债务	-	20.81%	74.61%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债能力方面，2024年末公司速动比率和现金短期债务比均略有下降，但短期偿债能力仍较好。此外，截至2025年3月末公司仍有较大规模剩余未使用银行授信额度，备用流动性较充足，同时公司作为

上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集资金。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

跟踪期内，公司进行了董事会、监事会换届，2025年4月公司董事会成员变更为王庆凯、李志强、许月莉、高波、倪霆、史丙强、金福海、张志红、李伟金；监事会成员变更为全杰、孙洁、边玲艳。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

公司涉及的未决仲裁事项所涉金额较大，未来若仲裁结果不利于公司，公司可能面临较大损失

公司于 2024 年 2 月 23 日接到 The Danish Institute of Arbitration（以下简称“丹麦仲裁院”）发出的《仲裁通知》，由 Siemens Gamesa Renewable Energy A/S（以下简称“申请人”）作为申请人向丹麦仲裁院提起的以公司为被申请人的合同纠纷仲裁已获受理，受理编号为 E-3530。

申请人仲裁请求：（1）公司支付赔偿款 14,720,643.30 欧元；（2）公司支付仲裁判定的赔付金额及相关利息，仲裁费及与此仲裁案相关的其他费用。

仲裁事实和案由：公司与申请人于 2021 年底之前先后完成“主采购协议”（含“质量协议”等作为附件）和“量价协议”签署。“主采购协议”规定了双方的基本权利义务，“质量协议”规定了双方为确保一致的质量要求和产品质量所约定的条件和措施，“量价协议”规定了交易产品型号、定价基准、订购量和交付年份等事项。“质量协议”要求双方在量产前要共同完成对标的产品的 PPAP 审核认证（Production Part Approval Process，针对供货产品生产过程和产品性能参数的审核，以下简称“PPAP 审核”），取得申请人 PPAP 审核通过的书面批准是所有零部件启动生产的前提条件。在“量价协议”供货

期内，双方未能完成 PPAP 审核，申请人未能书面批准公司对标的产品的供货资质，导致双方均未能按期完成合同权利和义务，申请人主张公司承担违约责任，公司反对这一主张。同时，申请人下达的相当大部分的交付订单需求型号与“量价协议”约定的型号不符，双方未能就合同变更达成一致。

双方于 2023 年 6 月参与由丹麦仲裁院推荐的第三方主持的调解，但双方立场差异较大，调解失败。此次申请人就该争议事项提起仲裁。

双方的争议：

#### （1）质量要求与商务要求优先级争议

“质量协议”及申请人相关认证流程规定，标的产品通过申请人指定人员在公司现场和申请人指定的全球实验室进行的多轮 PPAP 审核，并取得完成审核的书面批准是启动生产和批量交付的前提条件。

虽然公司一直积极配合 PPAP 审核工作，但受客观因素影响，双方未能完成 PPAP 审核，申请人未能书面批准公司对标的产品的供货资质。

申请人的商务部门在 PPAP 审核进行的过程中，向公司下达了多批次的交付订单，公司在未完成 PPAP 审核的情况下，受“质量协议”约定限制，没有接受订单，也未进行产品批量交付。申请人认为“量价协议”期内公司没有完成“量价协议”和交付订单的商务要求（交付时间、交付量等），构成违约。公司认为按“质量协议”规定，PPAP 审核书面批准在先这一质量要求的优先级高于商务要求，公司不构成违约，不应承担相应违约责任，双方就此未能达成一致。

#### （2）产品型号符合性争议

申请人实际下达的交付订单中，相当大部分的产品需求型号与“量价协议”约定型号不符。交付订单作为“量价协议”的执行文件，其具体要求，尤其是产品需求型号应与“量价协议”一致，任何变化和调整都构成合同变更，需双方友好协商一致方可变更，双方未能就此达成一致。

目前进展：公司已聘请国际专业律师事务所积极应诉，并分别于 2024 年 5 月、2025 年 1 月提交首轮和第二轮书面证据及应诉材料。

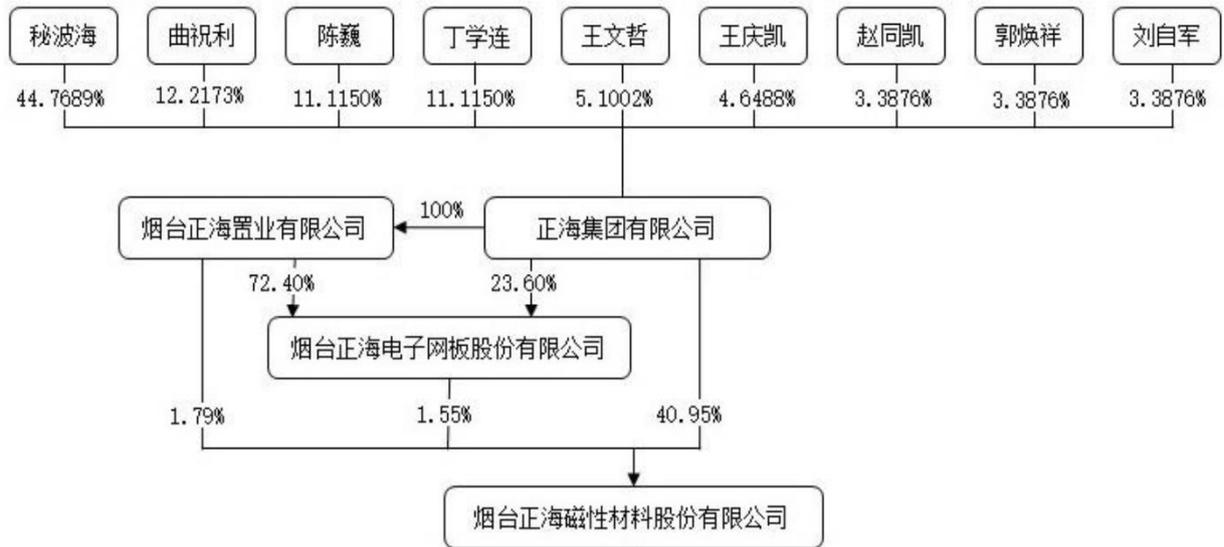
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	9.84	9.76	10.03	13.73
交易性金融资产	11.02	12.76	14.39	10.35
应收票据	3.09	2.37	4.19	9.85
应收账款	15.38	14.84	12.10	14.90
应收款项融资	6.62	4.64	3.24	0.98
存货	19.00	17.36	15.31	16.47
流动资产合计	66.31	62.98	59.84	67.15
固定资产	18.49	17.88	16.29	13.23
无形资产	2.77	2.80	2.72	1.96
非流动资产合计	25.76	24.77	23.93	21.65
资产总计	92.07	87.75	83.78	88.80
短期借款	0.00	0.00	0.03	2.24
应付票据	26.46	23.34	22.48	28.12
应付账款	9.91	9.45	6.44	6.80
一年内到期的非流动负债	0.05	0.05	0.87	0.03
流动负债合计	38.78	35.25	31.51	40.02
应付债券	9.97	9.81	11.02	10.39
递延收益-非流动负债	2.05	2.09	1.12	1.32
非流动负债合计	12.68	12.60	13.07	12.06
负债合计	51.46	47.85	44.58	52.08
总债务	-	33.71	34.64	41.14
所有者权益	40.61	39.90	39.20	36.72
营业收入	14.59	55.39	58.74	63.19
营业利润	0.71	1.64	5.57	4.33
净利润	0.70	0.90	4.48	4.07
经营活动产生的现金流量净额	-2.36	3.28	7.15	2.32
投资活动产生的现金流量净额	1.58	-0.02	-7.64	-11.19
筹资活动产生的现金流量净额	0.25	-3.46	-3.23	14.28
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	-	4.43	7.47	5.61
FFO（亿元）	-	2.84	5.88	4.67
净债务（亿元）	-	5.67	4.28	7.90
销售毛利率	13.39%	13.55%	18.09%	14.39%
EBITDA 利润率	-	8.01%	12.72%	8.88%
总资产回报率	-	2.89%	7.14%	6.30%
资产负债率	55.89%	54.53%	53.21%	58.65%

净债务/EBITDA	-	1.28	0.57	1.41
EBITDA 利息保障倍数	-	6.10	12.45	58.82
总债务/总资本	-	45.79%	46.91%	52.84%
FFO/净债务	-	50.13%	137.42%	59.12%
经营活动现金流净额/净债务	-	57.85%	167.10%	29.30%
速动比率	1.22	1.29	1.41	1.27
现金短期债务比	-	1.24	1.36	1.14

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2024 年末公司合并范围主要子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质
烟台正海精密合金有限公司	100.00%	材料精密加工和销售
江华正海新材料有限公司	56.00%	材料研发、生产、加工和销售
上海大郡动力控制技术有限公司	98.00%	机电产品、电机控制系统产品的生产、加工和销售
南通正海磁材有限公司	100.00%	新材料技术研发；电子专用材料制造；磁性材料销售

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录五 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号