



横店东磁 (002056.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

磁材+新能源双轮驱动，

差异化战略保障光伏盈利领先

公司为磁性材料龙头，2009 年切入光伏行业，2016 年进军锂电池行业，形成“磁材+新能源”双轮驱动。2024 年公司实现归母净利润 18.3 亿元、同增 0.6%，25Q1 实现归母净利润 4.58 亿元、同增 30%，其中光伏已成为主要利润来源。

差异化战略保障光伏盈利领先，产能稳健高质量扩张。公司电池组件业务盈利行业领先，2024 年毛利率 18.74%，24Q4 在行业普遍亏损的背景下仍实现盈利，我们认为竞争力体现在两方面：1) 多元化布局、差异化产品深耕海外高盈利市场：公司 2011-2012 年起即布局欧洲市场，差异化深色系组件产品可更好匹配欧洲分布式市场需求、获得一定溢价，2022-2023 年公司海外业务毛利率处于行业领先。2) 产能稳健高质量扩张，光伏制造再全球化背景下竞争力提升：公司光伏产能谨慎扩张并追求质量，紧跟行业技术迭代步伐，截至 2024 年末公司具有电池/组件产能 23/17GW，目前 PERC 电池产能仅剩 4GW 左右，且仍具有一定订单量，产能包袱较轻；近年光伏制造供应链再全球化大势所趋，公司领先的海外产能布局彰显其前瞻性、灵活性及执行力，丰富的跨国生产经营经验和异地扩张能力有望在这一再全球化过程中进一步扩大竞争优势。

磁材需求稳健增长，产品持续迭代巩固龙头地位。公司磁材业务“横向布局多材料体系，纵向延伸发展器件”，目前具有产能 29 万吨，2024 年出货 23.2 万吨、位列行业首位。预计磁材行业需求稳定增长，公司持续进行产品迭代提升产品竞争力，有望实现份额提升。

锂电差异化聚焦小动力，出货望持续增长。公司锂电业务“聚焦小动力，延伸发展储能”，具有 7GWh 锂电池产能，2024 年出货 5.3 亿支、18650 圆柱锂离子电池出货量位列全球第二。随着电动两轮车和电动工具等锂电化渗透率提升、便携式储能及智能家居应用普及，公司锂电业务有望持续增长，25 年出货目标超 6 亿支。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 19.2/21.8/24.9 亿元，同增 5%/14%/14%，当前股价对应 PE 分别为 11/10/9 倍。公司差异化战略保障光伏盈利优势，磁材及锂电业务稳定增长，给予 2025 年 14 倍估值，目标价 16.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化（美国关税提升）、光伏行业竞争加剧、需求不及预期、存货大幅增长。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

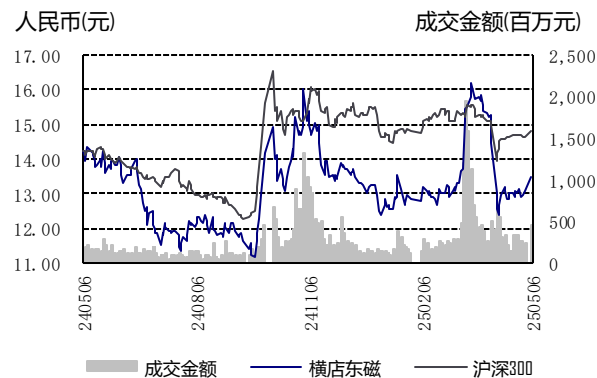
yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.51 元

目标价 (人民币)：16.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,721	18,559	19,814	22,478	24,283
营业收入增长率	1.39%	-5.89%	6.76%	13.45%	8.03%
归母净利润(百万元)	1,816	1,827	1,918	2,177	2,490
归母净利润增长率	8.80%	0.58%	4.98%	13.54%	14.37%
摊薄每股收益(元)	1.116	1.123	1.179	1.339	1.531
每股经营性现金流净额	2.39	2.17	1.44	2.28	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.17%	18.12%	17.12%	17.41%	17.78%
P/E	12.13	11.54	11.46	10.09	8.83
P/B	2.45	2.09	1.96	1.76	1.57

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 磁材龙头多维布局，新能源带动业绩稳健增长.....	4
1.1 磁材龙头多维拓展，磁材+新能源双轮驱动.....	4
1.2 业绩稳健增长，光伏成为最大利润来源.....	5
2 光伏：差异化战略保障盈利领先，产能稳健高质量扩张.....	6
2.1 盈利持续领先，逆境彰显韧性.....	6
2.2 多元化布局、差异化战略保障盈利优势.....	9
2.3 产能稳健高质量扩张，光伏制造再全球化背景下竞争力提升.....	12
3 磁材：需求稳健增长，产品持续迭代巩固龙头地位.....	13
4 锂电：差异化聚焦小动力，出货有望持续增长.....	15
5 盈利预测与投资建议.....	17
5.1 盈利预测：预计 25-27 年实现归母净利 19.2/21.8/24.9 亿元.....	17
5.2 投资建议.....	18
6 风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司主要产品及应用场景.....	4
图表 3：公司营业收入及增速（亿元，%）.....	5
图表 4：公司归母净利润稳健增长（亿元，%）.....	5
图表 5：公司盈利能力相对稳定.....	5
图表 6：公司管理费用率持续下降.....	5
图表 7：公司收入结构.....	6
图表 8：公司毛利结构.....	6
图表 9：公司各板块毛利率情况.....	6
图表 10：全球光伏新增装机预测（GW，交流侧）.....	7
图表 11：光伏主要环节名义产能供给充足（GW）.....	7
图表 12：24Q3 起光伏主产业链销售毛利率处于较低水平.....	8
图表 13：24Q4-25Q1 公司在行业普遍亏损的背景下仍实现盈利（亿元）.....	8
图表 14：公司电池组件业务毛利率持续处于行业领先水平.....	8
图表 15：公司光伏业务发展历程.....	9
图表 16：公司组件业务全球化布局.....	9



图表 17: 2025 年公司组件出货规划区域分布.....	10
图表 18: 公司产品获得多项客户及机构认可.....	10
图表 19: 公司海外业务毛利率较高.....	11
图表 20: 公司分布式电站案例.....	11
图表 21: 公司光伏产能稳步增长 (GW)	12
图表 22: 公司电池片销量 (含自用) 稳步提升 (MW, %)	12
图表 23: 公司电池产能包袱较轻.....	12
图表 24: 2023 年起, 电池片出口增速普遍高于组件.....	13
图表 25: 公司“磁材+器件”主要产品及下游领域 (框内为公司主要产品)	14
图表 26: 公司磁材业务产销量稳定增长 (万吨, %)	14
图表 27: 公司磁材业务收入及毛利率较为稳定 (百万元, %)	15
图表 28: 公司“锂电业务”主要产品及领域 (框内为公司主要产品)	16
图表 29: 公司锂电池产品下游分布.....	16
图表 30: 公司锂电池业务产销量 (亿支)	17
图表 31: 公司光伏业务分拆 (百万元)	17
图表 32: 公司其他业务分拆 (百万元)	18
图表 33: 可比公司估值对比 (截至 2025/5/6)	18



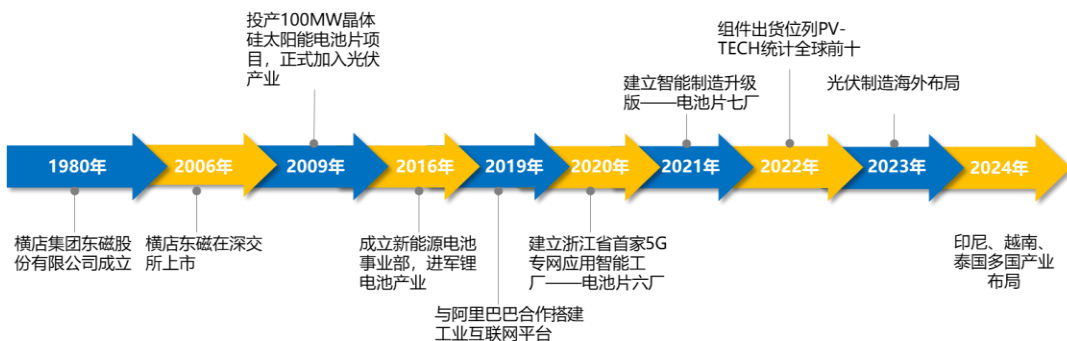
1 磁材龙头多维布局，新能源带动业绩稳健增长

1.1 磁材龙头多维拓展，磁材+新能源双轮驱动

横店东磁自创立以来，历经三次战略跃迁，目前已完成由磁性材料制造商向新能源产业综合服务商的跨越式转型。

公司前身是 1980 年成立的东阳磁性器材厂，2006 年成为深交所首家磁性材料上市公司，永磁铁氧体、软磁材料市占率持续位居行业前列。2009 年公司成立太阳能事业部进军光伏行业，2010 年投建首个光伏电池片生产线，后不断进行产能及市场扩张，2022 年实现组件出货量全球前十的突破。2016 年公司成立新能源电池事业部进军锂电池产业，投产建设年产 1 亿支 18650 型高容量锂离子动力电池项目，瞄准小动力赛道加速锂电业务发展。2018 年公司收购浙江省东阳市东磁诚基电子有限公司 100% 股权，正式进入电子器件领域，此后先后进入了射频器件和电感等产业，向材料下游不断延伸布局。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所绘制

公司逐步形成磁材+新能源双轮驱动的战略格局，深耕磁材、光伏和锂电产业链核心环节，产品涉及磁性材料和器件、光伏、锂电池等多个领域。

图表2：公司主要产品及应用场景

类型	主要产品	应用场景
磁材	预烧料、永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、金属磁粉心、纳米晶等	主要应用于新能源汽车、光伏、家电、消费类电子、通信通讯、 大数据中心 、 充电桩 、智能终端、 工业互联网 等领域
器件	振动器件、硬质合金、EMC 滤波器、电感等	
光伏	电池 、组件等	主要应用于户用分布式、工商业分布式和集中式电站领域，公司自身也会适度参与开发、投资建设光伏电站
锂电	三元圆柱锂电池、小动力 PACK 系统、储能产品等	锂电主要应用于电动二轮车、便携式储能、电动工具、智能小家电等领域；储能产品应用于户用和工商业

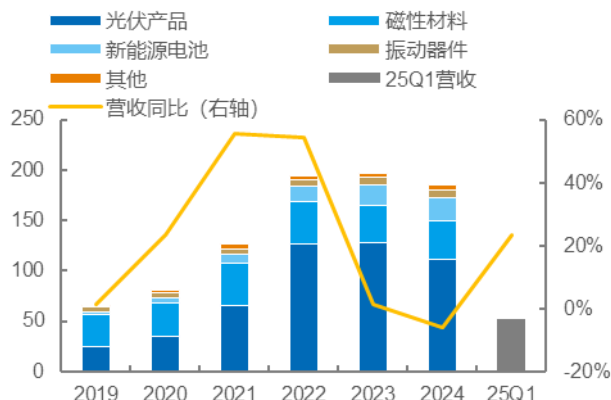
来源：公司公告，国金证券研究所绘制



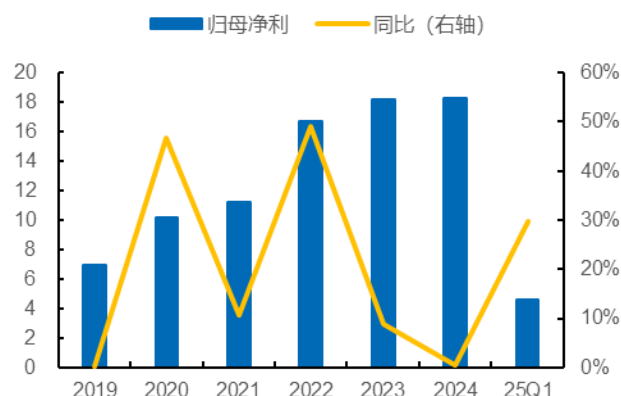
1.2 业绩稳健增长，光伏成为最大利润来源

2020-2022 年公司光伏业务快速发展带动收入及业绩增长，2023 年起光伏行业竞争加剧、增速放缓，公司收入及利润增速回落。2024 年公司实现营业收入 185.6 亿元、同降 5.9%，实现归母净利润 18.3 亿元、同增 0.6%，公司在光伏全产业链盈利承压的背景下凭借前瞻性海外产能布局及海外渠道优势、磁材和锂电业务的稳健发展维持了利润增长。25Q1 公司实现营业收入 52.2 亿元、同增 23.35%，实现归母净利润 4.58 亿元、同增 29.65%。

图表3：公司营业收入及增速（亿元，%）



图表4：公司归母净利润稳健增长（亿元，%）



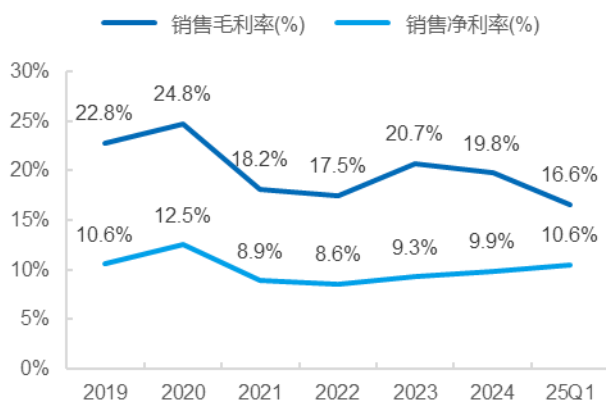
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

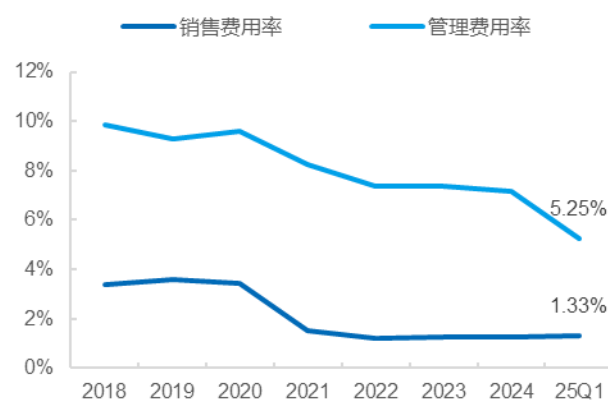
公司盈利能力相对稳定，2021 年原材料硅料价格及海运费上涨、会计准则变化导致毛利率下降，2023 年光伏业务带动下毛利率有所修复，2024 年起光伏业务盈利承压导致毛利率下降，25Q1 毛利率 16.6%。公司净利率相对稳定，25Q1 期间费用率下降带动毛利率提升至 10.55%。

2021 年起公司期间费用率持续下降，主要受益于管理费用率下降；销售费用率管控较好，叠加会计政策变化使运费从销售费用中剔除，下降明显；现金流管控好，有息负债少，财务费用基本处于负值。

图表5：公司盈利能力相对稳定



图表6：公司管理费用率持续下降



来源：Wind，国金证券研究所

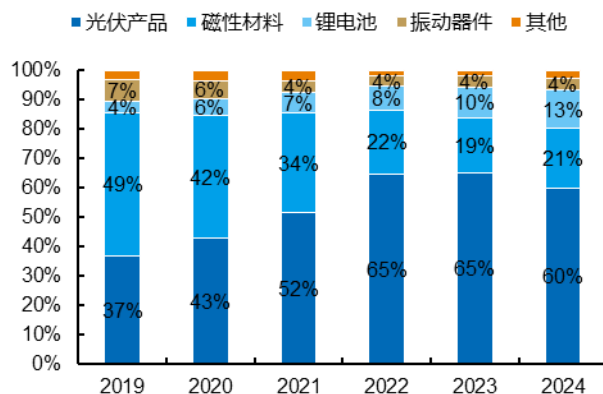
来源：Wind，国金证券研究所

分产品看，2020-2023 年公司光伏业务收入占比快速提升，2024 年因产业链价格承压占比略下降至 60%；锂电池业务占比稳步提升，2024 年占比提升至 13%；磁材业务收入规模相对稳定，2024 年占比 21%。

盈利能力看，公司磁材业务毛利率相对稳定，2019-2024 年维持在 25%-30% 左右；光伏产品受行业影响有一定波动，但整体仍维持较高水平，2024 年毛利率为 19.8%；锂电池业务毛利率波动较大，2023 年受行业竞争加剧、公司产能爬坡影响毛利率较低，2024 年毛利率回升至 12.7%。

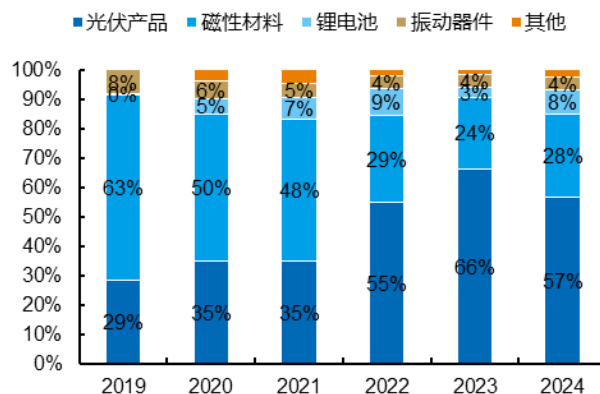


图表7：公司收入结构



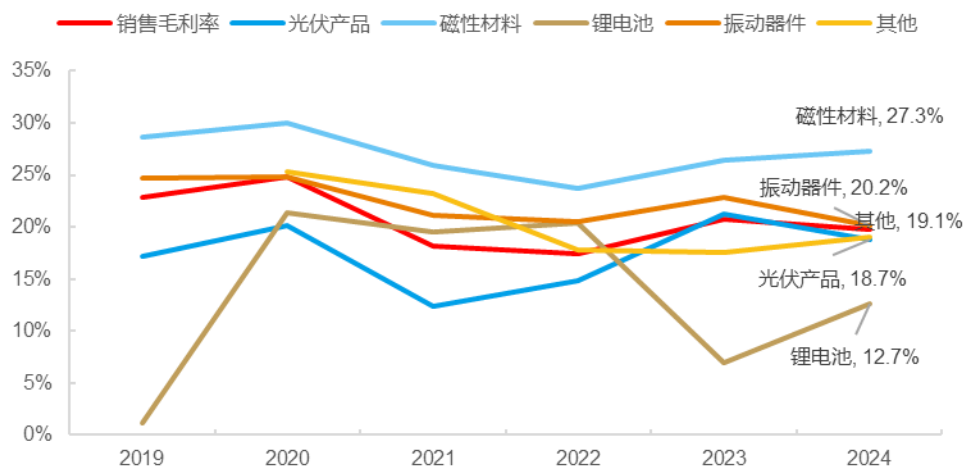
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司毛利结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：公司各板块毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

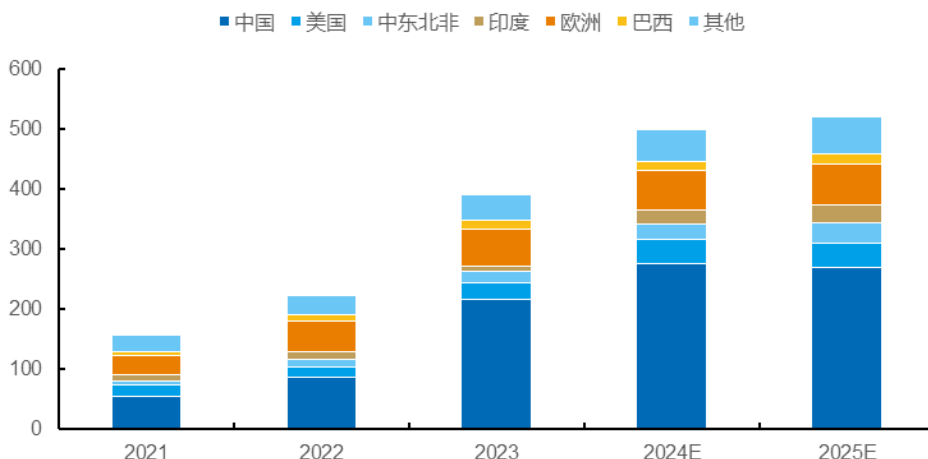
2 光伏：差异化战略保障盈利领先，产能稳健高质量扩张

2.1 盈利持续领先，逆境彰显韧性

在光储系统成本大幅下降的背景下，我们预计光伏新增装机区域分布将持续多元化，中国、欧洲、美国三大传统市场因体量较大装机增速将逐渐平稳，而中东、中亚、南亚、拉丁美洲、非洲等地区因能源转型、资源优势等因素，有望在低基数下实现高速增长，这部分新兴市场需求有望呈现“东边不亮西边亮”的状态，带动光伏装机需求持续增长，预计 2025 年光伏新增装机维持 5%左右的增速，光伏组件端需求有望提升至 650-700GW。



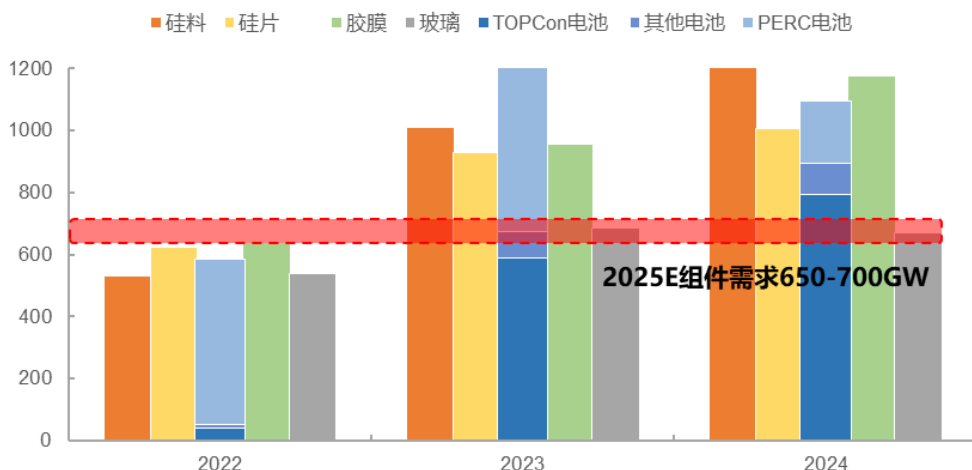
图表10: 全球光伏新增装机预测 (GW, 交流侧)



来源: InfoLink、IRENA, 国金证券研究所测算

光伏需求增速放缓背景下, 产业链供需矛盾凸显。2024 年以来光伏主产业链供给全面过剩, 2024 年末各环节名义产能达到近 1000GW, 即使考虑产能利用率折扣, 行业供给也十分充足。

图表11: 光伏主要环节名义产能供给充足 (GW)

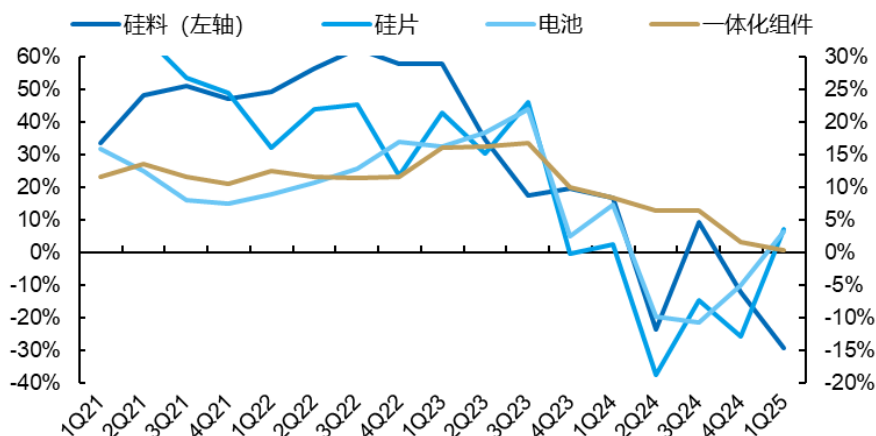


来源: InfoLink、卓创资讯、各公司公告, 国金证券研究所测算

供给过剩状态下产业链价格快速下跌, 各环节盈利承压, 24Q3 主产业链除一体化组件外均进入亏损状态 (24Q3 硅料环节修复至正毛利主要因前期存货跌价损失转销影响, 经营端仍为负毛利状态); 24Q4 产业链价格持续下降, 25Q1 硅片、电池片环节毛利率略有修复, 但整体仍处于亏损状态。



图表12：24Q3起光伏主产业链销售毛利率处于较低水平



来源：Wind 国金证券研究所

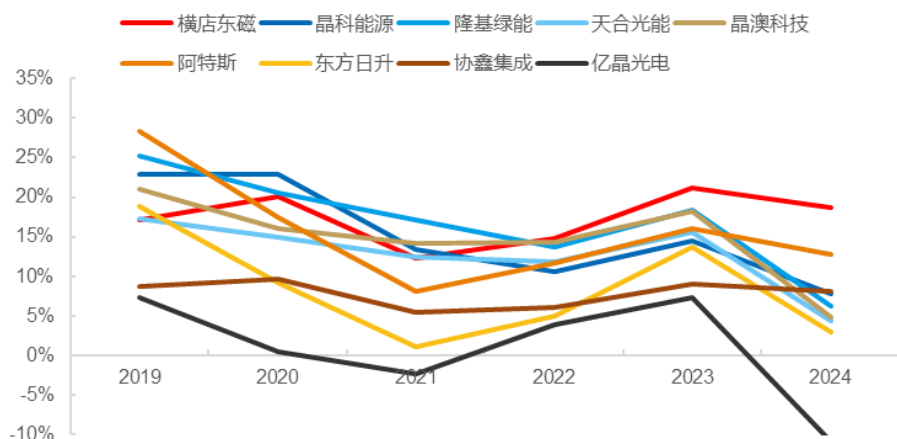
公司电池组件业务盈利始终处于行业领先水平，24Q4-25Q1 在行业普遍亏损的背景下仍维持盈利，2024 年电池组件业务毛利率达 18.74%，预计显著优于行业平均。

图表13：24Q4-25Q1 公司在行业普遍亏损的背景下仍实现盈利 (亿元)

公司简称	1Q25	4Q24	3Q24	2Q24	1Q24	4Q23
晶澳科技	-16.38	-41.72	3.90	-3.91	-4.83	2.75
晶科能源	-13.90	-11.16	0.15	0.24	11.76	10.86
天合光能	-13.20	-25.97	-13.73	0.10	5.16	4.54
隆基绿能	-14.36	-21.13	-12.61	-28.93	-23.50	-9.42
阿特斯	0.47	2.92	7.16	6.61	5.79	0.63
东方日升	-2.67	-18.76	-5.97	-6.83	-2.80	0.84
协鑫集成	-1.98	-0.14	0.39	0.19	0.24	0.15
横店东磁	4.58	9.00	2.87	2.86	3.53	1.66

来源：Wind，国金证券研究所

图表14：公司电池组件业务毛利率持续处于行业领先水平



来源：各公司公告，国金证券研究所

我们认为公司电池组件业务维持盈利优势主要源自以下两点：

- 1) 多元化布局、差异化战略深耕海外高盈利市场；
- 2) 稳健谨慎扩张，光伏制造再全球化背景下竞争力提升。



2.2 多元化布局、差异化战略保障盈利优势

公司布局光伏以来坚持差异化战略，市场端坚持多元化市场开拓，多年深耕海外高盈利市场；产品端紧跟技术迭代步伐，多样化产品满足市场需求；产能端稳健扩张，前瞻性布局稀缺产能巩固盈利优势。

图表15：公司光伏业务发展历程

横店东磁成立	通过ISO9002, QS9000认证	进入光伏领域, 发展新能源成为核心战略	- 光伏行业首批领跑者证书 - 产能达到2GW	入围彭博新能源财经1级光伏组件制造商	- PVEL全球“最佳表现”组件制造商 - 通过SA8000认证	- 连云港和宜宾基地建成投产 - Infolink全球出货TOP10						
1980	1992	1996	2006	2009	2011	2016	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	年营业收入超过1亿元		深圳IPO上市 (SZ: 002056)				EUPD Research 顶级光伏品牌					- 泗洪基地全部达产 - 全球光伏组件供应商Top10 (PVTech)

来源：公司官网，国金证券研究所

多元化市场布局，持续拓宽海内外市场。

公司坚持多元化市场布局，2011-2012 年开始布局欧洲市场，2013 年在日本等市场开拓上实现突破，后续陆续开发韩国、南美、印度、非洲等新兴市场，持续拓宽海内外市场布局。

图表16：公司组件业务全球化布局



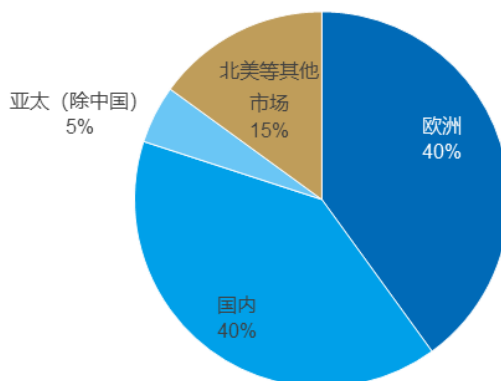
来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年公司持续加大海内外市场的营销服务体系建设和市场拓展力度：国内市场出货实现翻番以上增长；欧洲市场版图从西北欧扩展到了东欧和南欧的部分国家，出货实现了高基数下的良好增长；同时增加了东南欧、巴西、美国等地销售布局。2024 年公司光伏产品出货 17.2GW，2025 年计划光伏产品出货超 20GW，其中组件出货中欧洲市场占比约 40%，亚



太（除中国）、北美等其他市场占比约 5%、15%。

图表17：2025 年公司组件出货规划区域分布



来源：公司公告，国金证券研究所

深耕欧洲分布式市场，差异化产品保障盈利优势。

公司 2011-2012 年起即布局欧洲市场，2014-2015 年拓展了欧洲差异化组件市场，多年积淀使得公司在欧洲、日本等区域的分布式市场享有较高的声誉和市占率。公司是全球首批获得低碳认证的光伏组件制造企业，2018-2024 年连续 7 年获 EUPD Research “顶级光伏组件品牌”，2019-2024 年连续 6 年位列彭博新能源财经“全球一级太阳能组件制造商”，连续 4 年获 Kiwa PVEL “全球最佳表现组件制造商”。

图表18：公司产品获得多项客户及机构认可



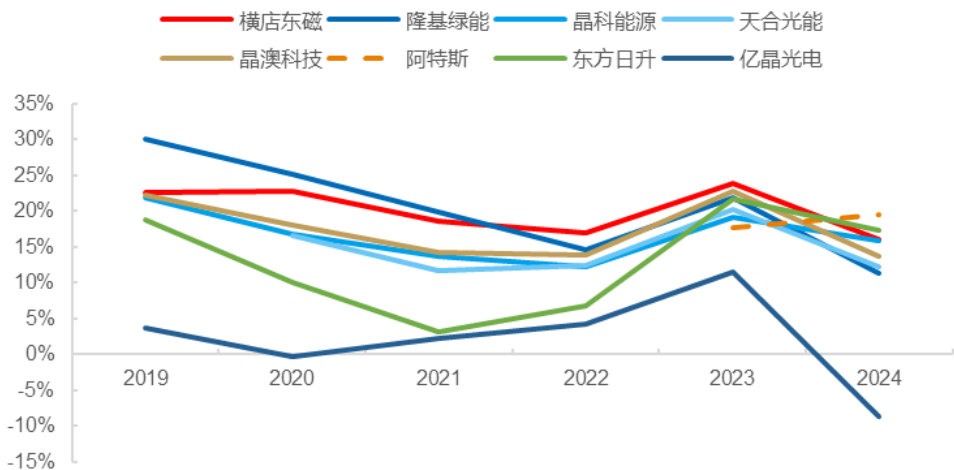
来源：公司官网，国金证券研究所

2022 年俄乌战争爆发，欧洲分布式需求快速增长，公司深色系组件在中北欧很受欢迎，因分布式需求对价格的接受度较高，且公司可针对客户的定制化需求进行特定产品开发从而享有一定溢价，2022-2023 年公司海外业务毛利率显著领先行业。



2024 年公司先后推出了 TOPCon G12RT 双玻组件、M10RT-B78HSW 组件、54 版型双玻黑组件、36 版型易安装小组件、Greenhouse 之不同尺寸和透光度率的系列产品以及专为“光伏+海洋”、“光伏+交通”等多元化应用场景打造的海漂组件、防眩光组件等场景化组件产品，可为客户提供更多优质选择和系统解决方案。

图表19：公司海外业务毛利率较高



来源：Wind，国金证券研究所；注：阿特斯海外业务包含大储业务，可比性较弱

图表20：公司分布式电站案例



来源：公司官网，国金证券研究所

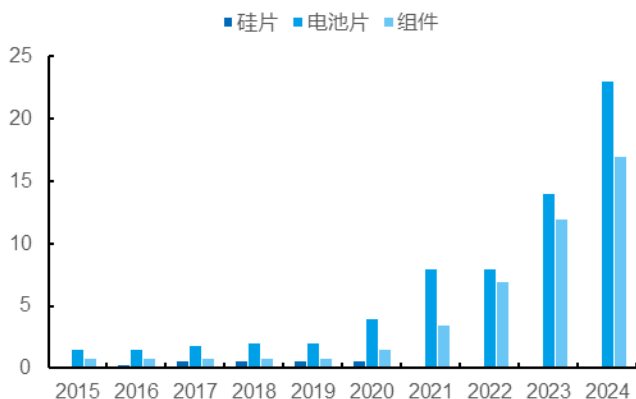


2.3 产能稳健高质量扩张，光伏制造再全球化背景下竞争力提升

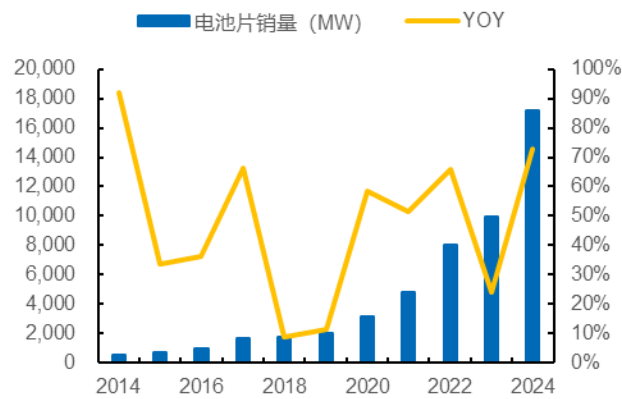
公司光伏产能扩张较为稳健，谨慎扩张并追求质量，紧跟行业技术迭代步伐，产能包袱较轻。

2015 年公司确定“单晶电池领跑者”的中期战略定位，推进单晶、PERC、N 型等电池新技术研发，布局 500MW 高效单晶电池片及高效单晶组件项目并于 2017 年开始释放；2020/2021 年公司快速完成 1.6GW/4GW 高效单晶电池项目释放，同时推动 TOPCon 技术研发，一期/二期各 6GW TOPCon 电池工厂分别于 2023/2024 年投产。目前公司储备 OBB、HJT、XBC 等新型封装、互连组件技术，紧跟行业技术迭代步伐。

图表21：公司光伏产能稳步增长（GW）



图表22：公司电池片销量（含自用）稳步提升（MW，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

截至 2024 年末，公司具有 23GW 电池、17GW 组件产能，相对合理的产能体量使得公司稼动率压力较小、可灵活选择订单；此外，公司目前 PERC 电池产能仅剩 4GW 左右（考虑减值），且仍具有一定订单量，产能包袱较轻。

图表23：公司电池产能包袱较轻

地区	技术路线	名义产能 (GW)	
国内	PERC	8	考虑减值后约 4GW
国内	TOPCon	12	实际产能可超 15GW
海外	TOPCon	3	实际产出可达 3.5GW+
合计		23	

来源：公司公告，国金证券研究所

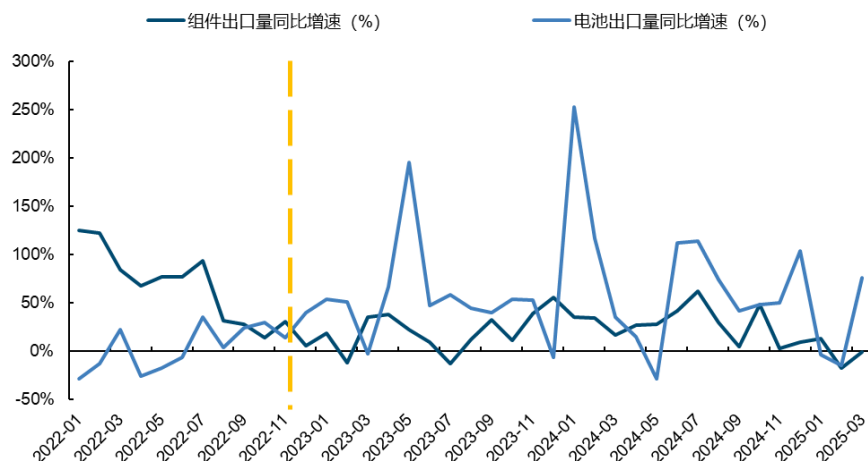
光伏制造供应链再全球化大势所趋，领先海外产能布局彰显公司前瞻性、灵活性及执行力。

近期国际贸易环境再次大幅波动，尽管我国光伏产业链自十多年前即开始经历类似考验，但由于光伏关系到各国家未来主力二次能源供应、且当前全球仍有一半需求来自中国以外的国际市场，光伏产业链再全球化的话题再次升温。

综合考虑目前产业链各环节产能建设的条件及难度（技术、资金、环保、供应链、人工、基础设施等各方面要求），最贴近终端需求的组件封装环节的产能建设，或是各国实现光伏供应“自主可控”相对最切实可行的方向。在过去的一年多时间里，美国、土耳其、印度等地的产能建设进展，以及我国光伏产品直接出口量中，电池片出口增速持续高于组件出口增速的数据，均验证了组件封装产能正在快速全球化的趋势。



图表24：2023 年起，电池片出口增速普遍高于组件



来源：盖锡咨询，国金证券研究所

中长期看，海外对华、对东南亚的光伏贸易挑衅或长期存在，甚至持续加高，在这一趋势下，光伏制造供应链的再全球化将是大势所趋，具备丰富的跨国生产经营经验和异地扩张能力的头部企业，有望在这一再全球化过程中进一步扩大竞争优势和市占率，并维持一定幅度的壁垒超额利润。公司 2023 年起开始海外光伏产能布局，海外产能快速投产放量彰显其前瞻性、灵活性及执行力，在光伏行业竞争激烈、国际贸易环境复杂多变的背景下，有望持续扩大其竞争力。

3 磁材：需求稳健增长，产品持续迭代巩固龙头地位

磁性材料是电能与动能转换、信号传输、电源适配、磁场屏蔽、模拟和数据存储等重要功能材料，下游的电机电感、传感器等是支撑国防安全、5G/6G 通讯、轨道交通、智能装备和机器人等领域发展的关键器件，按应用功能可分为永磁材料（永磁铁氧体、稀土永磁）、软磁材料（软磁铁氧体、磁粉心、非晶纳米晶等）和功能磁性材料。

公司以磁性材料起家，立足“横向布局多材料体系，纵向延伸发展器件”的发展定位，为客户提供从材料到器件的一站式的解决方案。公司产品包括预烧料、永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、磁粉心、非晶纳米晶等多种材料体系，并纵向延伸发展了振动器件、硬质合金、电感、EMC 滤波器件等产品，主要应用于家电、汽车、光伏、消费电子、通信通讯、大数据中心、充电桩、智能终端、工业互联网、人造钻石等领域。

目前公司的磁性材料产品涵盖永磁、软磁、塑磁三大类：

- 1) 永磁：主要包括永磁铁氧体以及稀土钕铁硼永磁，其中铁氧体永磁材料为公司核心产品。公司所生产的镨、钕铁氧体共有 DM25、DM30、DM33H 等 20 余只牌号永磁铁氧体，广泛应用于汽车电机（如雨刮器、座椅调节电机）、家电（空调压缩机、洗衣机电机）、电动工具及消费电子（扬声器、振动马达）等领域。
- 2) 软磁：公司主要产品包括锰锌软磁（功率型、高导磁率型）、镍锌软磁（抗 EMI 型）及金属软磁粉芯等，在光伏逆变器、新能源汽车 OBC（车载充电机）、充电桩等高频高功率场景多有应用。
- 3) 塑磁：公司主要产品包括橡胶磁片、电机磁条及传感器磁环、包胶器件、磁环组件等，常用于用于汽车传感器（如 ABS 轮速传感器）、智能家居（扫地机器人磁导航模块）及医疗设备（MRI 辅助部件）等，近期公司开拓了 3D 打印新领域，技术取得新突破。



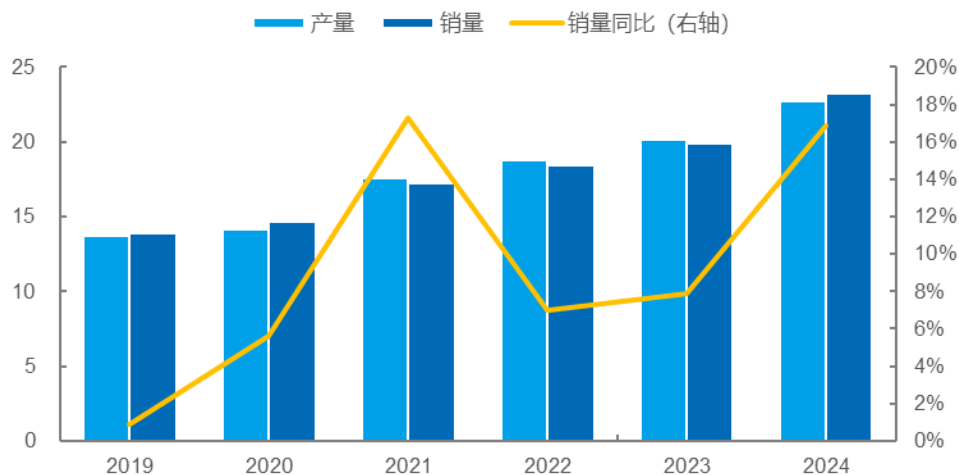
图表25：公司“磁材+器件”主要产品及下游领域（框内为公司主要产品）



来源：公司公告，国金证券研究所

截至2024年底，公司具有年产29万吨磁性材料（包括永磁、软磁、塑磁、外售预烧料等）生产能力，是全球最大的铁氧体磁性材料生产企业。2024年公司铁氧体磁性材料出货23.2万吨、同增17%，位列行业首位。

图表26：公司磁材业务产销量稳定增长（万吨，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

应用端看，近年来随着家电能效升级、新能源汽车电机需求增长以及光伏逆变器需求提升，公司磁材业务下游结构持续优化：

- 1) 家电：受益于消费品以旧换新活动和夏季消费旺季保供需求增加，家电产品产销量保持较好增长，带动永磁铁氧体需求增加；
- 2) 汽车及充电桩：车载充电机（OBC）、DC/DC转换器、电驱动 EMC 滤波、混动车型的升压系统、充电桩等应用需求持续增长带动软磁材料出货量增长；
- 3) 光伏：光伏装机持续增长带动了软磁材料在光伏逆变器领域应用的增长；
- 4) 消费电子：整体需求逐步复苏，手机和 PC 的出货都实现了正增长，服务器亦得益于 AI 大模型推动呈现需求增长，带动了上游磁性材料需求的增长。

展望后续，预计需求端拉动和供给端扶持能让家电、消费电子和汽车等行业的景气度得以



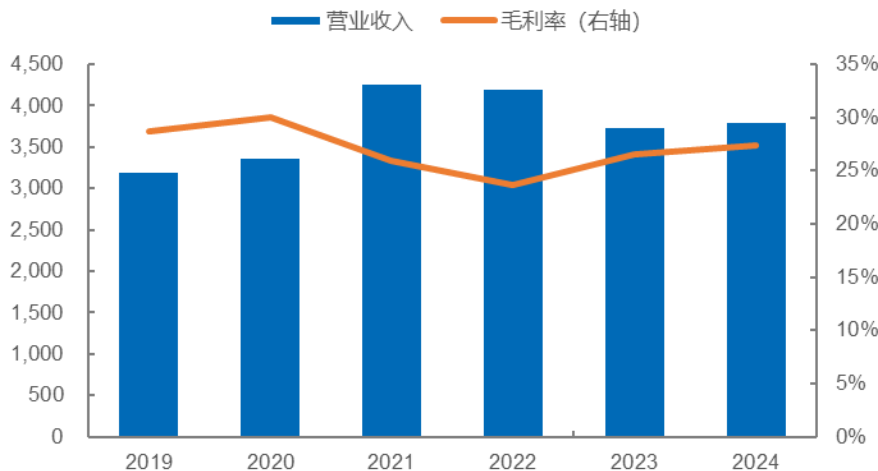
延续，并相应带动磁性材料的出货增长；此外，光伏新增装机和服务器算力领域的增长预期也有利于磁性材料的出货保持稳定增长。家电、燃油车、消费电子等领域处于存量竞争态势，但新能源汽车、光伏、AI 服务器、人型机器人等领域的磁材应用持续保持了增长态势，行业协会预计未来几年永磁铁氧体、软磁铁氧体出货量将分别保持年约 3%和 8%的增长。

面对磁材行业中低端产品同质化严重，高端产品需求不足的情况，公司根据不同领域应用及时进行新技术、新产品的开发，持续提升竞争力。

- 1) 永磁铁氧体方面，目前主要厂家能稳定量产 7 材产品，公司能稳定量产 9 材、12 材，与日韩企业的技术差距已进一步缩小；同时着力于开发用于恶劣环境的低温度系数和特高 Hc_j 特性材料、用于低噪音马达的永磁体等，并纵向推动机壳定子打开了高端市场，获得定点项目，实现产品创新。
- 2) 软磁材料方面，下游终端应用如人形机器人、AI 用各类服务器、数据中心电源管理产品正走向高频化、轻薄化、小型化、集成化，下游磁性元件需要在体积小化的同时实现较高的功率输出，这要求软磁铁氧体材料需达到更高的功率密度，公司着力于开发高饱和磁通密度和更低的功率损耗的功率类材料。同时，公司在同质化竞争中寻求差异化市场，积极推动磁粉心、非晶纳米晶及相关器件在算力和新能源汽车等领域的应用，其中，铜片电感已成为国内知名企业的采购首选 EMC 滤波器件已获得多个新能源汽车企业的定点开发和生产，为后续的增长奠定了较好的基础。
- 3) 塑磁材料方面，公司在新能源汽车领域拓展了热管理系统、转向系统、安全系统等多品类产品。
- 4) 器件方面，公司振动器件在手机和非手机领域均实现了出货量的增长；硬质合金维持了大规格顶锤产品较高市占率，并积极开发梯度材料利用和复合片产品。

公司磁材业务的盈利能力保持稳健，近年来磁材业务毛利率维持在 25%-30%左右，多年技术沉淀及产品迭代能力有望支撑在相对稳定的盈利水平下实现份额增长。

图表27：公司磁材业务收入及毛利率较为稳定（百万元，%）



来源：Wind，国金证券研究所

4 锂电：差异化聚焦小动力，出货有望持续增长

公司锂电业务立足“聚焦小动力，延伸发展储能”的发展定位，产品主要包括 18650 和 21700 型号的三元圆柱电芯，广泛应用于电动两轮车、电动工具、智能家居、便携式储能和家庭备用电源等领域。区别于市场上众多锂电企业集中发力动力电池和储能电池，公司锂电业务采取了差异化竞争策略，专注于小动力和消费电子领域，避免与行业巨头的正面竞争。此外，公司亦在培育户储、工商业储能相关产品，并与第三方合作参与大储市场拓展。

目前公司具有 7GWh 锂电池产能，2024 年锂电出货 5.3 亿支，其中 18650 型号的圆柱锂离子电池出货量位列全球第二。

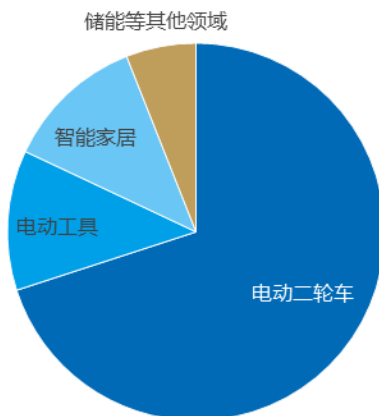


图表28：公司“锂电业务”主要产品及领域（框内为公司主要产品）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表29：公司锂电池产品下游分布



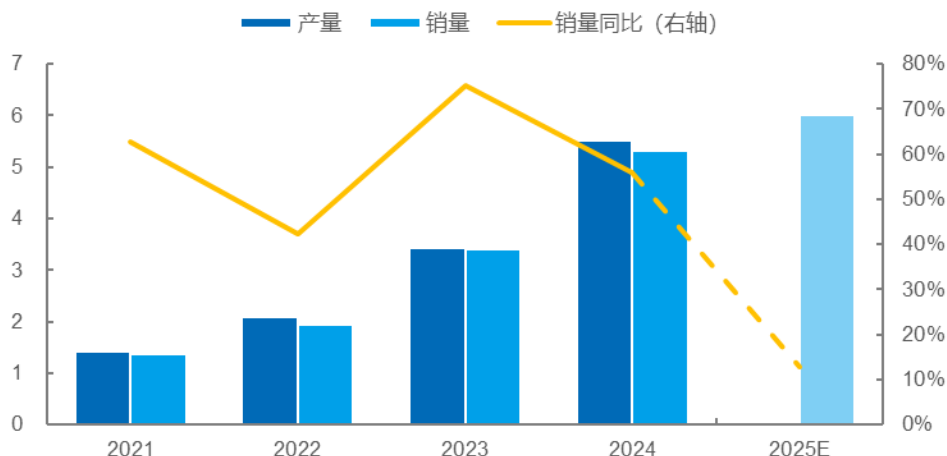
来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年公司锂电产品业务持续推进，在电动两轮车领域市占率持续提升，同时在越南、巴西、韩国等市场取得了突破；在电动工具市场取得了多个客户的认可，出货翻番以上增长；智能家居市场出货亦增速显著。此外，公司还在积极布局户储、工商业储能等产品，并实现了户储产品在欧洲市场的出货验证。

展望 2025 年，预计圆柱电池继续朝着高容量、高安全、低成本的技术方向发展，超高比能+超长循环、高比能+中倍率、中比能+大电流、全极耳+大电流+高比能等技术产品均会在不同的应用领域具有优势。随着电动两轮车和电动工具等锂电化渗透率提升，便携式储能和智能家居的应用普及，预计未来几年小动力电池出货量将保持稳定增长态势，公司 2025 年出货目标超 6 亿支，预计持续增长。



图表30：公司锂电池业务产销量（亿支）



来源：公司公告，国金证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测：预计 25-27 年实现归母净利 19.2/21.8/24.9 亿元

光伏业务：

- 1) 出货：2024 年末公司具有电池/组件产能 23/17GW，公司 2025 年出货目标 20GW 以上，考虑到公司在欧洲等市场品牌优势显著，光伏需求持续增长背景下预计公司 2025-2027 年电池组件合计出货 20.5/23/25GW，同增 19%/12%/9%。
- 2) 盈利：近年光伏行业盈利承压，产品价格快速下降，预计 2025 年行业竞争激烈、公司电池组件价格仍维持在较低水平，2026-2027 年产业链价格略有回升；预计公司生产成本稳中有降，2026 年产业链价格回升带动单位成本略有提升；预计公司 2025-2026 年毛利率相对平稳。

图表31：公司光伏业务分拆（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
光伏业务						
收入	12593	12777	11070	11764	13910	15225
YOY		1%	-13%	6%	18%	9%
出货 (GW)	8.0	10.0	17.2	20.5	23.0	25.0
YOY		24%	73%	19%	12%	9%
单价 (元/W)	0.73	0.73	0.64	0.57	0.60	0.61
单位成本 (元/W)	0.64	0.64	0.52	0.47	0.50	0.49
毛利	1871	2710	2074	2110	2490	2885
毛利率	14.9%	21.2%	18.7%	17.9%	17.9%	18.9%

来源：Wind，国金证券研究所

磁性材料：近年公司磁材产品出货持续增长，行业协会预计未来几年永磁铁氧体、软磁铁氧体出货量将分别保持年约 3%和 8%的增长，考虑到公司为行业龙头，预计增速略高于行业平均水平，2025-2027 年出货 25/26.5/27.8 万吨，同比增速 8%/6%/5%，带动收入同增 6%/6%/5%。公司磁材业务毛利率相对稳定，预计 2025-2027 年毛利率维持 27%。

新能源电池：公司锂电产品聚焦小动力领域，有望受益下游两轮车及电动工具需求增长，公司 2025 年出货目标超 6 亿支，预计 2025-2027 年出货 6/6.5/7 亿支，同增 13%/8%/8%，带动收入持续同增 12%/8%/8%；2024 年公司新能源电池业务毛利率略回升至 12.7%，预计 2025-2027 年稳定在 12.5%。

其他：预计公司震动器件业务维持增长、盈利基本稳定，其他业务收入及盈利稳定。



图表32: 公司其他业务分拆 (百万元)

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磁性材料							
收入		4204	3740	3812	4050	4293	4508
	YoY	-2%	-11%	2%	6%	6%	5%
出货 (万吨)		18.40	19.85	23.20	25.00	26.50	27.83
	YoY	7%	8%	17%	8%	6%	5%
毛利		996	991	1042	1094	1159	1217
毛利率		23.7%	26.5%	27.3%	27.0%	27.0%	27.0%
新能源电池							
收入		1561	2051	2415	2700	2925	3150
	YoY	79%	31%	18%	12%	8%	8%
出货 (亿支)		1.94	3.40	5.31	6.00	6.50	7.00
	YoY	42%	75%	0%	13%	8%	8%
毛利		318	142	306	338	366	394
毛利率		20.4%	6.9%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%
震动器件							
收入		721	743	766	800	850	900
	YoY	40%	3%	3%	4%	6%	6%
毛利		148	169	155	160	170	180
毛利率		20.5%	22.8%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他主营业务							
收入		226	409	496	500	500	500
	YoY	-7%	81%	21%	1%	0%	0%
毛利		35	76	95	95	95	95
毛利率 (%)		15.4%	18.5%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
合计							
收入		19451	19721	18559	19814	22478	24283
	YoY	54%	1%	-6%	7%	13%	8%
毛利		3400	4088	3671	3796	4280	4771
毛利率		17.5%	20.7%	19.8%	19.2%	19.0%	19.6%

来源: Wind, 国金证券研究所

综合以上假设, 预计公司 2025-2027 年实现收入 198/225/243 亿元, 同增 7%/13%/8%; 综合毛利率 19.2%/19.0%/19.6%; 预计公司费用率稳中有降, 2025-2027 年实现归母净利润 19.2/21.8/24.9 亿元, 同增 5%/14%/14%。

5.2 投资建议

截至 2025 年 5 月 6 日收盘, 公司 PE 为 11、10、9 倍。我们采用可比公司估值法, 选取电池片龙头钧达股份、爱旭股份及非东南亚四国电池片产能布局领先的一体化组件龙头阿特斯作为可比公司, 2025-2027 年 3 家可比公司的平均 PE 分别为 39、13、9 倍。我们认为, 公司光伏业务凭借差异化及多元化布局保持显著的盈利优势, 磁材及锂电业务稳定增长, 有望在光伏板块整体盈利承压的背景下继续维持较高的盈利。参考钧达股份及阿特斯的估值, 给予公司 2025 年 14 倍估值, 目标价 16.50 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表33: 可比公司估值对比 (截至 2025/5/6)

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002865.SZ	钧达股份	94	41.18	-5.91	7.86	15.53	17.11	-15.96	12.01	6.08	5.52
600732.SH	爱旭股份	199	10.89	-53.19	2.19	8.39	13.68	-3.74	90.88	23.72	14.55



688472.SH	阿特斯	325	8.82	22.47	25.00	35.90	45.21	14.47	13.01	9.06	7.20
平均值								-1.74	38.63	12.95	9.09
002056.SZ	横店东磁	220	13.51	18.27	19.18	21.77	24.90	12.03	11.46	10.09	8.83

来源：Wind，国金证券研究所，使用国金证券研究所盈利预测

6 风险提示

国际贸易环境（对美关税）恶化：美东时间 4 月 2 日，白宫宣布对全球大部分国家征收进口关税，部分国家将征收更加高额的对等关税，若后续对等关税政策有所变化，将影响公司及其客户对美出口产品的生产成本，一定程度影响美国终端光伏需求；若加征的关税无法全额向下游传导，将影响公司海外电池片产能的盈利能力；若后续双反关税及 201 关税政策变化，将影响公司海外电池片产品的成本竞争力及盈利水平。

光伏行业竞争加剧：当前光伏行业供需矛盾凸显，若行业同质化、落后产能出清不及时，过度竞争局面可能持续，从而影响公司盈利水平。

行业需求不及预期：若光伏、磁材、锂电等行业需求增长不及预期，可能会对公司收入及业绩产生不利影响。

存货大幅增长：截至 25Q1 末公司存货 40.2 亿元，同比 24Q1 末增长 60%，若公司产品价格大幅（向下）波动、或下游需求变化导致存货无法顺利销售，或将产生存货减值影响公司业绩表现。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	19,451	19,721	18,559	19,814	22,478	24,283
增长率		1.4%	-5.9%	6.8%	13.4%	8.0%
主营业务成本	-16,051	-15,633	-14,888	-16,018	-18,198	-19,512
%销售收入	82.5%	79.3%	80.2%	80.8%	81.0%	80.4%
毛利	3,400	4,088	3,671	3,796	4,280	4,771
%销售收入	17.5%	20.7%	19.8%	19.2%	19.0%	19.6%
营业税金及附加	-50	-93	-85	-109	-124	-134
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-239	-246	-236	-258	-292	-316
%销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-497	-572	-604	-614	-697	-753
%销售收入	2.6%	2.9%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
研发费用	-939	-877	-722	-495	-562	-607
%销售收入	4.8%	4.4%	3.9%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	1,675	2,300	2,024	2,320	2,605	2,962
%销售收入	8.6%	11.7%	10.9%	11.7%	11.6%	12.2%
财务费用	149	252	167	193	221	265
%销售收入	-0.8%	-1.3%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.1%
资产减值损失	-168	-264	-233	-36	-4	-2
公允价值变动收益	-65	-288	-2	-10	-10	-10
投资收益	53	-70	0	0	0	0
%税前利润	3.2%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,769	2,081	2,116	2,588	2,933	3,336
营业利润率	9.1%	10.6%	11.4%	13.1%	13.0%	13.7%
营业外收支	-110	-6	7	5	5	5
税前利润	1,659	2,076	2,124	2,593	2,938	3,341
利润率	8.5%	10.5%	11.4%	13.1%	13.1%	13.8%
所得税	9	-250	-296	-389	-441	-501
所得税率	-0.5%	12.0%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,668	1,826	1,828	2,204	2,497	2,840
少数股东损益	-1	10	1	286	320	350
归属于母公司的净利润	1,669	1,816	1,827	1,918	2,177	2,490
净利率	8.6%	9.2%	9.8%	9.7%	9.7%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,668	1,826	1,828	2,204	2,497	2,840
少数股东损益	-1	10	1	286	320	350
非现金支出	631	827	909	735	804	903
非经营收益	43	335	-26	-16	19	20
营运资金变动	544	906	811	-588	396	224
经营活动现金净流	2,887	3,894	3,522	2,336	3,717	3,987
资本开支	-1,441	-1,698	-1,113	-944	-1,094	-1,094
投资	-363	537	-49	-9	-30	-30
其他	896	179	-370	0	0	0
投资活动现金净流	-908	-982	-1,532	-953	-1,124	-1,124
股权募资	0	151	0	-48	0	0
债权募资	871	90	-924	-532	134	6
其他	-873	-719	-2,052	-788	-886	-1,012
筹资活动现金净流	-2	-478	-2,976	-1,367	-752	-1,006
现金净流量	2,046	2,542	-948	16	1,841	1,857

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,655	9,185	8,975	8,943	10,740	12,561
应收款项	2,935	3,140	3,491	3,742	4,245	4,586
存货	2,036	1,955	3,749	3,930	4,217	4,255
其他流动资产	1,084	257	357	179	190	197
流动资产	11,709	14,537	16,573	16,794	19,392	21,599
%总资产	66.5%	68.6%	68.4%	67.9%	70.1%	71.8%
长期投资	233	219	265	283	303	323
固定资产	4,974	5,911	6,527	6,761	7,044	7,228
%总资产	28.2%	27.9%	27.0%	27.3%	25.5%	24.0%
无形资产	448	507	573	605	636	666
非流动资产	5,901	6,659	7,639	7,957	8,276	8,495
%总资产	33.5%	31.4%	31.6%	32.1%	29.9%	28.2%
资产总计	17,610	21,196	24,212	24,752	27,669	30,094
短期借款	1,581	2,223	886	344	478	484
应付款项	6,891	8,471	11,151	10,823	11,933	12,404
其他流动负债	1,010	747	1,160	1,236	1,287	1,400
流动负债	9,482	11,441	13,197	12,403	13,698	14,288
长期贷款	0	196	10	5	5	5
其他长期负债	356	370	734	666	662	653
负债	9,838	12,007	13,942	13,075	14,365	14,947
普通股股东权益	7,750	9,006	10,082	11,202	12,509	14,003
其中：股本	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627	1,627
未分配利润	5,541	6,719	7,825	8,976	10,282	11,776
少数股东权益	21	183	188	474	794	1,144
负债股东权益合计	17,610	21,196	24,212	24,752	27,669	30,094

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.026	1.116	1.123	1.179	1.339	1.531
每股净资产	4.764	5.536	6.198	6.886	7.690	8.608
每股经营现金净流	1.774	2.394	2.165	1.436	2.285	2.451
每股股利	0.362	0.388	0.452	0.472	0.535	0.612
回报率						
净资产收益率	21.54%	20.17%	18.12%	17.12%	17.41%	17.78%
总资产收益率	9.48%	8.57%	7.55%	7.75%	7.87%	8.27%
投入资本收益率	17.64%	17.28%	15.48%	16.33%	16.00%	16.05%
增长率						
主营业务收入增长率	54.28%	1.39%	-5.89%	6.76%	13.45%	8.03%
EBIT 增长率	63.06%	37.32%	-12.00%	14.62%	12.30%	13.69%
净利润增长率	48.98%	8.80%	0.58%	4.98%	13.54%	14.37%
总资产增长率	33.64%	20.36%	14.23%	2.23%	11.79%	8.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.5	46.0	58.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	43.0	46.6	69.9	90.0	85.0	80.0
应付账款周转天数	70.6	98.4	131.8	130.0	130.0	130.0
固定资产周转天数	86.1	101.6	121.3	119.7	109.3	103.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.11%	-73.68%	-78.68%	-73.61%	-77.11%	-79.70%
EBIT 利息保障倍数	-11.2	-9.1	-12.1	-12.0	-11.8	-11.2
资产负债率	55.87%	56.65%	57.58%	52.82%	51.92%	49.67%

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	1	6	14	15	18
增持	0	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.13	1.12	1.00

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：北京市东城区建国内大街 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