

横店东磁 (002056)

证券研究报告

2024年04月09日

磁材+锂电稳步增长，光伏深耕欧洲实现盈利高增

磁材+新能源光伏、锂电双轮驱动发展

公司主要从事磁材+器件、光伏及锂电等相关产品的研发、生产、销售以及提供一站式技术解决方案的服务。1980年横店集团创始人创办东阳县横店磁性器材厂，2006年横店东磁成功上市，2009年进军光伏产业，2016年进军锂电池产业。20年光伏营收占比达43%，超过磁材业务逐步成为驱动公司业绩增长的主力引擎。

光伏业务：持续深耕欧洲市场实现盈利高增

公司在全球光伏市场供大于求的情况下选择差异化的市场战略，持续深耕欧洲等优质市场，同时加大日韩、国内以及澳洲、拉美等区域的开发。海外占比持续提升的情况下，对比同行组件企业毛利率从20年的落后到22年实现超越，连续多年入选Tier 1光伏组件制造商证明其高融资能力及高可靠性。公司23年出货10GW，我们预计24年有望达到15GW，同比增速达50%，显著高于我们预计的光伏行业增速（29%）。

锂电业务：聚焦小动力，稼动率行业领先，市占率逆市提升

公司锂电业务聚焦小动力，根据GII预计24年小动力用锂电池市场将实现15%以上的增长。在市场竞争加剧的情况下，公司以扩大市场份额、加大新产品和市场的开拓为主要目标。产品端在原有18650系列产品的基础上，公司新增了21700系列，可满足不同应用市场和不同客户的需求。市场端二轮车市场领域公司在东南亚市场的占有率进一步提升，储能、AGV小车、智能家居等打开增长新空间。公司预计24年出货5亿支+（同比增长接近50%），同时毛利率在高稼动率下有望改善。

磁材业务纵向延伸及自动化降本，经营持续保持韧性

磁性材料产业处于稳定发展期，虽然传统应用领域需求有所萎缩，但新能源汽车、光伏等应用领域增长快速，预计未来几年整体行业会保持稳定增长态势。公司纵向延伸至器件业务，提供一站式解决方案以提升市占率，同时通过自动化智能化降低人工成本（磁材是劳动密集型产业，23年人工成本占比26%）。

盈利预测

我们预计公司24-26年营业收入分别为245、296、354亿元，同比增长24%、21%、20%；归母净利润分别为19、21、25亿元，同比增速2%、15%、16%。由于公司涉及业务较多，故可比公司参考磁材业务的中科三环、金力永磁；光伏组件业务的阿特斯、晶科能源；锂电业务的蔚蓝锂芯、亿纬锂能。考虑到公司光伏业务深耕欧洲等高盈利市场，同时根据GII预计，锂电业务聚焦小动力市场增速更快，给予24年PE 20-25X，合计公司目标市值372-465亿元，对应目标价22.88-28.60元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：光伏组件出口不及预期；海外业务汇率风险；光伏技术迭代风险；测算具有主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,450.64	19,720.96	24,535.63	29,600.78	35,413.14
增长率(%)	54.28	1.39	24.41	20.64	19.64
EBITDA(百万元)	3,234.06	3,629.21	2,705.41	3,314.31	3,677.46
归属母公司净利润(百万元)	1,669.27	1,816.17	1,860.99	2,144.67	2,481.34
增长率(%)	48.98	8.80	2.47	15.24	15.70
EPS(元/股)	1.03	1.12	1.14	1.32	1.53
市盈率(P/E)	14.13	12.99	12.67	11.00	9.51
市净率(P/B)	3.04	2.62	2.14	1.79	1.51
市销率(P/S)	1.21	1.20	0.96	0.80	0.67
EV/EBITDA	7.79	4.21	5.60	5.08	3.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.5元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,626.71
流通A股股本(百万股)	1,625.06
A股总市值(百万元)	23,587.33
流通A股市值(百万元)	23,563.34
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	56.65
一年内最高/最低(元)	20.95/10.81

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《横店东磁-公司点评:业绩预增超预期，磁材下游需求景气度高》2017-07-11
- 《横店东磁-首次覆盖报告:光伏锂电添翼、磁材应用升级打开新空间》2017-06-12

内容目录

1. 磁材+新能源光伏、锂电双轮驱动发展	3
1.1. 股权结构长期稳定	3
1.2. 光伏逐步成为业绩增长主力	3
2. 光伏：持续深耕欧洲市场实现盈利高增	5
2.1. 24 年全球光伏装机有望持续高增至 500GW+，供给过剩加剧行业竞争	5
2.2. 公司光伏实行优质市场的差异化战略，持续深耕欧洲市场	5
3. 锂电业务聚焦小动力，稼动率行业领先，市占率逆市提升	7
3.1. 小动力电池下游两轮稳定增长，储能、AGV 小车、智能家居等打开增长新空间	7
3.2. 市场竞争加剧下，公司扩大市场份额，持续开拓	7
4. 磁材纵向延伸及自动化降本，经营持续保持韧性	8
4.1. 行业需求稳定增长，竞争逐步转为上下游整合能力	8
4.2. 纵向延伸叠加自动化智能化降本，提升市占率	8
5. 盈利预测	9
6. 风险提示	10

图表目录

图 1：公司股权结构	3
图 2：公司 2019-2023 年营业收入及增速	4
图 3：公司 2019-2023 年归母净利润及增速	4
图 4：公司 2019-2023 年各业务营收占比	4
图 5：公司 2019-2023 年各业务毛利率情况	4
图 6：公司 2019-2023 年费用率情况	5
图 7：公司 2019-2023 年分地区营收占比	6
图 8：2019-2023 年组件一体化企业毛利率对比	6
图 9：2020-2024 年中国数码锂电池出货量及预测(GWh)	7
图 10：公司 2023 年磁材业务成本拆分	9
图 11：公司 2023 年磁材器件业务成本拆分	9
表 1：公司分业务盈利预测	9
表 2：可比公司估值	10

1. 磁材+新能源光伏、锂电双轮驱动发展

横店东磁主要从事磁材+器件、光伏及锂电等相关产品的研发、生产、销售以及提供一站式技术解决方案的服务。1980年横店集团创始人创办东阳县横店磁性器材厂，2006年横店东磁成功上市，2009年成立太阳能事业部，进军光伏产业，2016年成立新能源电池事业部，进军锂电池产业。

公司以磁性材料起家，一直致力于横向布局多材料体系并适度纵向延伸发展磁器件，磁性材料产品主要包括预烧料、永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、磁粉心、非晶纳米晶等，器件产品主要包括振动器件、硬质合金、电感、EMC器件等。磁性材料+器件产品主要应用于新能源汽车、光伏新能源、家电、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。

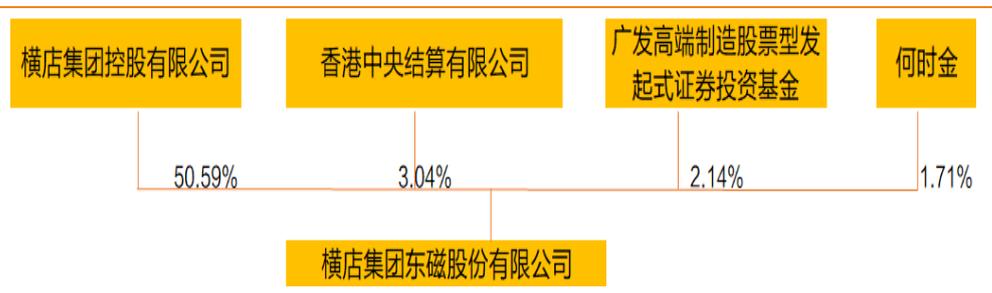
光伏业务：立足“电池组件一体化+下游电站开发建设”的发展定位，主要为全球客户提供户用分布式、工商业分布式和集中式电站用的高效光伏产品以及系统解决方案。同时，公司也会适当开发下游电站的投资建设。

锂电产品主要包括三元圆柱锂电池、小动力PACK系统及储能产品，主要应用于电动二轮车、便携式储能、电动工具、智能小家电和家庭备用电源等小动力应用领域。同时，公司亦在培育家储、阳台储能和工商业储能相关产品。

1.1. 股权结构长期稳定

公司第一大股东为横店集团控股有限公司，持股比例为50.59%，股权结构稳定。何时金持股1.71%，为横店控股副总裁，从而与横店控股构成一致行动人关系。

图 1：公司股权结构



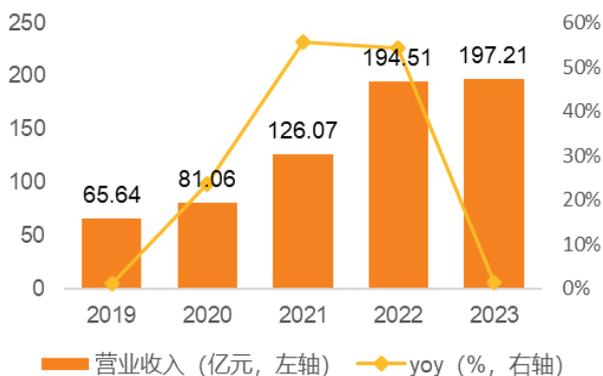
备注：截至日期为2024年4月8日，展示持股比例大于1%的股东

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 光伏逐步成为业绩增长主力

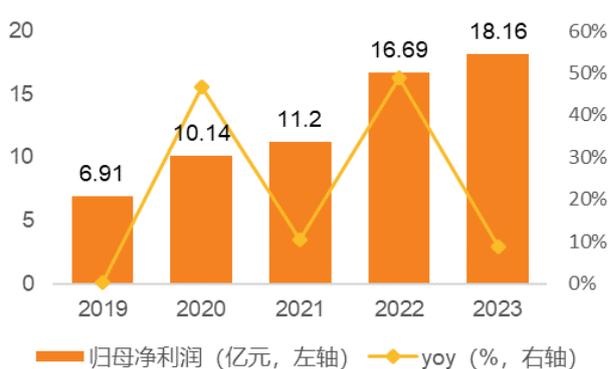
公司2019-2023年营收及利润均实现稳步增长。其中2022年营业收入、归母净利润实现同比54%、49%的高增，主要系1)2021年底新建成投产的先进产能实现了快速有效释放；2)在深耕欧洲市场的同时，加大了日韩、澳洲、拉美及中国等市场的拓展力度，部分国家组件出货同比明显增长，光伏已成为驱动公司业绩增长的主力引擎。2023年公司实现营业收入197.21亿元，同比增长1.39%，我们认为同比增长不大主要系光伏原材料价格大幅下跌，使得光伏产品价格也有所下跌，出现增量不增收的情况；归母净利润18.16亿元，同比增长8.80%；扣非后净利润20.25亿元，同比增长26.58%。

图 2：公司 2019-2023 年营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

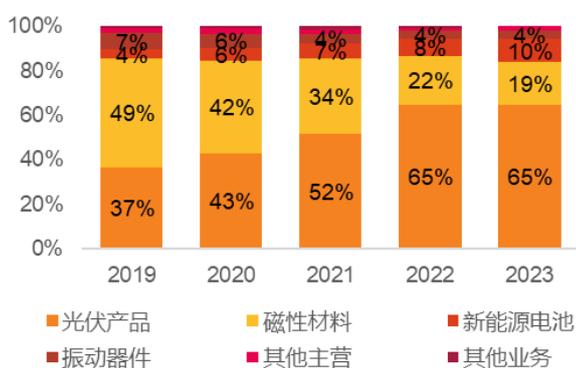
图 3：公司 2019-2023 年归母净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

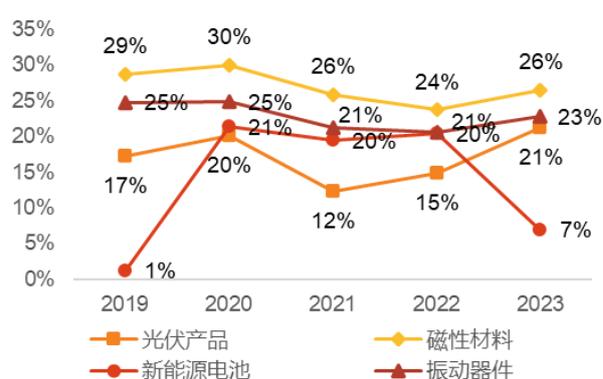
2019-2023 年公司光伏业务营收占比从 37% 提升至 65%，2020 年已经超过磁材业务成为公司第一大营收来源。毛利率方面，光伏业务 21 年以来毛利率逐年提升；磁材业务近三年维持在 25% 左右。

图 4：公司 2019-2023 年各业务营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

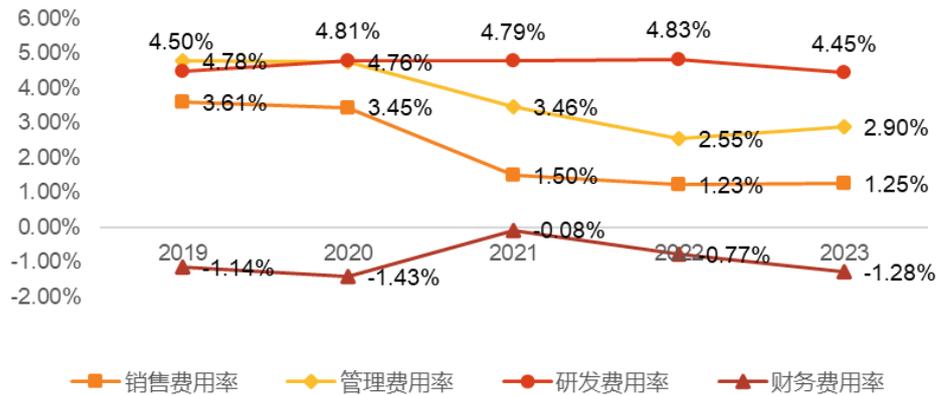
图 5：公司 2019-2023 年各业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

费用率整体呈现下降趋势。公司销售费用率及管理费用率从 19 年以来总体呈现下降趋势，其中销售费用率从 19 年的 3.16% 降至 23 年的 1.25%；管理费用率从 19 年的 4.78% 降至 23 年的 2.90%，21 年下降最为明显；21 年销售费用率明显下降主要系当年根据新收入准则的规定，将运输装卸费作为履约成本列示于营业成本所致；23 年财务费用率下降主要系利息收入及汇兑收益增加。

图 6：公司 2019-2023 年费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 光伏：持续深耕欧洲市场实现盈利高增

2.1. 24 年全球光伏装机有望持续高增至 500GW+，供给过剩加剧行业竞争

根据光伏行业协会统计，2023 年全球光伏装机达 390GW，同比增长 69.57%，全球光伏装机 GW 市场从 2022 年 26 个增加至 2023 年 32 个。结合彭博社彭博新能源财经的预测，我们预计 2024 年全球光伏装机有望达到 504GW，同比增长 29%+。

国内：产业链价格大幅下降，加上融资成本下降，提升了项目的经济性，推动了前期储备的集中式项目的加速落地，工商业和户用装机量也大幅提升。

美国：在高用电需求预期下，美国对光伏装机存在刚性需求。同时，24 年 6 月结束的东南亚关税豁免期将对美国组件供应作有效支撑，叠加 ITC 额外补贴申领资格及流程逐步简化清晰，有望带动美国 24 年光伏装机实现高增。我们预计 24 年美国光伏市场整体仍将保持较高增速，新增装机有望达 45GW，同比增幅达 35%。

欧洲：各国在 23 年大幅上调其远期光伏装机目标，并推行多项利好政策。同时随着需求增长，我们预计库存有望陆续消化。我们预计 24 年光伏装机将达 69GW，有望长期保持稳步增长（yoy+15%）。

中东：组件价格下降刺激中东地区装机，同时沙特、阿联酋等国在能源转型迫切需求下，积极推动大型光伏项目落地，参考集邦新能源，我们预计沙特+阿联酋两国 2024 年光伏装机增速有望达 20%，参考 Infolink 的预测，沙特+阿联酋 2023 年装机约 10GW，因此 2024 年装机约 12GW。

装机高增下，我国光伏制造行业各环节产能也迎来了快速扩张，使得各环节竞争加剧，部分低竞争力产品的产能利用率开始下降，阶段性、结构性产能过剩局面逐步显现，产业链价格进入波动下行通道，各环节利润均受到挤压，一体化公司单瓦盈利从 23 年初的丰厚走到了 23 年底的微利。

而随着资本市场融资环境变化，地方政府的补贴力度减少，逐步出现光伏产业项目投资、投产延期，减少投资或终止投资情况，这给光伏产业供需动态调整提供了动力。

2.2. 公司光伏实行优质市场的差异化战略，持续深耕欧洲市场

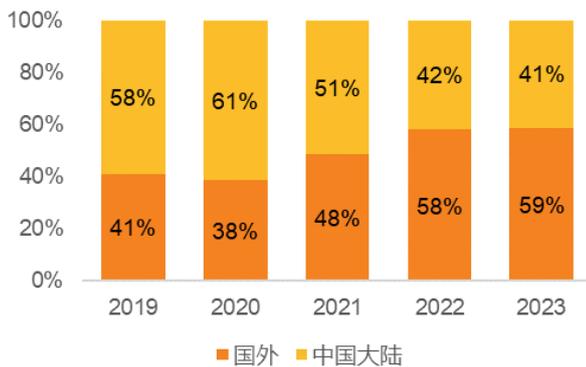
市场端持续深化差异化战略的实施，加大海内外优质市场的营销服务体系建设和市场拓展力度。公司光伏组件出货分地区来看：持续深耕欧洲市场，在此基础上加大日韩、国内以及澳洲、拉美等区域的开发，同时中国的出货量亦有增长，多点开花的市场布局可以带动

公司出货量的高速增长。

23 年面对欧洲市场的高库存压力，公司的出货依然保持了较好的增长，在低碳、黑组件、温室大棚等差异化应用领域的品牌知名度和市占率进一步提升；日韩市场实现了快速扩张；澳州、印度、拉美等地区市场拓展初显成效；国内加大了与央企企业的合作，组件出货实现超高速增长。

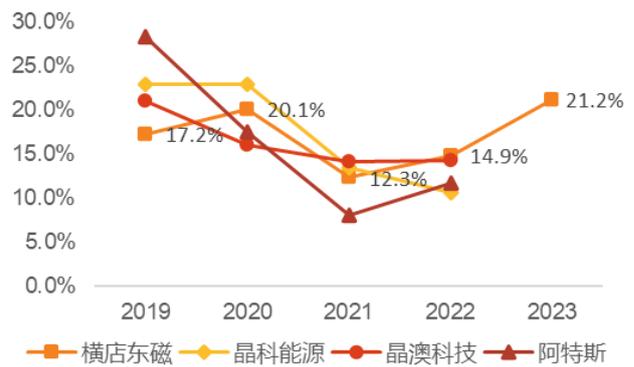
海外占比逐步提升的情况下，光伏毛利率持续提升。公司海外营收占比从 2019 年的 41% 提升至 23 年的 59%，其中 21、22 年提升明显，带动公司光伏业务毛利率对比头部组件一体化企业，差异逐步缩小，22 年毛利率高于其他企业，23 年持续提升至 21.2%（提升 6.4 个 pct）。

图 7：公司 2019-2023 年分地区营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2019-2023 年组件一体化企业毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

同时，下属子公司东阳东磁光伏发电有限公司获得了电力工程施工总承包二级资质，光伏工程总包运维能力不断提升，具备大型屋顶分布光伏电站和大型地面电站的施工能力，并加大了国内市场的拓展，完成分布式项目开发首次突破 100 MW，储备下游电站开发指标约 1GW，为光伏产业的后续发展打开了新空间。

产品端持续提升 TOPCon 技术效率：公司通过金属化与硼扩散工艺优化等研究，大幅度提升了 TOPCon 电池的转换效率，达成了量产转换效率 25.5% 的阶段性目标。公司技术团队围绕 TOPCon 产品，通过正面金属电极接触区域复合降低，以及背面多晶硅掺杂水平优化以及膜层厚度改善等，为实现超过 26.5% 转换效率的电池产品做好了技术准备。同时，公司通过对背接触电池结构的研究，为后续 TOPCon 技术叠加 BC 电池结构以实现电池转换效率的进一步提升做好了技术储备。

连续多年入选 Tier 1 光伏组件制造商证明其高融资能力及高可靠性。公司光伏产品在欧洲分布式市场享有较高的声誉和占有率，是全球首批获得低碳认证的光伏组件制造企业，连续多年入选 BNEF Tier 1 光伏组件制造商。BNEF 光伏组件制造供应商评级标准严格，评选结果具备高可信度，常用于行业生产预测及企业竞争力分析中。其中 2024 年 Q1 Tier 1 榜单标准评估相比之前更为严苛：评选标准中项目容量从之前的 1.5MW 提升到 5MW，即入选 Tier 1 的相关企业必须在过去两年中为六个不同的光伏项目提供 5MW 以上的自主品牌、自行生产的组件产品，且这些项目需获得六家不同商业银行的无追索权融资。入选该榜单也反向证明了组件厂商必须具备高可靠性。

产能端：截至 2023 年 12 月 31 日，公司光伏产业具有年产 14GW 光伏电池、12GW 光伏组件的内部生产能力。公司采用轻资产扩张策略，2024 年将继续加大先进产能和产线技改投资，积极推进四川东磁二期 6GW TOPCon 高效电池、连云港东磁二期 5GW TOPCon 高效组件、东南亚 2GW TOPCon 高效电池片项目。**上述产能落地后，公司将实现 22GW 电池+17GW 组件产能。**同时，公司内部还将推进多个产线技改项目，进行智造升级，以助推公司高质量发展。

3. 锂电业务聚焦小动力，稼动率行业领先，市占率逆市提升

3.1. 小动力电池下游两轮稳定增长，储能、AGV 小车、智能家居等打开增长新空间

公司锂电业务聚焦小动力，产业整体处于稳定发展期。前两年小动力电池行业出货量均有所下降，预计随着电动工具等应用领域的回暖，行业的发展态势会适度向好，恢复稳定发展。

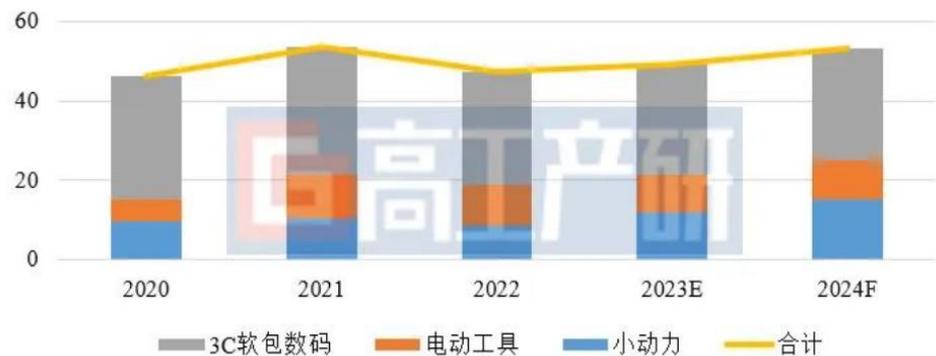
小动力电池的生产企业主要集中在中国、日本和韩国。中国企业凭借完善的中上游产业链布局、出色的制造能力和成本控制能力，市场份额在逐步扩大。据 EVTank 统计，2023 年全球小型电池出货量为 113.2GWh，同比下滑 0.9%，其主要应用领域：

- 1) 电动两轮车销量保持了稳定增长的态势，全球销量预计约 9200 万辆，电动二轮车已成为短途出行的标志性工具，除中国外，东盟、欧洲、美国和印度等地区对电动二轮车的需求越来越多；
- 2) 便携式储能广泛应用于户外旅行、应急备灾等场景，在全球能源转型升级和户外生活方式迅速渗透的背景下，便携式储能市场持续保持了较好的增长，预计 2023 年全球便携式储能出货量将达 855.2 万台，同比增长约 30%；
- 3) 电动工具市场受去库存和消费需求下降影响，全球出货量同比上年仍处于下降态势；
- 4) 随着 AGV 小车、扫地机器人和以升降机为代表的高空作业平台等小动力锂电池新兴应用场景的兴起，打开了小动力锂电池的新空间。

在市场需求稳定但供给持续增加的情况下，2023 年，大部分业内企业均维持了较低的稼动率，盈利能力亦有所下挫，公司预计 2024 年亦仍延续这种局面。

根据 GII 预计，受益于产品价格的下降，24 年小动力用锂电池市场将实现 15%以上的增长。2024-2027 年，中国小动力锂电池市场年均复合增长率将超过 30%，成为锂电池增长最快的细分市场之一。

图 9：2020-2024 年中国数码锂电池出货量及预测(GWh)



资料来源：高工锂电公众号，天风证券研究所

3.2. 市场竞争加剧下，公司扩大市场份额，持续开拓

在市场竞争加剧的情况下，公司以扩大市场份额、加大新产品和市场的开拓为主要目标。

产品端：小动力电池主要朝着高倍率、长寿命等方向发展。在原有 18650 系列产品的基础上，公司新增了 21700 系列产品，可满足不同应用市场和不同客户的需求。18650 能量型圆柱锂电主要从 2.6Ah 逐步往 3.2Ah、3.5Ah、3.8Ah 发展；18650 电动工具型圆柱锂电逐

步从 2.0Ah 往 2.5Ah、3.0Ah 发展。21700 能量型圆柱锂电主要从 4.0Ah 往 5.0Ah、5.5Ah 发展；21700 电动工具型圆柱锂电主要从 3.0Ah 往 4.0Ah、5.0Ah 发展。

市场端：二轮车市场领域公司在东南亚市场的占有率进一步提升、欧美市场亦与多家知名品牌客户建立了良好的关系；储能产品在 1500wh 以下的产品中公司是头部客户的优选；工具和清洁类客户储备了多个项目，预计后续能会为公司带来新的增量市场。

产能端：23 年公司新增 6GWh 项目建成投产，并实现了良好产能爬坡。截至 2023 年 12 月 31 日，公司锂电产业已具备 7GWh 锂电池的生产能力。

4. 磁材纵向延伸及自动化降本，经营持续保持韧性

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的功能材料。按应用功能分为永磁材料（永磁铁氧体、稀土永磁）、软磁材料（软磁铁氧体、金属软磁、非晶纳米晶等）和功能磁性材料，其技术水平和速度，直接影响着电子信息产业的全面升级，是我国重要的基础性产业。同时，我国也是全球最大的磁性材料生产国，产量占全球 60%以上。

4.1. 行业需求稳定增长，竞争逐步转为上下游整合能力

磁性材料产业处于稳定发展期。虽然传统应用领域需求有所萎缩，但新能源汽车、光伏等应用领域增长快速，公司预计未来几年整体行业会保持稳定增长态势。

我国磁性材料下游主要应用领域需求有增有减，如电脑、电视机产量等同比下降；洗衣机、电冰箱、空调、厨房电器等虽产量有所增加，但节能变频类电器使用永磁铁氧体的量在下降；传统汽车产量微增，新能源汽车产量同比增长 35.8%，新旧的切换使得永磁铁氧体的应用量下降，软磁材料则在车载充电机（OBC）、DC/DC 转换器、电驱动 EMC 滤波、混合动力车型的升压系统、充电桩等应用持续增长；全球光伏新增装机的超预期增长，也带动了软磁材料在光伏逆变器领域应用的增长；此外，新基建“七大领域”的新增投资也带动了部分磁性材料应用增长。

2023 年，在结构性弱需求的环境下，全行业投资仍保持了一定的增长，业内企业新上了多个万吨级的永磁铁氧体和软磁铁氧项目，新上项目在自动化、智能化方面具有一定的优势，使得部分竞争力弱的企业面临被出清的风险。竞争价值链也从原先的材料、器件、终端客户等供应链格局，逐渐转向器件厂商向上游整合磁性材料，磁性材料厂商向下延伸器件的态势。头部企业凭借其技术、资金、资源和客户等综合竞争优势，经营保持了较好的韧性，行业集中度有望进一步提升。

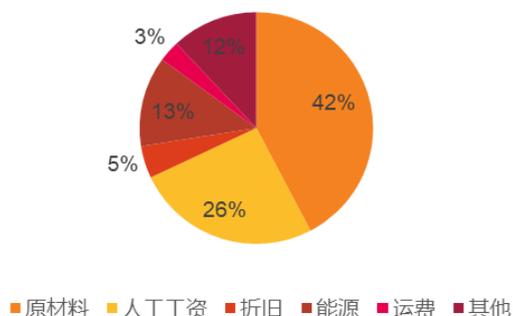
4.2. 纵向延伸叠加自动化智能化降本，提升市占率

纵向延伸至器件业务，提供一站式解决方案。公司深耕磁性材料行业四十多年，始终致力于为客户提供一站式的磁性材料解决方案。多年来，公司始终能满足客户品质第一、技术领先及精益化的管理体系，标准化的作业流程等综合管理要求，已成为众多全球 500 强企业及行业领先企业的战略合作伙伴，先后获得 Bosch 亚太区最佳供应商、Bosch 全球最佳供应商，并多次被 Brose、Eaton、Panasonic、Nidec 等客户评为最佳供应商。随着公司磁性材料产业的纵向延伸，公司将借助材料优势为下游客户提供从材料到器件的一站式解决方案。振动器件在非手机领域成功开发了多家智能穿戴、车载及电子烟客户；硬质合金在大规格顶锤产品上竞争优势明显，并积极开发刀片、石油片、地质片等复合片新产品；电感、EMC 器件在新能源汽车的应用领域积极寻求突破，已直接或间接进入多家新能源汽车或其 Tier 1 供应商。

磁材是劳动密集型产业，公司自动化智能化降低人工成本。磁性材料是传统劳动密集型产业（磁材及器件 23 年成本构成中人工成本分别为 26%、19%），公司一直致力于磁性材料

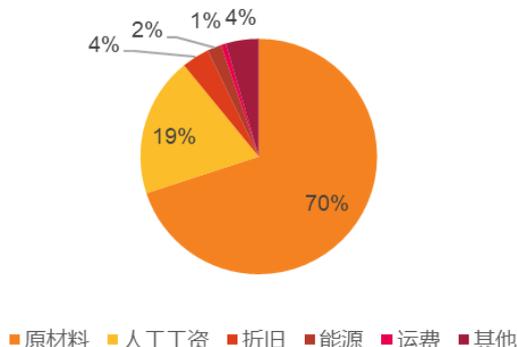
产业制造的自动化和智能化推进，已取得了较显著的成效。永磁产业已基本实现各工序段的自动化，如磨检连线、窑炉上料机。软磁产业则成功搭建了行业内首家“5G”全覆盖的标杆工厂，实现了从混料至检分装盒全流程的自动化/数字化生产线，数字化和自动化水平处于行业领先。

图 10：公司 2023 年磁材业务成本拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司 2023 年磁材器件业务成本拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司当前在磁材器件板块以提升市场占有率为首要任务，其中，永磁争取在存量博弈中寻求突破，软磁力拓新能源汽车、光伏等市场，让其成为推动磁材板块发展的重要增长点，塑磁要扩产增效，巩固细分领域小龙头地位。

规模：截至 2023 年 12 月 31 日，公司具有年产 23.8 万吨磁性材料（包括永磁、软磁和塑磁等）生产能力，是全球规模最大的铁氧体磁性材料生产企业。

5. 盈利预测

光伏业务：公司 23 年出货 10GW，毛利率 21.2%。24 年预计公司持续深耕欧洲市场，加大美国、国内市场的开拓力度，同时在日韩、澳州、印度、拉美等地区市场持续扩张，但毛利率受到产业链降价影响有所下滑，后续随着高毛利海外市场的开拓，有望实现毛利率提升。预计光伏业务 24-26 年光伏组件出货 15、18、22GW，毛利率 16%、18%、18%；

锂电业务：公司 23 年出货 3.4 亿支，展望 24 年公司出货目标仍是保持高速增长，以提升市占率、稼动率为主要目标，计划超 5 亿支。盈利方面 23 年产品价格降幅较大，叠加新建产能处于设备调试及试产期，毛利率受到影响，预计 24 年达产后有望恢复。预计锂电业务 24-26 年收入 33、45、60 亿元，毛利率 9%、9%、9%；

磁材及器件业务：

公司 23 年磁材毛利有所提升主要是因为磁材产品结构调整以及贸易类业务金额下降。24 年磁材业务整体计划稳中有进，保持收入和盈利双增长。预计磁材业务 24-26 年收入 39、41、43 亿元，毛利率维持 26%。

器件业务预计未来几年有望保持两位数左右的增长，给予收入端每年 10%的增速。24-26 年收入 8、9、10 亿元，毛利率维持 23%。

综上，我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 245、296、354 亿元，同比增长 24%、21%、20%；归母净利润分别为 19、21、25 亿元，同比增速 2%、15%、16%。

表 1：公司分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
光伏						
收入（亿元）	64.99	125.93	127.77	160.62	196.73	236.07

yoy	87%	94%	1%	26%	22%	20%
毛利率	12%	15%	21%	16%	18%	18%
锂电						
收入 (亿元)	8.72	15.61	20.51	33.00	44.55	60.14
yoy	87%	79%	31%	61%	35%	35%
毛利率	20%	20%	7%	9%	9%	9%
磁材						
收入 (亿元)	42.69	42.04	37.40	39.27	41.23	43.30
yoy	26%	-2%	-11%	5%	5%	5%
毛利率	26%	24%	26%	26%	26%	26%
器件						
收入 (亿元)	5.14	7.21	7.43	8.17	8.99	9.88
yoy	1%	40%	5%	10%	10%	10%
毛利率	21%	21%	23%	23%	23%	23%
其他主营						
收入 (亿元)	2.44	2.26	4.09	4.30	4.51	4.74
yoy	23%	-7%	5%	5%	5%	5%
毛利率	23%	17%	15%	19%	19%	19%
其他						
收入 (亿元)	2.09	1.46				
yoy	138%	-30%				
毛利率	30%	22%				
合计						
收入 (亿元)	126.07	194.51	197.21	245.36	296.01	354.13
yoy	56%	54%	1%	24%	21%	20%
毛利率	18%	17%	21%	16%	17%	17%

资料来源: wind, 天风证券研究所

由于公司涉及业务较多, 故可比公司参考磁材业务的中科三环、金力永磁; 光伏组件业务的阿特斯、晶科能源; 锂电业务的蔚蓝锂芯、亿纬锂能。考虑到公司光伏业务深耕欧洲等高盈利市场, 同时根据 GII 预计, 锂电业务聚焦小动力市场增速更快, 给予 24 年 PE 20-25X, 合计公司目标市值 372-465 亿元, 对应目标价 22.88-28.60 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	证券简称	2023E	2024E
000970.SZ	中科三环	34	27
300748.SZ	金力永磁	26	20
688472.SH	阿特斯	9	7
688223.SH	晶科能源	10	8
002245.SZ	蔚蓝锂芯	21	16
300014.SZ	亿纬锂能	18	13
平均		20	15

备注: 可比公司 PE 来源于 wind 一致预期, 更新至 2024 年 4 月 8 日

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

1) 光伏组件出口不及预期: 光伏行业的发展速度与质量受全球光伏产业政策影响较大,

尤其是国际市场方面，美国、欧洲、印度、巴西等国家和地区对光伏产业政策的动态调整，如“强迫劳动”、碳关税、知识产权诉讼、碳足迹认证等新型贸易壁垒的设置，会增加中国光伏产业对外贸易的难度。同时，越来越多的国家开始构建其本地的供应链，在政策引导下，本土光伏产能的扩张持续推进，亦会对中国光伏产业的产品出口形成压力。

2) 海外业务汇率风险：公司海外业务收入占比较高，主要采用欧元、美元收款，人民币汇率的波动将会对公司以外币结算的采购、销售业务造成影响，还将对外币货币资金和以外币计价的应收账款、应付账款等造成一定影响。

3) 光伏技术迭代风险：光伏行业仍处于技术升级迭代的过程中，新技术、新产品不断涌现，若公司在新品研发及量产上不能及时满足市场需求，不仅可能会面临盈利下降或失去市场竞争力的风险，原有产能还可能面临被动出清的风险。锂电行业-三元圆柱产品在不同应用领域会有不同的技术要求，若公司产品的性能和质量未能有效满足各细分领域客户的需求，则会存在被边缘化的风险。

4) 测算具有主观性，仅供参考：本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,654.53	9,185.10	8,782.74	8,880.23	10,875.05	营业收入	19,450.64	19,720.96	24,535.63	29,600.78	35,413.14
应收票据及应收账款	2,292.57	2,737.43	2,714.94	5,507.50	4,919.70	营业成本	16,050.83	15,633.00	20,532.89	24,454.07	29,353.15
预付账款	126.34	52.40	251.77	82.94	329.85	营业税金及附加	50.43	93.43	98.14	118.40	141.65
存货	2,036.27	1,954.84	3,152.11	2,983.75	4,359.90	销售费用	238.53	245.80	266.21	384.81	470.99
其他	1,599.63	600.08	751.10	676.35	799.93	管理费用	496.78	571.86	637.93	841.55	1,026.98
流动资产合计	11,709.34	14,529.85	15,652.66	18,130.78	21,284.43	研发费用	939.08	876.72	1,030.50	1,361.64	1,664.42
长期股权投资	63.00	68.27	68.27	68.27	68.27	财务费用	(148.96)	(251.75)	(216.38)	(216.22)	(246.39)
固定资产	4,588.44	5,491.63	6,259.17	7,070.26	7,710.43	资产/信用减值损失	(167.64)	(264.32)	(58.38)	(160.24)	(126.29)
在建工程	385.62	418.96	287.58	235.03	214.01	公允价值变动收益	(65.02)	(288.50)	0.00	0.00	0.00
无形资产	447.67	507.03	560.93	606.02	649.29	投资净收益	53.26	(69.71)	0.20	(42.38)	(37.83)
其他	415.83	173.12	237.87	216.28	223.48	其他	234.18	1,092.93	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5,900.55	6,659.01	7,413.82	8,195.86	8,865.48	营业利润	1,769.17	2,081.49	2,128.16	2,453.92	2,838.22
资产总计	17,609.89	21,195.73	23,066.48	26,326.64	30,149.90	营业外收入	20.76	8.97	12.90	11.59	12.03
短期借款	1,579.44	2,221.76	200.00	1,546.80	200.00	营业外支出	130.54	14.62	14.00	14.21	14.14
应付票据及应付账款	6,431.18	7,603.61	9,399.13	8,262.14	11,306.63	利润总额	1,659.38	2,075.84	2,127.06	2,451.30	2,836.11
其他	987.44	1,379.52	1,691.41	2,193.26	2,215.41	所得税	(8.73)	249.89	256.06	295.09	341.42
流动负债合计	8,998.06	11,204.89	11,290.55	12,002.19	13,722.04	净利润	1,668.11	1,825.94	1,871.00	2,156.21	2,494.69
长期借款	0.00	195.57	200.00	590.76	200.00	少数股东损益	(1.15)	9.77	10.01	11.54	13.35
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,669.27	1,816.17	1,860.99	2,144.67	2,481.34
其他	356.36	370.27	365.63	367.18	366.67	每股收益(元)	1.03	1.12	1.14	1.32	1.53
非流动负债合计	356.36	565.84	565.63	957.94	566.67						
负债合计	9,838.49	12,007.27	11,856.18	12,960.13	14,288.70	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	21.27	182.85	192.86	204.39	217.74	成长能力					
股本	1,626.71	1,626.71	1,626.71	1,626.71	1,626.71	营业收入	54.28%	1.39%	24.41%	20.64%	19.64%
资本公积	0.00	0.54	0.54	0.54	0.54	营业利润	42.56%	17.65%	2.24%	15.31%	15.66%
留存收益	6,296.76	7,529.19	9,390.19	11,534.86	14,016.20	归属于母公司净利润	48.98%	8.80%	2.47%	15.24%	15.70%
其他	(173.34)	(150.84)	0.00	0.00	0.00	获利能力					
股东权益合计	7,771.40	9,188.45	11,210.30	13,366.51	15,861.20	毛利率	17.48%	20.73%	16.31%	17.39%	17.11%
负债和股东权益总计	17,609.89	21,195.73	23,066.48	26,326.64	30,149.90	净利率	8.58%	9.21%	7.58%	7.25%	7.01%
						ROE	21.54%	20.17%	16.89%	16.29%	15.86%
						ROIC	51.68%	65.66%	74.91%	76.13%	35.60%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	55.87%	56.65%	51.40%	49.23%	47.39%
净利润	1,668.11	1,825.94	1,860.99	2,144.67	2,481.34	净负债率	-52.41%	-73.64%	-74.78%	-50.44%	-66.04%
折旧摊销	461.39	560.17	685.24	766.37	842.68	流动比率	1.23	1.27	1.39	1.51	1.55
财务费用	(71.28)	(62.01)	(216.38)	(216.22)	(246.39)	速动比率	1.02	1.10	1.11	1.26	1.23
投资损失	(60.94)	(16.23)	(0.20)	42.38	37.83	营运能力					
营运资金变动	60.04	1,269.09	284.56	(2,992.65)	1,900.10	应收账款周转率	9.03	7.84	9.00	7.20	6.79
其它	829.22	317.11	10.01	11.54	13.35	存货周转率	10.29	9.88	9.61	9.65	9.64
经营活动现金流	2,886.55	3,894.07	2,624.23	(243.91)	5,028.90	总资产周转率	1.26	1.02	1.11	1.20	1.25
资本支出	1,460.62	1,547.43	1,379.94	1,568.45	1,505.61	每股指标(元)					
长期投资	49.14	5.27	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.03	1.12	1.14	1.32	1.53
其他	(2,417.98)	(2,534.50)	(2,755.05)	(3,180.82)	(3,048.54)	每股经营现金流	1.77	2.39	1.61	-0.15	3.09
投资活动现金流	(908.22)	(981.79)	(1,375.11)	(1,612.37)	(1,542.92)	每股净资产	4.76	5.54	6.77	8.09	9.62
债权融资	1,120.22	1,089.00	(1,802.33)	1,953.78	(1,491.17)	估值比率					
股权融资	(838.33)	23.04	150.84	0.00	0.00	市盈率	14.13	12.99	12.67	11.00	9.51
其他	(284.04)	(1,589.70)	0.00	0.00	(0.00)	市净率	3.04	2.62	2.14	1.79	1.51
筹资活动现金流	(2.16)	(477.65)	(1,651.48)	1,953.78	(1,491.17)	EV/EBITDA	7.79	4.21	5.60	5.08	3.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.08	4.97	7.50	6.60	4.62
现金净增加额	1,976.17	2,434.62	(402.36)	97.50	1,994.81						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com