

横店东磁 (002056)

磁材龙头顶点起跳，差异化产品战略打造光伏优势

买入 (首次)

2024年09月12日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毓嵘

执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	19451	19721	19295	23810	29460
同比 (%)	54.28	1.39	(2.16)	23.40	23.73
归母净利润 (百万元)	1669	1816	1863	2076	2370
同比 (%)	48.98	8.80	2.59	11.43	14.15
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.03	1.12	1.15	1.28	1.46
P/E (现价&最新摊薄)	11.53	10.60	10.33	9.27	8.12

投资要点

- 磁材龙头双翼驱动，新能源业务促发展：**公司创立于1980年，于2006年在深圳证券交易所上市，主营业务为磁性材料，分别于2009、2016年切入光伏和锂电业务，逐步形成“磁材+器件”、“光伏+锂电”的双轮驱动战略格局。21年营收突破百亿大关，同时光伏业务占比达到65%，成为支柱业务，22年营收接近200亿。2023年光伏行业竞争加剧，公司实现营收/归母净利润197.21/18.16亿元，同增1.39%/8.80%，24H1实现营收/归母净利润95.67/6.39亿元，同比-6.62%/-47.28%。
- 光伏行业稳步发展，深耕海外拥抱高盈利：**24H1欧洲市场组件出货占比超50%，其次是中国出货超三分之一，剩余部分为日韩、巴西、澳洲等市场。公司凭差异化产品获得竞争优势，深耕海外高毛利市场保障盈利。1)国内市场需求端放缓、行业竞争激烈，公司专注高价值差异化市场带动项目型出货，以保持经营韧性。2)欧洲市场即将完成去库，需求预期复苏，有望助力公司业绩回升。海外市场对组件品质要求较高、对高品质产品溢价接受度更高，有助于公司保障光伏业务较高毛利运营。
- 坚持差异化产品战略，黑组件主力光伏业务逆流而上：**公司的差异化产品战略，是其在市场极致竞争中立于不败的关键因素。差异化产品使公司组件24Q1保持7-8分的单瓦盈利，24Q2单瓦盈利约4-5分，其黑组件产品在欧洲市场出货占比较高，溢价约0.5-1欧分，保障公司经营。同时差异化战略使公司产品价格韧性较强，公司光伏板块毛利率从22年的14.86%大幅提升至23年的21.21%，毛利率涨幅超越大部分龙头组件厂商。2024H1，公司光伏板块毛利率11.86%，毛利率仅次于阿特斯。
- 理性扩产保障稳健经营，海外布局剑指美国市场：**截至23年末，公司具有年产14GW光伏电池产能，其中6GW+TOPCon、7GW+PERC、12GW组件的产能，公司规划24年底电池产能达22GW、组件产能达17GW，扩产速度较其他厂商更为稳健。同时公司快速布局TOPCon产能，预计24年底将具备15GW的TOPCon产能，同时还储备有OBB、HJT、XBC等技术，紧跟前沿技术。在针对美国制裁的对策方面，公司提前在印尼布局3GW的N型高效电池产能，预计加速抢占新竞争格局下的美国市场。Top5组件厂商在美国主要为组件产能，仍需进口电池片，美国将电池片关税配额提升到12.5GW，公司将印尼电池片出口美国，或将取得超额收益。
- 稳居磁材龙头地位，新能源助力磁材持续增长：**公司提供从材料到器件的一站式解决方案。截至24H1，公司具有年产约23.8万吨磁材产能。**销售端：**23年营收44.83亿元，其中磁材出货19.85万吨，器件出货4.76亿只；24H1营收21.94亿元，其中磁材出货11.67万吨，同增26.77%。**应用端：**传统需求略有萎缩，新能源创造磁材新需求。永磁材料的应用场景变迁，下游需求总体稳定。软磁下游应用持续增长，新增需求主要来源于新能源车、充电桩、光伏逆变器等新能源场景。
- 锂电锚定小动力应用场景，电动工具市场成为新驱动：**主要产品有三元圆柱电池、小动力PACK系统及储能产品。截至24H1，公司具备7GWh锂电池产能。**销售端：**24H1锂电收入12.36亿元，同增31.63%，出货2.68亿支，同增接近翻倍。**应用端：**公司专攻小动力应用市场，主要应用领域有电动两轮车、便携式储能、智能家居产品、电动工具等。其中电动工具市场需求预计复苏，带动电动工具用锂电出货增加。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司产品差异化优势带来盈利保障，我们预计公司2024-2026年归母净利润为18.63/20.76/23.70亿元，同比+2.6%/+11.4%/+14.2%。考虑公司深耕欧洲市场，具备渠道+品牌优势，同时印尼产能对美出货有望增厚公司业绩，我们给予公司2025年15xPE，对应目标价19.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.90
一年最低/最高价	10.81/16.77
市净率(倍)	2.17
流通A股市值(百万元)	19,338.19
总市值(百万元)	19,357.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.47
资产负债率(% ,LF)	57.51
总股本(百万股)	1,626.71
流通A股(百万股)	1,625.06

相关研究

- 《横店东磁(002056): 横店东磁: 单季度净利润创历史新高, 增长》
2017-10-20
- 《横店东磁(002056): 横店东磁: 上半年稳定增长, 未来成长性良好》
2017-08-23

内容目录

1. 磁材龙头双翼驱动，新能源业务促发展	4
1.1. 磁材龙头加码新能源，股权集中促发展.....	4
1.2. 光伏业务成为支柱，公司盈利能力稳定增长.....	5
2. 黑组件助力光伏业务逆流而上，印尼产能布局开拓美国市场	7
2.1. 光伏行业稳步发展，深耕海外拥抱高盈利.....	7
2.2. 坚持差异化产品战略，黑组件主力光伏业务逆流而上.....	10
2.3. 理性扩产保障稳健经营，海外布局剑指美国市场.....	12
2.3.1. 扩产节奏谨慎理性，保障公司稳健经营.....	12
2.3.2. 美国双反调查风波再起，公司前瞻布局印尼产能直指美国市场.....	14
3. 稳居磁材龙头地位，新能源助力磁材持续增长	15
4. 锂电锚定小动力应用场景，电动工具市场成为新驱动	17
5. 盈利预测及投资建议	18
6. 风险提示	20

图表目录

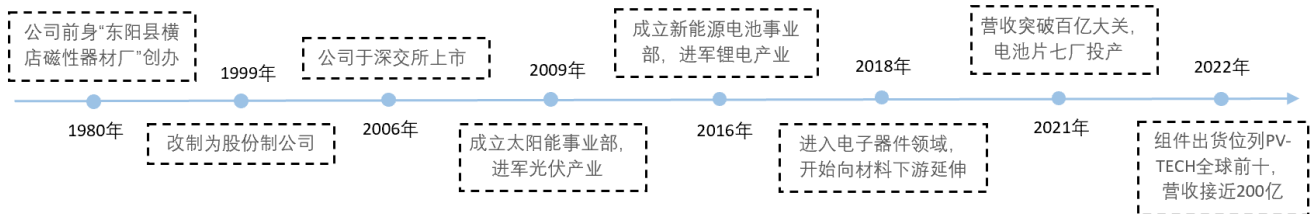
图 1:	发展历程.....	4
图 2:	股权架构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	4
图 3:	公司营业收入与增速.....	5
图 4:	公司归母净利润及增速.....	5
图 5:	公司费用率 (%)	6
图 6:	公司毛利率和净利率 (%)	6
图 7:	公司营业收入占比 (亿元)	6
图 8:	公司各业务的毛利率 (%)	6
图 9:	公司研发投入及占比.....	7
图 10:	全球光伏新增装机量及增速.....	8
图 11:	中国光伏新增装机量及增速.....	8
图 12:	欧洲光伏新增装机量及增速.....	9
图 13:	公司分市场组件出货占比.....	9
图 14:	2024Q1 美国光伏系统初始投资成本 (美元/瓦)	10
图 15:	2023 年中国光伏系统初始投资成本 (元/瓦)	10
图 16:	公司获得多项荣誉.....	11
图 17:	公司全黑组件与传统白组件产品图.....	11
图 18:	欧洲组件市场价格.....	11
图 19:	横店东磁组件毛利率与其他厂商对比.....	12
图 20:	光伏产销量.....	13
图 21:	N 型电池片排产及占比.....	13
图 22:	磁性材料产量和销量.....	16
图 23:	器件产量和销量.....	16
图 24:	公司磁材器件产品及下游应用.....	16
图 25:	公司锂电池产品及下游应用.....	17
图 26:	公司锂电池业务产销量.....	18
图 27:	电动工具用锂电出货量预测.....	18
表 1:	公司光伏产能.....	12
表 2:	组件厂商海外产能对比.....	14
表 3:	公司分业务拆分及预测.....	19
表 4:	可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 11 日)	19

1. 磁材龙头双翼驱动，新能源业务促发展

1.1. 磁材龙头加码新能源，股权集中促发展

横店东磁前身为东阳县横店磁性器材厂，创立于1980年，股份公司改制设立于1999年3月。公司于2006年8月在深圳证券交易所上市，主营业务为磁性材料，是当时国内最大的磁性材料生产和出口基地之一，此后在国内外的磁材市场都保持着较高市占率。2009年，公司100MW晶体硅太阳能电池片项目投产，标志着公司正式进军光伏产业。2016年，公司年产1亿支18650型高容量锂离子动力电池项目投产，进军锂电产业，并于2019年将圆柱电池产品从动力电池市场转入小动力市场，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。公司逐步形成“磁材+器件”、“光伏+锂电”的双轮驱动战略格局，扎实推进扎根横店，面向全国，深度国际化的战略布局。2021年营收突破百亿大关，2022营收接近200亿，业绩发展势如破竹。

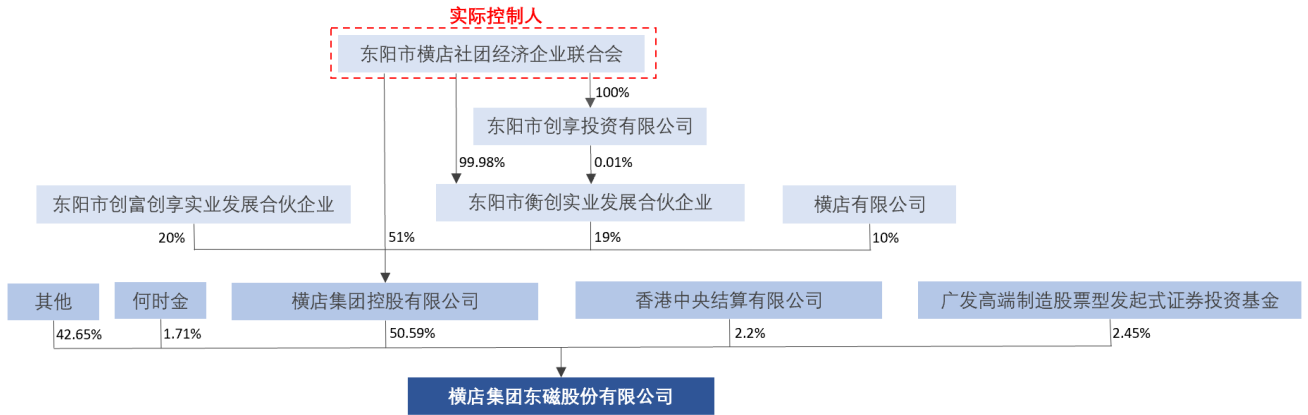
图1：发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权集中，保障公司长足稳定发展。公司控股股东为横店集团控股有限公司，持有公司50.59%股份，东阳市横店社团经济企业联合会通过直接或间接的方式，持有横店集团控股有限公司70%的股份，为公司实际控制人。

图2：股权架构（截至2024年6月30日）

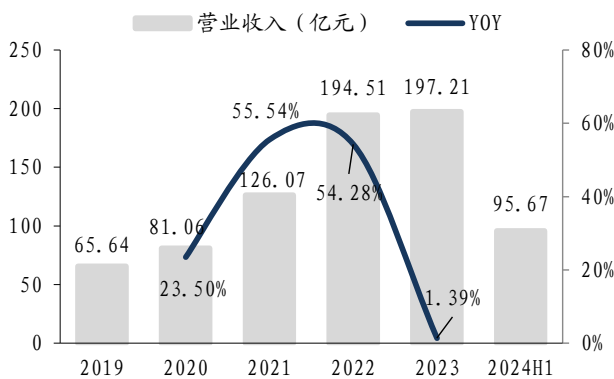


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 光伏业务成为支柱，公司盈利能力稳定增长

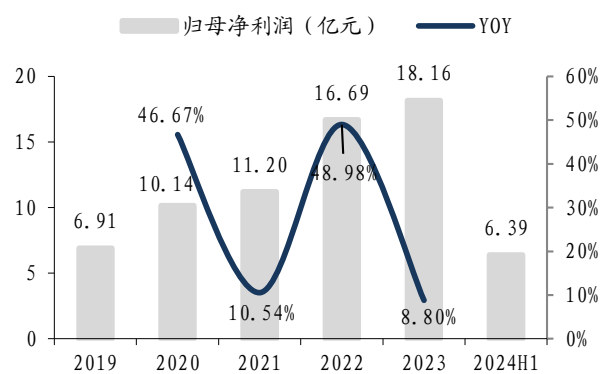
过去 5 年，公司营收和净利润保持增长态势，2024H1 公司实现营收/归母净利润 95.67/6.39 亿元。2021/2022 年公司营收高速增长，分别实现营收 126.07/194.51 亿元，同增 56%/54%。2023 年公司受光伏行业竞争加剧影响增速放缓，实现营业收入 197.21 亿元，同比增长 1.39%，归母净利润 18.16 亿元，同比增长 8.80%，扣非归母净利润 20.25 亿元，同比增长 26.58%，公司光伏板块在行业竞争加剧、全产业链盈利承压的背景下依然实现盈利同比接近翻番，实现总出货约 10GW，同比增长 24.27%。2024H1 公司实现营收/归母净利润 95.67/6.39 亿元，同比-6.62%/-47.28%。

图3：公司营业收入与增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司归母净利润及增速

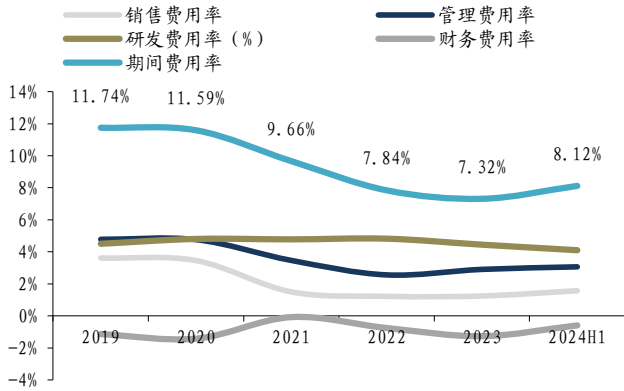


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近 3 年来，公司毛利率持续上升，期间费用稳步下降，净利率呈上升态势。2020 年，公司实现毛利率 24.78%，2021 年公司毛利率降至 18.17%，主要系硅料价格、海运费暴

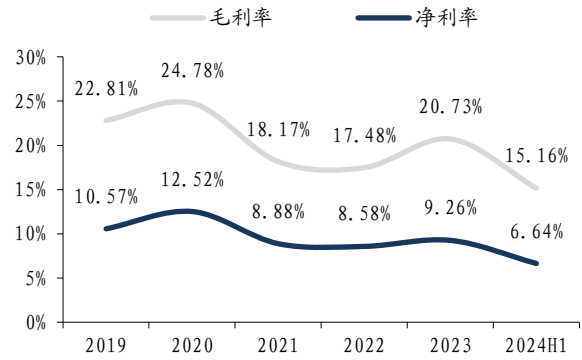
涨，以及会计准则新规影响（根据新收入准则的规定，将运输装卸费作为履约成本列示于营业成本）。剔除会计准则变更影响后，2021-2023 年公司毛利率呈上升态势，2023 年实现毛利率 21.21%。24H1 毛利率下降至 15.16%，主要系光伏产品价格下行，锂电原材料涨价以及阶段性扩张策略导致的价格牺牲，未来有望修正，公司总体成长性较好。

图5：公司费用率（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：公司毛利率和净利率（%）



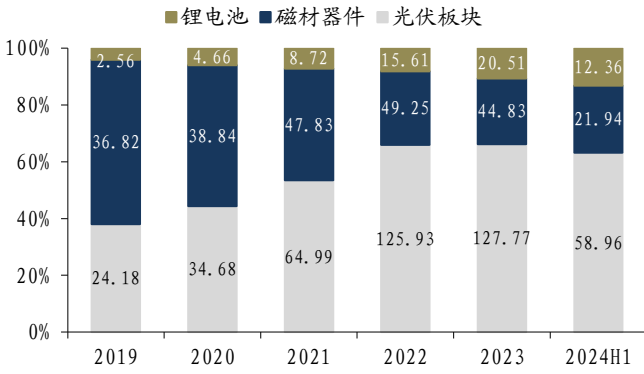
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

光伏业务快速增长，跃升为公司第一业绩支柱。过去 5 年，公司各板块营收均实现大幅增长，其中光伏增幅最大，19-23 年公司光伏业务营收从 24.18 亿元增长到 127.77 亿元，CAGR 为 52%，营收占比从 38%增长到 66%，快速跃升为公司第一大业务板块，24H1 实现营收 58.96 亿元，营收占比为 61.63%；磁材器件业务持续稳定增长，是公司第二大业务板块，23/24H1 实现营收 44.83/21.94 亿元，营收占比为 22.74%/22.93%；锂电池业务营收占比最小，23 年营收占比为 10.40%，24H1 营收占比为 12.92%，但该板块是近年来营收增速最快的板块，2019-2023CAGR 为 68%。

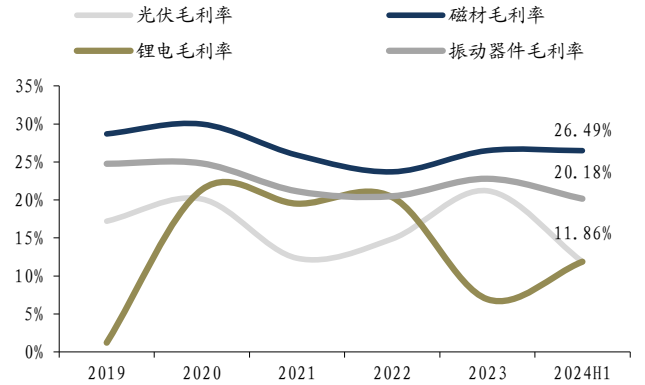
分业务毛利率来看，光伏高速增长、磁材保持稳定、锂电阶段性下浮。1) **光伏业务**：除了 21 年受硅料价格和海运费上涨影响毛利率出现下浮外，基本呈上升趋势，23 年实现毛利率 21.21%，同增 6.35pct，24H1 毛利率降至 11.86%，主要系价格持续下行。2) **磁材器件**：毛利率最高且较为稳定，23 年磁材/振动器件毛利率 26.49%/22.80%，24H1 毛利率分别为 26.49%/20.18%，同比-0.12pct/+0.24pct。3) **锂电池业务**：毛利率波动较大，2023 年毛利率为 6.93%，同降 13.44pct，主要系公司阶段性采用低价策略抢占市场，24H1 毛利率回升至 11.86%。

图7：公司营业收入占比（亿元）

图8：公司各业务的毛利率（%）



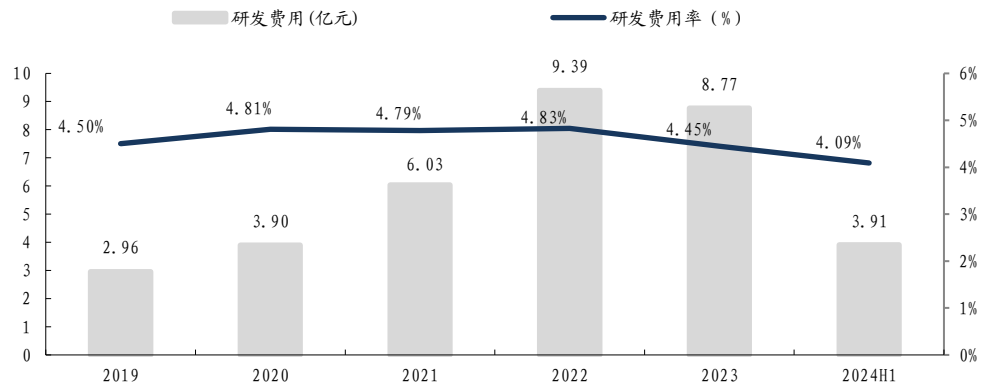
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司重视研发投入，科研成果丰硕。近年来公司持续保持了较高的研发投入，2023/2024H1，公司研发费用分别为 8.77/3.91 亿元，研发费用率分别为 4.45%/4.09%，同比-0.38pct/-1.04pct。公司搭建国家企业技术中心、博士后工作站、省级重点企业研究院等多个创新平台，积极引进并合理利用人才，截至 2024 年 6 月 30 日，公司共汇聚 2,900 多名研发技术人员，已获专利 1,761 项，其中发明专利 749 项。

图9：公司研发投入及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

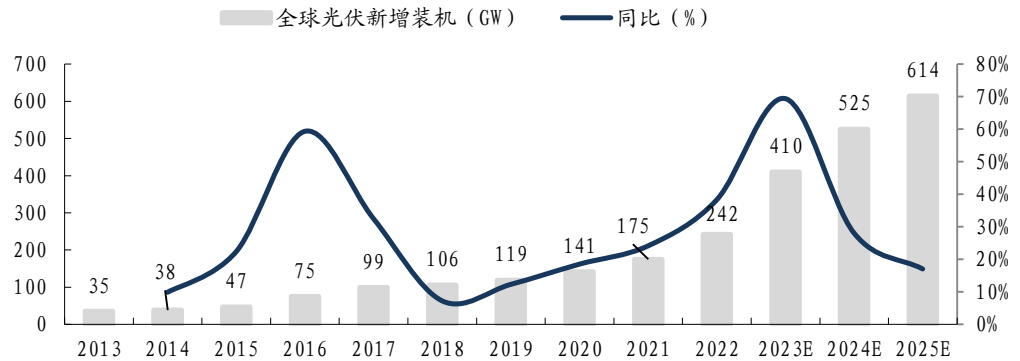
2. 黑组件助力光伏业务逆流而上，印尼产能布局开拓美国市场

2.1. 光伏行业稳步发展，深耕海外拥抱高盈利

全球能源绿色转型持续推进，市场空间持续释放，预计到 25 年全球还有超 TW 的新增空间。从 2017-2023 年，全球光伏市场迎来高速增长期，新增装机量从 106GW 增长到 410GW，CAGR 为 31%，2023 年装机量由于组件价格下行迎来爆发式增长。根据 BP 和 CPIA

预测,预计 2024/2025 年全球光伏新增装机量将达 525GW/618GW,行业进入稳定成长期,市场空间庞大。

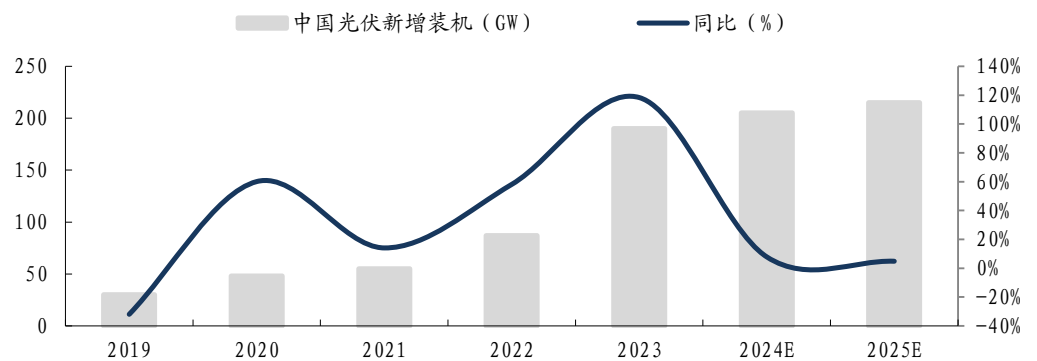
图10: 全球光伏新增装机量及增速



数据来源: BP, CPIA, 东吴证券研究所

国内市场: 需求端, 24年1-6月国内新增装机102.48GW, 同比增长30.7%, 预计2024/2025年新增装机240GW/260GW, 同增11%/8%。短期来看, 为了保障电网安全、缓解消纳压力, 光伏装机需求增速放缓, 同时上游硅料价格持续走低, 国内市场观望情绪较浓。长期来看, 随着国内特高压建设的不断推进、配储的持续完善以及新能源入市政策的逐步健全, 有望解决国内装机瓶颈, 助力光伏装机量的跨步式发展。**供给端**, 竞争加剧、各环节价格磨底, 促进供给侧优化。**横店东磁光伏产业前期一直聚焦于海外的差异化市场开发**, 各类产品能满足不同国家不同应用领域的需求, 这不仅提升了公司品牌影响力, 也让公司长期保持了优于行业平均的毛利。在国内市场的开发中, 公司亦延续了聚焦差异化市场开拓, 以差异化竞争优势带动项目型产品的出货策略, 近两年国内出货量增长明显且展现了较好的经营韧性。

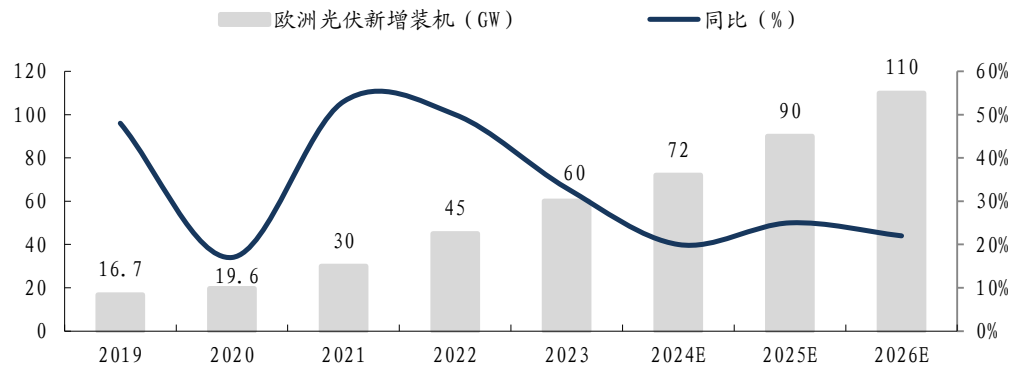
图11: 中国光伏新增装机量及增速



数据来源: 中电联, BP, Fraunhofer ISE, TTF, 东吴证券研究所

欧洲市场短期即将完成库存去化，需求预期复苏，长期能源绿色转型规划明确，保守估计到 2030 年仍有近 350GW 市场空间。根据海关总署数据，24H1 对欧洲组件出货量约 54.2GW，同比下降 13%，短期受传统能源价格走跌、融资成本上升等影响抑制了部分市场需求。根据 IRENA 预测，预计 2024/2025 年欧洲新增装机将达 72GW/90GW。长期来看，根据欧盟 RepowerEU 计划，欧盟 2030 年可再生能源目标从原本 32% 调整为 45%，到 2030 年计划实现光伏装机累计 600GW，而 2023 年欧盟光伏累计约 257GW，市场空间显著。欧洲市场占据横店东磁出货重要比例，凸显公司在国际市场竞争能力，也反映了其产品在欧洲市场的广泛认可。近两年，公司在深耕西北欧优势市场的同时，亦加大了东欧和南欧市场的拓展，后续欧洲市场需求复苏有望助力公司业绩回升。

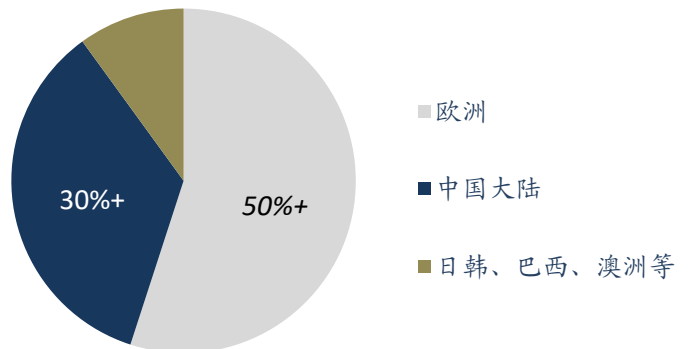
图12: 欧洲光伏新增装机量及增速



数据来源: IRENA, 东吴证券研究所

公司坚持深耕海外市场，欧洲为公司组件出货主要区域，其中荷兰为最核心市场。从出货分区域占比看，2024H1 欧洲市场组件出货占比超 50%，其次是中国出货超三分之一，剩余部分为日韩、巴西、澳洲等市场。

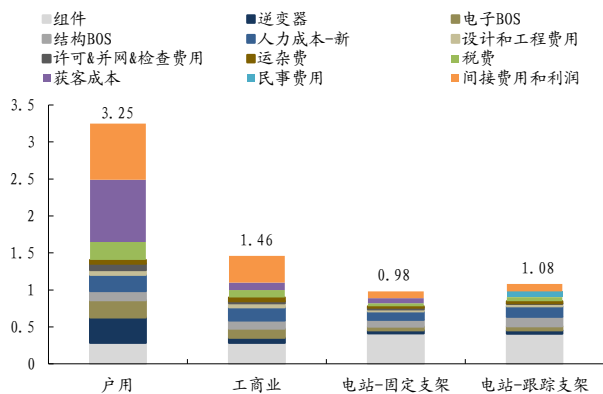
图13: 公司分市场组件出货占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外市场对组件品质要求较高、更能接受高品质产品溢价，坚定拓展海外市场有助于公司保障光伏业务高毛利运营。以地面电站组件成本为例，根据 CPIA 数据，2023 年中国地面电站初始投资成本约 3.4 元/瓦，其中组件成本约 1.32 元/瓦，而根据 Wood Mackenzie 数据，2024Q1 美国地面电站（固定支架）初始投资成本约 0.98 美元/瓦，地面电站（跟踪支架）成本约 1.08 美元/瓦，其中组件成本均约 0.41 美元/瓦，比中国地面电站的组件成本约高 1.6 元/瓦（按美元兑人民币 1: 7.11 换算）。由此可见，海外市场更关注产品的发电效率、质量及可靠性，对高品质产品溢价的接受度较高。横店东磁已在印尼建成 3GWN 型高效电池，在美国对东南亚四国（越南、马来西亚、柬埔寨、泰国）重启双反调查的情况下，会抑制东南亚四国对美国的出货，有助于公司快速打开美国市场，进一步提升高盈利水平市场的出货量。

图14: 2024Q1 美国光伏系统初始投资成本（美元/瓦）



数据来源：WoodMackenzie，东吴证券研究所

图15: 2023 年中国光伏系统初始投资成本（元/瓦）



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

2.2. 坚持差异化产品战略，黑组件主力光伏业务逆流而上

公司的组件在全球多个市场拥有较高品牌认可度，获得多项行业认证与公司荣誉。公司光伏产品得到了 TÜV SÜD、EUPDResearch、PVEvolutionLabs 等第三方国际权威机构的认可，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，2018-2023 年连续六年获 EUPDResearch “顶级光伏组件品牌”，2019-2023 年连续五年位列彭博新能源财经 “全球一级太阳能组件制造商”，2021-2023 年连续获 PVEvolutionLabs “全球组件最佳表现制造商”。2023 年，公司 N 型组件获得 TÜVRheinland 颁发的全球首张 IEC 多倍加严认证证书。

公司的差异化产品战略，是其在市场极致竞争中立于不败的关键因素。公司除了标

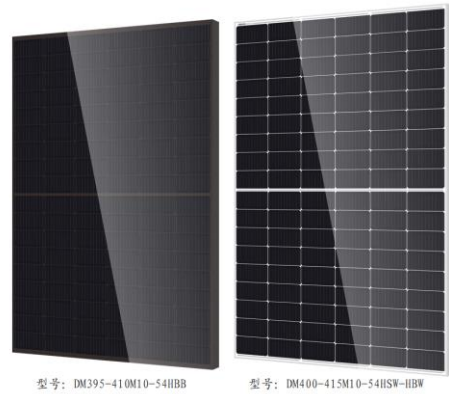
准化电池、组件产品外，还有如黑组件、温室大棚组件、防火组件、防眩光组件、智能组件、漂浮组件等差异化产品，适用于户用、工商业、地面电站中的不同应用场景，此外，公司还提供定制产品。差异化产品使公司组件保持一定盈利空间，保障公司经营，我们测算公司组件 24Q1 单瓦盈利约 7-8 分，24Q2 约 4-5 分。

图16：公司获得多项荣誉



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

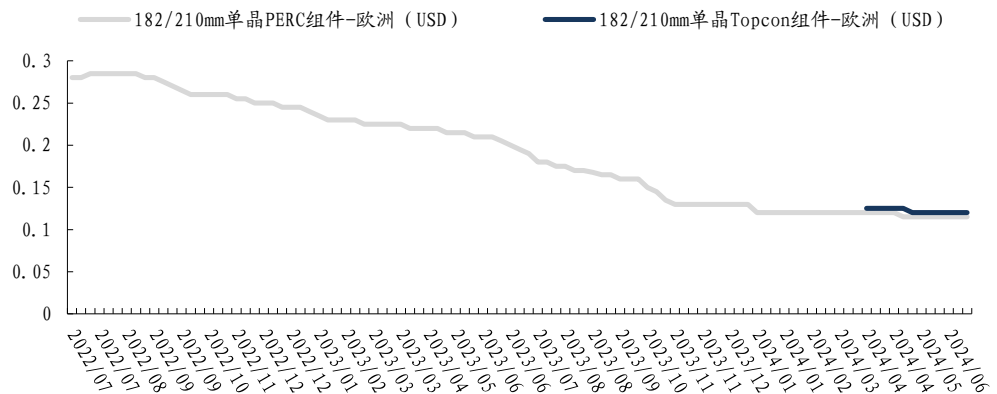
图17：公司全黑组件与传统白组件产品图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

黑组件：公司是最早生产全黑组件并将其推向市场的公司之一，也是全球全黑组件的领导品牌。经过长期测试和验证的高反黑背板的全面应用，公司全黑组件相比市场同类产品，功率有效提升 5W-10W，采用汇流条遮黑、特殊电池工艺，使公司黑组件产品兼顾美感与效率。在满足客户多样化需求的同时，获得一定的产品溢价。根据 PVinfolink 数据，当前欧洲 PERC、TOPCon 组件的市场价格分别在 0.115、0.12 美元/瓦，公司黑组件的溢价约 0.5-1 欧分。

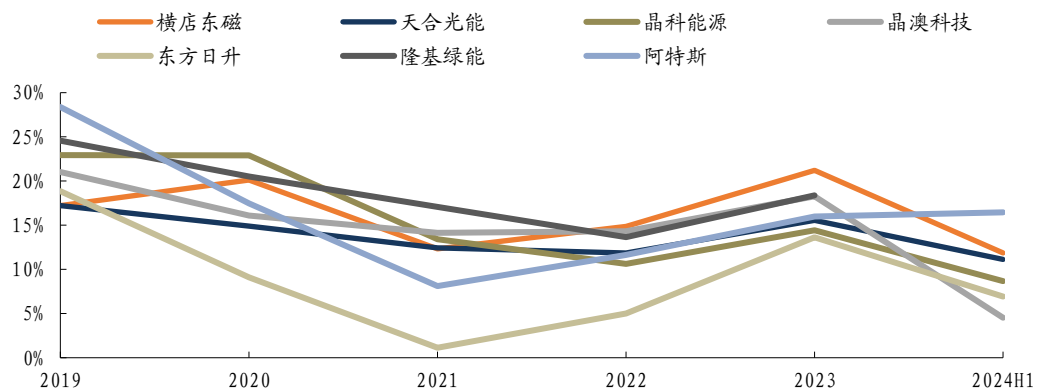
图18：欧洲组件市场价格



数据来源：PVinfolink，东吴证券研究所

差异化战略使公司产品价格韧性较强，毛利更具承压能力。2023 年以来，硅料价格一路暴跌，带动组件厂商成本大幅下降、毛利率提升，但叠加行业竞争加剧、组件价格持续下行影响，组件厂商毛利有所承压，但在这种情况下，横店东磁差异化产品的价格韧性优势凸显，光伏板块毛利率从 2022 年的 14.86% 大幅提升至 2023 年的 21.21%，超越其他龙头组件厂商。2024H1 组件市场价格持续走低，公司盈利空间受到挤压，公司光伏板块毛利率降至 11.86%，但仍高于大部分公司，仅次于阿特斯。

图19：横店东磁组件毛利率与其他厂商对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：横店东磁、晶澳科技、隆基绿能、通威股份口径为电池+组件毛利率，其余厂商为单组件毛利率

2.3. 理性扩产保障稳健经营，海外布局剑指美国市场

2.3.1. 扩产节奏谨慎理性，保障公司稳健经营

从产能来看，公司扩产节奏有条不紊、谨慎稳健。截至 2023 年末，公司光伏业务具有年产 14GW 光伏电池，其中 6GW+ 的 TOPCon 产能和 7GW+ 的 PERC 产能，12GW 光伏组件的内部生产能力。目前在建产能包括四川东磁二期 6GW 的 TOPCon 高效电池、连云港东磁二期 5GW 的 TOPCon 高效组件、印尼 3GW 的 N 型高效电池片项目，预计到 2024 年底公司电池产能达 22GW、组件产能达 17GW。

表1：公司光伏产能

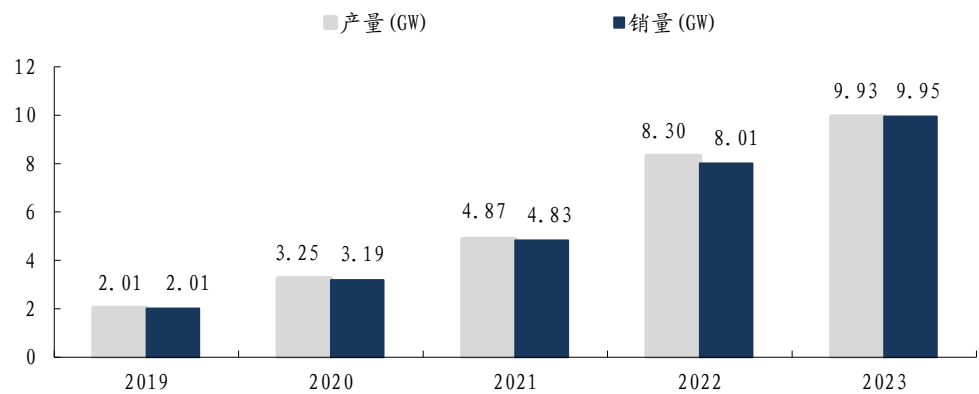
	技术路线	已有产能	在建产能	24 年预计产能
电池	PERC	7GW+		22GW

	TOPCon	6GW+	9GW	
组件		12GW	5GW	17GW

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从产销来看，近年来公司光伏产品产销量高速增长，2019-2023 年产销量 GAGR 约 49%，2023 年产量达 9.93GW，销量达 9.95GW。公司采取“以销定产”“定制生产”的形式来满足不同国家、不同产业、不同产品客户的需求，产销率接近 100%。

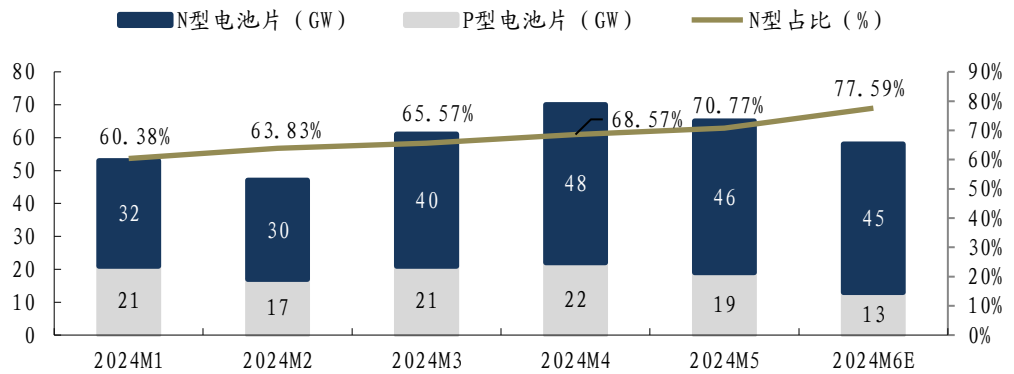
图20：光伏产销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从技术布局来看，公司快速布局主流 TOPCon 路线产能，预计 24 年底将具备 15GW+的 TOPCon 产能，同时储备多项前沿技术。23 年以来，光伏行业技术更新换代，N 型电池片渗透率快速增加。CPIA 数据显示，2022 年底 N 型电池片产能占比约 9.1%，Infolink 数据显示，2024 年 5 月 N 型电池片排产超 70%。TOPCon 技术以其成本优势，已成为当前行业主流技术路线。横店东磁快速布局 TOPCon 产能，已有 6GW+产能，在建 9GW 产能，预计 24 年底全部投产。同时，公司还储备 0BB、HJT、XBC 等技术，紧跟前沿技术方向。

图21：N 型电池片排产及占比



数据来源：Infolink，东吴证券研究所

2.3.2. 美国双反调查风波再起，公司前瞻布局印尼产能直指美国市场

美国重启东南亚 4 国双反调查，横店东磁前瞻考虑国际贸易形势，提前在印尼布局 3GW N 型高效电池产能，加速拓展新竞争格局下的美国市场。由于美国对中国光伏的多项关税政策，过去几年中国厂商的光伏组件基本都经东南亚出口美国，同时考虑到基础设施建设、航运便利性等因素，基本布局在柬埔寨、马来西亚、泰国、越南这 4 个东南亚国家。2024 年 4 月，美国当地的多家光伏企业向美国商务部、美国国际贸易委员会（ITC）提交申请，要求对原产于东南亚 4 国的电池片（无论是否组装成为组件）产品进行反倾销和反补贴调查，此次双反调查预计 24 年下半年初裁，25 年中上旬终裁，届时中国组件厂商在美国市场的竞争格局或发生新变化。将横店东磁与其他厂商的海外布局进行比较来看：

东南亚产能比较：Top5 厂商的东南亚产能合计约 40GW，均布局在双反 4 国境内，双反裁定后预计这些产能的对美出货将受到影响，而横店东磁的东南亚产能布局在 4 国外，预计不会受到影响。

其他海外产能比较：晶科美国 2GW，晶澳美国 2GW，隆基美国 5GW，阿特斯美国 5GW，均已建成投产。天合的美国 5GW 产能和印尼 1GW 产能在建设中，预计 24 年投产，横店东磁的印尼 3GW 产能已投产。

总体来看，横店东磁的海外产能具有前瞻性，印尼工厂产品对美出货在短期内不存在政策风险；Top5 组件厂商在美国主要为组件产能，仍需进口电池片，美国将电池片关税配额提升到 12.5GW，公司在印尼电池片出口美国，或将取得超额收益。

表2：组件厂商海外产能对比

产能类型	产能数量	国家	产能状态
横店东磁 TOPCon 高效电池	3GW	印尼	已投产

	硅片+电池+组件 (P型)	6.5GW	越南+泰国	已投产
天合光能	组件	5GW	美国	在建, 预计 24Q4 投产
	电池组件	1GW	印尼	在建, 预计 24Q4 投产
	硅料+硅片+电池 组件	5万吨 +30GW+5GW	阿联酋	储备
晶科能源	电池组件	4GW	马来西亚	已投产
	组件	2GW	美国	已投产
	硅片+电池组件	10GW+8GW	越南	已投产
晶澳科技	硅片+电池组件	2.5GW+5GW	越南	已投产, 预计 24 年底达 7GW
	组件	2GW	美国	已投产
隆基绿能	组件	2.8GW	马来西亚	已投产, 第二期 6GW 在建
	硅棒	6.5GW	马来西亚	在建
	电池+组件	3.35GW+7GW	越南	已投产
	组件	5GW	美国	已投产
阿特斯	TOPCon 电池+组件	8GW+6.5GW	泰国	已投产
	N型组件	5GW	美国	已投产

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

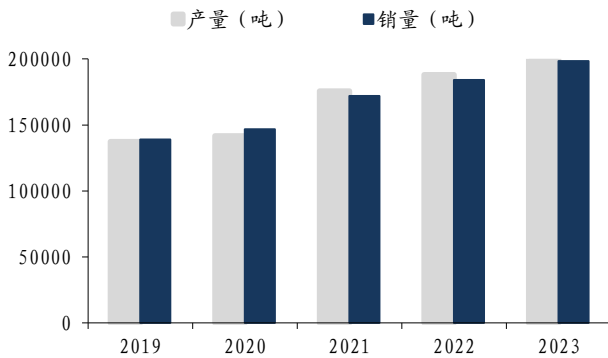
3. 稳居磁材龙头地位, 新能源助力磁材持续增长

公司以磁性材料起家, 致力于横向布局多材料体系, 同时借助材料优势纵向延伸磁器件, 为下游客户提供从材料到器件的一站式解决方案。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。

从产能端看, 截至 2024H1 公司具有年产约 23.8 万吨磁性材料生产能力, 其中 16.3 万吨永磁铁氧体、5 万吨软磁 (包括铁氧体软磁、磁粉心、非晶纳米晶等)、2.5 万吨塑磁, 同时配备 22 万吨铁氧体预烧料的产能, 在建项目包括年产 1.5 万吨软磁项目、年产 2.2 万吨永磁铁氧体项目等, 是全球规模最大的铁氧体磁性材料生产企业。

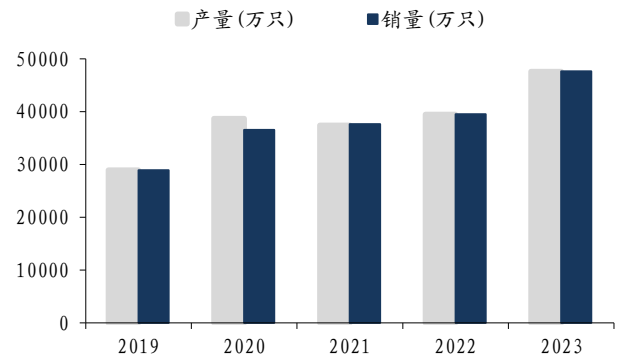
从产销量看, 公司磁材器件业务 2019-2024H1 产销量稳步增长, 基本实现应产尽销。2023 年磁材器件合计营收 44.83 亿元, 2024H1 营收 21.94 亿元。磁性材料: 2023 年实现销量 19.85 万吨, 产销比为 98.52%, 24H1 销量 11.67 万吨, 同增 26.77%。器件: 2023 年销量 4.76 亿只, 产销比超 100%。

图22: 磁性材料产量和销量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 器件产量和销量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从应用端看,传统需求略有萎缩,新能源创造磁材新需求。永磁材料应用场景变迁,下游需求总体稳定。电脑、电视机等应用场景需求降低;传统家电应用需求略有上升,但节能变频类电器使用永磁铁氧体减少;随着汽车(包括传统汽车和新能源汽车)智能化程度越来越高,电机在汽车上的应用和渗透率也逐渐提升。软磁材料下游应用量持续增长,新增量主要来源于新能源应用:

- 1) **新能源车领域:** 软磁材料主要应用于新能源车的车载充电机(OBC)、DC/DC转换器、电驱动EMC滤波、混动车型的升压系统部分。
- 2) **充电桩领域:** 软磁粉心和铁氧体粉心制成的PFC电感广泛用于充电桩中,起储能、滤波作用。另外纳米晶可制成互感器和漏电保护开关用于充电桩中。
- 3) **光伏领域:** 软磁在光伏逆变器中有两个主要应用,其一是Boost升压电感,可以将光伏电池板发出的不稳定直流电升压成稳定直流电压,其二是大功率交流逆变电感,可以将稳定的直流电压通过逆变电路转换成50Hz正弦波交流电,输入电网。

图24: 公司磁材器件产品及下游应用



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 锂电锚定小动力应用场景，电动工具市场成为新驱动

公司的锂电池产品主要包括三元圆柱锂电池、小动力 PACK 系统及储能产品，主要应用于电动两轮车、电动工具、便携式储能、智能小家电和家庭备用电源等小动力应用领域。同时，公司亦在培育阳台储能、户储和工商业储能相关产品。

图25：公司锂电池产品及下游应用



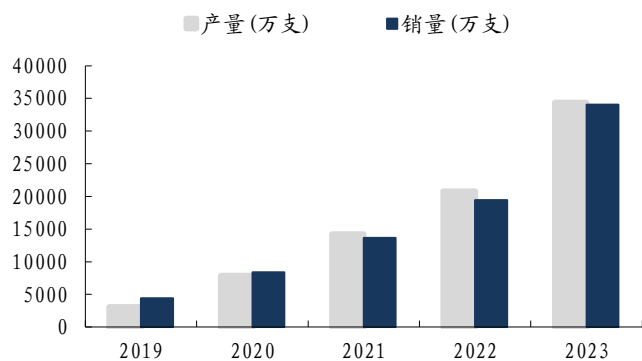
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品及产能：公司的锂电产品主要有三元圆柱电池、小动力 PACK 系统及储能产品其中圆柱电池有 18650 和 21700 两个系列，21700 产品相比 18650 产品有更高的能量密度和容量，更好的成本效益，预计未来在小动力市场会得到更广泛的应用。2023 年公司新增锂电池产能 6GWh，截至 2024H1，公司共具备 7GWh 锂电池产能。

产量及出货：2023 年公司锂电池出货 3.4 亿支，同比增长 75.36%，主要系新投产的 6GWh 产能实现良好爬坡，同时公司保持行业领先稼动率，市占率逆市提升。2024H1 材料价格回升、部分小动力应用市场需求回暖，公司高效利用 7GWh 产能，其中 18650 产线满产满销，21700 产线保持较高稼动率，24H1 实现锂电收入 12.36 亿元，同比增长 31.63%，出货量 2.68 亿支，同比增长接近翻番。

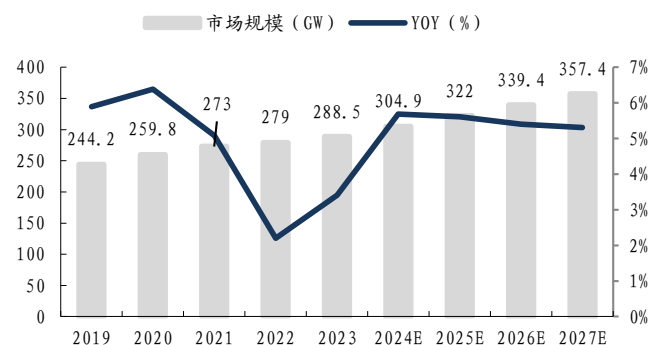
公司专攻小动力应用市场，小动力电池主要应用领域有电动两轮车、电动工具、便携式储能、智能家居等。电动两轮车销量保持了稳定增长的态势，除中国外，东盟、欧洲、美国和印度等地区对电动两轮车的需求持续增加；便携式储能需求预期增长，在户外旅行、应急备灾等场景出货增加；电动工具用锂电需求预期回暖，根据艾媒咨询数据显示，2023 年全球电动工具市场规模为 288.5 亿美元，预计 2027 年有望达到 357.4 亿美元，市场呈扩张态势，过去两年电动工具市场供给过剩，经历持续去库，预计后续需求将复苏，带动电动工具用锂电出货增加。

图26：公司锂电池业务产销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：电动工具用锂电出货量预测



数据来源：艾媒咨询，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

主要业务预测：考虑公司印尼电池产能投产，预计未来美国出货带来大幅业绩增量，同时公司差异化组件产品具备产品溢价维持公司盈利空间，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 193/238/295 亿元，收入增长主要由量增驱动，其中各主营业务收入：

- (1) 光伏产品：24-26 年出货分别为 15/20/25GW，毛利率分别为 19%/18.2%/18.1%。
- (2) 磁性材料：24-26 年出货分别为 21.3/22.9/24.7 万吨，毛利率分别为 27%/27%/26%。
- (3) 新能源电池：24-26 年出货分别为 5.1/6.6/8.3 亿支，毛利率分别为 10%/10%/10%。
- (4) 振动器件：24-26 年收入分别为 8/8/9 亿元，毛利率分别为 23%/23.5%/24%。
- (5) 其他业务：24-26 年收入分别为 4/4/5 亿元，毛利率分别为 9.1%/9.9%/10.8%。

表3: 公司分业务拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	195	197	193	238	295
毛利率	17.48%	20.73%	19.61%	18.90%	18.43%
光伏产品					
业务收入 (亿元)	126	128	111	150	199
销量 (GW)	8	10	15	20	25
毛利率	14.86%	21.21%	19.00%	18.22%	18.10%
磁性材料					
业务收入 (亿元)	42	37	44	45	46
销量 (万吨)	18.40	19.85	21.34	22.94	24.66
毛利率	23.70%	26.49%	27.00%	27.00%	26.00%
新能源电池					
业务收入 (亿元)	16	21	26	30	35
销量 (亿支)	1.94	3.40	5.11	6.64	8.30
毛利率	20.37%	6.93%	10.00%	10.00%	10.00%
振动器件					
业务收入 (亿元)	7	7	8	8	9
毛利率	20.51%	22.80%	23.00%	23.50%	24.00%
其他业务					
其他业务收入 (亿元)	4	4	4	4	5
毛利率	17.82%	18.52%	9.11%	9.94%	10.76%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

估值与投资建议: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润: 18.63 / 20.76 / 23.70 亿元, 同比+2.6% / +11.4% / +14.2%。由于阿特斯、天合光能、晶科能源、东方日升均为光伏组件龙头企业, 与公司业务相近, 因此我们选取这 4 家公司作为可比公司。进一步考虑公司的业务结构和市场地位, 我们分别给予阿特斯、天合光能、晶科能源 30% 权重, 东方日升 10% 权重。如下图所示, 可比公司的 2025 年动态 PE 加权均值为 15 倍。考虑公司差异化产品策略维持公司盈利空间, 同时印尼电池产能投产, 对美出货预计增厚公司业绩, 我们给予公司 2025 年 15xPE, 对应目标价 19.2 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 11 日)

代码	公司	权重	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			来源
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
688472.SH	阿特斯	30%	414	38.01	51.44	63.66	11	8	7	东吴研究所
688599.SH	天合光能	30%	362	13.46	21.64	36.48	27	17	10	东吴研究所
688223.SH	晶科能源	30%	673	12.90	31.16	39.60	52	22	17	东吴研究所
300118.SZ	东方日升	10%	111	12.04	18.23	20.40	9	6	5	Wind一致预期
加权平均							28	15	11	
002056.SZ	横店东磁		194	18.63	20.76	23.70	10	9	8	东吴研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1) 竞争加剧。**光伏行业竞争者较多，产能扩张旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。
- 2) 国际贸易及行业政策变动风险。**全球光储受政策驱动较强，若各国补贴政策退坡，终端需求可能受影响，从而影响公司业绩。
- 3) 全球化拓展不及预期。**公司美国市场拓展初期，受地缘政治、经济等影响，销量增长存在不确定性，从而影响公司业绩。

横店东磁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	14,537	26,710	32,802	41,723	营业总收入	19,721	19,295	23,810	29,460
货币资金及交易性金融资产	9,189	16,582	21,832	28,733	营业成本(含金融类)	15,633	15,512	19,310	24,030
经营性应收款项	3,131	4,754	4,778	5,668	税金及附加	93	68	83	103
存货	1,955	3,875	4,018	4,329	销售费用	246	241	298	354
合同资产	7	135	119	118	管理费用	572	482	583	707
其他流动资产	255	1,364	2,054	2,875	研发费用	877	675	821	1,002
非流动资产	6,659	7,006	7,015	7,091	财务费用	(252)	(37)	292	388
长期股权投资	68	88	101	117	加:其他收益	151	164	190	236
固定资产及使用权资产	5,502	5,269	4,835	4,313	投资净收益	(70)	135	167	88
在建工程	419	845	1,041	1,332	公允价值变动	(288)	25	20	20
无形资产	507	714	833	988	减值损失	(264)	(605)	(435)	(521)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	10	12	15
长期待摊费用	0	0	157	333	营业利润	2,081	2,083	2,375	2,715
其他非流动资产	163	91	47	7	营业外净收支	(6)	(2)	(4)	(9)
资产总计	21,196	33,716	39,817	48,814	利润总额	2,076	2,081	2,371	2,707
流动负债	11,441	20,135	24,200	30,865	减:所得税	250	208	285	325
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,223	9,223	11,223	14,223	净利润	1,826	1,873	2,087	2,382
经营性应付款项	7,605	7,186	8,508	10,860	减:少数股东损益	10	9	10	12
合同负债	237	1,318	1,325	1,846	归属母公司净利润	1,816	1,863	2,076	2,370
其他流动负债	1,377	2,407	3,144	3,936	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.12	1.15	1.28	1.46
非流动负债	566	2,566	2,566	2,566	EBIT	2,378	2,317	2,714	3,265
长期借款	196	1,519	1,519	1,519	EBITDA	2,941	3,382	3,894	4,577
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.73	19.61	18.90	18.43
租赁负债	7	684	684	684	归母净利率(%)	9.21	9.66	8.72	8.04
其他非流动负债	363	363	363	363	收入增长率(%)	1.39	(2.16)	23.40	23.73
负债合计	12,007	22,701	26,766	33,431	归母净利润增长率(%)	8.80	2.59	11.43	14.15
归属母公司股东权益	9,006	10,822	12,849	15,169					
少数股东权益	183	192	203	215					
所有者权益合计	9,188	11,015	13,051	15,383					
负债和股东权益	21,196	33,716	39,817	48,814					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,894	598	5,299	6,439	每股净资产(元)	5.54	6.64	7.88	9.30
投资活动现金流	(982)	(1,875)	(1,450)	(1,814)	最新发行在外股份(百万股)	1,627	1,627	1,627	1,627
筹资活动现金流	(478)	8,669	1,401	2,276	ROIC(%)	19.95	12.25	9.76	9.86
现金净增加额	2,542	7,392	5,250	6,901	ROE-摊薄(%)	20.17	17.22	16.16	15.62
折旧和摊销	563	1,065	1,181	1,311	资产负债率(%)	56.65	67.33	67.22	68.49
资本开支	(1,698)	(2,048)	(1,480)	(1,739)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.60	10.33	9.27	8.12
营运资本变动	906	(3,112)	1,193	1,615	P/B (现价)	2.14	1.78	1.50	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>