

横店东磁 (002056) 深度研究

# 光伏差异化优势显著, 印尼投产剑指美国市场

2024 年 10 月 10 日

## 【投资要点】

- ◆ **磁材+新能源双轮驱动, 经营业绩稳步增长。** 1) 磁材器件: 公司是全球最大铁氧体磁性材料生产企业, 出货量位列行业首位。公司基于铁氧体磁材, 横向布局多材料体系, 纵向延伸发展器件; 2) 光伏: 目前具备 17GW 电池和 12GW 组件产能, 位居 Infolink 2023 年全球组件出货排名前十, Wood Mackenzie 2023 年光伏组件制造商第九位; 3) 锂电: 目前具备 7GWh 锂电池产能, 主要生产小动力电池, 聚焦电动两轮车、电动工具等领域, 出货位居国内小动力圆柱电池前三。2019-2023 年公司营收/利润复合增速 31.66%/27.32%, 经营业绩稳步增长。
- ◆ **光伏: 1) 行业稳步向上, 装机潜力充足。** 光伏行业稳步向上, 24 年 1-7 月国内新增装机增速/电池组件出口增速分别 27.14%/25.54%, 增长动力强劲, 中长期看, 1.5°C 温控目标下全球光伏装机增长潜力犹在; **2) 深耕海外市场+差异化产品战略, 盈利优势显著。** 公司深耕海外市场+差异化产品战略, 2023 年公司光伏产品毛利率达 21.21%, 盈利优势明显, 24H1 行业进入洗牌阶段, 公司光伏产品仍保持合理盈利, 毛利率优于绝大部分同行, 盈利韧性凸显; **3) 东南亚四国双反调查重启, 美国市场格局生变, 公司印尼电池剑指美国市场。** 目前, 美国光伏电池产品进口超 70% 来自于东南亚四国, 但 24 年 5 月美国商务部重启东南亚四国双反调查, 预计 24Q4 初裁落地后东南亚四国出口美国组件成本优势将有所削弱, 叠加美国本土组件产能快速起量, 而电池产能建设较慢, 我们预计电池环节或成为美国光伏市场瓶颈。根据 24H1 价格测算, 我们预计印尼电池出口美国市场将有 4-5 美分利润空间, 公司印尼 3GW TOPCon 电池产能于 2024 年 7 月底投产, 预计 24/25 年分别出货 1/3GW, 有望贡献显著利润增量。
- ◆ **磁材+器件: 新能源驱动磁材需求增长, 公司纵横拓展巩固龙头地位。** 今年以来, 受消费品以旧换新政策刺激, 家电、汽车等传统磁材需求稳中向上, 同时随着光伏装机持续装机增长以及新能源汽车渗透率提升, 光伏逆变器用磁材及汽车微特电机用磁材需求保持增长。公司立足铁氧体永磁和铁氧体软磁横向扩充材料体系, 金属磁粉心、纳米晶、复合永磁材料市场开拓成效明显, 24H1 公司磁材出货 11.67 万吨, 同比增长 26.77%。同时, 公司纵向延伸布局磁性器件, 已形成振动器件、硬质合金、电感和射频器等产品布局。
- ◆ **锂电: 小圆柱锂电池黑马, 差异化竞争小动力市场。** 公司锂电池产品主要包括 18650 和 21700 型号的三元圆柱电芯, 下游电动工具、电动两轮车、便携式储能和智能家居设备等核心应用场景需求向好。2023 年公司锂电池出货 3.40 亿支, 同比增长 75.36%, 根据 EVTank 数据, 公司圆柱电池出货排名全球第五, 小动力电池国内出货前三。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (首次)

目标价: 19.65 元

东方财富证券研究所

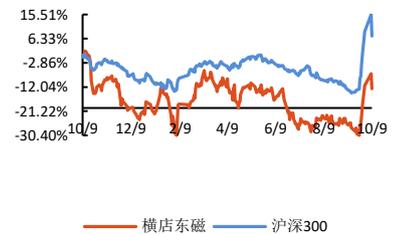
证券分析师: 周旭辉

证书编号: S1160521050001

联系人: 唐硕

电话: 021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	22757.70
流通市值 (百万元)	22734.56
52 周最高/最低 (元)	16.77/10.81
52 周最高/最低 (PE)	19.50/8.83
52 周最高/最低 (PB)	3.51/2.02
52 周涨幅 (%)	-12.68
52 周换手率 (%)	214.89

相关研究

## 【投资建议】

我们预计，公司 2024-2026 年营业收入分别为 187.42/236.71/259.01 亿元，同比变化-4.96%/26.30%/9.42%，归母净利润 17.60/21.30/24.64 亿元，同比变化-3.09%/21.00%/15.70%，EPS 分别为 1.08/1.31/1.51 元，对应 PE 为 13/11/9 倍。参考可比公司估值，考虑到公司印尼产能出口美国市场有望享受超额盈利，给予公司 2025 年 15 倍 PE，对应 12 个月目标价 19.65 元/股，给予“买入”评级。

### 盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19720.96	18741.84	23670.66	25900.56
增长率 (%)	1.39%	-4.96%	26.30%	9.42%
EBITDA (百万元)	2941.19	2244.26	2654.07	2999.74
归属母公司净利润 (百万元)	1816.17	1760.14	2129.71	2464.08
增长率 (%)	8.80%	-3.09%	21.00%	15.70%
EPS (元/股)	1.13	1.08	1.31	1.51
市盈率 (P/E)	11.98	12.93	10.69	9.24
市净率 (P/B)	2.45	2.25	1.88	1.61
EV/EBITDA	5.19	6.99	4.89	3.42

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 美国贸易政策扰动；
- ◆ 美国光伏装机不及预期；
- ◆ 行业竞争进一步加剧，供给出清节奏不及预期等。

## 1、关键假设

- 1) 光伏：出货量方面，考虑到目前公司拥有 17GW 电池和 12GW 组件，今年年底将达到 22GW 电池和 17GW 组件，假设公司后续不再新增产能并且 PERC 电池产能逐步关停，预计公司 2024-2026 年光伏产品出货分别为 15/20/21GW，其中印尼 TOPCon 电池出货 1/3/3GW；盈利方面，目前光伏产品价格处于底部，后续随着供给出清有望逐步回升，同时随着公司美国市场电池出货提升，预计公司光伏产品毛利率在 2024 年下滑后有望在 2025-2026 年改善；
- 2) 磁材+器件：磁材方面，公司现有产能 23.8 万吨，国内及海外基地投产后产能略有增长，预计 2024-2026 年出货分别为 23.15/24.07/25.27 万吨，毛利率相对稳定；器件方面，预计营收在 7 亿水平每年略有增长，盈利能力稳定；
- 3) 锂电：公司目前具备 7GWh 锂电池产能，后续随着产线稼动率提升，预计 2024-2026 年分别出货 5.30/5.92/6.24 亿支，毛利率在 11%上下波动。

## 2、创新之处

市场对美国重启东南亚四国双反调查持谨慎乐观态度，认为本轮针对东南亚四国的双反税将维持较低水平，对东南亚四国光伏产能影响有限，而我们认为实际落地的双反税率或高于市场预期，核心原因在于美国本土组件产能快速起量，截至 24 年 8 月，美国组件产能已经达到 39.5GW，考虑在建及规划产能已超 80GW，预计足以满足美国本土组件需求。

我们认为电池片环节或成为美国光伏市场紧缺环节，目前美国本土尚无硅片、电池产能，在建产能分别为 3.3/8.8GW，而考虑到美国双反税不覆盖硅片产品，东南亚四国硅片仍可销往美国，从紧缺程度看电池>硅片>组件，公司印尼 3GW 电池于 24 年 7 月底投产，有望享受美国市场溢价，我们上半年价格测算印尼电池销往美国将有 4-5 美分利润空间。

## 3、潜在催化

- 1) 东南亚四国双反调查初裁公布且初裁税率较高；
- 2) 美国光伏产品价格上涨；
- 3) 公司获得美国市场光伏电池订单等。

## 正文目录

1. 磁材+新能源双轮驱动，经营业绩稳步增长 .....	6
1.1. 磁材龙头多元布局，光伏+锂电打开增长空间 .....	6
1.2. 业绩快速增长，光伏成为支柱业务 .....	8
2. 光伏：差异化优势穿越产业周期，印尼投产剑指美国电池缺口 .....	9
2.1. 光伏装机动力犹在，产品价格筑底待涨 .....	9
2.2. 深耕海外市场+差异化产品布局，盈利韧性助力穿越产业周期 .....	12
2.3. 双反调查重启供给格局生变，印尼投产瞄准美国电池缺口 .....	15
2.3.1. 双反调查重启供给格局生变，美国本土组件放量电池面临供需缺口 .....	15
2.3.2. 印尼产能建成投产，有望享受美国电池溢价 .....	18
3. 磁材：新能源驱动磁材需求增长，横纵拓展巩固龙头地位 .....	20
3.1. 传统家电需求受益消费品更新，新能源驱动磁材需求增长 .....	20
3.2. 横向扩充材料体系，纵向延伸发展器件 .....	22
4. 锂电：小圆柱锂电池黑马，差异化竞争小动力市场 .....	24
5. 盈利预测及投资建议 .....	26
6. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1：公司业务布局.....	6
图表 2：公司历史沿革.....	7
图表 3：公司股权结构图（截至 2024H1） .....	7
图表 4：公司员工持股计划.....	7
图表 5：公司营业收入及同比增长（亿元，%） .....	8
图表 6：公司归母净利润及同比增长（亿元，%） .....	8
图表 7：公司分业务营收（亿元） .....	8
图表 8：公司利润构成（%） .....	8
图表 9：公司毛利率及净利率（%） .....	9
图表 10：公司分业务毛利率情况（%） .....	9
图表 11：公司期间费用情况（亿元，%） .....	9
图表 12：亚太区新建光伏项目平均 LCOE 水平（USD/MWh） .....	10
图表 13：美国及欧元区基准利率（%） .....	10
图表 14：硅料及组件价格走势（元/kg，元/w） .....	10
图表 15：国内光伏月度新增装机（GW，%） .....	11
图表 16：2024 年上半年国内新增装机结构（%） .....	11
图表 17：各区域光伏组件出口情况（GW） .....	11
图表 18：各区域光伏组件月出口同比变化（%） .....	11
图表 19：全球升温控制在 1.5°C 目标下，2030 年及 2025 年全球发电装机容量 .....	12
图表 20：公司境内外利润贡献占比（%） .....	13
图表 21：2023 年公司光伏产品各市场出货占比（%） .....	13
图表 22：公司连续多年获得 EUPD Research “顶级光伏品牌”、BNEF Tier 1、PV Evolution Labs “全球组件最佳表现制造商” 认证.....	13
图表 23：公司全球化布局.....	13
图表 24：公司黑组件产品.....	14
图表 25：公司防眩光组件产品.....	14
图表 26：美国黑组件溢价情况.....	14

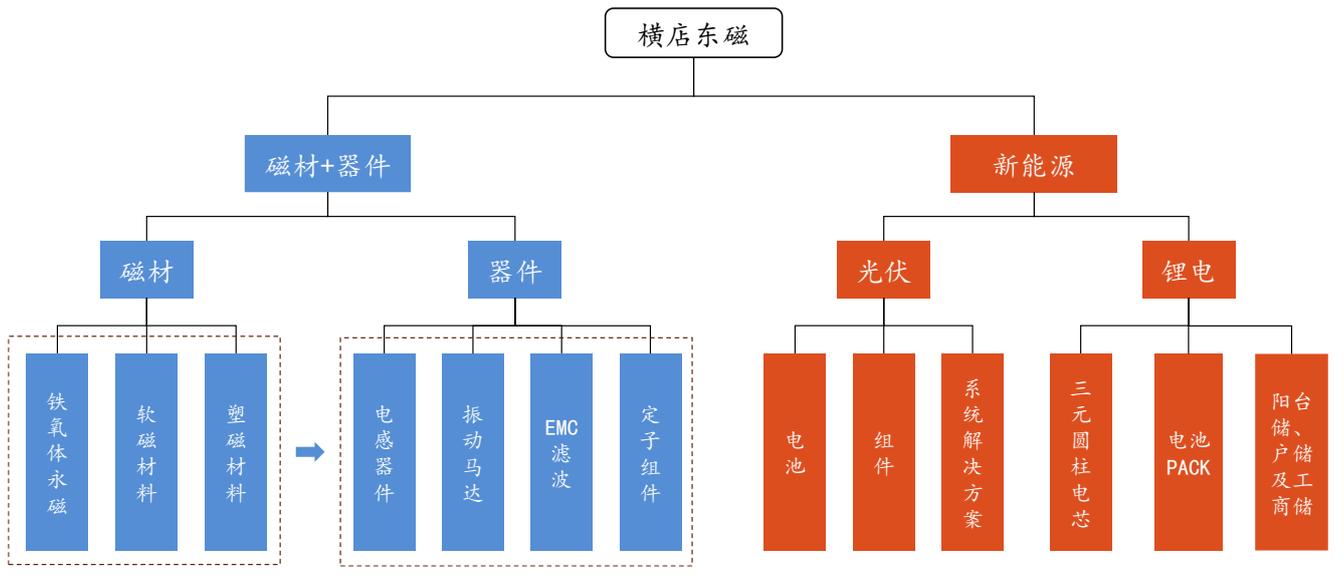
图表 27: 公司与同行光伏毛利率对比 (%)	15
图表 28: 2024 年美国光伏电池组件进口情况 (亿元, %)	15
图表 29: 本轮东南亚双反调查时间表	16
图表 30: 美国光伏现有贸易壁垒	16
图表 31: 中国及东南亚四国光伏产品出口美国面临关税情况	17
图表 32: 美国本土光伏产品产能 (GW, 截至 2024 年 8 月)	18
图表 33: 2024 年美国进口电池片配额累计 (MW)	18
图表 34: 公司印尼 3GW 光伏电池产能投产	19
图表 35: 2024 年美国进口印尼光伏电池组件情况 (亿美元, %)	19
图表 36: 美国市场光伏产品价格 (美元/w)	20
图表 37: 印尼电池出口美国盈利测算 (美元/w)	20
图表 38: 磁性材料分类	20
图表 39: 永磁铁氧体应用结构	21
图表 40: 软磁铁氧体应用结构	21
图表 41: 2024 年 1-7 月家电产量 (万台, %)	21
图表 42: 2023 年全球光伏逆变器出货同比增长 56%	22
图表 43: 全国新能源汽车销量 (万台, %)	22
图表 44: 汽车电机分布	22
图表 45: 公司磁材产品布局	23
图表 46: 公司磁材产品布局 (万吨, %)	23
图表 47: 公司器件出货情况 (亿只, %)	24
图表 48: 公司锂电池布局	24
图表 49: 全球电动工具市场规模 (亿美元)	25
图表 50: 全球两轮车出货量 (万辆, %)	25
图表 51: 全球便携式储能出货量 (万台, %)	25
图表 52: 全球智能家居设备出货量 (万台, %)	25
图表 53: 公司锂电池出货 (亿支, %)	26
图表 54: 2023 年全球圆柱电池市占率	26
图表 55: 公司营收拆分 (亿元, %)	26
图表 56: 可比公司估值 (截至 2024-10-09)	27

## 1. 磁材+新能源双轮驱动，经营业绩稳步增长

### 1.1. 磁材龙头多元布局，光伏+锂电打开增长空间

**磁材龙头多元布局，磁材器件+新能源双轮驱动。**公司主要从事磁材+器件、光伏+锂电等产品研发、生产及销售，1)磁材+器件：横向布局多材料体系，纵向延伸发展器件，磁材产品包括永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、磁粉芯、非晶纳米晶等，器件产品包括振动器件、电感、和 EMC 滤波器件、电机定子等，磁材+器件产品主要应用于家电、汽车、光伏、消费电子等领域，公司是全球最大的铁氧体磁性材料生产企业，出货量位列行业首位。2)光伏：主要生产电池组件，为下游户用、工商业及集中式电站提供系统解决方案，目前具备 17GW 电池、12GW 组件产能，位居 Wood Mackenzie 2023 年光伏组件制造商第九位，Infolink Consulting 2023 年全球组件出货排名前十。3)锂电：聚焦小动力电池，主要产品包括 18650 和 21700 型号三元圆柱电芯，应用于电动两轮车、电动工具等领域，目前具备 7GWh 锂电池产能，出货位居国内圆柱小动力电池前三。同时，公司延伸发展储能，培育阳台储、户储和工商业储能产品。

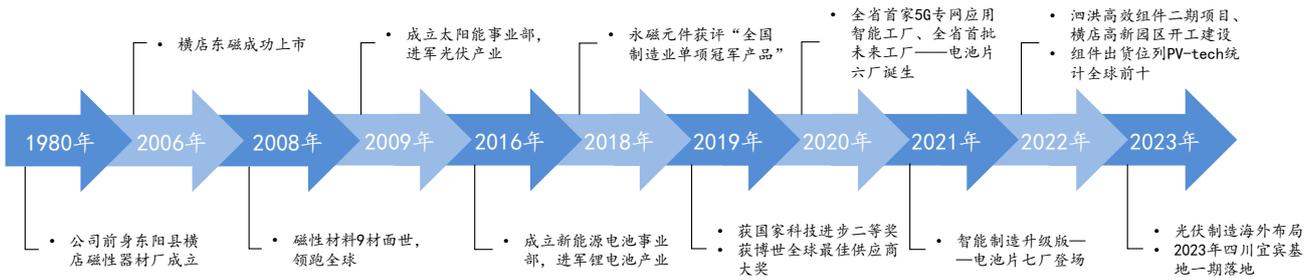
图表 1：公司业务布局



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

**磁材起家，拓展光伏+锂电打开成长空间。**公司前身为东阳县横店磁性器材厂，创办于 1980 年，公司经过改制后于 2006 年上市，主营业务为磁性材料生产销售。公司分别于 2009、2016 年成立太阳能事业部和新能源电池事业部，进军光伏和锂电池行业。随着 2019 年新能源需求快速爆发，公司加快光伏+锂电等新能源业务发展，加速光伏锂电产能扩张，2022 年公司光伏组件出货位列 PV-tech 统计全球前十，2023 年投建印尼光伏电池产能，加快光伏海外制造基地布局。

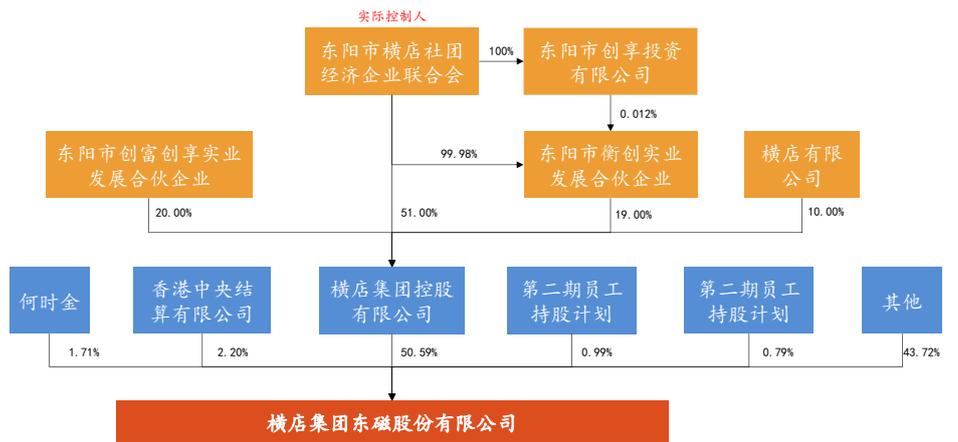
图表 2: 公司历史沿革



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

股权结构集中且稳定, 总经理光伏从业经验丰富。公司第一大股东为横店集团控股有限公司, 持有 50.59% 股权, 东阳市横店社团经济企业联合会为公司实际控制人, 直接及间接持有横店集团控股有限公司 70% 股权, 暨持有公司约 35.41% 股权, 公司股权结构集中且稳定。公司现任总经理为何悦先生, 曾任尚德太阳能电力有限公司副总裁、公司光伏产业负责人等职务, 光伏行业从业经验丰富。

图表 3: 公司股权结构图 (截至 2024H1)



资料来源: Choice 中国企业库, 东方财富证券研究所

员工持股绑定核心骨干, 助力公司长远高质量发展。2015 年以来, 公司共实施三期员工持股计划, 目前第二期及第三期仍在存续期, 覆盖公司核心技术骨干及管理人员, 有利于健全公司激励约束机制, 确保公司长期、稳定、健康发展。

图表 4: 公司员工持股计划

	时间	数量 (万股)	均价 (元/股)	总股份占比	拟参与对象
第一期	2015	2300	22.46	5.60%	49 人
第二期	2019	6172.36	6.45	3.76%	不超过 60 人
第三期*	2024	1284	8.83	-	不超过 58 人

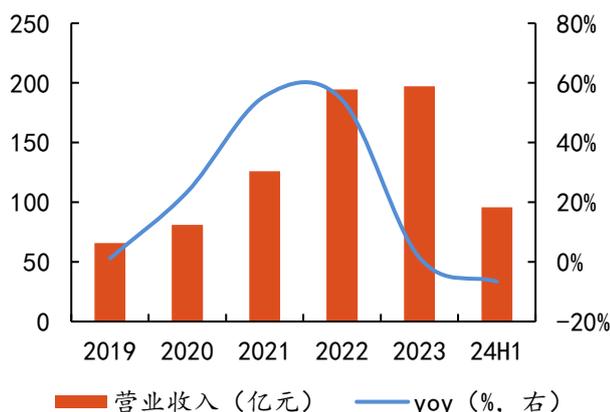
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

\*第三期员工持股计划实施数量及价格来自于首次授予

## 1.2. 业绩快速增长，光伏成为支柱业务

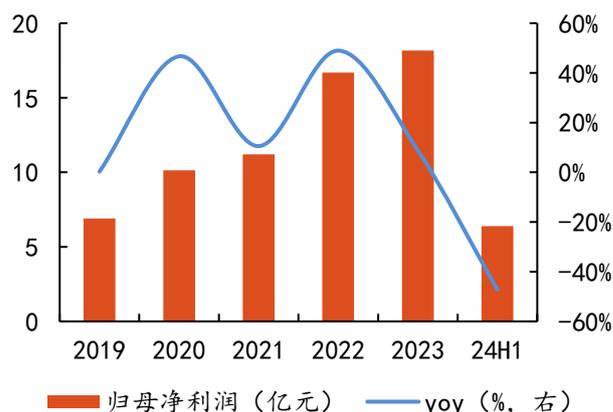
公司业绩快速增长，24H1 经营韧性凸显。2019-2023 年，公司营业收入分别为 65.64/81.06/126.07/194.51/197.21 亿元，四年复合增速达 31.66%，归母净利润分别为 6.91/10.14/11.20/16.69/18.16 亿元，四年复合增速达 27.32%，业绩稳步增长。2024 年上半年，光伏行业进入深度洗牌阶段，在同行出现大面积亏损情况下，公司通过持续深化实施差异化战略，出货量同比实现大幅增长，且依然保持合理盈利及良好经营现金流。

图表 5：公司营业收入及同比增长（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

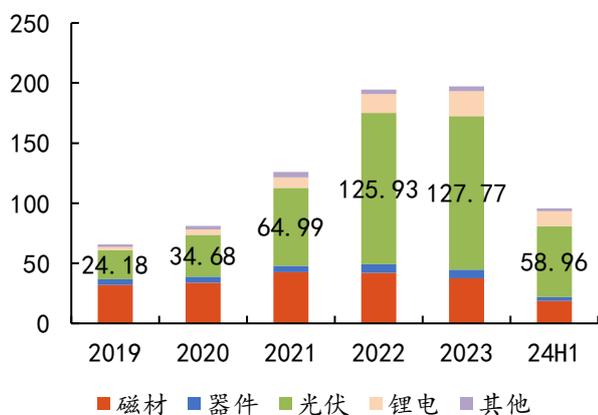
图表 6：公司归母净利润及同比增长（亿元，%）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

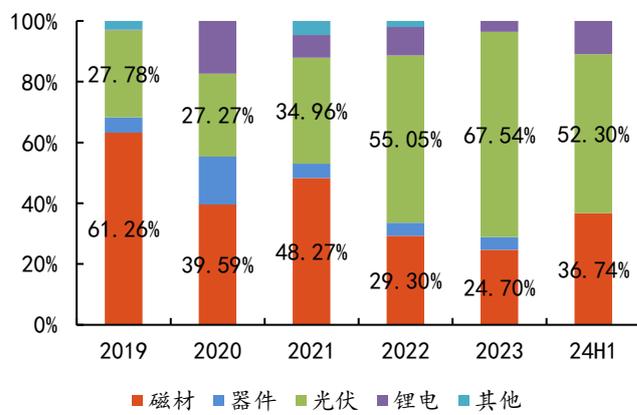
磁材营收稳中向上，光伏快速发展为支柱业务。分业务看，2019-2023 年磁材营收分别为 31.96/33.78/42.69/42.04/37.4 亿元，24H1 公司磁材营收 18.55 亿元，同比增长 1.81%，磁材业绩稳中向上。2019-2023 年光伏营收分别为 24.18/34.68/64.99/125.93/127.77 亿元，光伏业绩高速增长。2022 年以来，光伏业务已成为公司支柱业务，利润贡献超过 50%，2023 年光伏业务利润贡献占比达到 67.54%，24H1 受光伏行业周期波动影响，利润占比下降至 52.30%。

图表 7：公司分业务营收（亿元）



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

图表 8：公司利润构成 (%)

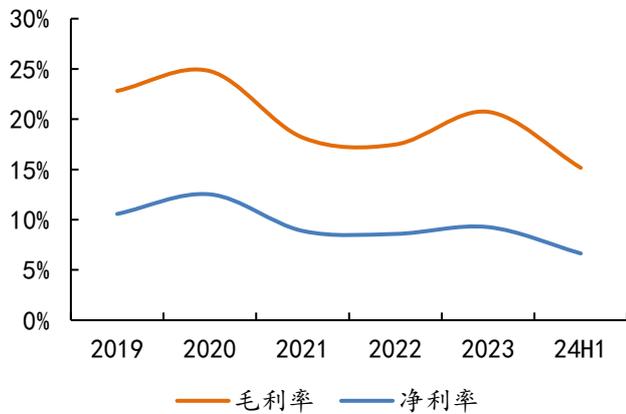


资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

盈利能力小幅波动，24H1 阶段性承压。2019-2023 年，公司盈利能力相对稳定，综合毛利率分别为 22.81%/24.78%/18.17%/17.48%/20.73%，销售净利率

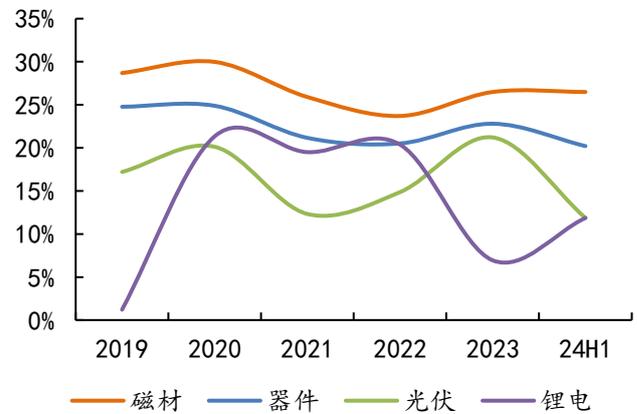
分别为 10.57%/12.52%/8.88%/8.58%/9.26%，24H1 受光伏周期波动影响，光伏业务毛利率下滑至 11.86%，影响公司综合毛利率及净利率。

图表 9：公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

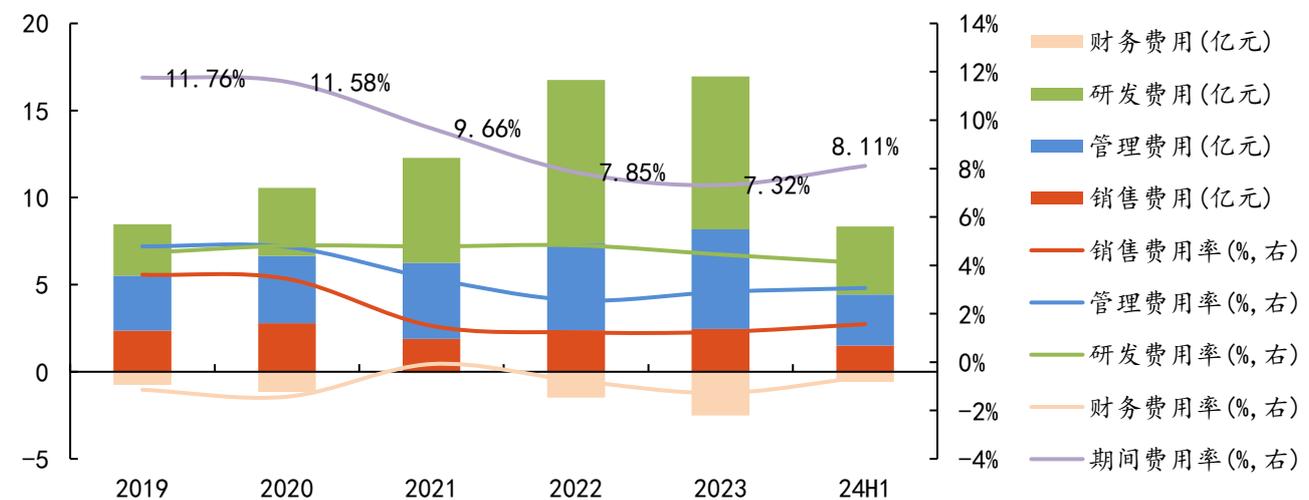
图表 10：公司分业务毛利率情况 (%)



资料来源：Choice深度资料，东方财富证券研究所

期间费用率稳步下行，研发投入保持较高强度。2019-2023 年，公司期间费用率稳步下行，由 2019 年 11.76% 下降至 2023 年 7.32%，降幅 4.44pct。同时，公司保持较高强度研发投入，2019-2023 年公司研发费用分别为 2.96/3.90/6.03/9.39/8.77 亿元，研发费用率维持在 4.5%-5.0%。

图表 11：公司期间费用情况 (亿元, %)



资料来源：Choice 深度资料，东方财富证券研究所

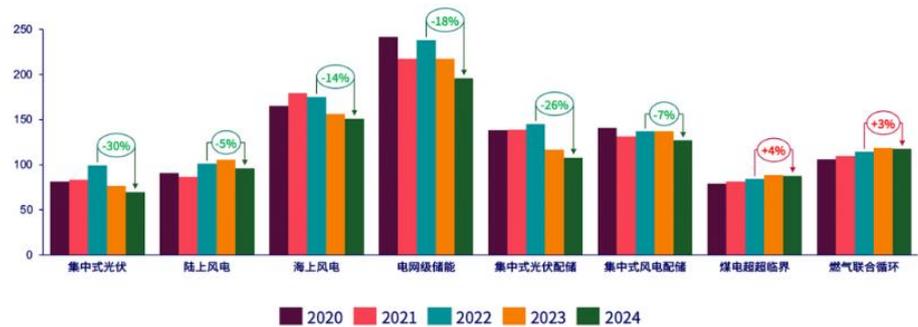
## 2. 光伏：差异化优势穿越产业周期，印尼投产剑指美国电池缺口

### 2.1. 光伏装机动力犹在，产品价格筑底待涨

光伏产品跌价降低电站投资成本，光伏系统价格及 LCOE 下降明显。自 2022

年下半年以来，光伏各环节产能持续落地，供给瓶颈逐步消除，终端组件价格快速下跌，带动光伏系统造价及光伏 LCOE 快速下降，根据 Wood Mackenzie 预计，2023 年集中式光伏成为亚太区成本最低的发电来源，比传统燃煤发电价格水平低 13%，预计 2024 年亚太区新建光伏项目平均 LCOE 水平较 2022 年下降 30%，光伏电站建设成本及光伏发电度电成本下降极大激发潜在的光伏装机需求。

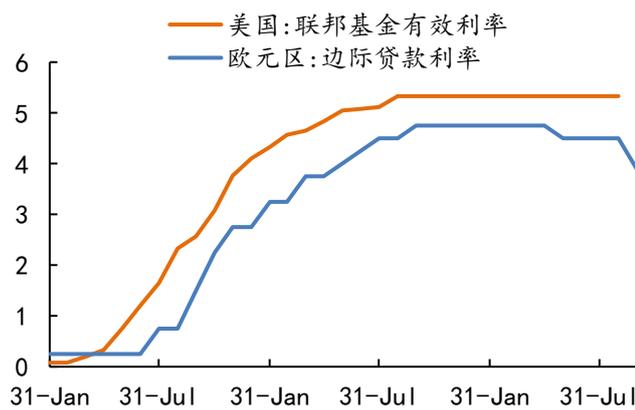
图表 12：亚太区新建光伏项目平均 LCOE 水平 (USD/MWh)



资料来源：Wood Maackenzie, 北极星电力网, 东方财富证券研究所

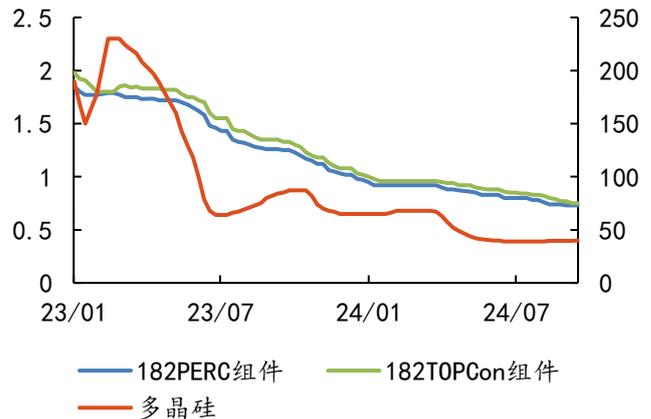
联储降息叠加产品价格筑底，进一步刺激潜在需求。光伏集中式电站建设普遍依赖于银行贷款，资金成本成为影响电站 IRR 的重要因素，2022 年以来美联储及海外央行持续加息在一定程度上抑制了海外集中式电站建设积极性，9 月美联储首次降息 50 个基点，正式开启降息周期，叠加近期硅料减产及硅片厂提价，产业链价格筑底信号明确，前期因加息及组件价格持续下跌而持观望态度的潜在需求有望释放。

图表 13：美国及欧元区基准利率 (%)



资料来源：Choice EDB 经济数据, 东方财富证券研究所

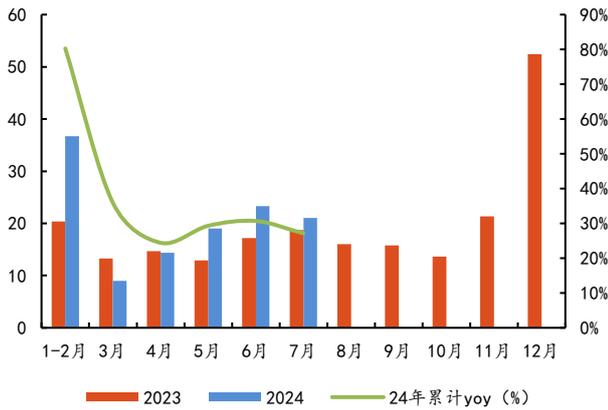
图表 14：硅料及组件价格走势 (元/kg, 元/w)



资料来源：Infolink Consulting 公众号, 东方财富证券研究所

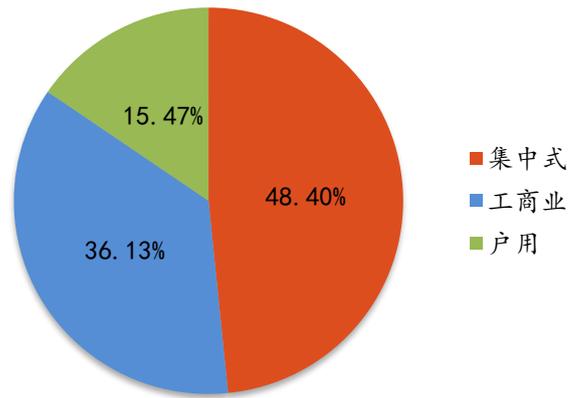
国内：装机动力强劲，1-7 月同比增长超 27%。根据国家能源局公布，2024 年 1-7 月国内光伏新增装机 123.53GW，同比增长约 27.14%，新增装机保持增长但增速有所回落。结构上，上半年集中式装机 21.93GW，占比约 48.40%，占比基本稳定，分布式市场分散化发展明显，工商业及户用分别占比约 36.13% 和 15.47%。

图表 15: 国内光伏月度新增装机 (GW, %)



资料来源: 国家能源局, 东方财富证券研究所

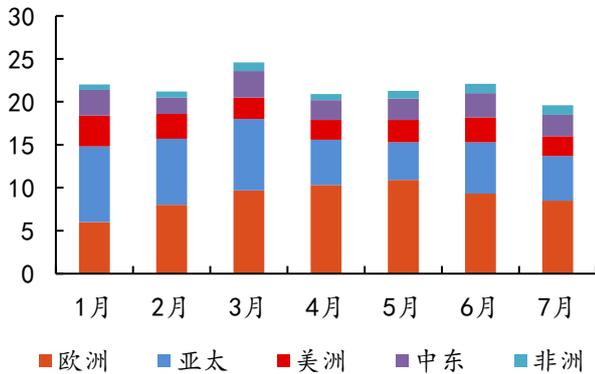
图表 16: 2024 年上半年国内新增装机结构 (%)



资料来源: 国家能源局, 东方财富证券研究所

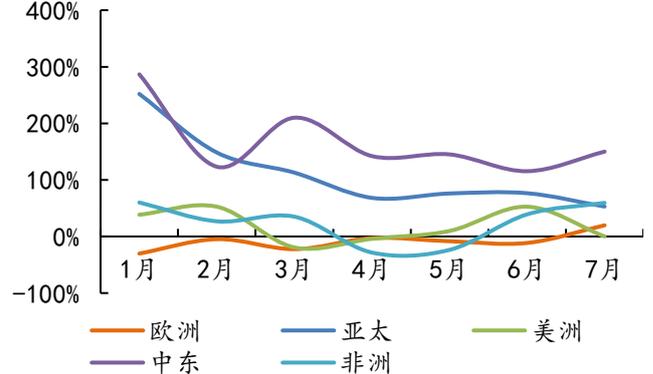
**海外: 欧美市场持稳, 新兴市场火爆。**2024 年 1-7 月国内合计出口组件约 151.4GW, 同比增长约 25.54%。分市场看, 欧洲受传统能源价格走跌及库存较高影响, 上半年出口相对疲软, 美国装机潜力充足但受贸易政策扰动, 供给相对受限, 1-7 月亚太及中东区域组件出口表现亮眼, 分别同比增长 108.20%及 162.43%。

图表 17: 各区域光伏组件出口情况 (GW)



资料来源: Infolink Consulting 公众号, 海关总署, 东方财富证券研究所

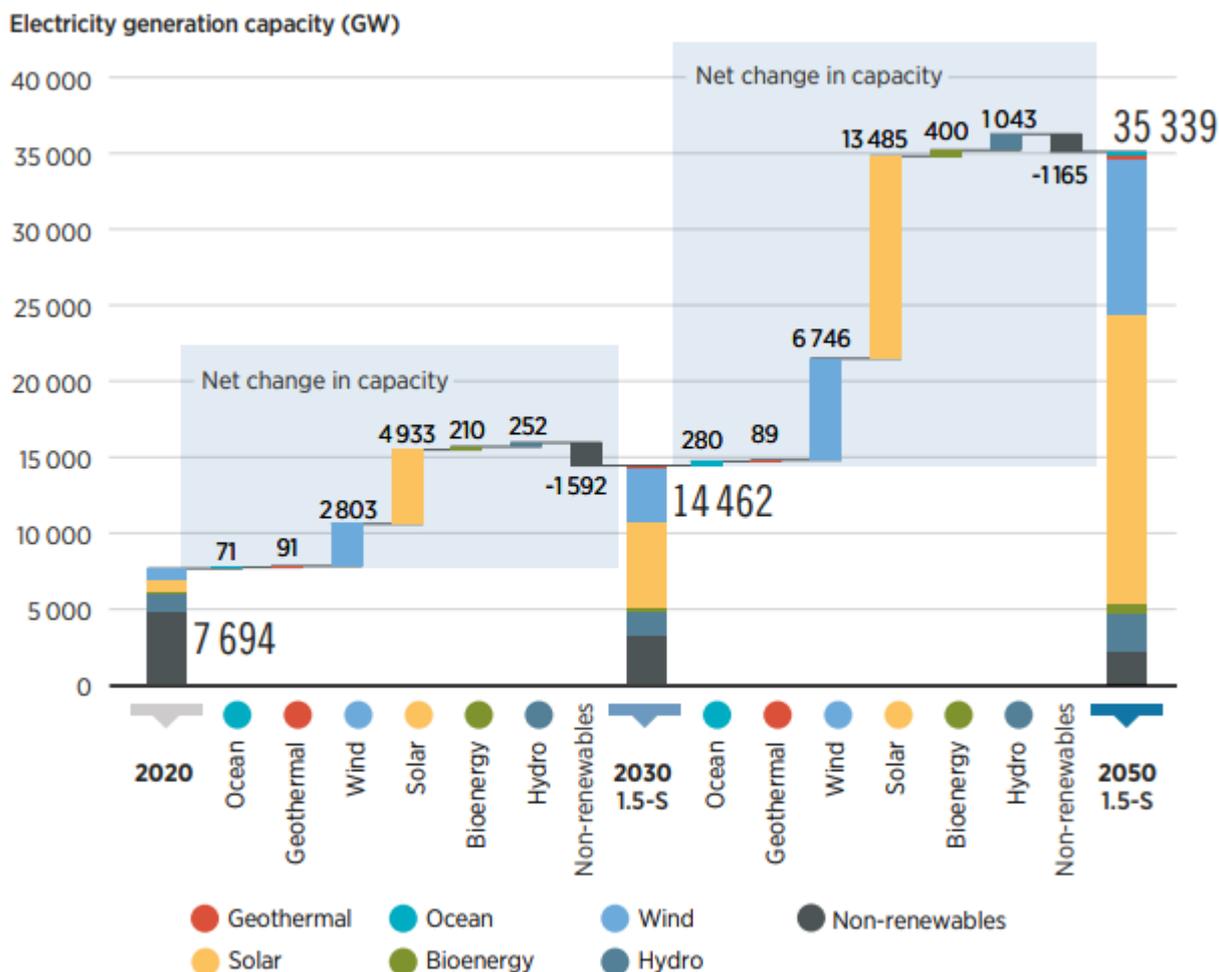
图表 18: 各区域光伏组件月出口同比变化 (%)



资料来源: Infolink Consulting 公众号, 海关总署, 东方财富证券研究所

**中长期看, 1.5°C 温控目标下全球光伏装机潜力犹在。**根据国际能源署 IRENA 预测, 为将全球升温控制在 1.5°C 以内, 2020-2030 年及 2030-2050 年期间需新增 4933GW/13485GW 光伏装机容量, 参考 CPIA 数据, 2021-2023 年全球合计新增装机约 790GW, 为实现 1.5°C 温控目标, 2024-2030 年年均光伏新增装机需求达 592GW。随着全球碳中和及各国能源转型持续推进, 我们认为光伏新增装机容量仍具备较强增长潜力。

图表 19: 全球升温控制在 1.5°C 目标下, 2030 年及 2025 年全球发电装机容量

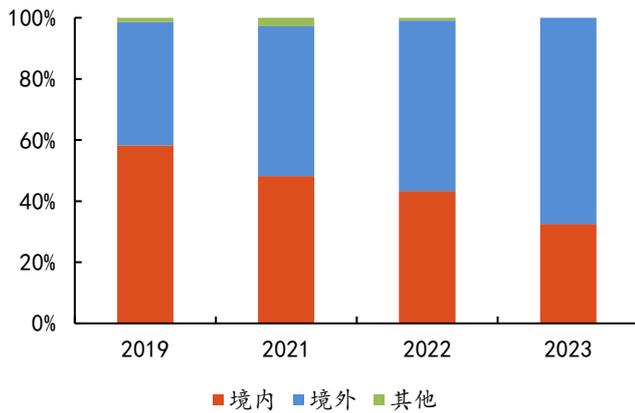


资料来源:《World Energy Transitions Outlook 2023: 1.5°C Pathway》IRENA, 东方财富证券研究所

## 2.2. 深耕海外市场+差异化产品布局, 盈利韧性助力穿越产业周期

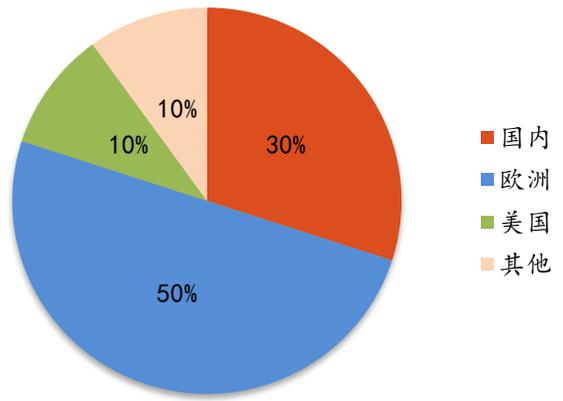
公司深耕海外市场, 欧洲营收占比较高。公司光伏组件主要出口海外, 其中欧洲为主要市场, 2022 年公司光伏产品出货中欧洲占比超过 80%, 随着公司在国内、美国、日韩以及其他市场发力, 2023 年欧洲出货占比下降至 50%, 但仍为主要市场, 2023 年公司光伏海外出货占比达到 70%。

图表 20: 公司境内外利润贡献占比 (%)



资料来源: Choice深度资料, 东方财富证券研究所

图表 21: 2023 年公司光伏产品各市场出货占比 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

海外品牌形象及客户认可度高, 全球化销售网络健全, 本地化营销及服务能力强。公司自 2012 年进入欧洲市场, 连续多年获得 EUPD Research “顶级光伏组件品牌”、彭博全球光伏组件制造商 Tier 1 及 PVEL “全球组件最佳表现制造商”认证, 在海外客户认可度高, 同时公司已在当地建立子公司和本地化营销、服务团队, 设立多个仓储配送点, 更好就近服务客户。

图表 22: 公司连续多年获得 EUPD Research “顶级光伏品牌”、BNEF Tier 1、PV Evolution Labs “全球组件最佳表现制造商”认证



EUPD Research “顶级光伏品牌”认证

Kiwa PVEL 全球 “最佳表现” 组件制造商称号

彭博新能源财经 Tier 1

资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

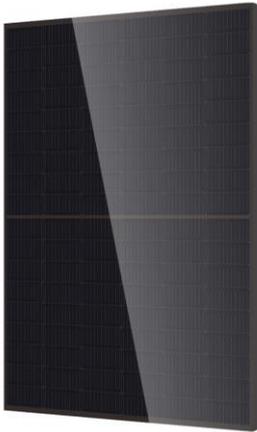
图表 23: 公司全球化布局



资料来源: 公司微信公众号, 东方财富证券研究所

实行差异化产品战略，聚焦海外高端分布式市场。公司是全球最早生产全黑组件并将其推向市场的公司，高效全黑组件以完美的外观、领先的性能和品质得到住宅和工商业屋顶业主的青睐，根据 Energy Bin 数据，2020-2023 年全黑组件在美国市场溢价明显。参考公司公告，目前欧洲市场黑组件溢价约 0.5 欧分。同时，公司针对“光伏+海洋”、“光伏+交通”等特殊场景推出了漂浮、防眩光等组件新品，为全球客户多元化需求提供更多优质选择。

图表 24：公司黑组件产品



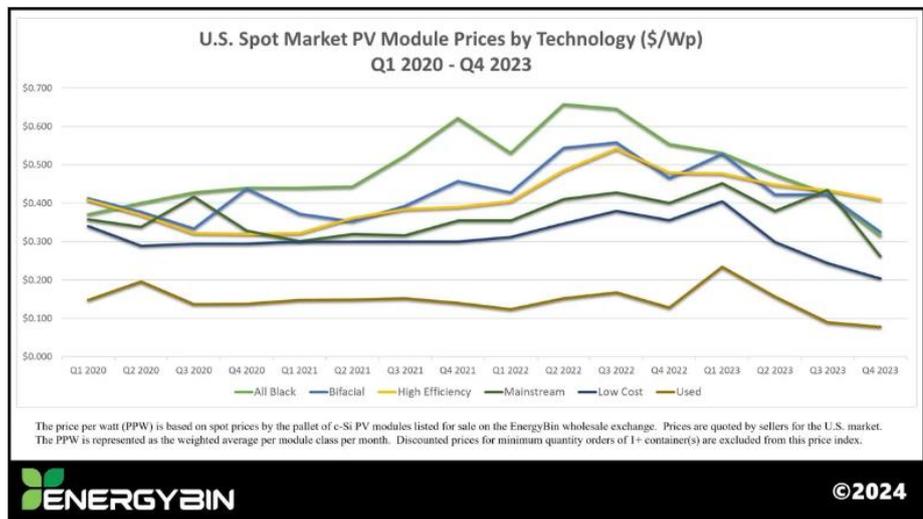
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 25：公司防眩光组件产品



资料来源：公司微信公众号，东方财富证券研究所

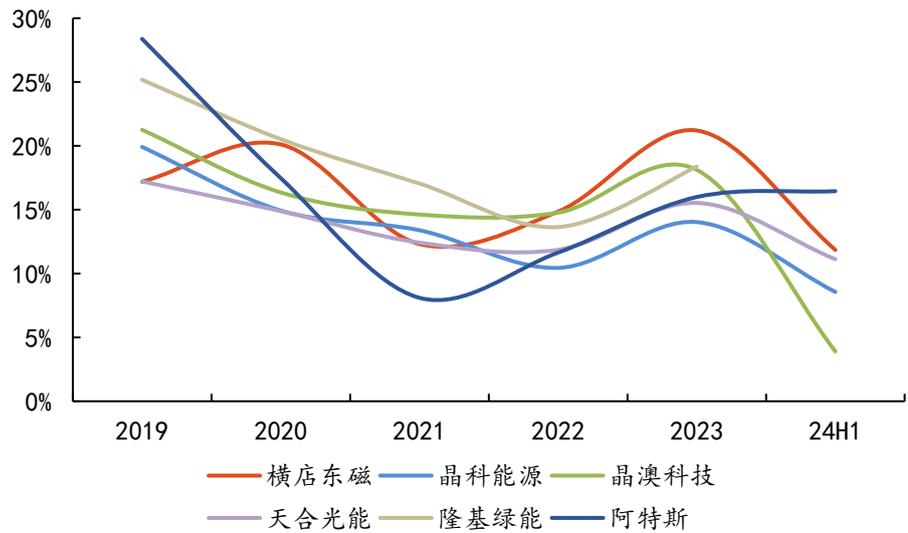
图表 26：美国黑组件溢价情况



资料来源：《2023 PV Module Price Index》Energy Bin，东方财富证券研究所

深耕海外市场+差异化产品战略，光伏业务盈利韧性凸显，助力公司穿越产业周期。2024 年，光伏行业进入深度洗牌阶段，公司坚持差异化竞争策略，出货增速及组件盈利能力优于行业平均水平，从 24H1 毛利率看，公司光伏产品毛利率仅次于阿特斯，高于行业大部分同行。

图表 27: 公司与同行光伏毛利率对比 (%)



资料来源: Choice 深度资料, 东方财富证券研究所

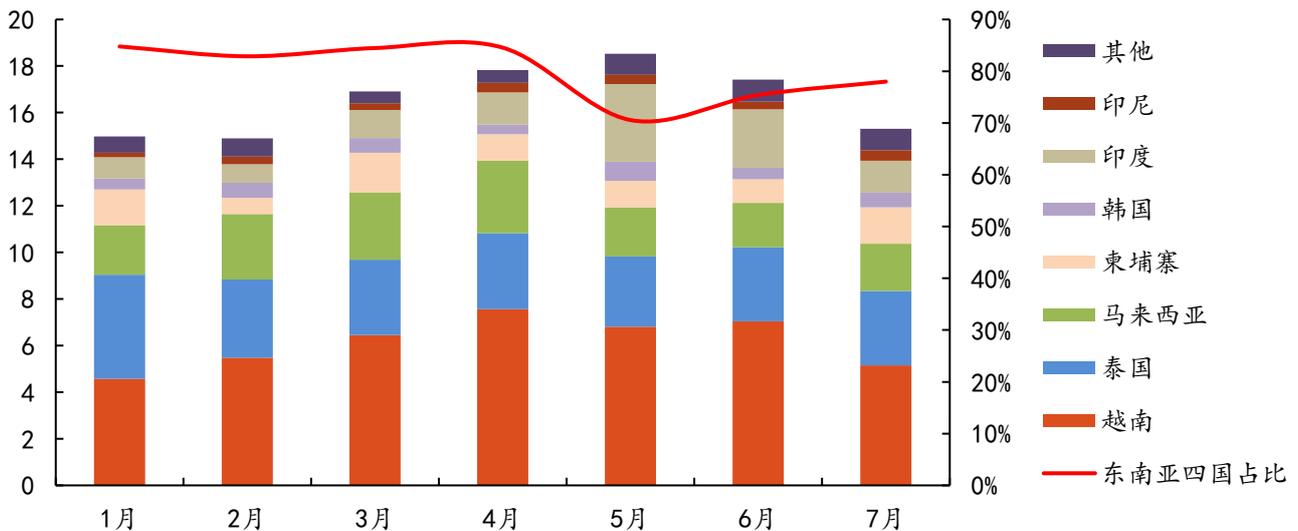
注: 晶科能源、晶澳科技光伏组件业务收入占比超过 90%, 故选取综合毛利率反映光伏业务毛利率

### 2.3. 双反调查重启供给格局生变, 印尼投产瞄准美国电池缺口

#### 2.3.1. 双反调查重启供给格局生变, 美国本土组件放量电池面临供需缺口

目前, 美国光伏电池组件进口超 70% 来自东南亚四国。根据美国国际贸易委员会数据, 2024 年 1-7 月美国累计进口光伏电池组件 115.85 亿美元, 月均进口 15-20 亿美元, 其中超过 70% 来自于东南亚四国 (柬埔寨、马来西亚、越南、泰国)。

图表 28: 2024 年美国光伏电池组件进口情况 (亿元, %)



资料来源: USITC 美国国际贸易委员会, 东方财富证券研究所

美国商务部重启东南亚双反调查，24Q4 初裁结果即将落地。2024 年 4 月 24 日，美国太阳能制造贸易委员会联盟向美国商务部及国际贸易委员会递交请愿书，要求对进口自柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的晶硅光伏电池和组件进行反倾销 (AD)、反补贴 (CVD) 调查，5 月 14 日商务部及国际贸易管理局启动对东南亚四国的 AD/CVD 调查，国际贸易管理局已于 6 月 7 日作出肯定性初裁，商务部已于 10 月 1 日发布反补贴初裁，预计 10-11 月发布反倾销初裁，若无延期最终指令将于 2025 年 2 月实施。

图表 29：本轮东南亚双反调查时间表

事件	反倾销调查	反补贴调查
提申请愿书	2024 年 4 月 24 日	2024 年 4 月 24 日
调查启动	2024 年 5 月 14 日	2024 年 5 月 14 日
国际贸易管理局 初裁*	2024 年 6 月 10 日	2024 年 6 月 10 日
商务部初裁 (目前阶段)	2024 年 10 月 1 日 (延期至 2024 年 11 月 27 日前)	2024 年 7 月 18 日 (延期至 2024 年 9 月 23 日前)
商务部终裁	2024 年 12 月 16 日	2024 年 10 月 1 日
国际贸易管理局 终裁**	2025 年 1 月 30 日	2024 年 11 月 15 日
命令实施***	2025 年 2 月 6 日	2024 年 11 月 22 日

资料来源：INTERNATIONAL TRADE ADMINISTRATION 国际贸易管理局，FEDERAL REGISTER 联邦公报，东方财富证券研究所

\*国际贸易管理局作出否定初裁则相应调查终止，\*\*必须晚于商务部终裁，\*\*\*必须晚于商务部及国际贸易管理局终裁

东南亚四国出口美国组件成本优势或大幅减弱，美国光伏市场供给格局生变。目前，东南亚四国（除柬埔寨）光伏电池组件出口至美国仅面临 201 关税，而根据本轮针对东南亚双反调查信息披露看，针对柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的反倾销税率分别高达 125.37%/81.22%/70.36%/271.28%（实际实施时或低于目标值），针对四国反补贴税率均不低于 2%，考虑到美国关税政策核心诉求为制造业回流，预计本轮针对东南亚四国双反税率将处于较高水平，东南亚四国出口美国组件成本优势或大幅减弱。

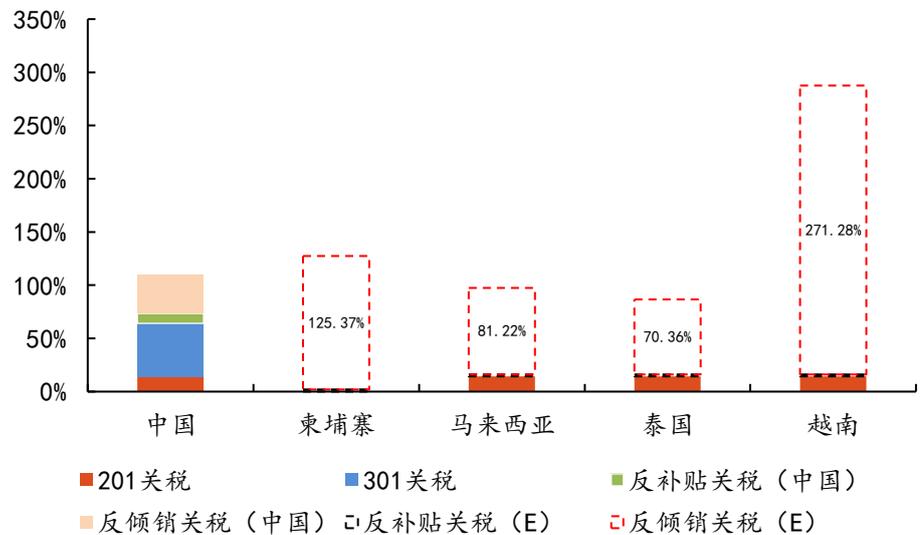
图表 30：美国光伏现有贸易壁垒

关税/政策	针对产品	针对国家/地区	2024 年税率	备注
201 关税	电池、组件	全球（少数发展中国家豁免）	14.25%	
301 关税	硅料、硅片、电池、组件	中国	50%	2024 年 5 月 14 日，电池、组件税率从 25% 上调至 50%，电池组件于 9 月 27 日开始执行，多晶硅料、硅片，于 2025 年 1 月开始实施。

对中国双反税	电池、组件	中国	45.57%	反补贴 8.47%-9.07%； 反倾销 36.5%
反规避调查	电池、组件	柬埔寨、马来西亚、泰国、越南	最高 254.19%	
对东南亚双反调查	电池、组件	柬埔寨、马来西亚、泰国、越南	待定	
UFLPA 法案	硅料	中国新疆		

资料来源: Infolink Consulting, 东方财富证券研究所

图表 31: 中国及东南亚四国光伏产品出口美国面临关税情况

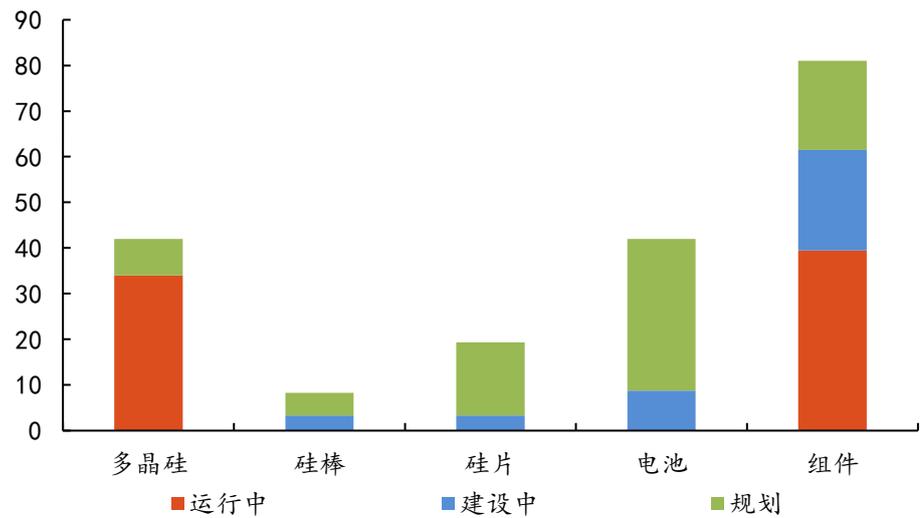


资料来源: Infolink Consulting, 国际贸易管理局 ITA, 东方财富证券研究所

注: 四国反补贴税率取 2%, 反倾销税率取请愿书目标值, 实际裁决结果或更低

美国本土组件产能快速起量, 电池供需缺口较大。根据美国太阳能行业协会 SEIA 统计, 截至 2024 年 8 月, 美国本土组件建成产能达到 39.5GW, 考虑建设中及规划产能, 美国本土组件总产能规划已达 81GW, 基本已能满足美国光伏市场需求。硅片及电池由于技术难度更大、投资强度更高, 目前美国本土尚无已建成产能, 在建产能分别为 3.3/8.8GW, 硅片及电池供需缺口较大, 但考虑到双反税仅覆盖电池和组件产品, 预计东南亚四国双反落地后东南亚硅片产品仍可供应美国市场, 电池片或成为美国光伏市场最紧缺环节。

图表 32: 美国本土光伏产品产能 (GW, 截至 2024 年 8 月)



资料来源: SEIA 美国太阳能行业协会, 东方财富证券研究所

**电池免税配额上调, 电池紧缺问题凸显。**随着美国本土组件产能快速增长, 海外输美电池体量快速提升, 2024 年 2-7 月, 美国进口电池累计达到 4.46GW 进口量接近原 201 关税豁免配额 5GW 的 90%, 2024 年 8 月 12 日, 美国政府将每年光伏电池 201 关税豁免配额从原本 5GW 上调至 12.5GW, 并规定 2024 年 8 月 1 日后进口电池适用新的 12.5GW 豁免配额。

图表 33: 2024 年美国进口电池片配额累计 (MW)

时间	当月新增进口	累计额	占 5GW 配额比重
2 月	411	411	8.22%
3 月	618	1029	20.58%
4 月	882	1911	38.22%
5 月	1178	3089	61.78%
6 月	615	3704	74.08%
7 月	754	4458	89.16%

资料来源: Infolink Consulting 公众号, 东方财富证券研究所

### 2.3.2. 印尼产能建成投产, 有望享受美国电池溢价

**率先抢占印尼优势区位, 产能投产身位领先。**公司自去年开始布局印尼生产基地, 并已于 2024 年 7 月底建成投产, 目前进入产能爬坡期, 下半年印尼工厂计划出货约 1GW。同时, 印尼是岛国, 在岛屿上建设项目相对东南亚四国基础设施、水、电等各方面资源禀赋存在差距, 其他同行在印尼建厂选址、建厂周期上均需较长时间, 且可扩展规模有限。公司率先建成投产, 身位领先。

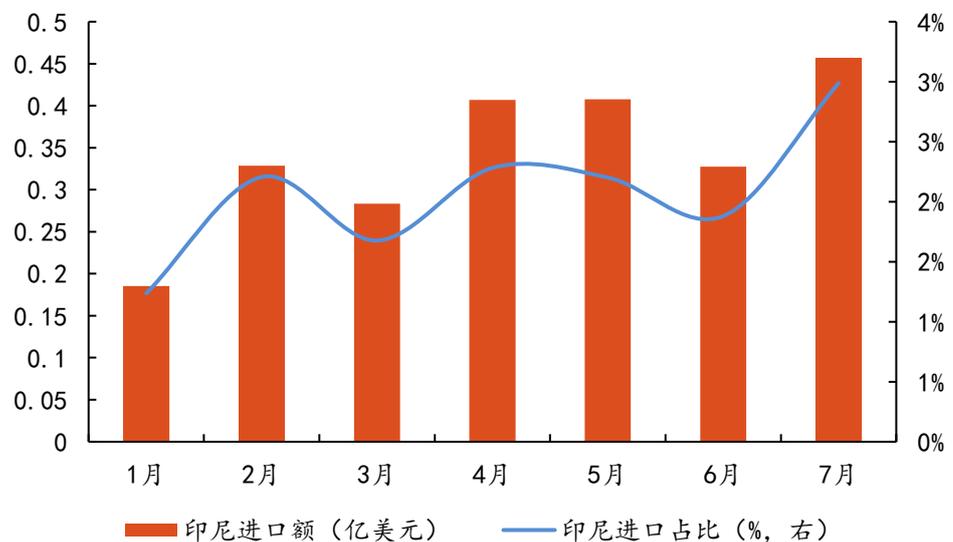
图表 34: 公司印尼 3GW 光伏电池产能投产



资料来源: 横店东磁 LinkedIn 官方账号, 东方财富证券研究所

印尼出口美国占比极低, 后续政策风险可控。目前, 美国从印尼进口光伏产品占总进口量比重低于 3%, 按照 7 月美国进口光伏组件金额 15.30 亿美元, 电池价格 0.15 美元/w 测算, 公司 3GW 电池产能满产并全部出口美国市场, 美国从印尼进口光伏产品占总进口量比重仍低于 5.5%, 占比极低, 同时考虑友商在印尼新建工厂周期长、可扩规模有限, 预计未来美国从印尼进口光伏产品规模仍将保持较低水平, 后续印尼受美国贸易政策影响的风险相对可控。

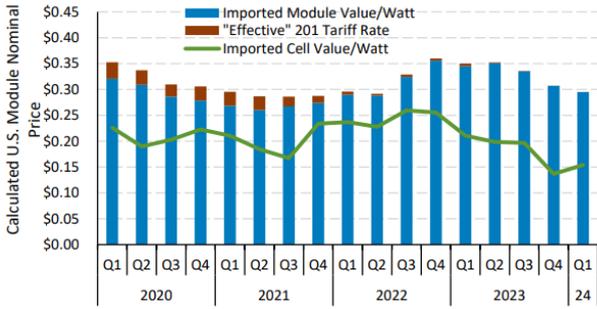
图表 35: 2024 年美国进口印尼光伏电池组件情况 (亿美元, %)



资料来源: USITC 美国国际贸易委员会, 东方财富证券研究所

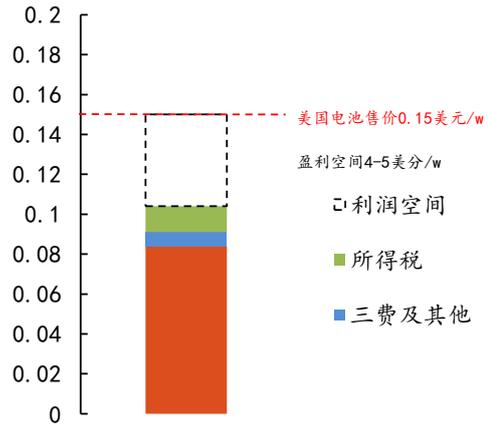
美国光伏产品溢价明显, 印尼电池出口美国有望实现 0.3 元/w 盈利。根据美国可再生能源实验室 NREL 数据, 24Q1 美国光伏组件价格约为 0.29 美元/w, 光伏电池价格约为 0.15 美元/w, 相较全球其他市场溢价明显。以 24Q1 美国市场电池片价格 0.15 美元/w, 参考 SMM 电池片生产成本数据, 假设印尼电池片生产成本较国内翻倍, 我们测算印尼电池片出口美国盈利空间约 4.6 美分/w, 折合人民币约 0.33 元/w。

图表 36: 美国市场光伏产品价格 (美元/w)



资料来源: 美国可再生能源实验室NREL, 东方财富证券研究所

图表 37: 印尼电池出口美国盈利测算 (美元/w)



资料来源: 美国可再生能源实验室NREL, 上海有色网SMM, 东方财富证券研究所

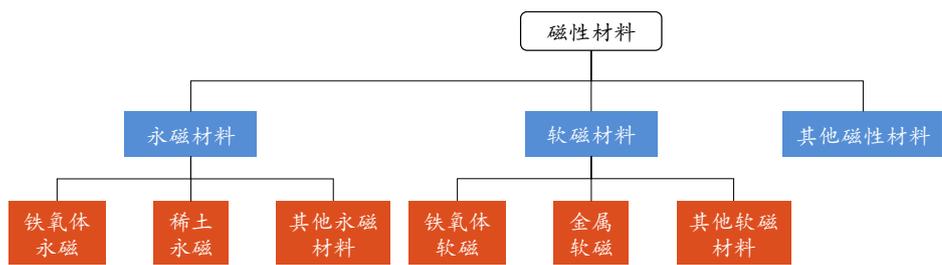
注: 所得税率按印尼一般类企业所得税22%计算, 人民币对美元汇率按7.05计算, 以上测算不代表特定公司盈利水平

### 3. 磁材: 新能源驱动磁材需求增长, 横纵拓展巩固龙头地位

#### 3.1. 传统家电需求受益消费品更新, 新能源驱动磁材需求增长

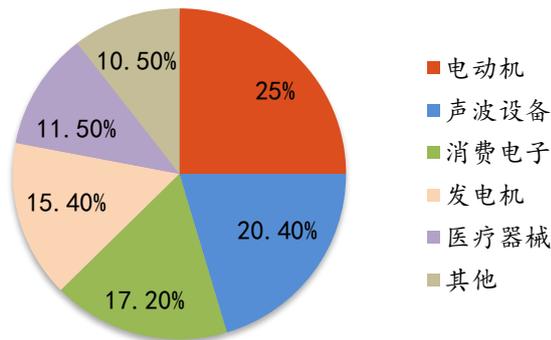
磁性材料包括永磁材料、软磁材料和其他磁性材料, 广泛应用于家电、消费电子及新能源等领域。磁性材料是在外部磁场的作用下表现出磁性质的材料, 按照功能划分, 磁性材料可分为永磁材料、软磁材料和其他磁性材料, 下游应用场景广泛, 包括家电、消费电子、汽车、新能源等。

图表 38: 磁性材料分类



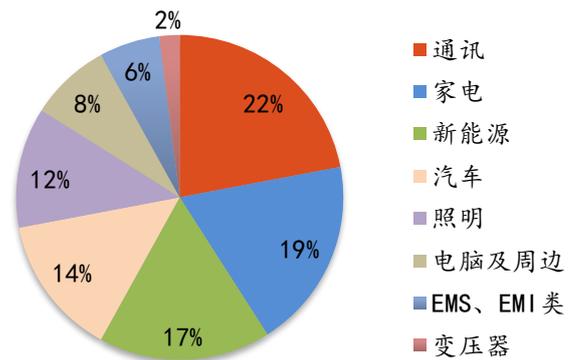
资料来源: 智研咨询, 东方财富证券研究所

图表 39: 永磁铁氧体应用结构



资料来源: 华经产业研究院, 东方财富证券研究所

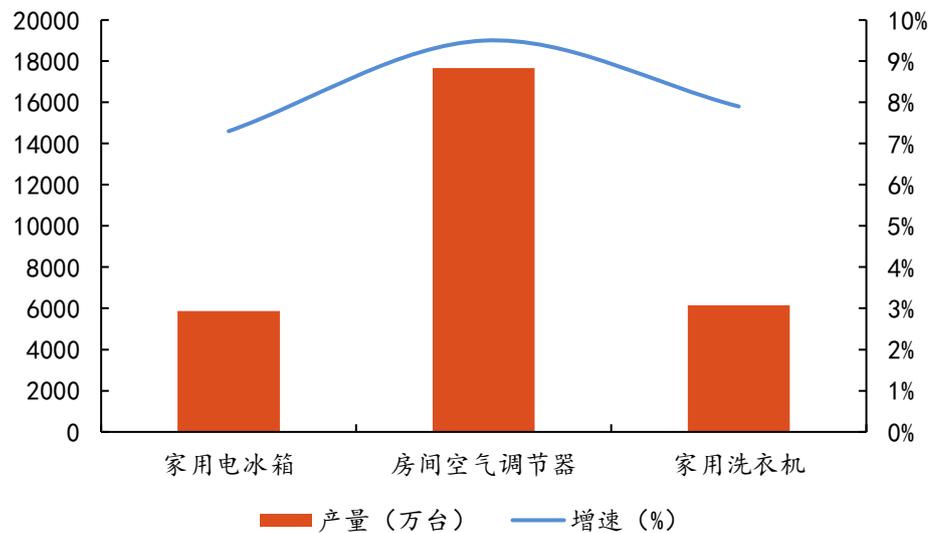
图表 40: 软磁铁氧体应用结构



资料来源: 华经产业研究院, 东方财富证券研究所

消费品以旧换新政策出台, 汽车、家电磁材需求稳定。2024 年, 发改委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知, 针对消费品以旧换新, 汽车置换更新补贴 6000-18000 元, 家电产品给予产品售价 15%-20% 的补贴, 消费品以旧换新活动推动汽车及家电产销平稳增长, 带动相关磁材需求保持稳定。

图表 41: 2024 年 1-7 月家电产量 (万台, %)

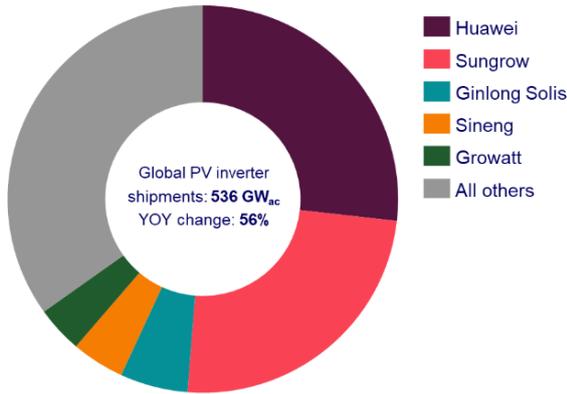


资料来源: 工信部, 东方财富证券研究所

光伏+新能源车高景气驱动磁材需求增长。由磁性材料制成的 Boost 升压电感和大功率交流逆变电感是光伏逆变器的核心磁元件, 随着全球光伏装机持续增长, 光伏逆变器出货快速提升带动磁性材料需求增长。新能源汽车需要配备 1-2 台驱动电机和若干数量微特电机, 微特电机使用数量多少与汽车档次成正比, 据统计, 每辆经济型汽车配备 20 台以上小电机, 高级轿车配备 50 台以上小电机, 豪华型轿车配备近百台小电机, 随着新能源汽车渗透率提升, 汽车电动化驱动单车电机用量增长, 从而带动磁性材料需求增长。

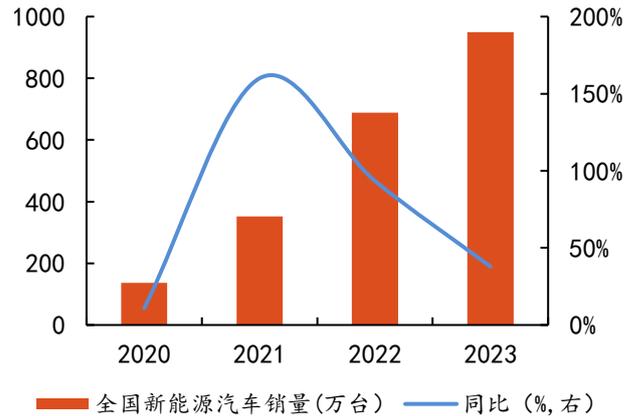
图表 42: 2023 年全球光伏逆变器出货同比增长 56%

Global PV inverter market share rankings by shipment, 2023



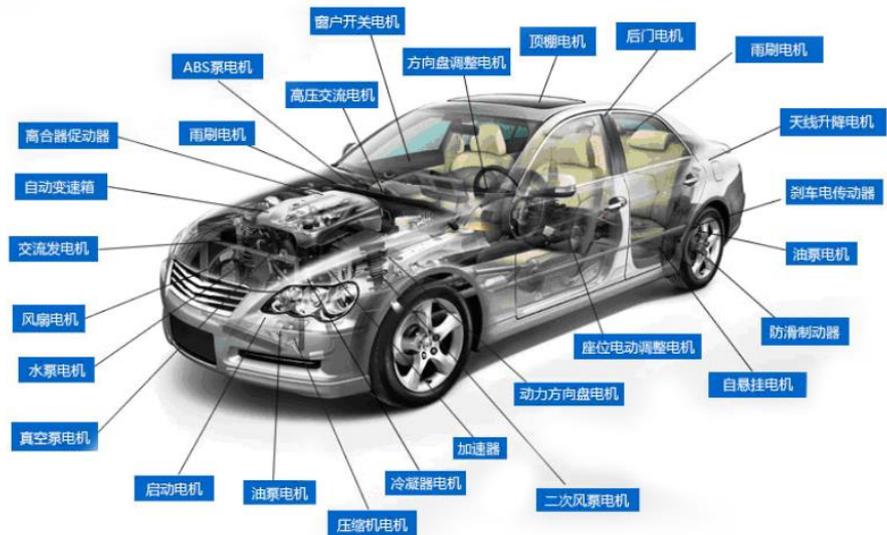
资料来源: 伍德麦肯兹 Wood Mackenzie (第三方机构), 东方财富证券研究所

图表 43: 全国新能源汽车销量 (万台, %)



资料来源: 中国汽车工业协会, Choice 行业经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 44: 汽车电机分布



资料来源: 卡瑞奇公司官网, 东方财富证券研究所

### 3.2. 横向扩充材料体系, 纵向延伸发展器件

横向扩充材料体系, 材料体系布局持续完善。公司在保持原有永磁铁氧体、软磁铁氧体和塑磁竞争优势外, 横向布局多材料体系, 其中金属磁粉心、纳米晶、复合永磁等材料体系市场拓展成效明显。

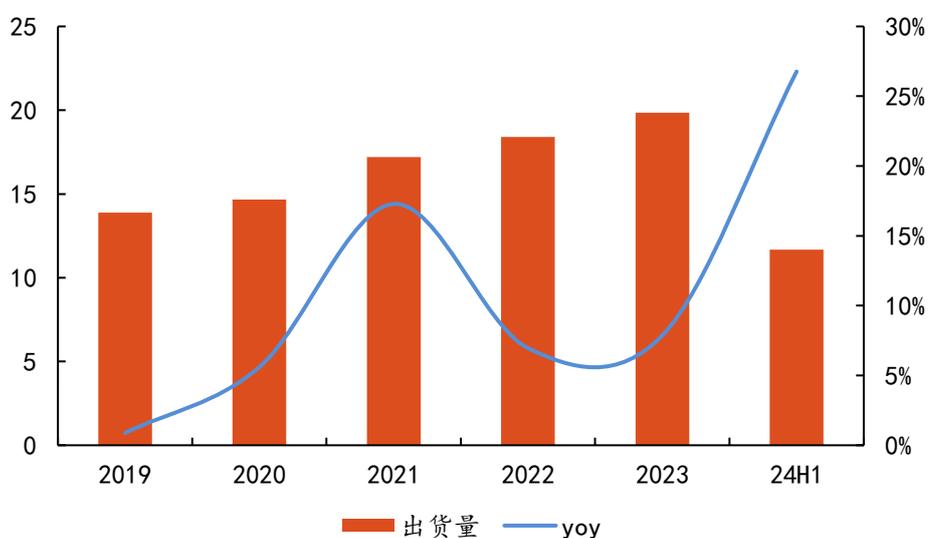
图表 45: 公司磁材产品布局

类别	产品
瓦形磁体	瓦形磁体、无刷电机用磁瓦、有刷电机用磁瓦、多段弧磁瓦等
圆环形磁体	喇叭磁钢、编码器磁钢、通信用电镀铁氧体圆片磁体
微波炉用磁体	磁控管用磁钢
方形磁体	方形磁体、电机用方形磁体、方形磁钢等
干压及异形磁体	干压异性磁体、干压同性磁体、径向两极磁体、干压径向多极磁体等
粘结复合永磁	电机定子用粘结磁、电机转子用粘结磁、无刷电机用粘结磁、瓦形粘结磁等
锰锌功率铁氧体	T、EP、EI、EE 等
锰锌高导铁氧体	EC、Z、T、ET 等
镍锌铁氧体	H、Ia、Ib、IC 等
磁粉心	DE、DQC、DQ、DYK 等
纳米晶	NTY、NH
磁片	纳米晶磁片、铁氧体磁片、铁氧体磁片
塑磁材料	橡胶磁条、挤出磁条、电机磁条及传感器磁条、12-200W 水泵转子、包胶器件、磁环组件、转子组件
料粉	永磁铁氧体烧结粉、永磁铁氧体粘结料粉

资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

**磁材份额逆势提升, 出货持续增长。**通过提升主流客户采购占比和加大新客户新项目开发力度等措施, 市占率逆势增长, 公司永磁铁氧体产品出货量同比持续提升, 软磁产品在同质化竞争中寻求差异化市场, 积极推动磁粉心、非晶纳米晶等产品在算力和新能源汽车领域应用, 塑磁产品通过拓展新能源汽车热管理系统、转向系统、安全系统等产品, 保持业务增长。总体上, 公司磁材出货稳步提升, 2021-2023 年出货复合增速为 7.41%, 24H1 出货 11.67 万吨, 同比增长 26.77%。

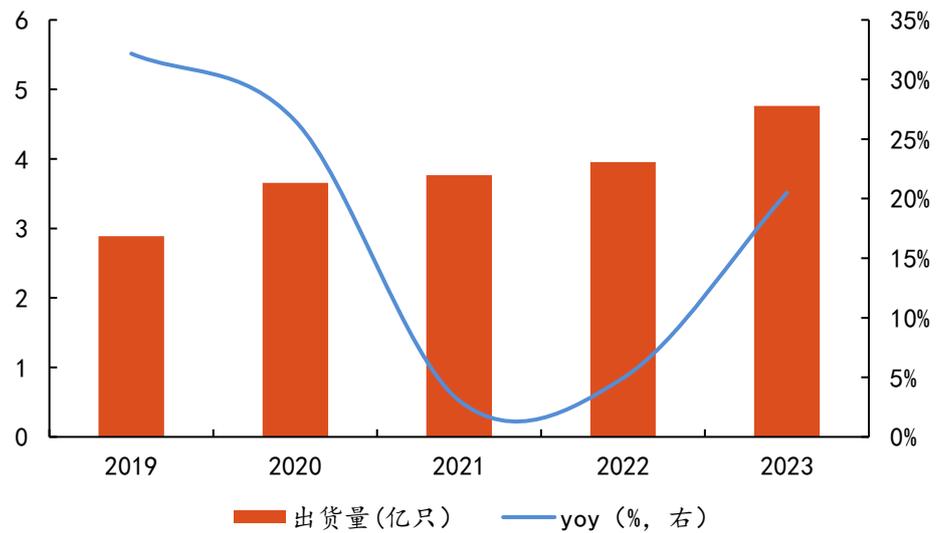
图表 46: 公司磁材产品布局 (万吨, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

纵向延伸布局磁性器件，巩固磁材龙头地位。近年来，行业竞争由性能竞争向成本竞争转变，产业分工从材料-器件-终端客户向磁材+器件一体化发展，公司凭借技术、资金、资源和客户等综合优势向器件领域延伸，进一步提升公司竞争力。目前公司已形成振动器件、硬质合金、电感和射频器等产品布局，其中振动器件在手机和非手机领域出货稳步增长，硬质合金维持了大规格顶锤产品较高市占率。

图表 47: 公司器件出货情况 (亿只, %)

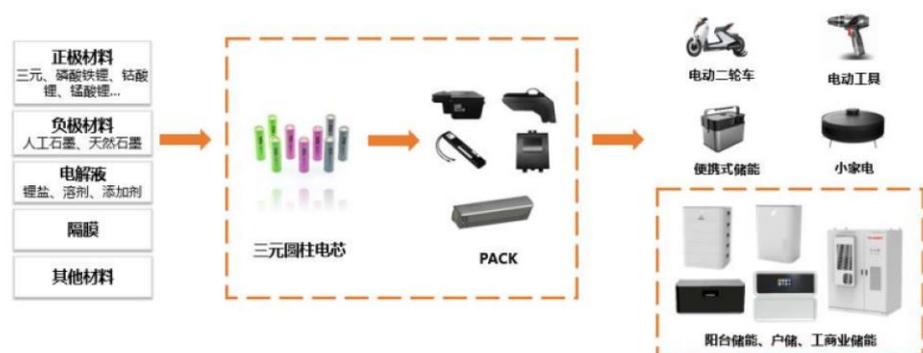


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

#### 4. 锂电: 小圆柱锂电池黑马, 差异化竞争小动力市场

聚焦小圆柱锂电池, 延伸布局储能产品。公司锂电产品主要包括 18650 和 21700 型号的三元圆柱电芯, 广泛应用于电动两轮车 (包括 E-bike、平衡车、电摩)、电动工具、智能家居、便携式储能和家庭备用电源等领域。同时, 公司亦在培育阳台储能、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。

图表 48: 公司锂电池布局

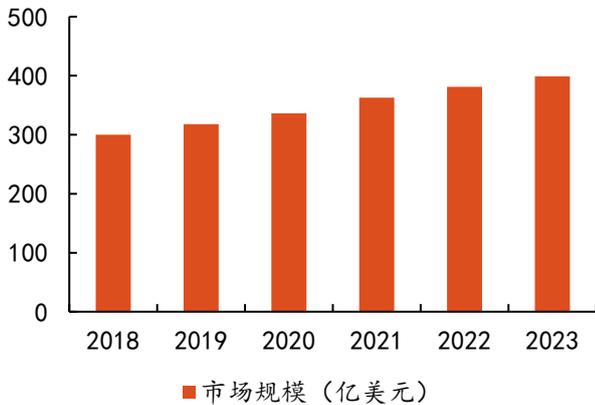


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

四大应用场景需求向好驱动小动力锂电池需求增长。1) 电动工具: 市场规

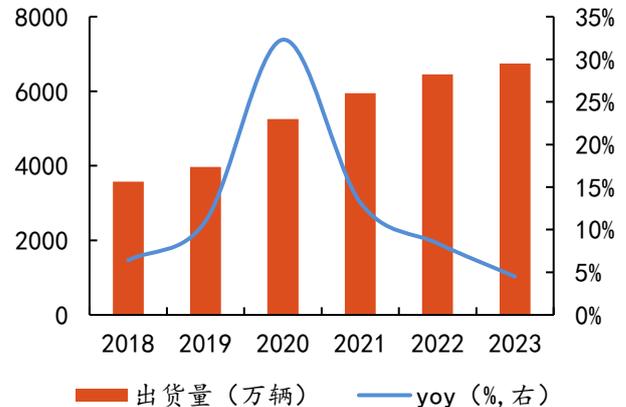
模逐年提升, 预计 2023 年市场规模达到 399 亿美元, 2018-2023 年复合增速 5.87%; 2) 电动两轮车: 2023 年全球电动两轮车出货量达 6740 万辆, 2018-2023 年复合增速 13.50%; 3) 便携式储能: 预计 2023 年全球便携式储能出货 855.2 万台, 2018-2023 年复合增速 88.64%; 4) 智能家居设备: 根据 IDC 预计, 2023 年全球智能家居设备出货量达到 8.91 亿台, 2023-2027 年出货复合增速 8.4%。

图表 49: 全球电动工具市场规模 (亿美元)



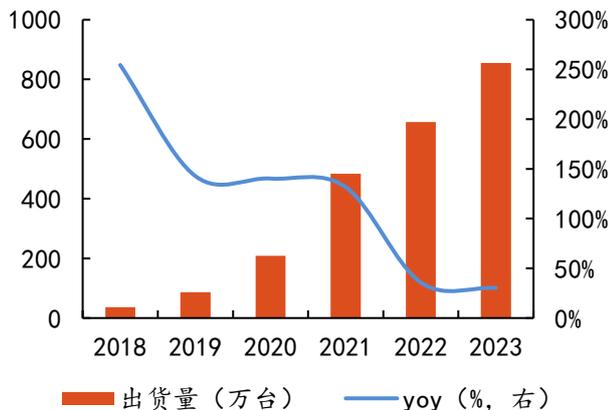
资料来源: 中商情报网, 东方财富证券研究所

图表 50: 全球两轮车出货量 (万辆, %)



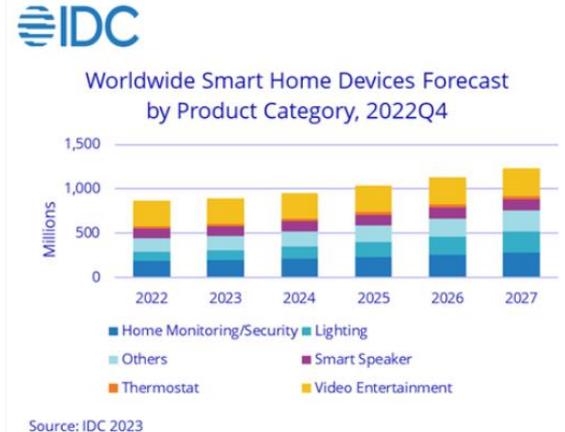
资料来源: 伊维智库EVTank, 东方财富证券研究所

图表 51: 全球便携式储能出货量 (万台, %)



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中商情报网, 东方财富证券研究所

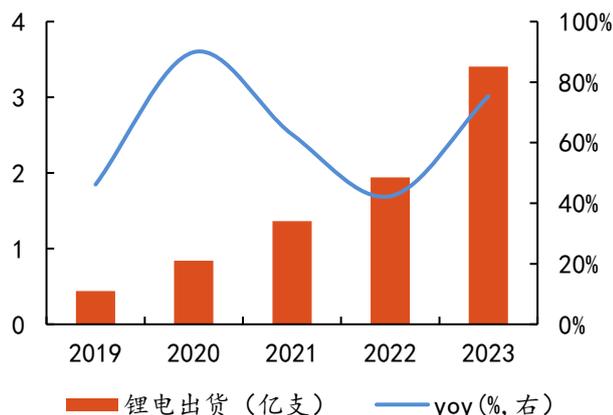
图表 52: 全球智能家居设备出货量 (万台, %)



资料来源: 国际数据公司IDC, 东方财富证券研究所

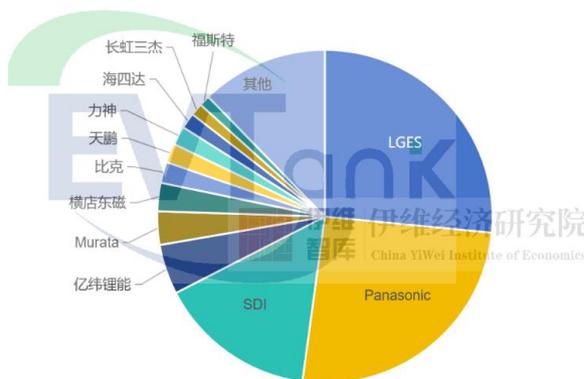
锂电出货高速增长, 市占率快速提升。2023 年公司锂电池出货 3.40 亿支, 同比增长 75.36%, 2019-2023 年公司锂电高速增长, 复合增速达到 66.66%, 参考 EVTank 数据, 2023 年公司在全球圆柱电池市场出货中排名第五, 为国内唯二市占率提升的企业, 公司聚焦电动两轮车及便携式储能等小动力市场的差异化竞争策略效果显著。

图表 53: 公司锂电池出货 (亿支, %)



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 中商情报网, 东方财富证券研究所

图表 54: 2023 年全球圆柱电池市占率



资料来源: 伊维智库EVTank, 东方财富证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 关键假设:

1) **光伏:** 出货量方面, 考虑到目前公司拥有 17GW 电池和 12GW 组件, 今年年底将达到 22GW 电池和 17GW 组件, 假设公司后续不再新增产能并且 PERC 电池产能逐步关停, 预计公司 2024-2026 年光伏产品出货分别为 15/20/21GW, 其中印尼 TOPCon 电池出货 1/3/3GW; 盈利方面, 目前光伏产品价格处于底部, 后续随着供给出清有望逐步回升, 同时随着公司美国市场电池出货提升, 预计公司光伏产品毛利率在 2024 年下滑后有望在 2025-2026 年明显改善;

2) **磁材+器件:** 磁材方面, 公司现有产能 23.8 万吨, 国内及海外基地投产后产能略有增长, 预计 2024-2026 年出货分别为 23.15/24.07/25.27 万吨, 毛利率相对稳定; 器件方面, 预计营收在 7 亿水平每年略有增长, 盈利能力稳定;

3) **锂电:** 公司目前具备 7GWh 锂电池产能, 后续随着产线稼动率提升, 预计 2024-2026 年分别出货 5.30/5.92/6.24 亿支, 毛利率在 11% 上下波动。

图表 55: 公司营收拆分 (亿元, %)

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	126.07	194.51	197.21	187.42	236.71	259.01
	营业成本	102.54	160.51	156.33	153.05	190.94	210.08
	毛利率	18.67%	17.48%	20.73%	18.34%	19.33%	18.89%
光伏	营业收入	64.99	125.93	127.77	112.78	157.70	176.46
	营业成本	56.98	107.21	100.68	93.91	126.87	143.05
	毛利率	12.32%	14.86%	21.21%	16.73%	19.55%	18.93%
磁材+器件	营业收入	47.83	49.25	44.83	45.76	45.44	45.47
	营业成本	35.68	37.81	33.23	33.90	34.42	34.45
	毛利率	25.39%	23.23%	25.88%	25.92%	24.25%	24.24%
锂电池	营业收入	8.72	15.61	20.51	24.38	28.62	31.63
	营业成本	7.02	12.43	19.09	21.58	25.61	28.15

	毛利率	19.50%	20.37%	6.93%	11.50%	10.50%	11.00%
	营业收入	4.53	3.72	4.09	4.50	4.95	5.45
其他	营业成本	3.48	3.06	3.34	3.67	4.04	4.44
	毛利率	23.25%	17.82%	18.52%	18.50%	18.50%	18.50%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们预计, 公司 2024-2026 年营业收入分别为 187.42/236.71/259.01 亿元, 同比变化-4.96%/26.30%/9.42%, 归母净利润 17.60/21.30/24.64 亿元, 同比变化-3.09%/21.00%/15.70%, EPS 分别为 1.08/1.31/1.51 元, 对应 PE 为 13/11/9 倍。参考可比公司估值, 考虑到公司印尼产能出口美国市场有望享受超额盈利, 给予公司 2025 年 15 倍 PE, 对应 12 个月目标价 19.65 元/股, 给予“买入”评级。

图表 56: 可比公司估值 (截至 2024-10-09)

简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
晶科能源	911.47	0.74	0.32	0.51	0.65	11.97	28.74	18.01	14.10	增持
晶澳科技	439.52	2.14	-0.08	0.89	1.31	9.68	-	14.95	10.12	未评级
天合光能	483.82	2.55	0.97	1.85	2.64	11.19	22.99	12.02	8.40	未评级
隆基绿能	1,314.79	1.42	-0.42	0.61	0.93	16.13	-	28.43	18.57	增持
阿特斯	513.77	0.85	0.99	1.45	1.77	14.86	14.07	9.61	7.87	增持
通威股份	987.73	3.02	-0.74	0.29	1.61	8.30	-	75.66	13.63	增持
行业平均	775.19	1.79	0.17	0.93	1.49	12.02	21.93	26.45	12.11	
横店东磁	227.58	1.13	1.08	1.31	1.51	11.98	12.93	10.69	9.24	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 部分数据来自 Choice 一致预期

## 6. 风险提示

**美国贸易政策扰动**, 若美国针对东南亚四国双反调查做出否定性初裁或初裁税率过低, 东南亚四国可继续对美出口光伏产品, 公司印尼产能竞争优势将弱化;

**美国光伏装机不及预期**, 若美国光伏市场因供给端受限而被动放缓装机节奏, 可能导致公司印尼电池对美出货不及预期;

**行业竞争进一步加剧, 供给出清节奏不及预期**, 若行业竞争进一步加剧, 产能出清节奏不及预期, 将导致光伏产品价格长期处于盈亏线以下, 影响公司业绩。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>14536.72</b>	<b>14587.84</b>	<b>18690.10</b>	<b>22031.76</b>
货币资金	9185.10	8899.62	11611.89	14326.05
应收及预付	2789.83	3278.20	4125.46	4509.78
存货	1954.84	1838.15	2261.77	2451.05
其他流动资产	606.95	571.87	690.98	744.87
<b>非流动资产</b>	<b>6659.01</b>	<b>6875.79</b>	<b>6902.38</b>	<b>6717.51</b>
长期股权投资	68.27	88.27	88.27	88.27
固定资产	5491.63	5431.15	5385.38	5287.97
在建工程	418.96	713.27	779.29	685.50
无形资产	507.03	514.91	522.79	530.67
其他长期资产	173.12	128.19	126.64	125.09
<b>资产总计</b>	<b>21195.73</b>	<b>21463.63</b>	<b>25592.48</b>	<b>28749.26</b>
<b>流动负债</b>	<b>11441.43</b>	<b>10501.30</b>	<b>12642.80</b>	<b>13742.47</b>
短期借款	2221.76	1621.76	1621.76	1621.76
应付及预收	7604.70	7652.61	9547.08	10504.22
其他流动负债	1614.97	1226.92	1473.95	1616.50
<b>非流动负债</b>	<b>565.84</b>	<b>647.31</b>	<b>647.31</b>	<b>647.31</b>
长期借款	195.57	195.57	195.57	195.57
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	370.27	451.73	451.73	451.73
<b>负债合计</b>	<b>12007.27</b>	<b>11148.60</b>	<b>13290.11</b>	<b>14389.78</b>
实收资本	1626.71	1626.71	1626.71	1626.71
资本公积	0.54	15.28	15.28	15.28
留存收益	7529.19	8739.73	10716.37	12761.09
归属母公司股东权益	9005.61	10123.34	12099.98	14144.71
少数股东权益	182.85	191.69	202.39	214.78
<b>负债和股东权益</b>	<b>21195.73</b>	<b>21463.63</b>	<b>25592.48</b>	<b>28749.26</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>19720.96</b>	<b>18741.84</b>	<b>23670.66</b>	<b>25900.56</b>
营业成本	15633.00	15305.23	19094.16	21008.43
税金及附加	93.43	56.23	71.01	77.70
销售费用	245.80	234.27	355.06	388.51
管理费用	571.86	543.51	686.45	751.12
研发费用	876.72	834.01	1053.34	1152.58
财务费用	-251.75	-45.52	-48.66	-75.78
资产减值损失	-250.37	-175.00	-400.00	-200.00
公允价值变动收益	-288.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-69.71	56.23	71.01	77.70
资产处置收益	1.21	1.87	2.37	2.59
其他收益	150.90	149.93	165.69	181.30
<b>营业利润</b>	<b>2081.49</b>	<b>1899.14</b>	<b>2298.37</b>	<b>2659.61</b>
营业外收入	8.97	5.50	5.70	5.90
营业外支出	14.62	2.50	2.55	2.65
<b>利润总额</b>	<b>2075.84</b>	<b>1902.14</b>	<b>2301.52</b>	<b>2662.86</b>
所得税	249.89	133.15	161.11	186.40
<b>净利润</b>	<b>1825.94</b>	<b>1768.99</b>	<b>2140.41</b>	<b>2476.46</b>
少数股东损益	9.77	8.84	10.70	12.38
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1816.17</b>	<b>1760.14</b>	<b>2129.71</b>	<b>2464.08</b>
EBITDA	2941.19	2244.26	2654.07	2999.74

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3894.07</b>	<b>1567.97</b>	<b>3606.94</b>	<b>3468.10</b>
净利润	1825.94	1768.99	2140.41	2476.46
折旧摊销	562.83	387.64	401.21	412.66
营运资金变动	906.01	-698.64	701.51	422.18
其它	599.29	109.98	363.81	156.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>-981.79</b>	<b>-543.38</b>	<b>-351.27</b>	<b>-144.25</b>
资本支出	-1697.61	-622.92	-422.28	-221.95
投资变动	537.10	13.70	0.00	0.00
其他	178.72	65.84	71.01	77.70
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-477.65</b>	<b>-1289.30</b>	<b>-543.41</b>	<b>-609.69</b>
银行借款	837.90	-600.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	150.71	-60.72	0.00	0.00
其他	-1466.26	-628.57	-543.41	-609.69
<b>现金净增加额</b>	<b>2541.65</b>	<b>-285.48</b>	<b>2712.27</b>	<b>2714.16</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2648.39</b>	<b>5190.04</b>	<b>4904.57</b>	<b>7616.84</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>5190.04</b>	<b>4904.57</b>	<b>7616.84</b>	<b>10331.00</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	1.39%	-4.96%	26.30%	9.42%
营业利润增长	17.65%	-8.76%	21.02%	15.72%
归属母公司净利润增长	8.80%	-3.09%	21.00%	15.70%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	20.73%	18.34%	19.33%	18.89%
净利率	9.26%	9.44%	9.04%	9.56%
ROE	20.17%	17.39%	17.60%	17.42%
ROIC	18.01%	14.22%	14.83%	14.87%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	56.65%	51.94%	51.93%	50.05%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.27	1.39	1.48	1.60
速动比率	1.08	1.20	1.28	1.41
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	0.88	1.01	0.95
应收账款周转率	7.93	6.35	6.60	6.19
存货周转率	7.83	8.07	9.31	8.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.13	1.08	1.31	1.51
每股经营现金流	2.39	0.96	2.22	2.13
每股净资产	5.54	6.22	7.44	8.70
<b>估值比率</b>				
P/E	11.98	12.93	10.69	9.24
P/B	2.45	2.25	1.88	1.61
EV/EBITDA	5.19	6.99	4.89	3.42

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。