

横店东磁 (002056.SZ)
光伏设备

证券研究报告/公司点评报告

2025年04月09日

评级：**增持（首次）**

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：赵宇鹏

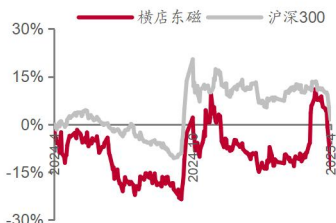
执业证书编号：S0740522100005

Email: zhaoyu02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,626.71
流通股本(百万股)	1,625.06
市价(元)	12.55
市值(百万元)	20,415.24
流通市值(百万元)	20,394.48

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,721	18,559	25,003	26,065	28,037
增长率 yoy%	1%	-6%	35%	4%	8%
归母净利润(百万元)	1,816	1,827	1,973	2,200	2,434
增长率 yoy%	9%	1%	8%	11%	11%
每股收益(元)	1.12	1.12	1.21	1.35	1.50
每股现金流量	2.39	2.17	1.34	2.03	2.30
净资产收益率	20%	18%	17%	16%	15%
P/E	11.2	11.2	10.3	9.3	8.4
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3

备注：股价截止自2025年04月08日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 2024年经营业绩亮眼，逆势中彰显韧性。**2024年，公司实现营业收入185.6亿元，同比减少5.9%，归母净利润18.3亿元，同比增长0.5%，扣非归母净利润16.7亿元，同比减少17.4%。单季度看，2024Q4公司实现营业收入49.8亿元，同比增长25.4%，归母净利润9.0亿元，同比增加437.2%，扣非归母净利润7.9亿元，同比增长101.5%；2024年光伏行业主流公司盈利压力较大，公司业绩在2024Q4率先迎来反转，进一步奠定了公司的差异化策略优势。
- 坚持光伏差异化竞争，印尼产能有望受益。**公司深谙差异化竞争之道，作为最早生产全黑组件并推向市场的企业之一，并推出了包括温室系统、防火防眩光、漂浮产品、智能组件等在内的全系列差异化产品，满足了各种差异化应用场景的需求，取得亮眼的经营成绩。鉴于美国市场对电池片的巨大需求和现有产能缺口，以及东南亚等主要光伏产品生产国因关税增加导致的部分产能退出，公司印尼产能的提前布局使其成为本轮政策变化中的显著受益者，预计2025年全年出货量有望超过3.5GW，未来有望为公司贡献显著的盈利弹性。
- 磁材业务稳健经营，纵向延伸至器件满足下游需求。**公司是全球最大的铁氧体磁材生产企业，2024年销售量达到23.2万吨，同比增长16.9%，增速仍较为可观。公司注重新材料的开发和产品的持续迭代，面对下游应用如人形机器人、AI服务器、数据中心电源管理产品对小型化、高频化的需求，公司推动软磁铁氧体材料向宽温宽频、高饱和磁通密度方向发展，积极拓展磁粉心、非晶纳米晶及相关器件在算力和新能源汽车领域的应用。此外公司依托上游磁材体系，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，提供从材料到器件的一站式解决方案，满足下游需求，为公司的后续增长奠定了坚实的基础。
- 锂电池业务成长迅速，受益与下游需求增长。**公司锂电池业务营收规模快速扩大，从2020年4.7亿元快速增加至2024年24.2亿元，复合增长率达50.9%。公司锂电池下游应用以电动二轮车为主，占比约70%，2024年公司锂电产品在电动两轮车领域市场占有率持续提升，特别是在越南、巴西、韩国等海外市场取得突破。未来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有望继续推动公司锂电业务板块持续成长。
- 盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2025/2026/2027年营业收入分别达250.0/260.7/280.4亿元，归母净利润分别为19.7/22.0/24.3亿元，EPS分别为1.21/1.35/1.50元，公司当前股价对应预测EPS的PE为10/9/8倍。考虑公司差异化的产品竞争策略，盈利能力行业领先，同时印尼电池片产能投产后有望贡献亮眼业绩，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**光伏需求增长不及预期风险；光伏行业产能出清速度不及预期风险；光伏领先技术快速扩散风险；海外光伏市场贸易壁垒风险；光伏技术快速变化风险；研报使用信息更新不及时风险等。

内容目录

横店东磁：全球磁材龙头，光伏差异化发展已成名片	3
光伏：率先行业底部向上，印尼产能优势显著	5
磁材：全球磁材龙头，稳健经营强化盈利能力	7
锂电：聚焦小动力电池领域，贡献公司营收及业绩弹性	9
盈利预测与投资评级	10
核心假设	10
估值与投资评级	11
风险提示	12

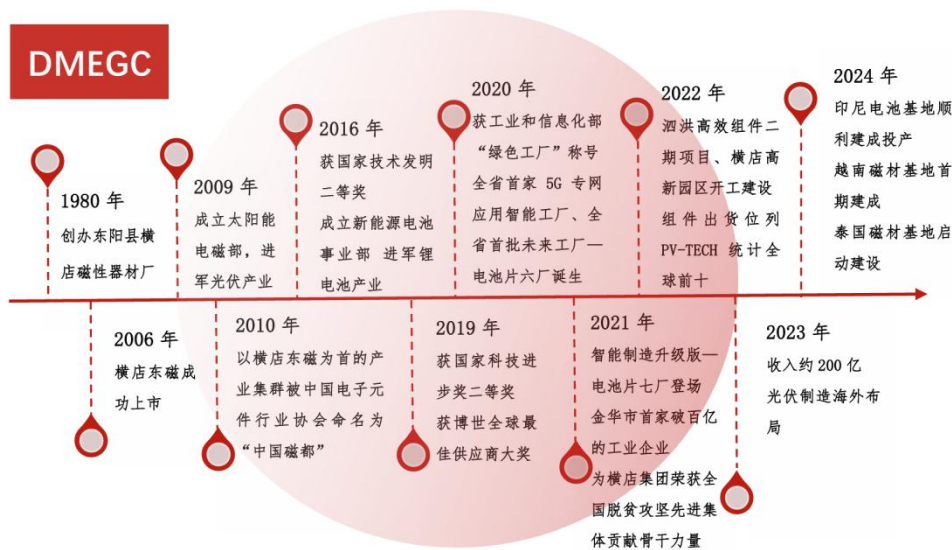
图表目录

图表 1：公司历史沿革图	3
图表 2：公司历年营收及同比增速	3
图表 3：公司历年归母净利润及同比增速	3
图表 4：公司分季度营收及同比增速	4
图表 5：公司分季度归母净利润及同比增速	4
图表 6：公司历年营业收入构成（亿元）	4
图表 7：公司历年营业收入占比	4
图表 8：公司分业务毛利率	5
图表 9：公司光伏历年销量及同比增速	5
图表 10：公司光伏历年产能	5
图表 11：公司 2025 年光伏产品销售区域结构指引	6
图表 12：美国对东南亚四国光伏企业反倾销税率	6
图表 13：美国对东南亚四国光伏企业反补贴税率	6
图表 14：美国拟对主要的光伏生产国家和地区的关税一览	7
图表 15：美国光伏供应链产能	7
图表 16：美国光伏新增装机量及预测	7
图表 17：公司磁材历年产销率	8
图表 18：公司磁材历年销量及同比增速	8
图表 19：磁材产业链及公司布局	9
图表 20：公司锂电池业务营收及同比增速	9
图表 21：公司锂电历年销量及同比增速	9
图表 22：锂电产业链及公司的布局	10
图表 23：分主营业务主要假设	11
图表 24：相对估值表	12

横店东磁：全球磁材龙头，光伏差异化发展已成名片

■ **磁材+新能源双轮驱动，经营实力行业领先。**公司全称为横店集团东磁股份有限公司，创立于1980年，早年经营磁性材料，于2006年8月在深圳交易所成功上市；2009年成立太阳能电磁部，进军光伏产业，2016年成立新能源电池事业部，进军锂电产业，形成“磁材+新能源”双轮驱动发展的国家技术创新示范企业。公司是全球磁材龙头，2024年底具备磁材产能29万吨，是全球最大的铁氧体磁性材料生产企业；光伏方面，公司位居Wood Mackenzie全球光伏组件制造商榜单前十；锂电池方面，公司2024年实现出货5.3亿支，位列国内圆柱小动力电池出货前三。公司在各个业务条线均能处于国内乃至全球前列，体现出公司强劲的经营实力。

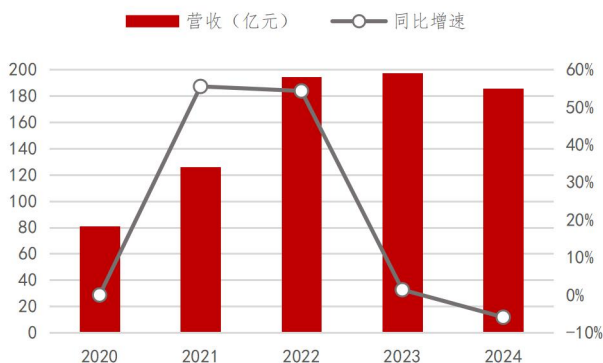
图表1：公司历史沿革图



来源：公司官网，中泰证券研究所

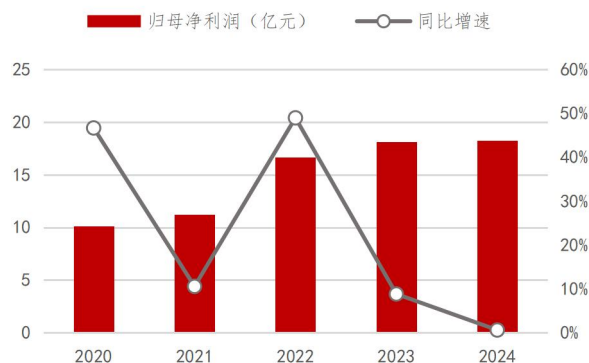
■ **2024年经营业绩亮眼，逆势中彰显韧性。**2024年，公司实现营业收入185.6亿元，同比减少5.9%，归母净利润18.3亿元，同比增长0.5%，扣非归母净利润16.7亿元，同比减少17.4%。单季度看，2024Q4公司实现营业收入49.8亿元，同比增长25.4%，归母净利润9.0亿元，同比增加437.2%，扣非归母净利润7.9亿元，同比增长101.5%；2024年光伏行业主流公司盈利压力较大，公司业绩在2024Q4率先迎来反转，进一步奠定了公司的差异化策略优势。

图表2：公司历年营收及同比增速

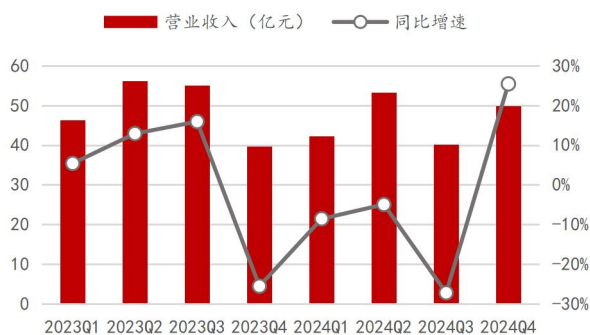


来源：公司公告，中泰证券研究所

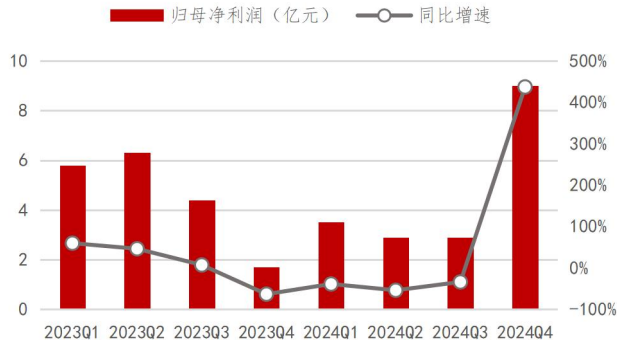
图表3：公司历年归母净利润及同比增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

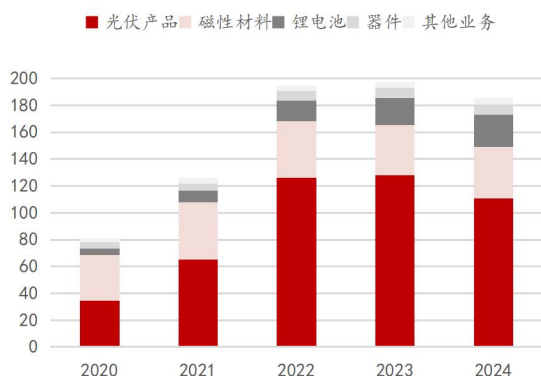
图表 4：公司分季度营收及同比增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

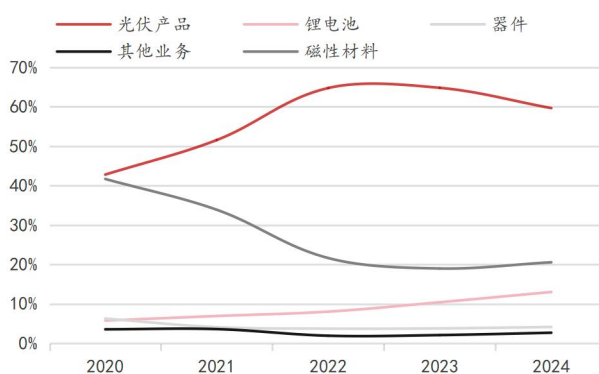
图表 5：公司分季度归母净利润及同比增速


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **磁材业务和光伏产品为核心业务，锂电池稳步成长。**近年磁材业务和光伏产品业务合计营收占比均达到 80%以上；光伏产品出货量近年快速增长，但 2022 年后产品价格下降较多，营收占比有所回落，2024 年为 60%左右；磁材销量稳定增长，近年营收占比稳定在 20%左右；锂电池业务随着出货量的增长营收占比稳步上升，从 2020 年的 5.7%已提升中 13.0%，其他均相对稳定。

图表 6：公司历年营业收入构成 (亿元)


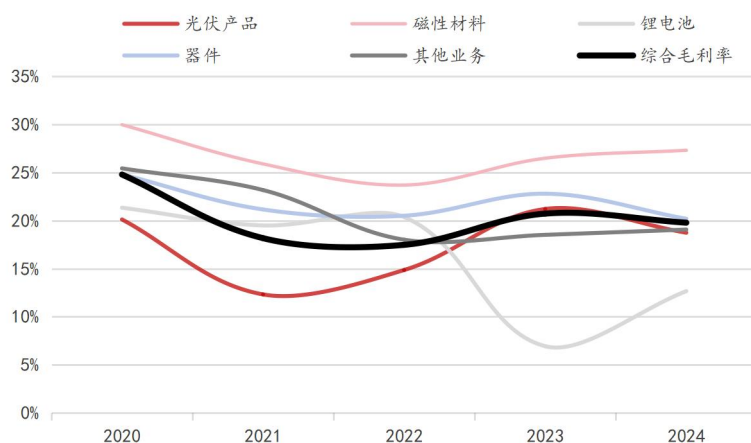
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：公司历年营业收入占比


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司盈利能力短期承压，后续有望底部向上。**公司整体毛利率近年有所下降，主要受到光伏产品和磁材业务毛利率影响。2020-2022 年磁材业务营收占比较大，毛利率下降导致公司整体毛利率从 2020 年 24.8%下降至 2022 年的 17.5%；2023 年磁材业务和光伏产品毛利率回暖，公司整体毛利率上行至 20%左右；后续随着公司高盈利能力的印尼工厂的产能释放，有望带动公司整体盈利能力底部向上。

图表 8: 公司分业务毛利率

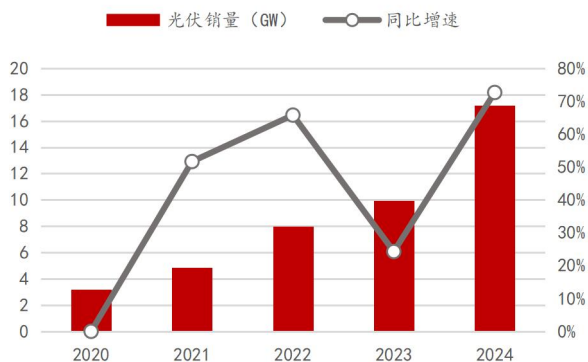


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

光伏: 率先行行业底部向上, 印尼产能优势显著

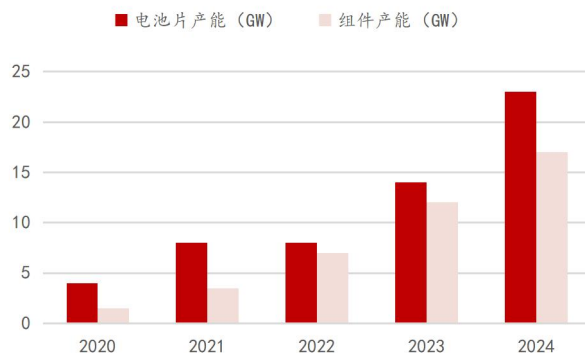
- 产能建设稳步推进, 出货量稳健增长。**公司自 2009 年进入光伏产业, 光伏产品产能持续提升, 电池片和组件产能分别从 2020 年末的 4GW 和 1.5GW 提升至 2024 年末的 23GW 和 17GW; 光伏产品销售量从 2020 年的 3.2GW 提升至 2024 年的 17.2GW, 出货量超出此前 15GW 的预期。公司预计 2025 年光伏产品出货量有望达到 20GW, 继续稳健增长。

图表 9: 公司光伏历年销量及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

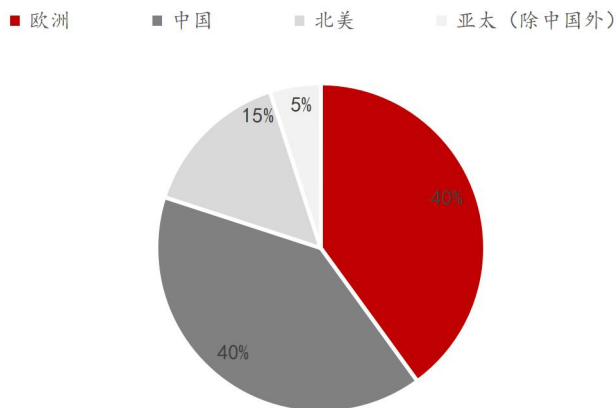
图表 10: 公司光伏历年产能



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 坚持差异化竞争, 黑组件产品畅销全球。**公司光伏产品业务持续深化差异化竞争策略, 公司作为最早生产全黑组件并将其推向市场的企业之一, 全黑组件相比市场同类产品功率有效提升 5W—10W, 此外还包括温室系统、防火防眩光、漂浮产品、智能组件等全系列差异化产品匹配各种差异化场景, 公司的差异化产品在欧洲、日韩等地区享有极高的美誉度。市场方面, 公司欧洲市场版图从西北欧扩展到了东欧和南欧的部分国家, 此外印尼产能助力公司打开北美等优质市场, 有望为公司带来了新的利润增长点。

图表 11: 公司 2025 年光伏产品销售区域结构指引



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **印尼工厂投产运营, 低关税优势瞄准高盈利市场。**此前美国对进口自中国的光伏产品征收高额关税, 国内光伏企业陆续于东南亚等低成本、低关税地区设立光伏一体化产能再出口至美国; 2024 年末, 美国商务部发布对东南亚四国 (柬埔寨、马来西亚、泰国、越南) 的反倾销和反补贴税率, 推高东南亚四国的关税水平, 部分产能不再具备低关税优势; 公司前瞻性选择在印尼建设光伏电池片产能, 和东南亚四国相比具备显著优势, 2025 年一季度已实现产能满产释放, 未来有望为公司贡献盈利弹性。

图表 12: 美国对东南亚四国光伏企业反倾销税率

厂家名单	倾销幅度 %	倾销税率 %	
柬埔寨	Houen Solar Inc. Co. Ltd.	125.37	117.12
	Solar Long PV Tech Cambodia Co.	125.37	117.12
	All Others	125.37	117.12
马来西亚	Hanwha Q Cells Malaysia Sdn. Bhd.	0.00	0.00
	Jinko Solar Technology Sdn. Bhd.	21.31	17.84
	Baojia New Energy Manufacturing Sdn.	81.24	81.24
	CRC Solar Cell Joint Stock Company	81.24	81.24
	Lynter Enterprise	81.24	81.24
	Mega PP Sdn. Bhd.	81.24	81.24
泰国	Trina Solar Science & Technology (Thailand) Ltd.	77.85	N/A
	Sunshine Electrical Energy	154.68	N/A
	Taihua New Energy (Thailand) Co. Ltd.	154.68	N/A
	All Others	77.85	57.66
	JA Solar Vietnam Co. Ltd.	53.30	53.19
	Jinko Solar (Vietnam) Industries Company Limited	56.51	56.40
越南	Blue Moon Vina Co.	54.46	54.35
	Boviet Solar Technology Co., Ltd.	54.46	54.46
	Elite Solar Technology (Vietnam) Company Limited / Elite SNG	54.46	54.35
	Letsolar Vietnam Company Limited	54.46	54.35
	Mecen Solar Vina Co., Ltd.	54.46	54.35
	Nexuns Vietnam Company Limited	54.46	54.35
	Trina Solar Energy Development Company Ltd.	54.46	54.35
	Vietneco Co., Ltd. and Tainergy Tech Co., Ltd. (collectively, Vietneco)	54.46	54.35
	Vietnam Sunergy Joint Stock Company (f.k.a. Vietnam Sunergy Company Limited)	54.46	54.35
	Vietnam-Wide Entity	271.28	271.28

*红色备注为「根据现有事实并结合不利推断而得出」。
*蓝色备注为「倾销幅度较低、对贸易影响较小」。

来源: InfoLink Consulting, 中泰证券研究所

图表 13: 美国对东南亚四国光伏企业反补贴税率

国家	调查企业	反补贴税率
柬埔寨	中润 Solarspace New Energy (Cambodia) Co., Ltd.	8.25
	金边光能 Jintek Photovoltaic Technology Co., Ltd	68.45*
	ISC Cambodia 其他 All Others	8.25
	韩华 Hanwha Q CELLS Malaysia Sdn. Bhd.	14.72
马来西亚	晶科 Jinko Solar Technology Sdn. Bhd Jinko Solar (Malaysia) Sdn. Bhd Omega Solar Sdn. Bhd	3.47
	宝嘉新能源 Baojia New Energy Pax Union Resources SDN BHD SunMax Energy SDN BHD 其他 All Others	123.94*
	天合 Trina Solar Science & Technology (Thailand) Ltd.	0.14
	Taihua New Energy (Thailand) Co. Ltd Sunshine Electrical Energy 其他 All Others	34.52*
	博威 Boviet Solar Technology Co., Ltd.	0.81
越南	晶澳 JA Solar Vietnam Company Limited JA Solar PV Vietnam Company Limited JA Solar NE Vietnam Company Limited**	2.85
	GEP New Energy Viet Nam Company Limited HT Solar Vietnam Limited Company Shengtian New Energy Vina Co., Ltd	292.61*
	Vietnam Green Energy Commercial Services Company Ltd. 其他 All Others	2.85

* 税率为适用「不利可得事实」(rate based on an adverse inference) 之厂家, 意即被调查企业未及时向官方要求信息或不配合调查时, 美国商务部将直接对上述企业征收惩罚性税率。

来源: InfoLink Consulting, 中泰证券研究所

- **美国拟针对全球加征关税, 印尼产能仍具备成本优势。**美国于 2025 年 4 月宣布拟对全球大部分国家加征关税, 在东南亚国家中, 柬埔寨拟加征 49%, 越南拟加征 46%, 泰国拟加征 37%, 马来西亚拟加征 24%; 而印尼本轮拟加征关税 32%, 预计将推高产品出口至美国的成本水平; 但和东南亚四国相比, 印尼仍具备显著的关税优势。美国对于光伏电池片需求旺盛, 加征关税预计

将出清高关税产能，出口产品价格有望大幅上涨，因此具备低关税优势的印尼产能有望显著受益。

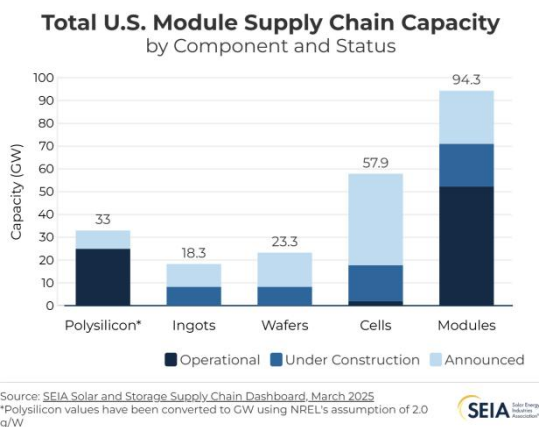
图表 14: 美国拟对主要的光伏生产国家和地区的关税一览

国家和地区	美国加征关税税率
柬埔寨	49%
越南	46%
泰国	37%
中国	34%
中国台湾	32%
印度尼西亚	32%
印度	26%
马来西亚	24%
阿联酋	10%
埃及	10%
土耳其	10%

来源：美国白宫官网，中泰证券研究所

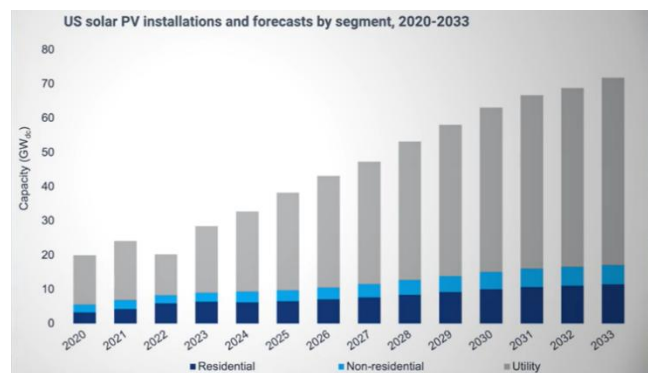
- **美国仍存较大的电池片需求缺口，低关税地区有望受益。**据 SEIA 预测，截至 2025 年 3 月，美国已经投运的电池片产能仅 2-3GW，而组件产能已达 52GW，考虑到电池片产能在美投资远高于组件产能，因此美国电池片需求缺口有望扩大，考虑到东南亚等主要的光伏产品生产国本轮关税大幅增加，预计有部分地区产能出清，美国对进口的光伏电池片产品需求仍较为迫切。目前除东南亚四国外，其他光伏公司在阿曼、埃及、土耳其、沙特等电池片产能仍处于建设之中，而公司印尼产能已于 2025 年 Q1 满产，后续将适当增加投资、提产增效，预计全年出货有望超 3.5GW，有望受益于本轮政策变化。

图表 15: 美国光伏供应链产能



来源：SEIA，中泰证券研究所

图表 16: 美国光伏新增装机量及预测

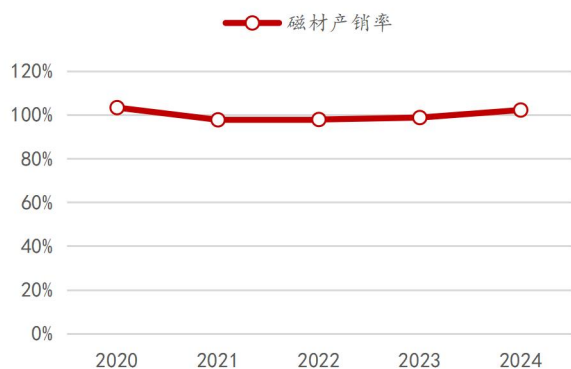


来源：Wood Mackenzie，中泰证券研究所

磁材：全球磁材龙头，稳健经营强化盈利能力

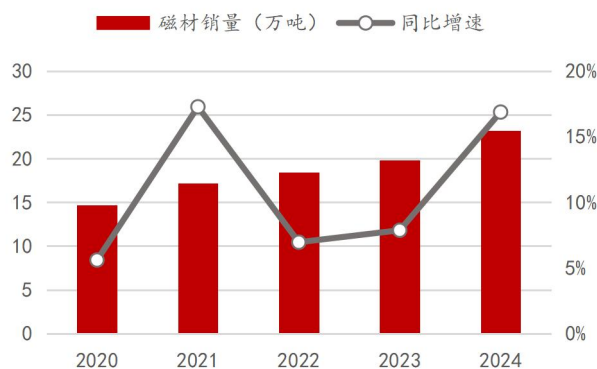
- **产能建设持续推进，产品满产满销。**截至 2024 年底，公司具备年产 29 万吨磁材（包括永磁、软磁、塑磁、外售预烧料等）产能，是全球最大的铁氧体磁材生产企业，以公司为首的东阳磁性材料产业集群被誉为“中国磁都”；公司近年磁材销量持续提升，2024 年达 23.2 万吨，同比增长 16.9%，近五年产销率均处于较高水平。

图表 17: 公司磁材历年产销率



来源: iFind, 中泰证券研究所

图表 18: 公司磁材历年销量及同比增速



来源: iFind, 中泰证券研究所

■ **注重新材开发, 产品持续迭代。**当前磁材行业中低端产品同质化竞争较为严重, 公司根据不同领域应用及时进行新技术、新产品的开发:

- **永磁铁氧体方面:**传统企业主要生产 7 材产品, 公司可以稳定量产 9 材、12 材, 与日韩企业的技术差距已进一步缩小, 后续公司将着力于高 Br 材料、高 Hcj 材料以及兼顾两者的双高材料的开发, 同时还会通过原材料优选、低成本材料配方开发、特殊应用场景新产品开发等以建立新的技术壁垒;
- **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型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, 未来软磁铁氧体材料将进一步向宽温宽频、高饱和磁通密度等方向发展。公司在软磁铁氧体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;
- **新材料方面,**新一代软磁材料如合金磁粉心、非晶纳米晶材料等, 因其具有高磁导率、高饱和磁感应强度、宽温特性等优势, 将越来越多的应用于算力中心、光储充、新能源汽车电源管理等领域, 公司持续开发铁硅、铁硅铝、铁镍、纳米晶等多种产品体系, 以满足客户多样化需求;
- **器件方面,**公司依托于上游磁材体系, 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, 可为客户提供从材料到器件一站式的解决方案, 公司生产的铜片电感已成为国内知名企业的采购首选, EMC 滤波器件亦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。

图表 19: 磁材产业链及公司布局

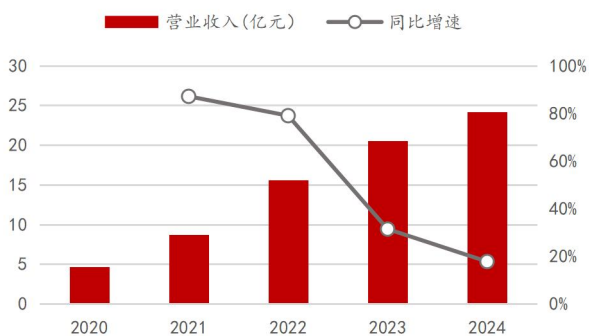


来源: 公司公告, 中泰证券研究所
注: 上图橙色方框为公司在磁材产业链的布局

锂电: 聚焦小动力电池领域, 贡献公司营收及业绩弹性

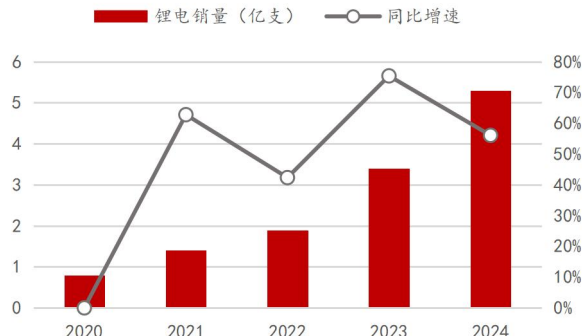
■ 锂电池业务成长迅速, 受益与下游需求增长。公司锂电池业务营收规模快速扩大, 从2020年4.7亿元快速增加至2024年24.2亿元, 复合增长率达50.9%, 主要原因为公司出货量提升迅速, 2024年出货5.3亿支, 同比增长56%, 2024年, 公司在越南、巴西、韩国等海外市场取得突破, 预计2025年锂电出货量仍计划保持增长, 出货目标超6亿支, 公司锂电产品在电动两轮车领域市占率持续提升。

图表 20: 公司锂电池业务营收及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 公司锂电历年销量及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ 两轮车需求+电动工具+便携式储能需求快速增加有望推动锂电持续成长。2024年, 公司锂电池下游应用以电动二轮车为主, 占比约70%, 电动工具占比10%+, 智能家居领域占比10%+, 剩余为储能等其他领域; 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, 公司预计未来几年小动力电池出货量将保持稳定增长态势。

图表 22: 锂电产业链及公司的布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所
注: 上图橙色方框的部分为公司在锂电产业链中的布局

盈利预测与投资评级

核心假设

- 公司主营业务为磁材、光伏、锂电池等业务, 对公司主营业务的相关假设分别如下:
 - **磁材业务:** 公司磁材业务近年销售稳步增长, 未来也将延续这一趋势, 预计 2025/2026/2027 年销量分别为 26.7/30.7/35.3 万吨, 维持每年 15% 左右的增速; 价格方面, 考虑到历史价格趋势, 预计 2025/2026/2027 年产品价格分别为 1.6/1.5/1.4 万元/吨; 盈利能力方面, 近年毛利率维持在 27% 左右, 假设 2025/2026/2027 年毛利率分别为 27%/26%/25%, 基本持稳。
 - **光伏业务:** 2024 年, 公司完成国内连云港二期高效组件、宜宾二期高效电池项目的建设, 出货量取得大幅增长, 考虑后续光伏行业新增装机基数较高, 后续增速有下降趋势, 预计 2025/2026/2027 年销量分别为 20/22/24GW, 稳步增长; 价格方面, 近年波动较大, 2024 年光伏产品价格承压, 2025 年已有回升趋势; 考虑到公司印尼产能投产, 产品销往高盈利市场, 价格有望大幅回暖, 此外考虑到后续产品降本增效持续推进, 产品单价均维持 0.8 元/w 左右; 全面加征关税背景下, 美国需求仍较为旺盛, 产品价格有望上涨, 低关税产能更为稀缺, 盈利能力有望维持, 此处做中性假设, 我们预计光伏业务毛利率维持 18.7% 左右。
 - **新能源电池业务:** 公司产品销售量稳步增长, 预计 2025/2026/2027 年销量分别为 6/7/8 亿支, 产品销售单价逐步下降, 分别为 4.0/3.5/3.0 元每支; 盈利能力方面, 随着公司产销量的增加, 规模效应逐步凸显, 毛利率有望提升至 15% 左右。
 - **器件业务及其他业务:** 器件产品销售稳中有升, 近两年营业收入稳定 3% 的增速, 假设未来三年仍以 3% 左右增长, 毛利率维持 20%; 其他业务维持 10% 的增速, 毛利率维持 19% 左右。
- 综上所述, 我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别有望达 250.0/260.7/280.4 亿元, 毛利率分别为 17.3%/18.5%/18.3%。

图表 23：分主营业务主要假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
磁性材料						
销售量 (万吨)	18.40	19.85	23.20	26.68	30.68	35.28
销售单价 (万元/吨)	2.28	1.88	1.64	1.60	1.50	1.40
营业收入 (亿元)	42.04	37.40	38.12	42.69	46.02	49.40
毛利率	23.69%	26.50%	27.33%	27.00%	26.00%	25.00%
毛利 (亿元)	9.96	9.91	10.42	5.12	6.44	6.42
光伏产品						
光伏销售量 (GW)	8.01	9.95	17.18	20.00	22.00	24.00
单价 (元/w)	1.57	1.28	0.64	0.85	0.80	0.80
营业收入 (亿元)	125.93	127.77	110.70	170.00	176.00	192.00
毛利率	14.86%	21.21%	18.74%	18.70%	18.70%	18.70%
毛利 (亿元)	18.71	27.10	20.74	31.79	32.91	35.90
新能源电池						
销售量 (万支)	1.94	3.40	5.31	6.00	7.00	8.00
销售单价 (万元/支)	8.04	6.02	4.55	4.00	3.50	3.00
营业收入 (亿元)	15.61	20.51	24.15	24.00	24.50	24.00
毛利率	20.37%	6.92%	12.67%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (亿元)	3.18	1.42	3.06	3.60	3.68	3.60
器件						
营业收入 (亿元)	7.21	7.43	7.66	7.89	8.13	8.37
毛利率	20.53%	22.75%	20.23%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (亿元)	1.48	1.69	1.55	1.58	1.63	1.67
其他						
营业收入 (亿元)	3.72	4.09	4.96	5.46	6.00	6.60
毛利率	18.01%	18.58%	19.15%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利 (亿元)	0.67	0.76	0.95	1.04	1.14	1.25
合计						
营业收入 (亿元)	194.51	197.20	185.59	250.03	260.65	280.37
毛利率	17.48%	20.73%	19.79%	17.25%	18.45%	18.32%
毛利 (亿元)	34.00	40.88	36.72	43.13	48.08	51.35

来源：wind，中泰证券研究所

估值与投资评级

■ 我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别达 250.0/ 260.7/280.4 亿元，归母净利润分别为 19.7/22.0/24.3 亿元，EPS 分别为 1.21/1.35/1.50 元，公司当前股价对应预测 EPS 的 PE 为 10/9/8 倍。相对估值方面，我们选择天通股份、晶科能源、阿特斯为可比公司：

● 天通股份是国内领先的磁性材料和电子材料供应商，与公司的磁材业务具备可比性；

- 晶科能源和阿特斯是国内领先的光伏产品供应商，且销售区域较为一致，均以美国、欧洲等市场为重点销售区域。
- 考虑公司差异化的产品竞争策略，盈利能力行业领先，同时印尼电池片产能投产后有望贡献亮眼业绩，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 24：相对估值表

股票代码	公司名称	总市值（亿元）	EPS			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600330.SH	天通股份	78	0.17	0.24	0.30	37	26	21
688223.SH	晶科能源	567	0.01	0.43	0.58	786	13	10
688472.SH	阿特斯	330	0.62	1.09	1.43	20	8	6
平均						281	16	12
002056.SZ	横店东磁	204	1.12	1.21	1.35	11	10	9

来源：wind，中泰证券研究所

注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预测，股价为 2025 年 4 月 8 日收盘价，天通股份 2024 年报尚未披露，其 EPS 来自 wind 预测

风险提示

- **光伏需求增长不及预期风险。**光伏市场 2024 年已实现较高增速，由于基数的增长，后续增速有下滑趋势，在产能过剩的情况下会对光伏产业链有较大影响。
- **光伏行业产能出清速度不及预期风险。**当前光伏市场供应端相对过剩，产品价格相对较低，企业盈利能力承压，但若产能出清速度不及预期，会导致有较长一段时间相关企业盈利能力低下，市场底部持续摩擦的风险。
- **光伏领先技术快速扩散风险。**具备技术领先优势的企业在产业发展中有一定的盈利能力优势，若新的光伏电池技术快速扩散，将导致产品趋同，供给过剩，领先企业的优势快速消退，盈利能力不再显著的风险。
- **海外光伏市场贸易壁垒风险。**光伏高盈利市场如美国等对于国内企业生产的光伏产品有一定的贸易壁垒，考虑到美国市场仍对光伏产品需求量较大，光伏贸易壁垒相对缓和；但美国政治局面存在不确定性，若后续对中美贸易壁垒有加强趋势，则对相关企业有较大影响。
- **光伏技术快速变化风险。**当前光伏技术变化较快，TOPCon 产品仅用 1 年左右时间已成为市场主流，后续若 HJT 异质结技术、ABC 背接触电池技术实现快速降本，有望对当前 TOPCon 产品体系产生冲击。
- **研报使用信息更新不及时风险等。**

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。