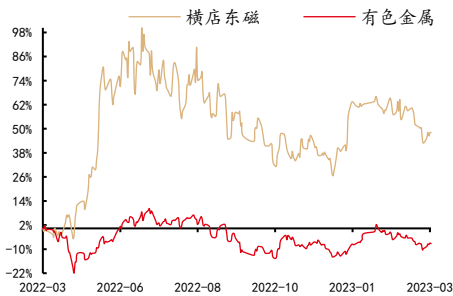


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.00
总股本/流通股本(亿股)	16.27 / 16.04
总市值/流通市值(亿元)	325 / 321
52周内最高/最低价	27.06 / 13.00
资产负债率(%)	55.9%
市盈率	19.42
第一大股东	横店集团控股有限公司
持股比例(%)	50.6%

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340123020001  
Email: weixin@cnpsec.com

横店东磁(002056)

光伏锂电为翼，磁材龙头再出发

● 投资要点

“磁材”+“新能源”产业群助力公司迈入发展快车道。公司成立于1980年，2006年在深交所上市，目前主要围绕磁性材料+器件、光伏+锂电两大产业群开展业务，2020年光伏业务取代磁材业务成为公司业绩增长的主要推动力，2021/2022年营收整体增速为55.53%/54.28%，公司迈入发展快车道。

光伏市场蓬勃发展，公司深耕市场迎红利期。全球光伏市场持续景气，未来3年欧洲光伏市场的年化平均增速或将达到34.58%，超过全球平均增速。公司自2011年开发欧洲市场，目前公司组件产品约有80%出口到欧洲，凭借其长期深耕欧洲市场的美誉度、完善的本地化销售网络和特色黑组件产品，公司充分受益欧洲光伏市场的发展。根据公司产能规划，新投资年产12GW新型高效电池项目投产后，2025年公司光伏产品出货量或将达到16.2GW，一期项目为TopCon路线，目前效率在24.8%左右，未来仍有提升空间，PERC效率最高可达24%以上，处于行业内领先水平。

磁材业务全方位发展，向下游延伸+开发新型磁材。公司磁材业务全方位发展，横向上，积极开发金属软磁粉芯、纳米晶等增长潜力较大的品种。纵向上，公司通过外延并购诚基电子和前期布局向下游振动器件、电感、射频器件等产业延伸。其中永磁铁氧体市占率稳步提升，金属软磁粉芯受益于光伏和新能源市场，有望成为支撑公司磁材业务发展的新动能；器件业务在新建高效一体电感项目投产后，将新增51.2亿只一体电感的产能。

小动力锂电池前景广阔，电动工具是公司下阶段主要发力点。公司锂电产品主要用于电动二轮车、便携式储能、电动工具等小动力细分市场。电动二轮车在上游碳酸锂价格下降后有望恢复增长态势，电动工具市场受益于国外头部企业产能转向车用动力电池和下游企业供应链迁入国内等因素发展较快，2026年出货规模增至60GWh，相比2021年仍有1.7倍的增长空间。

● 盈利预测：

预计2023/2024/2025年公司归母净利润为20.25/26.91/34.82亿元，对应EPS为1.24/1.65/2.14元，对应PE为16.07/12.09/9.34倍，首次覆盖，给予“买入”评级。通过分部估值法，我们认为公司2023年合理估值为23倍PE，目标价为28.52元。

● 风险提示：

市场风险，技术迭代风险、原材料价格大幅波动风险、经营管理风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19451	23684	29614	37860
增长率 (%)	54.28	21.76	25.04	27.84
EBITDA (百万元)	2238.32	2443.25	3191.72	3988.97
归属母公司净利润 (百万元)	1669.27	2025.05	2691.33	3482.33
增长率 (%)	48.98	21.31	32.90	29.39
EPS (元/股)	1.03	1.24	1.65	2.14
市盈率 (P/E)	19.49	16.07	12.09	9.34
市净率 (P/B)	4.20	3.33	2.61	2.04
EV/EBITDA	11.80	11.17	7.16	4.87

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 目录

1 公司介绍 .....	5
1.1 公司介绍及历史沿革 .....	5
1.2 股权结构：大股东集中控股 .....	6
1.3 财务分析：营收净利双增，光伏成主要推动力 .....	7
2 光伏市场蓬勃发展，公司深耕市场迎红利期.....	9
2.1 全球光伏市场蓬勃发展，欧洲市场需求旺盛 .....	9
2.2 深耕欧洲市场，三大优势巩固市场地位 .....	10
2.3 产能扩张+重视研发，光伏业务紧跟市场 .....	12
3 磁材+器件全方位发展 .....	13
3.1 永磁稳步发展，市占率逐步提升 .....	13
3.2 高景气下游驱动软磁业务新增长 .....	15
3.3 器件业务开拓新领域.....	16
4 小动力锂电池发展进入快车道.....	17
5 盈利预测与估值 .....	19
5.1 盈利预测 .....	19
5.2 分部估值：2023 年目标价格约为 28.52 元 .....	19
6 风险提示 .....	20

## 图表目录

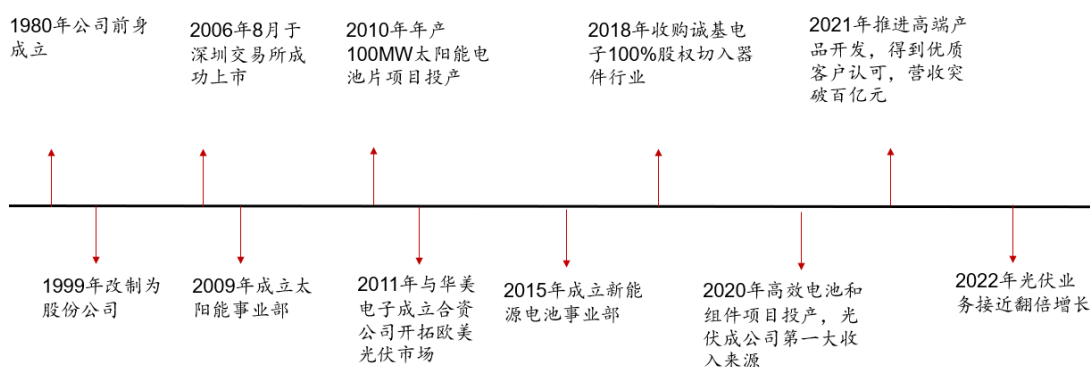
图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 磁材产业群相关产品 .....	6
图表 3: 锂电相关产品 .....	6
图表 4: 光伏相关产品 .....	6
图表 5: 公司股权结构 .....	7
图表 6: 2017-2022 年公司营收情况 (亿元) .....	7
图表 7: 2017-2022 年公司归母净利润情况 (亿元) .....	7
图表 8: 2017-2022 年公司分业务营收情况 (亿元) .....	8
图表 9: 2017-2022 年光伏和磁材业务营收情况 (亿元) .....	8
图表 10: 2017-2022 年公司分业务毛利率情况 .....	8
图表 11: 公司光伏组件单瓦毛利止跌回升 (元/瓦) .....	8
图表 12: 2013-2022 年公司三费占比 (%) .....	9
图表 13: 2013-2022 年公司研发投入 (亿元) .....	9
图表 14: 2018-2022 年公司国内外收入贡献及占比 (亿元) .....	9
图表 15: 2018-2022 年公司国内外毛利贡献 (亿元) .....	9
图表 16: 全球和欧洲新增光伏装机量(GW).....	10
图表 17: 户用分布式光伏解决方案 .....	11
图表 18: 常规产品 M10 参数.....	11
图表 19: 公司连续 6 年获 EUPD 顶级品牌光伏组件认证 .....	11
图表 20: 全球化布局, 欧洲市场设办公室及仓库.....	12
图表 21: 2017-2025E 公司光伏产品出货量及预测 (MW) .....	13
图表 22: 2017-2022 年公司磁材产销量 (吨) .....	14
图表 23: 2021 年我国铁氧体永磁产量格局 .....	14
图表 24: 汽车用微特电机 .....	15
图表 25: 白色家电月度同比增速 (%) .....	15
图表 26: 2021-2025 年金属软磁粉芯下游市场变化及预测.....	16
图表 27: 2018-2022 年公司器件产销量 (万只) .....	17
图表 28: 电感元器件下游应用 .....	17
图表 29: 2017-2022 年锂电产品产销量 (万支) .....	18
图表 30: 碳酸锂价格呈下降趋势 (万元/吨) .....	18
图表 31: 2020 年全球主要电动工具用电池企业市场份额 .....	18
图表 32: 2021-2026 年电动工具锂电池出货量 (GWh) .....	18
图表 33: 2016-2026 年全球便携储能市场规模和预测 (亿元) .....	19
图表 34: 行业内同类公司的估值比较 (wind 一致预期, 截至 2023/3/26) .....	20

## 1 公司介绍

### 1.1 公司介绍及历史沿革

公司成立于1980年，1999年改制为股份公司，2006年8月，横店东磁在深圳交易所成功上市，初期主营业务为铁氧体永磁和铁氧体软磁的生产和销售，目前是全球最大的磁性材料生产和出口基地。2009年成立太阳能事业部，进军光伏产业，2015年成立新能源电池事业部，专注从事圆柱型锂电池和PACK研发、生产及销售。2018年通过收购诚基电子100%股权切入器件行业，2020年光伏业务贡献首次超过磁材，2021年公司营收超过百亿元。

**图表1：公司发展历程**



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司目前主要围绕**磁性材料+器件、光伏+锂电**两大产业群开展相关产品的研发、生产、销售与服务。

**磁材产业群**方面，公司产品涵盖从磁材到下游振动器件及电感器等多领域。公司作为老牌磁材龙头，深耕磁性材料行业四十多年，磁材产品和磁材品类较为齐全，磁材产品包括预烧料、永磁、软磁、塑磁等，磁材品类包括锰锌铁氧体、高导铁氧体、镍锌铁氧体、金属磁粉芯、纳米晶以及复合软磁等，可以根据客户的需求来提供一站式采购多材料体系的服务。

**器件产品**主要包括**振动器件、电感、环形器/隔离器等**。磁性材料+器件产品主要应用于家电、汽车、光伏新能源、消费电子、通信通讯、大数据中心、充电桩、智能终端、工业互联网等领域。

**新能源产业群**由**光伏产品和锂电产品**构成，锂电产品主要是三元圆柱锂电池及小动力PACK系统，主要应用于电动二轮车、便携式储能、电动工具、智能小家电等领域。

图表2：磁材产业群相关产品



图表3：锂电相关产品



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

光伏产品包括硅片、电池、组件等，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。

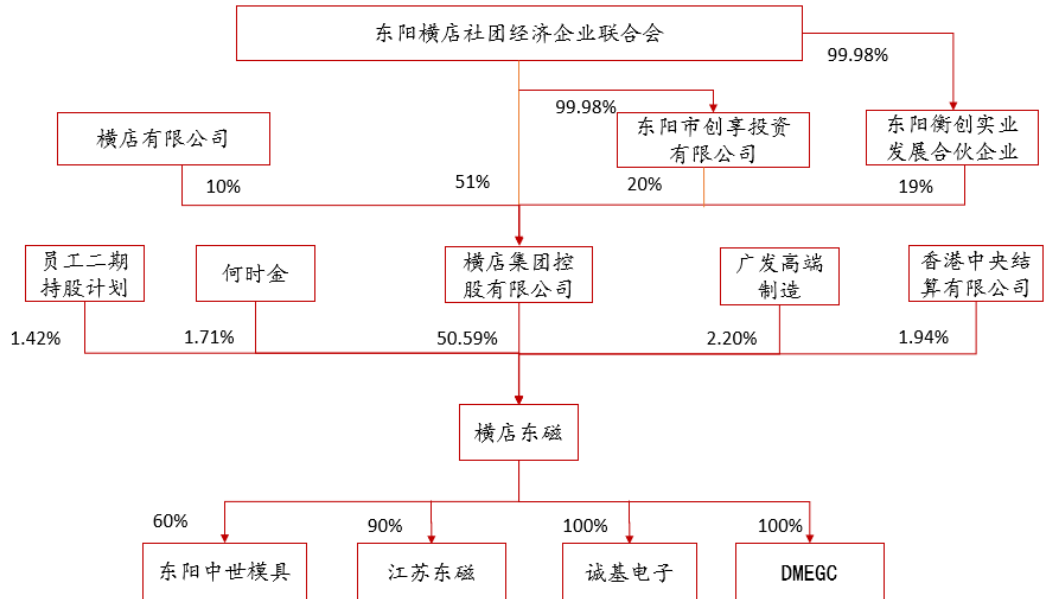
图表4：光伏相关产品



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1.2 股权结构：大股东集中控股

**股权结构稳定，大股东集中控股。**公司第一大股东为横店集团控股有限公司，持股比例达50.59%，实控人为东阳横店社团经济企业联合会，通过直接和间接持有横店集团控股有限公司约90%的股份。

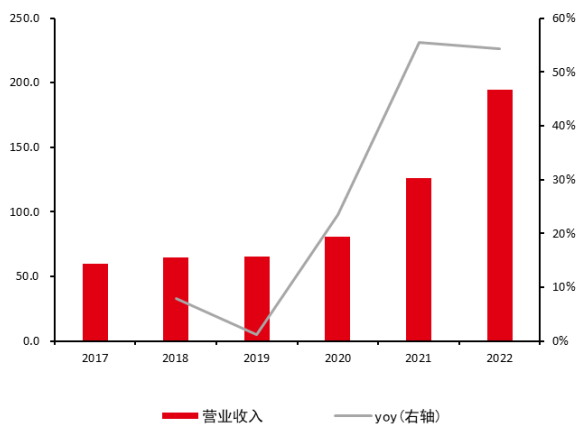
**图表5：公司股权结构**


资料来源：wind，中邮证券研究所

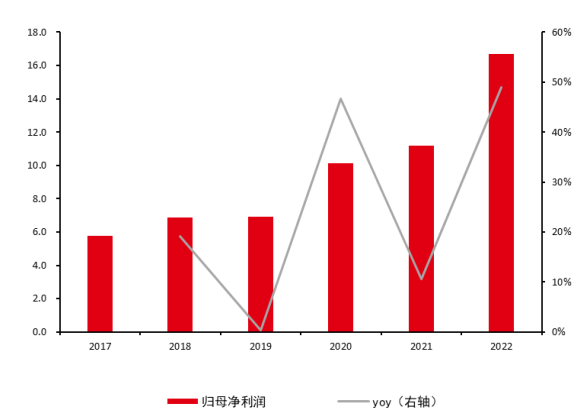
### 1.3 财务分析：营收净利双增，光伏成主要推动力

**营收净利双增，公司迈入发展快车道。**2022 年公司实现营业收入 194.51 亿元，同比增长 54.28%；归母净利润 16.69 亿元，同比增长 48.98%；公司自 2020 年起迈入收入增长快车道，2021/2022 增速为 55.53%/54.28%。

归母净利润呈波动上涨趋势，增速方面在 2020 年由于低基数原因增速较高，2021 年由于远洋物流成本上涨、原材料涨价、人民币升值等原因增速有所下滑，2022 年受益于欧洲光伏市场火热，归母净利润实现高增长。

**图表6：2017-2022 年公司营收情况（亿元）**


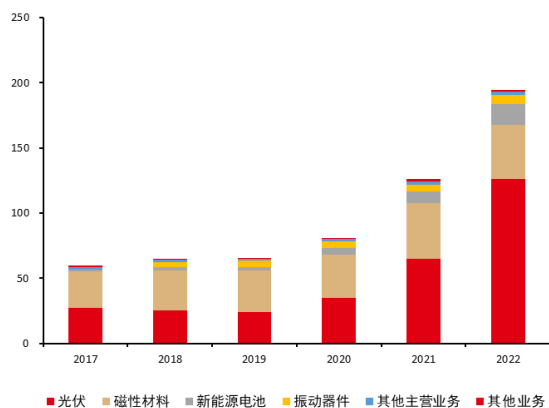
资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表7：2017-2022 年公司归母净利润情况（亿元）**


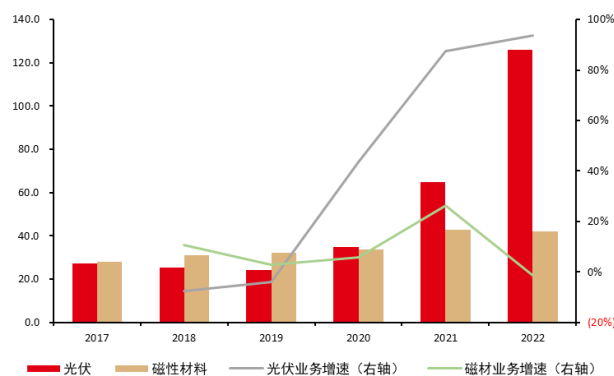
资料来源：wind，中邮证券研究所

光伏业务取代磁材业务成为公司业绩增长的主要推动力。分业务来看，光伏/磁材/新能源

电池/振动器件实现营收 194.51/125.93/42.04/15.61/7.21 亿元，增速为 93.77%/-1.52%/79.01%/40.27%。占比上，公司光伏业务和磁性材料业务占据主要地位，2022 年贡献公司约 86%的营收。由于光伏产业的发展正处于成长期，光伏业务的占比不断提升，2020 年起营收占比超过传统磁材业务，2022 年占比约为 65%。

**图表8：2017-2022 年公司分业务营收情况（亿元）**


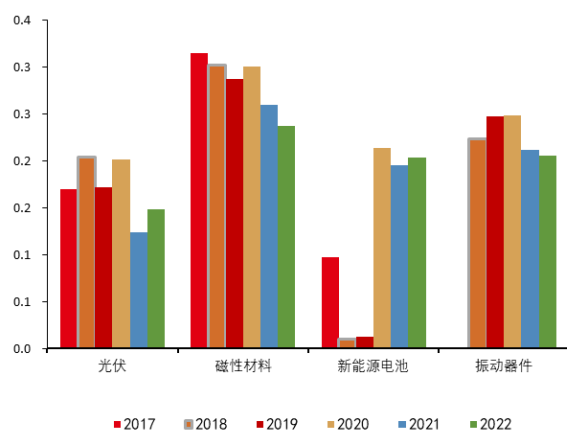
资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表9：2017-2022 年光伏和磁材业务营收情况（亿元）**


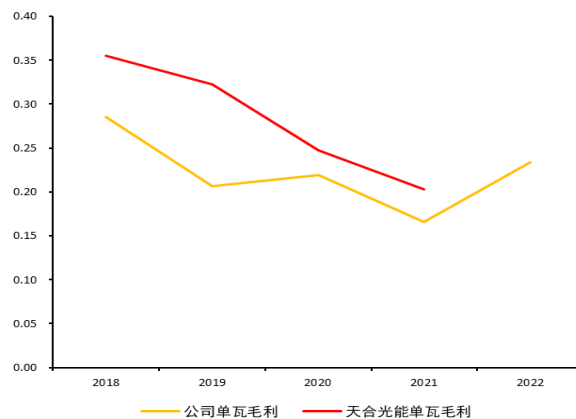
资料来源：wind，中邮证券研究所

毛利方面，公司磁材业务毛利率成缓慢下降趋势，主要由于磁材市场竞争加剧，传统铁氧体永磁等磁性材料参与者众多；新能源电池方面公司通过持续深耕电动二轮车、便携式储能、电动工具等小动力细分市场，不断提升优质客户占比，在 2020 年提升至 21.34%，业务发展进入正轨；光伏业务 2021-2022 年由于原材料、海运费涨价、会计准则变化（远洋运输及装卸费从列为销售费用变更为营业成本）等原因毛利率从 2020 年的 20%左右下降至 12%-15%，但总体毛利润保持高增长。

光伏组件单瓦毛利止跌回升。从公司单瓦盈利情况来看，2018-2021 成下降趋势，2022 年增长 40.94% 升至 0.23 元/瓦，主要系公司黑组件产品在海外光伏市场较受欢迎，产品报价相对较高。

**图表10：2017-2022 年公司分业务毛利率情况**


资料来源：wind，中邮证券研究所

**图表11：公司光伏组件单瓦毛利止跌回升（元/瓦）**


资料来源：wind，中邮证券研究所

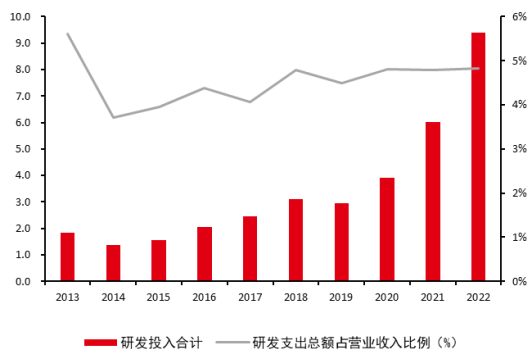
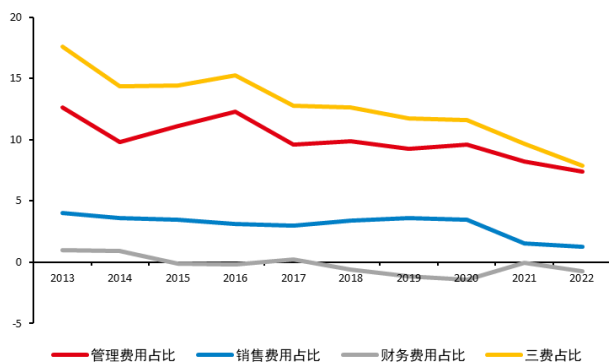
公司经营稳健，三费占比下降，研发持续投入。公司三费占比自 2016 年保持下降趋势，从 15.22% 降至 2022 年的 7.84%，其中 2021 年至今处于加速下行阶段，主要系公司销售收入



增速较快摊薄三费占比；财务费用方面，公司经营较为稳健，2018 年起财务费用保持负值，主要由于公司货币资金充裕，存款较多，其中 2022 年利息收入 1.42 亿元；公司研发投入始终保持较高水平，推动新技术、新材料、新工艺从实验室到商业化量产导入，包括搭建 TOPCon 和 P-IBC 中试线、优化光伏组件工艺、研发新型电动工具锂离子电池和永磁材料等。研发费用方面公司投入较为稳定，研发费用率稳定在 4.5%-5% 区间，2022 年金额达到 9.39 亿元。

图表12：2013-2022 年公司三费占比 (%)

图表13：2013-2022 年公司研发投入 (亿元)



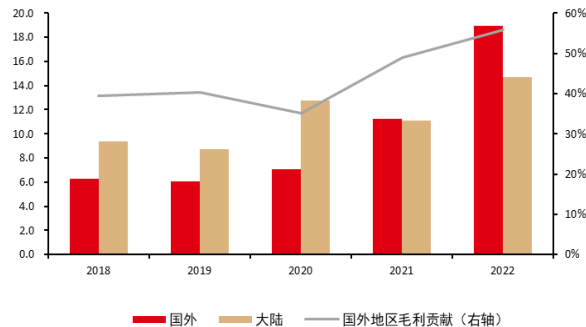
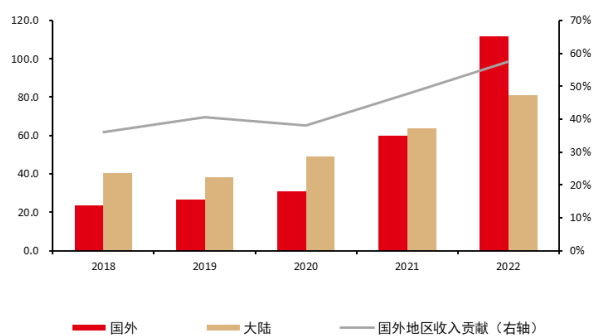
资料来源：wind，中邮证券研究所

资料来源：wind，中邮证券研究所

开拓全球市场，境外收入占比超过境内。公司产品目前销往全球 70 多个国家和地区，2022 年境外收入占比首次超 50%，成为公司主要收入来源地，后续随着市场开发力度的不断加大，预计境外收入占比会进一步提升。毛利方面，来自国外地区的毛利贡献在 2021 年已经超过国内地区。

图表14：2018-2022 年公司国内外收入贡献及占比 (亿元)

图表15：2018-2022 年公司国内外毛利贡献 (亿元)



资料来源：wind，中邮证券研究所

资料来源：wind，中邮证券研究所

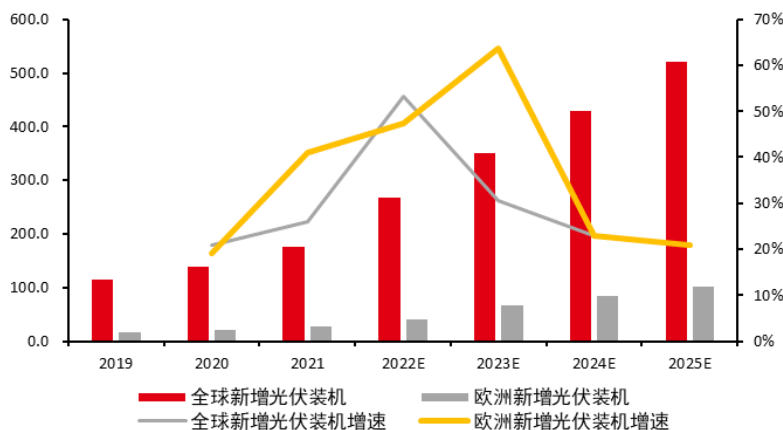
## 2 光伏市场蓬勃发展，公司深耕市场迎红利期

### 2.1 全球光伏市场蓬勃发展，欧洲市场需求旺盛

全球光伏市场蓬勃发展，欧洲市场表现亮眼。根据 BNEF 预测，2022 全球新增装机量达到 268 GW，同比增长 46.45%，其中欧洲市场是主要推动力之一，根据欧洲光伏协会估计，

2022 年新增装机量达到 41.4GW，同比增长 47.33%。未来 3 年，欧洲光伏市场的年化平均增速（CAGR）或将达到 34.58%，超过全球平均增速。

图表16：全球和欧洲新增光伏装机量(GW)



资料来源：Navigant, SolarPower Europe, 中邮证券研究所

**欧洲光伏装机短期内仍将依赖中国进口。**虽然欧洲为实现能源独立提出《净零工业法案》草案等支持本土光伏制造业的发展，倡议光伏组件“本土率”达到 40%，但尽快实现能源安全，提高可再生能源占比优先于提高光伏组件本土化率，光伏装机进度不会因此延误，短期内欧洲光伏市场仍将依赖中国进口，原因包括：1、欧洲本土尚未建立完整的光伏产业链，目前本土产能仅为 4.5GW，无法满足市场需求。2、中国光伏组件制造成本最有竞争力，欧洲人工、土地、能源成本较高。此外国内企业可以通过在欧洲设厂规避限制。

**中国是光伏组件的主要生产国和出口国，欧洲是中国最主要的光伏出口市场。**根据 Infolink，2022 年中国共计出口 154.8GW 的光伏组件，其中向欧洲出口光伏组件 86.6GW，欧洲是中国目前最主要的光伏出口市场。

## 2.2 深耕欧洲市场，三大优势巩固市场地位

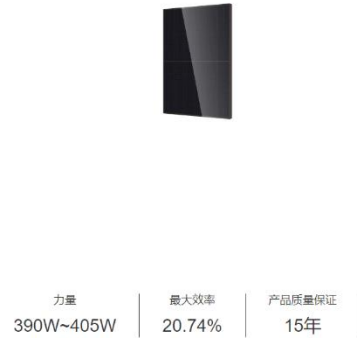
公司光伏组件产品具体可分为（1）常规高效组件产品，包括 M6 和 M10 系列，可以满足户用、工商业分布式和集中式光伏电站的应用需求；（2）进行全流程低碳设计的低碳组件；（3）针对温室、停车场、操场、市场等具体应用场景进行专门设计的组件。光伏电池产品以内供为主，2023 年外销量约为 2GW。

图表17：户用分布式光伏解决方案



图表18：常规产品 M10 参数

DM390-405M10-B54HBB



资料来源：DMEGC 官网，中邮证券研究所

资料来源：DMEGC 官网，中邮证券研究所

光伏产品主要出口海外，其中欧洲市场是公司光伏组件出口的主要市场。根据公司投资者交流纪要，目前公司组件产品约有 80% 出口到欧洲市场，公司在欧洲市场的出货量约占其分布式市场总量的 10% 左右，未来两三年有望提升至 15% 左右，欧洲客户重要集中在中北欧(30%+)、法国 (30%+)、德国 (20%+)，未来也会逐步开拓东欧、南欧等市场。

日本及国内市场 2023 年也将有较大发展，根据公司目标，2023 年日本市场占公司出货量有望翻番，占比达到 10% 左右，国内市场出货也将达到 10% 以上。

公司光伏产品在欧洲市场优势有以下几点：

深耕欧洲市场，客户认可度高，具备一定先发优势。公司自 2011 年开发欧洲市场，是全球最早通过法国低碳认证的光伏组件制造商，连续多年被列为 BNEF “一级太阳能组件制造商”、“PVEL”组件最佳表现制造商”和“EUPD”顶级品牌光伏组件”。其中 EUPD 作为全球知名的太阳能行业权威认证机构，颁发的“顶级光伏品牌”的奖项在国际光伏行业中拥有极高的认可度。

图表19：公司连续 6 年获 EUPD 顶级品牌光伏组件认证



资料来源：DMEGC 官网，中邮证券研究所

销售网络健全，本地化服务能力强。公司陆续在荷兰、德国、西班牙等地建设全新的销售

服务中心和仓储物流中心，聘请了当地专业的技术、销售、管理人员，搭建了高效的当地化服务团队，进行周边国家市场的开拓与售后服务。

**图表20：全球化布局，欧洲市场设办公室及仓库**



资料来源：DMEGC，中邮证券研究所

### 黑组件兼顾外观和效益。公司是最早生产黑组件推出市场的公司之一。

黑组件即为边框、背板、组件本体等均为黑色，组件外观具有一致性，能够与深色屋面融合得很好，更具有观赏性，因此在中北欧偏好黑白冷色调的地区较受青睐。除此之外，南欧的西班牙、意大利、英国和澳洲等地以及国内江南一带白墙黑瓦的建筑多，都适合推广黑组件。

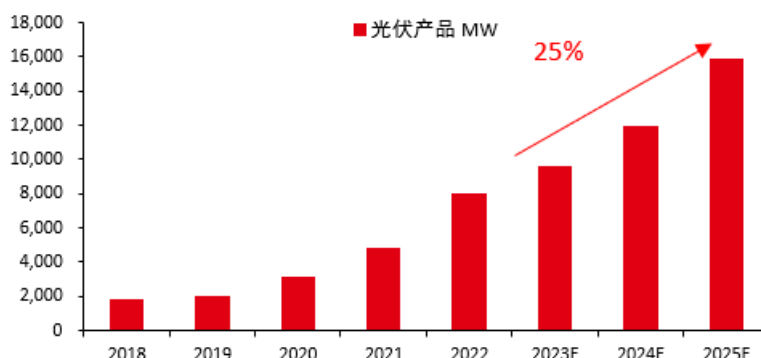
工艺方面，与常规组件相比，黑组件使用了不同材料搭配，调整部分电池工艺，在提升组件的功率的同时保持外观黑度良好，能够在保持品质和效益的前提下实现 GW 级出货。据公司投资者交流纪要，2022 年黑组件产品占比约占组件产品出货量的 30%。

价格上，黑组件比普通组件能溢价 1 欧分以上。

## 2.3 产能扩张+重视研发，光伏业务紧跟市场

公司光伏生产基地主要位于浙江横店、江苏泗洪、河南杞县、四川宜宾（在建）四大生产基地，现有 8GW 电池、7GW 组件的年生产规模，2023 年产能预计达到 14GW 电池、12GW 组件的产能规模。

**加大 TOPCon 电池和组件产能布局。**公司计划通过子公司投资年产 20GW 新型高效电池项目，共分 3 期建设。其中一期 6GW TOPCon 项目选择 LP 路线，预计 5-6 月设备进场，Q3 末产出，二期 6GW 项目随一期调试开始进入建设，2024 年 Q2 量产，我们预计到 2025 年公司光伏产品出货量或将达到 23.3GW，年复合增长率将达到 41.06%。

**图表21：2017-2025E 公司光伏产品出货量及预测（MW）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**PERC 效率提升至行业领先水平。**公司光伏产业全面将正/背面栅线图形设计、浆料匹配接触传输、绒面陷光结构、扩散掺杂和膜层钝化等一系列最新的研发成果高效导入量产环节，公司现有 PERC 的效率最高可达 24% 以上，量产平均转换率在 23.5%，接近理论值 24.5%，处于行业内领先水平。同时公司顺应市场对大尺寸光伏电池的需求积极改造产能，2022 年 H1 166mm+182mm 电池产能占比超 90%。

**未来公司计划重点发展 TopCon 技术和 P-IBC 技术。**2022 年上半年已搭建 N-Topcon 和 P-IBC 中试线，Topcon 目前效率在 24.8% 左右，距离行业内实验室超过 26% 的效率水平，制造成本和 PERC 成本已经比较接近，未来仍有提升空间，P-IBC 原计划 2023 年 Q4 量产，但由于良率控制问题有所推迟。

### 3 磁材+器件全方位发展

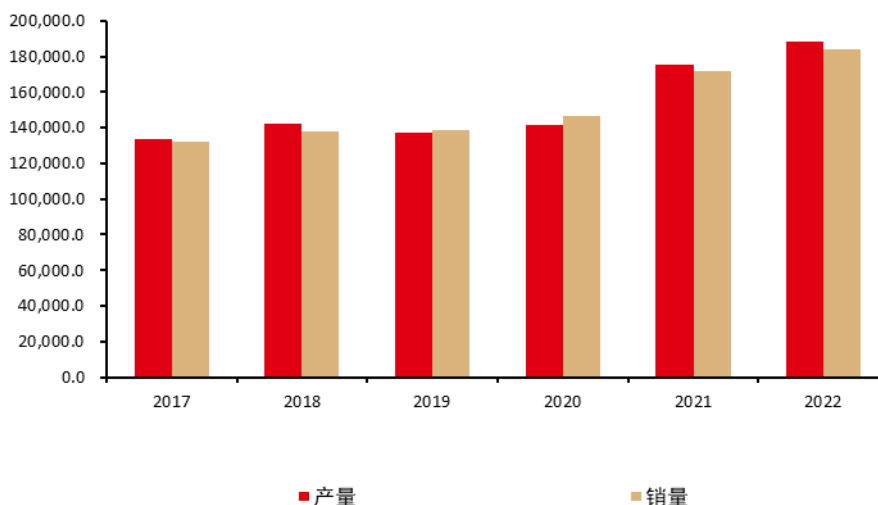
**公司作为传统磁材龙头，横向上开拓新品，纵向上向器件延伸。**公司磁材产品涵盖磁材全品类，包括铁氧体永磁、软磁、塑磁、喇叭磁等，同时积极开发金属软磁粉芯、纳米晶等增长潜力较大的品种。纵向上，公司通过外延并购诚基电子和前期布局向下游振动器件、电感、射频器件等产业延伸，提高产品附加值。

#### 3.1 永磁稳步发展，市占率逐步提升

**产能：**2022 年公司产能包括 20 万吨铁氧体预烧料、16.2 万吨永磁铁氧体、5 万吨软磁铁氧体、2.5 万吨塑磁，根据公司投资者交流纪要，公司另有 5000 吨金属软磁粉芯，300 吨纳米晶的产能。在建项目包括年产 1.5 万吨软磁铁氧体项目和年增 3500 吨铁氧体项目改造工程。

**产销量：**公司 2017-2022 年磁材产销量增长较为稳定，年复合增长率为 6.86%

图表22：2017-2022 年公司磁材产销量（吨）

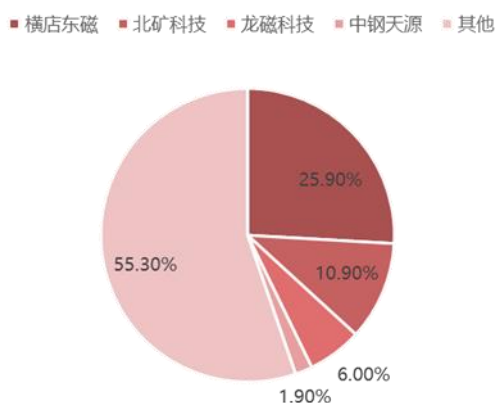


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

永磁铁氧体发展相对稳定，2022 年销量有所下滑。我国是磁性材料的主要生产国，产量占比全球 60%以上，其次是日本、韩国、印度和越南等国。据磁性材料行业协会统计，2022 年我国磁性材料销售约 120 多万吨，其中永磁铁氧体销量为 75 万吨，稀土永磁销量 20 万吨，软磁铁氧体销量 28 万吨，其他磁体销量 3 万吨，较上年 130 多万吨的销量有所下滑，主要由于下游家电和燃油车产销不景气。

公司是国内规模最大的铁氧体磁性材料生产企业，市占率稳步提升。2022 年公司通过提升老客户的份额和加大新产品、新客户的开发，仍保持了喇叭磁、磁瓦和干压产品的市占率提升。

图表23：2021 年我国铁氧体永磁产量格局

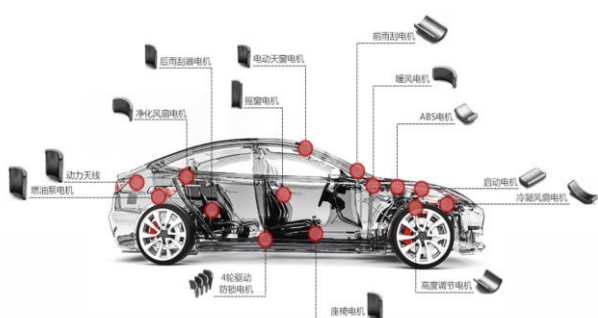


资料来源：华经产业研究院，中邮证券研究所

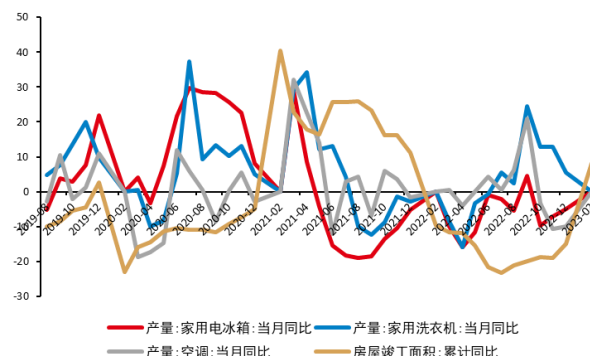
铁氧体永磁主要用于汽车微特电机和传统家电。据统计，每辆经济型汽车配备 20 台以上小电机，高级轿车配备 50 台以上小电机，豪华型轿车配备近百台小电机。随着汽车高端化、电动化趋势不断发展，微特电机仍有增长空间。家电行业作为典型的地产后期周期行业，受益于

地产政策提振，未来有望随着房屋竣工面积的回暖迎来拐点。

图表24：汽车用微特电机



图表25：白色家电月度同比增速 (%)



资料来源：龙磁科技官网，中邮证券研究所

资料来源：wind，中邮证券研究所

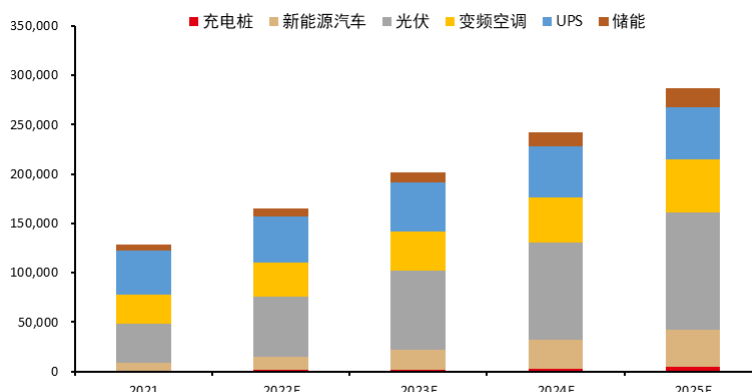
### 3.2 高景气下游驱动软磁业务新增长

软磁主要用于生产电感器、变压器、滤波器和扼流圈等，应用于传统家电、PC等，由于新能源汽车、光伏等高景气下游带动，软磁市场出现新的增长点，公司在巩固软磁铁氧体领先优势的同时，强化磁粉芯、电感、旋磁等领域的竞争力。

(1) 铁氧体软磁：软磁产业通过开拓5G、汽车电子新项目，使得锰锌铁氧体产品高速增长，大力开拓汽车电子市场，取得多个汽车新项目定点开发生产资格；积极配合国际知名公司的产品设计，优先拿到了磁元件新品开发项目，使其保持了较好的增长。

(2) 金属软磁粉芯由于饱和磁感应强度和电阻率等指标综合表现良好，能满足目前小型化、高功率密度，高频化，集成化的要求，因此在光伏逆变升压电感、充电桩、电动汽车逆变电感、UPS电源储能、稳压滤波电感等应用较多，市场份额也逐步扩张。公司金属软磁粉芯现以海外客户为主，同时在逐步加大国内客户的开发。

在金属软磁粉芯下游市场中，受益于光伏组串式逆变器渗透率逐步提升和新能源汽车新增车载充电机、DC/DC变换器等零部件，我们预计2025年金属软磁粉芯需求量将达到28.65万吨左右，光伏成主要下游，占比41.38%。

**图表26：2021-2025年金属软磁粉芯下游市场变化及预测**


资料来源：观研报告网，铂科新材招股说明书，Navigant，中邮证券研究所

### 3.3 器件业务开拓新领域

公司器件业务主要立足四条业务线：振动器件、硬质合金、电感和射频器件以及。其中振动器件占比最大，其次为硬质合金产品，电感和射频器件处于培育阶段。

公司振动器件业务主要依托诚基电子生产扁平马达、线性马达和柱型马达产品，主要应用领域为手机市场，未来将逐步开拓汽车电子、智能穿戴和健康护理等领域。

硬质合金原先主要以内供为主，向公司磁性材料部门提供模具材料以及向诚基电机提供所需的质量块等产品，后开发顶锤产品，面向钻石生产厂商，在人造金刚石产业拥有较高市占率。

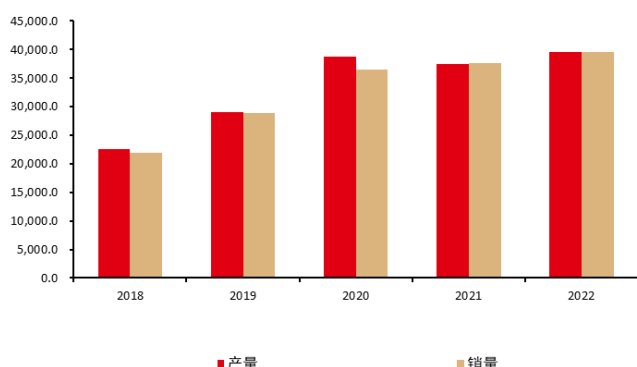
电感元器件继续深耕汽车电子领域，逐步发力笔记本电脑、消费电子和通信领域。

射频器件已经向知名大客户形成大批量供货，并争取导入数家新客户。

2022年H1公司具备4亿只振动器件产能，2022年1月公告的新建高效一体电感项目投产后预计可新增51.2亿只一体电感的产能。根据中国电子元器件协会，2022年全球电感元器件市场规模约为550亿元。



图表27：2018-2022 年公司器件产销量（万只）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表28：电感元器件下游应用



资料来源：扬电科技招股说明书，中邮证券研究所

## 4 小动力锂电池发展进入快车道

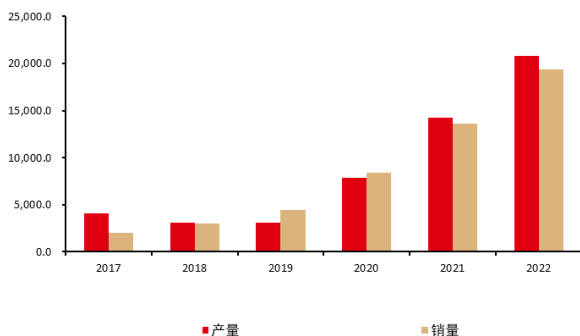
公司锂电产品为圆柱形电池，主要应用于电动二轮车、便携式储能、电动工具等小动力细分市场。

根据公司投资者交流纪要，电动二轮车占比超 60%，便携储能占比超 20%，电动工具与智能家居占比约 10%。公司总体经营目标是巩固电动二轮车市场占有率基础上，提升在电动工具领域的占有率，加大便携式储能和智能小家电市场的开发等。

公司现有锂电池产能 2.5GW，2023 年将达到 7GW。公司产销量进入快速增长轨道，2022 年产销量较去年增长 46.13%/42.32%。2022 年 1 月投资年产 6GWh 高性能锂电池项目目前已基本建成，2023 年进入设备调试、量产和爬坡阶段，产能将达到 7GW。预计随着公司产能逐渐释放，公司锂电产品产销或将迈上新台阶。

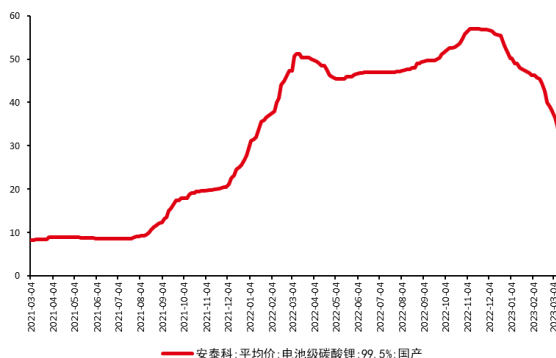
**原材料价格上涨影响电动二轮车下游需求。**目前影响电动二轮车锂电换铅酸渗透率提升的主要因素是 2021 年以来锂电池核心原材料价格上涨，主机厂和终端用户对于价格敏感度较高。目前碳酸锂价格已从 12 月高点下跌 45% 以上，长期来看随着锂电池成本的下降叠加政策的影响，二轮车锂电池仍将恢复增长态势。据 GGII 预计，我国电动二轮车锂电池出货量到 2026 年将达到 30GWh，锂电渗透率将达到 70% 以上，2021-2026 年年复合增长约 24.57%。

图表29：2017-2022年锂电产品产销量（万支）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表30：碳酸锂价格呈下降趋势（万元/吨）

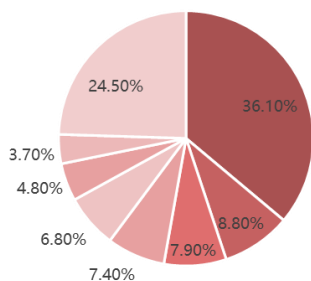


资料来源：wind，中邮证券研究所

**电动工具市场竞争格局改善，2026年出货规模或增1.7倍。**根据GGII数据，2021年全球电动工具锂电池出货量为22GWh，国内电动工具用锂电池出货11GWh，同比增长96%，预测2026年出货规模增至60GWh，相比2021年仍有1.7倍的增长空间。随着三星、松下将电池产能转移至车用动力电池以及以TTI为首的国际电动工具终端企业逐渐将产业链转向中国，国内电池企业的供应份额有望提升。

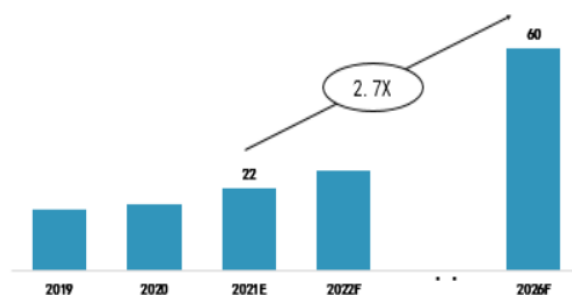
图表31：2020年全球主要电动工具用电池企业市场份额

三星SDI ■ 江苏天鹏 ■ 亿纬锂能 ■ LGES ■ Murata ■ 海四达 ■ 长虹三杰 ■ 其他



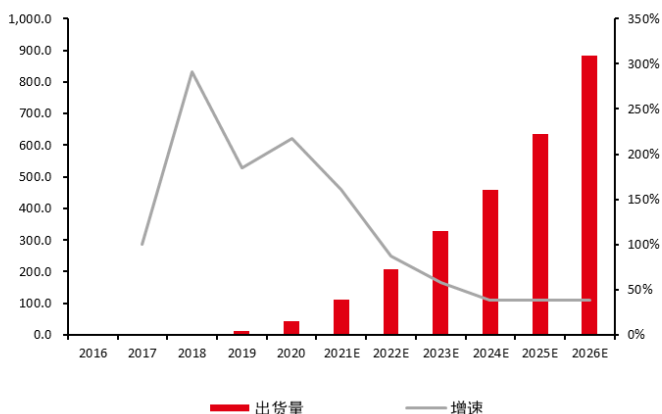
资料来源：智研咨询，EVTANK，中邮证券研究所

图表32：2021-2026年电动工具锂电池出货量（GWh）



资料来源：GGII，中邮证券研究所

**全球便携储能市场2020-2026年均复合增速为65.72%，国内市场方兴未艾。**便携储能产品是一种内置高能量密度锂离子电池，可提供稳定交流/直流电压输出的电源系统，适用于自驾露营等户外旅行和应急备灾等场景，满足多样化的电力需求。根据中国化学与物理电源行业协会，全球便携式储能行业的市场规模已由2016年的0.6亿元快速提升至2020年的42.6亿元，年均复合增速高达190.28%，预计到2026年市场规模将达到882.3亿元人民币，2020-2026年均复合增速为65.72%，便携储能行业将继续维持快速增长趋势，市场发展潜力较大。

**图表33：2016-2026 年全球便携储能市场规模和预测（亿元）**


资料来源：中国化学与物理电源行业协会，智研咨询，中邮证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

我们的盈利预测基于以下主要假设：

(1) 公司光伏业务 2023 年 1 月宣布投资年产 12GW 新型高效电池项目和设立子公司并投资年产 5GW 新型高效组件项目，产能扩张迅速，结合公司规划我们预计 2023-2025 年公司出货 9.9/15.8/22.8GW。

(2) 公司锂电池业务下游电动工具、便携储能需求景气，在公司大力拓展市场的努力下，年产 6GWh 高性能锂电池项目有望迅速提高产能利用率，预计 2023-2025 年公司出货量 2.2/2.3/2.4 亿支。

预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润为 20.25/26.91/34.82 亿元，对应 EPS 为 1.24/1.65/2.14 元，对应 PE 为 16.07/12.09/9.34 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 5.2 分部估值：2023 年目标价格约为 28.52 元

公司业务主要分为三部分：光伏、新能源电池、磁材和下游器件。

光伏业务方面，我们选取同行业光伏企业天合光能、晶科能源、爱旭股份作为可比公司。

磁材业务方面，我们选取传统磁材公司天通股份和专注合金软磁粉芯的铂科新材以及铁氧体湿瓦磁瓦的龙磁科技作为可比公司。

新能源电池业务方面，我们选取在电动二轮车及电动工具领域的锂电企业蔚蓝锂芯、亿纬锂能、派能科技作为可比公司。

综合考虑以上可比公司估值，结合我们对 2023 年各业务毛利占比的预测，我们认为公司 2023 年合理估值为 23 倍 PE，目标价为 28.52 元。

**图表34：行业内同类公司的估值比较（wind一致预期，截至2023/3/26）**

		总市值（亿元）	PE(TTM)	2023E	2024E	2025E	PEG	PB
<b>光伏业务</b>								
688599.SH	天合光能	1128.13	30.40	16.54	12.54			4.61
688223.SH	晶科能源	1392.00	47.23	23.28	17.56			5.21
600732.SH	爱旭股份	421.63	18.11	12.57	9.34	6.62		4.65
	均值			17.46	13.15	6.62		4.82
<b>磁材业务</b>								
600330.SH	天通股份	143.08	19.83	20.01	19.83	16.32	0.28	1.85
300811.SZ	铂科新材	107.38	64.16	55.51	37.28	27.19	0.91	8.42
300835.SZ	龙磁科技	44.51	38.86	31.64	19.44	14.22	4.29	4.48
	均值			35.72	25.52	19.25	1.83	4.92
<b>新能源电池</b>								
002245.SZ	蔚蓝锂芯	165.20	29.05	33.31	16.88	12.22	(1.28)	2.60
300014.SZ	亿纬锂能	1393.75	39.71	21.04	14.16			4.75
688063.SH	派能科技	411.84	32.39	16.59	11.65			4.73
	均值			23.64	14.23	12.22	(1.28)	4.03

资料来源：wind，中邮证券研究所

## 6 风险提示

1. 市场风险。公司光伏及新能源锂电池产能扩张迅速，若市场需求跟不上扩产节奏或公司开拓市场能力不及预期，则可能存在阶段性产能过剩风险
2. 原材料价格大幅波动，公司产品中原材料占比较高，原材料价格波动将影响公司生产成本。
3. 经营管理风险。公司在开拓全球市场过程中可能会存在员工的招收、培养及文化认同等管理风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	19451	23684	29614	37860	营业收入	54.3%	21.8%	25.0%	27.8%
营业成本	16051	19052	23784	30539	营业利润	42.6%	34.7%	32.9%	29.4%
税金及附加	50	0	0	0	归属于母公司净利润	49.0%	21.3%	32.9%	29.4%
销售费用	239	474	444	379	<b>获利能力</b>				
管理费用	497	682	865	1212	毛利率	17.5%	19.6%	19.7%	19.3%
研发费用	939	1184	1481	1893	净利率	8.6%	8.6%	9.1%	9.2%
财务费用	-149	-91	-126	-259	ROE	21.5%	20.7%	21.6%	21.8%
资产减值损失	-170	0	0	0	ROIC	19.1%	17.1%	18.4%	18.6%
<b>营业利润</b>	<b>1769</b>	<b>2382</b>	<b>3166</b>	<b>4097</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	21	0	0	0	资产负债率	55.9%	51.4%	52.4%	50.0%
营业外支出	131	0	0	0	流动比率	1.23	1.44	1.54	1.70
<b>利润总额</b>	<b>1659</b>	<b>2382</b>	<b>3166</b>	<b>4097</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	-9	357	475	615	应收账款周转率	9.24	9.24	9.24	9.24
<b>净利润</b>	<b>1668</b>	<b>2025</b>	<b>2691</b>	<b>3482</b>	存货周转率	10.29	10.55	10.57	10.53
归母净利润	1669	2025	2691	3482	总资产周转率	1.28	1.25	1.28	1.30
每股收益(元)	1.03	1.24	1.65	2.14	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.03	1.24	1.65	2.14
货币资金	5655	6834	11279	14701	每股净资产	4.76	6.00	7.66	9.80
交易性金融资产	831	1151	1351	1451	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2293	2951	3606	4777	PE	19.49	16.07	12.09	9.34
预付款项	126	150	187	240	PB	4.20	3.33	2.61	2.04
存货	2036	2452	3151	4043	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>11709</b>	<b>14411</b>	<b>20673</b>	<b>26546</b>	净利润	1668	2025	2691	3482
固定资产	4588	4437	4285	4134	折旧和摊销	464	151	151	151
在建工程	386	386	386	386	营运资本变动	544	-689	1782	-132
无形资产	448	448	448	448	其他	211	79	79	79
<b>非流动资产合计</b>	<b>5901</b>	<b>5729</b>	<b>5558</b>	<b>5386</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2887</b>	<b>1566</b>	<b>4704</b>	<b>3581</b>
<b>资产总计</b>	<b>17610</b>	<b>20140</b>	<b>26230</b>	<b>31932</b>	资本开支	-1441	0	0	0
短期借款	1579	1579	1579	1579	其他	533	-300	-180	-80
应付票据及应付账款	6431	6690	9690	11342	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-908</b>	<b>-300</b>	<b>-180</b>	<b>-80</b>
其他流动负债	1472	1726	2124	2692	股权融资	0	-8	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>9482</b>	<b>9995</b>	<b>13394</b>	<b>15614</b>	债务融资	871	0	0	0
其他	356	356	356	356	其他	-873	-79	-79	-79
<b>非流动负债合计</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>356</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2</b>	<b>-87</b>	<b>-79</b>	<b>-79</b>
<b>负债合计</b>	<b>9838</b>	<b>10352</b>	<b>13750</b>	<b>15970</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2046</b>	<b>1180</b>	<b>4445</b>	<b>3422</b>
股本	1627	1626	1626	1626					
资本公积金	0	-7	-7	-7					
未分配利润	5541	7262	9550	12510					
少数股东权益	21	21	21	21					
其他	582	886	1290	1812					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7771</b>	<b>9789</b>	<b>12480</b>	<b>15962</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>17610</b>	<b>20140</b>	<b>26230</b>	<b>31932</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048