下载日志已记录，仅供内部参考

横店东磁（002056.SZ）

2026 年 09 月 28 日

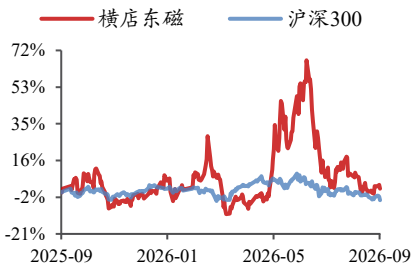
磁材提质，光伏企稳，高端磁性器件打开新增量

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2026/9/24
当前股价(元)	20.04
一年最高最低(元)	33.73/17.77
总市值(亿元)	325.99
流通市值(亿元)	325.65
总股本(亿股)	16.27
流通股本(亿股)	16.25
近 3 个月换手率(%)	151.97

股价走势图



数据来源：聚源

刘小龙（分析师）
liuxiaolong@kysec.cn
证书编号：S0790526080002

周航（联系人）
zhouhang1@kysec.cn
证书编号：S0790125050020

● 磁材器件与新能源协同发展，多元业务增强经营韧性

公司已形成磁材、器件、光伏及锂电协同发展的业务格局：磁材业务提供稳定的制造基础与盈利支撑，器件业务依托材料能力向高附加值产品延伸，光伏业务以全球化布局和差异化产品构筑竞争优势，锂电业务则聚焦小圆柱电池并持续拓展储能及新兴应用。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 249.24/280.17/313.59 亿元，归母净利润分别为 18.61/23.09/27.57 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 17.5/14.1/11.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 光伏、锂电与磁材器件各具亮点，业务结构持续优化

光伏业务方面，公司拥有约 23GW 电池片及 21GW 组件产能，2026H1 收入 73.7 亿元，海外出货占比超过 70%，重点布局海外分布式市场；全黑、防眩光、温室等差异化组件具备相对溢价，有望支撑海外盈利质量。锂电业务方面，公司聚焦 18650、21700 等小圆柱电池，2026H1 实现收入 17.5 亿元，同比增长 35.9%；全极耳中试线投产，有望推动产品向高倍率、高性能方向升级。磁材器件方面，公司具备永磁、软磁、金属磁粉芯及非晶纳米晶等多材料体系，并向电感、EMC 滤波器、定子组件等下游延伸；2026H1 磁材收入 21.8 亿元，同比增长 12.4%，器件收入 8.1 亿元，同比增长 86.5%，高附加值器件成为重要增长来源。

● AI 芯片电感切入核心供电环节，TLVR 与 VPD 驱动价值量提升

GPU 及 ASIC 功耗提升，推动核心 VRM 向高相数、低 DCR、高饱和电流及小型化方向演进，芯片电感成为 AI 服务器三次电源中价值量集中的关键磁性器件。公司铜铁共烧电感可满足芯片 VRM 低压、大电流供电需求，相关产品已进入批量供货阶段。随着 TLVR 耦合电感及 VPD 垂直供电架构逐步导入，芯片电感有望由传统分立式产品向高端模组、耦合磁件及定制化方案升级，带动单卡用量及单颗价值量提升。

● 风险提示：全球产业政策风险；海外业务及汇率风险；市场拓展风险；技术升级迭代风险；原材料价格波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18,559	22,586	24,924	28,017	31,359
YOY(%)	-6.0	21.7	10.3	12.4	11.9
归母净利润(百万元)	1,827	1,851	1,861	2,309	2,757
YOY(%)	0.5	1.3	0.5	24.1	19.4
毛利率(%)	19.8	17.8	15.9	17.3	18.0
净利率(%)	9.8	8.2	7.5	8.2	8.8
ROE(%)	17.8	19.1	16.0	17.6	18.3
EPS(摊薄/元)	1.12	1.14	1.14	1.42	1.69
P/E(倍)	17.8	17.6	17.5	14.1	11.8
P/B(倍)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1、 四十余年深耕磁性材料，业务版图延伸至新能源 4
1.1、 磁材基业深厚，多元拓界完成产业升级 4
1.2、 磁材稳盘器件增量，新能源业务保持盈利韧性 4
1.3、 集团控股长期稳定，员工持股强化利益绑定 5
2、 光伏差异化产品与全球化布局，穿越行业周期 6
2.1、 光伏业务持续扩张，量增对冲价格下行 6
2.2、 印尼产能承接订单转移，双反调查扰动短期盈利 8
2.3、 差异化组件提升海外盈利质量，产品结构支撑光伏毛利 9
3、 锂电业务聚焦小动力市场，产品升级驱动成长 10
3.1、 聚焦小圆柱锂电，需求扩容与结构升级并行 10
3.2、 锂电业务量利齐升，高端化推动盈利修复 11
4、 磁材从材料优势向高端器件延伸，AI 三次电源打开增量 14
4.1、 磁性材料基础介绍 14
4.1.1、 永磁材料的主要分类及应用 15
4.1.2、 软磁材料的主要分类及应用 16
4.1.3、 高性能软磁材料需求提升，金属磁粉芯增速领先 18
4.2、 多材料体系协同发展，磁材器件延伸下游应用 20
4.3、 磁材业务量价企稳，器件业务加速放量 20
4.4、 AI 芯片电感打开增长空间 23
4.4.1、 芯片电感：AI 芯片 VRM 核心元件 23
4.4.2、 TLVR 方案：双绕组耦合电感优化瞬态响应 25
4.4.3、 VPD 架构及 TLVR 推动芯片电感单位价值量提升 26
5、 盈利预测与投资建议 27
5.1、 关键假设 27
5.2、 估值与评级 28
6、 风险提示 29
附：财务预测摘要 30

图表目录

图 1： 公司逐步形成磁材器件及新能源协同发展的业务格局 4
图 2： 公司股权结构稳定，核心员工长期利益绑定 6
图 3： 2022-2025 年公司光伏业务进入量增价跌阶段 7
图 4： 近年来公司光伏业务盈利能力保持相对稳定 7
图 5： 美国对印尼双反税率达 167.56% 8
图 6： 全黑组件在欧洲仍保持高溢价 9
图 7： 横店东磁聚焦差异化组件产品 9
图 8： 公司锂电业务聚焦小动力市场 10
图 9： 圆柱电池需求持续提升（单位：亿支） 11
图 10： 锂电业务收入增长提速，毛利率持续改善 12
图 11： 锂电池销量快速增长，单价企稳回升 12
图 12： 全极耳结构具备低内阻、低温升、高倍率等优势 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13： 新兴领域推动全极耳需求快速提升 13
图 14： 永磁及软磁主要应用场景对比 15
图 15： 金属磁粉芯市场规模增速最快（单位：亿美元） 19
图 16： 金属磁粉芯国内销售量占比持续提升（单位：万吨） 19
图 17： 公司永磁产品布局情况 20
图 18： 公司软磁产品布局情况 20
图 19： 磁材销量恢复增长，单吨价格触底企稳 21
图 20： 磁材收入稳步增长，产品结构优化支撑盈利 21
图 21： 公司器件产品种类丰富 22
图 22： 公司器件业务加速放量 23
图 23： H100 VRM 供电区展示 24
图 24： GB200 VRM 供电区展示 24
图 25： VRM 相数的指数级膨胀 25
图 26： GPU 功率持续提升 25
图 27： TLVR 由主绕组和次级绕组构成 25
图 28： 独立一体成型电感产品不存在次级绕组 25
图 29： TLVR 通过次级绕组及补偿电感构建耦合回路 26
图 30： 水平供电 LPD 与垂直供电 VPD 对比 27

表 1： 公司已形成磁材、器件、光伏及锂电协同发展的业务体系 5
表 2： 公司控股股东持股比例仍接近 50% 6
表 3： 公司已实现 23GW 电池及 21GW 组件产能 8
表 4： 当前全球全黑组件市场空间近 90GW 9
表 5： 永磁及软磁对比分析 14
表 6： 永磁材料主要种类及应用 15
表 7： 软磁材料主要种类及应用 17
表 8： AI 服务器广泛应用磁性元器件 23
表 9： 营收拆分及预测 27
表 10： 公司 2026-2028 年 PE 低于可比公司平均估值 28

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 四十余年深耕磁性材料，业务版图延伸至新能源

1.1、 磁材基业深厚，多元拓界完成产业升级

横店集团东磁股份有限公司（以下简称“横店东磁”）前身为 1980 年成立的东阳县横店磁性器材厂，早期专注于磁性材料的研发、生产与销售。经过多年技术积累与规模扩张，公司逐步在永磁铁氧体、软磁铁氧体等领域建立领先优势，并持续完善材料体系及客户结构。2006 年，公司在深圳证券交易所成功上市，借助资本市场进一步提升研发、制造及产业拓展能力，为后续业务多元化发展奠定基础。

上市后，公司围绕原有材料制造能力持续拓展业务边界。2009 年，公司成立太阳能事业部，正式进入光伏产业；2010 年进一步开展光伏产品生产与销售，此后逐步向组件环节延伸，形成电池、组件协同发展的业务布局。2016 年，公司成立新能源电池事业部切入锂电领域，重点布局 18650 等圆柱锂离子电池；2018 年，公司进一步拓展器件产品，持续向磁材下游延伸，逐步建立从磁性材料向器件拓展的纵向发展能力。

2020 年以来，公司各项业务持续深化拓展。光伏方面，公司持续扩充高效电池及组件产能，同时推进 PERC 向 N 型 TOPCon 技术迭代；2022 年，公司组件出货量首次进入 PV-Tech 统计的全球前十，行业影响力进一步提升。2023 年起，公司加快国内外光伏制造布局，宜宾、印尼等基地陆续落地，光伏业务规模及全球化程度持续提升。锂电方面，公司持续深耕小动力市场并推进产品升级，2026H1 全极耳中试线正式投产，产品及客户结构进一步优化。磁材器件方面，公司加快向新能源汽车、AI 服务器及数据中心等高成长领域延伸，软磁及电感产品持续放量，2026H1 芯片供电用铜铁共烧电感产能利用率保持高位，同时推进越南、泰国等海外磁材基地建设。

经过四十余年发展，公司已由单一磁性材料制造企业逐步形成磁材、器件、光伏及锂电多元协同的业务格局。其中，传统磁材业务构筑稳定经营基本盘，器件尤其电感打开新增量，光伏依托差异化产品及全球化布局保持盈利韧性，锂电业务进一步丰富增长来源。

图1：公司逐步形成磁材器件及新能源协同发展的业务格局



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、 磁材稳盘器件增量，新能源业务保持盈利韧性

公司当前已形成磁材、器件、光伏及锂电协同发展的业务体系。其中，磁材为传统优势业务，并持续向下游高附加值器件延伸，其中电感成为重要拓展方向。光伏经过十余年发展已成为公司收入及利润的重要来源，锂电则聚焦小动力市场形成差异化补充。2026H1，公司磁材器件实现收入 29.85 亿元，同比增长 25.93%，占主营业务收入 24.48%；其中软磁持续拓展 AI 服务器及数据中心市场，芯片供电用铜

下载日志已记录，仅供内部参考

铁共烧电感产能利用率保持高位。

磁材业务基本盘稳固，器件尤其电感打开新增量。公司以永磁铁氧体、软磁铁氧体为核心，并横向布局塑磁、金属软磁粉芯、非晶纳米晶等材料体系；同时向电感、EMC 滤波器、振动器件、电机定子等下游器件延伸，产品广泛应用于家电、汽车、光伏、消费电子、通信及数据中心等领域。通过材料体系拓展与器件化延伸，公司持续提升产品附加值及客户黏性。

光伏业务坚持电池组件协同发展，差异化与全球化特色突出。公司较早布局欧洲等海外市场，并持续拓展国内、日本、韩国、美洲及新兴市场，已建立较为完善的全球营销服务体系。在产品端，公司除标准化高效组件外，还围绕分布式及特殊应用场景推出全黑、防眩光、温室、海上等差异化产品。依托海外渠道积累、差异化产品及稳健产能布局，公司光伏业务在行业波动期展现出较强经营韧性。

锂电业务聚焦小动力赛道，形成差异化竞争。公司主要布局 18650、21700 三元圆柱电芯，产品应用于电动两轮车、电动工具、智能家居及便携式储能等领域，并逐步向户储及工商业储能拓展。相较于主流动力电池厂商，公司通过聚焦小圆柱电池市场形成差异化定位。

总体来看，公司业务组合呈现“磁材稳、器件增、光伏韧、锂电补”的特征。磁材业务贡献稳定盈利及现金流，器件尤其电感有望成为重要新增量；光伏依托差异化产品及全球化布局保持盈利韧性；锂电聚焦小动力及储能应用丰富增长来源，多业务协同有助于增强公司穿越单一产业周期的能力。

表1：公司已形成磁材、器件、光伏及锂电协同发展的业务体系

业务板块	核心产品	主要应用/市场
磁材	永磁铁氧体、软磁铁氧体、塑磁、金属软磁粉芯、非晶纳米晶	家电、汽车、新能源、AI/数据中心等
器件	电感、EMC 滤波器、振动器件、电机定子等	AI 服务器、数据中心、新能源汽车、消费电子等
光伏	高效电池、光伏组件、差异化组件	户用、工商业、集中式、海外市场
锂电	18650、21700 圆柱电芯等	电动两轮车、电动工具、智能家居、储能

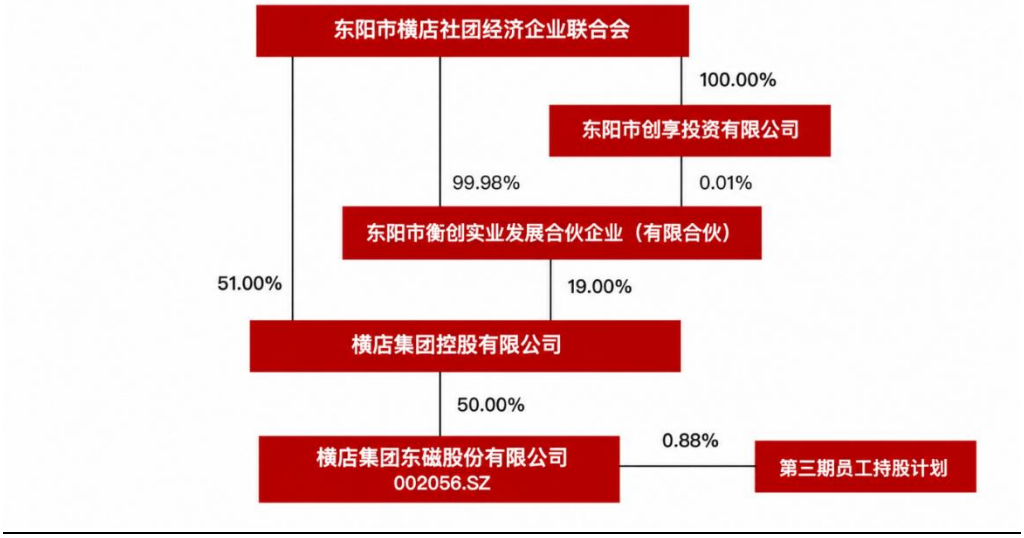
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.3、 集团控股长期稳定，员工持股强化利益绑定

公司股权结构较为集中，控股股东为横店集团控股有限公司，实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。截至 2026 年 6 月末，横店控股持有公司 50.00%股权，公司控制权保持稳定。稳定的股东结构有利于公司保持长期战略连续性，并为磁材、新能源等业务持续研发投入及产业扩张提供治理基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：公司股权结构稳定，核心员工长期利益绑定



资料来源：Wind、开源证券研究所

与此同时，公司通过员工持股计划强化核心人员与上市公司长期利益绑定。2015年以来，公司先后实施多期员工持股计划；截至2026年6月末，第三期员工持股计划持股比例为0.88%，员工人数92人，有助于完善长期激励约束机制、稳定核心人才队伍。整体来看，稳定的控股架构与市场化激励机制相结合，为公司长期战略落地及多业务协同发展提供保障。

表2：公司控股股东持股比例仍接近50%

时间	方式	变动数量	占当时总股本比例	变动后持股比例
2008/1/14-2/21	集中竞价	195.00万股	0.94%	56.00%
2014/12/11	集中竞价	105.00万股	0.26%	55.74%
2015/6/12	协议转让至博驰投资（员工持股平台）	2,300.00万股	5.60%	50.15%
2026/1/30-2/9	集中竞价	964.40万股	0.59%	49.99%

资料来源：Wind、开源证券研究所

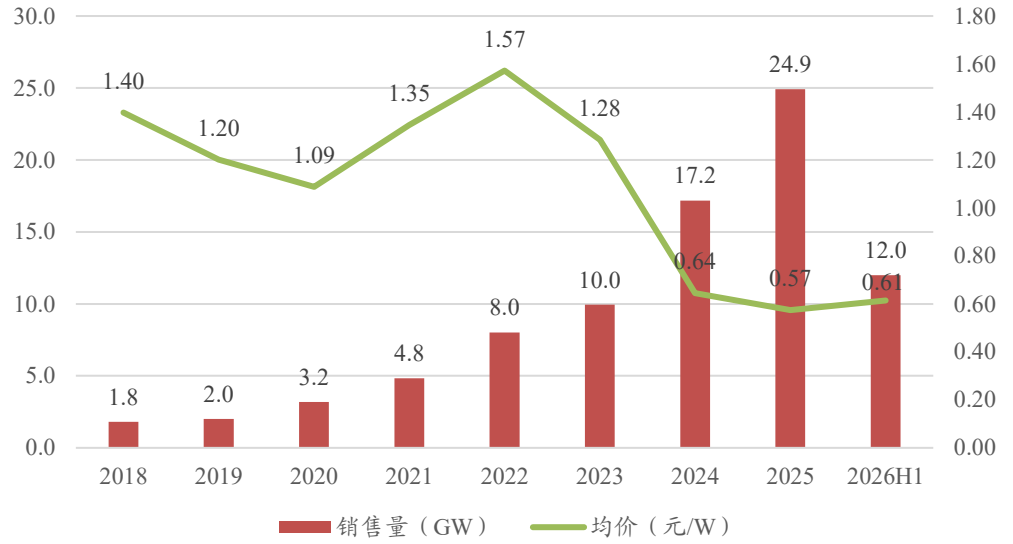
2、 光伏差异化产品与全球化布局，穿越行业周期

2.1、 光伏业务持续扩张，量增对冲价格下行

2018—2025年，公司光伏产品出货量由1.8GW提升至24.9GW，年复合增速约46%，收入规模随出货扩张持续提升。2022年以来，行业供给过剩与竞争加剧推动组件价格快速下行，公司光伏产品平均售价由2022年的1.57元/W降至2025年的0.57元/W，降幅64%；但同期出货量由8.0GW增至24.9GW，规模增长对冲了单位价格下滑，光伏业务呈现典型的“量增价跌”特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2022-2025 年公司光伏业务进入量增价跌阶段

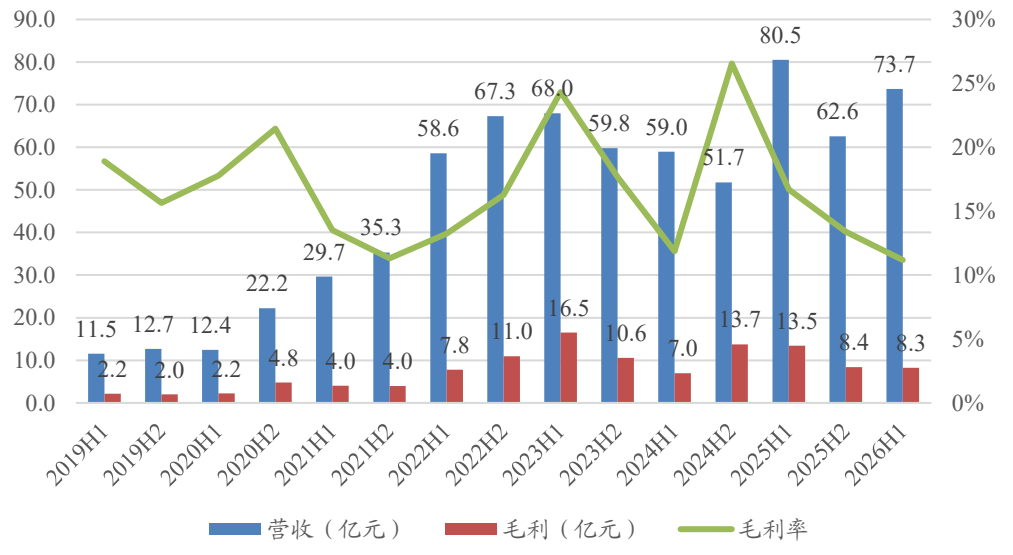


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在价格下行周期中仍保持相对稳定的盈利能力，核心在于海外渠道、产能全球化及产品差异化布局。一方面，公司依托海外市场与海外产能，持续提高高质量市场及差异化组件产品的出货占比；另一方面，电池—组件一体化、非硅成本控制及产品结构优化共同压降单位成本。尽管产品价格中枢持续下移，光伏业务毛利由 2022 年的 18.8 亿元提升至 2025 年的 21.9 亿元，体现出较强的成本控制能力和规模经营韧性。

阶段性看，海外产能释放曾为利润增长提供增量。2024H2 印尼基地投产后，海外产能利用率提升，带动收入与毛利改善；但 2025H2 以来，美国对东南亚光伏产品贸易调查扰动加大，公司调整印尼基地出货区域，海外高盈利市场出货承压。2026H1 光伏业务收入为 73.7 亿元，较 2025H1 的 80.5 亿元回落；毛利由 13.5 亿元降至 8.3 亿元，毛利率由 16.8%降至 11.3%。

图4：近年来公司光伏业务盈利能力保持相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

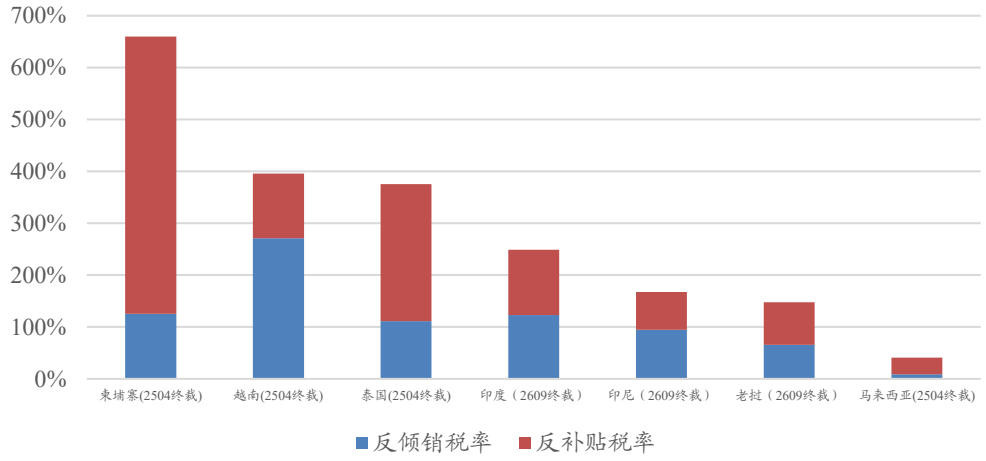
下载日志已记录，仅供内部参考

2.2、 印尼产能承接订单转移，双反调查扰动短期盈利

2024 年 5 月，美国商务部对越南、马来西亚、泰国和柬埔寨光伏产品发起反倾销、反补贴调查，东南亚既有供应链的贸易风险上升，美国订单开始向其他海外生产基地转移。公司印尼基地于 2024 年三季度投产 3GW 电池片产能，凭借相对较低的贸易壁垒与本地化制造优势，成为承接订单转移的重要平台。印尼产能投放不仅补充了公司海外供给，也强化了电池—组件一体化交付能力，使公司在订单转移阶段获得较高的产品溢价和单位盈利。

但印尼的贸易优势在 2025 年下半年受到明显冲击。2025 年 8 月起，美国商务部对印尼、印度、老挝光伏产品启动双反调查，公司随后主动调整印尼基地的出口区域，此前由订单转移带来的价格溢价和超额利润快速收窄。2026 年 9 月，美国商务部针对“新三国”的双反调查终裁落地，印尼光伏产品面临的双反税率合计达 167.56%。

图5：美国对印尼双反税率达 167.56%



数据来源：美国商务部、开源证券研究所

目前公司电池片产能约 23GW，其中横店基地 5GW、宜宾基地合计 15GW、印尼基地 3GW；组件产能约 21GW。2026 年上半年公司海外出货占比已超过 70%，在美国市场受限后，欧洲分布式渠道、差异化产品以及海外市场多元化布局，仍为公司光伏业务提供重要支撑。

表3：公司已实现 23GW 电池及 21GW 组件产能

环节	基地	投产时间	产能（MW）
电池	横店基地	2021Q3	5,000
	宜宾一期基地	2023Q2	6,500
	宜宾二期基地	2025Q1	8,500
	印度尼西亚基地	2024Q3	3,000
	合计		**23,000**
组件	横店基地	2019Q1	1,500
	泗洪基地	2021Q3	5,500
	连云港基地	2023Q3	12,000
	印度尼西亚基地	2024Q4	2,000
	合计		**21,000**

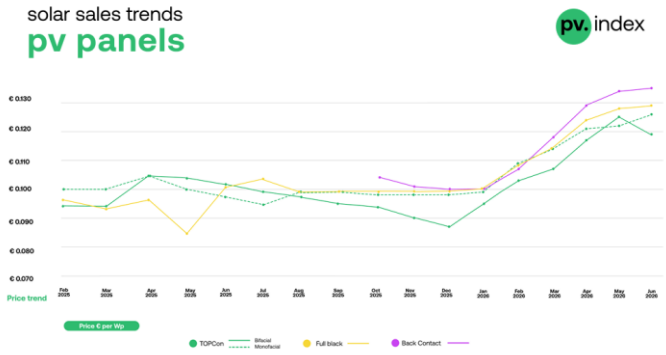
资料来源：infolink、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3、 差异化组件提升海外盈利质量，产品结构支撑光伏毛利

公司主动避开集中式市场的同质化价格竞争，围绕全黑、温室系统、低碳、防眩光、轻质及易安装等场景开发差异化组件，重点服务欧洲分布式及工商业市场。全黑 TOPCon 组件兼具高转换效率与外观属性，更契合户用及高端分布式项目的产品需求。根据 sun.store 数据，2026 年 6 月欧洲全黑组件报价为 0.129 欧元/W，较单面 TOPCon 的 0.126 欧元/W 高 0.003 欧元/W，较双面 TOPCon 的 0.119 欧元/W 高 0.010 欧元/W；虽然仍低于 BC 组件的 0.135 欧元/W，但已体现出全黑产品相对常规 TOPCon 的价格溢价。

图6：全黑组件在欧洲仍保持高溢价



资料来源：sun.store

图7：横店东磁聚焦差异化组件产品



资料来源：公司公告

公司光伏制造环节集中于电池片和组件，硅片全部外采，资产结构相对轻，有助于减少上游硅片制造环节的固定资产投入和折旧负担；但外采模式并不消除硅片价格波动风险，盈利能力仍取决于采购成本、组件售价及产品结构的匹配。按 210R 硅片外采价格 0.95 元/片测算，公司组件制造成本约 0.66 元/W；若欧洲 TOPCon 组件 FOB 均价维持 0.11 美元/W，对应海外订单单 W 毛利约 9 分。按 21GW 组件产能、80%海外出货比例测算，海外组件销售有望贡献超过 15 亿元毛利，电池片及国内组件业务则主要提供小幅正毛利补充。

全黑组件是公司提升海外盈利质量的另一增量来源。2025 年全球除中美以外分布式光伏新增装机约 90GW，若全黑 TOPCon 渗透率达到 20%，对应市场空间约 18GW；按公司 15%的份额测算，对应潜在出货量约 2.5—3GW。考虑全黑 TOPCon 较常规 TOPCon 单 W 溢价约 2—3 分，预计可额外贡献约 0.5—1 亿元毛利。综合海外常规组件与全黑差异化产品，公司光伏业务稳态毛利有望超过 16 亿元。

表4：当前全球全黑组件市场空间近 90GW

区域	DC 侧总装机容量 GW	分布式占比%	分布式装机容量 GW
中国	382.0	48%	183.4
印度	45.7	22%	10.1
美国	43.2	20%	8.6
德国	17.4	50%	8.7
巴西	14.5	76%	11.0
西班牙	11.3	11%	1.2
沙特	7.9	3%	0.2

下载日志已记录，仅供内部参考

区域	DC 侧总装机容量 GW	分布式占比%	分布式装机容量 GW
法国	6.9	74%	5.1
意大利	6.4	53%	3.4
日本	5.8	62%	3.6
澳大利亚	4.8	58%	2.8
其他	118.1	46%	53.9
全球装机合计	664.0	44%	292.0
除中美印市场装机	193.1	47%	89.9

资料来源：Solarpower Europe、开源证券研究所

3、 锂电业务聚焦小动力市场，产品升级驱动成长

3.1、 聚焦小圆柱锂电，需求扩容与结构升级并行

公司自 2016 年进入锂电池业务，定位于“聚焦小动力、延伸发展储能”，现有锂电池产能 8.5GWh，小圆柱电池出货量位居全国前三。公司圆柱锂电池覆盖 18650、21700 等 18/21 系小圆柱，广泛应用于电动二轮车、智能家电、电动工具、便携式储能等领域，并积极开拓无人机等新兴领域；同时，公司延伸布局了户储产品，并积极开拓工商业储能等市场。相较于方形和软包电池，圆柱电池具备标准化程度高、制造工艺成熟、产品型号丰富等特点，更适配小动力及分布式应用场景的多规格需求。

图8：公司锂电业务聚焦小动力市场

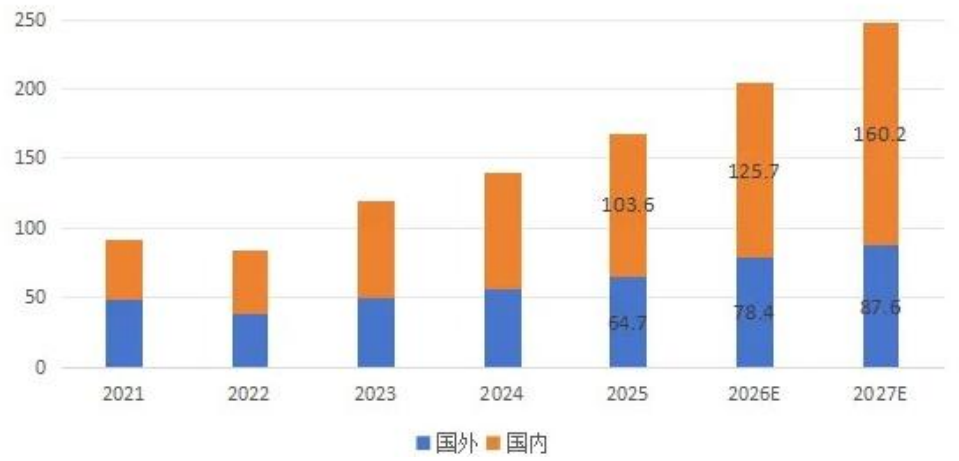


资料来源：公司公告

行业需求仍处于扩张阶段。根据 SPIR 数据，2025 年全球及中国圆柱电池出货量分别为 168.3 亿支和 103.6 亿支，同比增长 15.1%和 25.3%；其中 18/21 系小圆柱出货 141.8 亿支，仍是市场主体。30 系以上大圆柱出货量为 26.5 亿支，同比增长 45.2%，增速显著高于行业整体，反映出新能源车、高功率工具及储能等应用对高容量、高倍率产品的需求加快释放。根据 SPIR 预测，2026—2027 年全球圆柱电池出货量有望进一步增至 204.1 亿支和 247.8 亿支，行业需求保持 20%以上增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

图9：圆柱电池需求持续提升（单位：亿支）



资料来源：SPIR

需求结构上，传统电动工具、智能家居、两轮车和无人机等领域为小圆柱提供稳定基本盘，AI 硬件、AR/VR、服务器 BBU 及机器人等新应用则有望打开增量空间。技术层面，全极耳工艺向 18650、21700 等小圆柱产品渗透，有助于改善内阻、倍率与快充表现，推动产品向高性能、高附加值方向升级；30 系以上大圆柱的快速放量，也将带动圆柱电池产业的产品结构持续优化。

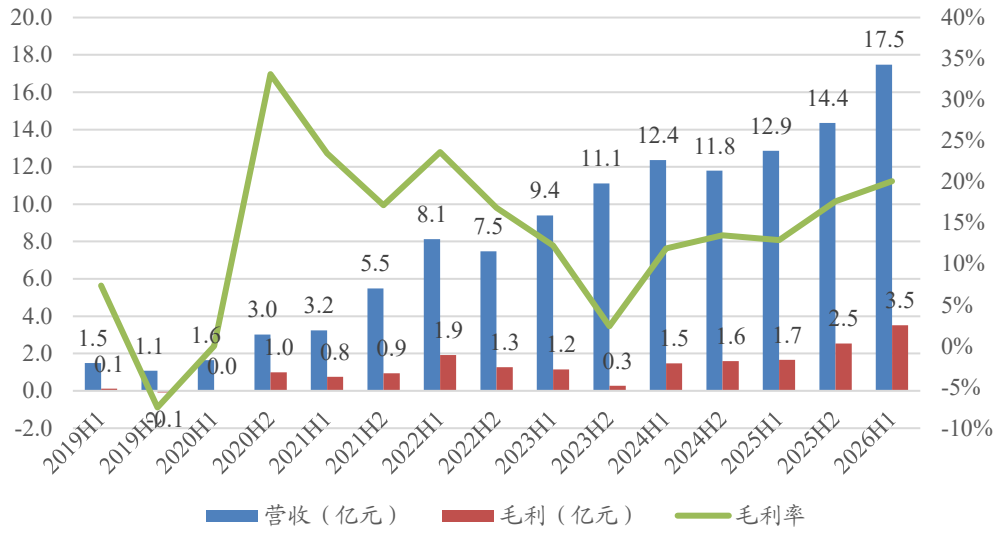
3.2、 锂电业务量利齐升，高端化推动盈利修复

公司锂电业务收入自 2021 年起进入持续增长阶段。2021H1 收入为 3.2 亿元，2022H1 增至 8.1 亿元，2023H1 进一步增至 9.4 亿元；2024H1、2025H1 和 2026H1 收入分别为 12.4 亿元、12.9 亿元和 17.5 亿元。2026H1 收入同比增长约 36%，高于此前同期增速，主要反映出出货规模继续提升及产品价格企稳。

盈利端改善更为明显。2025H1 锂电业务毛利为 1.7 亿元，对应毛利率约 13%；2026H1 毛利提升至 3.5 亿元，同比增长超过 100%，毛利率提升至约 20%。2025H2 收入为 14.4 亿元、毛利为 2.5 亿元，较 2024H2 的 11.8 亿元收入和 1.6 亿元毛利同步增长。收入增长、产能利用率提升及产品结构优化共同带动毛利率由 2023H2 低位逐步修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图10：锂电业务收入增长提速，毛利率持续改善

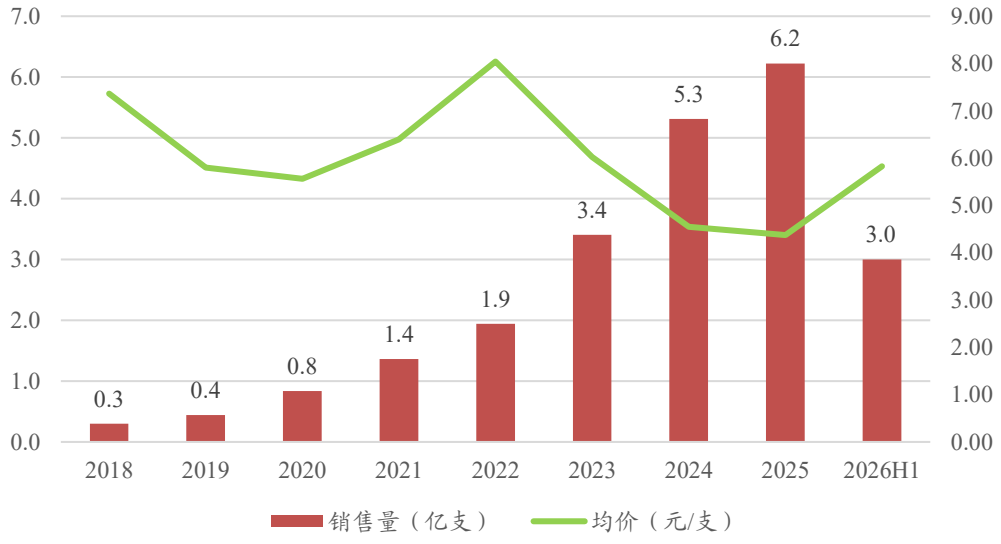


数据来源：Wind、开源证券研究所

2018—2025 年，公司锂电池销量由 0.3 亿支提升至 6.2 亿支，年均复合增速约 54%，圆柱锂电业务出货规模持续扩大。分阶段看，2018—2022 年销量由 0.3 亿支增至 1.9 亿支，业务仍处于产能爬坡和客户拓展阶段；2023 年销量提升至 3.4 亿支，2024 年进一步增至 5.3 亿支，2025 年达到 6.2 亿支，同比增长 17%。2026H1 销量为 3.0 亿支，延续较高出货水平。

产品均价在行业调整中呈现先波动、后企稳的特征。2022 年以前，公司圆柱电池销售均价处于相对较高水平；2023 年以来，伴随行业供给增加及下游客户价格调整，均价逐步回落。2024—2025 年，公司销售均价稳定在约 4—5 元/支区间，2026H1 较 2025 年有所回升。销量快速增长叠加均价趋稳，使锂电业务收入保持较快扩张。

图11：锂电池销量快速增长，单价企稳回升



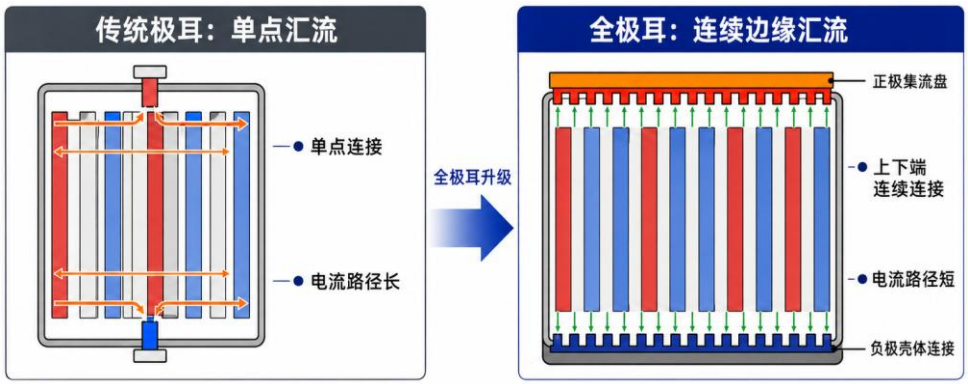
数据来源：公司公告、开源证券研究所

传统圆柱电芯的极耳集中于局部区域，电流需沿集流体经历较长的横向传导路径；全极耳通过将正、负极集流体的未涂覆边缘展开并连续汇接，实现多点、短路

下载日志已记录，仅供内部参考

径集流，可有效降低内阻及大倍率充放电过程中的温升。相较传统极耳结构，全极耳有望改善功率输出、快充、循环稳定性及安全表现，是圆柱电池由标准化制造向高性能化、差异化升级的重要技术路径。

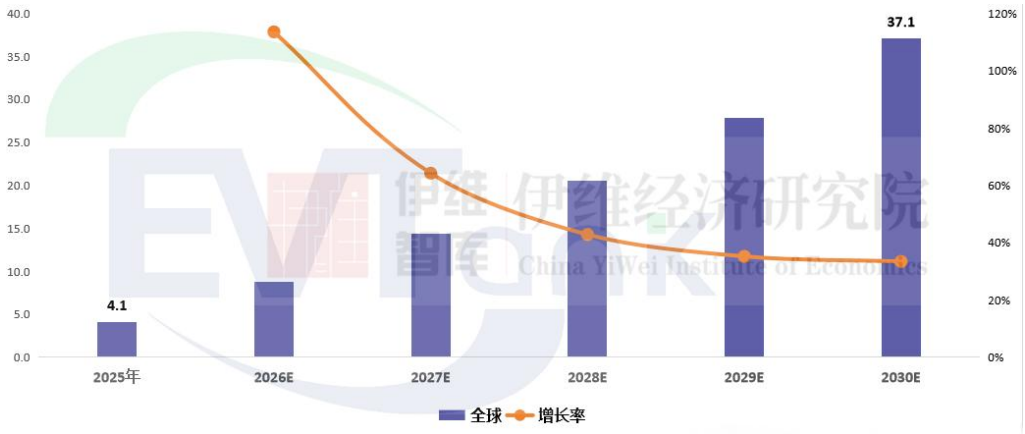
图12：全极耳结构具备低内阻、低温升、高倍率等优势



资料来源：开源证券研究所

全极耳技术此前主要应用于 46 系等大圆柱电池，以应对大尺寸电芯在内阻、散热和快充方面的挑战；随着高倍率、高容量需求持续提升，相关工艺正加速向 18650、21700 等小圆柱产品渗透。应用端，电动工具、电动两轮车及电动汽车为当前主要市场，eVTOL、人形机器人和数据中心 BBU 等新兴场景正在加快导入。根据 EVTank 预测，2030 年全球全极耳圆柱电池出货量有望超过 37 亿颗，2025-2030 年复合增速约 55.4%。

图13：新兴领域推动全极耳需求快速提升



资料来源：EVTank

横店东磁 2025 年年报披露，21700-40PT、21700-50PT 全极耳电池项目持续推进，开发目标为降低内阻、提升倍率性能，并满足高容量、高功率应用需求；2026H1，公司全极耳中试线正式投产，标志着研发工作由产品设计及实验室验证迈入工程化验证阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

4、 磁材从材料优势向高端器件延伸，AI 三次电源打开增量

4.1、 磁性材料基础介绍

磁性材料可按磁滞特性划分为永磁材料和软磁材料。永磁材料以高剩磁、高内禀矫顽力为核心特征，工作时提供无需持续励磁电流的气隙磁场；软磁材料则以高磁导率、低矫顽力和低磁芯损耗为核心特征，用于构建低磁阻磁路并降低交变磁化损耗。两者分别对应“磁场源”和“磁路载体”，材料性能指标、器件设计逻辑及下游应用存在明显差异。

表5：永磁及软磁对比分析

维度	永磁材料	软磁材料
核心作用	无需持续通电即可提供稳定磁场	快速建立、传递和调节随电流变化的磁场
关键磁性	高剩磁、高矫顽力，抗退磁能力强	高磁导率、低矫顽力，易磁化、易退磁
磁滞回线	回线较宽，磁化状态能够长期保持	回线较窄，磁化和退磁损耗较低
在电气系统中的作用	提供基础磁场，将电能与机械能进行转换	构建低磁阻磁路，集中磁通并实现能量传递、储存和滤波
与电磁感应的关系	永磁体运动导致线圈磁通变化，从而产生感应电压	通过集中和传递交变磁通，提高线圈之间的磁耦合和能量转换效率
典型材料	钕铁硼、钐钴、铁氧体永磁、铝镍钴	硅钢、软磁铁氧体、非晶/纳米晶合金、软磁复合材料

资料来源：开源证券研究所

永磁材料主要决定电机和发电机的励磁方式。在永磁同步电机中，转子永磁体提供恒定磁链，定子电流产生旋转磁场，二者耦合形成电磁转矩；在永磁发电机中，转子磁场切割定子绕组并产生感应电动势。钕铁硼主要用于新能源汽车驱动电机、工业伺服电机和风电直驱机组，铁氧体永磁则广泛用于消费电子、家电电机、扬声器及微型执行器。永磁材料的价值主要取决于磁能积、耐温性、抗退磁能力及单位体积输出能力。

软磁材料主要决定电能变换环节的功率密度、转换效率和电磁兼容性能。在变压器中，软磁磁芯提高一次、二次绕组之间的磁通耦合效率；在功率电感中，磁芯与气隙共同决定电感量、饱和电流及储能能力；在共模电感、扼流圈和 EMI 滤波器中，磁芯用于抑制高频噪声和共模干扰。硅钢主要应用于工频电机及变压器，铁氧体适用于高频变压器和 EMI 器件，金属软磁粉芯、非晶及纳米晶材料则更多用于高频、大电流和高功率密度场景。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14：永磁及软磁主要应用场景对比



资料来源：开源证券研究所

4.1.1、永磁材料的主要分类及应用

永磁材料可分为金属永磁材料、铁氧体永磁材料及稀土永磁材料三大类。

金属永磁材料包括铝镍钴合金、铁铬钴合金、锰铋合金及铁铂合金等。铝镍钴和铁铬钴具有较好的温度稳定性及机械加工性能，适用于仪器仪表、磁电机、传感器及形状复杂的精密磁性元件。

铁氧体永磁材料以 Fe_2O_3与 Ba、Sr 等氧化物为主要原料，主要包括钡铁氧体和锶铁氧体。该类材料具有原料资源丰富、成本较低、耐氧化、耐腐蚀及适合大批量生产等优点，但最大磁能积和饱和磁化强度相对较低，且材料硬脆、机械加工性能较弱，主要应用于扬声器、家电电机、汽车电机、风扇、仪器仪表及磁选设备等领域。

稀土永磁材料包括钐钴、钕铁硼、纳米双相复合永磁材料及 RE-Fe-N 系永磁材料等。钐钴永磁材料具有较高的居里温度、优良的温度稳定性和耐腐蚀性，主要应用于航空航天、军工及高温电机；钕铁硼永磁材料具有高磁能积和轻量化优势，广泛应用于新能源汽车、风力发电、节能电机、机器人及消费电子；纳米双相复合和 RE-Fe-N 系材料则主要面向高性能磁体、特种电机及新型磁性器件等前沿应用。

表6：永磁材料主要种类及应用

一级分类	主要特点	二级分类	主要优点	主要局限	典型应用
金属永磁材料	以铁、镍、钴、铝、铬、锰、铋等金属元素组成，具有较好的机械强度和加工性能。	铝镍钴永磁合金（Al-Ni-Co）	剩磁较高，温度稳定性好，耐高温、耐潮湿和抗氧化性能较强。	矫顽力较低，抗退磁能力较弱，钴含量较高，成本相对较高。	仪器仪表、磁电机、电声器件、传感器、磁电开关。
	以 Fe-Cr-Co 合金为基础，通过合金成分和热处理工艺获得永磁性能。	铁铬钴永磁合金（Fe-Cr-Co）	磁性能接近铝镍钴，加工性能优良，可进行车削、铣削、冲压、拉伸和拉丝加工。	矫顽力和最大磁能积低于高性能稀土永磁，市场规模相对较小。	形状复杂、尺寸较小或厚度较薄的精密磁性元件。
	由 MnBi 金属间化合物形	锰铋永磁合金（Mn-Bi）	不依赖稀土资源，具	磁性能随温度变化较	特种磁性器件、低温

下载日志已记录，仅供内部参考

	成，属于无稀土金属永磁体系。		有较好的温度特性，低温条件下磁性能较好。	大，制备工艺复杂，尚未实现大规模产业化。	磁体、高温或特殊环境磁性器件。
	Fe-Pt 具有较高磁晶各向异性，通常以薄膜、纳米颗粒或纳米复合结构形式应用。	铁铂永磁材料（Fe-Pt）	矫顽力高，耐腐蚀性和热稳定性较好，适合微型化和高密度磁记录。	Pt 为贵金属，材料成本高，制备工艺复杂，规模化应用受限。	高密度磁记录、微机电系统、微型磁性器件。
铁氧体永磁材料	以 Fe_2O_3 与 Ba、Sr 等氧化物为主要原料，采用陶瓷工艺制备，资源丰富、成本较低。	钡铁氧体（$BaO·6Fe_2O_3$）	电阻率高，耐腐蚀、耐氧化，原料成本低，适合大批量生产。	饱和磁化强度和最大磁能积较低，材料硬脆，加工性能较差。	扬声器、玩具、门吸、仪器仪表、磁选设备。
	以锶铁氧体为主要磁相，通过取向成型和烧结工艺提高磁性能。	锶铁氧体（$SrO·6Fe_2O_3$）	磁性能优于钡铁氧体，矫顽力较高，耐腐蚀、耐氧化，综合性价比较好。	最大磁能积仍低于稀土永磁，材料脆性较大，难以进行复杂机械加工。	汽车电机、家电电机、直流电机、风扇、扬声器。
稀土永磁材料	由稀土元素与铁、钴等铁族元素形成金属间化合物，具有高矫顽力、高磁能积或优良温度稳定性。	钐钴永磁材料（Sm-Co、Sm_2Co_{17}）	居里温度高，温度稳定性和耐腐蚀性优良，适用于高温环境。	稀土和钴资源成本较高，材料较脆，加工难度较大。	航空航天、军工、高温电机、传感器、仪器仪表、通信设备。
	以 $Nd_2Fe_{14}B$ 为主要磁相，是目前产业化程度最高、应用范围最广的高性能永磁体系之一。	钕铁硼永磁材料（Nd-Fe-B）	最大磁能积高，体积小、重量轻，适合高功率密度和小型化设备。	温度稳定性和耐腐蚀性相对不足，部分高性能牌号需要添加重稀土或进行表面防护。	新能源汽车驱动电机、风力发电、节能电机、机器人、消费电子、节能电梯。
	由硬磁相和软磁相在纳米尺度复合形成，利用交换耦合作用改善磁性能。	纳米双相复合永磁材料	理论上可兼具软磁相的高饱和磁化强度和硬磁相的高矫顽力，有望提高综合磁能积。	对晶粒尺寸、相比例和界面结构要求高，制备工艺复杂，产业化程度仍然有限。	高性能电机、微型磁性器件、特种永磁材料。
	以稀土、铁和氮元素形成的氮化物为主要磁性相，属于稀土系新型永磁材料。	RE-Fe-N 系永磁材料（以 Sm-Fe-N 为代表）	磁性能较高，部分性能具备与钕铁硼竞争的潜力，可减少对部分重稀土资源的依赖。	居里温度、抗腐蚀性和制备稳定性仍需改善，批量化制备难度较高。	高性能磁粉、粘结磁体、特种电机和高性能磁性器件。

资料来源：《磁学基础与磁性材料》、开源证券研究所

4.1.2、 软磁材料的主要分类及应用

软磁材料可分为金属软磁材料、非晶及纳米晶软磁材料、软磁铁氧体、软磁复合材料及薄膜软磁材料五大类。各体系在磁导率、饱和磁感应强度、电阻率及高频损耗等方面存在差异，对应电力传输、电机驱动、消费电子、汽车电子、通信及数据中心电源等不同应用场景。

金属软磁材料包括电工纯铁、硅钢、坡莫合金、铁硅铝合金及铁钴合金等。Fe-Si、Fe-Si-Al、Fe-Ni 及 Fe-Ni-Mo 等合金经制粉后，可制成金属磁粉芯。

软磁复合材料以绝缘包覆的金属软磁粉末为基础，经压制成型和热处理制备而成，兼具较好的直流偏置能力、储能能力及高频损耗表现，是功率电感、PFC 电感、

下载日志已记录，仅供内部参考

储能电感、PCS 电感、车载 OBC/DC-DC 和服务器电源电感的重要材料。

软磁铁氧体具备高电阻率和较低涡流损耗，适用于中高频变压器、电感及 EMI 滤波器，其中 Mn-Zn 铁氧体侧重功率变换，Ni-Zn 及 Mg-Zn 铁氧体更多用于高频通信、天线和电磁兼容场景。

非晶及纳米晶材料则凭借低损耗、高磁导率等优势，主要面向高效配电变压器、高频电力电子及储能电抗器。

表7：软磁材料主要种类及应用

一级分类	主要特点	二级分类	主要优点	主要局限	典型应用
软磁铁氧体	以铁氧化物与锰、镍、锌等元素构成的陶瓷软磁材料，电阻率高、涡流损耗低，适合高频电感、变压器、EMI 滤波及通信器件。	锰锌铁氧体（Mn-Zn）	磁导率较高、成本低，是产量最大的软磁铁氧体体系	电阻率低于 Ni-Zn 体系，高频性能相对受限	变压器、滤波器、功率电感、通信电源
		镍锌铁氧体（Ni-Zn）	电阻率高，适合更高频率应用	饱和磁感应强度和居里温度低于 Mn-Zn；含镍导致成本较高	EMI 磁珠、天线、高频滤波器、通信器件
		镁锌铁氧体（Mg-Zn）及平面六角晶系铁氧体	可覆盖更高频率及特定微波应用	磁导率及工艺适配性通常弱于主流 Mn-Zn 体系	天线、微波器件、通信器件
金属软磁材料	以铁、镍、钴等金属及其合金为基础，通常具有较高饱和磁感应强度，主要用于电机、变压器和电磁装置等大功率磁路。	电工纯铁	饱和磁感应强度高、磁导率较高、成本低	电阻率低，交流工况涡流损耗较大；磁性能易受杂质和时效影响	电磁铁、继电器、直流电机磁极、仪表磁路、扬声器磁路
		硅钢/铁硅（Fe-Si）	添加硅后电阻率提升、涡流损耗降低；兼顾磁导率、饱和磁感应强度与成本	硅含量提高会降低延展性，且高硅钢加工难度上升	硅钢带材：电力变压器、配电变压器、电机定转子、发电机； 铁硅：经制粉、绝缘包覆、压制及热处理后形成铁硅磁粉芯
		坡莫合金（Fe-Ni）	磁导率高、矫顽力低，适合弱磁场和高灵敏度场景	含镍量高、成本高；饱和磁感应强度通常低于硅钢及 Fe-Co 合金	磁屏蔽、精密互感器、传感器、信号变压器、仪器仪表； 适配的 Fe-Ni 合金粉末可用于高磁通磁粉芯
		铁硅铝合金（Fe-Si-Al）	磁导率和饱和磁感应强度较高，无需高温磁场热处理	铸态硬脆，加工性能较弱	主要经制粉后制成铁硅铝磁粉芯
		铁钴合金（Fe-Co）	饱和磁感应强度高，适合高功率密度、小型化磁路	成本高；电阻率低，不适合高频工况	航空航天电机、特种电机、高功率电磁设备
		耐蚀软磁合金	兼具软磁性能和耐腐蚀性能	磁性能通常弱于常规软磁合金，成本较高	潮湿、腐蚀及振动环境下的传感器、电磁元件
非晶及纳米晶软磁材料	通过快速凝固或热处理形成非晶/纳米级组织，相较传统晶态合金具有更低损耗，重点应用于高效变压	Fe 基、Co 基非晶合金	无晶界、涡流损耗低；Fe 基材料适合低损耗配电变压器	主要以薄带形态应用，成形及热处理工艺要求较高	配电变压器、电抗器、互感器、共模电感
		Fe 基纳米晶合金	高磁导率、低矫顽	成分设计和退火晶化工	高功率电力电子、储能电

下载日志已记录，仅供内部参考

	器、高频电源和电力电子。		力、低损耗，综合性能优于传统非晶合金	艺复杂，成本相对较高	抗器、高频变压器、EMI 滤波器
软磁复合材料	由绝缘包覆的金属软磁粉末压制而成，内部天然形成分布式气隙，具备较好的直流偏置和储能能力，主要用于功率电感、PFC 电感、PCS 及服务器电源。	铁粉芯	分布式气隙、直流偏置能力较好、成本低	高频损耗和磁芯损耗通常高于高端粉芯及铁氧体	PFC 电感、储能电感、扼流圈
		铁硅粉芯（Fe-Si）	饱和磁感应强度较高，成本与直流偏置能力较均衡	高频损耗通常高于 Fe-Si-Al 及高端 Fe-Ni 粉芯	PFC 电感、储能电感、逆变器电感
		铁硅铝磁粉芯（Fe-Si-Al，Sendust）	损耗较低、直流偏置性能较好、成本适中	磁导率相对有限，极高频工况下损耗表现弱于部分高端材料	光伏/储能逆变器、车载 OBC、DC-DC、服务器电源电感
		高磁通磁粉芯（Fe-Ni，HighFlux）	饱和磁感应强度高、直流偏置能力强，适合高电流和高功率密度工况	含镍，成本较高	大电流储能电感、PFC 电感、服务器及工业电源
		铁镍钼磁粉芯（Fe-Ni-Mo，MPP）	损耗低、温度稳定性好、磁导率较高	镍、钼含量高，成本最高	高频变压器、滤波器、精密电感、通信电源
		非晶/纳米晶磁粉芯	兼具低损耗和较高直流偏置能力，适合高功率密度电感	工艺复杂、成本较高，产业化规模相对有限	高端服务器电源、储能变流器、车载电源
薄膜软磁材料	通过沉积工艺制成微米或纳米级薄层，可与芯片或封装集成，适用于芯片电感、集成电源、磁传感器等小型化、高频场景。	NiFe 及 Fe 基软磁薄膜	薄型化、可集成化，适合高频和小型化器件	制备工艺复杂，对薄膜应力、一致性及封装要求高	芯片电感、集成电源、磁传感器、磁头、射频器件

资料来源：《磁学基础与磁性材料》、开源证券研究所

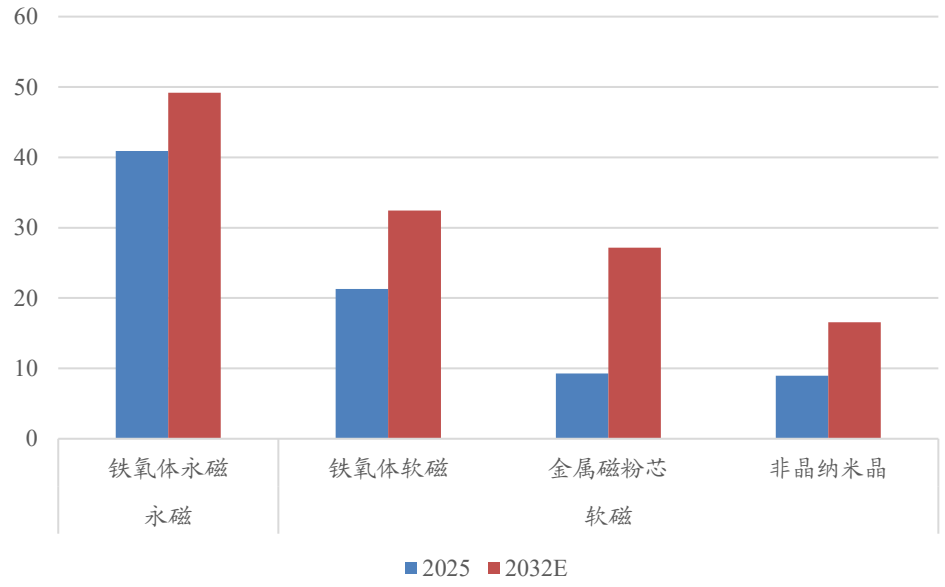
4.1.3、 高性能软磁材料需求提升，金属磁粉芯增速领先

磁性材料是电机、变压器、电感、滤波器及各类电力电子器件的基础材料，下游需求覆盖新能源汽车、光伏储能、AIDC、消费电子和工业自动化等领域。按产品划分，永磁材料主要包括铁氧体永磁；软磁材料则包括软磁铁氧体、金属磁粉芯以及非晶、纳米晶等。随着下游应用由传统低频、低功率场景向高频、高功率和高功率密度场景升级，软磁材料的性能要求由基础导磁逐步延伸至低损耗、高饱和磁感应强度、耐直流偏置及高频稳定性。

从全球市场规模看，软磁细分材料增速明显快于传统铁氧体永磁。根据 QYResearch 预测，2025—2032 年铁氧体永磁市场规模或由 40.91 亿美元增至 49.17 亿美元，对应 CAGR 约 2.66%；软磁铁氧体或由 21.27 亿美元增至 32.43 亿美元，对应 CAGR 约 6.21%；非晶、纳米晶材料或由 8.97 亿美元增至 16.57 亿美元，对应 CAGR 约 9.17%；金属磁粉芯市场规模或由 9.28 亿美元增至 27.16 亿美元，CAGR 达 16.58%，为主要磁性材料细分中增速最快的品类。

下载日志已记录，仅供内部参考

图15：金属磁粉芯市场规模增速最快（单位：亿美元）

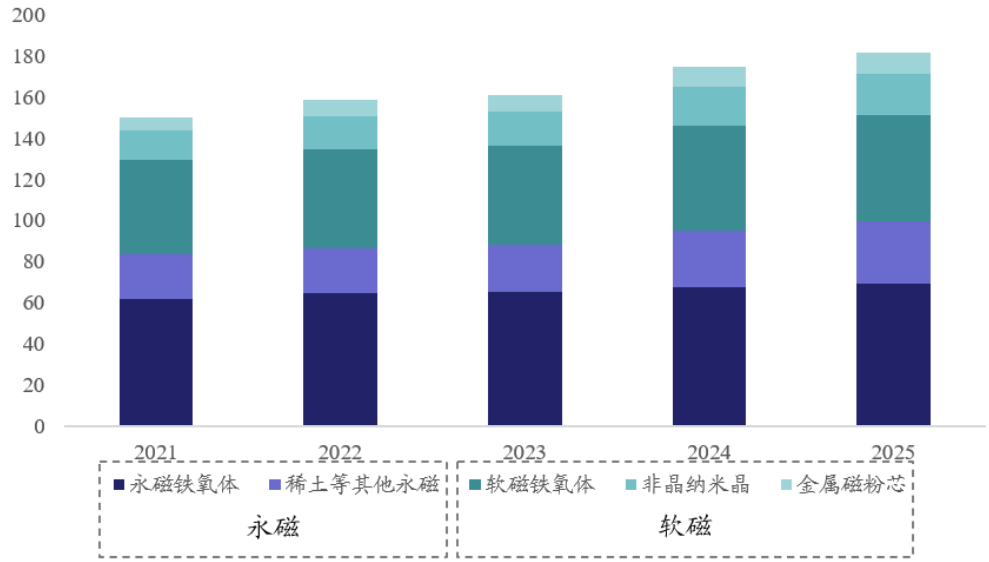


数据来源：公司公告、QYResearch、开源证券研究所

金属磁粉芯兼具较高饱和磁感应强度、较好的直流偏置特性和可调磁导率，适合用于高电流、高功率密度的功率电感场景。在新能源汽车中，金属磁粉芯可应用于 OBC、DC/DC、车载充电及电驱系统；在光伏储能中，主要用于逆变器、PCS 及储能变流设备；在 AIDC 和服务器电源中，则对应高频、大电流的 VRM 及功率电感需求。非晶、纳米晶材料则凭借低损耗和高磁导率，主要应用于高频变压器、共模电感、EMI 滤波器及高效电力电子设备。

国内磁性材料销售量保持稳定增长，行业总销量由 2021 年的 150.15 万吨增至 2025 年的 181.61 万吨，期间 CAGR 约 4.9%。从结构看，永磁铁氧体仍构成国内磁材销量的主要部分；软磁铁氧体、非晶纳米晶和金属磁粉芯的占比随高频电源、新能源汽车及光伏储能需求扩张而提升。

图16：金属磁粉芯国内销售量占比持续提升（单位：万吨）



数据来源：磁性材料与器件分会、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2、 多材料体系协同发展，磁材器件延伸下游应用

横店东磁以“横向布局多材料体系、纵向延伸发展器件”为发展路径，形成永磁材料、软磁材料与磁性器件协同布局。截至目前，公司具备年产约 30 万吨磁性材料及多品类器件的规模化制造能力，其中永磁材料约 25 万吨、软磁材料约 5 万吨。业务链条由磁性材料配方、粉体及烧结工艺延伸至磁芯、定子组件、一体式电感及各类磁性器件，可向客户提供材料选型、器件设计和规模制造的一站式解决方案。

永磁产品包括各类牌号铁氧体预烧料、铁氧体永磁、粘结永磁、烧结钕铁硼及定子组件等。铁氧体永磁具备成本低、耐腐蚀和性能稳定等特点，主要用于家电电机、扬声器、微特电机及传感器；烧结钕铁硼具有更高的磁能积和矫顽力，适用于新能源汽车驱动电机、风电、工业电机及机器人等高功率密度场景；粘结永磁则具有尺寸精度高、形状自由度高和批量加工适配性强等特点，主要应用于消费电子、汽车传感器、微特电机及小型执行器。定子组件进一步将永磁材料业务由材料端延伸至电机核心部件。

软磁产品包括铁氧体磁芯、金属磁粉芯、一体式电感及纳米晶电感等。铁氧体磁芯主要用于高频变压器、滤波器和 EMI 器件；金属磁粉芯具有较高饱和磁感应强度和直流偏置能力，适用于功率电感、储能电感和逆变器；一体式电感面向芯片供电、服务器电源及通信设备等高频、高电流应用；纳米晶电感则用于高频、高效率和低损耗要求较高的电力电子场景。相关产品下游覆盖新能源汽车、AIDC、光伏储能、消费电子、工业控制和通信设备等领域。

图17：公司永磁产品布局情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图18：公司软磁产品布局情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、 磁材业务量价企稳，器件业务加速放量

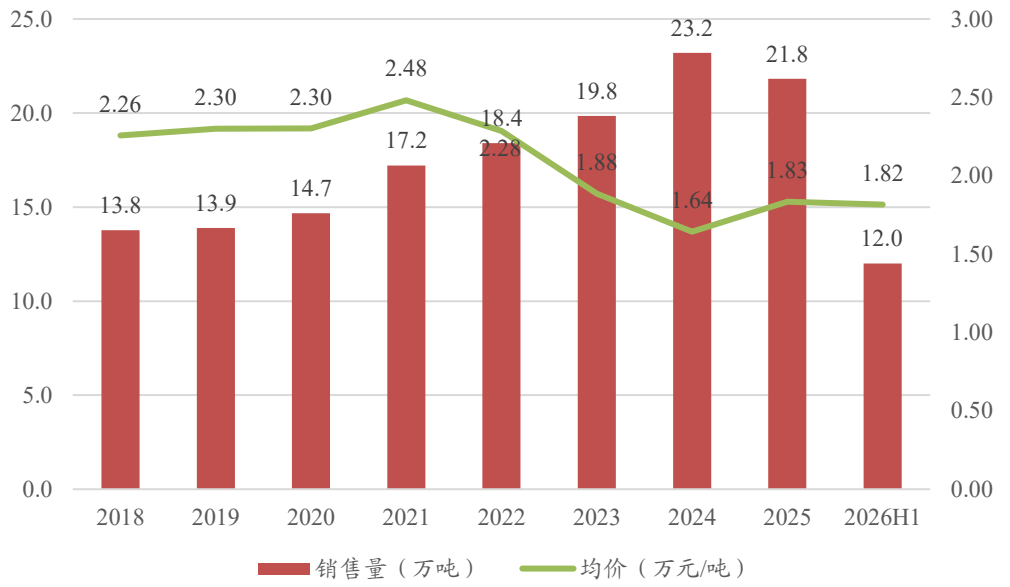
2018—2024 年，公司磁材销量由 13.8 万吨提升至 23.2 万吨，累计增长约 68%，出货规模持续扩大。2025 年受行业需求波动及产品结构调整影响，磁材销量回落至 21.8 万吨；2026H1 销量约 12 万吨，较上年同期实现恢复性增长，出货水平逐步回升。

价格方面，公司磁材综合单吨价格由 2021 年的 2.48 万元/吨下降至 2024 年的 1.64 万元/吨。2025 年，公司综合单吨价格回升至 1.83 万元/吨；2026H1 基本稳定在 1.82 万元/吨。经历前期价格调整后，磁材产品单吨价格保持稳定，销量恢复带动业务收

下载日志已记录，仅供内部参考

入增长。

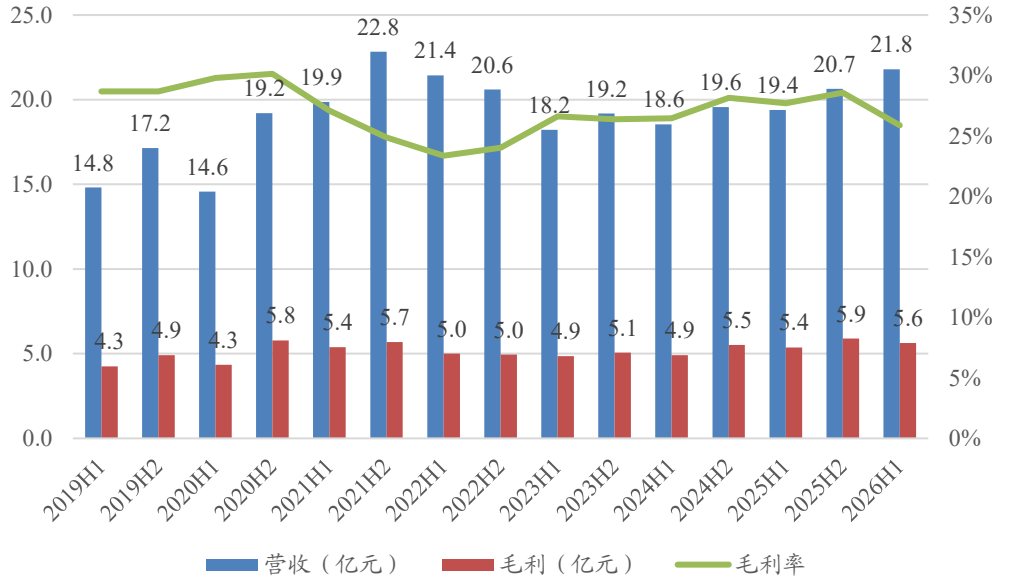
图19：磁材销量恢复增长，单吨价格触底企稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从收入和盈利表现看，公司磁材业务收入规模整体保持稳定。2021H2 磁材收入达到 22.8 亿元，毛利为 5.7 亿元；此后受产品价格及销量变化影响，收入和毛利阶段性波动。2025H1，公司磁材收入为 20.7 亿元、毛利为 5.9 亿元；2026H1 收入进一步增至 21.8 亿元，同比增长约 5.3%，毛利率约 25.9%。在价格调整周期中，磁材业务仍保持较高的盈利水平。当前公司持续推进高性能车规磁瓦、高频低损耗软磁材料及金属软磁材料升级，并积极拓展新能源汽车及 AIDC 等应用领域，产品结构优化有望支撑磁材业务盈利能力改善。

图20：磁材收入稳步增长，产品结构优化支撑盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司器件业务以磁材深加工为基础，产品覆盖振动器件、音圈模组、电感、环形器/隔离器、无线充电模组及 EMC 滤波器件等，广泛应用于家电、消费电子、新能源汽车、通信及数据中心等领域。近年来，公司持续由磁性材料向高附加值器件延伸，强化“材料-磁芯-器件”一体化能力，提升产品附加值及客户粘性。

图21：公司器件产品种类丰富

一级分类	二级分类	主要产品	产品图列	产品介绍及主要功能（二级分类口径）
硬质合金	硬质合金顶锤	硬质合金六面顶顶锤		用于人造金刚石及相关超硬材料的高温高压合成装备，核心功能是在极端工况下提供稳定承压与传力。
硬质合金	复合片基体	矿片复合片基体；油片复合片基体；刀片复合片基体		作为复合片类超硬材料的支撑基体，主要用于提供机械支撑、连接与工况适配能力。
硬质合金	模用非标硬质合金	耐磨零件；拉丝、拉管模类合金；粉末冶金类模具；无磁硬质合金		面向非标模具及耐磨工装需求，主要用于耐磨、抗压及成型加工等场景。
硬质合金	非标油用硬质合金	油嘴合金；阀座、阀芯类硬质合金；针头、内套类合金		面向油气钻采等复杂工况的非标耐磨部件，主要用于提升耐磨性、耐冲蚀性与使用寿命。
硬质合金	高比重钨制品	Z轴线性马达质量块；X轴线性马达质量块		利用高密度与高强度特性，主要用于配重、屏蔽及对高比重有要求的工业零部件。
电感	AI 服务器电感	一体式电感		面向 AI 数据中心 GPU/CPU 供电系统，主要用于电源转换、储能滤波及降低纹波，支撑高电流、高频率与高可靠性需求。
电感	车载类	一体式电感		面向新能源汽车及车载电子系统，主要用于电源转换、EMC 滤波和电路保护等，满足车规级可靠性要求。
电感	消费类	一体式电感		面向消费电子电源及信号链路，主要用于储能、滤波、降噪和电磁兼容，兼顾小型化与稳定性。
振动马达	扁平振动马达	DM-B0720-16；DM-B0827-54；DM-B0830-9H；DM-B0832-1；DM-B0930-3A；DM-B0934-9；DM-B1003-30；DM-B1002G-11；DM-B1234-5		扁平振动马达：服务于振动马达产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
振动马达	线性振动马达	DM-LM0825C-1；DM-LM0832-56；DM-LM1030-8；DM-LM1040F-3；DM-LM0809B-1；DM-LM0710；DM-LM0815B-2		线性振动马达：服务于振动马达产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
振动马达	声波马达	SA1640B-13		声波马达：服务于振动马达产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
振动马达	圆柱马达	DM-YK408-1；DM-YK612-2；DM-YK716-6		圆柱马达：服务于振动马达产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
振动马达	无刷振动马达	DM-BL0625-5B		无刷振动马达：服务于振动马达产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
射频器件	小功率环行器/隔离器	DM-S2M1-1842-10501		小功率环行器/隔离器：服务于射频器件产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
射频器件	大功率环行器	DM-S1S1-2593-C1001		大功率环行器：服务于射频器件产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
射频器件	大功率隔离器	DM-S1S1-2145-12201		大功率隔离器：服务于射频器件产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
电磁激励器	电磁激励器	DM-EA1117A；DM-MA1021A		电磁激励器：服务于电磁激励器产品体系，主要满足相关设备或终端在结构支撑、能量转换、信号传输、驱动或可靠性方面的需求。
盖帽	锂电池盖帽	DM-LDC18650-1		作为圆柱锂电池的关键封装与导电组件，主要承担密封、导电及安全保护等功能。
无线充电模组	单线圈模组	DM-RC2525A-01；DM-RS2516A-02；DM-RS4725A-01；DM.TX02-1		用于无线能量传输的发射或接收端，主要实现近距离无线充电与电能耦合。
无线充电模组	多线圈模组	DM-TS9352B-11；TSA352E-02		通过多线圈布局提升无线充电的覆盖范围和对位容忍度，主要用于无线供电与充电体验优化。
电机机壳及组件	直流永磁电机组件	双层机壳；电机端盖类配件；电机机壳；电机定子组件；电机组件；无刷电机转子组件；无刷电机组件		为直流永磁电机提供机壳、端盖及相关结构配件，主要承担固定、保护、装配和散热等作用。

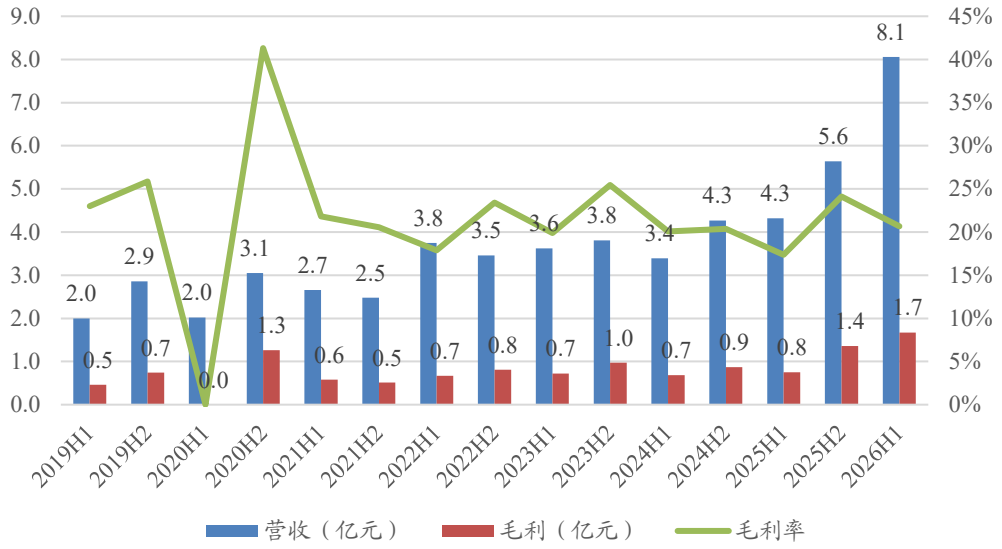
资料来源：开源证券研究所

收入端，2024-2025 年，公司器件收入分别为 7.66 亿元、9.96 亿元，同比增长 30.0%；2026H1 器件收入进一步增至 8.06 亿元，同比增长 86.5%，已达 2025 年全年收入的约 81%，成为磁材器件板块最主要的增长来源之一。同期器件收入增速显著快于磁材器件整体出货量增速，反映高附加值产品占比提升及下游需求改善。

器件业务后续增长动能主要来自两方面：一是新能源汽车电气化带动 EMC 滤波器件、一体成型电感等产品在电机驱动、OBC、DC/DC、充电桩及热管理系统中的应用扩张；二是 AI 服务器及数据中心建设推动铜片/铜铁共烧电感、芯片电感及 TLVR 相关磁芯需求增长。公司 2025 年铜片电感等器件出货量实现倍增，2026H1 芯片供电用铜铁共烧电感产能利用率保持高位，相关产品已进入批量供货阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

图22：公司器件业务加速放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、 AI 芯片电感打开增长空间

4.4.1、 芯片电感：AI 芯片 VRM 核心元件

AI 服务器电源链路覆盖“交流输入—高压 DC—48V/54V 母线—中间母线 DC/DC—芯片 VRM”的多级变换，磁性器件贯穿一次、二次及三次供电环节。其中，PFC 电感、LLC 变压器、共模电感及 EMI 磁珠主要承担整流、隔离、变压与噪声抑制；48V 母线及中间母线环节以功率电感、共模电感和滤波电感为主；最终 GPU/ASIC、CPU、HBM 及 NIC 等芯片负载则依赖 VRM 电感实现低压、大电流和快速瞬态供电。

AI 算力芯片持续提升功耗和电流密度，推动供电架构由传统 12V 供电向 48V 母线、近芯片供电及垂直供电演进。相应地，磁件需求由通用滤波与变压器，逐步向低 DCR、高饱和电流、高频化及小型化的芯片功率电感集中。价值量主要集中于芯片核心供电环节。GPU/ASIC VRM 通常采用单相功率电感、双相/四相耦合电感或 TLVR 方案；其中耦合磁件和 TLVR 可在负载突变时改善相间电流响应、降低电压波动，并为减少输出电容和提升板级功率密度提供空间。

表8：AI 服务器广泛应用磁性元器件

供电位置	典型电压转换	主要电感/磁件	主要用途	所属供电层级
机柜/服务器 PSU 输入级	AC → 高压 DC 母线	PFC 电感、EMI 共模/差模电感	整流、功率因数校正、输入滤波与 EMI 抑制	一次电源
机柜/服务器 PSU 隔离变换级	高压 DC → 48V/54V	LLC 变压器、谐振电感、输出滤波电感	隔离降压，形成 48V/54V 配电母线	一次电源
48V 母线输入与配电位置	48V/54V 母线，通常不降压	共模电感、差模滤波电感	抑制配电噪声和传导 EMI	不属于电压转换级；位于一次电源输出后的配电环节
中间母线 DC/DC	48V → 12V，或 48V → 5V/3.3V 等	隔离 DC/DC 变压器、功率电感、输出滤波电感	为主板、加速卡与外围模块提供中间母线	二次电源

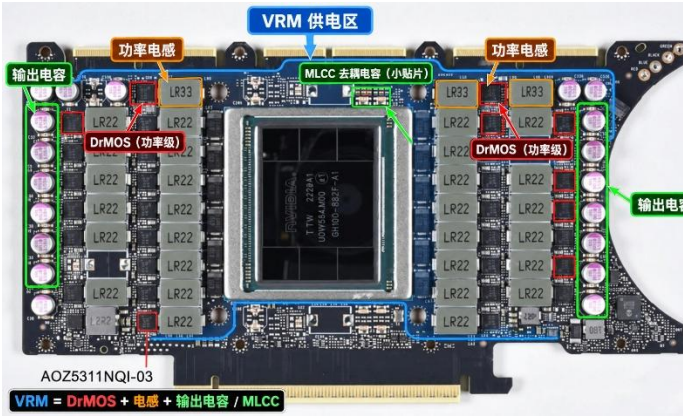
下载日志已记录，仅供内部参考

供电位置	典型电压转换	主要电感/磁件	主要用途	所属供电层级
GPU/ASIC 核心 VRM	12V 或 48V → 约 0.6–1.0V	单相功率电感、双相/四相耦合电感、TLVR	GPU、TPU、ASIC 核心供电	三次电源
CPU 核心 VRM	12V 或 48V → 约 0.7–1.2V	多相功率电感、耦合电感	CPU Core、SoC、IO rail 供电	三次电源
HBM/GDDR/DDR 供电	12V/5V/3.3V → 内存工作 rail	小型 Buck 功率电感	显存、DIMM、PMIC 后级供电	三次电源
NIC/DPU/交换芯片供电	12V/48V → 低压芯片 rail	功率电感、小型耦合电感	交换 ASIC、DPU、SerDes 等供电	三次电源
SSD、BMC、FPGA、管理芯片供电	12V/5V/3.3V → 低压 rail	小型功率电感	控制、管理、存储与接口芯片供电	三次电源
风扇/液冷泵驱动	48V/12V → 电机驱动 rail	电机绕组、滤波电感	电机驱动、滤波与 EMI 抑制	通常归入三次电源的负载侧，但不属于芯片 VRM
高速接口周边	通常无 DC/DC 转换	共模电感、磁珠	信号完整性和 EMI 抑制	不属于一次、二次或三次电源；属于信号滤波环节

资料来源：开源证券研究所

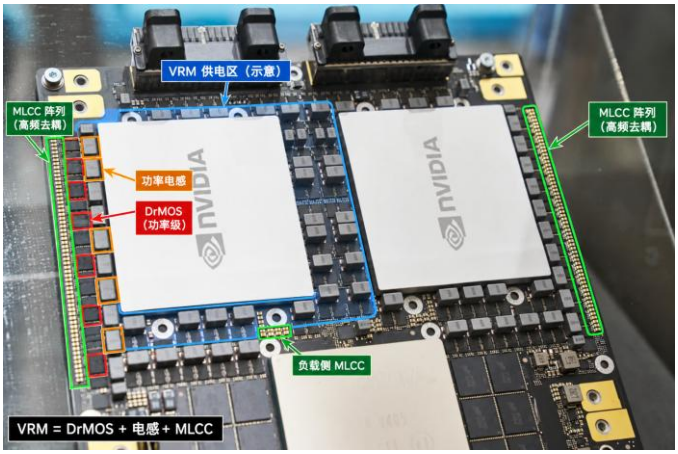
芯片电感是 GPU/ASIC 核心供电 VRM 的关键磁性元件。在多相 Buck 架构中，每一相通常由 DrMOS、功率电感及去耦电容构成；电感承担储能、滤波和电流平滑功能，将开关功率级输出转化为稳定的低压大电流电源。 AI 芯片功耗提升推动芯片电感向高电流、低损耗与小型化升级。 核心关注指标包括饱和电流、DCR、磁芯损耗、温升及尺寸；其中，较低 DCR 有助于降低导通损耗，高饱和电流则决定其在大负载下的稳定供电能力。AI 服务器芯片电感的价值量由 AI 加速卡出货、单卡 GPU/ASIC 数量、单芯片 VRM 相数及单相电感规格共同决定。芯片功耗和供电电流提升，一方面可能增加核心供电相数，另一方面推动电感向更高饱和电流、更低 DCR 和更高可靠性规格升级，从而带动单卡电感用量与单颗 ASP 提升。

图23：H100 VRM 供电区展示



资料来源：NVIDIA、开源证券研究所

图24：GB200 VRM 供电区展示



资料来源：NVIDIA、开源证券研究所

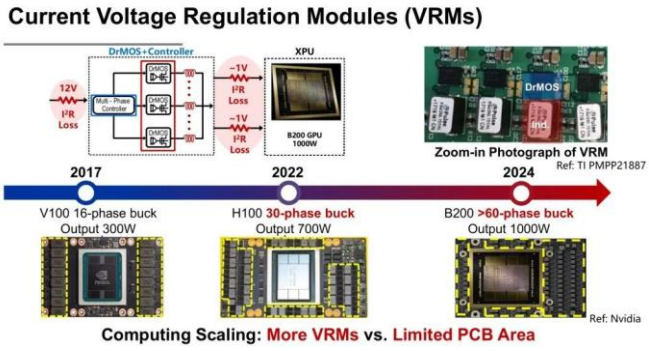
AI GPU 功耗持续提升，而核心供电电压维持在 0.65–0.8V 左右，功率提升将直接转化为更高的低压输出电流。以图示口径测算，B200/GB200 单颗 GPU 功耗约 1,200W 时，对应核心供电电流可达约 1,500A；传统单相 Buck 已无法兼顾温升、损

下载日志已记录，仅供内部参考

耗、纹波及瞬态响应，因此 VRM 必须持续提升并联相数。

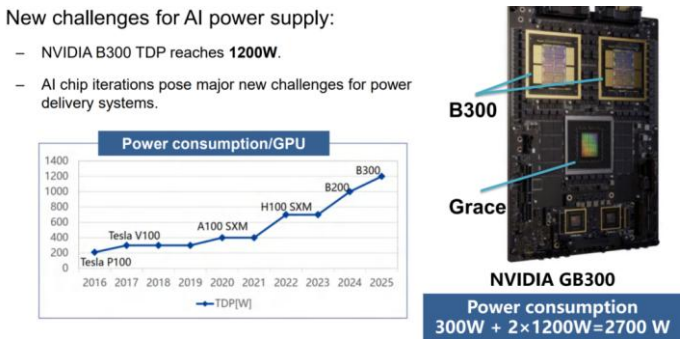
供电架构已由 V100 的 16 相、H100 的约 30 相，演进至 B200 的 60 相以上高相数 VRM。对于采用分立式单相电感的方案，VRM 每增加一相，通常对应增加一颗功率电感及一组功率级器件；相数提升直接带动单 GPU 芯片电感用量增长。 但高相数 VRM 也持续挤占 GPU 周边 PCB 面积，并增加铜箔、DrMOS、电感及输出电容的布局和散热压力。后续供电升级的核心方向，是在继续提升相数的同时，通过多相耦合电感、TLVR、模组化及垂直供电缩短供电路径、降低寄生损耗，并提高单位面积供电能力。

图25：VRM 相数的指数级膨胀



资料来源：NVIDIA、开源证券研究所

图26：GPU 功率持续提升



资料来源：NVIDIA、开源证券研究所

4.4.2、 TLVR 方案：双绕组耦合电感优化瞬态响应

随着 AI CPU、GPU 及专用 ASIC 的核心电压持续下探，负载电流及其变化速率显著提升，VRM 由单相逐步演进至两相、四相乃至更多相并联。多相交错工作可将大电流分摊至多组 DrMOS 与电感，降低单相器件的电流应力、温升和损耗，同时减小输入、输出电流纹波并提高瞬态响应速度。传统多相 Buck 采用各相独立电感，其瞬态能力受等效输出电感约束；若仅通过降低电感量改善响应速度，通常会带来更高的电流纹波、RMS 损耗及输出电容需求，系统效率、热设计与板级空间之间存在权衡。

图27：TLVR 由主绕组和次级绕组构成



资料来源：TI、开源证券研究所

图28：独立一体成型电感产品不存在次级绕组



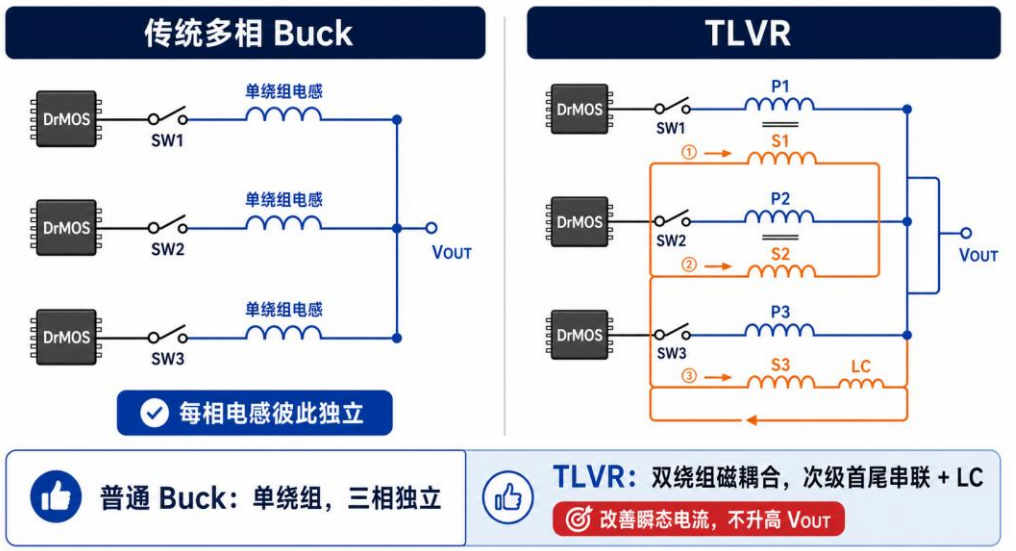
资料来源：laird、开源证券研究所

TLVR（Trans-Inductor Voltage Regulator）在多相 Buck 拓扑基础上，以共享磁芯的双绕组耦合电感替代独立相电感，并通过次级绕组及补偿电感构建耦合回路。其中主绕组：仍串在该相 DrMOS 的 SW 节点与 Vcore 之间，服务这一相；次级绕组：不直接承担该相主功率输出，而是与其他相的次级绕组串成辅助回路，并接入补偿

下载日志已记录，仅供内部参考

电感 LC。稳态运行时，TLVR 保持较高等效电感以控制纹波电流和导通损耗；负载突变时，相邻相位可通过耦合磁通更快重分配电流，提高输出电流跟踪速度，抑制输出电压跌落与过冲。因此，TLVR 可在相同动态指标下减少输出 MLCC/电容配置，或在相同电容配置下获得更快响应，为低压大电流供电的功率密度提升及板级布局优化提供系统级空间。

图29：TLVR 通过次级绕组及补偿电感构建耦合回路



资料来源：开源证券研究所

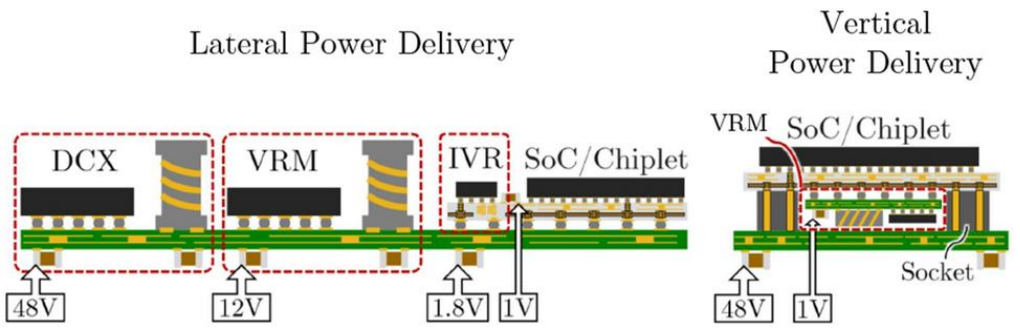
4.4.3、 VPD 架构及 TLVR 推动芯片电感单位价值量提升

芯片电感产业链上游厂商提供合金软磁粉末、磁芯等核心材料；中游通过冷压、热压或一体成型等工艺制成电感；VRM 厂商再将电感与 DrMOS、控制器及 MLCC 等集成为多相供电系统，最终为 AI 芯片提供低压、大电流、高动态的核心供电。

当前供电架构正由 LPD 向 VPD 升级。LPD 中，VRM、电感与芯片位于 PCB 同一平面，电流经较长路径横向传输至芯片，方案成熟且通常采用 2-3 元/颗的分立式电感，但在 AI 芯片大电流场景下面临损耗、压降及纹波上升的问题。VPD 将 VRM 与模组式电感进一步靠近芯片或置于芯片背面，缩短供电路径、降低寄生参数并提升瞬态响应，需在极低高度内同时满足更高电流密度、更低 DCR/寄生参数和更严苛散热要求，通常还要采用定制化耦合磁件或集成模块，因此单件价值量往往高于 LPD。通常对应单价约 5-6 元/颗的模组式电感。TLVR 则是在多相供电中采用耦合电感的升级方案，可与 LPD 或 VPD 结合，在稳态控制纹波和损耗、在负载突变时加快电流响应，进一步适配 AI 芯片低压大电流供电需求。TLVR 批量产品单价约 6-8 元/颗，复杂方案可达 6-14 元/颗，推动产业链价值由传统分立式电感向高端模组及耦合磁件环节集中。

下载日志已记录，仅供内部参考

图30：水平供电 LPD 与垂直供电 VPD 对比



资料来源：开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 关键假设

（1）光伏产品：预计 2026-2028 年光伏产品销量维持 24GW，销售均价分别为 0.60/0.62/0.64 元/W，对应营业收入 144.00/148.80/153.60 亿元。后续均价上升主要基于行业“反内卷”、产品销售价格不低于成本价的预期，以及公司进一步聚焦海外市场；随着售价回升，2027-2028 年毛利率预计修复有所修复。

（2）预计 2026-2028 年磁性材料销量为 24.01/26.41/29.05 万吨，销售均价为 1.85/1.88/1.90 万元/吨，软磁业务持续扩张、收入占比提升驱动销量及均价上行。

（3）锂电池：预计 2026-2028 年锂电池销量为 7.47/10.34/13.40 亿支，销售均价为 5.30 元/支，产能扩张带动销售量持续提升。

（4）器件业务：预计 2026-2028 年器件业务营业收入为 15.13/20.18/26.36 亿元，同比增长 52.00%/33.37%/30.62%。芯片电感放量带动销量增长及产品均价提升，推动器件业务收入快速增长。产品结构改善和规模效应带动毛利率提升。

表9：营收拆分及预测

业务	项目	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
光伏产品	销售量	GW	17.18	24.92	24.00	24.00	24.00
	销售均价	元/W	0.64	0.57	0.60	0.62	0.64
	营业收入	亿元	110.70	143.10	144.00	148.80	153.60
	yoy			29.27%	0.63%	3.33%	3.23%
	营业成本	亿元	89.96	121.28	126.84	129.23	132.85
	毛利率		18.74%	15.25%	11.92%	13.15%	13.51%
磁性材料	销售量	万吨	23.20	21.83	24.01	26.41	29.05
	销售均价	万元/吨	1.64	1.83	1.85	1.88	1.90
	营业收入	亿元	38.12	40.04	44.42	49.65	55.20
	yoy			5.03%	10.95%	11.78%	11.17%
	营业成本	亿元	27.70	28.77	32.83	36.50	40.41
	毛利率		27.32%	28.14%	26.10%	26.50%	26.80%
锂电池	销售量	亿支	5.31	6.22	7.47	10.34	13.40

下载日志已记录，仅供内部参考

	销售均价	元/支	4.55	4.37	5.30	5.30	5.30
	营业收入	亿元	24.15	27.22	39.58	54.81	71.04
	yoy			12.69%	45.42%	38.50%	29.60%
	营业成本	亿元	21.09	23.03	32.45	44.78	57.90
	毛利率		12.66%	15.38%	18.00%	18.30%	18.50%
器件	营业收入	亿元	7.66	9.96	15.13	20.18	26.36
	yoy			29.99%	52.00%	33.37%	30.62%
	营业成本	亿元	6.11	7.85	12.11	15.34	19.51
	毛利率		20.19%	21.19%	20.00%	24.00%	26.00%
其他	营业收入	亿元	4.96	5.55	6.11	6.72	7.39
	yoy			12.01%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	亿元	4.01	4.70	5.30	5.83	6.41
	毛利率		19.07%	15.35%	13.20%	13.20%	13.20%
合计	营业收入	亿元	185.59	225.86	249.24	280.17	313.59
	yoy			21.70%	10.35%	12.41%	11.93%
	营业成本	亿元	148.88	185.62	209.52	231.68	257.08
	毛利率		19.78%	17.82%	15.93%	17.31%	18.02%

资料来源：开源证券研究所

5.2、 估值与评级

公司以磁材器件为基础，光伏、锂电为第二增长曲线，软磁材料、高端器件及小动力锂电业务有望持续贡献增长。光伏业务聚焦海外高价值及差异化市场，后续伴随行业反内卷以及海外高功率、差异化产品占比提升，盈利能力有望逐步改善。锂电业务产能扩张及产品结构优化有望推动收入和盈利持续增长。软磁业务受益于新能源汽车、光储及 AIDC 需求增长，芯片电感已实现规模化量产，有望成为器件业务增长的重要增量。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 249.24/280.17/313.59 亿元，归母净利润分别为 18.61/23.09/27.57 亿元。以 2026 年 9 月 24 日收盘价 20.04 元计，公司 2026-2028 年 PE 分别为 17.52/14.12/11.82 倍。相较龙磁科技、铂科新材及顺络电子的可比公司平均 PE 63.92/36.17/23.98 倍，公司估值具备明显优势；考虑到光伏盈利修复、锂电放量、器件高端化三重驱动，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：公司 2026-2028 年 PE 低于可比公司平均估值

公司代码	可比公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			P/E		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300835.SZ	龙磁科技	189.93	226.49	2.23	5.59	11.84	101.68	40.49	19.13
300811.SZ	铂科新材	83.28	339.64	5.94	7.96	10.46	57.20	42.66	32.47
002138.SZ	顺络电子	51.30	413.64	12.58	16.30	20.33	32.88	25.37	20.35
			同行平均				**63.92**	**36.17**	**23.98**
002056.SZ	横店东磁	20.04	325.99	18.61	23.09	27.57	17.52	14.12	11.82

资料来源：Wind、开源证券研究所（龙磁科技、铂科新材、顺络电子盈利预测与估值均来自于 Wind 一致预期，横店东磁盈利预测与估值来自开源证券研究所，收盘价选取日期为 2026 年 9 月 24 日）

下载日志已记录，仅供内部参考

6、 风险提示

（1）全球产业政策风险：光伏行业发展受国内外产业、贸易及能源政策影响较大。国内电力市场化、行业规范管理等政策调整，可能影响行业投资节奏及供需格局；海外市场方面，美国、欧洲、印度、巴西等国家和地区的关税、UFLPA、OBBBA、IRA、NZIA、碳关税、碳足迹认证、知识产权诉讼等政策及贸易壁垒，可能增加产品出口难度。同时，海外本土化供应链及光伏产能持续扩张，可能对公司海外市场拓展和产品销售形成压力。

（2）海外业务及汇率风险：公司产品销往全球近 70 个国家和地区，海外业务占比较高，可能受到国际贸易摩擦、关税调整、当地法律法规变化、地缘政治冲突等不确定因素影响，进而对海外市场拓展、产品出口及产能项目推进造成不利影响。公司海外业务主要采用欧元、美元结算，人民币汇率波动亦可能影响外币采购、销售以及外币货币资金、应收应付款项的价值。

（3）市场拓展风险：光伏行业当前仍面临供需失衡和市场竞争加剧的压力，若公司市场开拓及订单获取不及预期，或无法与现有产能规模相匹配，可能导致产能利用率下降、单位生产成本上升、盈利下滑及资产减值。小动力电池各细分应用市场景气度变化亦将影响三元圆柱电池行业稼动率，若客户拓展及产品销售不及预期，将对公司锂电业务盈利能力造成影响。

（4）技术升级迭代风险：光伏技术仍处于持续升级迭代阶段，若公司新品研发、技术路线布局及量产进度未能及时匹配市场需求，可能面临产品竞争力下降、盈利承压及原有产能被动出清的风险。三元圆柱电池在不同应用领域对性能、质量及安全性存在差异化要求，若公司产品未能持续满足客户需求，可能影响市场份额及长期竞争力。

（5）原材料价格波动风险：公司光伏、锂电及磁材业务涉及多晶硅、银、铜、铝、钴、碳酸锂、碳酸锶等多类原材料，其价格受国内外供需、宏观环境及市场行情影响较大。若相关原材料价格发生大幅波动，而公司未能通过供应链管理、采购策略、产品定价或成本转嫁等方式有效应对，将可能对生产经营、成本控制及经济效益产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	16573	19558	22064	24781	28455
现金	8975	9286	10372	12438	14550
应收票据及应收账款	3181	3530	4309	5076	5790
其他应收款	60	30	115	39	128
预付账款	78	163	86	101	108
存货	3749	5873	6488	6491	7219
其他流动资产	530	675	694	635	659
非流动资产	7639	7869	7508	7887	8256
长期投资	116	108	126	141	155
固定资产	6166	5720	5883	6174	6474
无形资产	571	532	551	571	577
其他非流动资产	785	1508	949	1001	1050
资产总计	24212	27427	29572	32667	36711
流动负债	13197	14911	16075	17503	19420
短期借款	862	1610	2751	2948	3455
应付票据及应付账款	10895	11608	11928	13219	14477
其他流动负债	1440	1693	1397	1336	1488
非流动负债	744	1458	1491	1485	1480
长期借款	10	1	2	4	5
其他非流动负债	734	1456	1489	1481	1476
负债合计	13942	16369	17567	18987	20900
少数股东权益	188	431	493	590	734
股本	1627	1627	1627	1627	1627
资本公积	37	74	74	74	74
留存收益	8635	9153	10293	11686	13311
归属母公司股东权益	10082	10628	11513	13089	15077
负债和股东权益	24212	27427	29572	32667	36711

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3522	3258	1331	3731	3632
净利润	1828	2113	1923	2407	2900
折旧摊销	645	727	575	650	739
财务费用	-167	-275	113	141	136
投资损失	-0	71	22	40	33
营运资金变动	774	213	-1304	490	-193
其他经营现金流	443	409	2	3	17
投资活动现金流	-1532	-3378	-234	-990	-1124
资本支出	1130	1429	707	967	1052
长期投资	-49	3	-17	-15	-14
其他投资现金流	-353	-1952	490	-8	-58
筹资活动现金流	-2976	-939	-11	-675	-396
短期借款	-1360	748	1141	196	507
长期借款	-185	-9	1	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	31	37	0	0	0
其他筹资现金流	-1462	-1715	-1153	-873	-904
现金净增加额	-948	-928	1086	2066	2112

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	18559	22586	24924	28017	31359
营业成本	14888	18562	20952	23168	25708
营业税金及附加	85	109	125	140	157
营业费用	236	275	314	350	389
管理费用	604	581	526	588	655
研发费用	722	569	715	804	900
财务费用	-167	-275	113	141	136
资产减值损失	-283	-258	-150	-140	-125
其他收益	160	136	143	147	146
公允价值变动收益	-2	29	68	40	20
投资净收益	0	-71	-22	-40	-33
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	2116	2563	2182	2791	3376
营业外收入	12	8	13	11	11
营业外支出	5	6	39	16	16
利润总额	2124	2565	2155	2786	3371
所得税	296	452	232	378	471
净利润	1828	2113	1923	2407	2900
少数股东损益	1	262	62	98	143
归属母公司净利润	1827	1851	1861	2309	2757
EBITDA	2553	3111	2569	3268	3901
EPS(元)	1.12	1.14	1.14	1.42	1.69

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-6.0	21.7	10.3	12.4	11.9
营业利润(%)	1.6	21.1	-14.9	27.9	21.0
归属于母公司净利润(%)	0.5	1.3	0.5	24.1	19.4
获利能力					
毛利率(%)	19.8	17.8	15.9	17.3	18.0
净利率(%)	9.8	8.2	7.5	8.2	8.8
ROE(%)	17.8	19.1	16.0	17.6	18.3
ROIC(%)	14.9	15.8	12.4	14.0	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6	59.7	59.4	58.1	56.9
净负债比率(%)	-78.1	-67.8	-62.6	-68.6	-69.5
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	6.3	6.8	6.4	6.0	5.8
应付账款周转率	2.8	3.0	3.1	3.2	3.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.14	1.14	1.42	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.17	2.00	0.82	2.29	2.23
每股净资产(最新摊薄)	6.20	6.53	7.08	8.05	9.27
估值比率					
P/E	17.8	17.6	17.5	14.1	11.8
P/B	3.2	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	9.7	8.2	9.9	7.3	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn