

首席周观点：2025 年第 32 周

2025 年 8 月 9 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：再议黄金市场多定价因子：供需属性强化将推动黄金强势交易延续

黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。

2013 年矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受全球公共卫生事件影响该数据已出现近 5% 的收缩。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在 3574 吨左右。2015-2019 矿产金年均产量增速为+2.0%，但 2020-2024 年均产量增速仅为+0.5%，2024 年全球矿产金产量增速回升至 0.7%，但仍处十年间低位。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。

全球回收金供应受金价影响明显。近十年回收金供给平均增速 2.3%，十年内增速最高值为 2016 年 15.5%，增速最低值为 2021 年-12.2%。回收金增速变化与黄金价格变化基本一致，但在金价上行周期中，其涨幅往往弱于金价，而在金价下降区间里，其跌幅往往相对金价更强，这也意味着黄金供给的弹性相较价格弹性更低。2024 年受黄金价格上涨影响（+23%），回收金产量+10.9%至 1369 吨，其占黄金供给比例由 23 年的 24.9% 升至 24 年的 27.5%。

黄金生产成本已经出现结构性的上涨。地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升，至 2024Q3 全球金矿总维持成本已升至 1456 美元/盎司，环比增长 4%，同比增长 9%，再创历史新高。考虑到全球能源成本及劳动力成本在近两年依然维持高企态势，预计黄金生产成本仍将维持高位，这意味着金价的成本支撑效应将在定价中显现。

黄金需求已升至历史最高水平。近十年间，全球黄金年均消费量约 4338 吨；而近三年间，该数值+6.4% 升至 4616 吨，黄金需求已现趋势性抬升。黄金需求自 2020 年后持续性复苏，并在近两年中连续创下新高。其中，2022 年黄金消费量在经历印度上调黄金消费税及全球利率成本持续攀升下创出近 11 年最高（+18% 至 4736 吨）；2023 年黄金场外交易及库存流量大幅提升（由 22 年的 32.3 吨升至 23 年的 443.3 吨），推动黄金总需求同比增长 3.8% 至 4951 吨，创下历史新高；2024 年黄金总需求在 23 年的高基数下，同比增长 0.7% 至 4988 吨，再次刷新历史最高记录。

全球前 5 大黄金消费国占总需求比重超 70%，中国与印度对全球黄金消费贡献度占比极高。中国是全球最大黄金消费国，年均黄金消费量约 1000 吨（占全球 30%），而印度年黄金消费约 790 吨（24%）排名第二。此外美国（约 266 吨，8.1%）、德国（约 172 吨，5.2%）

及土耳其（95.4 吨，2.9%）亦位列全球前五大黄金消费国。

黄金消费结构性变化显示，央行及 ETF 消费增速近十年增长明显。近十年中，珠宝首饰占全球黄金消费比重约为 50%，整体消费状态稳定。但 2024 年受金价上行影响，金饰消费量同比下降 9%至 2012 吨，占黄金消费比重由 23 年的 49%降至 24 年的 44%。金条金币和科技消费十年内显现下滑，但央行购金及黄金 ETFs 消费规模近几年增长较快，黄金消费开始显现新的结构性变化。

黄金消费的韧性体现：央行购金行为自 2018 年下旬开始进行并呈持续性放大。2022 年全球央行购金量同比增长 140%至 1080 吨，创历史新高；2023 年央行购金规模再度超过 1000 吨至 1037 吨；而至 2024 年，全球央行购金量再创新高，同比增长 3%至 1086 吨。至 25 年 5 月，全球央行黄金储备总量已升至 3.6234 万吨。其中，中国央行连续六个月购入黄金，中国大陆官方黄金储备升至 2,292 吨，占外汇储备总额的 6.5%，但较全球平均 21.3%的水平仍有较大增长空间。考虑到全球货币体系的变化以及高通胀背景下地缘政治不稳定性攀升，央行购金行为将呈现系统性、趋势性及持续性，这将对黄金消费的韧性予以支撑。

黄金消费的弹性：黄金实物持仓 ETF 诞生于 2003 年，至 2025M4 该产品累计黄金持有量至 3560.4 吨，当前全球已有超过 100 只黄金实物持仓产品，考虑到 2022 年以来受利率及汇率市场变动导致持有黄金机会成本的攀升，预计随着利率环境的常态化回归（2022M4-2024M5 由 3898 吨降至 3072.5 吨，-21.2%），全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年的平均水平（约增长 451 吨/年）。这意味着近两年其对全球黄金需求的负贡献将被逐渐平滑（25Q1 流入总金额达 210 亿美元，创下历史第二高季度记录；25M4 流入金额达 112 亿美元，为月度历史第二高），而利率市场回归常态化后将推动黄金需求曲线进一步右移。

相关公司：山金国际、赤峰黄金、四川黄金、紫金矿业、山东黄金。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》，2025-06-06



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：日联科技(688531.SH)：从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎

公司是国内领先的工业 X 射线智能检测装备供应商、工业 X 射线领域的龙头企业。公司产品包括工业 X 射线智能检测装备、影像软件和微焦点 X 射线源，实现 X 射线检测全产业链

技术布局。公司在核心部件 X 射线源领域实现了重大突破，成功研制出国内首款封闭式热阴极微焦点 X 射线源并实现产业化应用，打破了外国垄断，填补了国内空白，解决了“卡脖子”问题。公司 X 射线智能检测装备广泛应用于半导体封装、锂电生产、汽车零部件制造等高精度检测场景，公司客户覆盖比亚迪、立讯精密等龙头企业，产品已出口到 70 余个国家及地区。

国内工业 X 射线检测设备有望迎来快速增长期，逐步实现国产替代。根据沙利文咨询的统计和预测，除医疗健康外，2021 年我国 X 射线检测设备的市场规模约为 119 亿元，受到下游集成电路及电子制造、新能源电池等行业需求的快速增长影响，X 射线检测设备预计在 2021-2026 年将维持高速增长的趋势，2026 年，我国 X 射线检测设备除医疗健康领域外的其他主要应用领域的市场规模有望达到 241.4 亿元。与此同时，随着国内企业在集成电路检测领域、铸件、焊件及材料领域技术水平的提升，国产化率提高，我国工业 X 射线检测设备行业总产值产量还将有望快速增长，公司凭借国产化优势将持续受益。

国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长，日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，有望同步受益。X 射线检测可以用于晶圆的检测与封装后检测工艺中，国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长。除此之外，全球 PCB（印制电路板）市场规模呈现持续稳步增长态势，随着 AI 技术的普及和新能源车的逐步渗透，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力。产品应用而言，目前 PCB 行业是自动 X 射线检测最主要的需求来源，占据大约 56.0% 的份额，X 射线影像检测设备的需求随着 PCB 市场规模的稳步同步上升。日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，系国内该领域龙头企业公司，X 射线检测设备需求有望同步受益。

2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh，公司在国内锂电池 X 射线智能检测装备领域覆盖多家新能源知名客户，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh。X 射线检测作为新能源汽车锂离子电池检测必不可少的检测手段，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。在新能源电池领域，公司根据下游客户电池厚度、识别缺陷类型、运行节拍等需求情况进行产品设计，在国内锂电池 X 射线智能检测装备市场处于领先地位，主要产品已覆盖宁德时代、比亚迪锂电池、欣旺达、力神电池、亿纬锂能、国轩高科、珠海冠宇、捷威动力等知名新能源电池客户。伴随着锂电池出货量的提升，公司 X 射线检测设备需求量有望持续提升。

汽车工业是 X 射线检测设备在铸件、焊件及材料检测最大的应用领域，公司 X 射线检测设备的需求量有望随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。根据中国汽车工业协会统计，2024 年国内汽车产销量累计完成 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，产销量再创历史新高，其中，新能源汽车继续保持快速增长，年产销首次突破 1,000 万辆，迎来高质量发展新阶段。X 射线检测设备的需求量也将随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。在铸件焊件及材料领域，公司开发出系列化智能检测装备，为汽车制造、航空航天、压力容器、工程机械等领域提供 X 射线检测解决方案，目前该领域产品已覆盖国内外多家知名汽车领域制造厂商，包括长安汽车、大庆沃尔沃、重庆小康动力、重庆美利信、株洲宜安精密、宁波海威、安徽优尼科等。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的工业 X 射线检测装备供应商，随着国产替代持续推进，电子半导体行业需求逐步旺盛、锂电池行业需求修复改善以及汽车零部件相关检测需求稳步增长，工业 X 射线行业将迎来结构性增长机遇，看好公司设备和射线源的国产替代业绩有望持续增长。预计公司 2025—2027 年收入增速分别为 32.75%、30.27%、28.18%；归母净利润分别为 1.85、2.53 和 3.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.21 和 3.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游行业波动风险；（2）新产品研发不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

参考报告：《日联科技（688531.SH）：从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎》，2025-5-15



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

电力及公用事业行业：雅江水电布局或将重构更稳定高效的能源系统

事件：2025 年 7 月 19 日，雅鲁藏布江下游水电工程（以下简称雅江下游项目）于西藏林芝举行开工仪式。工程总投资约 1.2 万亿，建 5 座梯级电站。

雅江水电站的布局，或将保障国内地区及周边缺电国家的用电需求。雅江水电站建成后除保障国内西藏及其他地区用电外，还会向孟加拉、缅甸、泰国等东南亚缺电国家输电，降低其对印度、马来西亚等大国的能源依赖。

雅江水电站建设的 1.2 万亿投资，对拉动 GDP 将起到重要作用，当前正处于反内卷政策落地实施期间，该工程对消耗煤炭、水泥、钢铁、有色等旧产能在需求侧方面有着积极作用，同时为 A 股周期股带来正面提振预期，契合反内卷需求端逻辑。根据水利部《水利建设投资对经济影响效应跟踪分析》测算，重大水利工程建设投资的 GDP 乘数为 1.2，按该基础计算雅江下游项目将带动 1.44 万亿 GDP。雅江水电开发工程的推进，将从基建链条向全产业辐射，短期激活建材、机械、劳务等市场活力，带动上下游企业产能释放；长期稳定水电供应，赋能工业降本增效。

雅江水电站的建设不只是水电领域新引擎，更是能源布局迈向“水风光一体化”深度融合的关键一步，是对我国当前“风光不稳、储能不足、电网紧张”难题的系统性破解，或将重构更稳定高效的能源系统，终将成为中国式现代化能源体系的底层基础设施。雅江水电站装机总容量超过 6000 万千瓦、年发电量约 3000 亿千瓦时，大约相当于 3 个三峡电站（2250 万千瓦/882 亿千瓦时），是目前世界上最大的水电站，约为三峡工程的 3 倍。总投资为三峡工程的 5 倍（1.2 万亿元 V.S. 2400 亿元）。其雅江下游及周边水、风、太阳能资源禀赋优异，国

家早已同步布局“水风光”大基地，这不仅是单纯的能源组合，而是一次系统性重构，将风光的间歇性与水电的灵活性完美融合，对我国当前“风光不稳、储能不足、电网紧张”难题的系统性破解。水电兼具备快速调节和“转动惯量”优势，互补风电和光伏的间歇性与波动性的“不稳定”顽疾，稳定支撑风光并网，让电网更稳定。雅江水电站，预计需要新建 4~6 条战略级特高压直流通道的（如藏东南-粤港澳、藏东南-华中、藏东南-华东等），周边风光项目或将共享“电力高速公路”，“搭便车”外送电力，从而吸引周边风光项目的参与。

投资建议：雅江水电站的建设将有望使得其综合能源运营商受益，有望受益标的：长江电力、川投能源、三峡能源。

长江电力 [600900.SH]：作为全球水电运营标杆企业，依托乌东德、三峡等梯级电站集群，2025 年上半年呈现差异化来水格局，但通过流域协同调度，境内六座梯级电站总发电量仍实现同比增长，彰显资产运营韧性。公司积极拓展新能源版图，水风光储一体化与抽蓄业务协同，巩固新型电力系统核心支撑地位。叠加十年期国债收益率下行，公司高股息属性与业绩稳定性优势凸显。

川投能源 [600674.SH]：作为四川水电投资先锋，持有雅砻江流域优质电站股权，锦屏、官地等核心项目依托流域丰沛水能，发电量随来水调度与机组优化稳步增长，借助四川电网消纳网络，电力价值高效释放。公司持续深化股权资产协同，与流域开发主体联动，在电站运维提效、梯级调度优化等方面发力，巩固成本控制与发电效率优势。参股优质水电、核电企业，叠加银江电站投产及抽蓄业务拓展，营收、利润增长动能充足。同时，受益电改政策推进，参与电力市场交易渠道拓宽，绿电收益与辅助服务价值逐步体现，盈利韧性持续强化。

三峡能源 [600905.SH]：作为国内新能源运营标杆，以风光电为核心，持续拓展项目布局。通过规模化开发沿海海风、陆上光伏基地，发电量随项目投产稳步增长，依托资源禀赋与运营经验，释放显著规模效应。同时，积极布局风光储一体化，在储能配套、智慧运维等环节深化投入，强化电力消纳与调峰能力，适配新型电力系统构建需求。依托央企资源整合优势，三峡能源在风光大基地、深远海风电等战略领域持续突破，充足项目储备筑牢成长根基。叠加分红政策保障股东回报，新能源赛道竞争力突出，业绩增长具备强确定性。

风险提示：工程项目进度不及预期，行业面临有效需求不足等风险。

参考报告：《电力及公用事业行业：雅江水电布局或将重构更稳定高效的能源系统》，2025-08-01



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：从财务指标出发看港口分红提升潜力

随着我国进入降息周期，高股息板块越发受到市场重视。港口作为成熟的基建类资产，拥有较为充沛的经营净现金流；且行业通过区域港口资源整合，遏制了无序竞争，盈利稳定性与可持续性明显提升。板块个股也具备较强的分红意愿。A 股港口板块整体的股利支付比例一直稳定在 30%以上，22 年以来股息率指标稳步上行，目前行业整体股息率水平在 3%左右。我们认为港口板块已经初步具备了高股息板块的特点，

我们认为当前制约港口板块继续提升分红比例的最主要因素是资本开支因素。2021 到 2023 年间，港口板块迎来了一波非常集中的资本开支高峰，其中集装箱装卸为主的港口资本开支普遍提升，一方面是为了弥补之前 5 年产能低增长的缺口，一方面是应对未来集装箱航运的需求增长。同时也可以观察到，在连续 3 年的高额开支之后，2024 年行业资本开支有较明显收缩，我们认为这是行业资本开支逐步过峰的信号。本轮资本开支期过后，预计行业产能将较为充裕，后续开支规模会有所缩减，这对于分红能力的提升有较大帮助。

我们从财务指标角度考虑港口未来是否具备提升分红的潜力，主要计算港口目前分红金额占其自由现金流的比例。财务指标显示，由于当前行业资本开支水平较高，港口企业继续提升分红的空间较为有限，但若后续资本开支降至较低水平，则大部分企业的现金流可以支持企业进一步提升分红比例。若假设企业资本开支降至与折旧摊销持平，则当前股息率 2%以上的港口中，上港集团、招商港口、盐田港、天津港、日照港、秦港及港股的中远海运港口在过去 4 年中有至少 3 年现金分红金额占自由现金流的比例不到 50%。这说明其后续提升分红的潜力较大。

投资建议：22 年之后，A 股市场对分红越发重视。我们认为对于高股息板块较为关注的投资者，可以重点关注资本开支有下降趋势，现金流较为充裕，且当前分红比例还不高的港口个股。需要说明的是，本分析单纯从财务角度出发，并未考虑企业后续发展规划带来的影响，因而结论也只是一个较为片面的结论，在此仅供参考。

风险提示：行业需求受宏观经济及国际局势的影响超预期；行业资本开支体量超预期；单纯财务分析导致的片面性等。

参考报告：《【东兴交运】港口行业专题报告：从财务指标出发看港口分红提升潜力》，2025-08-02

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526