

首席周观点：2025 年第 20 周

2025 年 5 月 15 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：金诚信（603979.SH）：矿产品产量爆发式增长，资源弹性仍在提升

事件：公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。公司 2024 年实现营业收入 99.42 亿元，同比增长 34.37%；实现归母净利润 15.84 亿元，同比增长 53.59%；实现基本每股收益 2.57 元/股，同比增长 50.29%。至 2025 年 Q1，公司业绩持续攀高，年内实现营业收入 28.11 亿元，同比增长 42.49%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增长 54.10%。矿山服务业务稳中有进，矿山资源开发业务持续爆发式扩张，公司业务规模与盈利能力已进入加速成长期。

矿山服务业务稳中有进。2024 年公司实现矿服业务收入 65.44 亿元（同比减少 0.96%），占主营收入比例由 23 年的 91.3%降至 65.8%；实现矿服利润 17.5 亿元（同比减少 8%），毛利率由 23 年的 28.95%减少 2.19 个百分点至 26.75%，毛利占比由 23 年的 86.3%降至 55.9%。由于个别矿山工程建设项目受到生产作业环境变化和施工工序转换阶段影响，公司矿山工程建设毛利率略有下滑。从公司矿服业务完成情况观察，公司在境内外承担 35 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，2024 年掘进量与采供矿量分别达到 417.17 万立方米（同比减少 9%）与 4149.18 万吨（同比增长 5.5%）。公司矿服业务稳健发展，全年新签及续签合同金额约人民币 115 亿元，续签普朗铜矿 10 年期采矿承包合同、卡莫阿-卡库拉铜矿 5 年期地下开拓和采矿承包合同。公司在海外市场亦维持强竞争优势，2024 年公司海外矿服完成营收 41.25 亿元，同比基本持平，占矿服板块营收比重由 23 年的 62.96%增至 63.04%。此外，公司矿服业务市场开发模式实现突破，自 2022 年以 EPC 模式承接贵州锦麟化工摩天冲磷矿项目总承包工程后，2024 年成功承接该项目采矿生产业务，并于 24 年底提前完成 80 万吨原矿石年度生产目标。公司充分发挥矿山服务业务产业链一体化优势，深挖业务潜能，有助公司业绩规模稳定扩大。

矿山资源开发业务快速成长。2024 年公司实现矿山资源开发业务收入 32.09 亿元，同比增长 412.85%，占主营比例由 23 年的 8.7%升至 32.3%。矿山资源开发业务拥有高毛利率特点，24 年贡献毛利 13.56 亿元，毛利占比由 23 年的 13.7%升至 43.3%。由于公司于 24 年 7 月份完成对 Lubambe 铜矿收购后，对其逐步进行技改和管理升级以提升产能利用率，期间 Lumbambe 铜矿仍呈现亏损状态，因此资源板块整体毛利率同比减少 6.12 个百分点至 42.25%。随着技改方案逐步推进，Lumbabe 铜矿经营水平或将改善，公司盈利能力或将持续优化。从公司现有矿石资源储量观察，截止 2024 年底，公司共保有益资源储量铜金属

342 万吨，银金属 179 吨，金金属 19 吨，磷矿石 2134 万吨（@31.00%）。年内，通过收购赞比亚 Lubambe 铜矿 80% 股权及 Lonshi 铜矿与两岔河磷矿增储，公司铜金属、磷矿石储量同比分别+185%及 12%。从公司现有矿山产能及未来增产计划观察，年内公司已建成铜产能 5 万吨，五氧化二磷产能 30 万吨；实际铜金属产量 4.87 万吨（同比增长 146%），磷矿石产量 35.65 万吨（同比增长 116%）。其中，公司位于刚果（金）的 Dikulushi 铜矿已稳定达产，年内产铜约 1.48 万吨。公司位于刚果（金）的 Lonshi 铜矿分为东西两大采区，其西采区已建成年产能 4 万吨，年内产能持续爬坡，实现铜产量 2.61 万吨，完成全年生产目标。Lonshi 铜矿东矿区已完成采选工程建设开发方案的可行性论证，拟投资 7.5 亿美元建设东区采选工程，预计基建工期 4.5 年，计划于矿山投产后的第四年达产，达产后 Lonshi 铜矿东西区合计年产能将达 10 万吨铜金属。公司年内收购赞比亚 Lubambe 铜矿 80% 股权，该矿设计规模为 250 万吨/年，结合 1.98% 铜品位测算，铜金属年产能可达近 5 万吨。但该矿山迄今未能达产，公司于 24 年 6 月份接管后，持续对其进行技改优化，以使矿山具备达产条件。2024 年 7-12 月，Lubambe 铜矿产铜 0.78 万吨。磷矿山方面，贵州两岔河项目南采区已正式投产，年产能 30 万吨，其北采区也已进入下掘阶段，计划建设期 3 年，建成后将实现年产能 50 万吨。公司矿山资源不断扩储，叠加技改项目的持续投入加速产能释放，我们预计公司从 2028 年起或逐步形成铜年产能约 16 万吨（较当前+220%），以及五氧化二磷年产能约 80 万吨（较当前+167%），公司业绩成长弹性巨大。

公司现金流明显改善，盈利能力持续提升。公司矿服业务工程回款较好及矿产品销售增加推动报告期内公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 89.24%至 20.53 亿元；由于公司 Lonshi 铜矿基建工程和两岔河磷矿南采区基建投资均已完成，矿山建设投资减少，公司投资活动产生的现金流量净额同比减少 62.83%至-7.26 亿元；筹资活动也因 Lonshi 铜矿和两岔河磷矿基建工程完工，由流入 7.22 亿元转为流出 5.17 亿元。公司整体现金流动性提升，经营能力优化。鉴于 23 年 lonshi 项目美元借款于 24 年生产期费用化，而汇兑损益在人民币升值背景下由 23 年的盈利至今年转为亏损，公司年内财务费用同比增长 109.5%至 1.99 亿元，其中利息费用同比增长 52.4%至 2.18 亿元。同期，由于 lonshi 项目 24 年生产期费用化，且公司补发了 22 年的部分考核，导致公司年内管理费用升至 5 亿元，同比增长 27.74%。同期公司销售费用受产品销量增加影响，同比增长 8.85%至 0.3 亿元。得益于提质增效方案的持续有效执行，公司销售净利率由 23 年的 13.94%升至 24 年的 15.80%，销售毛利率同期由 30.35%升至 31.51%，有效显示公司整体盈利能力及回报能力的持续提升。

公司成长性将受益于：矿业资本开支仍处强景气周期（行业强成长性），公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升（提升公司成长性），公司自身矿山项目的逐步释放（提升公司业绩及估值弹性）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 128.77 亿元、148.13 亿元、168.50 亿元；归母净利润分别为 23.47 亿元、28.25 亿元和 32.86 亿元；EPS 分别为 3.76 元、4.53 元和 5.27 元，对应 PE 分别为 10.19、8.47 和 7.28，维持“推荐”评级。

风险提示：全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险；客户集中度偏高风险；应收账款风险；公司矿端项目产出不及预期。

参考报告：《金诚信（603979.SH）：矿产品产量爆发式增长，资源弹性仍在提升》，2025-4-28



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：捷捷微电（300623.SZ）：产销两旺，高端制造打造新增长点

事件：

2025年4月15日，公司发布2024年度业绩报告，实现营业收入28.45亿元，较上年同期增加35.05%，归母净利润为4.73亿元，比上年同期增加115.87%。

点评：

产销两旺，公司2024年营收同比增长35.05%，归母净利润同比增长115.87%，业绩增长强劲。报告期内，公司实现营业收入28.45亿元，同比增长35.05%，归母净利润4.73亿元，同比增长115.87%，营业利润6.1亿元，同比增长194.50%。两大核心产品产销两旺，功率半导体芯片生产量和销售量分别同比增长43.93%和63.10%，营业收入同比增长44.59%，毛利率为23.47%，同比增长2.86pct，主要得益于捷捷微电(南通)科技有限公司生产设备在功率半导体领域属于国内领先水平，随着产能不断提升，销售快速增长。功率半导体器件生产量和销售量分别同比增加31.52%和32.25%，毛利率达41.46%，同比增长2.53pct。主要得益于下游市场应用领域需求的逐步回暖、产品结构升级和客户需求增长等因素，产能利用率保持较高的水平。

6英寸项目推动产品结构优化升级，现已实现50000片/月产出。公司“功率半导体6英寸晶圆及器件封测生产线”项目由公司全资子公司捷捷半导体有限公司承建，该项目计划采用深Trench刻蚀及填充工艺、高压等平面终端工艺，积极扩展新产品门类，填补公司产品空白，补充和升级现有产品结构。6寸线定位于功率半导体芯片生产线，最小线宽达0.35um，目前已具备批量生产能力，产品包括单双向ESD芯片、稳压二极管芯片、开关管芯片、FRED芯片、高压整流二极管芯片、肖特基芯片和VDMOS芯片等。6寸线目前还在产能爬坡期，现已实现50000片/月产出。

控股子公司聚焦高端隔离器芯片，国产替代助力开拓高端制造新增长点。公司控股子公司捷捷微电(成都)科技有限公司于2024年10月25日完成工商注册登记手续并取得《营业执照》，公司注册资金1000万元，坐落于成都高新区。该公司经营高端隔离器芯片，其产品可广泛应用于工业控制、新能源汽车、信息通讯、电力电表等领域，可实现公司产业链向上延伸，优化产品结构，为公司在高端制造领域培育新的利润增长点，也可实现对高端隔离器芯片国产化替代。2025年预计可形成500万左右的销售。

公司盈利预测及投资评级：公司是晶闸管龙头，6寸线目前还在产能爬坡期，随着产能不断

提升，销售有望快速增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.78 元，1.02 元和 1.35 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）扩产进度不达预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

参考报告：《捷捷微电（300623.SZ）：产销两旺，高端制造打造新增长点》，2025-5-9



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

航空行业：航空业年报及一季报点评：客座率持续提升，旺季弹性值得期待

业绩概览：量升价降，24Q4-25Q1 航司盈利仍然承压

24年下半年以来，航空业承受了较大的经营压力。24Q4 三大航扣非归母共计亏损约 108 亿元，虽然较 23Q4 的合计亏损 143 亿有所收窄，但亏损金额依旧较大。25 年 Q1 三大航扣非后亏损皆同比扩大，合计亏损由 24 年 Q1 的 21 亿提升至今年的 44 亿。“量升价降”的现象贯穿了整个 2024 年。24 年上市公司国内航线客座率显著超过 23 年，25Q1 客座率进一步提升；另一方面，经济舱平均票价明显下降，根据航班管家数据 24 年国内经济舱平均票价同比 23 年下降 12.1%，较 19 年同期下降 3.8%，淡旺季票价差距较往年有所放大。

民航局推动供需再平衡，运力投放有序缩减

展望 2025 年，我们认为国内航线在经历持续过剩后，有望向供需再平衡演进。今年民航工作会议要求航空业必须统筹好政府和市场关系，促进航空市场规范有序发展。要着力增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施，严控多承运人低客座率航段运力供给。同时，有针对性加强价格行为监管。可以看出民航局对于目前行业供大于求导致价格竞争过度的现象有清晰认识，将通过制定更合理，有针对性的考核指标约束供给端，以推进供需的再平衡。

从 25Q1 航司国内线的运力供给数据可以看出，Q1 三大航国内线整体运力投放同比下降，春秋与吉祥的合计降幅较三大航更加明显。与运力投放下降相对应的是，三大航 24 年以来客座率较 23 年明显提升，25Q1 同比继续提升。经过 23 和 24 两年的恢复，三大航国内航线客座率已经基本恢复甚至略微超过 19 年同期。中型航司则早已重新回到较高水平。如果 25 年行业能够在维持较高客座率的情况下压缩供给，稳住票价，对民航业盈利能力的恢复将有较大的助益。

投资建议：PCF 估值与三大航市值处于相对低位，旺季弹性可期

我们认为今年旺季航空股具备较强的向上弹性。票价方面，今年国内航线的供给管控及价格

监管有望取得较好的效果。在淡季客座率已经较高的情况下，旺季需求的提升更多会转化为票价提升，价格弹性大概率超过 24 年同期；成本方面，燃油价格较 24 年同期具备一定优势；估值方面，目前航空板块 PCF 估值与市值都处于历史相对较低水平。目前行业处于淡季，且市场预期处于相对低位，我们认为行业股价位于左侧，建议重点关注行业旺季盈利弹性。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空业年报及一季报点评：客座率持续提升，旺季弹性值得期待》，2025-5-13



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：新坐标（603040.SH）：海外贡献业绩增长，设立控股子公司进军丝杠领域

近日，公司发布 2024 年财报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 68,028.21 万元，同比增长 16.63%，实现归母净利润 21,160.51 万元，同比增长 14.76%。2025 年一季度实现营业收入 17,899.06 万元，同比增长 26.15%，归母净利润 6,681.67 万元，同比增长 37.59%，对此，我们点评如下：

海外业务贡献业绩增长。2024 年公司境外营收规模为 29,231.90 万元，同比增长 47.0%，境外营收占比 43.0%。其中两个海外子公司营收规模均实现增长，尤其是欧洲公司。欧洲新坐标 2024 年实现营收 16,556.08 万元，同比增长 77.5%，墨西哥新坐标 2024 年营收为 4,295.32 万元，同比增长 24.9%。海外业务的持续增长受益于公司产品在原有客户内部份额的提升和新客户的开拓，如欧洲大众、MAN、卡特彼勒、Stellantis 等新项目陆续投产。我们认为，海外业务的持续增长正是公司在技术、成本及服务响应等方面竞争力的体现。

公司产品在乘用车、商用车领域均实现了两位数增长，其中乘用车领域，2024 年实现营收 48,706.27 万元，同比增长 15.68%，商用车领域营收为 11,728.91 万元，同比增长 17.87%。我们认为，随着奇瑞、海外商用车（MAN、卡特彼勒、道依茨）等新项目落地，公司业务有望持续稳定增长。而 2025Q1 营收即实现 26.15% 的增长，体现了公司在海内外、商乘领域的成长性。

毛利率略降但仍具韧性，费用率持续下降，ROE 提升。2024 年公司综合毛利率为 51.9%，低于 2023 年 53.34%。国内外汽车行业竞争加剧，车企不断降低成本，导致汽车零部件企业都面临较大的降价压力。公司毛利率仍然具备韧性，2025Q1 公司综合毛利率为 53.66%。随着商用车业务占比提升（商用车业务 2024 年毛利率为 58.4%，乘用车为 53.18%），新项目的投产，以及公司较强的成本控制能力，我们认为公司毛利率有望维持稳定。

期间费用率上，2024 年公司期间费率（销售+管理+研发）为 16.69%，较 2023 年下降 2.67pct，

三项费率均有所下降。受益费率的下降，公司 2024 年净利率为 32.25%，提升 0.35pct。受益净利润率、总资产周转率的提升，公司 ROE 持续上行。2024 年公司加权平均净资产收益率为 16.36%，增加 0.58pct。

投资设立控股子公司，进军丝杠领域：公司发布公告，将成立杭州九月八精密传动科技有限公司。项目总投资额约 5 亿元，公司持有该子公司 77% 股权，另外两家股东分别为浙江陀曼智能科技股份有限公司（持股 18%）、孙立松（持股 5%）。该子公司主要业务集中在研发、生产和销售滚柱丝杠、滚珠丝杠等精密传动零部件。股东三方存在较强的互补性，如陀曼智能专注于高端数控机床、自动生产线和智能制造软件的研发、生产和销售，专注在设备端。孙立松曾任 UBC 轴承采购员、供应链经理、总经理助理，五洲新春（上海）精密轴承有限公司总经理；现任捷颂（上海）传动科技有限公司总经理，其在渠道端具备优势。而新坐标则在冷锻成型工艺等制造环节具备领先优势。我们认为，三方将借助各自领域的优势，有望在丝杠领域取得突破。

公司盈利预测及投资评级：综上，公司现有主业持续在海外市场、商用车等市场拓展，仍有成长空间。公司手握冷锻工艺利器，持续开拓新产品，进入新赛道。本次成立控股合资公司进入丝杠领域是公司该能力的又一次验证。同时，公司具备较强的成本、费用控制能力，我们看好其中长期发展趋势。不考虑丝杠等新产品，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.46/2.85/3.31 亿元，对应 EPS 1.80/2.09/2.42 元。按照当前股价对应 PE 19x/17x/14x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车需求不及预期、公司产品推广不及预期、主要原材料价格大幅上涨风险等。

参考报告：《新坐标（603040.SH）：海外贡献业绩增长，设立控股子公司进军丝杠领域》，2025-5-6



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

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

石油石化行业：美国成品车用汽油及蒸馏燃料油产品供应量下降，原油进出口数量下降

原油价月环比下跌明显。截至 4 月 11 日，Brent 和 WTI 原油期货结算价分别为 64.76 美元/桶和 61.50 美元/桶，环比上月下跌 6.90% 和 4.75%；WTI、Brent 原油现货价格分别为 60.07 美元/桶、63.33 美元/桶，环比上月分别跌 9.03%、8.59%；ESPO 原油现货价格为 59.29 美元/桶，环比上月下跌 5.75%。3 月，OPEC 原油现货价格为 74.00 美元/桶，环比下跌 3.66%；中国原油现货月度均价（南海）为 62.94 美元/桶，环比下跌 5.99%，中国原油现货月度均价（胜利）为 68.71 美元/桶，环比下跌 6.96%。

美国，炼油厂可运营产能利用率下跌；成品车用汽油及蒸馏燃料油产品的供应量环比下降；

库存量月环比降低。截至4月11日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为86.30%，环比上月下跌0.6个百分点。美国每周成品车用汽油：供应量为8462千桶/天，环比上月下降355千桶/天，跌幅为4.03%；库存量为234019千桶，月环比降低6555千桶，降幅为2.72%。美国蒸馏燃料油产品：供应量为3858千桶/天，环比上月下降152千桶/天，降幅为3.79%；库存量为109231千桶，环比上月下降5552千桶，降幅为4.84%。

美国原油进出口数量月环比下降，中国原油进口数量大幅增长。

3月，美国原油进口数量均值为5749.50千桶/日，环比上月下降8.68%；出口数量月度均值为4106.00千桶/日，环比上月跌1.14%；中国原油进口数量为5141.00万吨，环比上月上升了872万吨，涨幅为20.43%。

结论：原油价月环比下跌明显。截至4月11日，美国，炼油厂可运营产能利用率下跌；成品车用汽油及蒸馏燃料油产品的供应量环比下降；库存量月环比降低。3月，美国原油进出口数量月环比下降，中国原油进口数量大幅增长。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《石油石化行业：美国成品车用汽油及蒸馏燃料油产品供应量下降，原油进出口数量下降》，2025-4-22

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益关系。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