

首席周观点：2025 年第 18 周

2025 年 4 月 30 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：宝武镁业（002182.SZ）：镁铝合金有效放量，行业成长共振或增厚利润

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 89.83 亿元，同比增长 17.39%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比减少 47.91%；实现基本每股收益 0.16 元/股，同比减少 50.93%。至 2025 年 Q1，公司年内实现营业收入 20.33 亿元，同比增长 9.08%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比减少 53.58%。镁铝合金产品持续放量，降本增效有效进行，但镁价低迷叠加期间费用提升使公司利润端承压。

镁铝合金产品持续放量，铝板块盈利能力提升。2024 年公司镁铝合金及深加工产品产销量双增长，其中产量+27.81%至 46 万吨，销量+23.54%至 45 万吨，产销率达 98%。从产能观察，公司现有镁合金产能 20 万吨，铝合金产能 15 万吨，2024 年公司于安徽宝镁建成 30 万吨镁合金产能，目前产能持续爬坡中，其完全达产后将使公司镁合金产能+150%至 50 万吨。公司新建产能的投产或帮助公司业绩弹性持续释放。从公司主营构成观察，2024 年公司铝板块结构进一步优化，铝合金深加工产品实现营收+66.78%至 30.57 亿元，主营占比由 23 年的 13.9%提升至 34%。而铝合金材料占比主动削减，24 年实现营收-15.07%至 8.93 亿元，营收占比由 23 年的 13.74%降至 9.94%。铝合金深加工产品毛利率由 23 年的 10.27%提升至 11.28%，铝合金产品毛利率由 23 年的 6.29%升至 11.23%，铝合金板块整体盈利能力大幅提升。由于公司原镁自给率较高，镁价低迷对公司镁板块业绩影响较大，公司 24 年镁合金产品营收-4.09%至 24.25 亿元，压铸件营收-3.78%至 10.15 亿元，镁合金产品毛利-39.09%至 2.78 亿元，压铸件毛利-25.91%至 0.97 亿元。此外，子公司云信铝业于 2024 年完成 10 万吨铝中间合金产能技改升级（包含 3.5 万吨铝钛硼、1.5 万吨铝丝和 5 万吨其他铝合金材料），预计满产后可实现年销售收入 17 亿元。24 年公司中间合金营收+63.06%至 10.98 亿元，毛利+102.07%至 0.44 亿元。综合观察，受益于各板块的产销量增长与降本增效有效进行，公司 24 年毛利润同比+2.18%至 10.51 亿元。

公司加大研发投入，带动镁合金下游应用有效发展。公司持续加大研发投入，研发费用由 21 年的 3.09 亿元增至 24 年的 4.55 亿元，占营收比例由 21 年的 3.8%增至 24 年的 5.1%，公司客户优势及技术优势不断夯实，镁下游应用得到有效推广及发展。汽车轻量化方面，公司与塞力斯合作取得重大突破。2025 年 4 月 23 日，塞力斯联合重庆大学、宝武镁业、北京科技大学共同研发面向量产的全球最大一体化压铸镁合金后车体正式发布，该组件或推动镁合

金的单车应用由现在的 20kg 级升至 50kg+级别，且未来将通过更多技术突破向 100kg+、200kg+应用迈进。2024 年全球汽车行业镁需求量为 38.5 万吨，占镁合金消费需求比例达到 70%，新能源汽车的单位用镁增长将有效推动镁需求提升。机器人方面，2024 年 12 月 20 日，在 2024 年世界智能制造大会上，公司与埃斯顿发布了镁合金机器人新品“ER4-550-MI”，相较铝合金版本减重 11%，节拍速度提升 5%，能耗降低 10%。此外，公司在镁合金下游行业全面布局，与汽车轻量化、建筑模版、机器人、低空经济、固态储氢、消费电子等多重领域的头部产商均有开展合作。

期间费用增长利润承压。从成本方面观察，2024 年产品销量增长推动销售费用同比增长 38.11%至 0.28 亿元；由于借款利息支出增加，本期财务费用同比增长 8.14%至 1.07 亿元；由于公司目前处于投产期，产能的提升推动公司人工成本增长，使本期管理费用同比增长 24.32%至 2.11 亿元；此外，公司持续深入研发，加强镁下游应用研究与冶炼技术升级，本期研发费用同比增长 29.19%至 4.55 亿元。公司期间费用增长导致归母净利润承压下行，同比减少 47.91%至 1.6 亿元。叠加镁价受损，公司销售毛利率由 23 年的 13.44%降至 23 年的 11.70%，销售净利率由 23 年的 4.66%降至 24 年的 1.76%。公司 2024 年 ROE 同比下降 54.8%至 3.01，盈利能力有所弱化。另一方面，受产能持续增长，营收规模上升及相应营运资金占用增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 96.99%至 0.11 亿元。同期公司资产负债率由 23 年的 47.40%升至 24 年的 54.5%。

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 109.16 亿元、143.98 亿元、158.64 亿元；归母净利润分别为 4.52 亿元、7.85 亿元和 9.05 亿元；EPS 分别为 0.46 元、0.79 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 26.84、15.46 和 13.41，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期风险，项目完成时间晚于预期风险，镁价下行风险，下游汽车行业发展不及预期风险，下游机器人行业发展不及预期风险。

参考报告：《宝武镁业（002182.SZ）：镁铝合金有效放量，行业成长共振或增厚利润》，2025-4-29



莫文娟|东兴证券能源开采首席分析师

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

煤炭行业：三港口炼焦煤库存减少明显，生铁和粗钢月度产量大幅提升

炼焦煤价格继续下跌。截至 2025 年 4 月 14 日，综合的中国炼焦煤价格指数报收 1286.69 元/吨，环比上月下跌 35.09 元/吨，跌幅为 2.65%。截至 4 月 11 日，京唐港对来自澳大利亚的主焦煤库提含税价报收 1310 元/吨，环比上月下跌 90.00 元/吨，跌幅为 6.43%；峰景矿硬焦煤普氏价格指数 190.60 美元/吨，环比下跌 2.10 美元/吨，跌幅为 1.09%。

三港口合计炼焦煤库存量月环比下降。截至 4 月 11 日，三港口炼焦煤库存量共 341.92 万吨，

环比上月下降 42.2 万吨，降幅为 10.99%。

全样本独立焦企的产能利用率环比上月上升，炼焦煤可用天数环比上月上升。截至 4 月 11 日，全样本独立焦企的产能利用率为 72.96%，环比上月上升 2.93 个百分点，同比上涨 9.09 个百分点；统计全样本独立焦企的炼焦煤平均可用天数为 11.20 天，环比上月上升 1.80 天，涨幅为 19.15%；同比上升 1.20 天，涨幅达 12.00%。

焦炭月度产量月环比稍降，生铁、粗钢月度产量月大幅提升。3 月，焦炭月度产量达 4128.40 万吨，环比下降 18.7 万吨，降幅为 0.45%；同比增长 192.2 万吨，增幅为 4.88%。生铁月度产量达 7529.40 万吨，环比上升 859.51 万吨，增幅为 12.89%；同比增长 263.70 万吨，增幅为 3.63%。粗钢月度产量达 9284.14 万吨，环比上升 1687.22 万吨，增幅为 22.21%；同比增长 457.24 万吨，增幅为 5.18%。

结论：炼焦煤价格继续下跌。三港口合计炼焦煤库存量月环比下降。全样本独立焦企的产能利用率环比上月上升，炼焦煤可用天数环比上月上升。焦炭月度产量月环比稍降，生铁、粗钢月度产量月大幅上升。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险

参考报告：《煤炭行业：三港口炼焦煤库存减少明显，生铁和粗钢月度产量大幅提升》，2025-4-22



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：宁波高发（603788.SH）：经营持续提质增效，现金资产充足

事件：近日，公司发布 2024 年财报：2024 年公司实现营业收入 146,065.34 万元，同比增长 15.61%，实现归母净利润 19,058.85 万元，同比增长 17.18%。对此，我们点评如下：

经营持续提质增效。公司主要产品销量持续增长，其中电子换挡器总成销量达 310 万套，同比增加 31.36%，电子加速踏板总成销量达 743 万套，同比增加 29.44%。两产品销量增速明显高于汽车/乘用车行业销量，市场份额持续提升。主要业务营收呈现增长，档位操纵系统总成及软轴营收同比增长 4.68%；电子加速踏板总成营收同比增长 32.3%。档位操纵器业务营收端增速低于销量增速，主要与单价下滑有关。我们以各项业务营收除以业务销量近似于产品单价，其中，档位操纵器及软轴单价有所下滑，下降 7.9%，而电子油门踏板和汽车拉索单价分别增长 2.2%和 1.7%。另外，其他业务（非成套部件产品）营收呈现较高增长，2024 年同比增长 66.04%，该业务包括手柄球头、制动踏板以及其他产品。

毛利率上，2024 年公司主营业务毛利率为 22.62%，较 2023 年下降 0.41pct，主要与档位操纵器业务价格下降、传统产品汽车拉索毛利率下降有关。分产品看，档位操纵器业务毛利率为 24.09%，同比下降 1.16pct。汽车拉索毛利率为 13.55%，下降 4.31pct。电子加速踏板总成毛

利率为 24.54%，增加 1.72pct。费用率控制依然优秀，期间费率（销售+管理+研发）合计为 9.1%，同比下降 2.51pct。优秀成本、费用的控制能力使得公司 2024 年净利率稳步增长，2024 年公司净利率为 12.98%，好于 2023 年的 12.86%。

受益公司净利率、资产周转率提升，公司 ROE 持续提升。2024 年公司加权平均净资产收益率为 9.41%，同比增长 1.16pct。

现金资产充足与高比例分红：依据公司 2024 年资产负债表，公司货币资产+交易金融资产（以结构性存款及理财产品为主）+一年内到期的非流动资产（为一年内到期的大额存单及利息）+其他债权投资（为大额存单、定期存款及利息）合计为 10.2 亿元。短期借款等有息负债合计仅为 4565 万元。尽管公司自 2023 年以自有资金增加资本开支，但仍然保留有较高的现金储备。公司 2024 年持续保持高比例分红，2024 年分红率为 81.93%，持续回报股东。

公司盈利预测及投资评级：公司具备优秀的成本、费用控制能力。现有业务保持行业领先，且持续开拓合资和海外市场，2024 年公司新增外资及合资客户包括斯特兰蒂斯、雷诺、上汽奥迪、广汽丰田、采埃孚等。新增产品包括汽车制动踏板，并进入上汽、奇瑞和赛力斯供应体系。公司是细分领域领先者，具备较强的公司治理能力和市场开拓力，我们看好其中长期发展。预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.21/2.56/2.99 亿元，对应 EPS 0.99/1.15/1.34 元。按照当前股价对应 PE 15x/13x/11x，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：《宁波高发（603788.SH）：经营持续提质增效，现金资产充足》，2025-4-23



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 3 月数据点评：顺丰件量增速超预期，通达系价格竞争依旧激烈

3 月全国快递服务企业业务完成量 166.56 亿件，同比增长 20.3%，增速较 1-2 月累计的增长 22.4%略有放缓，但依旧维持在较高水平。分类型看，3 月同城件业务量同比增长 4.3%，异地件业务量增长 21.9%。

3 月顺丰业务量增速提升至 25.4%，高于其他通达系上市公司；公司市场份额同比提升 0.3pct。公司公告称其高增长主要得益于公司凭借丰富的产品矩阵及综合物流解决方案能力，持续渗透生产制造和生活消费各类物流场景，有效满足客户多元化业务需求。

通达系中，圆通、申通及韵达的增速与行业均值都较为接近，其中圆通增速略高，结合其单票收入的变化看，圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈。3 月圆通市场份额同比提升 0.3pct；申通市场份额同比基本持平，韵达份额下降 0.3pct。

价格方面，行业的价格竞争依旧激烈。通达系方面，申通、韵达与圆通 3 月单票收入同比降幅分别为 4.3%、5.8%和 7.6%，同比降幅较 2 月有所收窄，主要是由于 24 年同期单价就已经较低。环比看，圆通单票收入环比下降 0.14 元至 2.18 元/票，主要是出于提升市场份额的考虑。申通单票收入环比下降 0.03 元，韵达单票收入环比提升 0.01 元，申通与韵达的单票收入维持在较低水平，且不排除继续小幅下探的可能性。

顺丰 3 月单票收入同比下降 11.7%，环比下降 3.7%，我们认为主要系公司拓展物流场景，电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

去年下半年通达系公司的单票收入有筑底回升趋势，但开年以来价格竞争烈度超出我们预期。行业龙头对市场份额的诉求依旧较为强烈，预计上半年价格竞争烈度会维持较高水平。

投资建议：随着行业竞争的加剧，电商件内部的分化已经较为明显。低端电商件领域，单纯的成本优势能够为企业带来利润贡献会越来越有限，而中高端的电商件对服务质量提出更高的要求。行业的变化在倒逼企业重视服务质量，走向转型升级的道路，“生存靠份额，赚钱靠服务”会是行业趋势。因此我们建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递 3 月数据点评：顺丰件量增速超预期，通达系价格竞争依旧激烈》，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：兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动

公司是国内 PCB 样板快件、批量板细分领域的龙头企业，股权结构稳定。根据 Prismark 公布的 2023 年全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第二十九名。公司产品应用于通信、工控、轨道交通、医疗电子、计算机及外设、半导体等领域，资源遍及全球三十多个国家和地区。公司股权结构稳定，各子公司分工明确，协同合作。截至 2024 年三季度报，邱醒亚作为公司实际控制人，占股 14.46%，为第一大股东。

公司围绕“PCB”与“半导体”两大核心业务，近年来 IC 封装基板营收占比不断提升。公司半导体业务聚焦 IC 封装基板，国产化进程加快，产能有望进一步提升。FCBGA 封装基板已通过多家客户认证、交付数款样品订单，现已进入小批量量产阶段。公司 PCB 样板、小批量板保持总营收 75%以上的占比，IC 封装基板在 2020-2023 年间营收占比不断提升，截至 2023 年已占总营收的 15.32%。

公司在面临 2023 年 PCB 行业景气度波动的情况下，FCBGA 封装基板业务持续加大投入，未来 IC 载板业务有望取得突破。从毛利率水平来看，PCB 业务毛利率最高，2023 年 PCB 行业景

气度下行，产品毛利率有所波动。2023 年受 PCB 行业波动影响，公司为在行业内保持一定的市场份额相应调整产品价格，各项业务的毛利率均有不同程度的波动。公司目前处于业务投入期，2024 年前三季度营收为 43.51 亿元，同比增加 9.1%，归母净利润为-0.32 亿元，同比减少 116.59%。公司净利润减少主要原因为 FCBGA 封装基板业务费用投入大，且该项目仍处于市场拓展阶段，尚未实现大批量生产，人工、折旧、能源和材料费用投入较大。2020-2023 年兴森科技研发费用持续增加，2023 年研发费用为 4.92 亿元，同比增长 28.46%，主要用于 IC 封装基板的项目的投资建厂。公司持续增加研发费用投入，为 IC 封装基板业务开拓提供有力支持。

AI 芯片市场规模的快速增长与国产存储芯片进口替代进程加速有望成为 IC 载板业务增长的两大引擎。封装基板是一种用于集成电路封装的关键材料，是用于建立芯片（IC）与印刷电路板（PCB）之间的讯号链接，作用是承载芯片，连接芯片与 PCB 母板。根据基材的不同，IC 载板可以分为 BT 载板和 ABF 载板。全球 AI 芯片市场规模快速增长，预计到 2033 年，全球 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 144 亿美元到 2033 年的 2386.7 亿美元，年复合增速为 36.6%，AI 芯片市场规模的快速增长将成为 ABF 载板的增长引擎。预计到 2034 年，全球存储芯片市场规模将从 2024 年的 1251 亿美元增至 3920 亿美元，复合年增长率为 12.1%。其中，中国的存储芯片市场规模为 276.5 亿美元，年增长率达 12.4%。随着国内存储芯片国产化突破，拉动国内 BT 载板的需求，预计国产 BT 载板需求会进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：公司深耕 PCB 行业，受益于下游 AI 的拉动与存储芯片国产替代双轮驱动，公司 IC 载板业务有望取得突破。预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 16.32%、23.34%、25.66%；归母净利润分别为-1.83、1.41 和 4.02 亿元，对应 EPS 分别为-0.11、0.08 和 0.24 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）IC 载板项目进展不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

参考报告：《兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动》，2025-3-17

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