

首席周观点：2025 年第 16 周

2025 年 4 月 18 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：赤峰黄金（600988.SH）：供应链管理能力强，公司业绩弹性显现

事件：公司发布 2024 年年度报告。公司年内实现营业收入 90.26 亿元，同比增长 24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119.46%；基本每股收益+118.37%至 1.07 元。公司选矿能力持续提升、改扩建项目稳步推进，以黄金为主的多金属产量均维持增长，叠加公司生产效率的优化与黄金价格的中枢上行，公司业绩处于快速优化周期。

矿金单位生产成本维持稳定。报告期内，公司矿金生产成本维持稳定。受海外通胀黏性及矿石品位下滑等因素制约，全球矿金生产成本持续攀升；至 24H1，全球矿金生产平均全维持成本+6%至 1388 美元/盎司。而公司 2024 年矿产金平均销售成本为 278.08 元/克，平均全维持成本+5.25%至 281.19 元/克，较全球平均成本低 13%。公司国内矿山成本优势明显，但海外矿山成本优化显著。国内方面，矿石品位下降及掘进探采等工作量增加，导致单位生产成本被迫提升。报告期内，公司国内矿山销售成本同比增长 2.88%至 157.09 元/克，全维持成本同比增长 12.94%至 224.54 元/克（依然较全球平均水平低 31%）。海外矿山方面，公司展现出优秀的销售费用控制能力。万象矿业销售成本同比仅增加 0.48%至 1497.05 美元/盎司，全维持成本同比减少 0.47%至 1323.75 美元/盎司；金星瓦萨销售成本同比减少 0.88%至 1303.89 美元/盎司，但全维持成本同比增长 8.97%至 1304.46 美元/盎司。

矿选技术创新及流程优化持续提升出矿效率。公司从技术创新与流程优化入手，切实提升生产效率。万象矿业选矿与回收流程不断优化，选矿回收率较投产之初提升了近 20%；通过对顽石破碎线路的改造升级，其设备运行效率提升了 15%，年矿石处理量增加 12 万吨；通过设备改造和监测优化，设备停机次数减少、单次运行时间增加，预计带来额外收益 52.5 万美元。金星瓦萨方面，井下采矿团队的引进帮助矿山井下出矿能力提升了 40%至 7000 吨/天，其选厂处理能力提升了 25%至 10000 吨/天，回收率则稳定在约 95.5%的水平。

公司成本控制能力及供应链管理能力强已明显强化。从财务数据观察，在产销量双提升的背景下，公司年内销售费用同比下降 49.39%至 34.9 万元，销售费用率接近 0%；年内财务费用同比下降 19.56%至 1.55 亿元，财务费用率由 23 年的 2.67%降至 1.72%；年内管理费用同比上升 6.7%至 4.92 亿，管理费用率由 23 年的 6.39%降至 5.45%。数据综合显示公司在生产经营流程中成本控制能力的有效优化及盈利能力的系统性提升。此外，公司深化供应链管理，在采购环节增强成本控制能力。通过成立全球供应链中心，推进集中采购战略，2024 年公司国内矿山预计节约采购成本 1119 万元；金星瓦萨采购和服务合同实现 20%-30%的降本；

万象矿业钻探成本降低 10.6%，西尾矿库土方工程项目、石灰采购项目、柴油采购项目总计节约 1200 余万美元，远西区域采矿服务节省约 124 万美元，而该项目（含采矿及矿石转运）预估总节省 830 万美元。2025 年，万象矿业计划在卡农、天空等区域继续推行工程及采矿外包，进一步降低成本。我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升与各项降本增效举措的不断推进而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50% 以上。

改扩建项目按计划推进，矿金产量进入释放期。2021-2024 年期间，公司矿产金产量 CAGR 达 23%，由 21 年的 8.1 吨增至 24 年的 15.2 吨，累计增幅 87%。公司选矿能力持续提升，产能扩建逐步释放，矿产金产量仍有预期增长空间。其中，五龙矿业技改项目持续推进，至 24 年底已达到 2000 吨/天的处理能力，计划于 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力；吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目于 6 月试生产，年末已通过验收，预计选矿处理能力增长 150%；华泰矿业 3 万吨/年地下开采扩建项目已于 11 月开工建设，预计将于 2025 年逐步贡献增量产能；锦泰矿业二期探转采方案已通过评审，前置手续稳步推进中；万象矿业远西露天金矿于 9 月投产，年内贡献黄金产量 1.2 吨，改扩建工程仍在按计划建设中；金星瓦萨矿掘进效率和生产效率提高，DMH 露天坑开采得到优化且井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。此外，翰丰矿业立山矿区下部采区完成建设，并启动采矿外包，采矿整体效率进一步提升，推动公司 24 年铅、锌、钼精粉产量同比分别增长 49%、32%、233%至 4051 吨、14894 吨及 687 吨。根据公司扩产规划，我们预计 2025-2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨，2024-2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。

公司成长性将受益于：考虑到黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价仍在发酵。考虑到公司具有的强成长优势（矿金产量预计由 24 年 15.16 吨增至 27 年 20.89 吨）、资源优势（国内高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储预期），公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

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 117.5 亿元、138.2 亿元、158.4 亿元；归母净利润分别为 26.04 亿元、32.57 亿元和 39.76 亿元；EPS 分别为 1.39 元、1.74 元和 2.13 元，对应 PE 分别为 15.54x、12.42x 和 10.17x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

参考报告：《赤峰黄金（600988.SH）：供应链管理能力强，公司业绩弹性显现》，2025-3-31



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：聚灿光电（300708.SZ）：产销两旺驱动业绩高增，红黄光项目夯实增长新动能

事件：

2025年4月11日，公司发布2025一季度业绩报告，公司实现营业收入7.31亿元，同比增长21.80%；归母净利润0.61亿元，同比增长27.72%；扣非归母净利润0.60亿元，同比增长46.50%。

点评：

产销两旺，公司2025年一季度营收同比增长21.80%，归母净利润同比增长27.72%，主营业务增长稳健。一季度公司实现营收7.31亿元，归母净利润为0.61亿元，扣非净利润为0.60亿元。一季度公司毛利率为15.52%，同比增长1.97pct，环比增长2.95pct。主要得益于公司精准的营销策略、对市场需求的敏锐洞察叠加产能释放，以高光效照明、车用照明、背光、Mini直显等为代表的高端产品占比持续攀升，带动产品均价及毛利率同步提高。2025年一季度产销两旺，主营业务稳健增长，营运效率优化，实现经营活动产生的现金流量净额1.76亿元，同比增长666.02%。

先行后装与新兴场景，合作渗透前装市场，车载领域赛道仍具备长期增长动能。在需求端，全球新能源汽车渗透率不断提升（预计2025年超30%），带动车灯模组向高亮度、智能化升级，公司车用芯片已覆盖车用照明、ADAS信号灯等增量场景。面对车规市场的严苛认证和长周期挑战，公司优先布局后装替换市场（如车灯改装、维修件）及车内人机交互新场景（如智能表面交互灯、舱内透明显示）。除此之外，合作渗透前装市场，公司与车规封装客户形成战略合作伙伴，深度绑定合力进行市场推广。产品目前已通过ISO9001、QC080000、IATF16949质量管理体系的认证。生产车间采取静电防控管理，并计划2025年4月取得ESD管理体系认证。同时，公司实验室持续按照AEC-Q102标准进行产品可靠性测试，推出性能领先的产品，深化车企供应链合作，抢占汽车电子升级红利，为消费者提供更高品质的车灯产品。

“年产240万片红黄光外延片、芯片项目”进展显著，夯实第二增长曲线。面对小间距显示、全彩屏及RGB等市场的快速崛起，为提升红黄光与蓝绿光芯片在应用中的协同能力，公司开辟业务第二增长曲线，全力推进“年产240万片红黄光外延片、芯片项目”。目前项目建设进展显著，关键节点加速突破，2025年1月11日实现部分投产，当前月产能10万片的生产设备基本到货，部分工序设备处在调试阶段，产能正处于快速爬坡期。新增红黄光产线后，公司可提供RGB全色系芯片，基于氮化镓的蓝绿光芯片与基于砷化镓红黄光芯片的技术协同实现产品全光谱覆盖与色彩性能提升，显著降低客户供应链复杂度，加速直显、车载显示等高端应用落地。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的LED芯片企业，随着“年产240万片红黄光外延片、芯片项目”的建成投产，公司业绩有望持续增长。预计2025-2027年公司EPS分别为0.41元、0.54元和0.65元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）募投项目无法达到预期效益的风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险。

参考报告：《聚灿光电（300708.SZ）：产销两旺驱动业绩高增，红黄光项目夯实增长新动能》，2025-4-15



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 3 月数据点评：国内市场供给管控提振客座率，国际线淡季依旧承压

上市航司发布 3 月运营数据，国内航线运力投放同比下降约 3.2%，客座率同比提升约 2.8%；国际航线供给增长较快，淡季依旧承压。

国内航线方面：3 月上市公司国内航线运力投放同比下降约 3.2%，对比 1-2 月合计同比下降约 1.1%，可以看到 3 月国内运力投放还在缓慢收缩。分航司看，大航与中型航司在缩减国内运力投放上的态度是较为一致的。我们认为这对于国内航线供需关系的改善一个比较好的信号。

国内线 3 月客座率较去年同期提升约 2.8pct，提升幅度较为明显，其中三大航客座率提升幅度都超过 3pct。可以看到供给端的收缩对客座率的提振作用较为明显。

航司疫情以来长期的票价低迷使得民航局在 25 年民航工作会议上着重提出要“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”。这种对于供给端和价格端加强监管的表述此前较为少见，也体现出民航系统对此的重视。我们预计今年全年国内航线运力投放增速都会维持低增长或小幅收缩的状态，以达成供需重新适配的要求，这也有助于国内航线经营压力的缓解。

国际航线方面：3 月是国际线传统淡季，上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 28.9%，主要系去年基数较低；客座率方面，3 月客座率环比 2 月下降 0.1pct，较去年同期下降 0.8pct。目前国际航线淡旺季差异较疫情前更加明显，淡季国际航线依旧承压。

我们预计在去年低基数的影响下，今年上半年国际航线运力投放会维持较高的增速。运力投放的增长会对冲国际线的自然恢复，导致国际线客座率的小幅下降。此外，近期国际局势的不确定性对于部分国际航线的需求也会产生一定的负面影响。

投资建议：从开年的数据表现，我们推测国内航线供给端今年会经历一个“挤水分”的过程，且会持续较长时间。随着国际线需求恢复，堆积在国内线过剩的运力向国际线回转，国内航线有望借此逐步缓解供给过剩的问题，并带动客座率和票价回升。总的来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

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：《航空机场 3 月数据点评：国内市场供给管控提振客座率，国际线淡季依旧承压》，2025-4-17



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：新关税落地，关注具备竞争力环节

事件：4 月 2 日，美国特朗普政府公布对他国关税方案；针对汽车行业关税我们进行梳理，并点评如下：

针对汽车行业的关税梳理：据白宫网站，首先，美国对贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，该关税涉及所有国家进口至美国的商品，并于 2025 年 4 月 5 日生效。其次，针对美国贸易逆差较大的国家征收个性化关税。该声明称由于汽车和汽车零部件行业受第 232 条款约束，汽车和汽车零部件不受该对等关税约束。再次，美国总统宣布针对进口乘用车、轻型卡车及关键零部件（如发动机、变速箱、电气元件）加征 25% 关税。因此，直接涉及汽车及零部件关税包括 10% 的基准关税和专门针对汽车行业的 25% 专项关税。

美国非我国整车出口的主要国家。近年来，受益于我国在新能源汽车、智能化领域的持续发展，我国汽车行业逐渐具备竞争力。汽车出口量持续增长，据乘联会，2024 年我国全年汽车出口量为 641 万辆，出口增速 23%。2024 年全年整车出口总量的前 10 个国家分别为俄罗斯 1,157,988 辆、墨西哥 445,006 辆、阿联酋 330,569 辆、比利时 280,011 辆、沙特 275,779 辆、巴西 236,789 辆、英国 194,781 辆、澳大利亚 178,078 辆、菲律宾 169,179 辆、土耳其 134,334 辆。其中前十为合计占出口总量的 53.1%，且美国并非我国重要的整车出口国家，2024 年出口增量贡献较大的国家分布为俄罗斯、阿联酋、巴西、比利时和沙特。因此，从整车端看，美国此次加征关税对国内整车企业影响不大。

汽车零部件环节-优秀公司将通过成本控制、运行效率消化影响。汽车行业一直是全球产业，国内的汽车零部件公司通过全球布局参与汽车行业分工。据同花顺，2024 年我国汽车零部件出口总额为 934.3 亿美元，同比增长 6.6%。零部件关税的增加客观上将削弱国内零件汽车的成本优势。但是我们认为，国内零部件企业将通过以下途径消化影响，1）部分零部件公司已经实现全球生产，将通过当地布局化解关税影响。2）持续提升管理效率、成本公司，保持成本领先优势。

汽车电动化、智能化时代我国汽车产业具备领先优势。经历过电动化浪潮，我国新能源汽车在规模和产业链上已具备领先优势。智能化是电动化后半场，智能化实力将是车企的核心竞争力，其要求企业具备更强的多产业融合能力（汽车、电子、通信、互联网等）。国内车企尤其是华为、小米等企业的入局，这些企业本身具备较强的互联网基因（较快市场反应速度、研发效率等），将在智能汽车领先逐渐建立竞争优势。我们仍然看好电动智能化时代下中国

汽车产业，美国关税政策或短期扰动行业发展，但无法改变长期趋势。

投资策略：综上，我们持续看好我国企业在智能驾驶领域的布局，美国关税政策难改变我国企业已经建立的领先优势，尤其如华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界，其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

汽车零部件环节，我们仍然自下而上研究标的，在成本控制、经营效率具备优势的企业将更好的消化关税影响。同时，我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内汽车管路总成龙头供应商川环科技（300547）、汽车变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788）、国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

参考报告：《汽车行业：新关税落地，关注具备竞争力环节》，2025-4-7



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复

美国加征关税符合预期，外需受拖累确定促内需释放。我们在 2024 年 12 月 27 日发布的年度报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提到：“2025 年国际贸易保护主义对中国的出口影响存在着不确定性”，“中国对美国出口占到总出口的比例高达 15% 左右，2025 年美国特朗普的加关税的政策对中国的影响会较大。2025 年中国出口存在着不确定性。”。这次美国对来自中国的进口商品又加征 34% 关税的政策落地，特别是这次加税是针对来自全球各国出口到美国的商品，中国作为全球制造业中心，对美国直接和间接的出口均受到影响，中国出口必然面临着较大的压力。所以，为应对外需的不确定性，我们也在报告中提到“提振内需，防控地方拖累和风险仍是 2025 年政策重要方向”。报告中提出内需的驱动因素为：基建（专项债和超长期特别国债带动社会投资）、制造业（设备更新改造补贴）、消费（汽车、家电和消费电子补贴，创新新消费场景）和地产（防风险，加力旧危改造，释放住房需求潜力，控增量，盘活存量，构建发展新模式）。2024 年服务和货物进出口对 GDP 累计拉动 1.5 个百分点，对 2024 年经济的增长起到了很大的推动作用。2025 年的美国高关税对中国经济存在负面的影响，随着关税落地对于出口的影响加大，提振国内需求的相关对应政策也会逐步落地。

对冲美国高关税影响，财政和货币政策落地促进基建发力和地产止跌企稳。基础设施建设作为经济稳增长的重要路径，虽然受到地方政府债务压力的影响，但是在中央政府超长期国债和新增专项债的发力下，还将对经济增长起到积极的作用。2025 年中央政府工作报告提出，全年地方政府专项债发行 4.4 万亿，同比增加 5000 亿元，同比增长 12.82%；超长期国债发行 1.3 万亿同比增加 3000 亿元。重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。同时在“两重”项目（中国的重大项目储备丰富像墨脱水电站）建设的带动下，有利于基建更大力度发力。

叠加地产止跌回稳政策，有利于地产回归长期健康发展轨道。我们从 2022 年以来的年度策略报告中多次论述地产无收敛的负向循环对经济的拖累大。2025 年政府工作报告在有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线的章节中，把持续用力推动房地产止跌回稳作为第一个重要段落。体现出政府对于经济风险源的精准把握和认识。并明确提出了“因城施策地调减购房限制性举措”、“加力实施城中村和危旧房改造”、“推进收购存量商品房上要给城市政府更大自主权和拓宽保障性住房再贷款使用范围”、“做好保交房和防范房企债务违约风险，加快构建房地产发展新模式”。随着美国关税的影响加大，将促进地产和基建相关的财政和货币政策的落地。如果美国高关税政策影响超预期，也将会推动相关的货币和财政政策有更大和更强力度的发力。

这将推动基建持续发力和地产止跌回稳，回归长期健康发展轨道。

投资策略：由于地产的悲观预期，建筑建材行业估值受到影响，随着基建和地产政策的更大力度发力和落地，将带来行业的估值修复。同时，建筑建材行业近几年来行业盈利水平一直处于历史低位，行业优胜劣汰加剧，加快行业供给端优化。美国高关税政策将促进内需释放，基建和地产作为内需的重要驱动，将受益于国内推动内需的货币和财政政策，推动基建持续更大发力和地产回归长期健康发展轨道。在政策发力的带动下，有利于行业供需的边际改善。特别是抗风险能力强的龙头和优秀公司，会表现出更好的估值修复弹性。我们继续推荐北新建材、伟星新材、山东药玻、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

风险提示：政策落地速度、节奏和力度的不确定性。

参考报告：《建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复》，2025-4-8

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