首席周观点：2025 年第 12 周

2025 年 3 月 20 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：四川黄金（001337.SZ）：资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头（1）-资源成长性分析

西部矿产金龙头。四川黄金成立于 2006 年 8 月，由四川省地质矿产勘查开发局下属国有企业双流容大（现四川黄金集团有限公司）牵头合资设立。公司于 2023 年 3 月 3 日以“四川容大黄金股份有限公司”之名在深圳证券交易所主板上市，后于 2024 年 4 月 17 日更名为四川黄金股份有限公司。公司业务主要围绕梭罗沟金矿矿山建设、开采、选矿及金精矿、合质金的销售展开。公司委托供应商完成剥离、爆破、铲装及运输等矿山作业，独立完成选矿工作，将采出的原生矿和氧化矿通过浮选与喷淋浸出得到金精矿与合质金产品，随后销售给下游冶炼或精炼企业。经过多年发展，公司已成为国内主要的金矿采选企业之一，系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。

四川省地质矿产勘查开发局为实际控制人。截止 2024 年 3 月 4 日，公司总股本为 42000 万股，其中流通股 28845.6 万股，占总股本比例为 69%。据公司 2024 年三季报，前十大股东合计持股 77.10%。公司现控股股东为四川黄金集团（原四川省容大矿业集团有限公司），持股 31.32%；通过股权穿透，公司实际控制人为四川省地质矿产勘查开发局，其控股比例为 28.19%。公司董事长冯希尧先生现任四川省地质矿产勘查开发局区域地质调查队队长兼党委副书记，及四川黄金集团有限公司董事长、总经理。

公司业务规模逐步扩大，盈利能力持续优化。2021-2023 近三年以来，公司业务规模持续扩大，由 21 年的 5.26 亿元增至 23 年的 6.29 亿元，期间平均年同比增速达 24%。24Q3，受益于金精矿的销售量增加以及金价上涨，公司年内已实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 5.77%。盈利能力方面，同期公司归母净利润由 21 年的 1.53 亿元升至 2023 年的 2.11 亿元，且 24 年盈利水平实现进一步优化。本年度公司并未生产合质金产品，仅生产了毛利率更高的金精矿产品，且金精矿毛利率较去年同期提升 4.17 个百分点至 53.05%（24H1 数据）。产品结构的变化以及金价的提升推动公司 24H1 整体毛利率较去年同期增长 8.48 个百分点至 53.05%，归母净利润同比增长 51.76%至 1.41 亿元，显示出公司盈利能力的明显优化。截止 24Q3，公司完成归母净利润 1.97 亿元，同比增长 25.38%，已实现 23 年全年利润的 93.4%。

公司拥有四川省内最大在产黄金矿山。公司拥有梭罗沟金矿采矿权（矿区面积 2.1646 平方公里，有效期 2021 年 5 月 17 至 2028 年 11 月 5 日）和梭罗-挖金沟探矿权（勘查面积 27.9865 平方公里，有效期 2022 年 8 月 22 日至 2024 年 8 月 22 日，目前已到期，在申请延续中，

且已通过《四川省木里县梭罗-挖金沟金矿普查实施方案》）。梭罗沟金矿矿区与梭罗-挖金沟矿区均位于甘孜-理塘构造带南段，且挖金沟与梭罗沟金矿所在的如米沟、梭罗沟为相邻矿区。甘孜-理塘构造带是川西高原一个重要的有色金属、贵金属成矿构造带，近十年来该构造带由北至南相继发现有德格县错阿金矿床、甘孜县西冲农金矿点、甘孜县生康金矿点等十余个金矿点。所处地理位置有利于公司未来持续发掘地区矿产资源，提升控制资源储量，增强可持续发展能力。同时，挖金沟矿区与梭罗沟矿区的相邻地理位置也有利于日后挖金沟矿区的建设与开采。

公司持续开展资源勘查，资源储量不断提升。梭罗沟矿区方面，截止23年底，梭罗沟矿区保有金金属量57914千克，其中采矿许可证范围内金矿保有资源储量935.6万吨，含金金属量29786千克。梭罗-挖金沟矿区方面，截止23年底梭罗沟-挖金沟矿区合计保有金金属量4022千克，平均品位2.73g/t，其中已备案金金属储量1332千克，平均品位1.99g/t；2022年，在其探矿权范围内，新增控制和推断矿石量80.70万吨，含金金属量2690千克，平均品位3.33g/t。公司不断增加资源勘查的资金投入，2022、2023年公司分别投入勘查资金3294.19万元与6434.32万元。2017-2022年间，梭罗沟矿区新增金金属量21380千克；2023年新增金金属量6748千克，平均品位2.72g/t。通过不断的资源勘查，梭罗沟矿区2017-2023年间共新增金金属保有储量28128千克，占现有总储量48.6%，显现出公司勘查工作的持续有效。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2024-2026年营收分别为9.42/11.04/12.64亿元，归母净利润分别为3.43/4.16/4.92亿元，对应EPS为0.82/0.99/1.17元/股，对应PE分别为27.39X/22.56X/19.08X。考虑到公司黄金资源持续增储，金精矿毛利率行业领先，回收率提升带动产量增长，叠加黄金资产在进入全球资本配置新周期下价格呈现的强韧性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

参考报告:《四川黄金(001337.SZ):资源及成本优势持续优化的西部矿产金龙头》,2025-3-19

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：爆款突围与生态扩张：小米手机、可穿戴及汽车业务的协同效应与产业重构启示录

手机业务：十五年坚持性价比终成巨头，出海、冲高、AIoT持续释放想象力。2011~2014年，小米高性价比机型迅速圈地中低端市场，高效率商业模型助力销量称王。2015~2016年，小米内忧外患陷销量低谷，上下双探扩展产品线。2017~2020年，小米海外市场贡献新增量，

AIoT 成为第二引擎。2021~2024 年，决胜“米冲高”，从“技术领先”到“体验领先”。

可穿戴业务：极致性价比打造“腕部力量”，生态协同助力品类增长。初代小米手环仍然依靠极致性价比打开市场。2015 年，小米占全球可穿戴设备出货量 15.4%的份额，居世界第二。此后小米手环坚持性价比路线，逐年迭代，稳固市场地位。2015-2023 年，小米可穿戴设备市场份额连续九年位居全球前三。小米 TWS 耳机凭借与手机的协同效应取得优秀成绩，2024 年 Q1，小米 TWS 耳机国内出货量 300 万台，跃居国内第一。小米 TWS 耳机展现出较强的产品力。

汽车业务：资本先行、研发导向，跑步入场新能源造车领域。小米汽车 SU7 仍主打“高性价比”标签，结合“五个核心技术”构成其核心竞争力。小米采取研发导向，自研关键技术，力求多、快、好地造车；市场定位：面向年轻消费者，强调性价比，是其成功的秘诀。小米集团通过早期投资方式布局新能源汽车产业链。2011~2020 年，小米在汽车领域融资事件总计 52 起，金额累计超 250 亿元。融资涉及整车以及新能源细分领域，如三电系统、自动驾驶、智能座舱等；小米通过融资增强对产业链上下游的整合能力，埋下造车伏笔。

解读小米盈利模式：硬件产销与互联网服务双轮驱动，构筑核心竞争力。高性价比硬件是小米盈利模式的基石，延展双盈利路径。路径一：硬件本身物美价廉，虽毛利润率低然而销量庞大，薄利多销创造利润。路径二：部分硬件作为媒介触达用户，通过硬件提供利润率较高的互联网服务。互联网服务是小米盈利模式的内核，小米互联网服务业务低成本、高利润率，已体现规模效益，盈利高效。小米互联网服务由广告业务支撑，游戏和境外互联网业务做重要补充。

投资建议：随着小米“人车家全生态”战略的深化，其智能手机、智能可穿戴、智能汽车三大业务板块持续释放增长动能，带动产业链相关企业迎来结构性机遇，受益标的：小米集团-W（1810.HK）、闻泰科技、韦尔股份、蓝思科技、瑞芯微、兆易创新、长盈精密、泰凌微、翱捷科技、雅创电子、宁德时代、拓普集团、飞荣达、均胜电子、华阳集团、联创电子、德赛西威等。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、贸易摩擦加剧。

参考报告：《爆款突围与生态扩张：小米手机、可穿戴及汽车业务的协同效应与产业重构启示录》，2025-3-14

李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003，18515800578，lijj-yjs@dxzq.net.cn

汽车行业：宁波高发（603788.SH）：受益汽车电动智能化趋势，公司强成本控制、高效率将持续领先

公司为汽车变速操纵控制系统龙头企业。成立于 1999 年，实控人为钱氏家族，主营产品包括汽车变速操纵系统总成、电子油门踏板和汽车拉索等三大类，2023 年营收占比分别为 51%/18%/18%。公司客户充分覆盖吉利、比亚迪、长城、长安、赛力斯、奇瑞等几十家国内头部主机厂。

电动化/智能化趋势带动电子换挡器/油门踏板产品需求增长。电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升。线控换挡系统可与自动驾驶控制系统中自适应巡航系统、驾驶模式控制系统等结合。公司主营产品电子换挡器、电子油门踏板等受益新能源电动化和智能化的趋势，在新能源渗透率持续提升的背景下，产品份额有望保持增长。

自主品牌配套份额大幅领先同业，有望发力合资与海外市场。2024 年我国自主品牌乘用车销量 1,385 万辆，同比+23%，占比 60%。公司产品主要配套自主品牌，自主品牌销量占比持续提升带动公司电子换挡器与电子油门踏板产品出货量增长，2023 年公司乘用车电子油门踏板市占率 26%，基于自主品牌乘用车销量测算公司占自主品牌供应份额接近 50%。当前公司自主品牌车型配套已形成较大的竞争优势，有望进一步受益于我国自主品牌销量的增长。公司新客户拓展进展顺利，进入小米、蔚来等新势力车企供应范围，电子油门踏板产品进入 Stellantis 供应商体系，公司有望凭借新客户拓展发力于过去未覆盖的中国市场合资车企以及海外市场车企客户，延续销量的增长态势。

各项费用控制能力出色，周转效率显著高于行业且持续提升。主要得益于较高的企业管理效率，公司期间费用率始终低于同业公司及行业均值，管理费用率相较同业公司低约 10pct，存货周转率与固定资产周转率始终领先于同业且自 21 年起仍维持上升趋势。公司在企业经营维度整体具备行业领先的管理效率，较强的费用端控制能力将增强公司在行业竞争加剧背景下的利润端优势，公司未来有望在利润端均呈现出更强的竞争能力。

主营业务造血能力优秀，公司分红稳定且力度逐年提升。公司经营性现金流净额自上市以来 10 年年均净流入 1.5 亿元，营业现金比率自 2018 年起维持领先行业均值水平 5-10pct。分红方面，公司非常重视股东回报，自上市以来累计现金分红金额达 11.7 亿元，年均分红金额约 1.2 亿元，同时公司分红维持稳定，现金股利支付率基本维持在 70%+，大幅高于行业平均水平并领先同业公司，同时近年来公司现金股利支付率仍维持上升趋势，公司整体现金流状态稳健，未来有望维持这一趋势，较高的分红水平也将给投资者带来稳定的回报。

盈利预测及投资评级：公司是国内汽车电子换挡器与电子油门踏板细分领域龙头企业，配套自主品牌市场份额接近 50%且领先同业公司，将充分受益于我国自主品牌销量占比的提升，同时公司对合资与海外主机厂客户的持续拓展以及新产品的扩类亦将推动其业绩稳定增长，我们看好公司的行业竞争力及未来产品与客户层面拓展带来的增长势能，同时公司长期稳定的现金分红亦将使其凸显投资价值。预计公司 24-26 年有望实现营收 14.91/17.33/20.26 亿，同比 +18.0%/+16.2%/+16.9% 归母净利润 2.01/2.50/3.09 亿元，当前股价对应 PE 为 19.8x/15.9x/12.9x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：终端汽车销量不及预期、公司客户拓展不及预期、公司新产品开发及商业化进程不及预期、原材料价格上涨超预期、行业竞争加剧等风险。

参考报告：《宁波高发（603788.SH）：受益汽车电动智能化趋势，公司强成本控制、高效率将持续领先》，李金锦、吴征洋、曹泽宇，2025-3-17

莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

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

能源行业：煤炭行业 2025 年二季度投资展望：低估值与多频次高分红兼备，红利资产具重点配置价值

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 2 月 28 日，煤炭板块累计跌幅 13.72%。沪深 300 指数累计跌幅 1.14%，煤炭跑输沪深 300 指数 12.58 个百分点，在 30 个申万一级行业分类中排名第三十。

基本面展望：动力煤供需两弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，二季度煤价有望止跌回稳。2025 年 1-2 月煤炭价格持续下跌。前期市场受到供需两弱的影响，煤炭价格出现下跌，创下四年新低。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。需求端：即使受新能源发电方式的冲击，煤炭发电依旧是发电主力，发电量上升带动电煤需求增加，二季度煤炭发电极有可能依旧将维持在发电主力的位置不变，考虑到中国火电需求预计保持韧性，若夏季水电不及预期叠加高温反复，二季度阶段性煤炭价格有望超预期。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，煤价有望止跌回稳。面对煤炭市场价格快速下滑，行业效益持续下降，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”、“推动煤炭产量控制”、“推动原煤全部入洗”、“控制劣质煤进口”、“加强行业自律”五个维度对煤炭行业发展提出倡议，煤炭供给有望有序控制，进而改善行业供需平衡，有助于减少煤价非理性波动，二季度煤价有望止跌回稳。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，当前煤炭板块 PE 为 9.77 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.20 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.29 倍，小于中位数 1.67 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且

重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：政策加码，多频次高分红和低估值，煤炭核心红利价值资产有望再起，适合充当投资收益的坚实底盘，值得重点配置。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。近期六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

红利资产得益于较高的股息率，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。2025 年二季度配置建议遵循以下思路：（1）长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业 2025 年二季度投资展望：低估值与多频次高分红兼备，红利资产具重点配置价值》，2025-03-10

曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

东兴交运：航空国内线供给端挤水分，国际淡旺季差异依旧较大

事件：上市航司发布 2 月运营数据，受春节错期影响，国内航线运力投放同比下降约 6.3%；国际航线由旺季转向淡季，运力投放有较明显收缩。

国内航线方面，受春节错期影响，2 月上市公司国内航线运力投放同比下降约 6.3%，环比 1 月则下降 7.9%。为排除春节影响，我们加总 1-2 月数据，可以发现 1-2 月上市航司在国内航线的运力投放同比收缩了约 1.1%，能够看出航司目前的国内运力投放是较为克制的。各航司中，2 月运力投放同比降幅较少的是海航，仅下调 1.3%，降幅较大的是吉祥，投放同比收缩了 14.5%，其他航司同比降幅在 5%-8%左右。2 月上市公司整体客座率环比 1 月提升 3.7pct，较去年同期则提升约 1.6pct。今年 1-2 月客座率表现整体优于去年。分航司看，东航与南航

客座率同比提升较为明显，吉祥、春秋与海航则与去年同期基本持平。环比看，除春秋外的各航司客座率环比提升皆在 3pct 以上。

国际航线方面，2 月上市航司国际航线运力投放略超过 19 年同期，同比去年提升约 23.0%，环比 1 月则供给端收缩了 14.8%。客座率方面，2 月客座率环比 1 月下降 0.5pct，较去年同期则下降 1.6pct。1-2 月上市航司国际线运力投放都超越 19 年同期，说明国际线整体的恢复程度已经较高。但 2 月运力投放和客座率较 1 月环比皆有下降，则体现出今年国际航线淡旺季差异依旧明显，淡季依旧存在需求不足的问题。由于航空业对供需关系非常敏感，预计今年淡季国际航线依旧承压。

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 2 月数据点评：国内线供给端挤水分，国际淡旺季差异依旧较大》，2025-3-19

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不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