



六月金股汇

2026 年 6 月 1 日

东兴研究 金股报告

|     |     |                 |                            |                       |
|-----|-----|-----------------|----------------------------|-----------------------|
| 分析师 | 刘航  | 电话：021-25102913 | 邮箱：liuhang-yjs@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480522060001 |
|     | 石伟晶 | 电话：021-25102907 | 邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn      | 执业证书编号：S1480518080001 |
|     | 张天丰 | 电话：021-25102914 | 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn    | 执业证书编号：S1480520100001 |
|     | 赵军胜 | 电话：010-66554088 | 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn      | 执业证书编号：S1480512070003 |
|     | 孟斯硕 | 电话：010-66554041 | 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn     | 执业证书编号：S1480520070004 |

摘要：

以下汇总东兴证券行业组 6 月推荐标的及简要推荐理由：

- 兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续
- 火炬电子（603678.SH）：行业景气度逐步改善，三大业务持续向好
- 日联科技（688531.SH）：2025 年业绩增势强劲，新兴产业检测领域取得重大进展
- 亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期
- 宝武镁业（002182.SZ）：高性能镁铝合金产能释放，镁产业链一体化优势向效益优势转变
- 金诚信（603979.SH）：矿铜产量弹性释放，公司盈利能力或持续优化
- 北京利尔（002392.SZ）：传统业务稳健发展，新兴业务落地拓新空间
- 安井食品（603345.SH）：周期向好，结构优化开启高质量增长新阶段

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策变化超预期。

目 录

1. 六月金股汇总 ..... 3

2. 六月金股推荐理由 ..... 4

    2.1 兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续 ..... 4

    2.2 火炬电子（603678.SH）：行业景气度逐步改善，三大业务持续向好 ..... 4

    2.3 日联科技（688531.SH）：2025 年业绩增势强劲，新兴产业检测领域取得重大进展 ..... 6

    2.4 亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期 ..... 7

    2.5 宝武镁业（002182.SZ）：高性能镁铝合金产能释放，镁产业链一体化优势向效益优势转变 ..... 8

    2.6 金诚信（603979.SH）：矿铜产量弹性释放，公司盈利能力或持续优化 ..... 11

    2.7 北京利尔（002392.SZ）：传统业务稳健发展，新兴业务落地拓新空间 ..... 13

    2.8 安井食品（603345.SH）：周期向好，结构优化开启高质量增长新阶段 ..... 14

3. 风险提示 ..... 15

表格目录

表 1： 六月金股汇总 ..... 3

表 2： 上月金股组合表现 ..... 3

1. 六月金股汇总

以下汇总东兴证券行业组 6 月推荐标的及上月金股组合表现：

表1：六月金股汇总

| 简称   | 证券代码   | 行业 | 总市值<br>(亿元) | PE    |       |       | EPS   |       |       | 联系人 |
|------|--------|----|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
|      |        |    |             | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |     |
| 兴森科技 | 002436 | 电子 | 657         | 154.7 | 96.7  | 55.3  | 0.25  | 0.40  | 0.70  | 刘航  |
| 火炬电子 | 603678 | 电子 | 230         | 43.6  | 32.1  | 24.7  | 1.11  | 1.51  | 1.96  | 刘航  |
| 日联科技 | 688531 | 电子 | 296         | 88.0  | 65.7  | 49.6  | 2.03  | 2.72  | 3.60  | 刘航  |
| 亨通光电 | 600487 | 通信 | 1,902       | 36.4  | 31.2  | 19.4  | 2.12  | 2.47  | 3.97  | 石伟晶 |
| 宝武镁业 | 002182 | 金属 | 142         | 79.4  | 29.2  | 17.0  | 0.18  | 0.49  | 0.84  | 张天丰 |
| 金诚信  | 603979 | 金属 | 463         | 14.7  | 12.3  | 10.0  | 5.03  | 6.04  | 7.42  | 张天丰 |
| 北京利尔 | 002392 | 建材 | 95          | 20.6  | 17.4  | 14.6  | 0.39  | 0.46  | 0.55  | 赵军胜 |
| 安井食品 | 603345 | 食饮 | 321         | 19.4  | 17.3  | 15.6  | 5.13  | 5.76  | 6.37  | 孟斯硕 |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的 PE 基于 2026 年 5 月 29 日收盘价计算

表2：上月金股组合表现

| 简称     | 证券代码   | 行业  | 联系人 | 月涨幅     |
|--------|--------|-----|-----|---------|
| 铂科新材   | 300811 | 金属  | 张天丰 | 25.90%  |
| 精智达    | 688627 | 电子  | 刘航  | 25.24%  |
| 美格智能   | 002881 | 通信  | 石伟晶 | 16.30%  |
| 江丰电子   | 300666 | 电子  | 刘航  | 6.06%   |
| 金山办公   | 688111 | 计算机 | 张永嘉 | -5.33%  |
| 安井食品   | 603345 | 食饮  | 孟斯硕 | -8.90%  |
| 北京利尔   | 002392 | 建材  | 赵军胜 | -12.92% |
| 金股组合   |        |     |     | 6.62%   |
| 沪深 300 |        |     |     | 1.76%   |

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的及组合月涨幅基于 2026 年 5 月 29 日收盘价计算

## 2. 六月金股推荐理由

### 2.1 兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续

**事件：**

2026 年 1 月 30 日，兴森科技发布 2025 年年度业绩预告：预计实现归母净利润 1.32 亿元至 1.40 亿元，大幅扭亏为盈；扣非归母净利润预计为 1.38 亿元至 1.46 亿元。

**点评：**

公司主营业务盈利能力显著修复，2025 年预计扭亏为盈。2025 年公司预计实现归母净利润 1.32 亿元至 1.40 亿元；扣非归母净利润预计为 1.38 亿元至 1.46 亿元。主要受益于行业复苏，公司营业收入保持稳定增长。利润层面主要受广州兴森半导体有限公司 FCBGA 封装基板业务和宜兴硅谷电子科技有限公司高多层 PCB 业务的影响，其中，FCBGA 封装基板业务仍未实现大批量量产，依然对公司盈利形成拖累，全年费用投入约 6.6 亿元，但 2025 年样品订单数量同比实现大幅增长；高多层 PCB 业务因产品结构不佳，全年亏损约 1 亿元，但各季度亏损持续收窄，第四季度已接近盈亏平衡。

**AI 驱动载板高景气，上游刚性涨价，公司稀缺产能价值凸显。**AI 服务器需求大爆发，增加对 IC 载板的需求，封装基板产业链的涨价潮已形成刚性传导。智能手机等产品大量使用的 BT 载板率先提价；而用于 CPU、GPU 等高端芯片的 ABF 载板近期也加入涨价行列，其供需缺口高达 21%，价格一年内飙涨 38%。目前来看，ABF 载板供应吃紧情况逐月升温，主要是高阶运算与 AI 应用需求持续扩张，载板需求动能强劲，供给端却难以同步跟上，缺口逐步扩大。产能扩张远跟不上 AI、HPC 驱动的需求爆发。兴森科技作为国内少数既有 BT 载板的布局，又有 ABF 载板的延伸的厂商，其产能和技术能力在此背景下变得尤为稀缺。

**全球 IC 载板市场规模在 2025 年达到 166.9 亿美元，预计将在 2026 年增至 184.4 亿美元。**IC 载板凭借高密度布线（线宽 $\leq 10\mu\text{m}$ ）、高精度制造等特性，成为支撑 AI 算力升级的关键载体，其技术迭代与市场扩张正形成双向驱动的良好循环。一方面，算力升级需求驱动 IC 载板技术迭代。当下，在 AI 技术浪潮的推动下，AI 芯片（如 GPU/TPU）的算力密度遵循“摩尔定律”式增长，每 18 个月翻倍，对 IC 载板的高密度布线（线宽 $\leq 10\mu\text{m}$ ）和高导热性能（热导率 $\geq 5\text{W}/\text{m}\cdot\text{K}$ ）提出更高要求。随着 AI 芯片、高性能计算（HPC）及 5G 通信等领域的爆发式增长，IC 载板市场需求将持续攀升，行业步入新一轮成长期。全球 IC 载板市场规模在 2025 年达到 166.9 亿美元，预计将在 2026 年增至 184.4 亿美元，并最终在 2035 年扩张至 453.4 亿美元。该市场预计在 2026 年至 2035 年的整个预测期内，将以 10.51% 的强劲复合年增长率（CAGR）增长。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是国内既有 BT 载板的布局，又有 ABF 载板的延伸的厂商，受益于 AI 浪潮，PCB 业务和半导体业务持续发力。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.08 元、0.25 元和 0.40 元，维持“推荐”评级。

**风险提示：**（1）下游需求放缓；（2）业务拓展不达预期；（3）贸易摩擦加剧。

**详情参见：**《兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续》，刘航、李科融，2026 年 2 月 9 日

### 2.2 火炬电子（603678.SH）：行业景气度逐步改善，三大业务持续向好

**事件：**

2026年3月30日，火炬电子发布2025年年度报告，报告期内，实现营业收入41.21亿元，同比增长47.09%；归母净利润为3.20亿元，同比增长64.39%；实现扣非归母净利润2.97亿元，同比增长75.42%

**点评：**

**行业景气度逐步改善，公司2025年年报表现亮眼，收入与利润均实现较快增长。**公司2025年实现营业总收入41.21亿元，同比增长47.09%；实现归母净利润3.20亿元，同比增长64.39%。1) 元器件制造业实现收入13.63亿元，同比增长37.45%，毛利率为54.29%，同比下降1.78pct。主要原因在于公司对原有市场布局与产品体系实施系统性优化调整，全年实现恢复性增长及结构性改善，脉冲、支架、多芯组、超级电容器及高能钽等核心品类均实现显著增长；同时，天极科技微波芯片电容器、薄膜电路订单同比明显增长，福建毫米通过聚焦核心项目、优化团队结构及加强协同管理实现扭亏为盈，叠加并购四川中星切入薄膜电容赛道、厦门芯一代推动民品及电力产品业务协同发展，共同支撑板块增长。受上游关键原材料价格高位运行的影响，直接材料成本同比增长47.27%，导致毛利率同比小幅收窄。2) 新材料制造业实现收入2.04亿元，同比增长52.34%，毛利率为55.78%，同比增长4.05pct。主要是由于立亚系公司在产业结构优化、运营提效和研发突破的共同驱动下实现较快放量，报告期内公司在先驱体关键材料、大晶粒碳化硅纤维及高电阻率吸波碳化硅等方向取得进展。3) 国际贸易板块实现收入25.31亿元，同比增长53.07%，毛利率为10.12%，同比下降4.43pct。主要是公司在行业变化和技术革新背景下主动求变、推进战略转型，通过稳住存量业务、聚焦新兴行业、拓展增量市场，逐步由单一被动元器件分销商向综合型电子元器件分销平台转型；同时公司加大产业链投资力度，横向围绕供应链与分销体系布局存储赛道，纵向联合核心客户探索全链条整合服务，为板块增长提供支撑。在主动转型与拓展增量市场的过程中，公司阶段性承担了较高的市场进入与采购成本，致使毛利率出现同比下滑。

**行业端看，MLCC、薄膜电容及超级电容景气度有望延续。**MLCC：2025年全球MLCC市场规模预计约1050亿元，2029年全球MLCC市场规模将达到1326亿元，2025-2029年年均复合增速约为6%。在特种市场领域，MLCC作为主要的被动元件之一，广泛应用于航空航天、船舶、武器装备等领域。恰逢“十五五”开局之年，公司有望延续“十四五”收官之年特种客户业务推进节奏提速。**薄膜电容**：薄膜电容器作为基础电子元件，其应用场景已从家电、照明、工控、电力、电气化铁路领域拓展至光伏风电、新型储能、新能源汽车等新兴行业。2024年中国新能源汽车用薄膜电容器市场规模达56亿元，2025年约为69亿元，同比增长23.2%。根据中国电子元件行业协会预计，2027年全球薄膜电容器市场规模将达到390亿元，2022-2027年复合年均增长率达9.83%。随着终端电子产品需求复苏，新能源汽车、光伏等新能源行业继续高速增长，叠加，特种客户业务推进节奏提速，公司相关产品放量基础进一步夯实。

**2025年公司对外延并购和产业投资动作明显加快，外部战略布局持续落子。**1) 2025年5月，公司通过上海火炬集团以510万元收购安徽融科热控科技有限公司（简称“融科热控”）51%股权，意味着公司正式切入新能源热管理赛道、推进智慧能源生态矩阵建设。2) 2025年11月，公司通过上海紫华光向湖南华晟电通科技有限公司（简称“华晟电通”）增资3,000万元，持股6.90%，是公司完善产业版图、强化产业链协同的关键落子。3) 2025年12月1日，上海火炬电子科技集团正式完成对futurX-向量涌现（上海）人工智能科技有限公司（简称“futurX”）的投资签约，旨在把握AI技术持续演进带来的战略性机遇，进一步优化公司资产结构，提升资本运作效能。4) 2025年12月16日，公司通过明启泓科、启元东方合计以2.3195亿元收购四川中星电子有限责任公司（简称“中星电子”）65%股权，进一步完善公司高端电子元器件产业

布局、加快拓展高成长性民用市场。公司通过完善产业链和产品布局，有望快速切入新赛道，形成协同效应，增强整体盈利能力。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是我国军用 MLCC 核心供应商，行业景气度逐步改善，三大业务持续向好，预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 1.11 元，1.51 元和 1.96 元，维持“推荐”评级。

**风险提示：**(1) 下游需求不及预期；(2) 市场竞争加剧风险；(3) 技术迭代风险。

**详情参见：**《火炬电子（603678.SH）：行业景气度逐步改善，三大业务持续向好》，刘航、李科融，2026 年 4 月 14 日

## 2.3 日联科技（688531.SH）：2025 年业绩增势强劲，新兴产业检测领域取得重大进展

**事件：**2026 年 4 月 17 日，日联科技发布 2025 年报，公司 2025 年度实现营业收入 10.78 亿元，较上年同期增长 45.77%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 22.84%；归母扣非净利润约 1.46 亿元，较上年同期增长 51.34%。

**点评：**

**2025 年于市场订单充足业绩增势强劲，收入、利润与经营性现金流净均实现高增。**2025 年公司实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 45.77%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 22.84%；扣非归母净利润 1.46 亿元，同比增长 51.34%；毛利率为 44.68%，同比增长 0.6pct。业绩增长主要受益于市场订单充足、产能持续释放带动经营规模扩大。分业务来看，2025 全年 X 射线智能检测设备收入 9.39 亿，同比增长 43.13%，其中电子半导体/新能源电池/铸件焊件/其他业务分别实现 4.74/2.34/2.05/0.25 亿元，同比增长 43.07%/67.36%/21.53%/61.31%；备品备件业务收入 1.16 亿，同比增长 41.12%。2025 年公司经营活动产生的现金流量净额 1.92 亿元，同比增长 512.23%，主要受在手订单增长、集成电路业务收入占比提升以及应收账款管理加强，共同驱动经营性现金流显著优化。

**产品矩阵持续扩展，新兴产业检测领域取得重大进展。**公司工业 X 射线源已实现全谱系覆盖。报告期内，公司新增 10 款射线源产品，新开发的纳米级开管射线源和大功率小焦点射线源等实现了批量出货。在检测设备方面，多层 PCB 检测领域公司相关 X 射线智能检测设备已面向胜宏科技、鹏鼎科技、景旺电子等一二线 PCB 厂商实现出货。在半导体先进封装检测领域，依托亚微米级分辨率微焦点 X 射线源与 CT 层析成像技术，公司产品可实现半导体先进封装内部结构的三维可视化与微小缺陷精准识别；目前，公司正在积极推进先进封装检测设备的客户验证及导入。在液冷板检测方面，X 射线对金属材质的穿透能力，实现液冷板内部流道结构、焊接质量的可视化检测，精准定位缺陷位置与类型，目前，公司相关 X 射线智能检测设备已面向下游客户实现了批量出货。在光模块检测领域，公司产品可实现光模块内部芯片、金线键合、光纤对准等精密结构的高分辨率成像，兼顾无损检测、高精度与高速检测需求；目前，公司已联合数家下游厂商，应用相关 X 射线智能检测设备对其光模块样品进行试测。在半导体先进封装爆发、新能源产能扩张及 AI 技术深度渗透三重驱动，公司智能检测设备有望在新技术、新产业、新业态、新模式方面实现多点突破。

**平台化并购持续落地，筹划收购上海菲莱测试。**公司平台化战略推进成效显著：先后投资美国创新电子并成立合资公司，以开拓美洲市场的电子制造与泛工业无损检测业务；并购珠海九源，以增强在新能源电能变换与智能检测设备领域的实力；并购新加坡 SSTI，以布局半导体缺陷定位和失效分析设备领域，与公司形成强协同效应。2026 年 1 月 8 日公司完成对 SSTI66%股份的交割，3 月底进一步与 SSTI 共同出资设立控股子

公司赛美康半导体（无锡）有限公司，在国内建立研发和生产基地，推进相关设备全面国产化。4月14日，公司发布公告称拟筹划发行股份、转债及支付现金购买菲莱测试控股权，上海菲莱测试技术专注于光芯片测试及可靠性验证服务，可提供从晶圆、芯片到器件的全形态测试方案。此举有望再度扩张半导体检测领域布局，加速公司平台化战略落地。

**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，看好X射线设备和射线源的国产替代。预计公司2026-2028年EPS分别为2.03、2.72和3.60元，维持“推荐”评级

**风险提示：**（1）下游需求放缓；（2）业务拓展不达预期；（3）贸易摩擦加剧。

**详情参见：**《日联科技（688531.SH）：2025年业绩增势强劲，新兴产业检测领域取得重大进展》，刘航、李科融，2026年4月23日

## 2.4 亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期

亨通光电是全球领先的光通信企业。公司业务长期围绕通信基础设施建设展开，主要产品包括光纤预制棒、光纤、光缆以及通信网络系统集成等。成立至今，公司通过光棒技术的研发升级，全面整合海洋通信板块并打通跨洋通信全产业链，建设PEACE跨洋海缆通信系统运营项目和新加坡延伸段，收购全球领先的特种光纤生产商，布局全球生产基地等，持续强化在通信行业的产业布局和竞争力。

**受益于数据中心建设浪潮，G.657单模光纤和多模光纤将迎来规模化应用。**根据CRU最新报告，2026年全球数据中心光纤需求预计达到9160万芯公里，同比增长32%。G.657单模光纤适用于数据中心，具有优异的耐弯曲特性，其弯曲半径可实现常规的G.652光纤的弯曲半径的1/4~1/2。多模光纤产品（OM3、OM4、OM5），适用于数据中心短距离、高带宽的场景。亨通光电旗下光纤产品型号齐全，涵盖单模光纤、超低损耗光纤、海洋光纤、传能光纤、大带宽多模光纤、少模光纤、多芯光纤、空芯光纤等产品。目前公司已经搭建超低损耗光纤制备平台，并实现扩能提产，满足数据中心高速互联需求。

**海外康宁光通信业务高增，映射国内数据中心光纤市场机会。**2025年，康宁光通信业务收入增长至62.7亿美元，同比增长34.7%；净利润进一步增长至10.5亿美元，同比增长71%。海外AI数据中心扩张，为康宁光通信业务带来每年19亿美元的增量市场。2023年，康宁光通信业务数据中心板块实现收入13.3亿美元，2025年该板块增长至32.0亿美元。康宁光通信业务运营商板块整体收入稳健，2025年运营商板块收入30.8亿美元，2025年康宁光通信业务数据中心板块收入规模超过运营商板块。我们认为，康宁光通信业务高增，是由生成式AI引发的数据中心架构革命所驱动的。这种需求并非北美独有，而是全球算力基础设施建设的共性趋势。因此国内数据中心光纤市场也将迎来快速扩容。

**字节跳动AI智算中心规模化交付，驱动国内数据中心光纤市场超过50亿元。**2026年是字节跳动自建AI智算中心规模化交付之年。2024年至今，我们统计字节跳动在国内自建6座大型AI智算中心，总投资规模357亿元。其中火山云太行算力中心项目一期工程投资规划28亿元，规划12万台高性能AI服务器，2025年进入运营阶段；其他4座大型AI智算中心预计2026年投入运营；第6座火山引擎内蒙古和林格尔算力中心二期项目预计2027年投入运营。经测算，2026年字节跳动自建1GW智算中心，预计光纤资本支出约9.1-10.4亿元；2026年国内数据中心光纤市场规模约55-63亿元。我们认为，字节跳动庞大的资本开支具有扎实的市场需求，具有可持续性和引领性。从短期看，2026年是字节跳动自建AI智算中心规模化交付之年，有望

显著提升国内数据中心光纤市场需求。从中长期看，随着国内 AI 应用市场进一步繁荣发展，国内更多科技企业将加大 AI 智算中心投资。

**亨通光电光纤预制棒产能处于行业前列，建立特种光纤产能优势。**2020 年至今，国内光纤光缆市场进入稳增长阶段，头部企业光纤预制棒逆周期扩张，中小企业持续出清。我们预计，当前国内光纤预制棒产能约 1.3 万吨/年，其中亨通光电光棒产能约 3100 吨/年，市场份额约 24%。亨通光电建设 AI 先进光纤材料研发制造中心，建立特种光纤产能优势。2025 年，亨通光电 AI 先进光纤材料研发制造中心扩产项目投入建设，2026 年 2 月进入设备安装阶段。项目新增多条工艺线、检测线及公辅等先进设备，用于超低损空芯光纤、超低损多芯光纤和高性能多波段多模光纤等特种光纤的研发和制造，持续提升规模化交付能力。我们认为，公司在先进光纤技术研发与先进生产制造产能方面前瞻持续投入，将显著受益于国内当前数据中心对 G.657 单模光纤和多模光纤的巨大需求。

**公司盈利预测及投资评级：**公司是全球光通信行业头部企业，能够大规模一体化开发与生产光纤预制棒、光纤和光缆。当前 AI 应用及数据中心建设快速发展，驱动光纤价格持续提升。我们认为，公司具有数据中心特种光纤产能优势，有望显著受益 AI 数据中心光纤需求持续扩大的产业浪潮。我们预计，公司 2025-2027 年营业收入分别为 681.2 亿元、771.4 亿元、866.6 亿元，归母净利润分别为 32.2、52.3、61.0 亿元，对应 PE 分别为 34X、21X、18X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**全球地缘政治风险波动；高估数据中心光纤市场需求；光纤光缆价格波动较大；先进光纤材料研发制造中心项目投产进度不及预期；海外市场拓展困难；盈利预测与实际经营存在较大偏差。

**详情参见：**《亨通光电（600487.SH）：具备特种光纤产能优势，光通信板块迎来景气周期》，石伟晶，2026 年 3 月 26 日

## 2.5 宝武镁业（002182.SZ）：高性能镁铝合金产能释放，镁产业链一体化优势向效益优势转变

**事件：**1.公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季度报告。2025 年公司实现营业收入同比+10.34%至 99.12 亿元；归母净利润由 24 年+1.6 亿元下降至-0.19 亿元，由盈转亏；基本每股收益由 24 年 0.16 元/股下降至 -0.02 元/股。其中，受联营公司安徽宝镁轻合金 30 万吨镁基轻合金项目产能爬坡影响（产量低、成本高、折旧摊销高），公司对联营企业和合营企业的投资收益为-1.14 亿元（24 年为-0.11 亿元）。此外，巢湖宝镁、安徽铝业、五台宝镁等新建项目部分转固，导致公司固定资产减值损失达-0.71 亿元（24 年为-0.06 亿元）。高性能镁合金项目密集的前期资本开支，叠加镁行业价格的周期性低迷使得公司短期业绩承压。2026 年一季度，公司实现营业收入同比+4.86%至 21.32 亿元，实现归母净利润同比-81.94%至 0.05 亿元（25Q4 亏损-1.06 亿元，环比扭亏为盈），基本每股收益同比-82.04%至 0.01 元/股。其中，对联营和合营企业的投资收益为-0.22 亿元。我们认为公司当前处于前期资本开支的阵痛期，在高端镁合金需求快速增长的行业背景下，随着公司新增产能逐渐投产、产能利用率持续提升，公司产品结构将向高端化发展，产量弹性较大，同时公司镁产业链一体化优势或逐渐转化为成本优势及生产稳定性优势，公司业绩表现及盈利水平具有强成长属性。

2.2026 年 5 月 26 日，公司控股股东宝钢金属拟将其持有的公司 2.63 亿股股份(占公司股份总数的 26.53%)无偿划转给中国宝武钢铁集团有限公司。转让完成后，公司的控股股东将由宝钢金属变更为中国宝武，实际控制人未发生变更，仍为国务院国有资产监督管理委员会。公司由中国宝武的孙公司变动为子公司，跃升为集团直管的核心资产，有望强化集团内部协同优势，深化镁基新材料与钢铁的协同发展，获得资金授信等资源倾斜，并可借助集团全球化布局优势，持续开拓国际市场。本次控股权上移后，公司联营子公司安徽宝镁（宝武镁业控股 45%、宝钢金属控股 45%）仍与公司存在同业竞争。2023 年中国宝武承诺，2026 年 9 月前将集团镁资产注入宝武镁业，彻底解决同业竞争，管理层级上移或加速集团镁资产合并。安徽宝镁拥有 13.2

亿吨白云石矿储量及 30 万吨镁合金产能，注入完成后公司上游矿端资源与镁合金产能优势将进一步加强，并巩固公司全球镁产业链一体化龙头地位。

**2025 年公司铝合金板块稳定发展，铝合金产品结构升级推动毛利率优化、业务规模及盈利水平增长；镁合金受行业价格下行以及新建产能爬坡影响，成为公司 25 年业绩下行的主要原因，但镁铝合金压铸件仍实现营收、盈利双增且毛利率优化。**公司目前处于前期资本开支的阵痛期，我们预计随着 25 年四季度投产的安徽宝镁 30 万吨高性能镁基轻合金及深加工项目产能利用率优化（包含高性能镁基轻合金 30 万吨、镁合金板 900 万件、零部件 3.5 万吨、方向盘骨架 1000 万只、精密配件 500 万件等多条生产线），公司盈利能力有较强提升空间。

**公司核心业务包括镁合金、铝合金两大产品板块。**其中，镁板块产品包括镁合金产品、镁铝合金压铸产品和镁铝建筑模板，铝板块产品包括铝合金产品、铝合金挤压产品和铝中间合金。从整体产销情况观察，公司合金产品产量稳定增长，产销率进一步优化。2025 年公司冶炼及压延加工产品产量+1.76%至 46.91 万吨，销量+4.97%至 47.18 万吨，库存-8%至 3.11 万吨，产销率同比+3.07PCT 至 100.58%。

**镁合金板块：产品结构向高毛利率压铸件趋势性集中。**2025 年镁板块合计营收同比+4.5%至 37.1 亿元，营收占比同比-2.1PCT 至 37.4%，合计毛利同比-18%至 3.7 亿元，毛利占比同比-7.5PCT 至 35.3%，综合毛利率同比-2.7PCT 至 9.9%。

**(1) 压铸件产品毛利水平略有优化，营收、毛利增长。**报告期内，毛利率较高的压铸件产品营收同比+7.43%至 10.91 亿元，营收占比同比-0.3PCT 至 11%。得益于镁还原与镁合金加工设备的环保升级、节能降耗水平提升，毛利同比+24.08%至 1.2 亿元，毛利占比同比+2.27PCT 至 11.47%，毛利率同比+1.47PCT 至 11%。

**(2) 镁合金产品受行业价格下行及新建项目产能爬坡影响，盈利能力受损。**毛利率较低的镁合金产品营收同比+1.57%至 24.63 亿元，营收占比同比-2.15PCT 至 24.84%，毛利同比-29.61%至 1.96 亿元，毛利占比同比-7.75PCT 至 18.73%，毛利率同比-3.52PCT 至 7.96%。

**(3) 建筑模板毛利率下滑，但仍具有相对优势。**建筑模板业务毛利率同比-33.38PCT 至 34.31%，仍较压铸件及镁合金产品具有明显的毛利率优势，其营收同比+40.43%至 1.56 亿元，毛利同比-28.82%至 0.53 亿元。

**铝合金板块：实现增收增利，产品结构调整提升利润优化。**2025 年铝板块合计营收同比+10.9%至 56 亿元，营收占比同比+0.31PCT 至 56.5%，合计毛利同比+18.63%至 5.8 亿元，毛利占比同比+8.83PCT 至 55.4%，综合毛利率同比+0.7PCT 至 10.4%。

**(1) 在毛利水平基本维持稳定情况下，铝合金挤压产品营收及毛利明显提升。**铝合金挤压产品营收同比+25.81%至 38.46 亿元，营收占比同比+4.77PCT 至 38.8%，毛利同比+20.24%至 4.15 亿元，毛利占比同比+6.83PCT 至 39.64%，毛利率同比-0.5PCT 至 10.78%。

**(2) 铝合金产品结构优化，毛利水平明显提升。**报告期内公司主动削减毛利差、回款差的铝合金材料销售，铝合金产品营收同比-37.3%至 5.6 亿元，营收占比同比-4.29PCT 至 5.65%。得益于铝合金产品结构的高端化升级，铝合金业务综合毛利同比+7.31%至 1.08 亿元，毛利占比同比+0.74PCT 至 1.08%，毛利率同比+8PCT 至 19.23%。

**(3) 铝中间合金营收及毛利稳定优化。**铝中间合金主要由子公司山东云信铝业生产，包含铝钛硼、铝丝和其他铝合金材料。其中铝钛硼产品国内市占率达 18.8%，为世界产量前五。铝中间合金营收同比+8.76%至 11.94 亿元，营收占比-0.17PCT 至 12.05%。通过生产工艺的升级（如电解铝液直接生产技术，每吨能节电 600 度、减排 CO<sub>2</sub>130 公斤），铝中间合金毛利率优化，毛利同比+29.31%至 0.57 亿元，毛利占比同比+1.26PCT 至 5.27%，毛利率同比+0.76PCT 至 4.79%。

**其他产品中，矿产品营收规模大幅增长，金属铈价格下行压缩利润。**2025 年以白云石矿为主的矿产品营收同比+82.65%至 1.05 亿元，营收占比同比+0.42PCT 至 1.06%；毛利同比+47.6%至 0.47 亿元，毛利占比同

比+1.47PCT至4.51%，毛利率同比-10.67%至44.95%。25年7月18日，安徽宝镁的高品质熔剂用白云石块出海日本，成功拓展海外市场。2025年金属镔年度均价同比-13.72%至5.68万元/吨，导致该业务营收及毛利分别-42.77%及-82.69%至0.56亿元及0.07亿元，毛利率亦同比-30.03PCT至13.02%。

**从镁铝合金的产能规划观察，公司成长属性显现。**2025年公司铝合金产能约为15万吨，镁合金产能约为50万吨（25年产量约为24万吨）。公司其他镁铝合金在建项目包括：安徽云海铝业年产15万吨轻量化铝挤压型材（截至25年底，完成进度37.62%）、五台云海年产10万吨高性能镁基轻合金及5万吨镁合金深加工项目（截至25年底，完成进度55.56%）、巢湖轻金属年产200万片高性能镁合金建筑模板项目、巢湖宝镁年产10万吨高性能镁基轻合金材料等。**根据公司公布的产能建设规划测算，至2028年前，公司铝合金产能或达30万吨，较25年产能或增长+100%；镁合金产能或达70万吨，较25年产能或增长+56%，较25年产量或增长+192%。**考虑到公司新增镁、铝合金均为高性能轻量化材料，项目达产后公司毛利水平或较当前有较大提升，公司产品结构或持续向高端化升级，叠加产能的大幅增长，公司业务规模及利润质量均有较大提升空间。

**从上游原材料观察，公司镁产业链一体化优势或逐渐转化为成本优势及生产稳定性优势。**公司为中国镁产业链一体化龙头，具有从白云石采选、硅铁冶炼、原镁冶炼、镁废料回收、镁合金深加工的完整产业链。白云石矿方面，公司白云石产能达5300万吨，除完全满足公司原镁生产外，亦可外售满足建材、冶金、化工和轻工等应用需求。硅铁方面，甘肃宝镁年产30万吨高品质硅铁合金项目在建（截至25年底，完成进度33.4%），项目建成后公司原镁生产成本或进一步强化（硅铁占原镁生产成本约36%）。原镁方面，公司现有原镁产能15万吨，随着镁合金产量提升、原镁需求增长，安徽宝镁30万吨原镁冶炼项目等有望投产，远期原镁产能可达55万吨（五台10万吨+安徽宝镁30万吨）。再生镁方面，25年公司镁废料回收约为9万吨。结合原镁和再生镁产能测算，公司合计产能可达约65万吨，在公司镁合金满产的情况下，公司镁合金原料自给率可达93%。公司原镁及镁合金生产原料的高自给率将逐渐转换为公司的生产成本优势及生产稳定性优势，若镁价重新进入上行周期，公司生产成本优势将进一步扩大。此外，2025年公司原镁产能/产量占全国产能/产量分别为17%及18%（规划产能全部建成后，产能占比或升至35%），考虑到当前镁铝比值0.68（接近自22年以来最低水平），叠加镁合金在汽车、低空经济、人形机器人等应用领域渗透率的提升及拓展，原镁价格的远期上涨有助于从资源品涨价逻辑角度进一步强化公司估值水平。

**从下游应用观察，公司持续深化客户拓展并强化技术优势。**鉴于镁合金的性能因素（绿色化、智能化、移动化及轻量化）、价格因素（镁铝比价、镁合金高附加值），参考政策支持因素（国家及行业政策）及技术发展因素（半固态注射成型等工艺发展），通过量化拟合镁合金下游五大核心消费领域的成长性变化，**我们认为，2025-2028年间，全球镁合金需求或由2025年的65万吨增长至2028年的139万吨，期间CAGR或达29%**

**公司在不同应用领域的扩展：（1）新能源汽车方面，**公司中大型镁铸件业务取得较大突破：在驱动电机领域，公司与采埃孚、吉利星驱、吉利威睿、汇川动力、金康动力等重要客户建立紧密合作；在“车身一体化”应用方面，公司与塞力斯问界建立战略合作关系，目前问界单车用镁量已达20KG，且问界镁合金产品均由公司提供；公司与吉利、长安、比亚迪等车企深入合作，2024年与吉利汽车共建“汽车用镁合金联合创新平台”；公司已进入特斯拉供应链，为其提供镁合金方向盘和后座扶手架。

**（2）镁基储氢材料方面，**公司镁基储氢材料采用合金化、切屑、压片工艺，材料多次循环后可重熔回收，在材料活化性能、吸放氢温度、能耗、成本方面具备优势；公司镁基储氢产品在子公司巢湖宝镁设有千吨中试产线，已完成规模试制和性能测试，并在宝武集团下属公司湛江钢铁试用，共同推进镁基储氢在氢冶金方面的应用。

**（3）建筑模板方面，**公司与上海交大及重庆大学等院校均有合作，目前已具备规模化生产镁合金建筑模板的能力，并实现镁铝建筑模板各占50%的比例搭配推广应用；公司镁合金建筑模板产能已投入设备能力达200万平方/年，并在2025年上半年向东南亚市场实现了镁合金模板出口销售。

**（4）机器人方面，**公司与埃斯顿签署了全球新质生产力战略合作协议，将共同研发、生产和推广镁合金机器人。公司与埃斯顿共同推出了ER4-550-MI镁合金机器人，与同类型铝合金版本相比，其整机重

量减轻约 11%，节拍速度提升 5%，能耗降低 10%。考虑到公司已进入特斯拉新能源汽车材料供应链，公司镁合金产品有望成为特斯拉机器人轻量化材料的解决方案。

**公司生产工艺、设备优势行业领先。**公司自主开发全套镁还原设备与镁合金加工设备，节能降耗水平行业领先；自主研发的 500Kg 大直径竖罐镁冶炼技术相比传统技术具有生产效率高、能耗低、环保性好等优势；公司已掌握镁合金熔炼净化、高压铸造、半固态注射成型等核心技术，能够生产高精度、高质量的镁合金产品，满足高端客户需求。

**镁行业集群化发展及央企平台优势有利于公司镁合金产品销售的快速扩张。**以安徽省青阳县镁合金产业为例，青阳县城投为安徽宝镁持股股东（持股比例 10%），安徽宝镁新建的 30 万吨镁合金项目为安徽省战略性新兴产业的省级“一号工程”，加速宝镁产能释放已被列为青阳县 2026 年重点推进的五项工作之一。2025 年青阳县累计签约镁产业链关联项目 68 个、总投资 435 亿元。其中，青阳县与长兴超威集团签约了镁基两轮电动车项目，总投资达到了 117 亿元；镁源动力、久航锻、路飞镁业、亿盛源等企业相继有重点项目开工、投产。镁行业的集群化发展及区位优势，叠加央企平台优势，有望帮助公司镁合金产能快速向当地配套引进的镁合金深加工企业进行销售拓展。

**公司盈利状态短期挥发，高附加值镁铝合金应用或培育新利润增长点。**受镁行业价格下降、新建项目产能爬坡及折旧摊销影响，公司盈利水平弱化。2025 年公司销售毛利率同比-1.15PCT 至 10.55%，销售净利率同比-2.09%至-0.33%。26Q1 公司销售毛利率同比-2.91PCT 至 6.81%，销售净利率同比-1.58PCT 至-0.3%。盈利下滑亦导致公司回报能力及运营效率下降，2025 年公司 ROE 同比-3.36PCT 至-0.35%，ROA 同比-1.49PCT 至-0.23%。26Q1 公司 ROE 同比-0.43PCT 至 0.1%，ROA 同比-0.24PCT 至-0.04%。公司成本控制能力略有改善，2025 年公司销售期间费用率同比-0.43PCT 至 8.48%。其中，销售费用率同比-0.01PCT 至 0.3%，管理费用率同比-0.18PCT 至 2.16%，财务费用率同比-0.09PCT 至 1.1%，研发费用率同比-0.15PCT 至 4.92%。公司研发投入仍维持较高水平，2025 年研发费用同比+7.17%至 4.88 亿元。公司主要研发项目涵盖镁铝合金各大应用领域，包括超复杂构型电驱壳体压铸件一体化设计制造与验证评价、超大尺寸压铸后地板一体化设计制造与验证评价、镁合金建筑模板合金开发及其专用防护涂层的制备与性能研究、低成本高密度的镁基复合储氢材料设计与开发、AA 级探伤要求铝合金卡钳活塞挤压圆棒技术开发和高性能液压阀块专用锻造坯棒 2.0 技术开发等。公司持续加深镁铝合金下游高端应用的研发投入，研发成果的量产应用有望推动公司产品附加值提升，提升公司毛利水平，培育新利润增长点。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 120.22 亿元、166.70 亿元、217.70 亿元；归母净利润分别为 1.74 亿元、4.84 亿元和 8.38 亿元；EPS 分别为 0.18 元、0.49 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 88.24X、31.72X 和 18.31X，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。

**详情参见：**《宝武镁业（002182.SZ）：高性能镁铝合金产能释放，镁产业链一体化优势向效益优势转变》，张天丰、闵泓朴，2026 年 4 月 30 日

## 2.6 金诚信（603979.SH）：矿铜产量弹性释放，公司盈利能力或持续优化

**公司业绩规模及盈利能力或持续优化。**从 2025 年及 2026 年一季度业绩表现观察，2025 年公司实现营业收入 138.94 亿元，同比增长+39.74%；实现归母净利润 23.39 亿元，同比增长+47.66%；基本每股收益同比+45.91%至 3.75 元/股。2026 年一季度，公司实现营业收入 34.14 亿元，同比增长+21.45%；实现归母净利润 6.01 亿元，同比增长+42.55%；基本每股收益同比+41.18%至 0.96 元/股。Lonshi 铜矿西区达产和 Lubambe 铜矿收购后持续的技改升级使得公司 2025 年及 26Q1 矿铜产量持续提升，叠加铜价中枢的稳定上行，公司

业绩创历史新高。考虑到后期 Lonshi 东区和 Lubambe 达产将推动公司矿铜产能持续释放，Alacran 铜金银矿收购将提升公司金银产品远期成长弹性，公司矿山资源开发业务或维持高速增长，叠加矿山服务业务的稳定发展，公司业绩规模及盈利能力或持续优化。

**矿山服务业务维持稳定发展。**从业绩表现观察，2025 年公司矿山服务业务实现营业收入 66.13 亿元（同比+1.06%），实现毛利 15.15 亿元（同比-13.47%），对应毛利率同比-3.85PCT 至 22.90%。其中，公司 2025 年实现海外矿服营收 40.47 亿元（同比-1.9%），海外矿服业务占比同比-1.85PCT 至 61.19%。公司矿服业务毛利同比下降的主要原因有三点：（1）公司 2024 年 7 月收购了原矿服业务客户 Lubambe 铜矿，现已将其转为内部管理单位，对应矿服业务收入及毛利下降；（2）卡莫阿-卡库拉铜矿非承包矿端矿震导致相关作业区域阶段性停工，影响公司矿服作业量；（3）部分新开发项目处于爬坡阶段，工程量及利润仍在逐步提升中，如 TerraMining 为露天矿服业务并处于业务开展前期，25 年销售毛利亏损 1.42 亿元。26Q1，由于 TerraMining 已重新调整至资源开发业务核算，公司矿服板块毛利率改善，本季度实现营业收入 15.56 亿元（同比+6.01%），实现毛利 3.8 亿元（同比+5.41%），对应毛利率同比+1.35PCT 至 24.45%。从项目完成情况观察，公司 2025 年完成井下掘进总量（含采切量）407.68 万立方米（同比-2.3%），计划完成率 105.36%；井下采供矿量 4,418.95 万吨（同比+6.5%），计划完成率 100.04%。从合同情况观察，公司 2025 年新签及续签合同金额约 89 亿元（同比-22.6%），但单个项目规模显著提升，项目年平均营业收入近 2 亿元。此外，公司深入非洲市场，首次承接赞比亚 Mufulira 矿山建设工程和博茨瓦纳 Khoemacau 铜矿第五矿区地下采矿业务，其加纳子公司荣获加纳“最佳矿山承包商”奖，是 2025 年度获此奖项的唯一中资企业。

**矿山资源开发业务持续高速增长。**从业绩表现观察，矿山资源开发业务已成为公司核心业务支柱（营收及毛利占比均超过 50%），且业务规模及盈利水平仍维持高速增长。2025 年公司矿山资源开发业务实现营业收入 69.86 亿元（同比+117.67%），营收占比同比+18PCT 至 50.28%；实现毛利 31.21 亿元（同比+130.2%），毛利占比同比+23.15%至 66.43%，对应毛利率同比+2.43PCT 至 44.68%。26Q1 矿产铜量价进一步提升，推动矿山资源开发业务营收同比+36.03%至 18.06 亿元，毛利同比+46.71%至 8.41 亿元，对应毛利率同比+1.21PCT 至 46.6%。从储量观察，公司金银储量显著增长。截至 26Q1 最新公开数据，公司拥有铜储量 347 万吨（同比+1.5%），磷储量 2111 万吨（同比-1.1%），金储量 31 吨（同比+63.2%），银储量 291 吨（同比+62.6%）。公司控股子公司 VeritasResourcesAG 于 26Q1 完成对 CMH 公司 50%股权的收购，公司现持有 CMH 公司 97.5%的股权。CMH 公司持有 Alacran 铜金银矿 100%权益，本次收购帮助公司增加铜权益资源量 18 万吨，银权益资源量 113 吨，金权益资源量 12 吨。从产量观察，2025 年公司铜金属产量同比+87.88%至 9.14 万吨，磷矿石产量同比+0.54%至 35.85 万吨，铁矿石成品矿产量为 107.88 万吨。一方面，Lonshi 铜矿西区达产（产能 4 万吨）和 Lubambe 铜矿收购后持续的技改升级（25 年选矿回收率由 81.84%升至 83.21%）使得公司铜矿产量高速增长。另一方面，新增的铁矿石产品来源于 TerraMining 项目。根据 TerraMining 与宝武集团的采矿权租赁协议，截至 2027 年 1 月 31 日前，TerraMining 可在约定的采矿权范围内勘探、开采不超过 1,000 万吨铁含量不低于 30%的铁矿石。截至 2025 年底，TerraMining 已累计生产约 418 万吨铁矿石，剩余可生产铁矿石达 582 万吨。2026Q1，受益于 Lubambe 铜矿的技改升级，公司铜产量持续提升。26Q1 公司生产铜金属 2.24 万吨（同比+28%），磷矿石 6.78 万吨（同比-8.6%），铁矿石成品矿 39.86 万吨。结合 Lonshi 东区、Lubambe 和贵州两岔河磷矿的改扩建规划，我们预计公司从 2028 年起或逐步形成铜年产能约 16 万吨（较 25 年产量+75%），以及五氧化二磷年产能约 80 万吨（较 25 年产量+123%），公司产能仍有较强成长弹性。

**盈利能力持续优化，成本控制能力增强。**受益于金属价格上行以及矿山资源开发业务占比的提升，公司盈利能力提升。25 年公司销售毛利率同比+2.31PCT 至 33.82%，销售净利率同比+0.48PCT 至 16.28%；26Q1 公司销售毛利率同比+2.31PCT 至 36.07%，销售净利率同比+2.45PCT 至 17.6%。公司回报能力及运营能力

亦呈现优化，25 年公司 ROE 同比+3.69PCT 至 23.24%，ROA 同比+1.27PCT 至 11.54%。26Q1 公司 ROE 同比+0.7PCT 至 5.28%，ROA 同比+0.26PCT 至 2.69%。此外，公司成本控制能力增强，25 年公司销售期间费用率同比-0.93PCT 至 7.4%。其中，公司销售费用率同比-0.09PCT 至 0.21%，管理费用率同比-1.24PCT 至 3.79%，财务费用率同比+0.37PCT 至 2.37%，研发费用率同比+0.03PCT 至 1.03%。由于公司新增银团融资，长期借款同比+142.45%至 17.7 亿元，利息费用同比+22.82%至 2.68 亿元，导致公司财务费用同比+65.39%至 3.29 亿元。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 159.45 亿元、177.20 亿元、201.52 亿元；归母净利润分别为 31.38 亿元、37.65 亿元和 46.31 亿元；EPS 分别为 5.03 元、6.04 元和 7.42 元，对应 PE 分别为 12.29X、10.24X 和 8.33X，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。

**详情参见：**《金诚信（603979.SH）：矿铜产量弹性释放，公司盈利能力或持续优化》，张天丰、闵泓朴，2026 年 4 月 29 日

## 2.7 北京利尔（002392.SZ）：传统业务稳健发展，新兴业务落地拓新空间

公司发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 69.70 亿元，同比增长 10.17%；归母净利润 4.01 亿元，同比增长 25.86%；扣非后归母净利润为 2.38 亿元，同比下降 15.88%，实现 EPS 为 0.34 元。

**点评：**

**销量增长带动营业收入稳步增长，逆势更快提升市占率。**公司 2025 年营业收入增长主要是销量带动，2025 年耐火材料销量为 103.83 万吨，同比增长 21.88%；综合销售价格为 4673.13 元/吨，同比下降 10.95%。受房地产行业投资持续下滑，钢铁行业处于反内卷过程当中，钢铁产量下滑（2025 年粗钢产量为 9.61 亿吨，同比下降 4.4%），影响行业需求，导致行业竞争激烈，综合价格出现下降。虽然收购包钢利尔股权并表增加营业收入，但剔除包钢利尔营业收入（并表到期末营业收入为 2.11 亿元）后，2025 年营业收入依然保持增长（同比增长 6.83%）。

在行业总需求受到影响，行业低迷的情况下，公司反而销量保持持续增长，使得公司逆势提升市占率，如果 2025 年全国耐火材料制品产量假设约为 2165 万吨（2025 年 1-9 月全国耐火材料产量为 1608.24 万吨），公司市占率将提升至约 4.80%，较 2024 年提高近 1 个百分点，也近 10 多年来市占率逆势提升最多的一年。

**投资收益和公允价值变动损益提升净利润率，第四季度扣非后归母净利润依然大幅提升。**公司 2025 年综合毛利率为 14.21%，同比微降 0.21 个百分点，总体保持稳定。而公司净利润率为 5.86%，同比提高 0.6 个百分点，主要是公司投资收益和公允价值变动损益较去年同期明显提升。2025 年公司除了民生证券股权取得投资收益外，公司投资 AI 芯片公司上海阵量对公允价值变动损益也有着积极的影响。公司投资的 AI 芯片公司上海阵量和硅碳负极材料公司联创锂能均为业内有发展潜力的公司，后续对公司利润继续产生积极影响的概率大。

2025 年公司扣非后归母净利润虽然下滑，但较前三季度下滑幅度收窄，主要是第四季度扣非后归母净利润同比大增 541.96%，较第三季度同比增幅 3.51%提升明显，主要是去年同期的低基数（亏损）。第四季度扣非

后归母净利润环比第三季度下降较多,主要是在第四季度计提资产减值(资产减值和信用减值计提 0.42 亿元)和第三季度投资公允价值变动损益收益较多(第三季度比第四季度公允价值变动损益多 0.55 亿元)所致。剔除这些因素后,总体各单季度相对平稳状态(营业总收入-营业总成本的差在第一季度到第四季度分别为 0.87、0.52、0.86 和 0.73 亿元)。

**综合竞争力保证公司耐火材料业务稳健发展,新战略落地带来更广阔发展空间。**公司数字智能化和技术加持下的高效生产经营管理效率、产业链一体化布局和整包模式下高粘性的头部客户群带来公司较强的综合竞争力,保证公司耐火材料业务能够逆势提升市占率,持续稳健发展。同时,公司积极发展新兴业务,除了投资 AI 芯片公司和硅碳负极公司,还通过定增建设 3 万吨氧化锆及新能源与航空航天用锆基材料项目,该产品不但满足高端耐火材料生产原料的需要,也能够用于固态电池电解质和正极材料的添加材料以及航空航天材料。还有公司海外越南生产线的建设等这些新发展战略的落地将为公司带来更广阔的发展新空间。

**公司盈利预测及投资评级:** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.64、5.45 和 6.60 亿元,对应 EPS 分别为 0.39、0.46 和 0.55 元。公司耐火材料传统业务综合竞争优势明显,抗风险能力强,逆势提升市占率。随着公司新兴业务战略的逐步落地打开公司发展新空间,维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 耐火材料行业环境低迷持续性超出预期,新业务推进速度低于预期。

**详情参见:**《北京利尔 (002392.SZ): 传统业务稳健发展,新兴业务落地拓新空间》,赵军胜,2026 年 4 月 13 日

## 2.8 安井食品 (603345.SH): 周期向好,结构优化开启高质量增长新阶段

**事件:** 安井食品发布年报,全年公司实现营业收入 161.93 亿元,同比+7.05%;归母净利润 13.59 亿元,同比-8.46%;扣非归母净利润 12.44 亿元,同比-8.49%。2025Q1-Q4 公司营收同比增速分别为-4.1%/+5.7%/+6.6%/+19.05%;归母净利润同比增速分别为-10.0%/-22.7%/+11.8%/-6.34%。其中 Q4 受商誉减值影响,扣非归母净利润 3.77 亿元,同比增长 5.12%。若剔除 24/25 年全年合计的 0.11/1.82 亿元商誉减值影响,则全年归母净利润同比+3.01%。

**新品和新渠道开始放量。**Q4 速冻调制品、速冻菜肴、速冻面米分别同比增长 25.76%/16.27%/5.34%,其中火锅料全家福、400 克真空玲珑装、虾滑系列、肉多多烤肠、虎皮炸蛋及象形包等销售积极,贡献增量。Q4 经销商/特通直营/新零售及电商/商超分别同比+19.42%/6.97%/50.12%/5.30%。新零售及电商实现高增主要系公司扩大与盒马鲜生、美团等新零售平台的合作,加大在抖音、天猫等电商平台的投入,带来销售增长所致。

**管理层转向更理性、更重盈利质量的竞争策略。**25 年公司已与主流的商超及新零售企业建立合作关系,从年初“全面拥抱商超定制化”的策略调整至“有管控地推进定制业务”。通过需求分级提高服务效率,反映了公司在追求扩张和追求效率之间的再平衡。25 年公司毛利率虽然仅 21.60%,同比下降 1.7pct,但 Q3、Q4 同比数据明显好转,且价格战趋缓、低毛利小龙虾占比下降、新品结构优化的趋势已经出现;另一方面,25 年公司销售费用率、管理费用率分别下降至 5.96%、2.57%,分别同比-0.56/0.77pct,反应公司规模效应进一步提升,费用率持续优化。

**盈利预测及投资评级:** 经历了约 2 年的价格战,头部公司对“低价不可持续”形成共识,行业企业普遍开始控制费用投放。随着餐饮的逐步回暖,我们认为公司基本盘能够稳定,商超定制和新零售负责打开渠道增量,

锁鲜装、烤肠等新品负责打开品类空间并带动毛利率增长，冻品先生承担 ToC 转型样板，安斋与海外布局则提供中长期边际空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别同比+25.70%/12.46%/10.43%，对应 EPS 分别为 5.13/5.76/6.37 元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/15 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**餐营业复苏不及预期；原材料价格波动风险；食品安全风险。

**详情参见：**《安井食品（603345.SH）：周期向好，结构优化开启高质量增长新阶段》，孟斯硕、王洁婷，2026 年 4 月 7 日

### 3. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策变化超预期。

## 分析师简介

### 刘航

电子行业首席分析师&科技组组长，复旦大学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所。曾就职于华力微电子、诚通证券研究所和国海证券资管，证书编号：S1480522060001。

### 石伟晶

首席分析师，覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。9年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018年加入东兴证券研究所。

### 张天丰

研究总监，周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十五年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind金牌分析师及iFinD卓越金属产业研究，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组投票委员。

### 赵军胜

17余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名；东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名；卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018年唯一3年五星级分析师及2014、2016、2017和2018年获最佳分析师、选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等；2019年“金翼奖”第1名；2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名；2021年wind金牌分析师第2名。

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

## 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                 | 上海                   | 深圳                  |
|--------------------|----------------------|---------------------|
| 西城区金融大街5号新盛大厦B座16层 | 虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层 | 福田区益田路6009号新世界中心46F |
| 邮编：100033          | 邮编：200082            | 邮编：518038           |
| 电话：010-66554070    | 电话：021-25102800      | 电话：0755-83239601    |
| 传真：010-66554008    | 传真：021-25102881      | 传真：0755-23824526    |