

四月金股汇

2025 年 3 月 27 日

东兴研究

金股报告

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
	曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
	刘宇卓 电话：010-66554030 邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110002
	任天辉 电话：010-66554037 邮箱：renth@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480523020001
	刘航 电话：021-25102913 邮箱：liuhang-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522060001

摘要：

以下汇总东兴证券行业组 4 月推荐标的及简要推荐理由：

贵州茅台 (600519.SH)：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

盐津铺子 (002847.SZ)：多渠道驱动，增长势能强劲

中谷物流 (603565.SH)：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力

山金国际 (000975.SZ)：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高

扬农化工 (600486.SH)：业绩短期承压，优创项目有序推进

中广核技 (000881.SZ)：非动力核技术龙头迈向高端

兴森科技 (002436.SZ)：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动

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. 四月金股汇总.....	3
2. 四月金股推荐理由.....	3
2.1 贵州茅台（600519.SH）：24年顺利收官，看好25年公司经营稳定增长.....	3
2.2 盐津铺子（002847.SZ）：多渠道驱动，增长势能强劲.....	4
2.3 中谷物流（603565.SH）：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力.....	5
2.4 山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高.....	6
2.5 扬农化工（600486.SH）：业绩短期承压，优创项目有序推进.....	8
2.6 中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端.....	8
2.7 兴森科技（002436.SZ）：深耕PCB行业，受益于AI+国产替代双轮驱动.....	9
3. 风险提示.....	10

表格目录

表 1： 四月金股汇总.....	3
表 2： 上月金股组合表现.....	3

1. 四月金股汇总

以下汇总东兴证券行业组4月推荐标的及上月金股组合表现：

表1：四月金股汇总

简称	证券代码	行业	总市值 (亿元)	PE			EPS			联系人
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
贵州茅台	600519	食品饮料	19,798	23.1	20.0	17.3	68.28	78.73	91.21	孟斯硕
盐津铺子	002847	食品饮料	155	24.1	18.8	15.0	2.36	3.03	3.79	孟斯硕
中谷物流	603565	交通运输	195	12.2	11.1	9.6	0.76	0.84	0.97	曹奕丰
山金国际	000975	金属	503	17.6	16.3	13.3	1.03	1.11	1.36	张天丰
扬农化工	600486	化工	224	15.9	16.5	13.6	3.46	3.33	4.04	刘宇卓
中广核技	000881	机械	69	-22.2	56.2	36.6	-0.33	0.13	0.20	任天辉
兴森科技	002436	电子	212	-114.3	157.1	52.4	-0.11	0.08	0.24	刘航

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的PE基于2025年3月26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	本月涨幅
科锐国际	300662	社会服务	刘田田	43.52%
火炬电子	603678	电子	刘航	36.16%
中广核技	000881	机械	任天辉	5.03%
盐津铺子	002847	食品饮料	孟斯硕	-0.11%
珀莱雅	603605	商贸零售	刘田田	-0.38%
铂科新材	300811	金属	张天丰	-1.52%
易点云	02416	计算机	刘蒙	-4.76%
金股组合				11.13%
沪深300				0.75%

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2025年3月26日收盘价计算

2. 四月金股推荐理由

2.1 贵州茅台（600519.SH）：24年顺利收官，看好25年公司经营稳定增长

公司顺利完成2024年任务。2024年茅台顺利完成年初既定目标，预计实现营业总收入约1,738亿元（其中茅台酒营业收入约1,458亿元，系列酒营业收入约246亿元），同比增长约15.44%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约857亿元，同比增长约14.67%。据此计算，2024Q4，茅台实现营收约507亿元，同比增长约12.06%，实现归属上市公司股东的净利润约249亿元，同比增长约13.92%。

25年产品结构调整将持续，茅台酒投放量将持续。在此前经销商大会上，公司曾表示2025年将调整飞天53度500ml茅台酒、珍品茅台酒、飞天53度1000ml茅台酒等产品投放量，进一步强化普茅大单品作为橄榄

型产品矩阵“金字塔”底座地位，激活终端消费动能，提升消费触达率。公司将调整珍品茅台酒运营模式；调整陈年茅台酒和43度茅台酒的分销政策。此外，公司将开发750ml和400ml茅台酒，分别用于餐饮渠道和国际市场。我们认为公司2025年茅台酒的整体投放量会加大，飞天茅台投放量会减少，大文创酒和非飞天系列酒的投放量会在25年成为增长亮点。

确保价格稳定仍将是25年的重点。在此前经销商大会上，公司曾表示2025年公司将确保53度500ml飞天茅台价格相对稳定。同时，公司强调茅台酒的两个基本没有变，即：茅台酒的基本属性没有变，社交、收藏等基本属性依然是茅台酒的固有属性。茅台在大会上强调53度飞天茅台价格要确保稳定，显示出公司对于茅台批价管理的信心和决心，给市场以茅台批价稳定的心理预期。

公司盈利预测及投资评级：公司在困难的环境下，2024年仍保持了稳健的增长，显示出业绩的韧性和稳定性。作为白酒行业的龙头企业，茅台拥有稳定发展、穿越周期的能力，我们看好公司在高端白酒中的市场占有率持续提升的趋势，预期2025年公司实现销售收入同比增长14.45%，归母净利润增长15.3%，对应EPS78.73元，当前股价对应估值17.95倍。考虑到茅台历史估值水平以及业绩增长的确切性，我们给予目标估值26倍，目标价2047元，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观消费恢复不及预期，市场竞争过于激烈，公司产品结构提升不及预期等。

详情参见：《贵州茅台（600519.SH）：24年顺利收官，看好25年公司经营稳定增长》，孟斯硕、王洁婷，2025年2月7日

2.2 盐津铺子（002847.SZ）：多渠道驱动，增长势能强劲

公司已经由直营商超为主要驱动变成了量贩和电商为主要驱动，经销为基本盘的公司。

量贩零食从本质上是零食零售的大发展。据艾媒咨询，截至2023年底，中国零食集合门店数量已经突破2.2万家，规模809亿元，预测到2025年，国内量贩零食门店的数量将达4.5万家，市场规模将达1239亿元。量贩零食店的大规模涌现从本质上来说是零售业的大的发展，从低效率的供应链变成高效率的供应链形式，从较差的人货场匹配度变成较佳的人货场匹配度，从低运营效率变为高运营效率，所以我们认为尽管宏观经济及居民消费行为的变化给量贩带了一个发展的契机，但在未来的数年间，无论经济如何变化，量贩这种高效的运营模式依然拥有巨大的市场。

开店空间8.1万家，渗透率44%。我们根据各省人均消费水平、人口数量，参考蜜雪冰城在属地及其他省份的门店数量，并考虑到了一线城市开店的难度，推算量贩零食门店全国开店空间8.1万家。根据主要量贩零食品牌在各省的门店数量，我们推算当前全国量贩零食门店数约3.6万家，当前渗透率约为44%。

4个方面带动公司量贩零食渠道增长。2024年H1量贩零食渠道收入占公司总营收比重大约25%。公司未来在量贩零食渠道的增量主要来源于：1、伴随品牌商门店数量增加的自然增长；2、品牌商SKU数量的增加；3、新增战略品牌合作商；4、核心产品销售量的增长。

公司在量贩零食渠道仍有大空间。根据前文推测，零食量贩渠道门店可达到8.1万家，未来行业总规模可达2106亿元。推测目前鸣鸣很忙系统市占率约35%，预计未来头部将更加集中，鸣鸣很忙集团占比有望达到50%左右。我们推算2023年公司对零食很忙销售额在鸣鸣很忙系统占比约3%，加上赵一鸣预计占比3.5%-4%

左右。推测公司对其他量贩系统出货率 1.1%左右，公司整体在量贩系统出货率 1.8%左右。中性假设下，未来盐津铺子量贩零食渠道收入空间可达 30 亿元，与 23 年相比有约不到 4 倍空间。

公司在抖音渠道增长迅速。作为传统下线品牌，公司在抖音占比并不高，在排名前五的休闲食品品牌中是唯一的全生产制造型企业，具备成本优势和打价格战的基础，且自然 GMV 占比较高（24Q1 达到 41.74%），这几均意味着公司在该渠道的可持续增长能力较强。

投资建议：我们推测公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.98/64.29/76.49 亿元，归母净利润分别为 6.45/8.27/10.35 亿元，分别同比+26.44%/28.24%/24.9%，对应 EPS 分别为 2.36、3.03 和 3.79 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 25、20 和 16 倍。公司抖音+量贩+经销渠道全国拓展和下沉均具备较强的增长势能，看好公司长期稳定增长潜力，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：量贩零食及抖音渠道竞争激烈，价格战导致公司利润受损；量贩零食往上游压价影响公司利润；消费恢复不及预期；食品安全风险。

详情参见：《盐津铺子（002847.SZ）：多渠道驱动，增长势能强劲——从渠道的角度解析公司增长潜力》，孟斯硕、王洁婷，2024 年 12 月 25 日

2.3 中谷物流（603565.SH）：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力

中谷物流是我国内贸集装箱龙头企业。公司成立于 2003 年，通过持续整合全国范围内的铁路及公路资源，形成了“公、铁、水”三维物流网络，建立了以水路运输为核心的多式联运综合物流体系。

公司物流基础设施完善，航线网络覆盖面广

公司长期深耕内贸集运行业，已经通过港口、航线、联运线路的有机结合，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。港口方面，目前公司的航运网络覆盖全国 25 个沿海主要港口与超过 50 个内河港口，并采取“双核战略”对港口资源进行有效配置；航线方面，公司航线通达全国沿海及各江河流域的主要水系，形成了以“京津冀经济带”、“长江经济带”、“粤港澳大湾区”以及“一带一路南北海上大通道”构成的“三横一纵”的大海运、大物流体系；公司铁路快线网则与水路网络形成了有效的互补，强化了公司物流网络的覆盖，有效提升了公司竞争力。

公司业务规模稳健扩张，利润率高，盈利稳定性强

公司控制运力及营收水平在内贸集装箱航运领域排名第二，仅次于中远海控旗下的泛亚航运。公司持续强化规模优势，订购的 18 艘 4600TEU 大型内贸集装箱船于 23-24 年陆续下水，自有运力有明显提升，运力规模借此与行业第三拉开了一定差距。

受限于行业性质，公司营收及利润表现对运价变化较为敏感。但相比竞争对手，中谷利润率高，且更加稳定。即使行业不景气，运价大幅下跌时，中谷依旧能够维持一定的利润率水平。现金流方面，公司以较小的体量实现了高于泛亚的经营净现金流入，也证明公司的运营效率在业内较为突出。

精细化管理能力与造船成本优势是公司盈利护城河

我们认为中谷盈利能力与现金流水平的强势，很大程度上得益于中谷优秀的物流管理能力。集装箱多式联运的供应链流程较长，这使得内贸航运公司对物流全链路的信息掌控能力变得尤为关键。中谷自研的全链路信息化的管理系统帮助公司不断对运输链路进行优化，提升了整体的运行效率。

此外，公司在船舶固定成本上也具备较明显优势。这得益于公司对于行业周期的精准判断，使得公司多次在船舶造价较低的时点实现了船舶新老更替及产能扩张，例如 2021 年 1 月公司发布公告称订购了 18 艘 4600TEU 大船，时间点正对应了阶段造船价格的低点。低位造船将明显降低公司船舶的折旧，并带来持续的成本优势。

长期看，“公转水”、“散改集”和多式联运将持续支持行业需求增长

水运虽然是所有运输模式中成本最低的，但我国物流中水运占比提升较为缓慢，主要是由于货物的末端运输基本还是依赖公路，水运和铁路运输相比单纯的公路运输会增加至少两次中转环节，其中转费用、时间损耗，以及多次装卸可能导致的货物损耗一定程度上抵消了水运阶段的成本优势。为此，国家多次发文，要求完善多式联运相关基础设施，降低多式联运在中转环节的消耗，提升“公转水”的成本优势。

长期来看，我国规模以上港口集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例约为 20%，与欧美主流港口相比处于较低水平，“散改集”和多式联运的比例具备较大的提升空间，将支撑我国内贸集装箱航运的长期需求增长。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 16.0、17.7 和 20.4 亿元，对应当前股价 PE 分别为 11.6X、10.5X 和 9.1X。公司对于中小股东权益较为重视，分红比例维持在较高水平。公司 23-25 年股东回报计划承诺 3 年累计分配利润不低于累计可分配利润的 60%，且公司在 22-23 年公司分红比例都超过了 70%，体现出公司很强的分红意愿。保守假设下，后续分红比例取最低的 60%，则 24-26 年公司股息率达到 5.2%、5.7%和 6.6%，在目前环境下有较强吸引力。综合以上分析，我们首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期、运价大幅波动、多式联运及“散改集”推进不及预期。

详情参见：《中谷物流（603565.SH）：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力》，曹奕丰，2025 年 3 月 4 日

2.4 山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高

事件：公司发布 2024 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.6%；实现归属上市公司股东净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%；基本每股收益 0.78 元/股，同比增长 52.58%。全球黄金价格中枢持续攀升，公司降本增效成果明显，多因素共振推动公司业绩创历史新高。

公司资源储量持续增厚。截止 24 年底，公司共拥有 6 个矿山企业，其中在产金矿矿山 3 座（黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦），在产铅锌银多金属矿山 1 座（玉龙矿业），停产待恢复矿山 1 座（华盛金矿），及在建矿山一座（纳米比亚 Osino）。截止 24 年末，公司拥有金金属储量 137 吨，铅金属储量 7.22 万吨，锌金属储量 12.85 万吨，银金属储量 77.42 万吨。公司持续开展矿产资源勘查工作并取得有效突破。公司 2024 年年度勘探投资 1.76 亿元，其年度探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.72 吨、铅 5930 吨、锌 13288 吨。24 年 8 月，公司控股子公司吉林板庙子与吉林省自然资源厅签订《矿业权出让合同》，取得了吉

林省通化县果松镇南岔村岩金矿普查探矿权，勘查面积 15.08 平方千米，有助于吉林板庙子在保有资源稳定下保持探采平衡。24 年 9 月，公司控股子公司内蒙古玉龙矿业 1118 高地铅锌矿探矿权已转为采矿权，矿权面积 3.4821 平方公里，采用地下开采方式且生产规模达到 99 万吨/年，主要矿产品为银、锌、铜及铅。考虑到玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带且是世界级有色金属矿床（银、铜、铅、锌、金）重点地区，探转采的有效执行将进一步优化公司的矿产成长性。此外，24 年 8 月末，公司已正式完成 Osino 公司 100% 间接控股的收购交割并将新增 127.2 吨黄金资源量，公司整体资源储备将进一步增厚。而至 25 年 1 月，公司与芒市海华开发有限公司签订协议，收购其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权与勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，其勘探面积分别为 35.6 平方公里和 20.38 平方公里，公司资源潜力得到持续增强。截止报告期末，公司在国内持有 16 宗探矿权，勘探面积合计 187.08 平方公里；公司 Osino 矿山在纳米比亚还拥有约 5638 平方公里探矿权，探矿前景广阔，公司资源储量在未来有望继续提升。

公司多金属产量稳定强增长。公司矿选能力持续优化，多金属产量均稳步增长且超额完成年度生产任务。报告期内，公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%；实现铅产量 12742 吨，同比增长 34.2%；实现锌产量 17145 吨，同比增长 3.89%；实现银产量 196 吨，同比增长 1.57%。从公司矿金远期产出角度观察，公司 24 年收购的纳米比亚 Osino 项目或在 2026 年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量，结合公司其他矿产出项目数值推测，至 2026 年公司有较高概率完成矿产金年产量 15 吨的规划目标，这意味着公司是国内成长性最优的矿产金公司之一。

公司矿产金业务成本优势持续强化。公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。得益于黄金价格上涨、矿山产能效率提升及降本增效新举措执行，公司矿产金毛利水平呈现持续优化迹象。报告期内，公司矿产金毛利率已由 23 年的 60.76% 升至 24 年的 73.54%，公司合并摊销后的矿产金克成本已由 23 年的 176.42 元/克降至 145.4 元/克，同比下降 17.6%。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别升至 52.43%、44.12% 及 46.87%，有效显示公司回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及资源综合利用率的提升。考虑到黄金价格运行中枢的趋势性抬升，叠加公司资源综合利用效率的实质提高，预计公司单位产出成本将延续持续优化态势，这有助于公司后期估值弹性的释放。

回报能力行业领先，资产负债率全国最低。报告期内，公司回报能力持续增强，维持行业领先地位。公司的 ROE 由 23 年的 12.68% 升至 24 年的 17.71%（24Q3 年申万黄金行业平均 7.09%），销售净利率因为金属贸易业务的大幅增长而略有回落，由 23 年的 19.35% 降至 24 年的 17.89%（24Q3 申万黄金行业平均 7.12%）；同期公司资产负债率由 17.98% 升至 18.57%（24Q3 申万黄金行业平均 40.48%），公司是国内资产负债率极低的矿金企业，有助公司融资能力与资金成本优势的进一步强化。

盈利预测与投资评级：考虑到黄金传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，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。鉴于黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵。而锌铅价格或在基本面供给仍显刚性下维持稳定。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 147.91 亿元、168.59 亿元、184.31 亿元；归母净利润分别为 30.72 亿元、37.72 亿元及 44.70 亿元；EPS 分别为 1.11 元、1.36 元和 1.61 元，对应 PE 分别为 16.68x、13.59x 和 11.47x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目产出进度及项目技改进度低于预期风险，应收账款核心客户占比过高风险。

详情参见：《山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高》，张天丰、闵泓朴，2025 年 3 月 19 日

2.5 扬农化工（600486.SH）：业绩短期承压，优创项目有序推进

扬农化工发布 2024 年年报：公司 2024 年全年实现营业收入 104.35 亿元，YoY-9.09%，归母净利润 12.02 亿元，YoY-23.19%。

行业市场低迷，农药产品价格同比下滑，导致公司业绩下降。分板块看，①原药：2024 年公司原药产品价格同比下滑 16.01%，营收同比下滑 13.07%至 64.18 亿元；②制剂：2024 年公司制剂产品价格同比下滑 9.38%，产品营收同比下滑 7.78%至 15.45 亿元。从利润端看，受到公司农药产品价格下降影响，公司综合毛利率同比下降 2.49 个百分点至 23.11%，导致公司净利润下滑。

行业尚处周期底部，但是绿色化、国际化与集中度提升也孕育着新机遇。首先，国家高度重视粮食安全，持续推出农业利好政策以及有利于农药行业创新、绿色、高质量发展的法律法规。其次，虽然 2024 年全球粮食价格处于周期底部，但粮食需求中长期需求明确，广大发展中地区居民饮食结构仍有较大改善空间，支撑了饲用农产品需求，巴西、美国等粮食主产国也在持续扩大农产品种植面积，长期农药产品终端需求稳中有升。第三，海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复，政策引导行业集中度提升，产能出清后中期价格将有上升空间。数字化和智能化技术的应用（例如精准施药）推动行业升级。终端抗性管理和土壤健康需求增加带动新产品销售，病虫害抗药性增强促使企业加快新药研发，企业通过差异化产品突破同质化困境。

公司有序推进新项目产能建设，后续有望逐步贡献业绩增量。2024 年公司辽宁优创一期一阶段、二阶段项目相继投产运营。截至 2024 年年末，公司对于辽宁优创一期项目的累计投入金额已达到 27.83 亿元，占总预算的 80%。后续公司还将推进优创二期项目，此外优嘉厂区、科创厂区项目也在同步推进。我们认为，后续在建项目的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司中长期成长性持续。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 13.55、16.43 和 20.95 亿元，对应 EPS 分别为 3.33、4.04 和 5.15 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、13 和 10 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

详情参见：《扬农化工（600486.SH）：业绩短期承压，优创项目有序推进》，刘宇卓，2025 年 3 月 26 日

2.6 中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端

公司为非动力核技术第一股。中广核技是中国广核集团“6+1”产业体系（核能、核燃料、新能源、核技术应用、数字化、科技型环保和产业金融）非动力核技术应用产业发展平台、中国非动力核技术应用产业龙头企业、中国非动力核技术应用第一股。

新材料业务不及预期及培育期业务亏损导致业绩短期承压。公司营业收入 2021 年同比增长 20.25%，达 79.99 亿元，2022 至 2023 年受下游市场需求影响营业收入同比下滑 13.18%和 8.53%，2024 年前三季度公司实现营业收入 44.59 亿元，降幅同比收窄至-1.92%。从利润端看，营收占比较大的高新材料业务受上游石化产品价格普遍上涨和国内环保加强监管影响，原材料成本持续上升，同时下游市场竞争激烈，销售价格并未随之

上涨，造成利润率明显下滑。同时，公司培育期业务（电子束处理特种废物、硅光电倍增器、医疗健康业务）投入较大，导致 2023 年和 2024 年前三季度净利润为负。

公司持续优化新材料结构，向高端材料转型。公司传统行业产品 2024 上半年销量同比增长约 5.5%，“三新”市场销量同比增长约 51.8%。根据公司 2024 年半年度报告，公司围绕工程塑料等高附加值产品，大力开展科技研发，完成尼龙线缆料系列化落地，电池包复材产业化。由于改性工程塑料进入下游应用领域的壁垒相对较高，认证周期长，具有品质稳定性和研发持续性优势的国内企业数量有限，公司具有较大的先发优势，随着公司向高附加值改性塑料产品拓展，未来盈利能力有望得到改善。

质子治疗装备产业化落地，加速器向高能跃进。中广核技在 2020 年引进了 IBA 公司全球领先的多室质子治疗技术，2024 年 11 月 6 日，中广核技投资建设的国内首座商用多室质子治疗设备生产基地迎来首台设备下线，该生产基地初期具备每年 3 至 4 套质子治疗系统的供货能力。根据工信部发布的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2024 年版）》，中广核技质子治疗装备回旋加速器束流能量 $\geq 230\text{MeV}$ ，标志着公司在电子加速器技术上实现了向高能的跃升。中广核引进的 IBA 的 ProteusPLUS 质子治疗系统，由一台质子加速器及 5 个治疗室组成，售价约为 7.5 亿元。据此测算十四五期间我国质子治疗系统市场规模约为 307 亿元，市场空间广阔。

电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌。根据 IBA2023 年报，其预测未来 10 年医疗器械消毒市场将实现翻倍增长。其中，电子束和 X 射线的在医疗器械灭菌中的应用占比在未来 10 年将从 2023 年的 5% 增长至 35%，用电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌已成为行业共识，电子加速器辐照加工所占据的市场份额有望得到持续增长。我国医疗保健产品工业化灭菌市场中辐照灭菌占比不到 15%，与国外存在较大的差距，未来市场提升空间较大。根据中广核技 2023 年报研发投入项目，公司正在研发一套 5.0MeV 电子加速器+X 射线转换靶设备，新研发设备实现整体处理能力接近 80 万居里的钴 60 源，适合于辐照密度较高、厚度或体积较大、剂量率相对低的产品消毒灭菌需求，未来有望进一步在高附加值消毒领域推广电子加速器及辐照服务，打开盈利空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -3.13、1.20 和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为 -0.33、0.13 和 0.20 元。当前股价对应 2025 年 PE 值为 55.03 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、费用压降不及预期。

详情参见：《中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端》，任天辉，2025 年 2 月 10 日

2.7 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 载板的成长引擎。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。

详情参见：《兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动》，刘航、李科融，2025 年 3 月 17 日

3. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策推进不及预期

分析师简介

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。

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

张天丰

大周期组组长，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，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

刘宇卓

10余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括2016~2018年水晶球公募榜连续入围，2017年水晶球公募榜第一名、总榜第二名，2019年新浪金麒麟新锐分析师等。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

刘航

电子行业首席分析师&科技组组长，复旦大学工学硕士，2022年6月加入东兴证券研究所。曾就职于Foundry厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号：S1480522060001。

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	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