镁价下跌拖累盈利，需求多点开花

2025 年 04 月 26 日

分析师：邱祖学
执业证号：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师：张弋清
执业证号：S0100523100001
邮箱：zhangyiqing@mszq.com

推荐 维持评级

当前价格： 12.24 元

相关研究

1.宝武镁业（002182.SZ）动态报告：产销量稳步增长，期待青阳项目达产-2024/08/01

2.宝武镁业（002182.SZ）2023 年三季报点评：Q3 盈利环比继续回升，青阳项目放量在即-2023/10/27

3.云海金属（002182.SZ）2023 年半年报预告点评：镁价下跌影响利润，期待青阳项目下半年投产-2023/07/16

➢ **事件：2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年报&2025 年一季报。**2024 年，公司实现营业收入 89.83 亿元，同比增长 17.4%，实现归母净利润 1.6 亿元，同比减少 47.9%。单季度看，2024Q4，公司实现营业收入 26.36 亿元，同比增长 26.2%，环比增长 16.1%，实现归母净利润 587 万元，同比减少 94.1%，环比减少 82.7%。2025Q1，公司实现营业收入 20.33 亿元，同比增长 9.1%，环比减少 22.9%，实现归母净利润 2818 万元，同比减少 53.58%，环比增加 380.22%。

➢ **2024 年公司归母净利润同比减少 1.47 亿元。**主要是由于费用和税金同比减利 1.56 亿元，细分来看，管理费用和研发费用同比分别增加 0.41 和 1.03 亿元，一方面公司即将投产的产能较多，前期准备的管理费用提升，另一方面为了推进镁产业化，公司作为龙头企业，增加研发费用以推广镁的应用。此外减利项还有资产/信用减值损失同比减利 5713/2579 万元，主要是存货减值和应收账款坏账损失增加。难能可贵的是在镁价同比大幅减少的情况下，公司毛利仍同比增长 2239 万元。主要得益于铝合金深加工产品、压铸件（包括模板租赁）、铝合金、中间合金毛利同比增长 1.57、0.41、0.34、0.22 亿元，但是由于镁价下跌，镁合金产品同比减少 1.79 亿元，矿产品业务同比减少 0.49 亿元。

➢ **2024Q4 归母净利润环比减少 2810 万元，但毛利环比增长 7646 万元。①价格：**镁产品价格同环比均下降。2024Q4 镁锭/镁合金价格分别为 1.69/1.87 万元/吨，分别环比减少 5.5%/4.7%，同比减少 21.0%/19.7%。**②产销量：**青阳项目 2023 年底投产，随着产能爬坡，公司镁产品产销量或同环比均有上升。**③成本：**硅铁和煤炭成本均环比下降。2024Q4 硅铁价格为 6388 元/吨，同比减少 8.2%，环比减少 2.0%，榆林坑口煤价为 751 元/吨，同比减少 12.3%，环比增长 2.3%。环比来看减利项主要为费用和税金环比减利 0.56 亿元，细分来看主要是研发费用环比增长 0.31 亿元，管理费用环比增加 0.24 亿元，主要或由于持续增加研发投入以及年底管理费用集中计提。此外减利项还有资产减值损失环比增加 5878 万元，主要是计提存货跌价准备。

➢ **2025Q1 归母净利润环比增加 2231 万元，主要得益于减值损失和费用环比增利，均由于 Q4 基数较低。**而由于价格持续下跌，毛利环比下降 1.25 亿元，为主要的环比减利项。**①价格：**镁产品价格同环比均下降。2025Q1 镁锭/镁合金价格分别为 1.59/1.77 万元/吨，分别环比减少 5.8%/5.3%，同比减少 18.1%/17.0%。**②产销量：**营收环比下降，考虑到春节影响，Q1 产销量环比或略有减少。**③成本：**硅铁和煤炭成本均环比下降。2025Q1 硅铁价格为 6219 元/吨，同比减少 6.0%，环比减少 2.6%，榆林坑口煤价为 615 元/吨，同比减少 18.5%，环比减少 18.1%。

➢ **核心看点：①全产业链覆盖，资源优势显著。**公司拥有丰富白云石资源，三个镁合金生产基地均配套白云石采矿权。**②公司产能增长空间广阔。**青阳 30 万吨原镁、30 万吨镁合金、15 万吨镁深加工项目，巢湖 5 万吨原镁项目，五台 10 万吨原镁项目持续推进，随着项目逐步达产，公司将拥有 50 万吨原镁和 50 万

吨镁合金产能。**③规划 30 万吨硅铁项目，成本优势进一步加强。**项目投产后公司将实现青阳项目硅铁自给，有利于公司进一步降低原镁生产成本，提高竞争能力。**④2024 年镁铝比平均为 0.9，持续低于 1.1-1.3 的历史合理区间，下游接受度提升，镁需求多点开花。**镁建筑模板，汽车轻量化，镁储氢，人形机器人，低空飞行器等多领域发力，镁应用前景广阔。

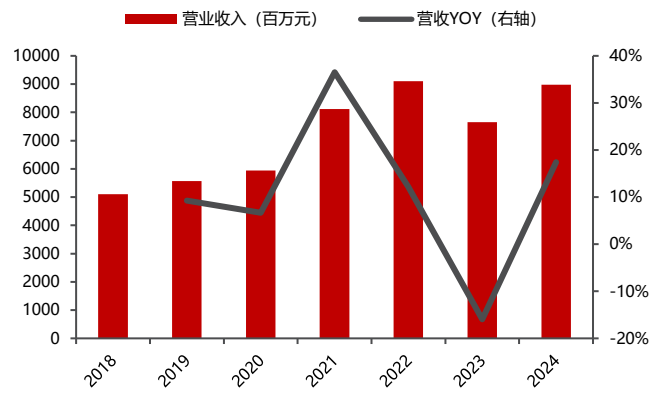
- **盈利预测与投资建议：**考虑到镁价下滑，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 3.06/5.29/6.92 亿元，EPS 分别为 0.31/0.53/0.70 元/股。对应 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 39/22/17X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格波动，产能投放不及预期，镁下游需求释放不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,983	10,565	12,614	14,120
增长率（%）	17.4	17.6	19.4	11.9
归属母公司股东净利润（百万元）	160	306	529	692
增长率（%）	-47.9	91.4	73.1	30.9
每股收益（元）	0.16	0.31	0.53	0.70
PE	74	39	22	17
PB	2.2	2.1	2.0	1.8

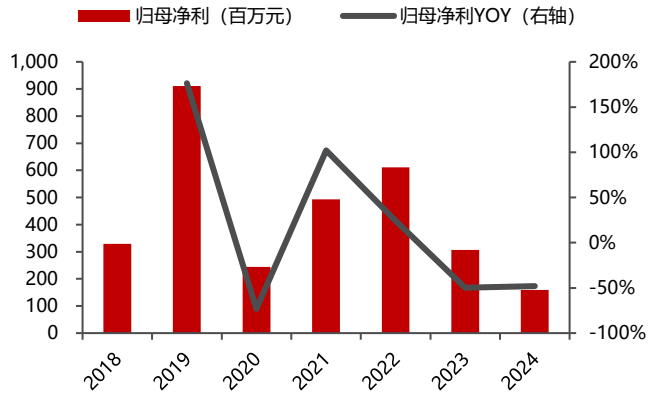
资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

图1：2024 年公司实现营收 89.83 亿元



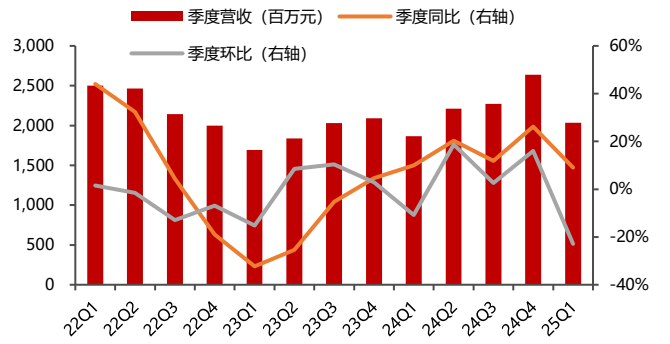
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年公司实现归母净利润 1.6 亿元



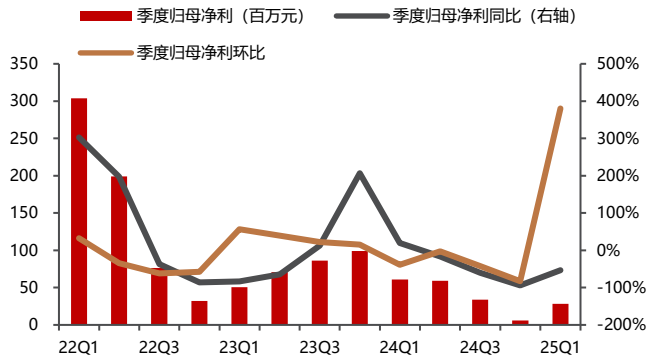
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2025Q1 公司实现营收 20.33 亿元



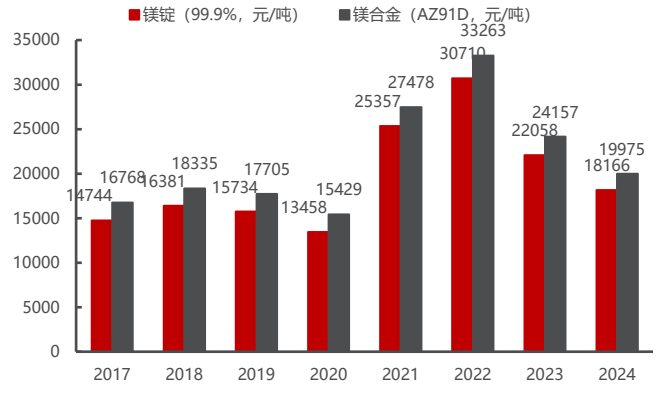
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2025Q1 公司实现归母净利润 2818 万元



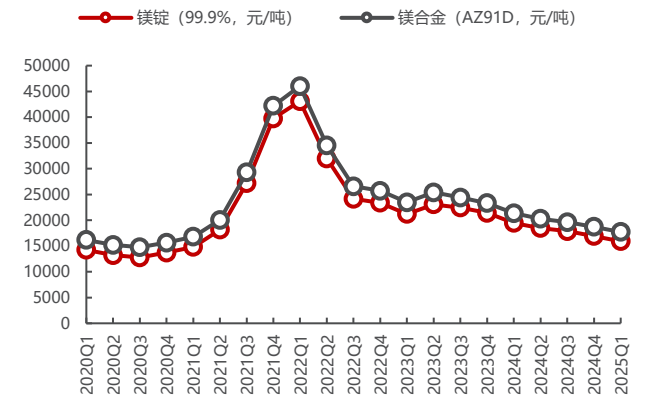
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：2024 年镁锭和镁合金锭价格同比下跌



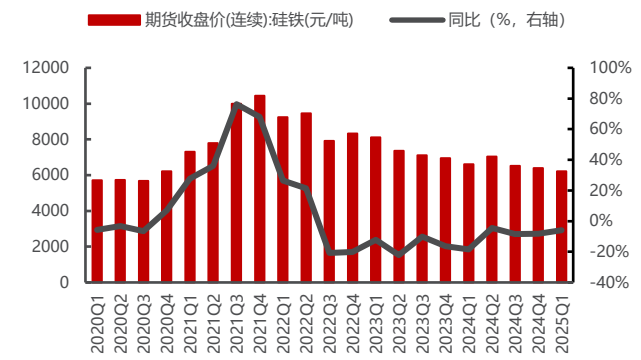
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图6：2025Q1 镁锭和镁合金锭价格同环比下跌



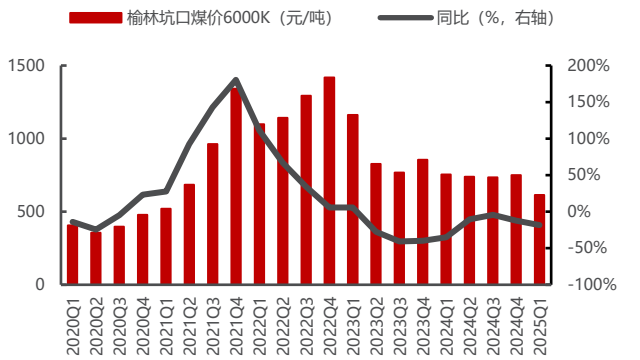
资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

图7：成本端硅铁价格持续回落



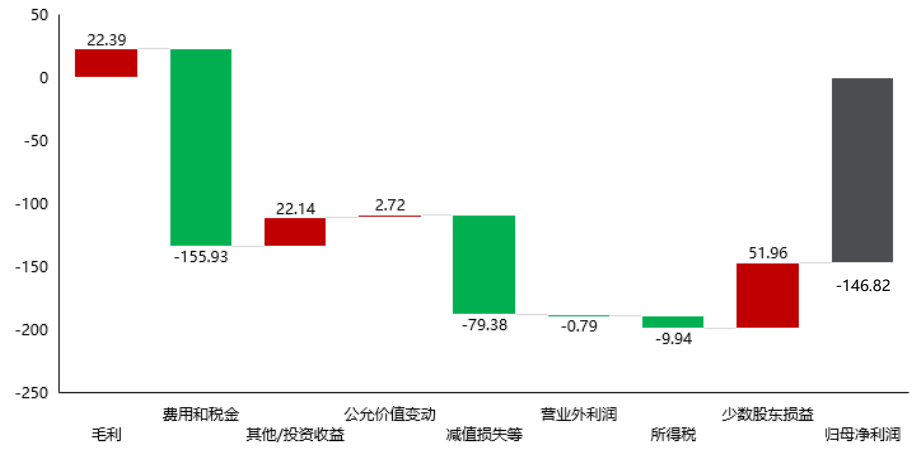
资料来源：SMM，民生证券研究院

图8：成本端榆林地区坑口煤价持续回落



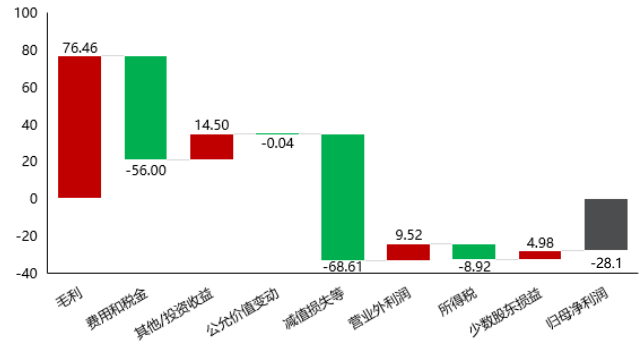
资料来源：SMM，民生证券研究院

图9：2024 年归母净利润同比减少 1.47 亿元（单位：百万元）



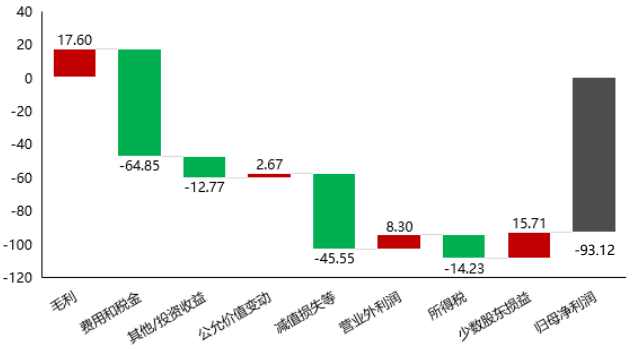
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：24Q4 归母净利润环比减少 2810 万元（单位：百万元）



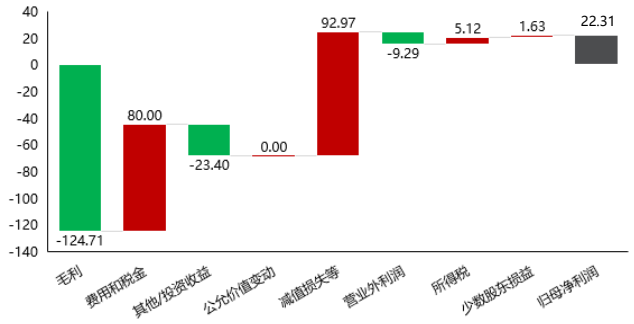
资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：24Q4 归母净利润同比减少 9312 万元（单位：百万元）



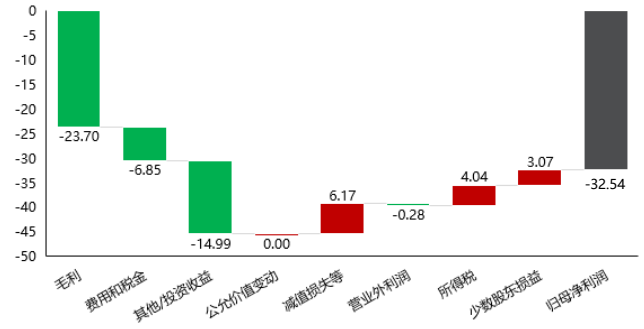
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：25Q1 归母净利润环比增长 2231 万元（单位：百万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：25Q1 归母净利润同比减少 3254 万元（单位：百万元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**8,983**	**10,565**	**12,614**	**14,120**
营业成本	7,932	9,306	11,035	12,239
营业税金及附加	44	52	62	70
销售费用	28	33	39	44
管理费用	211	243	290	325
研发费用	455	549	656	734
EBIT	312	478	646	836
财务费用	107	162	191	222
资产减值损失	-60	0	0	0
投资收益	-20	85	240	297
营业利润	**180**	**404**	**700**	**915**
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	**187**	**404**	**700**	**915**
所得税	29	65	112	146
净利润	158	339	588	769
归属于母公司净利润	**160**	**306**	**529**	**692**
EBITDA	744	989	1,301	1,654

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	245	881	647	1,167
应收账款及票据	2,195	2,582	3,082	3,450
预付款项	116	136	161	179
存货	1,488	1,746	2,070	2,296
其他流动资产	675	761	864	939
流动资产合计	**4,719**	**6,106**	**6,824**	**8,032**
长期股权投资	1,245	1,330	1,569	1,866
固定资产	3,922	4,921	5,832	6,733
无形资产	717	717	717	717
非流动资产合计	**8,833**	**9,201**	**9,647**	**10,130**
资产合计	**13,552**	**15,307**	**16,471**	**18,162**
短期借款	2,707	3,707	4,707	5,707
应付账款及票据	996	1,169	1,386	1,537
其他流动负债	1,192	1,123	274	304
流动负债合计	**4,895**	**5,999**	**6,367**	**7,549**
长期借款	2,243	2,593	2,893	2,793
其他长期负债	247	256	256	256
非流动负债合计	**2,490**	**2,850**	**3,150**	**3,050**
负债合计	**7,385**	**8,848**	**9,517**	**10,598**
股本	992	992	992	992
少数股东权益	829	863	921	998
股东权益合计	**6,167**	**6,458**	**6,954**	**7,564**
负债和股东权益合计	**13,552**	**15,307**	**16,471**	**18,162**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力（%）				
营业收入增长率	17.39	17.62	19.39	11.94
EBIT 增长率	-36.37	53.24	35.23	29.37
净利润增长率	-47.91	91.39	73.12	30.86
盈利能力（%）				
毛利率	11.70	11.92	12.52	13.32
净利润率	1.78	2.89	4.19	4.90
总资产收益率 ROA	1.18	2.00	3.21	3.81
净资产收益率 ROE	2.99	5.46	8.77	10.54
偿债能力				
流动比率	0.96	1.02	1.07	1.06
速动比率	0.59	0.67	0.68	0.71
现金比率	0.05	0.15	0.10	0.15
资产负债率（%）	54.50	57.81	57.78	58.35
经营效率				
应收账款周转天数	87.46	87.46	87.46	87.46
存货周转天数	68.48	68.48	68.48	68.48
总资产周转率	0.72	0.73	0.79	0.82
每股指标（元）				
每股收益	0.16	0.31	0.53	0.70
每股净资产	5.38	5.64	6.08	6.62
每股经营现金流	0.01	0.39	0.51	1.02
每股股利	0.10	0.09	0.16	0.21
估值分析				
PE	74	39	22	17
PB	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	23.58	17.74	13.48	10.61
股息收益率（%）	0.84	0.78	1.35	1.76

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	158	339	588	769
折旧和摊销	432	511	655	818
营运资金变动	-789	-545	-693	-506
经营活动现金流	**11**	**383**	**507**	**1,010**
资本开支	-1,784	-784	-857	-1,000
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**-1,784**	**-792**	**-857**	**-1,000**
股权募资	43	0	0	0
债务募资	1,788	1,248	409	900
筹资活动现金流	**1,642**	**1,045**	**116**	**511**
现金净流量	**-123**	**636**	**-234**	**521**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048