

首席周观点：2025 年第 43 周

2025 年 10 月 23 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：金银河（300619.SZ）：周期与成长共振或开启戴维斯双击——万吨级低温硫酸法提锂项目与千吨级精炼铷铯盐项目达产将优化公司成长属性及强化业绩弹性

国内锂电池连续化制浆装备龙头，有机硅装备龙头企业。公司是国内锂电池连续化制浆装备，及有机硅装备龙头企业。公司利用设备自主研发优势，通过子公司从事有机硅材料、新能源碱金属材料、碳基硅基合成材料及纳米粉体、有机硅发泡制品装备的研究、生产与销售。公司装备制造板块为下游新材料子公司提供先进的生产设备，并不断发展新材料生产工艺，材料业务又对装备性能形成验证并持续改进。公司以智能装备为核心，延伸至新能源材料和循环经济领域，实现多元化协同发展。

公司主营业务可分为三大板块：（1）锂电设备板块：锂电设备业绩表现对公司整体业绩有较大影响，为现阶段公司主营业务支柱。通过对公司锂电设备板块现有优势和未来发展方向的梳理，叠加对行业高速增长的乐观预期，我们认为公司业绩将随着锂电设备板块的再次成长而稳步提升。（2）锂云母全元素高值化综合利用项目板块：公司通过子公司金德锂从事电池级碳酸锂及锂云母资源高值化附加物的销售。随着 2025 年铷铯盐项目投产，副产品销售抵免将带动公司锂云母产能持续提升，促进公司实现低品位锂云母的充分低成本提取。由于公司碳酸锂产能及产量均有较大增长预期，铷铯盐等副产品销售亦将带来较大利润空间，公司成长弹性或已发生质变。（3）有机硅设备及产品板块：公司通过子公司天宝利、安德力从事高端有机硅新材料、水性环保树脂的研发、生产和销售。公司凭借首创连续法工艺+全品类覆盖+高客户粘性+持续技术创新，稳居国内有机硅及高分子智能装备龙头。因此，公司有机硅设备及产品板块业绩表现具有稳定性，或与行业成长共振。

锂云母绿色高值全元素提取项目或使公司后期成长弹性发生质变。公司拥有行业领先的自研低温硫酸法锂云母提锂技术，具有低能耗、高纯度优势（生产能耗较传统工艺降低 50%，碳酸锂纯度达 99.9% 以上，回收率亦保持在 85% 以上）且能有效解决冶炼端锂渣消纳困难并提升综合资源利用效率（每吨碳酸锂产生固渣少于 0.3 吨，传统方法吨固渣大于 30 吨）。公司的锂云母综合高值化利用项目是一系列项目，包括锂云母提取碳酸锂，锂云母提取碳酸锂副

产品铷铯钾矾进一步生产铷盐、铯盐，副产品钾明矾进一步深加工成氢氧化铝、硫酸钾，副产品硅砂进一步生产沉淀法白炭黑等。锂云母全元素高值化利用是该技术的一大亮点，可同步回收铷盐、铯盐、硫酸钾、硅砂及明矾等高附加值产品，其经济价值远超电池级碳酸锂本身，成功构建“一矿多产”的循环经济模式。公司的低温硫酸法锂云母提锂副产品铷铯钾矾通过重结晶工艺精炼生产铷铯盐，可免除萃取剂使用以大幅降低铷铯提取成本。此外，锂云母中除锂、铷、铯外，钾、氟、硅、铝等多金属元素亦可有效析出，公司可通过对副产品进一步深加工及销售从而提升资源综合利用效率及降低碳酸锂生产成本（如硅砂转化白炭黑等高附加值产品）。该项目的有效落地或意味着公司的成长属性及利润质量将发生质变，公司beta 价值有望增厚。

公司锂云母绿色全元素提取项目或在2026年推升业绩弹性。受2024年碳酸锂价格下滑影响，叠加高净值的铷铯盐产品未能投入生产销售，当前公司该项目产能利用率仍然较低，降本空间较大。根据子公司金德锂2024年营收及2024年碳酸锂年度均价测算，公司2024年碳酸锂产量约为2400吨。以10000吨碳酸锂产能测算，公司2024年碳酸锂产能利用率仅为24%。考虑到2025年5月公司铷铯盐加工项目环境影响报告书得到批准，预计该项目将于2025年H2投产并于2026年内实现有效的现金流贡献。展望锂云母绿色高值全元素提取系列项目的后期弹性，我们认为以10000吨碳酸锂产能测算，公司或可生产铷盐1200-1700吨（市价约400万元/吨），铯盐300-450吨（市价约120-140万元/吨）。综合测算在正常达产状态下，以碳酸锂约8万元/吨、铷盐约120万元/吨测算，子公司金德锂可实现营业收入约12.8亿元（较2024年营收+666%），对应毛利润约4.3亿元（较公司21-23年平均净利润0.79亿元增长4.4倍）。此外，根据公司锂云母提锂项目环评，该项目批准产能为年产2万吨工业化锂云母提锂产线，这意味着在该业务有效实现利润背景下，公司仍有产能快速扩张的空间。

锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，生产成本的分化或决定锂供给增量。一方面，盐湖提锂现金成本约为2.2-3.5万元/吨，显著低于锂云母提锂的5-7万元/吨，及锂辉石提锂的6-8万元/吨，具有成本优势。另一方面，盐湖提锂资源储量丰富，占全球锂资源总量的58%，而其24年产量占比仅为39%，相对储量占比仍有提升空间。然而，进一步观察中国锂矿供给，由于中国盐湖卤水矿锂含量低，镁锂比普遍较高，导致锂萃取率偏低，技术通用性差，且部分盐湖分布在生态环境脆弱的地区难以开采。因此，低品位锂云母的充分低成本提取或将优化锂矿端生产商盈利能力，降低中国锂矿石的对外依赖，为我国锂供给高质量增长提供关键路径。考虑到锂价低迷对高成本矿企的锂产出影响，2025年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出，及低品位锂云母的充分低成本提取的技术突破，或决定全球锂供给弹性。我们预计2024-2027年间，全球锂供给或由123.1万吨LCE增至186万吨LCE，期间CAGR或达15%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力锂电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，叠加低空经济及AI等新兴领域的发展对锂电池远期需求的提振，2024-2027年间全球碳酸锂合计需求量或由24年的103万吨增至27年的184万吨。综合考虑，锂供需结构或在2025-2027年间逐渐改善，期间超量供给或持续缩窄至12.8/6/2万吨LCE，供应过剩状况持续减缓。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 18.95/26.74/36.49 亿元，归母净利润分别为 0.11/0.80/2.60 亿元，对应 EPS 为 0.09/0.59/1.94 元/股，对应 PE 分别为 318.45X/45.82X/14.01X。考虑到公司锂电设备板块订单数量或从 2025 年起持续恢复并稳定提升，锂云母提锂板块铷铯盐投产或推动公司业绩快速成长，有机硅板块预计维持行业龙头地位，首次覆盖，给予“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，锂价下行风险，铷铯盐销售情况不及预期风险，下游锂电行业发展不及预期风险，下游有机硅行业发展不及预期风险。

参考报告：《金银河（300619.SZ）：周期与成长共振或开启戴维斯双击——万吨级低温硫酸法提锂项目与千吨级精炼铷铯盐项目达产将优化公司成长属性及强化业绩弹性》，2025-8-19



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：聚灿光电（300708.SZ）：收入同比增长 24.99%，产品结构持续优化

事件：

2025 年 10 月 14 日，公司发布 2025 年三季报：公司 2025 年前三季度实现营业收入 24.99 亿元，同比增长 23.59%；归母净利润 1.73 亿元，同比增长 8.43%；扣非归母净利润 1.69 亿元，同比增长 11.89%。

点评：

公司前三季度业绩创同期历史新高，产品产销两旺。公司 2025 年前三季度实现营收 24.99 亿元，同比增长 23.59%；归母净利润 1.73 亿元，同比增长 8.43%；扣非归母净利润 1.69 亿元，同比增长 11.89%；经营活动现金流 5.53 亿元，同比增长 9.84%。公司前三季度营收和净利润水平平均创同期历史新高，其中第三季度公司实现营业收入 9.05 亿元，同比增长 31.5%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 20.58%；扣非归母净利润 0.55 亿元，同比增长 20.61%。主要得益于公司对市场需求的敏锐洞察、营销策略的精准匹配，以 Mini LED、高光效照明、车用照明等为代表的蓝绿光高端产品产销两旺，相应营收均创历史新高；另外，红黄光项目

2025年1月通线,推进顺利营收增量明显,同时精细化管理模式下产品制造成本创历史新低,运营效率不断提升。

公司红黄光项目推进符合预期,产品矩阵全面覆盖。公司业务双线发力、成果显著,其中,氮化镓蓝绿光业务通过持续设备技改与管理优化,实现生产效率渐进式提升,产量稳步增长;砷化镓红黄光业务逐步投产并快速释放产能。红黄光项目推进符合预期,当前单月产量已突破5万片,个别工序产能更达8万片,红黄光芯片良率~~接近~~90%左右,进一步增强了公司高端产品供给能力。依托于红黄光项目的顺利实施,叠加原有蓝绿光芯片的协同优势,公司成功完成从单色系到全色系芯片供应商的战略转型,产品矩阵全面覆盖照明、背光、显示三大核心应用领域,为未来快速发展打开全新空间。

产品结构继续优化,业务规模有望再上一个台阶。公司通过全流程精细化管理与前瞻性产业布局,叠加全色系产品覆盖,不断夯实主业,市场地位进一步稳固。公司现有产品结构持续优化,Mini LED、银镜倒装等高端产品实现大幅增长,产品销售价格摆脱对等关税影响,公司产品整体呈现量价齐升态势,表现优于市场预期。与此同时,市场供需关系持续改善,随着红黄光项目产能陆续释放、蓝绿光业务协同销售推进及产品结构优化调整,公司业务规模有望再上一个台阶。

公司盈利预测及投资评级:公司是国内领先的LED芯片企业,随着红黄项目持续建设放量、现有产品结构优化提升,公司业绩有望持续增长。预计2025-2027年公司EPS分别为0.29元,0.39元和0.47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):收入同比增长24.99%,产品结构持续优化》, 2025-10-23



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 9 月数据点评：客座率整体维持较高水平，国际线同比提升明显

上市航司发布 9 月运营数据，航司客座率整体维持了较高水平，国际线客座率水平同比明显优于去年同期。

国内航线方面，9 月上市公司运力投放同比提升约 2.2%，环比 8 月下降约 15.7%，运力投放水平与去年相比差异不大，在行业反内卷的大背景下，航司运力投放较为稳健。

分航司看，除春秋运力投放同比提升较大外，其余航司运力投放增速都控制在 3% 以内。环比看，进入 9 月后各航司都较大幅度下调了运力投放，主要系当前旅游需求占比提升导致旺季与淡季需求端差距较大，整体情况与 23 年和 24 年类似。春秋能够在运力投放同比明显提升的情况下维持较高的客座率，则说明消费降级的影响导致行业整体价格带出现了下移，低价格带需求占比提升，这对航司的降本增效提出了更高的要求，成本端的优势在竞争中或有所放大。

客座率方面，上市公司整体客座率较去年同期提升约 2.1pct，环比 8 月下降 1.0pct。由于行业由旺季转向淡季，客座率环比下降是正常现象，同比看，9 月客座率维持在较高水平。今年以来三大航中东航对提升客座率最为积极，9 月客座率同比提升 3.3%；国航由于去年同期基数较低，今年客座率提升也较为明显，9 月客座率同比提升 3.0%，其余航司客座率同比提升在 1-2pct 之间。

国际航线方面，9 月上市航司运力投放同比去年提升约 9.4%，环比 8 月下降约 9.5%。9 月客座率同比提升约 3.5pct，提升较为明显；环比 8 月下降约 0.7pct，主要系淡旺季差异。

分航司看，中型航司运力投放同比提升幅度较大，我们认为系去年同期周边航线需求较差，今年有所回暖。客座率方面，9 月吉祥、东航与国航的国际客座率同比提升较明显，分别为 6.8%、5.9% 和 4.8%，同样与去年基数较低有一定关系。可以看出，今年 9 月国际航线表现明显优于去年同期。

8 月《中国航空运输协会航空客运自律公约》的发布，为行业反内卷大环境的形成奠定了基础，后续的供给管控和客座率回升也说明公约在遏制市场乱象、规范经营行为，提振收益水平上具有一定作用。反内卷是长期工程，贵在坚持。我们认为反内卷大环境的形成与维持有望加速行业再平衡的过程，对行业整体盈利水平的改善会有较大助益。从盈利弹性角度出发，大型航司受益会更加明显，建议重点关注。

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 9 月数据点评：客座率整体维持较高水平，国际线同比提升明显》，
2025-10-17

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