

首席周观点：2025 年第 40 周

2025 年 9 月 29 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：中矿资源（002738.SZ）：“锂+铯铷+铜锗”三线布局，多曲线支撑公司成长弹性增强（2）铯铷板块维持稳定强增长

公司已由地勘公司成长为矿产资源产业链一体化的矿业集团化企业。公司成立于 1999 年，后于 2014 年在深交所上市。公司立足国内及海外的固体矿产勘探技术服务，先后承接了中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果（金）科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果（金）卡莫阿铜矿等国际重大项目，逐步形成全球化地勘业务布局。据公司 2025 年半年报，公司在海内外拥有参控股子公司 20 多家，公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 73 处，其中采矿权 15 处、探矿权 44 处、地表租约 14 处。公司已成长为拥有矿产资源全产业链的矿业集团化企业。

公司主营业务分为三类：锂板块（25H1 营收占比 40%，毛利占比 24%），铯铷板块（25H1 营收占比 22%，毛利占比 87%），铜锗等多金属板块（规划建设中，预计于 2026 年起业绩逐渐兑现）。

地勘优势助力矿权开发，以铜为主展开多金属布局。凭借公司在固体矿产勘探业务上的资源与技术积累，公司一方面成功对自有矿区不断进行勘探增储，另一方面高效率低成本地持续进行资源并购，以铜为主展开公司的多金属板块布局。在赞比亚与纳米比亚地区，公司已成功获得六大矿权，截至 25H1，合计拥有铜金属量 98.28 万吨，锗金属量 746.21 吨，镓金属量 409.62 吨，锌金属量 32.02 万吨，金金属量 6.64 吨，银金属量 95.44 吨，钴金属量 7180.01 吨，铁资源量 3.48 亿吨，稀土氧化物资源量 278 万吨，磷矿石资源量 2182 万吨。其中，赞比亚 Kitumba 铜矿与纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂为公司两大主要在建项目。Kitumba 铜矿保有铜资源量 2790 万吨，含铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%。Tsumeb 冶炼厂保有矿石资源量 294.35 万吨，含锗金属量 746.21 吨（品位@253.51 克/吨），镓金属量 409.62 吨（品位@139.16 克/吨），锌金属量 20.95 万吨（品位@7.12%）。

铜矿开发助力公司打开第三成长曲线。公司于 2024 年收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权，拟投资 5.63 亿美元建设 Kitumba 铜矿采选冶一体化项目。该项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年，副产品硫酸 10 万吨/年。项目采矿、选矿厂工程已于 2025 年 3 月、7 月开工建设，预计于 2026 年 7 月投产，并于 2026 年年底达产。根据公司长期产能规划，至 2030 年左右，赞比亚铜矿产能可提升至约 10 万吨。公司已与赞比亚

政府达成合作，铜矿项目获得十年免税特权，叠加赞比亚铜矿的优秀资源禀赋（高品位）、公司对尾矿资源的低成本获取能力、公司自建能源项目对用电成本的降低，公司铜生产成本有望在目前 5500 美元/吨的可研成本下进一步降低。公司铜板块业绩表现与盈利能力有望随产能提升不断优化，铜矿开发将帮助公司抵御铜价周期性风险，并助力公司打开第三成长曲线。

Tsumeb 冶炼厂投产或为公司提供新的业绩爆发增长点。公司于 2024 年 8 月收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂 98%股权，成交价约为 2000 万美元，维护成本约为 1000 万美元，得到大量锗镓锌尾矿资源。公司拟投资 2.23 亿美元建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。截至 25H1，火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，预计于年内建成并启动试生产，届时公司将拥有锗产能 10-15 吨/年。至 2026 年，一期锗产能或逐渐达产，全部设计产能或于 2026 年底建成。根据公司尾矿资源储量及设计年产能测算，公司锗/镓/锌产能达产后，资源可供生产年限分别为 23/37/19 年。以海外锗锭 4000 美元/千克、工业镓 800 美元/千克、锌锭 3000 美元/吨测算，设计产线完全达产后，年产值可达约 12.4 亿元（锗约 9.4 亿元，锌约 2.3 亿元，镓约 0.6 亿元），将为公司提供新的业绩爆发增长点。

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，锂价超预期下行风险，下游新能源汽车行业发展不及预期风险。

参考报告：《中矿资源（002738.SZ）：“锂+铯铷+铜锗”三线布局，多曲线支撑公司成长弹性增强》，2025-9-9



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：精智达（688627.SH）：半导体测试领域业务快速增长，多项研发项目已取得订单

事件：

2025 年 8 月 30 日，精智达发布 2025 年半年度报告：公司 2025 年上半年实现营业收入 4.44 亿元，同比上升 22.68%，实现归母净利润 3058.7 万元，同比下降 19.94%。

点评：

公司 2025 年上半年业绩增长亮眼，半导体测试领域业务保持快速增长。2025 上半年实现营收 4.44 亿元，同比上升 22.68%，归母净利润 3058.7 万元，同比下降 19.94%。主要系公司销售规模扩大所致，同时本期薪酬费用等同比增加导致利润下降。2025Q2 实现营收 2.92 亿元，同比增长 4.65%，归母净利润 0.47 亿元，同比下降 11.1%，毛利率为 40.40%，环比增

加 12.69pct，同比下降 2.81pct。分业务来看：

半导体测试设备领域业务保持快速增长，实现业务收入 3.13 亿元，同比增长 376.52%。主要由于全球存储及 AI 领域订单需求旺盛，为国产替代创造了加速推进的契机；上半年首次取得超 3 亿元的重大订单（涵盖 FT 测试机等核心产品），标志测试机系统获得市场验证。2）新型显示检测设备领域毛利率显著提升；中尺寸检测领域：G8.6 AMOLED 产线关键检测设备首次取得 8.6 代线 2 亿元以上订单。新型微显示技术领域：公司保持国内 Micro LED、Micro OLED 等前沿显示技术领域主流微显示屏厂商的交流合作，Micro LED/OLED 检测设备需求与业绩同步增长。海外市场方面：与 AR/VR 头部终端厂商的战略合作持续深化，顺利落地多款光学、电学定制测试新产品的开发工作。产品创新方面：公司自主研发的高分辨率成像式色度仪器获得主要客户正式订单。

技术创新成果显著，多项研发项目已取得订单。公司研发支出 6,099.30 万元，同比增长 16.28%，研发投入占营业收入的比例 13.75%。技术创新结果显著：1）针对封装后 DRAM 芯片颗粒的测试及修复 FT 测试机研发顺利完成，已于 2025 年 2 月取得客户正式订单，进入量产交付阶段；2）公司加大用于先进封装的 MEMS 探针卡研发投入，相关产品已通过客户验证并取得订单。3）应用于高速 FT 测试机和 KGSD CP 测试机的 9Gbps 高速前端接口 ASIC 芯片已经完成验证测试。

布局立体化推进，拓展新技术与市场边界。公司以前瞻性技术开拓与战略规划为基点，通过自主研发与外延发展双轨并进，持续拓展技术纵深与市场多元化边界。在半导体测试领域，以 DRAM 测试设备产品线为基础纵向延伸分选机、探针台等设备构建完整测试链，同步强化 HBM 及先进封装技术研究；依托 DRAM 技术储备横向拓展至 NAND FLASH 等存储器测试领域，并大力推进算力芯片 SoC 测试机研发。公司基于战略规划优化资本配置，超募资金聚焦先进封装领域，依托子公司南京精智达启动先进封装设备专项计划，总投资近 3 亿元，重点投入探针卡及核心设备研发。截至报告期末，项目已投入 2,910.76 万元（占总投资额 9.72%），研发进度符合预期。此举将完善公司在先进封装领域的测试-封装协同解决方案能力。显示检测领域加速高世代产线高效高精度测试设备研发，夯实中尺寸显示检测能力；完成 Micro LED、Micro OLED 检测设备的技术迭代，拓展新型显示检测边界；融合人工智能与缺陷判别技术，驱动检测装备智能化升级，强化核心竞争力。

公司盈利预测及投资评级：公司是新型显示检测设备和半导体存储器件测试设备行业领先企业，半导体测试设备新订单释放成长动能，业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别是 1.92 元、2.88 元和 3.80 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。

参考报告：《精智达（688627.SH）：半导体测试领域业务快速增长，多项研发项目已取得订单》，2025-9-4



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：高速公路：高股息个股超跌或带来配置机会

高速公路板块是传统的高股息板块，具备业绩稳定，强现金流，高可预测性的特点。今年6月以来，随着市场回暖，大盘持续上涨导致资金避险需求下降，再叠加国债收益率逐步回升，高速公路板块经历了较为深度的调整。我们认为调整后的高速公路板块已经具备了较强的绝对收益配置价值，值得投资者关注。

高速公路股的AH价格差在23-24年间呈持续扩大的趋势，但在25年下半年明显收窄。一定程度上可以用类债属性解释，即23-24年国内无风险收益率经历了较快的下降，带动A股高速公路股股价上行，但港股市场所对应的美债收益率还处于高位，压制了港股高股息资产的表现；而25年下半年这一情况有所反转。但也需要看到，虽然当前高速公路A股对H股的溢价率已经降至23年以来的较低水平，但当前国债与美债的收益率差距还明显大于23年同期。从这一角度出发，近期高速公路A股对H股溢价率的大幅收窄，意味着A股高速公路股的性价比重新回到一个较高的水平。

从比较直接的股息率指标看，由于股价大幅回调，A股重点高速公路个股的股息率实现了较为显著的提升。包括宁沪、皖通、山高、粤高速这几家分红金额较高且分红比例较稳定的公司，股息率在本轮调整后都回到了24年以来的较高水平。

从上市公司股息率与国债收益率的差值方面考虑，可以看到23年到25年上半年期间两者差值持续收窄，对应的是资金出于避险需求持续增配高股息资产，股价的提升压低了高速公路股的股息率。但6月以来随着股价回调，上市高速公司的股息率与国债收益率的差值已经回到23年下半年的水平，我们认为已经具备了较强的配置价值。

高速公路作为弱周期板块，在大盘上行期间较难实现相对收益，但对于绝对收益的投资者来说，在国内降息周期的大环境下，高速公路股所体现的股息率水平已经具备较强的吸引力。

对于业绩稳定，可预测性强的高股息资产而言，人弃我取是非常合理的投资逻辑，随着股价的回调，个股股息率回升，配置高股息个股能够获得更强的安全边际。以25年盈利预测估算公司25年预期股息率，则部分公司预期股息率已经回升至5%以上。若股价继续回调，则股息率还会继续提升，对于追求绝对收益的投资者而言，目前的机会值得重视。

投资建议：我们建议重点关注皖通、粤高速A、招商公路等分红比例较高的个股，若对分红金额绝对值的稳定性有较高要求则可关注宁沪高速。

风险提示：宏观经济不景气导致车流量不及预期、路网分流导致车流减少、公司分红方案变

化等

参考报告：《高速公路：高股息个股超跌或带来配置机会》，2025-9-24

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