

## 首席周观点：2025 年第 39 周

2025 年 9 月 25 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）。

公司为全球铯铷资源龙头企业，在铯铷行业拥有垄断性的资源优势。公司控制了全球 80% 以上的铯榴石矿产资源，并有大量伴生钽资源。公司名下的加拿大 Tanco 矿山是全球现有在产的唯一以铯榴石为主矿石的矿山，也是世界上储量最大的铯榴石矿山；截至 25H1，Tanco 矿山合计保有  $\text{Cs}_2\text{O}$  金属量 5.56 万吨，其中露天开采方案下保有原地矿石储量 1074.60 万吨（含  $\text{Cs}_2\text{O}$  金属量 2.90 万吨、 $\text{Ta}_2\text{O}_5$  金属量 2145.60 吨），铯尾矿矿石量 356 万吨（含  $\text{Cs}_2\text{O}$  金属量 2.66 万吨）。Bikita 矿山锂矿床共生有铯榴石，历史上为全球三大经济可采铯矿之一，目前矿区内仍发育有多条未经验证的 LCT 型（锂-铯-钽型）伟晶岩体，具备进一步扩大铯铷矿产资源储量的潜力；截至 25H1，Bikita 矿山伴生  $\text{Ta}_2\text{O}_5$  金属量约 3814 吨（平均品位 186ppm）。

公司是铯铷盐精细化工领域的全球龙头，拥有完备的铯产业链一体化制造能力。公司拥有加

拿大温尼伯、江西省新余市两大铯铷盐生产基地，和英国阿伯丁、挪威卑尔根两大甲酸铯回收基地。公司现有铯铷盐产能约 1000 吨，新增 Bikita 铯榴石采选线预计于 2025 年三季度投产，投产后公司铯铷盐产能或升至 1500 吨左右，占全球铯铷盐产能 50% 以上。公司甲酸铯业务采用生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式，为众多世界知名的油服企业和世界级石油公司提供了甲酸铯产品和技术服务。公司甲酸铯回收再利用率可达 80% 以上，且回收后的基液性能不发生变化。截至 25H1，公司全球储备甲酸铯产品 18970bbl（折合密度 2.3t/m<sup>3</sup>的甲酸铯溶液），折合铯金属当量 4306.31 吨。

**公司铯铷板块维持稳定强增长。**2021-2024 年间，公司铯铷板块营收及毛利润均维持稳定强增长，铯铷板块已成为公司稳定的第二增长曲线。其中，营业收入由 2021 年的 8.11 亿元增至 2024 年的 13.95 亿元，期间 CAGR 达 20%；同期毛利润由 5.37 亿元升至 10.92 亿元，期间 CAGR 达 27%；同期毛利率则由 66.25% 升至 78.29%，稳中有升。从产量观察，公司铯铷盐产量基本维持在 960 吨左右，由于公司 2024 年甲酸铯库存足以满足公司开展租售业务，因此暂停甲酸铯生产。在不考虑甲酸铯产品租赁的高回收率情况下，公司现有甲酸铯库存可维持超过七年的销售需求（近三年平均销售量为 2621bbl）。从板块营收的持续上涨与实际产销量的稳定观察，由于公司在铯铷盐行业具有资源及产量垄断性地位，公司在行业中的议价能力较强，铯铷盐板块产品价格维持上行趋势。根据公司铯铷板块产品销量及业务营收测算，2022-2024 年间，公司铯铷精细化工产品价格年平均涨幅达 24%，甲酸铯产品价格年平均涨幅达 43%。考虑到 2025 年底公司铯铷盐新建产能的完成（较 2024 年+50%），叠加钙钛矿电池薄膜添加剂等新兴应用对铯铷需求的持续拉升，2025-2027 年间公司铯铷盐产量或分别达到 1100 吨/1275 吨/1440 吨，对应产能利用率或分别为 73%/85%/96%。综合考虑，2025-2027 年间，公司铯铷盐板块营收或分别达到 16.57 亿元/19.30 亿元/22.19 亿元，毛利或分别达到 12.26 亿元/14.67 亿元/17.31 亿元。公司产量的外扩叠加铯铷价格中枢的稳定上行，使得铯铷盐板块业绩表现及盈利能力仍有较强成长弹性。

**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%。技术创新成果显著：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



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

**能源行业：中国海油（600938.SH）：油价回落明显，成本优势及增储上产凸显韧性**

**事件：**25H1 营业收入 2076.08 亿元，同比降低 8%，归母净利润 695.33 亿元，同比下降 12.8%。

**点评：**

**25 上半年油价回落明显，增储上产凸显韧性。**25 上半年，布油现货均价为 70.94 美元/桶，同比下降 14.58%。为了应对油价下行，公司持续增储上产，通过销量增长冲抵低油价不利影响。油气产量延续增长趋势，石油产量 296.1 百万桶，同比上升 4.48%，天然气 51.62 百万桶，同比上升 11.97%。国内渤中 19-2、海外巴西圭亚那等项目贡献显著，油气净产量

384.6 百万桶油当量，同比上升 6.1%。2025 年上半年油气销售收入约人民币 1717.45 亿元，同比下降 7.2%。

**桶油成本管控良好，成本优势巩固。**25 年上半年桶油主要成本为 26.94 美元/桶油当量，同比减少 2.9%。销售及管理费 5329 百万元，同比（5221 百万元）增加 2.1%，主要是公司油气销量上升带来销售及管理总成本增加，上半年桶油销售及管理费用为 1.91 美元/桶油当量，同比（2.04 美元/桶油当量）下降 6.4%。

**持续加大勘探力度夯实油气储量，新能源业务取得实质性进展。**上半年，公司坚持以寻找大中型油气田为目标，持续加大勘探力度，取得良好成效，夯实了油气储量基础。中国海域共获得 5 个新发现，分别为龙口 25-1、锦州 27-6、曹妃甸 22-3、涠洲 10-5 和涠洲 10-5 南，并成功评价 18 个含油气构造。同时实现了中国南海海域首个变质岩潜山勘探领域的重大突破。在海外，公司围绕战略重点区积极布局。伊拉克 Block7 区块石油合同和哈萨克斯坦 Zhyllyoi 区块石油合同于期内签署并生效。圭亚那深水立体勘探持续增储，为该区块后续开发夯实资源基础。下半年，公司将以价值勘探为核心，聚焦重点领域，持续巩固增储上产资源基础；筑牢安全生产防线，实现产能建设的提质增效，保障全年生产目标完成。

同时，公司积极推进绿色转型，实践海上 CCUS、火炬气回收等清洁生产措施，海上浮式风电项目稳定发电，新能源业务取得实质性进展。

**盈利预测与评级：**我们看好公司储产空间高，成本管控能力强，具有业绩稳定性，产量超预期，我们预测公司维持 2025-2027 年归母净利润预测 1344.28/1370.74/1407.40 亿元，对应 EPS 分别为 2.83、2.88 和 2.96 元。给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**（1）国际政治经济因素变动风险；（2）原油及天然气价格波动产生的风险；（3）汇率波动及外汇管制的风险；（4）油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。

**参考报告：**《中国海油（600938.SH）：油价回落明显，成本优势及增储上产凸显韧性》，2025-09-04



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

**交运行业：快递 8 月数据点评：反内卷遏制以价换量，通达系单票收入明显回升**

8 月全国快递服务企业业务完成量 161.5 亿件，同比增长 12.3%。分类型看，8 月同城件业务量同比下降 0.8%，异地件业务量增长 14.0%。行业件量增速 3 月以来缓慢下行，与去年同期基数较高有一定关系，也与以价换量模式边际效益递减有关。7 月以来反内卷趋势逐渐成型，以价换量的行为受到更强的压制，8 月件量增速环比下降较为明显。

8 月上市快递公司件量增速继续分化。其中顺丰增速显著领先行业均值，4 月以来维持了 30% 以上的高增长，说明顺丰电商件的比重还在持续提升。但我们认为顺丰本轮提升电商件业务占比主要任务是填充闲置产能，因此电商件吸纳能力存在上限，目前已经逐渐接近稳态。

通达系快递增速则有一定下降，且增速皆低于行业均值。价格方面，申通、圆通与韵达 8 月单票收入环比分别提升 4.6%、3.4%和 0.5%。结合量价数据看，申通 8 月表现最好，在件量增速略微下降的情况下，单票收入环比提升 0.09 元；圆通单票收入提升 0.07 元，但件量增速较 7 月下降较明显，说明圆通的销售策略存在一定调整，放弃了部分低价件。韵达单票收入提升并不明显，可能是收入确认存在一定滞后，建议继续观察。

8 月的经营数据特别是价格数据的回升展示出反内卷立竿见影的效果。参考 21 年下半年的情况，我们预计行业单票收入的上行还会持续一段时间。但由于今年价格战烈度较 21 年略弱，单票收入的反弹幅度大概率不及 21 年。但即使如此，由于目前行业单票盈利水平已经降至较低水平，提价对行业盈利的增益依旧较为明显。国家对反内卷高度重视，本轮反内卷的力度和持续性有望超预期，这有助于行业实现高质量可持续发展。

**投资建议：**我们预计后续各地还会继续跟进反内卷的相关政策，当前行业反内卷的力度超出市场预期，带动企业盈利和板块股价上涨。建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通，以及经营数据改善较明显的申通。

**风险提示：**行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等。

**参考报告：**《快递 8 月数据点评：反内卷遏制以价换量，通达系单票收入明显回升》，2025-9-22

## 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

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