

首席周观点：2025 年第 38 周

2025 年 9 月 19 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（1）锂盐业务进入量价结构性抬升新阶段

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）。

公司上游矿端锂资源丰厚，配套产能建设完备。公司拥有两座锂资源矿山，合计含有锂矿石量 11816.54 万吨，折合碳酸锂当量 305.89 万吨 LCE。其中，津巴布韦 Bikita 为公司主力锂矿，凭借公司的地勘技术优势，自 2022 年收购以来 Bikita 已完成三次增储工作。截至 25H1，Bikita 矿山含有锂矿石量 10741.94 万吨（锂品位 1.02%），折合碳酸锂当量 270.85 万吨 LCE。2023 年底公司完成 Bikita “锂辉石 200 万吨/年”建设工程项目与“透锂长石 200 万吨/年”改扩建工程项目，现拥有锂辉石精矿年产能 30 万吨及化学级透锂长石精矿年产能 30 万吨。此外，加拿大 Tanco 矿山拥有锂矿石量 1074.60 万吨（锂品位 1.32%），折合碳酸锂当量 35.04 万吨 LCE。Tanco 矿山曾生产过 $\text{Li}_2\text{O} \geq 7.0\%$ 的锂辉石精矿产品，现拥有锂辉石年处理能力 18 万吨/年，理论上具有电池级碳酸锂产能 4000 吨/年，有助加强公司锂板块上游生产能力。

公司锂盐生产矿石原料自给率达 100%。公司现有及在建锂盐产能合计 7.1 万吨/年。其中，已投产年产能为 4.1 万吨，包括 0.6 万吨电池级氟化锂产线，以及 3.5 万吨电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的柔性生产线。公司另有年产能 3 万吨的碳酸锂/氢氧化锂柔性生产线在停产检修及技改中，预计于 2025 年底改造完成。以生产一吨锂盐需要八吨锂辉石/透锂长石测算，公司锂辉石及透锂长石精矿产能（60 万吨）可以 100% 覆盖公司规划锂盐产能对应的生产需求（约 57 万吨），这将帮助公司有效实现降本增效并抵御锂矿石价格波动市场风险。

公司增强能源自给、调整原料供给结构，以达降本增效。2024 年公司于 Bikita 矿山投资建设的 132KV 输变电项目和配套 16.5MW 光伏发电机组建设完成，单日最大发电量 11 万度，预计年发电量可达 2700 万度。根据《津巴布韦采矿业状况调查》，津巴布韦矿企 2024 年电价约为 14.21 美分/千瓦时，且 2025 年预计电力成本将平均上涨 8%。以 14.21 美分/千瓦时计算，公司 2700 万度光伏发电预计节约电力成本 383.67 万美元。此外，公司调整原料供给结构，提高锂辉石/透锂长石精矿配比，以进一步降低锂盐生产成本。

公司锂盐销售结构持续变化，未来销量成长弹性较大。受益于公司锂盐产能建设，公司锂盐合计销量由 2022 年的 24207 吨增长至 2024 年的 42649 吨，累计增幅达 76%。2025 年上半年，公司锂盐销量为 17869 吨。从锂板块销售结构观察，随着公司锂矿石自有产能的提升，公司 2023 年起停止外购原料生产锂盐，并于 2025 年停止代加工锂盐业务，公司锂盐生产原料自给率已达 100%。2025 年上半年，由于锂盐价格下行叠加锂盐产线技改升级，公司销售锂辉石精矿 34834 吨。预计 2026 年锂盐产线技改完成后，公司锂辉石精矿仍将以自产自销为主，公司锂辉石+透锂长石产能与锂盐产能基本匹配。考虑到今年下半年锂盐价格回升，且公司 2.5 万吨锂盐产线于 6 月份停产技改升级后，公司在产锂盐年产能仍达 4.1 万吨，因此预计 2025 公司锂盐产量与 2024 年基本一致。技改产能升级与锂盐价格的回升预计提升公司锂盐产量及业绩表现，2026-2027 年公司锂盐产能利用率或达 80%/100%，对应锂盐销量或达 56800 吨/71000 吨，较 2024 年分别提升+33%/+66%。

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

煤炭行业：原煤和陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量均下降，三大港口库存继续减少

国内动力煤和澳洲价格环比上月继续上涨，南非和欧洲三港动力煤离岸价格环比上月继续下跌。截至8月22日，秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格702.00元/吨，环比上月涨63元/吨，涨幅为9.86%。截至8月22日，澳大利亚纽卡斯尔港NEWC动力煤离岸价格110.80美元/吨，环比上月上涨1.60美元/吨，涨幅为1.47%；南非理查德RB动力煤离岸价格89.70美元/吨，环比上月下跌4.20美元/吨，跌幅为4.47%；欧洲三港DES ARA动力煤离岸价格98.70美元/吨，环比上月下跌3.70美元/吨，跌幅为3.61%。

7月，原煤月度产量环比同比下降；陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均下降；晋蒙同比下降，陕同比上升。7月，原煤月度产量为38098.70万吨，环比下降4008.7万吨，降幅为9.52%；国有重点煤矿煤炭月度产量：陕西产2065.20万吨，同比上升64万吨，涨幅为1.26%，环比下降182.8万吨，跌幅为8.13%；山西产4805.30万吨，同比下降559.70万吨，跌幅为10.99%，环比下降271.1万吨，跌幅为5.64%；内蒙古产1783.60万吨，同比下降21.40万吨，跌幅为1.19%，环比下降1.60万吨，跌幅为0.09%。

三大港口煤炭库存月环比继续下降，六大发电集团日均耗煤量月环比继续上升。截至8月22日，秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港三港煤炭库存合计1234.40万吨，环比上月上月下降98.80万吨，降幅7.41%；同比上升79.60万吨，涨幅6.89%。六大发电集团日均耗煤量共94.04万吨，环比上月上升5.82万吨，涨幅6.60%；同比上升1.34万吨，涨幅1.45%。

国内、国际海运费月环比继续上涨。国内海运费环比上月上涨。截至8月22日，从秦皇岛到上海航线上4-5万DWT的CBCFI报收31.30元/吨，较上月环比涨幅为10.21%；从秦皇岛到宁波航线上1.5-2万DWT的CBCFI报收46.30元/吨，较上月环比涨幅为9.72%。截至8月21日，澳洲纽卡斯尔-中国煤炭海运费（巴拿马型）报收15.60美元/吨，环比上月上涨1.50美元/吨，涨幅为10.64%；印尼塔巴尼奥-中国广州（50000MT/10%）的煤炭CDFI程租报收9.34美元/吨，环比上月上涨0.3美元/吨，涨幅为3.34%。

结论：国内动力煤和澳洲价格环比上月继续上涨，7月原煤和陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量环比均下降。三大港口煤炭库存月环比继续下降，六大发电集团日均耗煤量月环比继续上升。国内、国际海运费月环比继续上涨。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

参考报告：《煤炭行业：原煤和陕晋蒙三省国有重点煤矿煤炭月度产量均下降，三大港口库存继续减少》，2025-08-28



| 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 8 月数据点评：供给低增长，客座率环比改善

上市航司发布 8 月运营数据。8 月客座率较 7 月环比改善较明显，行业整体经营数据明显优于 7 月。

国内航线方面，8 月上市公司国内航线运力投放同比提升约 1.7%，环比 7 月提升约 0.8%，运力投放增速降较低水平。我们认为 7 月客座率并不理想，叠加行业反内卷的大背景，导致航司对 8 月的运力投放普遍较为谨慎。

客座率方面，8 月上市公司整体客座率较去年同期提升约 0.9pct，环比 7 月提升 3.3pct，航司客座率环比改善较为明显。在 7 月客座率低于预期后，航司及时进行了调整，在旺季的加持下，8 月客座率回归了应有的水平。从客座率趋势上看，上半年航司优先追求高客座率的思路有所松动。在需求端恢复低于预期的情况下，以价换量很难带来长期的收益，航司开始重新平衡量价的关系，盈利水平将被摆在更重要的位置，提升份额的优先级或下调。

国际航线方面，8 月上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 14.6%，环比 7 月提升约 1.0%。客座率方面，8 月客座率同比去年基本持平，环比 7 月提升约 2.8pct，客座率整体维持稳定。春秋吉祥与东航的国际客座率环比提升较明显，都超过 4%，三家皆为上海主基地航司，我们认为这体现出上海地区的旺季需求今年相对旺盛。这在 8 月上市机场国际旅客吞吐量的增速表现中也有一定体现，上海机场的吞吐量增速高于北京和广深。

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，8 月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 8 月数据点评：供给低增长，客座率环比改善》，2025-9-17

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