

首席周观点：2025 年第 37 周

2025 年 9 月 11 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：赤峰黄金（600988.SH）：公司改扩建项目多线推进，矿金产能或持续增长

事件：公司发布 2025 年半年度报告。报告期内，公司实现营业收入 52.72 亿元，同比增长 25.64%；实现归母净利润 11.07 亿元，同比增长 55.79%；基本每股收益+46.51%至 0.63 元/股。公司选矿能力持续提升、改扩建项目稳步推进，以黄金为主的多金属产量均维持增长，叠加公司生产效率的优化与黄金价格的中枢上行，公司业绩处于快速增长周期。

加强矿山勘探增储，资源潜力持续提升。公司在海内外持续加大矿山勘探与开发投入，不断增厚资源储量及提升增储潜力。国内方面，公司全面加大矿山勘探工作，吉隆、五龙、华泰三大金矿合计完成坑探工程 23995.2 米，钻探钻孔 121 个，累计进尺 42061.36 米；瀚丰多金属矿完成坑探工程 4137 米，钻探钻孔 100 个，累计进尺 15332.18 米。海外方面，万象矿业 SND 项目首次发现大规模斑岩型金铜矿体，初步探明资源量为 1.315 亿吨，含金金属量 70.7 吨（品位 0.54 克/吨，回收率 88%），铜金属量 33.2 万吨（品位 0.25%，回收率 88.5%），推动万象金资源量较 24 年底+146%，铜资源量较 24 年底+380%；金星瓦萨年度预计深部钻探量超额完成（累计地采钻探 3.3 万米，露采品位控制钻探 3.5 万米，全矿施工钻探工程 11.9 万米），Benso 区域新增 4 个采坑，F-Shoot 区域开拓工程即将完成，矿石储量具有较大开发潜力。

瓦萨矿石入选品位下降叠加雨季提前导致矿金产量下滑，瀚丰矿业投产推动多金属产量增长。由于雨季提前叠加海外金星瓦萨金矿矿石入选品位降低，公司矿产金产量略有下滑。报告期内，公司生产矿产金 6754.34 千克（同比-10.56%），销售 6764.89 千克（同比-10.92%），产销率为 100%。据 2025 年半年度报告，公司 2025 年度矿产金产量目标由 24 年年报公布的 16.7 吨下调至 16 吨（-4.2%）。从多金属产出观察，电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品产量分别为 2798.45 吨/1187.64 吨/1847.70 吨/11419.44 吨/344.93 吨/447.88 吨，同比分别变化+4.65%/+39.76%/+24.82%/+90.93%/+7.70%/不适用，瀚丰矿业立山矿区下部采区建设完成推动公司多金属产量增长。

改扩建项目多线推进，矿金产能或持续增长。公司海内外七座矿山均有新增改扩建项目顺利推进中：1) 吉隆矿业新增 6 万吨/年地下开采项目（包括阳坡西在内的一二采区，已完成初步设计与安全设施设计修订稿报审）和新建 6 万吨/年地下开采项目（五、六矿段，获核准批复，林草地手续进入市/自治区终审流程），新建尾矿库已进入二期防渗膜铺设阶段；2) 五龙矿业 3000 吨/日生产线已实现正式投产，上半年采矿量达 40.52 万吨（24 年年开采能力仅为 10 万吨）；3) 华泰矿业一采区 3 万吨/年产能建设项目的申报材料正在准备中，五采区基建工程进展顺利；4) 锦泰矿业二期项目已取得采矿许可证，78 万吨/年建设项目申报材料正在准备中；5) 瀚丰矿业 66KV 变电站及输电线路建设项目与东风选矿厂 1200 吨/日改扩建项目已完成立项审批，立山尾矿库扩容项目已初步形成可研方案，立山与东风矿区充填系统及配套工程已确定总承包商；6) 万象矿业卡农铜矿露天采矿工程启动建设，浮选柱技改完成带动后续自动化处理系统持续升级，尾矿储存设施二期扩建项目预计年内完成并投入使用；7) 金星资源 DMH 露天矿配矿效率、矿石供给量有望进一步提升，FB 及 ADK 矿区将适时启动露天转地下扩产项目。根据公司扩产规划，我们预计 2025-2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨，2024-2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。

公司克金成本上升，年内或有优化空间。公司综合/矿产金/电解铜/铜精粉/铅精粉/锌精粉/钼精粉/稀土产品毛利率分别由 24H1 的 39.50%/ 42.38%/ 10.23%/ 36.98%/ 58.13%/ 18.12%/ 15.60%/ 不适用变动至 25H1 的 48.10%/ 54.52%/ -60.96%/ 74.90%/ 54.21%/ 27.22%/ 32.30%/ -16.31%。受电解铜冶炼费用下降影响，公司报告期内电解铜业务呈现亏损，但综合毛利率由于多金属价格上行而持续优化。公司矿产金销售成本及全维持成本分别同比上升 +11.8% 及 +34.28% 至 319.06 元/克及 355.41 元/克。其中，国内矿山克金销售成本同比增长 6.49% 至 179.92 元/克，万象矿业克金销售成本同比下降 -3.84% 至 1432.58 美元/盎司，金星瓦萨克金销售成本同比上升 +31.90% 至 1702.61 美元/盎司。金星瓦萨成本变化较大，主要受以下三方面影响：1) 可持续发展税率自 25 年 4 月起由 1% 增至 3%，叠加金价上涨带动主营业务收入增加，公司资源税及可持续发展税同比增加；2) 生产性钻探、掘进及采矿等前期投入运营成本增加；3) 矿石入选品位降低，雨季提前导致产销量同比下降。考虑到前期投入大部分完成，金星瓦萨下半年运营成本或将下降，叠加雨季结束产销量提升，瓦萨矿克金成本下半年或有优化空间并推动公司整体克金成本改善。

港股上市叠加金价上行改善公司现金流。公司现金流明显改善：受金价上行影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 12.39% 至 16.13 亿元；由于上期处置股权投资收回投资款约 4.53 亿元而本期无此影响，且本期矿山开支同比增加，投资活动产生的现金流量净额同比减少 -177.46% 至 -8.65 亿元；受公司港股上市筹资及净债务同比大幅减少影响，筹资活动产生的现金流量净额由去年同期的 -2.24 亿元升至 18.46 亿元。受益于港股募集资金及公司经营额提升，公司自有资金增加推动流动比率和速动比率同比分别 +57% 及 +87% 至 2.48 和 1.65，公司资产流动性提升且运营状况改善。公司成本控制能力整体加强，现金流改善推动公司利息支出下降且利息收入增加，因此公司财务费用同比下降 -51.19% 至 0.37 亿元。另一方面，集团人工费、股份支付费用同比增加导致公司管理费用同比上升 +17.12% 至 2.55 亿元。此外，

由于公司资产规模增加叠加债务规模下降，公司资产负债率由去年同期的 47.25%下降至 37.19%。

公司成长性将受益于金价趋势性提升和产能扩张。从行业观察，我们认为黄金价格有望受益于避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵而稳步提升。考虑到公司改扩建顺利推进下的产能扩张（矿金产量预计由 24 年 15.16 吨增至 27 年 20.89 吨）、资源优势（国内高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储预期），公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升，业绩处于快速增长周期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 121.09 亿元、142.10 亿元、160.49 亿元；归母净利润分别为 27.91 亿元、34.66 亿元和 40.33 亿元；EPS 分别为 1.47 元、1.82 元和 2.12 元，对应 PE 分别为 16.56x、13.34x 和 11.46x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

参考报告：《赤峰黄金（600988.SH）：公司改扩建项目多线推进，矿金产能或持续增长》，2025-08-25



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：日联科技（688531.SH）：AI 赋能引领行业趋势，纵横拓展订单持续增长

事件：

2025 年 8 月 29 日，日联科技发布 2025 年半年度业绩报告：公司 2025 上半年实现营业收入 4.60 亿元，同比增长 38.34%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 15.34%。

点评：

公司 2025 年上半年营收同比增长 38.34%，扣非归母净利润同比增长 15.34%，公司订单充

足且持续增长。2025 上半年，公司实现营业收入 4.60 亿元，同比增长 38.34%；归母净利润 0.83 亿元，同比增长 7.8%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比增长 15.34%，毛利率为 44.11%，同比减少 1.31pct。分产结构，2025 上半年，X 射线智能检测设备收入 4.09 亿，同比增长 40.67%，毛利率 44.83%，同比提升 1.22pct。其中，1) 集成电路及电子制造领域收入 2.11 亿，同比增长 54.63%，毛利率为 50.42%。2) 新能源电池检测领域收入 0.98 亿，同比增长 69.17%，毛利率 32.27%。3) 铸件焊件及材料检测领域收入 0.92 亿，同比增长 1.21%。此外，备品备件及其他收入 0.51 亿，同比增长 23%。二季度公司实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 42.55%，环比增长 30.76%；归母净利润为 0.47 亿元，同比增长 10.44%，环比增长 34.35%；扣非归母净利润为 0.40 亿元，同比增长 45.71%，环比增长 100.25%。主要得益于公司主营业务覆盖众多领域，市场需求旺盛订单量充足，通过不断提高产能产出和扩大经营规模带动业绩进一步增长，上半年新签订单同比增长近一倍。上半年净利润增速不及营收增速，主要是受新增马来西亚、匈牙利、美国等海外工厂开办及建设费用，人工智能研发中心筹办建设、日联研究院扩张产生的新增研发费用，新增员工股权激励产生的股份支付费用等费用的影响经营。活动产生的现金流量净额达 5112.26 万元，同比增长 240.93%，主要归因于公司在手订单持续增长，同时加强应收账款管理所致。

AI 多方面重构工业 X 射线检测设备行业的竞争格局,公司推出业内首款 AI 垂直大模型发布。AI 正通过提升检测精度与效率、拓展应用场景、降低成本等方式，从多方面重构工业 X 射线检测设备行业的竞争格局。一是提升检测精度与效率。AI 算法可大幅提高 X 射线检测设备的图像识别准确率；二是快速拓展应用场景。AI 的泛化性是提升工业 X 射线检测设备场景适用性的关键影响因素，借助 AI，可以实现工业 X 射线检测设备在不同应用场景的快速适应，快速部署，快速检测；三是降低生产成本。工业 X 射线检测设备配合 AI 智能算法，能实现快速智能识别和缺陷分类，提高产品良率和质量，减少因质量问题导致的返工报废及客诉成本，从而达到降本增效的目的。公司深度融合 AI 技术，在行业内率先构建了工业 X 射线检测“数据+算法+算力”的 AI 智算闭环，巩固扩大企业的技术和应用领先优势。公司成立日联研究院、人工智能研发中心，依托上述主体的 AI 技术开发能力，持续迭代升级工业 X 射线影像检测的人工智能大模型。目前已发布业内首款工业射线影像 AI 垂直大模型。

收并购上半年迈出关键一步，工业检测平台型企业建设启航。报告期内，公司先后投资并购了创新电子以及珠海九源。创新电子主要产品是 X 射线检测系统，主要应用在电子制造、泛工业无损检测等领域，其产品销售主要面向美洲市场。珠海九源主要产品是新能源电能变换与智能检测设备，主要应用于电池制造、电力实验室及储能系统等领域，掌握关键技术并拥有完全自主知识产权。创新电子及珠海九源的主营业务契合公司业务发展方向及公司发展战略，在技术、产品、市场等多个维度与公司形成强协同效应，将为公司带来新的业务增长点。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的工业 X 射线检测装备供应商，随着国产替代持续推进，电子半导体行业需求逐步旺盛、锂电池行业需求修复改善以及汽车零部件相关检测

需求稳步增长，工业 X 射线行业将迎来结构性增长机遇，看好公司设备和射线源的国产替代业绩有望持续增长。预计公司 2025—2027EPS 分别为 1.13、1.54 和 2.16 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求放缓；（2）业务拓展不达预期；（3）贸易摩擦加剧。

参考报告：《日联科技（688531.SH）：AI 赋能引领行业趋势，横纵拓展订单持续增长》，2025-9-2



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：三港口和焦化厂炼焦煤库存量下降，全样本独立焦企的产能利用率上升

原油价格下降。截至 8 月 8 日，Brent 原油期货结算价为 66.59 美元/桶，环比下降 2.99%；WTI 原油期货结算价和为 63.88 美元/桶，环比分别降 4.04%；ESPO 原油现货价格为 62.49 美元/桶，环比下降 4.23%。7 月，OPEC 原油现货价格为 70.97 美元/桶，环比上涨 1.78%；中国原油现货月度均价（大庆）为 65.59 美元/桶，环比下降 0.80%，中国原油现货月度均价（南海）为 61.50 美元/桶，环比上涨 0.15%，中国原油现货月度均价（胜利）为 67.67 美元/桶，环比上涨 0.51%。

炼焦煤价格继续上涨。截至 2025 年 8 月 18 日，综合的中国炼焦煤价格指数报收 1357.36 元/吨，环比上月上涨 157.43 元/吨，涨幅为 13.12%。截至 8 月 22 日，京唐港对来自澳大利亚的主焦煤库提含税价报收 1530.00 元/吨，环比上月上涨 110.00 元/吨，涨幅为 7.75%；峰景矿硬焦煤普氏价格指数 203.00 美元/吨，环比上涨 14.40 美元/吨，涨幅为 7.64%。截至 8 月 22 日，焦煤期货价 1162 元/吨，环比上月上涨 113.5 元/吨，涨幅为 11%。

三港口合计炼焦煤库存量月环比继续下降。截至 8 月 22 日，三港口（秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港）炼焦煤库存量共 254.99 万吨，环比上月下降 30.85 万吨，降幅为 10.79%。

钢厂炼焦煤库存量环比上月上升。截至8月22日,247家钢厂炼焦煤库存量共812.31万吨,环比上月上涨12.80万吨,涨幅为1.60%。

230家独立焦化厂炼焦煤库存环比下降,库存平均可用天数环比下降。截至8月22日,230家独立焦化厂炼焦煤库存共823.94万吨,环比上月下降17.27万吨,降幅为2.05%,同比上升178.56万吨,涨幅27.67%;230家独立焦化厂炼焦煤库存平均可用天数共11.80天,环比上月下降0.40天,降幅为3.28%,同比上升1.28天,增幅为13.94%。

全样本独立焦企的产能利用率环比上月上升,炼焦煤可用天数环比上月下降。截至8月22日,全样本独立焦企的产能利用率为74.42%,环比上月上升0.97个百分点,同比上升2.28个百分点;统计全样本独立焦企的炼焦煤平均可用天数为11.10天,环比上月下降0.40天,降幅为3.48%。

7月焦炭月度环比上升,生铁、粗钢月度环比下降。7月,焦炭月度产量达4185.50万吨,环比上升15.2万吨,涨幅0.36%;同比增长27.9万吨,增幅为0.67%。生铁月度产量达7079.74万吨,环比下降110.77万吨,降幅1.54%;粗钢月度产量环比下降4.24%。

结论:中国炼焦煤、澳大利亚的主焦煤库价格、峰景矿硬焦煤普氏价格指数继续上涨。截至8月22日,焦煤期货反弹更为明显,从6月3日的719元反弹至8月22日1162元,累计涨幅达到61.6%。炼焦煤属于市场化煤种,我们判断价格更多由供需基本面决定,供给端,本周国内焦企保持生产积极性,全样本独立焦企的产能利用率为74.42%,环比上月上升0.97个百分点,同比上升2.28个百分点;国家能源局综合司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》,查处超产的煤矿的措施致使煤炭供给存在收紧预期。需求端,截至8月22日,三港口炼焦煤库存量共254.99万吨,环比上月下降30.85万吨,降幅为10.79%。

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:三港口和焦化厂炼焦煤库存量下降,全样本独立焦企的产能利用率上升》,2025-08-28



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：北京利尔（002392.SZ）：耐材领先稳健发展，推进“传统+新兴”复合增长体系构建

北京利尔是耐火材料行业龙头公司，综合竞争力突出。首创整包模式，整包营业收入占比超过 80%。2024 年末国内市场占有率行业第一，净资产收益率行业领先。数字化智能制造和经营管理打造出高效管理效率，叠加产业链一体化和优质高粘性客户群打造出突出的综合竞争力。新管理层创新意识强，积极推进传统+新兴的复合增长模式。

稳健发展，盈利水平处行业领先水平。公司二十年来基本上保持盈利状态，从 2006 到 2024 年营业收入和归母净利润年复合增长率分别达 18.50%和 10.15%，净资产增长 30 倍左右。高周转率和净利润率的推动下，和行业中可比龙头公司相比，ROE 最高。这得益于公司高效的管理和运营效率、产业链一体化和整包模式下高质量粘性客户群。

数字智能化和技术加持打造高效生产经营管理效率。公司已形成包括办公自动化、企业资源计划、生产、仓储、控制和数字孪生等系统在内的全线 DCS 控制智能化绿色化耐火材料生产线管理系统，获得国家智能制造示范工厂称号。还有技术创新的加持，公司达到能耗、人工和费用等成本下降。和行业中可比龙头公司比较，耐火材料毛利率高，销售和管理费用率低。

产业链一体化全覆盖布局提升综合竞争优势。公司积极布局产业链一体化，提升抗风险能力，增加利润增长点，降低成本。形成了河南洛阳、辽宁海城和山东日照为主的三大原料和制品生产基地，实现了原料和生产的一体化全产业链优化布局。

整包模式下，头部高粘性客户群打造竞争力。公司和客户签订 1-5 年不等的整包服务合同，实现“产品价值”向“服务价值”延伸，提升客户的粘性和排他性。多年来积累公司客户超过 140 家，国内客户超过 110 家，客户粘性高。当前反内卷的环境下，公司的大型钢铁企业客户受益政策较大。同时，公司积极推动业务向海外发展。

传统业务领先稳定发展，积极推进新兴科技第二增长。与行业内其他龙头公司相比，公司吨成本低，人均创收和创利高，市场占有率逆势稳步提升。传统主业领先行业，稳健发展。新管理层积极创新，推进构建“传统产业+新兴科技”的复合增长体系。发展智能耐材；公司投

资的 AI 芯片公司和硅碳负极公司，均属于行业中技术底蕴深厚，并逐步达产量产和将出效益的阶段。同时，公司在湿法冶金氧化镁上有突破。

盈利预测及投资评级：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.03、4.52 和 5.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.38 和 0.42 元。公司耐火材料传统业务综合竞争优势明显，抗风险能力强，逆势提升市占率。同时努力打造“传统产业+新兴科技”的复合增长体系，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：耐火材料行业环境低迷持续性超出预期，复合增长体系推进速度低于预期。

参考报告：《北京利尔（002392.SZ）：耐材领先稳健发展，推进“传统+新兴”复合增长体系构建》，2025-9-9

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