

首席周观点：2025 年第 31 周

2025 年 7 月 31 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：西部矿业（601168.SH）：矿选冶项目优化成果显现，公司业绩进入新扩张周期

事件：公司发布 2025 年半年度报告。公司报告期内实现营业收入 316.19 亿元，同比增长 26.59%；实现归母净利润 18.69 亿元，同比增长 15.35%；基本每股收益+15%至 0.78 元。其中，公司 Q2 营收及归母净利润分别为 150.78 亿元（同比+7.67%）及 10.62 亿元（同比+20.13%）。公司矿山产能稳定增长，冶炼系统全面优化，提质增效重回报行动有效执行，矿产品及冶炼产品产量均不断增长，推动公司业绩稳定扩张。

提质增效成果显现，矿产品产量有效提升。报告期内，公司主要矿产品产量均实现不同程度增长，推动公司业绩稳定提升。25H1，公司生产矿产铜 9.18 万吨（同比+7.65%），矿产锌 6.29 万吨（同比+18.61%），矿产铅 3.51 万吨（同比+24.63%），矿产钼 2525 吨（同比+31.10%），铁精粉 71.9 万吨（同比+11.93%），精矿含金 134 千克（同比+32.67%）。矿产品产量的提升主要源于各品种选矿回收率的持续优化。其中，玉龙铜矿一车间铜、钼回收率分别提升 4.08、5.36 个百分点，二车间铜、钼回收率提升 3.9、15.99 个百分点；获各琦铜矿铜、铅、锌回收率分别提升 0.08、2.98、1.94 个百分点；锡铁山铅锌矿金回收率提升 2.64 个百分点；呷村银多金属矿一选厂铜铅锌综合回收率提升 1.79 个百分点；瑞伦铜镍矿镍回收率提升 0.25 个百分点。铜板块为公司核心业务（24 年营收占比 76%，毛利占比 67%），25H1 矿产铜的量价齐升（量+8%，价+11%），为公司业绩增长做出主要贡献。其中，西藏玉龙铜矿（权益比例 58%）矿产铜产量 83414 吨（铜产量占比 91%），内蒙古获各琦铜矿（权益比例 100%）矿产铜产量 6895 吨（铜产量占比 8%）。从子公司观察，玉龙铜业 25H1 实现营收 63.65 亿元（同比+26%），实现净利润 34.91 亿元（同比+37%）；同期西部铜业实现营收 7.5 亿元（同比+62%），实现净利润 2.4 亿元（同比+37%）。以 58%持股比例计算，玉龙铜业贡献归母净利润 20.25 亿元，为公司重要盈利来源。从远期产出观察，玉龙铜矿三期工程项目已于 6 月 23 日收到核准批复，建成后玉龙铜矿铜金属年产能将达 18-20 万吨，公司合计铜产能将达 23 万吨左右，较当前产能增长约 20%。铁矿方面，双利矿业改扩建工程预计年底投产，它温查汉探转采手续正在办理中，以及双利二号、鑫源、肃北博伦选厂升级改造项目均在建设中。铅锌矿方面，公司已取得四川白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿证载规模 60 万吨/年。公司多金属产量均有良好增长预期，公司成长弹性或不断优化。

多金属选矿技改完成，冶炼端生产效率明显优化。从产量观察，25H1 公司生产冶炼铜 18.22 万吨（同比+49.94%），冶炼锌 7.1 万吨（同比+17.07%），冶炼铅 8.58 万吨（去年 2-9 月因技改项目暂停生产），以及金铋 2.2 吨、银铋 121 吨和高纯氢氧化镁 6.24 万吨。从回收率观察，青海铜业铜冶炼总回收率提升 3.3 个百分点、电解直收率提升 2.09 个百分点，西部铜材铜电解直收率提升 1.47 个百分点，稀贵金属铅综合回收率提升 0.57 个百分点，冶炼端生产效率明显优化。由于冶炼锌、冶炼铅对应两家冶炼单位均为 2024 年度第四季度投产，目前仍在产能爬坡中，因此并未完成计划产量（冶炼铅完成 69%，冶炼锌完成 79%），公司冶炼端实际产量仍有提升空间。

公司盈利能力维持稳定，研发投入大幅提升。从盈利能力观察，公司销售毛利率由 24H1 的 21.06% 降至 25H1 的 19.98%，同期销售净利率由 11% 降至 10.64%，ROE 由 10.45% 升至 11.10%，ROA 由 6.66% 升至 7.59%，公司利润水平略有下滑，盈利能力整体维持稳定。从成本控制观察，公司三费控制稳定，财务费用优化明显。其中，公司销售费用率为 0.06%，较 24H1 持平；同期管理费用率由 1.60% 升至 1.61%，财务费用率由 1.39% 大幅下降至 0.91%。另一方面，公司大力提升研发投入，25H1 研发费用同比+99% 至 5.93 亿元，对应研发费用率由 1.19% 升至 1.87%。报告期内公司开展政府级科研项目 15 项、公司级重点科研项目 10 项和一般科研项目 35 项，努力推动科技成果转化，实现工艺优化、效能提升及降本增效。

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 560.3 亿元、586.4 亿元、609 亿元；归母净利润分别为 38.4 亿元、41.1 亿元和 45.3 亿元；EPS 分别为 1.61 元、1.72 元和 1.90 元，对应 PE 分别为 10.86x、10.14x 和 9.20x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

参考报告：《西部矿业（601168.SH）：矿选冶项目优化成果显现，公司业绩进入新扩张周期》，2025-7-29



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：莲花控股(600186)：调味品龙头跨界智算，双轮驱动开启增长新纪元

公司是老牌的味精龙头企业，打造算力第二增长曲线。莲花控股股份有限公司是一家专注于调味品和健康食品研发、生产和销售为一体的上市企业。公司主要从事调味品的生产销售、小麦加工、面粉生产、农业数字化、健康食品创新以及算力服务等业务。作为老牌的味精龙头企业，公司拥有 30 多家分公司，2700 多家经销商，10000 多家客商，渠道覆盖全国所有省份，产品远销全球 70 多个国家和地区。调味品业务是公司的主要营业收入来源，占总营业收入的 90%。此外，在坚持传统业务的基础上，公司开辟第二增长曲线积极进军智能算力等科技创新领域，公司于 2023 年 6 月 30 日在杭州正式注册成立全资子公司莲花科创，并与相关领域巨头达成战略合作，共建一流智能算力中心，提供算力租赁、数据中心运营等服务。

调味品以市场需求庞大，公司积极抢抓国货崛起和数字营销机遇。中国调味品市场得益于食品工业化进程的加快、预制菜产业的迅猛发展与 B 端餐饮市场的不断壮大，餐企连锁化、出海趋势明显，进一步推动了调味品的需求增长。同时，C 端“核心家庭化”趋势显著，快手菜调味料等便捷调味食品进入家庭，其制作方便与口味多样的产品属性为消费者带来了更好的烹饪体验感。受多重因素共同推动，中国调味品市场潜力巨大，未来规模将持续增长。目前莲花控股已在传统电商平台天猫、拼多多、京东等平台开设旗舰店，在新兴电商平台抖音、视频号、快手、小红书，通过视频和直播销售模式，实现裂变式增长和品牌传播；在社区电商平台美团优选、多多买菜、淘菜菜、朴朴超市、叮咚买菜，采用 O to O 的模式运营。致力做到传统电商守存量，兴趣电商拓增量，社区电商抢场景。

算力承接算法及数据是 AI 产业发展基石，AI 与大数据驱动算力产业高速扩张。算力涵盖了从数据的产生、传输、计算到使用和存储等的全生命周期，能够处理复杂庞大的计算任务。当下，人工智能的蓬勃发展赋能数字经济，算力是 AI 发展的核心资源，AI 产业的快速增长促进算力需求快速增长。2024 上半年中国智算服务整体市场同比增长 79.6%，市场规模达到 146.1 亿元人民币。其中，智算集成服务市场同比增长 168.4%，市场规模达 57.0 亿元人民币。公司是算力行业的技术提供商，依靠强大的母公司快速构建起算力业务的基建网络。莲花紫星成立于 2023 年 11 月，由莲花科创与星临科技共同设立，是莲花控股向算力业务转型的重要布局。公司主要从事算力相关服务，包括算力租赁、智算中心建设运营、模型微调和 AI 技术应用等领域。致力于成为 AI 智算综合服务运营商，为下游客户提供高性能 GPU 服务器租用、云端算力调度等一站式解决方案，为各行业提供高效、稳定的算力支持。

全球算力规模迅速增长，各地持续加码算力投资。全球算力规模迅速增长，各国持续加码算力投资，推动新一轮 AI 竞赛。2024 年全球计算设备算力总规模突破 1.8ZFlops（每秒千亿亿次浮点运算），较 2023 年的 1.36ZFlops 同比激增 32%，增速远超全球 GDP 增速。与此同时，国内地方性政策频繁落地，国产智能算力基础设施迎来机遇：国家层面积极引导，目前，国家和地方政府出台了一系列政策支持算力产业国产化。2025 年中国智能算力规模有望达到

1,037.3EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2,781.9EFLOPS。2025 年中国通用算力规模将达到 85.8EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1EFLOPS。

智能算力需求跃迁，智能算力租赁大幅降低了使用高性能智算资源的门槛，公司聚焦智能算力行业产业链中游，深耕智算租赁业务。智能算力租赁大幅降低了使用高性能智算资源的门槛。除了加速芯片难获取外，考虑到部署成本、时间成本、算力资源的灵活性以及数据的安全性，智能算力租赁都是最佳选择之一。对于模型研发的企业而言，智算租赁能够大大节约时间成本，帮助企业获得先发优势，大模型研发往往还需要 GPU 和 CPU 的协同工作，这就要求对计算资源进行精确的分配和管理，智算租赁能够让模型研发企业灵活部署所需的智能算力资源，大大提高 GPU 使用效率，从而实现资源配置的优化。公司聚焦智能算力行业产业链中游，深耕智算租赁业务，旨在为下游企业提供性价比高的智能算力调度一站式解决方案。基于单相浸没式液冷数据中心，为下游客户提供高性能 GPU 服务器租用、云端算力调度等一站式解决方案。

下游应用逐步渗透，公司提供多场景解决方案。AI 快速发展正在推动各行业的数智化转型，AI 在各行业正加速渗透。大模型为千行百业提供了创新解决方案，赋能行业有效地提升了效率、降低成本及优化决策过程。目前大模型在广告、传媒、教育、金融等领域快速落地应用。公司目前在智慧金融、智慧教育、智慧能源等领域都有高效的解决方案以及实体案例，后续随着 AI 在各行业的加速渗透，公司相关业务有望迎来放量。

公司盈利预测及投资评级：公司持续进行内部改革，核心业务受益于产品种类增加以及新零售渠道崛起，品牌认知度优化，调味品主业市占率有望稳步提升；算力业务随着公司不断的客户开拓，构造算法解决方案能力护城河，公司“双轮驱动”发展格局已经成型。预计 2025-2027 年公司营收增速分别为 35.09%/20.14%/14.03%，2025-2027 年归母净利润为 3.35/4.28/4.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.19、0.24 和 0.28 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）原材料价格波动风险；（2）新产品研发不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

参考报告：《莲花控股(600186)：调味品龙头跨界智算，双轮驱动开启增长新纪元》，2025-7-17

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