

首席周观点：2025 年第 8 周

2025 年 2 月 21 日

首席观点

周度观点



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）--股权激励彰显长期发展信心，半导体测试设备新订单释放成长动能

事件：

2月7日，精智达发布2025年限制性股票激励计划；2025年2月10日，公司发布公告，近日与某客户签订了半导体测试设备采购协议，合同总金额为人民币3.22亿元。

点评：

发布股权激励计划，高考核目标彰显长期发展信心。公司计划授予的限制性股票数量为36万股，占公告时公司股本总额的0.38%，其中首次授予29.10万股，预留授予6.90万股。授予价格（含预留授予）为39.74元/股，激励对象不超过48人，包括公司董事、高级管理人员及核心业务人员（不包括独立董事、监事）。计划采取的激励工具为第二类限制性股票，股票来源为公司从二级市场回购的公司A股普通股股票和/或向激励对象定向发行的公司A股普通股。以2023年的营业收入、2023年半导体业务营业收入为基数，首次授予考核目标为2025年，营收增长率不低于60%且半导体业务营收增长率不低于500%；2026年，营收增长率不低于110%且半导体业务营收增长率不低于800%；2027年，营收增长率不低于180%且半导体业务营收增长率不低于1300%。

半导体测试业务设备大单落地，半导体业务有望迎来放量。2025年2月10日公司发布公告，近日与某客户签订了半导体测试设备采购协议，合同总金额为人民币3.22亿元。若合同顺利履行预计将对公司2025年至2026年度经营业绩产生积极影响。结合股权激励计划中公司对于半导体业务的考核目标，彰显公司此块业务的长期发展信心，公司半导体业务有望迎来逐步放量。

公司自研半导体成品测试机取得重大进展，已向客户送样机进行验证。FT测试机主要应用于芯片完成封装后，对封装完成后的芯片进行功能和电参数测试。该产品使用专用ASIC芯片，最高可实现9Gbps信号输出与校准，系统通道数量为国外同类产品的1.5倍，可应用于DDR4、DDR5、LPDDR4、LPDDR5等芯片成品测试。该产品已完成公司内部测试，测试结果均达到设计要求，公司已向客户提供样机进行验证。该产品能够丰富公司半导体测试设备产品线，提升公司市场竞争力，促进公司经营持续、健康、稳定发展，并助力本土产业加速升级及产业链安全保障。

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 2024-2026 年公司 EPS 分别是 1.48 元、2.31 元和 3.08 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）：股权激励彰显长期发展信心，半导体测试设备新订单释放成长动能》，2025-02-18



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：白银行业深度 I：全球白银供给将进入刚性低速增长新阶段

白银--兼备优良工业属性的贵金属。白银的化学符号为 Ag，源自拉丁文 Argentum，意为“浅色、明亮”。高纯度白银外观为白色，质软，且有金属光泽，但掺杂杂质后会变硬，颜色可能呈灰、红色。白银历史悠久，其作为货币和价值储藏手段距今已有四千多年的历史。由于白银具有良好的电热传导特性、较高的感光性和发光性，白银被广泛应用于电子电器、感光材料和化学化工等领域中，如光伏和摄影需求。同时，高反射率使得白银色泽明亮，叠加化学稳定性使其易于保存，白银被广泛用于制作首饰、装饰品、银器、餐具、奖章和纪念币等。

白银储量区域集中度高，CR5 达 71%。2023 年全球白银储量合计 61 万吨，分国别观察，全球白银储量集中度较高，CR5 达 71%。其中，秘鲁（11 万吨，18%）、澳大利亚（9.4 万吨，15%）、俄罗斯（9.2 万吨，15%）、中国（7.2 万吨，12%）和波兰（6.3 万吨，10%）为世界白银储量前五的国家。2019-2022 年间，全球白银储量由 56 万吨减少至 55 万吨，变动幅度仅为-1.8%。2023 年全球白银储量增长至 61 万吨，年同比增长 11%。这其中主要的增量来源于俄罗斯储量的变化，俄罗斯 2023 年白银储量同比增长 104%至 9.2 万吨，使其升至全球白银储量第三位。

白银矿端供给极为刚性，2019-2023 年矿端供给 CAGR 为-0.2%。2019-2023 年间全球矿产银产量由 19 年的 26039 吨降至 23 年的 25830 吨，期间 CAGR 为-0.2%，显示白银矿端供给极为刚性。从 2019-2023 年间各矿山减产原因分析，矿石品位下跌以及公共卫生事件、大型罢工等扰动频发为矿端供给负增长的主要原因。2020 年受全球公共卫生事件扰动影响，矿产银产量下降 1974 吨至 24365 吨（-6.4%）；2023 年，受矿端扰动及品位下降影响，全球白银矿产量同比下降 0.7%至 25830 吨（-195 吨）。

矿石品位下跌叠加全球通胀中枢上移，推动白银生产成本升至十年高位。2023 年白银现金总成本及总维持成本均大幅上涨，其中现金总成本同比增长 61%至 8.38 美元/盎司，总维持成本同比增长 25%至 17.18 美元/盎司，均已站上十年高位。白银生产成本持续增长背后的主要原因在于矿石品位下降（过去十年，白银品位下降了 22%）以及全球通胀中枢上移。根据年平均全球总体通胀率计算，2010-2020 年间该数值为 3.5%，而 2021-2024 年间该数值已升

至 6.5%，显示全球通胀中枢上移。高通胀带动劳动力成本持续上涨，部分矿企陷入劳动力短缺与罢工扰动频发的困境中；通胀高企叠加俄乌冲突对供应端的扰动，使得电力、柴油等能源成本不断上升，能源成本的上升也带动炸药等必需消耗品价格高企，白银矿企生产成本连续攀升。

全球回收银产量持续提升，产量区域集中度较高。2019-2023 年间，回收银产量与占比持续提升。在矿端供应收缩的背景下，回收银产量 CAGR 达 4.8%，由 19 年的 4609 吨增至 23 年的 5556 吨，占回收+矿产合计白银供应比例由 15%增至 18%。按国别观察，2023 年全球回收银产量最高的三个国家是美国、中国与印度，其产量分别为 1241 吨（占比 22.3%）、1221 吨（占比 22%）和 529 吨（占比 9.5%），全球回收银产量 CR3 高达 53.8%。

工业回收银占比最高，产量稳定增长。回收银来源主要分为五类，工业、摄影业、首饰业、银器和银币。工业回收银产量最高，2023 年产量 3092 吨，占比 56%。其次是首饰业、银器、摄影业和银币，2023 年产量分别为 1073 吨（占比 19%）、740 吨（占比 13%）、535 吨（占比 10%）和 115 吨（占比 2%）。工业用银回收量增长稳定，由 2019 年的 2426 吨增长至 2023 年的 3092 吨，年平均增幅达 6.3%，为回收银产量增长贡献成长弹性。其中，含银废环氧乙烷催化剂的回收是工业回收银产量稳定增长的主要动力。

全球白银矿端供应或延续刚性特征。展望 2025-2027 年间的白银供应，回收银的产量增长逻辑仍未改变：环氧乙烷催化剂的回收仍将随着较短的使用周期而延续，首饰与银器回收仍或随着白银价格增长而扩大，而摄影用银回收的结构性收缩或随着产业转型完成而逐渐收窄。因此，我们预计 2025-2027 年间回收银产量将维持 4%的年平均增速。矿端供应方面，我们预计刚性特征或仍将延续。这一方面是由于矿石品位下跌与通胀中枢上行带动白银生产成本提升，矿企扩产意愿降低。另一方面，伴生银矿产量占比超过 70%，矿企关于白银的经济效益和开采计划受铜、铅、锌等市场影响严重，白银矿端供应的价格弹性受到严重影响。因此，2025 年-2027 年间，白银矿端产量或仍呈刚性，我们预计年平均增速在 0.5%左右。综合考虑，回收银产量的提升短期内难以抵消矿端供应增速缓慢的影响，我们预计 2024-2027 年间，全球白银供应量将由 31915 吨增长至 33039 吨，期间 CAGR 或为 1.2%，白银总供应或维持较低增速。

相关公司：兴业银锡，紫金矿业，山金国际，盛达资源

风险提示：白银供应超预期增长，白银需求不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球光伏新增装机量不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《白银行业深度 I：全球白银供给将进入刚性低速增长新阶段》，2025-02-19

**莫文娟 | 东兴证券能源开采首席分析师**

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

能源行业：英加天然气价上涨，欧美继续去库存

天然气—价格：国内 LNG 出厂价格月环比继续下跌，美国天然气期货价格月环比有所回落，英加两国价格月环比上涨。截至 2025 年 2 月 14 日，国内 LNG 出厂价格为 4324 元/吨，环比上月下跌 3.05%；美国天然气期货价格环比上月跌 6.08%；英国天然气期货价格环比上月涨 3.07%；加拿大天然气期货价格环比上月涨 8.33%。

供需和库存：中国天然气 1 月产量环比显著增长，美国天然气库存量月环比继续下降，欧洲天然气库存量月环比继续下降。2025 年 1 月，中国天然气单月产量为 536710 吨，环比上月增长 14.21%。截至 2 月 7 日，美国液化天然气/液化石油气（不包括丙烷/丙烯）库存为 121341 千桶，环比下降 10.15%；截至 2 月 14 日，欧洲天然气库存量为 518.82 亿千瓦时，环比下降 29.53%。

进出口：欧洲天然气 1 月累计进口量月环比下降，欧洲自俄罗斯天然气 1 月进口累计量月环比下降。2025 年 1 月，欧洲天然气进口累计量为 152793.76 百万立方米，月环比下降 8.36%；欧洲自俄罗斯天然气累计进口量为 9886.80 百万立方米，月环比下降 46.45%。

结论：国内，LNG 出厂价格环比继续下降，天然气 1 月产量环比增长。欧洲，天然气 1 月累计进口量环比下降；自俄罗斯天然气 1 月进口累计量环比下降；库存继续下降；英国天然气期货价格月环比上涨。美国，天然气期货价有所回落，库存月环比继续下降。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《英加天然气价上涨，欧美继续去库存》2025-02-19

**曹奕丰 | 东兴证券交运分析师**

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 1 月数据点评：上市航司国际线运力投放首次超过 19 年同期

事件：上市航司发布 1 月运营数据，行业进入春运节奏，需求端环比明显回升。上市航司国际航线运力投放同比大幅提升，且疫情后首次超过 19 年同期。

国内航线方面，1 月国内航线受春运旺季影响，需求端环比明显回升。上市公司运力投放环比 12 月增长 15.3%。同比看，运力投放较去年同期提升约 4.2%。考虑到今年春节较去年提

前一周多，月末正好是节前高峰，节中的需求低谷则被排到了2月，故本次春节错期导致1月运力投放数据偏高。在这一背景下，运力投增长升4.2%并不算高，说明航司的投放是较为克制的。

国际航线方面，海外圣诞假期和国内春节长假带动国际线自去年12月起进入旺季。1月上市航司国际航线运力投放相当于19年同期的108.8%，是疫情后首次超过19年同期，同比去年则提升约43.0%，环比12月提升约10.5%。客座率方面，1月客座率环比12月提升0.7pct，较去年同期则提升6.0pct。客座率同比提升较大和去年同期基数偏低有一定关系，经过24年一整年的恢复，目前大部分国际航线的运力投放已经实现了正常化。

去年12月开始，国际航线运力投放连续两个月快速增长。随着大量运力转向国际线，国内航线长期过剩的压力有望借此缓解。但这种快速的生长也同时带来了国际线是否会出现运力过剩的疑问。可以看到，运力投放环比提升较多的春秋与吉祥客座率环比下降也较明显，这说明目前部分国际航线由于连续增投运力，已经处于较为饱和的状态，预计旺季过后，国际线的运力投放会有一定的回调。

投资建议：国内航线供给过剩的情况依然存在，需要通过国际航线的恢复带走堆积在国内的过剩运力，建议重点关注后续北美航线的恢复情况。总的来说，民航业经营虽然依旧承压，但行业基本面确实在逐步改善，今年利润表现有望显著优于去年，几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

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1月数据点评：春运旺季需求回升，上市航司国际线运力投放首次超过19年同期》，2025-02-19



刘嘉玮 | 东兴证券非银分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地

为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神 and 《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，更好服务经济社会高质量发展，证监会制定了资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见。

投资建议：《实施意见》是中央经济工作会议和证监会工作会议相关政策的细化和补充，通过进一步突出国家对科技型企业等新质生产力主要载体的支持，加快资本市场要素改革，提升资本市场运行效率，最终实现资本市场生态优化和场内资金预期回报的提升。对于证券行业而言，资本市场持续性的环境优化对行业各项业务开展均大有裨益，有助于行业业绩改善

和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，更大的发挥资本中介优势，亦可借财富管理业务大发展的有利契机，做大客户基本盘。**对于保险行业而言**，随着资本市场环境的持续改善和保险资金更大规模参与权益市场投资，投资收益率有望显著提升，自身长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到显著缓解，自身资质的提升和流动性的改善有望实现“戴维斯双击”，助力板块估值修复。

整体上看，证券和保险行业马太效应不断增强，未来行业头部机构估值上升的空间有望打开，建议持续重点关注。此外，在ETF蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，证券保险ETF的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地》，2025-02-10

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益关系。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