

国城矿业（000688）

矿业转型布局稀有金属，资源端弹性释放打开成长空间

买入（首次）

2026 年 04 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	4,103	4,806	5,462	6,087	6,571
同比（%）	243.11	17.13	13.65	11.45	7.94
归母净利润（百万元）	451.39	1,076.48	1,521.03	2,378.88	3,211.76
同比（%）	619.75	138.48	41.30	56.40	35.01
EPS-最新摊薄（元/股）	0.38	0.91	1.28	2.01	2.71
P/E（现价&最新摊薄）	120.45	50.51	35.75	22.86	16.93

投资要点

■ **战略定位清晰，构建钼、锂双核驱动的稀缺资源平台。**公司通过近年来持续的资产重组，已由传统锌铅采选转型为以钼、锂为核心增长极，锌、钛白粉为稳健基本盘的资源综合开发平台。2025 年实现归母净利润 10.76 亿元（同比+138.5%），其中大苏计钼矿（国城实业）净利润 11.5 亿元，持股 60%，是公司核心利润源，东升庙等锌铅矿山提供稳健现金流支持，钛白粉业务处于亏损收窄期。钼、锂两大资源板块已成为驱动公司业绩的核心增长极。

■ **碳酸锂供需偏紧，大电芯降本打开锂价空间，金鑫矿业弹性逐步释放：**我们测算中性供给情景下 2026 年全球碳酸锂过剩 0.5 万吨（过剩率 0.2%），2027 年过剩 6.9 万吨（过剩率 2.6%），总体格局偏紧。海外矿山、盐湖存在多重不确定性，叠加储能电芯规格升级至 500Ah+，大电芯降本约 10%（约 4 分/Wh），使储能端对锂价接受度提升至 18 万元/吨，我们判断碳酸锂价格中枢 15-18 万元。我们预计公司持股 48%的金鑫矿业 26/27 年权益出货约 1.2/2.0 万吨，对应权益利润 8-9/14-15 亿元，项目放量将带动公司业绩进入爆发期。

■ **钼业务跃升为公司盈利基本盘，全额控股后利润贡献将进一步放大：**大苏计钼矿凭借 0.117%的高品位及规模化优势，净利率长期维持在 47% 左右，已成为公司业绩最稳健的支撑。与此同时，传统锌铅采选业务经营成熟，虽然随矿山资源量变动规模有所收缩，但仍持续为公司提供稳定的现金流支撑。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2026-2028 年归母净利润 15.2/23.8/32.1 亿元，同比+41.3%/+56.4%/+35.0%，对应 PE 为 36x/23x/17x。考虑公司当前处于钼锂双龙头成长期，钼业务扩产将贡献稳健现金流，锂业务随金鑫矿业采选证落地及产能爬坡进入利润爆发期，叠加钛白粉业务 2026 年有望扭亏，公司业绩弹性将加速释放，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**价格波动风险、需求不及预期、项目放量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	49.34
一年最低/最高价	11.54/50.20
市净率(倍)	19.49
流通 A 股市值(百万元)	58,471.03
总市值(百万元)	58,471.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.53
资产负债率(% ,LF)	67.84
总股本(百万股)	1,185.07
流通 A 股(百万股)	1,185.06

相关研究

内容目录

1. 国城矿业：有色金属采选与资源循环综合利用领军企业	5
1.1. 发展历程：从建陶起家到矿业转型，国城入主开启新篇章	5
1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验深厚	6
1.3. 财务情况：盈利能力动态修复，现金流显著改善	7
1.4. 产品：主营结构转型，新业务钼精矿跃居收入首位	9
2. 锂矿：锂行业再迎向上周期，公司资源端弹性逐步释放	10
2.1. 锂行业：供给持续紧平衡，锂价再迎上涨周期	10
2.1.1. 供给端：核心取决于新增矿山达产进度，增量集中于 26H2	10
2.1.2. 需求：动力端稳健增长，储能场景持续加持，整体需求超预期	12
2.1.3. 价格：大电芯降本打开接受空间，价格中枢上移至 15-18 万元/吨	13
2.2. 锂业务：高品位资源奠定成本优势，产能扩张打开远期弹性空间	14
3. 钼矿：战略布局稀有金属，打开成长新空间	17
3.1. 钼行业：供需格局偏紧，新能源驱动长期成长	17
3.1.1. 钼：全球供需格局	17
3.1.2. 国内格局：资源集中度提升，头部企业主导行业发展	19
3.2. 钼业务：收购优质钼矿，构建第二成长曲线	20
3.2.1. 收购概况：布局大苏计钼矿，切入高景气钼赛道	20
4. 基本盘：传统业务稳健，锌矿与钛白粉支撑经营基本盘	22
4.1. 钛白粉业务：优质白色颜料刚需突出，业务营收有望持续改善	22
4.2. 锌精矿业务：优质矿山稳产增效，贡献稳健现金流	23
5. 盈利预测与投资评级	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资评级	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1: 国城矿业发展历程.....	5
图 2: 国城矿业股权结构（截至 2026 年 3 月 26 日）.....	6
图 3: 2021-2025 年国城矿业营收及增速.....	8
图 4: 2021-2025 年国城矿业归母净利润及增速.....	8
图 5: 2021-2025 年国城矿业毛利率与净利率.....	8
图 6: 2021-2025 年国城矿业期间费用率.....	8
图 7: 2021-2025 年国城矿业现金流情况.....	9
图 8: 2021-2025 年国城矿业收入按产品拆分.....	10
图 9: 碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算.....	13
图 10: 电芯价格与储能电站年运行天数对于储能 irr 弹性测算（甘肃为例）.....	14
图 11: 金鑫矿业营收及增速.....	15
图 12: 金鑫矿业净利润及增速.....	15
图 13: 钼核心应用领域及功能价值.....	17
图 14: 2023 年全球钼终端应用领域分布情况.....	17
图 15: 2022 年中至今 45%-50%钼精矿价格.....	18
图 16: 国内主要钼企产量情况.....	20
图 17: 2024 年国内主要钼企产量市占率.....	20
图 18: 2023-2025 年国城实业营收及增速.....	21
图 19: 2023-2025 年国城实业净利润及增速.....	21
图 20: 大苏计钼矿核心资源储量指标.....	21
图 21: 大苏计钼矿产能规划情况（截至 2025 年末）.....	22
图 22: 2024-2025 年国城矿业钛白粉业务营收及占比.....	22
图 23: 2024-2025 年国城矿业钛白粉毛利率.....	22
图 24: 国城矿业钛白粉产销量及库存量.....	23
图 25: 国城矿业锌精矿业务营收及占比.....	24
图 26: 国城矿业锌精矿业务毛利率.....	24
图 27: 2025 年末国城矿业各矿山锌金属保有量.....	24
图 28: 2024-2025 年国城矿业锌精矿产销量及库存量.....	24
图 29: 国城矿业主营产品.....	25
图 30: 国城矿业可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 28 日）.....	27
表 1: 国城矿业管理层简介.....	7
表 2: 国城矿业主营产品.....	9
表 3: 2025-2030 年碳酸锂供给测算.....	11
表 4: 2025-2030 年碳酸锂新增供给测算.....	11
表 5: 2025-2030 年全球动力及储能电池需求测算.....	12
表 6: 2025-2030 年全球碳酸锂需求测算.....	12
表 7: 2025-2030 年全球碳酸锂供需平衡测算.....	13
表 8: 国城矿业锂矿盈利弹性测算.....	16
表 9: 2020-2025 年全球钼供需平衡.....	18
表 10: 我国主要在产钼矿山生产规模情况（2024 年）.....	19

表 11：国城矿业收购国城实业 60%股权的交易基本情况	20
------------------------------------	----

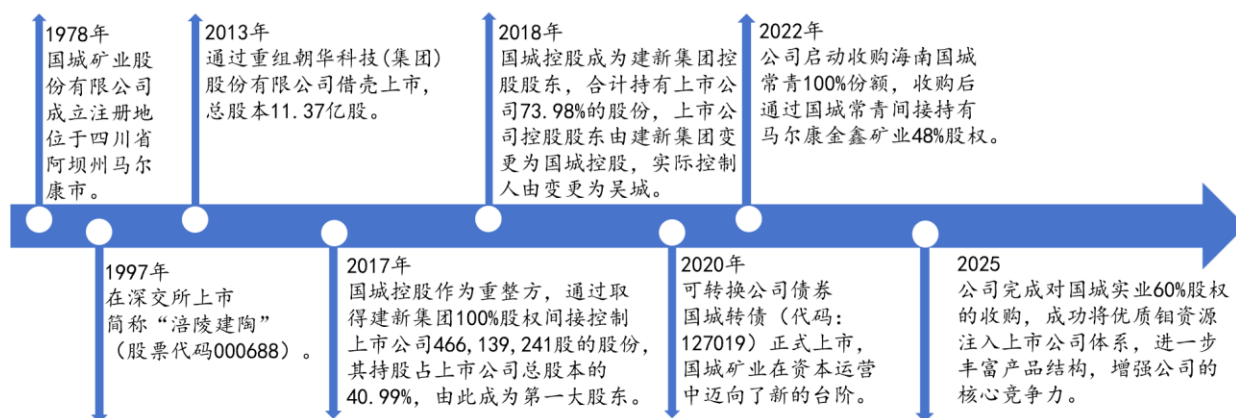
1. 国城矿业：有色金属采选与资源循环综合利用领军企业

国城矿业主要从事有色金属采选及资源循环综合利用业务。公司主要产品包括钼精矿、锌精矿、铅精矿、铜精矿、钛白粉、硫精矿、硫铁粉、工业硫酸、次铁精矿等，其重要参股子公司金鑫矿业的主要产品为锂精矿，25年12月公司完成收购国城实业60%股权，新增钼精矿采选业务。公司坚持以丰富自身资源储备为核心的经营策略，在做强传统铅锌有色板块的基础上，重点布局以锂矿、钼矿为代表的稀贵金属领域，通过提升现有矿山产能、延伸产业链和发展循环经济，凭借在采选技术及成本控制方面的优势，多项业务在细分市场具备较强竞争力。

1.1. 发展历程：从建陶起家到矿业转型，国城入主开启新篇章

国城矿业深耕有色金属采选领域，为国内领先的矿产资源综合开发企业。公司始建于1978年，前身为涪陵市建筑陶瓷厂；1997年，在深交所上市，上市后先后更名为朝华科技、朝华集团；2013年，通过重大资产重组转型为有色金属采选企业；2018年，国城控股入主后正式更名为“国城矿业”，开启以资源为核心的战略发展新篇章；2025年公司业务已涵盖锌、铅、铜等传统有色金属采选，钛白粉、硫酸等循环经济产品，并以48%的股权参股金鑫矿业布局锂矿资源；2025年12月，公司完成对国城实业60%股权的收购，新增钼精矿采选业务；2026年1月，参股子公司金鑫矿业5000t/d选矿项目成功试车，标志着公司锂矿开发生产取得重要进展。

图1：国城矿业发展历程

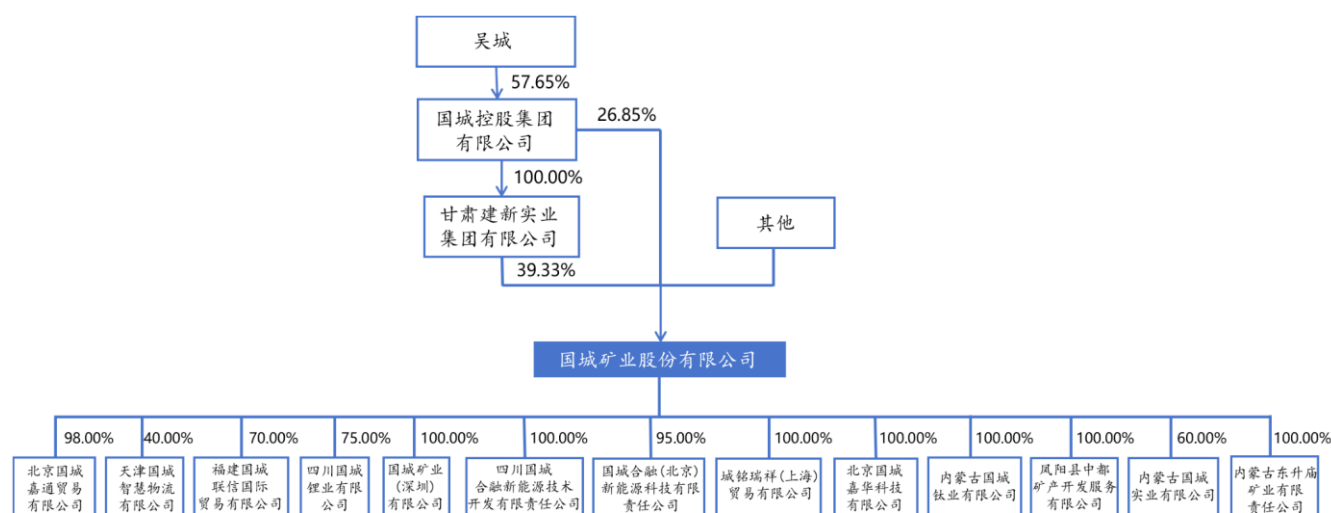


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验深厚

国城矿业股权结构清晰，控制权稳定。截至 2026 年 3 月 26 日，公司控股股东为国城控股集团有限公司，直接持股比例为 26.85%，并通过 100% 控股的甘肃建新实业集团有限公司间接持股 39.33%，合计持股比例达 66.18%，控股股东控股权高度集中；公司实际控制人为吴城，通过国城控股集团有限公司间接持有国城矿业约 38.15% 的股权。

图2：国城矿业股权结构（截至 2026 年 3 月 26 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：北京国城嘉通贸易有限公司、天津国城智慧物流有限公司、福建国城联信国际贸易有限公司的少数股权，由国城矿业股份有限公司及其下属全资子公司持有，穿透后国城矿业股份有限公司对上述三家公司拥有 100% 权益。

公司核心管理层深耕有色金属与矿产资源领域，产业积淀与管理经验兼备。公司董事长吴城先生，现任第十四届全国政协委员、内蒙古工商联副主席、国城控股集团有限公司董事长、国城矿业股份有限公司董事长；副董事长吴标先生，现任四川兰天化工科技有限公司执行董事、浙江宝润通汇资产管理有限公司执行董事兼总经理、北京宝润企业管理有限公司执行董事、福建众和股份有限公司董事、国城矿业股份有限公司副董事长。公司核心管理团队在矿业及资源开发领域从业多年，产业背景深厚，并且具备丰富的管理经验，为资源扩张与产业升级提供有力支撑。

表 1：国城矿业管理层简介

姓名	职位	背景
吴城	董事长	硕士研究生学历。现任第十四届全国政协委员，内蒙古工商联副主席，国城控股集团有限公司董事长，国城矿业股份有限公司董事长。
吴标	副董事长	现任四川兰天化工科技有限公司执行董事，浙江宝闰通汇资产管理有限公司执行董事兼总经理，北京宝闰企业管理有限公司执行董事，福建众和股份有限公司董事，国城矿业股份有限公司副董事长。
朱胜利	董事、总经理	硕士研究生学历，历任兰州三毛实业股份有限公司总经理，盛达金属资源股份有限公司董事长、总经理。现任国城矿业股份有限公司董事、总经理。
熊为民	董事	硕士研究生学历。历任国城矿业股份有限公司总经理助理、副总经理、总经理、董事、董事会秘书、副董事长等职。现任福建众和股份有限公司董事长，国城矿业股份有限公司董事。
邓自平	董事、副总经理	硕士研究生学历，建筑节能高级工程师、高级职业经理人。历任四川省炉霍县、康定县县委常委、组织部长，四川省丹巴县县委常委、常务副县长，四川省能源投资集团有限责任公司董事会秘书兼办公室主任，四川能投锂业有限公司党支部书记、董事长，四川能投鼎盛锂业有限公司董事长，四川能投集团国矿业公司党委书记、董事长，川商基金副总经理，协鑫能科股份有限公司副总裁，协鑫锂电新能源有限公司任董事长、总经理。现任四川国城锂业有限公司执行董事，汶川国城合融新能源技术开发有限责任公司执行董事，国城（福建）锂电科技有限公司执行董事，国城矿业股份有限公司董事、副总经理。
齐宝军	副总经理	硕士研究生学历，教授级高级工程师，享受国务院特殊津贴，入选国家百千万人才工程授予“有突出贡献的中青年专家”，北京市“有突出贡献的科学、技术、管理人才”，河北省省管优秀专家，首钢总公司技术专家。历任首钢集团有限公司矿业公司科长、主任、矿长、副总经理、副董事长，中国冶金矿山企业协会副总工程师。现任国城矿业股份有限公司副总经理。
熊卫士	副总经理	硕士研究生学历，正高级工程师。历任四川省公路设计研究院职员，四川攀西高速公路开发股份有限公司工程部副经理，重庆交通建设集团有限责任公司总工办副主任、企发部主任、总承包管理部经理、总工程师、副总经理兼总工程师。重庆城市综合交通枢纽（集团）有限公司，历任副总经济师、重庆东站建设管理部部长。现任国城矿业股份有限公司副总经理。
马翀	副总经理、董事会秘书	硕士研究生学历。历任上海复星高科技（集团）有限公司投资总监，金徽矿业股份有限公司总经理助理，国城矿业股份有限公司董事长助理兼投资总监。现任国城矿业股份有限公司副总经理兼董事会秘书。
姜静	财务总监	本科学历，高级会计师、注册会计师、注册税务师。历任中瑞岳华会计师事务所项目经理、经理，瑞华会计师事务所经理、高级经理，中审众环会计师事务所高级经理、授薪合伙人。现任内蒙古东升庙矿业有限责任公司董事、国城矿业股份有限公司财务总监。

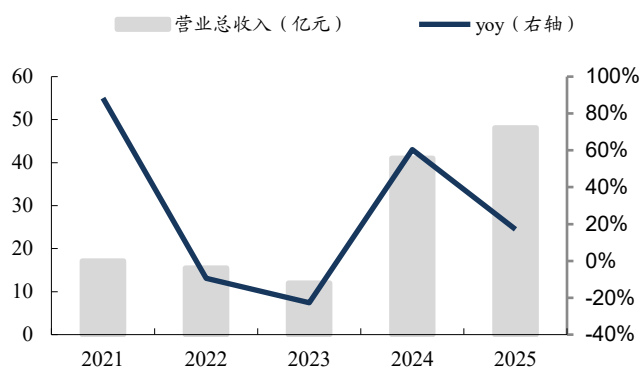
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 财务情况：盈利能力动态修复，现金流显著改善

2021-2025 年营收波动增长，2025 年利润强劲反弹。2021-2025 年，国城矿业营收 CAGR 为 29.5%，波动提升，受益于铅锌价格回暖量价齐升、钛白粉业务放量及参股金鑫矿业锂矿投资收益增厚。2024 年，国城矿业实现营收 19.2 亿元，同比+60.4%，实现归母净利-1.1 亿元，同比-279.5%，主因资源端投产初期成本较高等影响。2025 年，公司实现营业收入 48.1 亿元，同比+17.1%，实现归母净利润 10.8 亿元，同比+138.5%，其

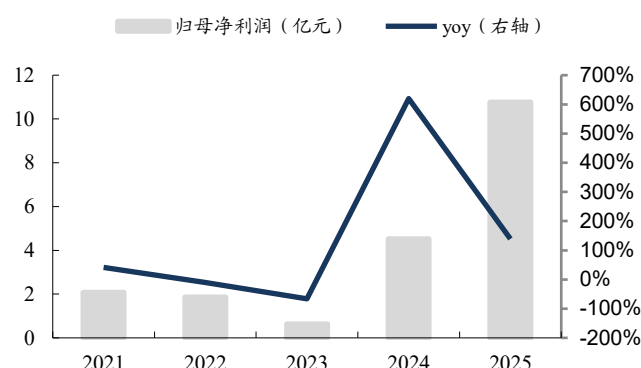
中 2025 年收购国城实业完成并表，按照 60%的股权计算增加归母净利润 6.88 亿元。

图3：2021-2025 年国城矿业营收及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

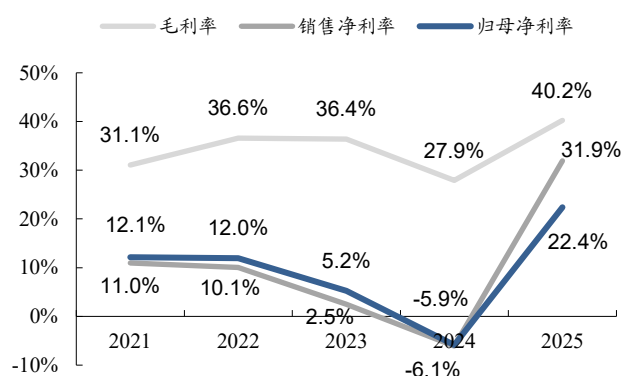
图4：2021-2025 年国城矿业归母净利润及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

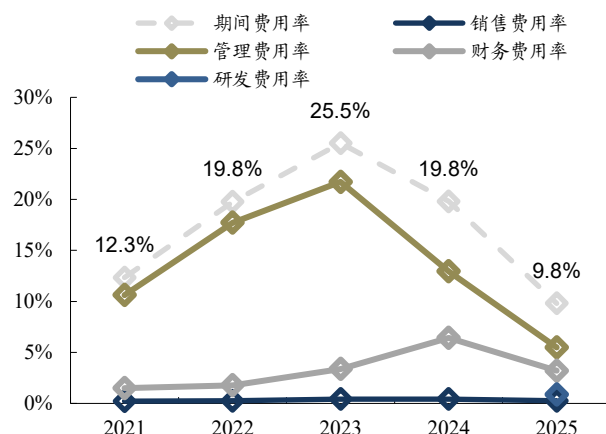
2025 年公司盈利能力修复，期间费用率收窄。盈利端，2023-2024 年受产品价格波动影响，毛利率有所回落，2025 年产品价格回升，且公司积极优化资产结构与业务布局，盈利能力回升。2025 年公司实现毛利率 40.2%，同比+12.3pct；销售净利率为 31.9%，同比+38.0pct，归母净利率为 22.4%，同比+28.3pct，主要系 2025 年国城矿业出售宇邦矿业股权确认投资收益 7.9 亿元。费用端，2024 年以来公司费控持续优化，2024-2025 年期间费用率分别为 19.8%/9.8%，同比分别-5.7pct/-10.0pct；其中 2025 年管理/财务/研发/销售费用率分别 5.5%/3.2%/0.9%/0.3%，同比分别-7.5pct/-3.2pct/+0.9pct/-0.2pct。

图5：2021-2025 年国城矿业毛利率与净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

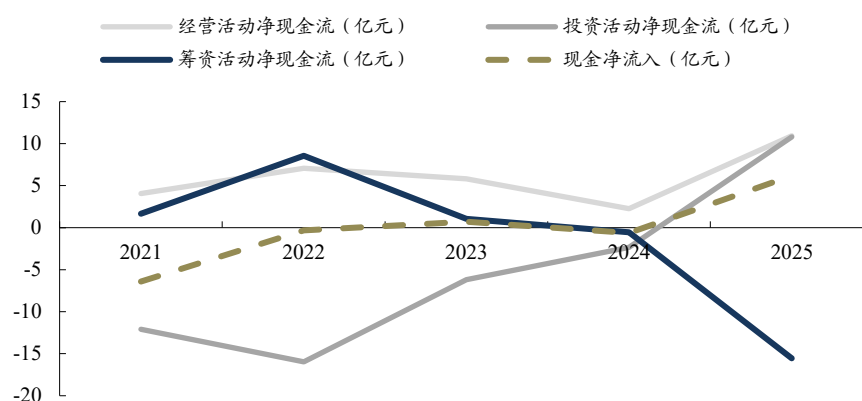
图6：2021-2025 年国城矿业期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年公司现金流显著改善。2021-2025 年经营活动净现金流分别为 4.0/7.1/5.8/2.3/10.9 亿元，2025 年同比+383.7%，主要系主业销售规模增长。2025 年投资活动净现金流为 10.8 亿元，2025 年国城矿业出售宇邦矿业股权为主要贡献。2025 年筹资活动净现金流为-15.5 亿元，同比大幅减少，主要系 2025 年公司收购国城实业 60% 股权所支付股权对价款。未来随着并购资产逐步贡献业绩及矿产品产销量提升、价格回暖，公司净现金流有望进一步改善。

图7：2021-2025 年国城矿业现金流情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 产品：主营结构转型，新业务钼精矿跃居收入首位

国城矿业坚持以资源为核心的经营策略，持续优化产业布局。公司所从事的有色金属采选及资源循环综合利用业务属于国家战略性矿产资源产业，已形成以铅锌为基础、以锂、钼、银等稀贵金属为核心、以钛化工循环经济为辅助的业务集群，锌精矿、铅精矿、银精矿、铜精矿、钛白粉、硫精矿、硫铁粉、工业硫酸、次铁精矿等多种产品在采选技术、成本控制及资源储量方面均具有显著优势。

表 2：国城矿业主营产品

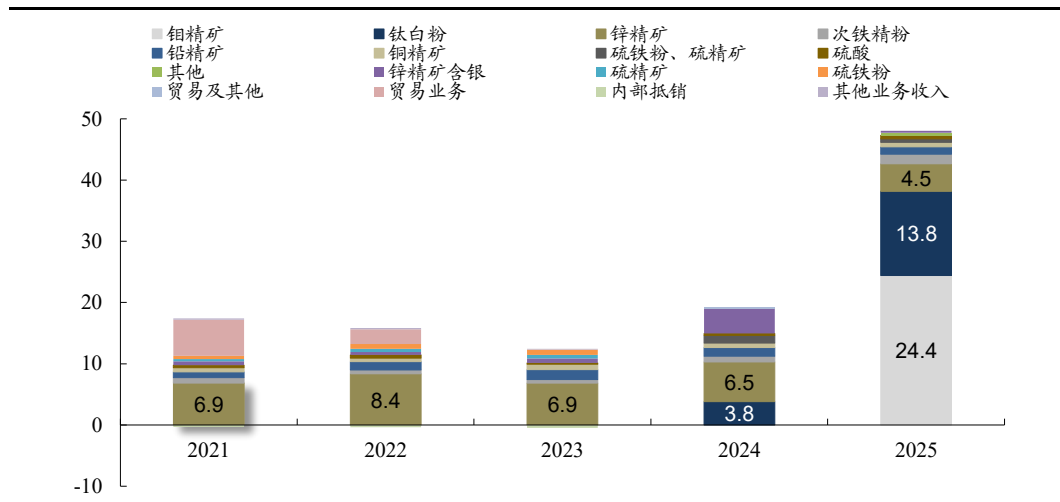
原材料	最终产品	主要用途
钼精矿	钼	钼是一种银白色的稀有金属，具有高强度、高熔点、高硬度、导热导电性能好、耐研磨、热膨胀系数小、抗腐蚀性能等优良的物理和化学特性。因其独特的物理化学性能通过含钼不锈钢、含钼合金钢、钼金属及钼化工产品等形态最终可应用于包括钢铁行业、石油化工、建筑工程、汽车与交通运输、船舶及海洋工程、医疗制药、农业等传统行业，以及国防军工、航空航天、电力及新能源、高端装备制造业等众多战略性新兴产业。
锌精矿	锌	锌是自然界分布较广的金属元素，主要以硫化物、氧化物状态存在，锌具有良好的抗腐蚀性和耐磨性，目前，在有色金属的消费中仅次于铜和铝，广泛应用于有色、冶金、建材、轻工、机电、化工、汽车、军工、煤炭和石油等行业和部门。
铅精矿	铅	铅被广泛应用于制成铅蓄电池。在颜料和油漆中，铅白是一种普遍使用的白色染料。在玻璃中加入铅可制成铅玻璃，同时由于铅有很好的光学性能，可以制造各种光学仪器。铅还被用作制造医用防护衣以及建设核动力发电站的防护设施。

锂精矿	锂	锂被广泛应用于玻璃、陶瓷、化工、医药、润滑脂、电池、电子、机械等领域。作为自然界中最轻的金属元素，锂在金属中比容量最高、得失电子能力强，因此又是电池的理想材料，是天生的“能源金属”。锂电池作为电能储存的主要工具之一，被广泛应用于 3C 消费电子、交通工具及储能等领域，特别是在动力电池和储能电池等新能源领域发展较快，其中新能源汽车是锂电池需求的主要动力，未来在储能电站等方面也具有巨大需求潜力。
金红石型 钛白粉	钛白粉	钛白粉（学名二氧化钛， TiO_2 ），具有优异的化学稳定性、耐候性、着色力、遮盖力及白度，是目前世界上性能最佳、应用最广、用量最大的白色无机颜料，被广泛应用于涂料、塑料、造纸、橡胶、油墨、化学纤维、电容器、搪瓷、食品、化妆品等工业。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

主营产品结构切换，钛白粉、钼精矿成为新增长极。收入拆分来看，2025 年公司总营收为 48.1 亿元，2024/2025 年新拓展的钛白粉业务实现收入 3.8/13.8 亿元，占总营收比重 19.9%/28.7%；钼精矿业务并表后，2025 年贡献收入 24.4 亿元，占总营收比重 50.8%。传统主业产品中，锌精矿 2024/2025 年分别实现收入 6.5/4.5 亿元，同比分别-5.4%/-31.1%，总营收比重分别为 33.9%/9.3%；次铁精粉、硫酸 2025 年分别实现收入 1.6/0.5 亿元，同比分别+72.8%/+51.0%大幅增长。2025 年，公司主营业务结构切换，钛白粉、钼精矿成为公司业务新增长极。

图8：2021-2025 年国城矿业收入按产品拆分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 锂矿：锂行业再迎向上周期，公司资源端弹性逐步释放

2.1. 锂行业：供给持续紧平衡，锂价再迎上涨周期

2.1.1. 供给端：核心取决于新增矿山达产进度，增量集中于 26H2

全球碳酸锂供给核心取决于新增矿山与盐湖项目的达产进度。2026-2027 年有效新增供给量有限，且供给端存在较高不确定性：拟投产新矿集中于 2026Q3 前后，但新建矿山普遍面临爬坡周期长、品位不及预期、环评审批延迟等风险，实际供给弹性低于名义产能规划。中性情景下，我们预计 2026-2028 年全球锂矿供给分别为 214.0/261.7/302.9 万吨，对应新增供给 44.3/47.7/41.2 万吨；其中，2026 年我们预计国内与海外供给分别新增贡献 15.0/26.6 万吨。2026 年碳酸锂供给增量主要来自：国内盐湖新增 8.4 万吨（麻

米措、察尔汗、拉果措)、国内矿山 6.6 万吨(视下窝复产、新疆红柳滩、党坝、加达、湘源矿)、海外盐湖 6.9 万吨(3Q、Mariana 和 CO)、澳矿的 7.8 万吨(泰利森和皮尔巴拉以及 Marion 等矿山达产)、非矿 11.5 万吨(中企产能打满,同时 Manono、Sandawana、海南矿业爬坡,以及尼日利亚等增量),并且新增产能多集中 26Q3。

此外,津巴布韦要求实现锂精矿本土化加工,配套冶炼 capex 压力大,出口恢复节奏存在变数;柴油价格上涨且供给紧缺,或导致澳矿产量不及预期;我们预计江西视下窝 6-7 月复产,贡献增量约 4-5 万吨,若复产进度迟于预期,有效供给将进一步低于名义规划。综合来看,名义供给增量中相当比例面临不确定性,26 年有效供给折损风险大于名义数字所示。

表 3: 2025-2030 年碳酸锂供给测算

产量(万吨 LCE)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	17.6	26.0	30.8	32.7	36.8	38.6
国内辉石矿	6.9	11.2	14.9	25.2	36.7	39.3
国内云母矿	15.5	17.3	25.2	30.6	36.1	38.1
国内供给合计	40.1	54.6	70.9	88.4	109.6	116.0
海外盐湖	43.5	52.5	56.4	64.2	71.2	75.2
澳洲辉石矿	47.6	55.4	62.9	65.6	67.3	70.0
非洲辉石矿	23.7	32.9	50.1	62.1	70.3	75.3
美洲辉石矿	5.8	6.2	7.6	7.7	9.5	12.2
海外供给合计	120.6	147.0	177.0	199.6	218.4	232.7
锂回收	9.0	11.7	14.0	16.8	20.2	24.3
合计	169.7	213.3	261.9	304.9	348.2	373.0

数据来源:公司公告,东吴证券研究所测算

表 4: 2025-2030 年碳酸锂新增供给测算

增量(万吨 LCE)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内盐湖	2.8	8.4	4.7	1.9	4.1	1.8
国内辉石矿	4.2	4.3	3.7	10.3	11.5	2.6
国内云母矿	2.5	1.8	7.9	5.4	5.6	2.0
国内供给合计	9.5	14.5	16.3	17.5	21.2	6.5
海外盐湖	6.8	9.0	3.9	7.8	7.0	4.0
澳洲辉石矿	5.6	7.8	7.5	2.7	1.7	2.7
非洲辉石矿	11.2	9.2	17.1	12.0	8.3	5.0
美洲辉石矿	-0.6	0.4	1.4	0.1	1.8	2.7
海外供给合计	23.1	26.4	29.9	22.7	18.8	14.4
锂回收	2.2	2.7	2.3	2.8	3.4	4.0
合计	34.7	43.7	48.6	43.0	43.3	24.9

数据来源:公司公告,东吴证券研究所测算

2.1.2. 需求：动力端稳健增长，储能场景持续加持，整体需求超预期

需求强劲+盈利持续改善，全球能源危机下优势凸显。我们预计 2026 年全球动力电池与储能电池需求合计 2790GWh，同比+36%，叠加消费电池需求 171GWh，全球锂电池总需求达 2961GWh，同比+33%。动力端，国内动力需求已初步恢复，叠加单车带电量提升超预期+油价上行背景下，出口需求有望持续超预期，我们预计 26 年全球动力需求同比 20%+；储能端，国内各地容量电价陆续出台，储能需求有望提速，我们预计 26 年全球储能需求增长 60%。全球锂电池需求 2027 年我们预计维持 20%+增速。

表 5：2025-2030 年全球动力及储能电池需求测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球动力电池实际需求 (gwh)	1,418	1,767	2,058	2,365	2,722	3,146
YoY	34%	24.6%	16.5%	14.9%	15.1%	15.5%
全球储能电池合计 (gwh)	641	1,024	1,357	1,630	1,959	2,351
YoY	83%	60%	33%	20%	20%	20%
国内储能电池 (gwh)	286	432	536	590	656	734
海外储能电池 (gwh)	355	592	821	1,040	1,303	1,617
全球动力+储能电池实际需求合计 (gwh)	2,059	2,790	3,416	3,995	4,682	5,496
YoY	48%	36%	22%	17%	17%	17%
全球锂电池合计 (gwh)	2,221	2,961	3,603	4,201	4,908	5,746
YoY	45%	33%	22%	17%	17%	17%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

2026 年全球碳酸锂需求我们预计 214 万吨，同比+30%，2027 年我们预计增速 20%。

碳酸锂需求端，2026 年动力+储能锂电池对应碳酸锂需求 198 万吨，同比+32%，主要由动力端稳健复苏、储能场景持续高增共同驱动，其他领域受益于消费电子、工业应用等领域需求回暖，碳酸锂需求 16 万吨，同比+5%，合计 2026 年全球碳酸锂需求 214 万吨，同比+30%；2027 年全球碳酸锂我们预计需求将达 256 万吨，增速 20%；2028-2030 年我们预计维持 14%-15%增速。

表 6：2025-2030 年全球碳酸锂需求测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
1gwh 三元 811/NCA 碳酸锂需求 (吨)	30	29	29	29	29	28
1gwh 三元 811/NCA 氢氧化锂需求 (吨)	618	611	605	599	593	587
1gwh 磷酸铁碳酸锂需求 (吨)	526	522	518	514	511	507
全球电池用碳酸锂合计 (LCE, 万吨)	107	141	171	197	228	265
YOY	42%	32%	21%	16%	16%	16%
全球电池用碳酸锂实际需求 (LCE, 万吨)	150	198	240	275	317	368
其他领域碳酸锂用量合计 (万吨)	15.51	16.29	16.78	17.28	17.80	18.33
全球碳酸锂需求合计 (LCE, 万吨)	165.25	214.09	256.47	292.70	335.04	386.69
YOY	39%	30%	20%	14%	14%	15%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

2026-2027 年维持供需紧平衡，2028 年供需格局转向宽松。若需求释放与供给端产能爬坡符合预期，2026 年全球碳酸锂我们预计过剩 0.5 万吨，过剩率 0.2%；2027 年我们预计过剩 6.9 万吨，过剩率 2.6%，供需格局整体处于紧平衡状态。季度看，26Q1 和 Q4 最为紧缺，Q2-Q3 供给紧缺阶段性略微缓解，但 26Q4 将出现供给短缺。2028 年供需格局转向宽松，预计过剩规模扩大，需关注需求端放量是否能有效对冲。

表 7：2025-2030 年全球碳酸锂供需平衡测算

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
全球锂有效供给（万吨 LCE）	169.7	213.3	261.9	304.9	348.2	373.0
有效供给-新增	34.7	43.7	48.6	43.0	43.3	24.9
全球锂需求（万吨 LCE）	165.3	212.8	255.0	291.2	333.4	384.9
需求-新增	46.1	47.5	42.3	36.1	42.2	51.5
过剩（万吨 LCE）	4.4	0.5	6.9	13.7	14.8	-11.9

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

2.1.3. 价格：大电芯降本打开接受空间，价格中枢上移至 15-18 万元/吨

定价机制：大电芯降本约 10%（约 4 分/Wh），储能业主对碳酸锂的价格接受度提升至约 18 万元/吨。碳酸锂定价锚定期货和现货当月均价，传导较快。锂矿包销合同和长协均锁量不锁价，叠加产业链库存处于低位，新订单价格可及时传导。随着储能电芯规格向 500Ah、600Ah 等大尺寸快速迭代，行业规模效应与制造效率显著提升，大电芯降本约 10%，对应单 Wh 成本下降约 4 分，有效抬升储能业主对碳酸锂涨价的承受能力。在大电芯降本抵消涨价成本后，即使碳酸锂价格上涨至 18 万元/吨，储能项目 IRR 仍可维持在合理区间。

图9：碳酸锂价格对应铁锂电芯售价（元/wh）弹性测算

		电芯企业毛利率			
		8%	10%	12%	15%
碳酸锂价格（万元/吨）	6	0.32	0.32	0.33	0.34
	7	0.32	0.33	0.34	0.34
	8	0.33	0.34	0.34	0.35
	9	0.34	0.34	0.35	0.36
	10	0.34	0.35	0.35	0.36
	11	0.35	0.35	0.36	0.37
	12	0.35	0.36	0.37	0.38
	13	0.36	0.37	0.37	0.38
	14	0.36	0.37	0.38	0.39
	15	0.37	0.38	0.38	0.39
	16	0.38	0.38	0.39	0.40
	17	0.38	0.39	0.40	0.41
	18	0.39	0.39	0.40	0.41
	19	0.39	0.40	0.41	0.42
	20	0.40	0.41	0.41	0.42
	21	0.40	0.41	0.42	0.43
	22	0.41	0.42	0.43	0.44
	23	0.42	0.42	0.43	0.44

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

我们判断碳酸锂价格中枢 15-18 万元/吨，供给端有扰动时阶段性可看至 20 万元/吨以上。从 IRR 传导量化看，碳酸锂价格每涨 1 万元/吨，对应铁锂电芯成本增加 0.6 分/Wh；碳酸锂从底部 6 万元/吨上涨至当前 15 万元/吨，叠加其他材料小幅上涨，电池成本上涨约 7 分/Wh（不含税），按 12% 电芯毛利率，对应电芯售价约 0.38 元/Wh，上涨近 0.1 元/Wh。电池价格每涨 2 分/Wh，国内储能项目 IRR 下降约 1pct，国内储能项目平均收益率约 8-10%。

综合判断，12 万元/吨时产业链上中下游均可获得合理利润，储能业主和系统集成商均可接受；15 万元/吨是分界点，国内中等偏下项目收益率开始受影响；超过 20 万元/吨，较大比例项目延期。我们判断碳酸锂价格中枢 15-18 万元/吨，阶段性不排除突破至 20 万元/吨以上。季度上，26 年 Q1 和 Q4 是碳酸锂价格全年最为紧缺的阶段，Q2 小幅改善（南美盐湖到港量增加、国内盐湖产量恢复），Q3 相对宽松，Q4 随需求回升再度收紧，因此 2026 年碳酸锂价格 Q1 是阶段性高点，Q2 震荡，Q4 或再向上。

图10：电芯价格与储能电站年运行天数对于储能 irr 弹性测算（甘肃为例）

储能电站irr		储能电站年运行天数						
		270	280	290	300	310	320	330
电芯价格（元/wh）	0.26	9.4%	10.3%	11.2%	12.1%	13.0%	13.8%	14.7%
	0.27	8.7%	9.6%	10.5%	11.4%	12.2%	13.1%	13.9%
	0.28	8.1%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%	12.3%	13.2%
	0.29	7.4%	8.3%	9.1%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%
	0.3	6.8%	7.7%	8.5%	9.3%	10.1%	10.9%	11.7%
	0.31	6.2%	7.0%	7.9%	8.7%	9.5%	10.3%	11.0%
	0.32	5.7%	6.5%	7.3%	8.1%	8.8%	9.6%	10.4%
	0.33	5.1%	5.9%	6.7%	7.5%	8.2%	9.0%	9.8%
	0.34	4.6%	5.4%	6.1%	6.9%	7.7%	8.4%	9.2%
	0.35	4.1%	4.8%	5.6%	6.4%	7.1%	7.9%	8.6%
	0.36	3.6%	4.3%	5.1%	5.8%	6.6%	7.3%	8.0%
	0.37	3.1%	3.9%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.5%
	0.38	2.6%	3.4%	4.1%	4.9%	5.6%	6.3%	7.0%
	0.39	2.2%	2.9%	3.7%	4.4%	5.1%	5.8%	6.5%
	0.4	1.8%	2.5%	3.2%	3.9%	4.6%	5.3%	6.0%
	0.41	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.42	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.43	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%
	0.44	0.3%	1.0%	1.7%	2.3%	3.0%	3.7%	4.3%

数据来源：Marklines，东吴证券研究所测算

2.2. 锂业务：高品位资源奠定成本优势，产能扩张打开远期弹性空间

国城矿业持有金鑫矿业 48% 股权，为第一大股东，但持股比例未超过 50%，依据会计准则采用权益法核算。金鑫矿业的营业收入和成本不并入国城矿业合并报表，仅按持股比例将金鑫矿业净利润的 48% 计入国城矿业“投资收益”科目。2025 年，金鑫矿业实现净利润 3,877.66 万元（营业收入 5.99 亿元），国城矿业据此确认权益法投资收益约 1,861 万元。值得关注的是，控股股东国城集团另持有金鑫矿业约 25% 股权，若未来将该部分股权注入上市公司，则国城矿业持股比例将超 73%，届时金鑫矿业将满足并表条件，锂矿收入将直接体现于上市公司营业收入中，报表结构将发生重大正向变化，对公

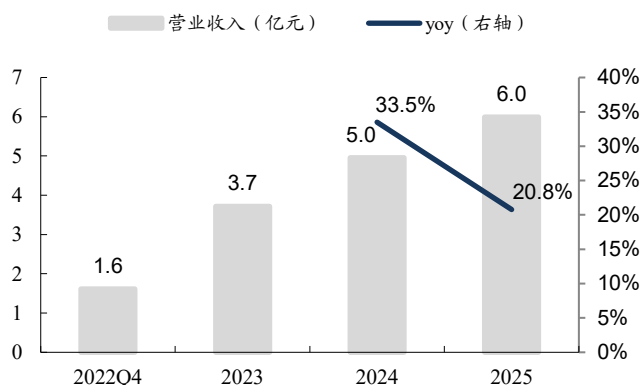
司估值具有重要提升意义。

党坝矿区品位 1.33% Li₂O，处于国内在产锂矿第一梯队，高品位直接转化为成本优势。金鑫矿业旗下锂辉石矿位于四川阿坝州马尔康，党坝矿区是国内少有的高品位大规模在产锂辉石矿。国内锂资源以锂云母为主（品位通常 0.3%-0.8%），锂辉石矿品位普遍在 0.8%-1.2% 区间，党坝矿区 1.33% 的品位在在产矿山中属第一梯队。截至 2025 年末，金鑫矿业保有锂矿石资源量合计 8412.9 万吨，Li₂O 资源量 111.8 万吨，平均品位 1.33%；采矿权内保有 4584 万吨，Li₂O 资源量 61.3 万吨，平均品位 1.34%。

品位优势直接压低单位成本，金鑫矿业单吨 LCE 综合成本约 6 万元，对应 15 万元/吨锂价下毛利率超 80%。品位高意味着同等产出所需原矿量少、选矿成本低、尾矿处理量小。以金鑫矿业 1.33% 品位测算，每生产 1 吨 Li₂O 所需原矿约 75 吨，而 0.5% 品位矿山需要约 200 吨，原矿采剥成本差距超过 60%。结合行业可比开采成本（四川矿山原矿开采成本通常 50-80 元/吨）和选矿加工成本，金鑫矿业综合完全成本预计 6 万元/吨 LCE。2024-2025 年锂价处于周期底部（年均 8-12 万元/吨），金鑫净利率仅 6.5%；以锂价中枢 15 万元/吨（不含税）测算，公司锂矿业务毛利率可超 80%，净利弹性极大。

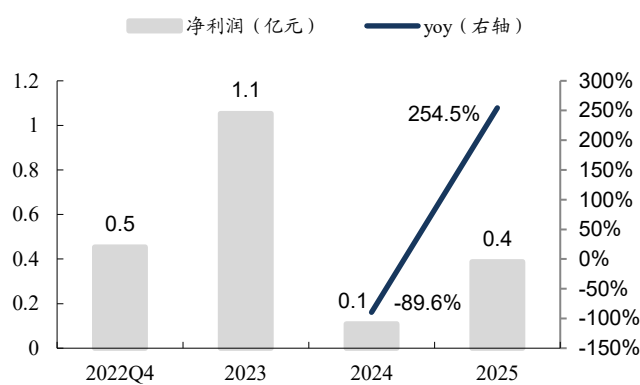
从周期高点到底部，金鑫矿业净利润从 2.38 亿跌至 0.11 亿；锂价回升叠加产能扩张，弹性量级清晰。2022 年锂价处于历史高位，金鑫矿业实现净利润 2.38 亿元（营收 4.28 亿元）；2023 年锂价高点后快速下行，净利润收窄至 1.05 亿元（营收 3.71 亿元）；2024 年锂价跌至周期底部（年均约 8-10 万元/吨），净利润仅 0.11 亿元（营收 4.96 亿元）；2025 年随 5000 吨/天选矿厂投产，营收扩张至 5.99 亿元，净利润回升至 0.39 亿元。按 48% 权益口径，2025 年国城矿业确认投资收益约 0.19 亿元。高点（2.38 亿）与底部（0.11 亿）之间的落差，即为锂价弹性的直接量化：若锂价回升至 15 万元/吨中枢叠加产能放量，权益口径对应利润弹性以数量级计。

图11：金鑫矿业营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：金鑫矿业净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

采矿选矿同步扩产，100 万吨现有采矿证已形成稳定产出，处于产能扩张关键期。金鑫矿业现有 100 万吨/年采矿许可证，已形成稳定生产基础。2025 年，金鑫矿业正在积极办理 500 万吨/年采矿许可证的申请工作，已完成采矿许可证申请所需要的重要前置手续办理工作，若顺利获批，开采规模将进一步跃升。目前，马尔康党坝锂辉石矿 5000 吨/天选矿厂改扩建项目已进入试生产阶段，选矿能力将进一步提升。公司未来几年将迎来产能放量关键期。

锂业务利润弹性空间大，阿坝锂矿 500 万吨采矿证获批是核心催化剂，26-27 年为产能过渡期，28 年后为大规模出量阶段。阿坝锂矿获得 500 万吨采矿证后，合计对应碳酸锂当量 13.5 万吨；按国城矿业 48%权益口径约 6.5 万吨，若集团持有的约 25%股权注入上市公司，持股比例超 73%，届时金鑫满足并表条件，锂矿收入将直接体现于合并报表，权益口径进一步提升至约 9.8 万吨 LCE。目前 26-27 年实际出货仍处于产能爬坡阶段，我们预计公司 26 年碳酸锂出货 2.5 万吨，权益 1.2 万吨；27 年出货 4-5 万吨，权益 2 万吨+；大规模出量在 2028 年之后。我们测算，2026 年，若按照碳酸锂 15 万元/吨，对应锂矿利润 8-9 亿元；2027 年，若按照碳酸锂 12 万元/吨价格，对应锂矿利润 9-10 亿元；若按照碳酸锂价格 15 万元/吨，对应利润 14-15 亿元。

表 8：国城矿业锂矿盈利弹性测算

锂矿	权益		2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
阿坝	48%	精矿（万吨）	8	20	33	83	108	108
		碳酸锂（万吨）	1.0	2.5	4.2	10.4	13.5	13.5
		权益碳酸锂（万吨）	0.5	1.2	2.0	5.0	6.5	6.5
		含税完全成本（万/吨）	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
合计	权益碳酸锂量（万吨）	0.5	1.2	2.0	5.0	6.5	6.5	
		8	0.9	2.1	3.5	8.8	11.5	11.5
		9	1.3	3.0	5.0	12.6	16.4	16.4
		10	1.6	3.9	6.5	16.4	21.3	21.3
		11	2.0	4.8	8.0	20.1	26.2	26.2
不同碳酸锂 价格（万元 /吨）对应 资源端利润 （亿元）		12	2.4	5.7	9.6	23.9	31.0	31.0
		13	2.8	6.6	11.1	27.6	35.9	35.9
		14	3.1	7.5	12.6	31.4	40.8	40.8
		15	3.5	8.4	14.1	35.2	45.7	45.7
		16	3.9	9.3	15.6	38.9	50.6	50.6
		17	4.3	10.2	17.1	42.7	55.5	55.5
		18	4.6	11.1	18.6	46.4	60.4	60.4
		19	5.0	12.1	20.1	50.2	65.3	65.3
		20	5.4	13.0	21.6	54.0	70.2	70.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3. 钼矿：战略布局稀有金属，打开成长新空间

3.1. 钼行业：供需格局偏紧，新能源驱动长期成长

3.1.1. 钼：全球供需格局

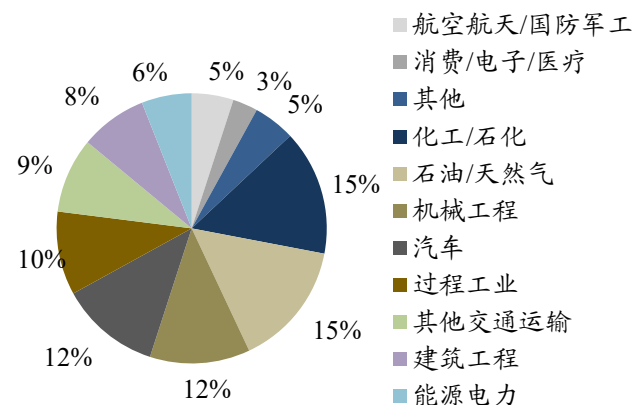
钼作为全球重要的不可再生的稀缺性战略资源，战略性地位不断提升。钼在地壳中平均含量仅约 0.00011%，资源禀赋稀缺；其熔点高达 2610℃，沸点超 4500℃，兼具高强度、高硬度、良好导电性与导热性，且在高温下仍可保持优异力学性能，在高温、腐蚀、辐射等极端工况下，钼基材料具备不可替代性。钼以其独特的物理化学性能通过含钼不锈钢、含钼合金钢、钼金属及钼化工产品等形态最终可应用于包括钢铁行业、石油化工、建筑工程、汽车与交通运输、船舶及海洋工程、医疗制药、农业等传统行业。在国家推动新质生产力发展的背景下，钼的下游需求持续增长，应用领域也进一步拓展到国防军工、航空航天、电力及新能源、高端装备制造、电子电器等众多战略性新兴产业，钼的应用领域不断拓展，战略性地位不断提升。

图13：钼核心应用领域及功能价值

应用领域	核心功能与价值
石化与天然气	提升设备耐腐蚀性，延长寿命，降低维护成本
交通运输、船舶海工	轻量化、节能减排，提升强度与耐海水腐蚀性
电力及新能源	风电/光伏/核电关键材料，支撑绿色能源发展
航空航天与军工	高温合金、装甲、弹药核心材料，被誉为“战争金属”
高端制造（医、半、电）	医学影像、半导体电极、新型电池等，不可替代

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2023 年全球钼终端应用领域分布情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

供给端，26 年全球钼金属供给量预计为 31.70 万吨，持续偏紧。从储量来看，全球钼资源储量丰富但分布高度集中。据美国地质调查局（USGS）数据，2025 年全球钼金属储量约 1700 万吨，其中中国以 780 万吨储量占比约 45.88%，位居全球第一。从产量来看，2025 年全球钼矿产量约 30.51 万吨，同比基本持平，其中中国钼产量 9.7 万吨，同比-11.82%，占全球总产量的 37.31%。从供给结构看：全球钼供给呈现显著刚性，海外矿山多为铜钼伴生矿，近年受矿石品位下滑、大型新增矿项目稀缺、开采难度加大等因素制约，供给扩张乏力；同时钼矿山建设周期较长，短期行业增量主要依赖在产矿山

改扩建，新增产能有限。2026 年全球钼金属供给量我们预计为 31.70 万吨，整体增速温和，供给端持续偏紧。

需求端，钼下游需求以传统产业为基石、新兴产业为增量，增长确定性较强。传统领域中，钼作为特钢核心添加元素，受益于国内钢铁向高端化转型，特钢与不锈钢需求稳步提升；油气行业景气带动含钼合金管道建设需求增长；全球航运复苏推动新造船订单增加，拉动船舶用含钼不锈钢消费。新兴领域方面，新能源汽车渗透率持续提升，轻量化趋势带动高强含钼钢需求快速增长；风电为钼消费最具潜力赛道，长期需求空间广阔；地缘冲突与国防现代化建设持续推进，军工与航空航天领域为钼提供刚性需求支撑。多重驱动下，钼需求有望保持持续增长。2023 年受历史高位钼价与全球经济复苏缓慢共同抑制，下游需求有所走弱，缺口小幅收窄至 0.11 万吨；2024 年需求显著回升，供需缺口进一步扩大至 0.39 万吨，凸显供给刚性约束下的紧平衡格局；2025 年钼行业供需紧平衡持续；2026 年随下游需求进一步扩大，全球钼消费需求有望进一步提升。

表 9：2020-2025 年全球钼供需平衡

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球钼总产量（万吨）	27.32	26.37	26.21	28.46	29.02	30.51
全球钼消费量（万吨）	24.76	27.86	28.64	28.57	29.41	30.47
过剩（万吨）	2.56	-1.49	-2.44	-0.11	-0.39	0.04

数据来源：IMO A，东吴证券研究所

下游需求拉动，供给紧缺，钼精矿价格呈稳步上涨趋势。2025 年钼精矿价格从 3605 元/吨上涨 4.4%至 3765 元/吨；2025 年末至 2026 年 3 月价格大幅抬升 17.8%至 4435 元/吨。短期来看，钼价或随钢铁行业季节性需求变化有所震荡；中长期看，在风电、新能源汽车、军工等高端需求持续拉动下，叠加供给端扩张乏力的约束，钼价有望维持高位运行，行业景气度具备较强支撑，我们预计钼价呈现稳步上涨趋势。

图 15：2022 年中至今 45%-50%钼精矿价格



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.2. 国内格局：资源集中度提升，头部企业主导行业发展

我国钼资源与供给呈现显著的区域集中特征，核心产区主导全国供给。国内钼矿资源主要集中于河南、内蒙古、黑龙江、吉林、陕西及河北等地，2024 年上述省份钼精矿产量合计 23.70 万吨，占国内总产量的 80.50%；其中河南省产量 8.63 万吨，占比达 29.33%，位居全国首位。从核心矿山看，栾川龙宇、鹿鸣矿业、洛阳钼业等企业旗下大型矿山证载规模领先，国内钼矿供给高度集中于少数大型企业。

表 10：我国主要在产钼矿山生产规模情况（2024 年）

矿山名称	位置	采矿权人	开采方式	证载规模（万吨/年）
栾川龙宇钼业有限公司南泥湖钼矿	河南省洛阳市栾川县	栾川龙宇钼业有限公司	露天 / 地下开采	1,650
黑龙江省铁力市鹿鸣钼矿	黑龙江省铁力市	伊春鹿鸣矿业有限公司	露天 / 地下开采	1,500
洛阳栾川钼业集团股份有限公司三道庄钼矿	河南省洛阳市栾川县	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	露天开采	990
吉林天池钼业有限公司季德钼矿	吉林省舒兰市	吉林天池钼业有限公司	露天开采	825
金堆城钼业股份有限公司金堆城钼矿	陕西省渭南市	金堆城钼业股份有限公司	露天开采	680
金堆城钼业汝阳有限责任公司东沟钼矿	河南省洛阳市汝阳县	金堆城钼业汝阳有限责任公司	露天开采	660
内蒙古国城实业有限公司内蒙古卓资县大苏计钼矿	内蒙古自治区乌兰察布市卓资县	内蒙古国城实业有限公司	露天开采	500
吉林大黑山钼业股份有限公司	吉林省吉林市永吉县	吉林大黑山钼业股份有限公司	露天开采	446
洛阳富川矿业有限公司上房沟钼矿	河南省洛阳市栾川县	洛阳富川矿业有限公司	露天开采	165

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

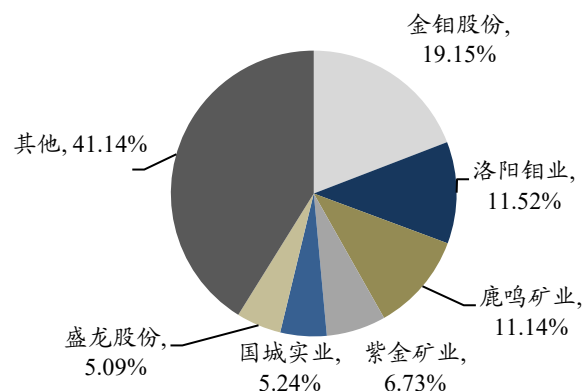
我国钼行业企业格局高度集约化，头部企业壁垒突出。钼矿开发属于资本密集型、资源依赖型产业，行业准入门槛较高，全国具备一定生产规模的钼矿山企业约 20 家，竞争格局趋于稳定，内部竞争压力相对较小。其中，金钼股份、洛阳钼业、鹿鸣矿业等国内核心钼金属生产企业，2024 年钼金属产量分别达 2.56、1.54、1.49 万吨，头部产能优势突出。金钼股份、洛阳钼业等已延伸至下游深加工环节，基本不对外出售钼精矿，进一步强化行业壁垒。2023-2024 年我国钼金属产量分别为 12.78、13.37 万吨，国城实业市场份额分别为 6.42%、5.24%，是国内重要的钼精矿供应商之一。

图16：国内主要钼企产量情况

公司	2023年钼金属产量（万吨）	2024年钼金属产量（万吨）
金钼股份	2.3	2.56
洛阳钼业	1.56	1.54
鹿鸣矿业	1.5	1.49
紫金矿业	0.8	0.9
国城实业	0.82	0.7
盛龙股份	0.71	0.68

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2024 年国内主要钼企产量市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 钼业务：收购优质钼矿，构建第二成长曲线

3.2.1. 收购概况：布局大苏计钼矿，切入高景气钼赛道

以现金收购内蒙古国城实业，核心资产为大苏计钼矿。国城矿业以现金 31.68 亿元，收购控股股东国城集团持有的内蒙古国城实业 60%股权。标的资产的核心为大苏计钼矿，这是公司正式布局钼行业、打造第二成长曲线的关键举措。本次交易构成重大资产重组与关联交易，不构成重组上市，交易定价基于 2025 年 6 月 30 日的评估结果，对应股权评估值 56.70 亿元，增值率 156.40%。本次收购总价款为 31.68 亿元，资金由自有资金与银行并购贷款共同支撑，其中并购贷款占比 60%。

收购落地将优化公司业务结构，切入高景气赛道。在此之前，公司业务主要聚焦于锌、铅、铜等多金属采选。通过本次收购，公司新增钼精矿这一核心产品，获得大苏计钼矿这一优质在产资产。目前全球钼市场处于供需紧平衡状态，价格维持高位运行，公司借此机会顺利进入该高景气赛道，有望显著优化收入结构、提升盈利规模及抗周期波动能力。

表 11：国城矿业收购国城实业 60%股权的交易基本情况

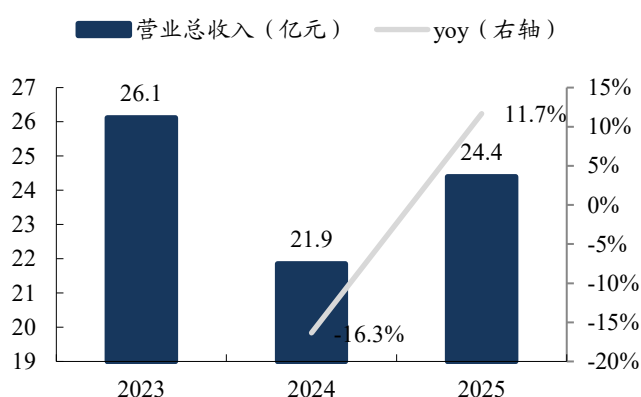
交易标的	基准日	评估方法	100%股权评估结果（万元）	增值率	本次拟交易的权益比例	交易价格（万元）
国城实业 60% 股权	2025 年 6 月 30 日	资产基础法	567,021.68	156.40%	60%	316,800.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

收购大苏计钼矿直接增厚公司盈利，显著提升业绩弹性与抗周期能力。大苏计钼矿是公司目前最大的单一盈利资产，由国城实业运营。国城实业 2023/2024/2025 年分别实

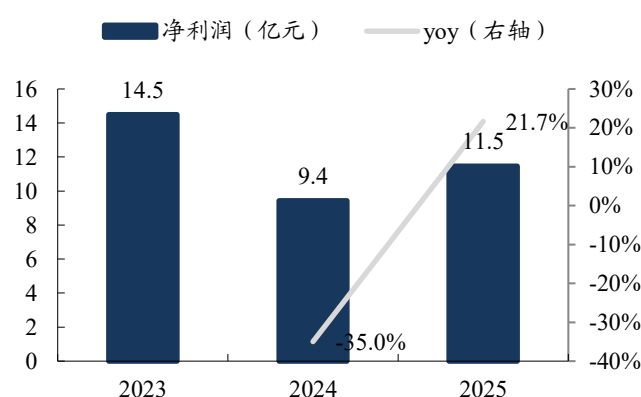
现总营收 26.12/21.85/24.40 亿元，2024/2025 年同比-16.3%/+11.7%；2023/2024/2025 年分别实现净利润 14.5/9.4/11.5 亿元，2024/2025 年同比-35.0%/+21.7%，随 2025 年钼价进一步上涨，有望进一步贡献业绩增量。大苏计钼矿作为优质在产钼矿，品位高、开采成本低，当前全球钼市场供需紧平衡、价格处于历史高位区间，钼价中枢具备强支撑，矿山达产稳定后可持续贡献营收和利润，弥补国城矿业原有锌、铅、铜等业务的周期波动短板，同时国城实业资产盈利性稳健，纳入并表范围后有望快速改善公司整体盈利能力。

图18：2023-2025 年国城实业营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：2023-2025 年国城实业净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大苏计钼矿资源储量充足、品位突出，资源优势明显。截至 2025 年 12 月 31 日，矿区备案保有矿石量 12,372.80 万吨，钼金属量 144,836 吨，平均品位 0.117%，显著高于国内行业平均水平，开采成本优势突出。公司坚持边采边探、资源增储，矿区整体查明资源规模可观，后续资源潜力与开发价值提升空间充足。

图20：大苏计钼矿核心资源储量指标

指标	数值
备案保有矿石量	12,372.80 万吨
备案钼金属量	144,836.00 吨
平均品位	0.117%
累计查明钼金属量	424,163 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大苏计钼矿现有产能稳定，扩产规划明确，未来产能规模有望跻身国内第一梯队。截至 2025 年末，矿山证载产能 500 万吨/年，运行成熟；公司正推进采矿权变更，拟将

产能提升至 800 万吨/年，扩产手续无实质性障碍。待 800 万吨/年改扩建落地后，处理规模将进一步提升，产量增长确定性强，有望跻身国内钼矿山产能前列，为业绩释放提供强劲支撑。

图21：大苏计钼矿产能规划情况（截至 2025 年末）

项目	内容
现有证载产能	500 万吨/年
规划产能	800 万吨/年
扩产工作	采矿权变更手续办理中
审批情况	无实质性障碍
生产状态	在产，实际产量超证载规模

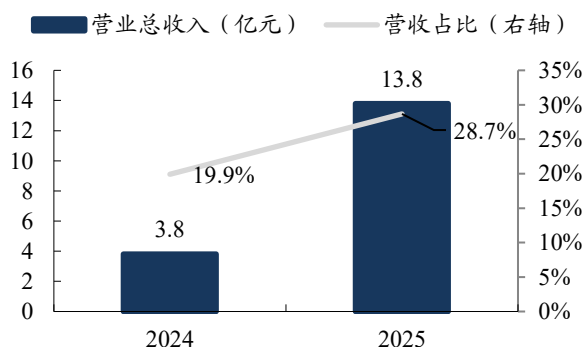
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 基本盘：传统业务稳健，锌矿与钛白粉支撑经营基本盘

4.1. 钛白粉业务：优质白色颜料刚需突出，业务营收有望持续改善

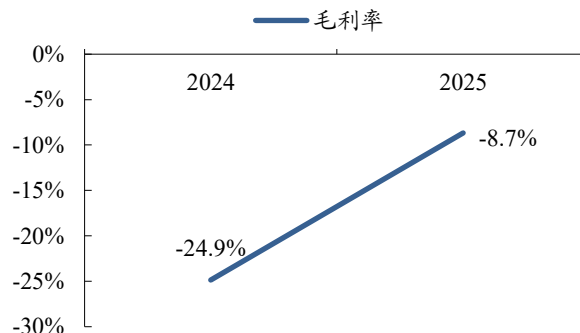
2024-2025 年，公司钛白粉业务完成从投产爬坡到规模放量。核心子公司国城钛业 2024/2025 年分别实现净利润-2.61 亿元、-2.43 亿元，亏损随产能利用率提升呈收窄态势。2024 年公司钛白粉业务投产，24 年实现营收 3.8 亿元，占公司总营收比重的 19.9%。受行业周期低迷、产品价格承压、产能利用率偏低及原材料成本较高等因素影响，钛白粉业务阶段性亏损，2024 年毛利率为-24.9%。2025 年，随产能利用率提升、产销规模扩大、单位成本摊薄及行业价格企稳，钛白粉业务盈利状况显著修复，营收同比提升 263% 至 13.8 亿元，占总营收比重的 28.7%，毛利率同比收窄 16.2pct 至-8.7%，亏损大幅缩减。未来我们预计规模效应与循环经济降本效应将逐步显现，有望实现盈亏平衡并贡献利润。

图22：2024-2025 年国城矿业钛白粉业务营收及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

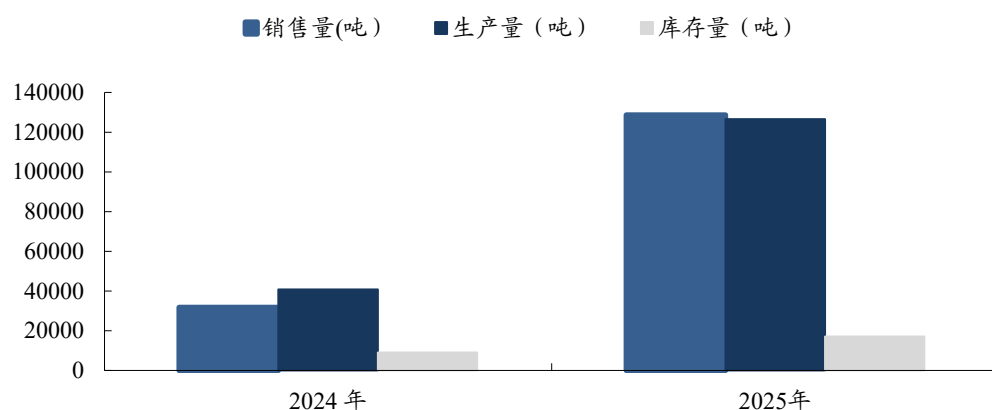
图23：2024-2025 年国城矿业钛白粉毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司依托硫钛铁资源循环综合利用项目开展生产，采用硫酸法工艺，以硫铁矿为原料自产硫酸，配套生产次铁精粉，再利用硫酸与钛精矿生产钛白粉及副产品，形成“尾矿—硫酸—钛白粉”一体化闭环，原料自给与副产品协同显著降低综合成本，为业务长期盈利修复奠定工艺与资源基础。项目设计产能 20 万吨/年，2025 年处于产能爬坡与工艺优化阶段，2025 全年钛白粉产量 13.7 万吨，同比+235.3%；销量 12.9 万吨，同比+304.9%，产销衔接顺畅，销售渠道进一步拓展至涂料、塑料、造纸等核心下游领域，客户结构持续优化。

图24：国城矿业钛白粉产销量及库存量

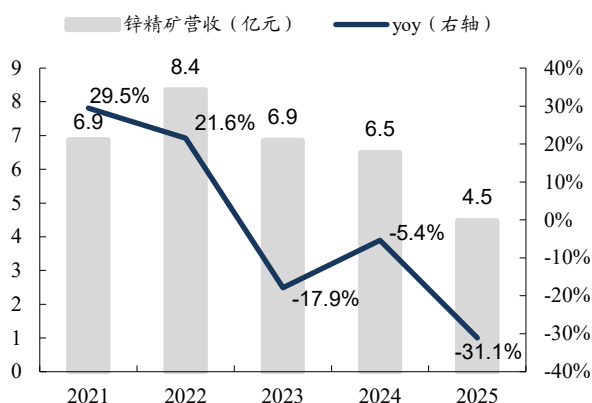


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 锌精矿业务：优质矿山稳产增效，贡献稳健现金流

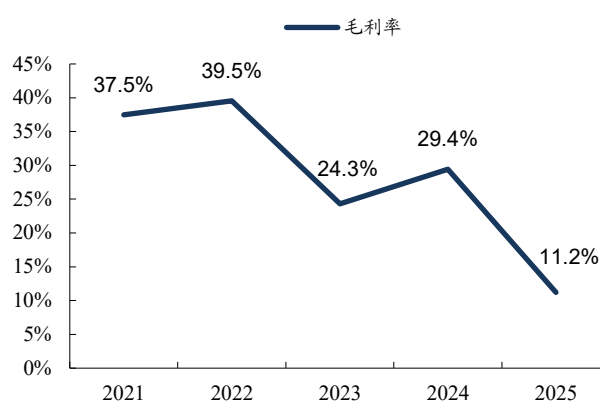
公司业务结构调整，锌精矿业务作为传统核心主业规模有所缩小。核心子公司东升庙矿业（东矿）是公司的现金流支柱，2021-2025 年分别实现净利润 3.65/3.36/2.20/2.30/1.08 亿元，2025 年盈利随资源量调整及单价波动有所下降，但仍维持正向现金贡献。锌精矿作为国城矿业有色金属采选传统核心业务，依托资源优势与成熟运营，业务保持正向盈利，为公司整体业绩提供重要支撑。2022-2025 年以来，国城矿业锌精矿业务规模逐渐缩窄。2025 年锌精矿实现营收 4.5 亿元，同比-31.1%，占公司总营收比重的 9.3%，毛利率 11.2%，同比-18.2pct。尽管公司锌精矿营收规模随业务结构调整、价格与产销节奏波动影响，但业务现金流稳健，与钛白粉业务共同形成传统业务基本。

图25: 国城矿业锌精矿业务营收及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

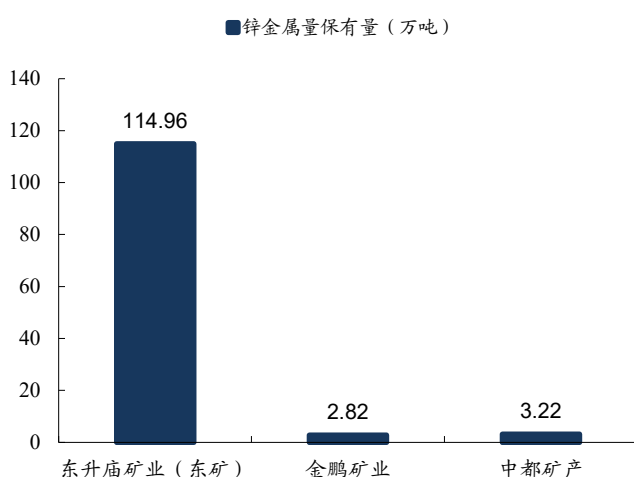
图26: 国城矿业锌精矿业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

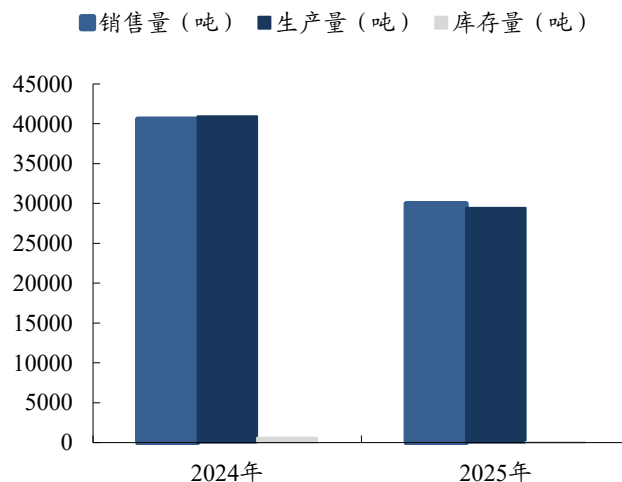
公司锌精矿业务依托东升庙矿业（东矿）、金鹏矿业、中都矿产等主力矿山运营，锌资源储备充足、采选体系成熟。截至2025年12月31日，国城矿业下属三家子公司合计保有锌金属量121万吨，其中东矿作为核心产能基地，采矿权内保有锌金属量114.96万吨，占比约95%，采选规模稳步提升；金鹏矿业、中都矿产分别保有锌金属量2.82、3.22万吨。各矿山均伴生银、硫等资源，其中东矿伴生银金属量达1380吨，资源综合利用效应显著，有效摊薄采选成本，成本优势突出。公司锌精矿产能稳定释放，生产工艺成熟，产销长期保持顺畅，为公司提供持续现金流支撑。

图27: 2025年末国城矿业各矿山锌金属保有量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28: 2024-2025年国城矿业锌精矿产销量及库存量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营收 54.6/60.9/65.7 亿元，同比+13.7%/+11.5%/+7.9%，毛利率 44.3%/44.5%/44.5%，归母净利润 15.2/23.8/32.1 亿元，同比+41.3%/+56.4%/+35.0%。分业务来看：

图29：国城矿业主营产品

国城矿业	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4103	4806	5462	6087	6571
yoy	243%	17%	14%	11%	8%
营业成本（百万元）	1382	2872	3043	3380	3650
毛利润（百万元）	2721	1934	2419	2707	2921
毛利率	66%	40%	44%	44%	44%
1. 锂精矿					
产量（LCE，万吨）			2.5	4.0	8.0
销量（LCE，万吨）			2.5	4.0	8.0
收入（百万元）			3540	4956	9204
毛利率			69%	64%	62%
毛利润（百万元）			2434	3186	5664
2. 钼精矿					
产量（万吨）		0.75	0.80	0.90	0.90
销量（万吨）		0.73	0.80	0.90	0.90
收入（百万元）		2,440	2,813	3,164	3,164
毛利率		70.33%	72.98%	72.98%	72.98%
单吨毛利（万/吨）		23.55	25.66	25.66	25.66
毛利润（百万元）		1716.03	2052.67	2309.25	2309.25
3. 钛白粉					
产量（万吨）	4.07	13.66	15.00	17.00	19.00
销量（万吨）	3.18	12.86	15.00	17.00	19.00
收入（百万元）	382	1,378	1,607	1,821	2,239
毛利率	-24.86%	-8.67%	0.00%	0.00%	8.00%
毛利润（百万元）	-94.87	-119.46	0.00	0.00	179.12
3. 锌精矿					
产量（万吨）	4.06	2.95	3.00	3.00	3.00
销量（万吨）	4.10	3.00	3.00	3.00	3.00
收入（百万元）	649	448	448	448	448
毛利率	29.40%	11.21%	11.21%	11.21%	11.21%
毛利润（百万元）	190.91	50.19	50.19	50.19	50.19

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

锂精矿业务：大电芯降本驱动需求，权益法核算下盈利弹性进入爆发期。公司通过持有金鑫矿业 48% 股权布局锂矿赛道。受下游储能规格向 500Ah+大电芯升级驱动，系统成本约下降 10%（对应 4 分/Wh 降幅），显著提升下游对碳酸锂 18 万元/吨价格的承

受力，我们判断未来三年锂价中枢将稳固在 15-18 万元/吨。随马尔康党坝 500 万吨/年采选手续推进，我们预测公司销量为 2.5/4.0/8.0 万吨 LCE。受限于目前尚未并表，公司按 48% 权益口径确认投资收益，预计 2026-2028 年贡献投资收益分别为 8.3/10.4/18.0 亿元。若未来集团持有约 25% 股权注入实现控股并表，锂业务对归母净利贡献将实现二次跃升。

钼矿业务：资源禀赋构筑成本护城河，全额控股后利润贡献更趋稳健。大苏计钼矿作为公司核心盈利底座，平均品位 0.117% 显著优于行业均值，净利率长期维持在 47% 左右。随采选产能由 500 万吨向 800 万吨/年改扩建，钼金属产量有望提升至 8000-9000 吨量级。单价方面，我们预计 2026-2028 年钼精矿（45%）不含税单价维持在 35.16 万元/吨，主因是国内矿山扩产受环保及安监限制，供给刚性强，且受特钢、军工等高端制造需求支撑，价格中枢具备韧性。我们预计 2026-2028 年销量每年为 0.8/0.9/0.9 万吨，对应收入分别为 28.1/31.6/31.6 亿元，毛利率将持续稳定在 73% 左右，为公司转型提供充沛的现金流支撑。

钛白粉业务：循环经济闭环降本，亏损持续收窄有望于 2028 年扭亏。国城钛业依托尾矿、硫酸、钛白粉一体化循环工艺，有效对冲了行业周期波动的压力。2025 年亏损已收窄至 -2.43 亿元，随 20 万吨/年项目产销规模放量，规模效应将进一步稀释折旧与运营成本。预计 2026-2028 年实现收入 16.1/18.2/22.4 亿元，毛利率预计从 2025 年的 -8.7% 逐步修复至 0%。根据我们测算，该板块有望于 2028 年正式实现扭亏为盈，从业绩拖累项转变为利润贡献项。

传统主业及其他：核心矿山经营稳健，夯实公司经营基本盘。传统支柱东升庙矿业（东矿）采选工艺成熟，预计 2026-2028 年钨精矿收入稳定在 4.5 亿元左右，毛利率维持在 11.2% 左右。叠加铅、铜、硫及贸易业务贡献的年均 6-7 亿元收入，传统板块整体经营稳健，在支撑公司日常经营现金流的同时，与资源端成长业务形成良好的估值互补。

5.2. 投资评级

我们选取具备资源属性与成长性的有色金属公司作为可比公司，对国城矿业进行估值。行业 2026 年平均 PE 约 19 倍，公司 36 倍 PE 估值高于均值。主因是大苏计钼矿 47% 的净利率水平显著高于同业，且锂矿业务处于产销量爆发期，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润复合增速超过 40%，盈利质量与成长性优于传统采选企业。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 15.2/23.8/32.1 亿元，同比+41.3%/+56.4%/+35.0%。考虑钼价中枢维持高位、钨精矿项目持续放量，叠加钛白粉业务盈利修复，公司整体盈利具备较强向上弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图30：国城矿业可比公司估值表（截至 2026 年 4 月 28 日）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE				评级	来源
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E		
可比公司													
601958.SH	金钼股份	600	19	31.55	36.58	38.65	42.22	19	16	16	14	未评级	Wind
002240.SZ	盛新锂能	467	51	-8.88	20.82	25.24	30.85	-53	22	19	15	买入	东吴
002738.SZ	中矿资源	603	84	4.58	33.23	41.88	48.14	132	18	14	13	买入	东吴
平均值								33	19	16	14		
000688.SZ	国城矿业	544	46	10.76	15.21	23.79	32.12	51	36	23	17	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

价格波动风险：公司盈利对钼、锂等有色金属价格敏感度较高，若宏观经济走弱或全球流动性收紧导致大宗商品价格回落，钼价及锂价中枢下行，可能对公司整体盈利能力产生不利影响。

需求不及预期：公司产品需求主要来自新能源、化工及有色金属下游领域，若终端需求增长不及预期或政策支持力度减弱，可能导致行业景气度回落，从而影响公司产品出货及价格水平。

项目放量不及预期：公司锂精矿、钼精矿等项目仍处于产能爬坡阶段，若产能释放节奏低于预期或资源品位、回收率不及预期，可能影响业务放量进度及盈利兑现。

国城矿业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,155	6,900	9,317	9,487	营业总收入	4,806	5,462	6,087	6,571
货币资金及交易性金融资产	907	5,616	7,756	7,903	营业成本(含金融类)	2,872	3,043	3,380	3,650
经营性应收款项	670	696	680	813	税金及附加	292	317	353	381
存货	475	469	546	567	销售费用	12	13	14	15
合同资产	0	0	0	0	管理费用	264	284	304	315
其他流动资产	103	120	336	203	研发费用	42	44	49	53
非流动资产	8,976	10,482	12,162	13,597	财务费用	154	188	180	142
长期股权投资	1,285	1,285	1,285	1,285	加:其他收益	4	5	12	13
固定资产及使用权资产	4,638	5,694	7,499	8,676	投资净收益	794	832	1,043	1,797
在建工程	1,421	1,493	1,537	1,963	公允价值变动	(9)	0	0	0
无形资产	1,075	1,282	1,114	946	减值损失	(46)	(30)	(30)	(3)
商誉	0	6	6	6	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	226	226	226	226	营业利润	1,914	2,381	2,832	3,822
其他非流动资产	331	494	494	494	营业外净收支	(52)	(25)	(5)	(5)
资产总计	11,131	17,382	21,479	23,084	利润总额	1,863	2,356	2,827	3,817
流动负债	4,336	4,746	5,853	5,528	减:所得税	328	353	424	573
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,621	1,730	1,780	1,780	净利润	1,534	2,003	2,403	3,244
经营性应付款项	1,350	1,550	1,901	1,876	减:少数股东损益	458	482	24	32
合同负债	64	109	204	146	归属母公司净利润	1,076	1,521	2,379	3,212
其他流动负债	1,301	1,356	1,968	1,726	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.91	1.28	2.01	2.71
非流动负债	3,405	7,452	7,652	7,652	EBIT	1,296	2,544	3,007	3,958
长期借款	2,280	6,280	6,480	6,480	EBITDA	1,817	3,583	4,327	5,523
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.24	44.28	44.47	44.45
租赁负债	35	35	35	35	归母净利率(%)	22.40	27.85	39.08	48.88
其他非流动负债	1,091	1,138	1,138	1,138	收入增长率(%)	17.13	13.65	11.45	7.94
负债合计	7,742	12,198	13,506	13,180	归母净利润增长率(%)	138.48	41.30	56.40	35.01
归属母公司股东权益	2,602	3,914	6,679	8,577					
少数股东权益	788	1,270	1,294	1,326					
所有者权益合计	3,390	5,183	7,973	9,903					
负债和股东权益	11,131	17,382	21,479	23,084					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,093	2,705	3,758	2,966	每股净资产(元)	2.20	3.30	5.64	7.24
投资活动现金流	1,080	(1,737)	(1,962)	(1,208)	最新发行在外股份(百万股)	1,185	1,185	1,185	1,185
筹资活动现金流	(1,555)	3,741	(382)	(756)	ROIC(%)	14.26	21.04	17.33	19.52
现金净增加额	618	4,709	1,413	1,001	ROE-摊薄(%)	41.38	38.87	35.62	37.44
折旧和摊销	521	1,039	1,320	1,565	资产负债率(%)	69.55	70.18	62.88	57.10
资本开支	(887)	(2,406)	(3,005)	(3,005)	P/E (现价&最新股本摊薄)	50.51	35.75	22.86	16.93
营运资本变动	(375)	235	750	(351)	P/B (现价)	20.90	13.89	8.14	6.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责及评级说明部分



免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>