仅供内部参考，请勿外传

钨钼产业支撑，稀土及电池材料协同发展

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-10	-33	72
绝对收益	-13	-44	69

注：相对收益与沪深 300 指数相比

分析师： 王攀
证书编号： S0500520120001
Tel： (8621) 50293524
Email： wangpan2@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路 88 号中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

❑ 背靠福建国资，专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心产业

公司成立于 1958 年，由福建国资控股，控股股东为福建省稀有稀土(集团)有限公司。公司经历转产、改制上市、三业布局和聚焦分拆等阶段，逐步建立起覆盖钨钼、稀土及能源新材料三大板块的业务体系，主要产品包括仲钨酸铵（APT）、钨粉、硬质合金、钨丝、钼丝、稀土氧化物、贮氢合金粉、发光材料、稀土磁性材料、锂电池正极材料等。公司是国内钨钼材料、稀土、新能源材料行业的领先企业，在钨和稀土行业已构建相对完整的产业链。

❑ 公司营收规模波动上行，业绩持续增长，盈利能力持续回升，运营能力不断优化，钨钼业务贡献公司主要利润

公司营收长期波动上行，2016-2025 年从 85.28 亿元增加到 462.65 亿元，年均复合增速 20.67%；归母净利润持续增长，从 1.47 亿元增加到 23.09 亿元，年均复合增速 27.41%。2026H1 公司主要产品销量增加、价格上涨，实现营收 350.14 亿元，同比增长 81.70%；实现归母净利润 22.01 亿元，同比增长 127.04%。

2023 年以来公司盈利能力触底回升，2026H1 公司毛利率及净利率提升明显。近年来公司深耕制造降本，费率持续优化。

从营收结构看，公司钨钼业务及电池材料业务营收占比八成以上，稀土业务营收份额相对稳定。从毛利结构看，钨钼业务毛利相对较高，是公司利润的主要来源。

❑ 钨整体供需紧平衡格局不改，公司持续完善钨资源储备和深加工高价值两端闭环

国内政策持续收、国际钨资源战略博弈升级、矿山资源禀赋下降导致成本不断提升等多重因素令钨中长期供给端约束明显加强，需求端传统领域相对稳定、新兴领域应用扩展及快速增长拉动钨消费整体向上，钨价中枢中长期有望保持高位，整体供需紧平衡格局不改。

公司钨产业具备突出的一体化布局优势，同时凭借独特的绿色钼冶炼技术和国际先进的钼粉末加工技术居于全球钼产业链前列。

公司多举措并举扩充资源储备，在产矿山深部勘查增储与再生钨资源利用提供短期保障、博白巨典项目建设稳步推进，有望成为中期钨矿增量来源，公司并购九江大地和江西巨通大湖塘钨矿股权大幅增加钨矿资源远期储备。

近年来布局附加值高的钨深加工领域，令公司在细分环节稳居领先地位，公司持续向新兴高端领域拓展，将有望继续在 PCB 钻针用硬质合金棒材、高端切削刀具、先进电子材料以及高纯钨粉等占据先发优势。

钨矿增储和深加工重点产能建设在产业链高价值两端形成闭环，有望推动钨钼板块业绩持续释放。

❑ 稀土板块与电池材料板块协同发展

稀土领域，公司通过战略参股+联合开发布局稀土矿山开采及冶炼分离，

仅供内部参考，请勿外传

自主开发高附加值稀土深加工业务及下游应用，形成了较为完整的稀土深加工产业链，且已经具备了稀土资源回收的业务能力，是稀土行业深加工比例高、产业链全、极具综合竞争力的企业。电池材料领域，公司依托厦钨新能上市平台，坐稳钴酸锂龙头地位，氢能材料细分领域行业领先，磷酸铁锂材料形成差异化竞争优势，稳步推进锂电材料前沿技术开发。稀土和电池材料有望持续协同钨钼板块发展，增强公司抗风险能力。

❑ 投资建议

供给约束、传统领域需求稳定、高端及新兴领域钨材需求增长确定，钨价中长期中枢有望维持高位。公司多举措不断提升矿端资源自给率，同时多领域布局深加工钨材业务，聚焦产业链高价值环节，多个重点项目未来两三年内建成投产将推动公司盈利规模持续增长。在稀土板块，公司战略参股+联合开发布局稀土矿山开采及冶炼分离，自主开发高附加值稀土深加工业务及下游应用；在电池材料板块，公司依托厦钨新能上市平台，坐稳钴酸锂龙头地位，氢能材料细分领域行业领先，磷酸铁锂材料形成差异化竞争优势，稳步推进锂电材料前沿技术开发，两大板块将持续协同发展。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 715.53 亿元、836.75 亿元和 956.53 亿元，同比分别增长 54.66%、16.94%、14.31%；归母净利润分别为 49.09 亿元、59.76 亿元、76.73 亿元，同比分别增长 112.55%、21.75%、28.39%。对应 2026 年 9 月 24 日收盘价，市盈率分别为 15.17、12.46、9.70 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

❑ 风险提示

钨、稀土及锂电材料产业链价格波动风险，政策变动风险，需求不及预期风险，宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，产能建设不及预期风险。

公司 2026 年业绩预测对钨钼板块营收变动相对敏感。经敏感性测试，公司钨钼板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 1.35%；公司稀土板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 0.11%；公司钨钼板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 0.35%。公司业绩对钨钼板块营收变动更为敏感。

公司 2026 年业绩预测对钨钼板块及电池材料毛利率变动敏感。经敏感性测试，公司钨钼板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 3.72%；公司稀土板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 1.13%；公司钨钼板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 3.7%。公司业绩对钨钼板块及电池材料板块毛利率敏感。

财务预测	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	462.65	715.53	836.75	956.53
同比	31.45%	54.66%	16.94%	14.31%
归母净利润（亿元）	23.09	49.09	59.76	76.73
同比	33.65%	112.55%	21.75%	28.39%
毛利率	17.90%	21.15%	20.02%	21.40%
ROE	13.43%	23.62%	23.82%	25.13%
每股收益（元）	1.45	3.09	3.76	4.83
PE	32.24	15.17	12.46	9.70
EV/EBITDA	15.59	9.81	7.90	6.68

资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 背靠福建国资，专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心产业.....3
2 公司财务分析.....7
3 钨中长期供需紧平衡格局不改.....11
3.1 钨供给受多重因素约束.....11
3.1.1 全球钨增量有限，我国钨储量占据优势地位.....11
3.1.2 多重因素约束钨矿供给.....12
3.1.3 政策收紧加剧供给压力.....15
3.2 钨传统需求稳健托底，新兴领域拉动整体需求向上.....17
3.2.1 硬质合金是钨主要消费领域.....17
3.2.2 我国钨消费全球占比大幅提升.....18
3.2.3 国内钨消费持续增长.....19
3.2.4 钨传统需求有望稳健托底.....21
3.2.5 新兴领域需求成为增长核心引擎.....23
4 公司钨产业闭环持续完善，稀土及电池材料协同发展.....23
4.1 公司持续完善钨资源储备和深加工高价值两端闭环.....23
4.1.1 公司钨产业链一体化布局完善.....23
4.1.2 加大资源掌控，远期增量可期.....26
4.1.3 深加工产能扩张，新兴领域布局延伸.....29
4.2 稀土板块与电池材料板块协同发展.....31
5 核心假设.....33
6 投资建议.....35
7 风险提示.....35

图表目录

图 1 公司股权结构.....4
图 2 公司营收规模波动上行，2026H1 营收大增.....8
图 3 公司归母净利润持续增长，2026H1 业绩亮眼.....8
图 4 公司毛利率及净利率 2023 年以来触底回升.....9
图 5 公司净经营现金流呈现周期性和较大波动.....9
图 6 公司费率持续优化.....9
图 7 公司分产品收入（亿元）.....10
图 8 公司分产品收入结构.....10
图 9 公司分产品毛利（亿元）.....11
图 10 公司分产品毛利结构.....11
图 11 公司分业务毛利率情况.....11
图 12 全球钨矿储量 2020 年以来稳步上升.....12
图 13 全球钨精矿产量 2017 年以来约束明显.....12
图 14 全球钨矿储量（金属量）占比.....12
图 15 我国贡献全球 80%以上钨矿供给.....13

仅供内部参考，请勿外传

图 16 我国优质钨精矿产量占比持续减少.....13
图 17 我国钨资源分布较为集中.....14
图 18 我国小型钨矿山数量显著减少.....14
图 19 我国钨矿入选品位长期持续下降.....15
图 20 2014-2024 我国钨矿开采总量指标控制情况.....15
图 21 政策趋严下我国钨矿超采率持续下降.....16
图 22 我国钨制品消费结构.....18
图 23 我国下游应用领域用钨结构.....18
图 24 国内钨消费增长快于全球，占比不断提升.....19
图 25 我国钨深加工产品出口量占比持续提升.....19
图 26 国内钨消费量增速提升.....20
图 27 出口管制下我国钨出口量大幅下降.....20
图 28 我国金属切削机床产量当月及累计同比.....21
图 29 我国模具产量当月及累计同比.....21
图 30 我国挖掘机产量当月及累计同比.....21
图 31 我国设备制造业增加值当月及累计同比.....21
图 32 公司钨产业链主要业务及相关布局.....25
图 33 公司钼产业链主要业务及相关布局.....25
图 34 2025 年公司矿石原料成本来源中自供率较低.....26
图 35 公司稀土产业链主要业务及相关布局.....32
图 36 公司新能源材料产业链主要业务及相关布局.....33

表 1 公司发展历程及关键事件.....3
表 2 公司主营业务及产品.....5
表 3 2025 年第一批钨矿开采总量控制指标同比下调.....16
表 4 2026 年上半年下游主要应用行业情况.....20
表 5 2024 年-2026 年 6 月国内钨消费情况.....21
表 6 主要在产矿山储量及规模.....27
表 7 博白巨典在建矿山储量及规模.....27
表 8 昆山钨钼矿资源状况.....28
表 9 大湖塘钨矿主要资源状况.....29
表 10 公司钨钼板块重点项目及进展.....31
表 11 公司核心业务业绩预测.....34

仅供内部参考，请勿外传

1 背靠福建国资，专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心产业

公司历史沿革。公司前身为 1958 年成立的厦门氧化铝厂，1982 年转产钨制品，1984 年更名为厦门钨品厂，1997 年整体改制设立厦门钨业股份有限公司，2002 年在上海证券交易所上市。经历转产、改制上市、三业布局和聚焦分拆等阶段，逐步建立起覆盖钨钼、稀土及能源新材料三大板块的业务体系。

表 1 公司发展历程及关键事件

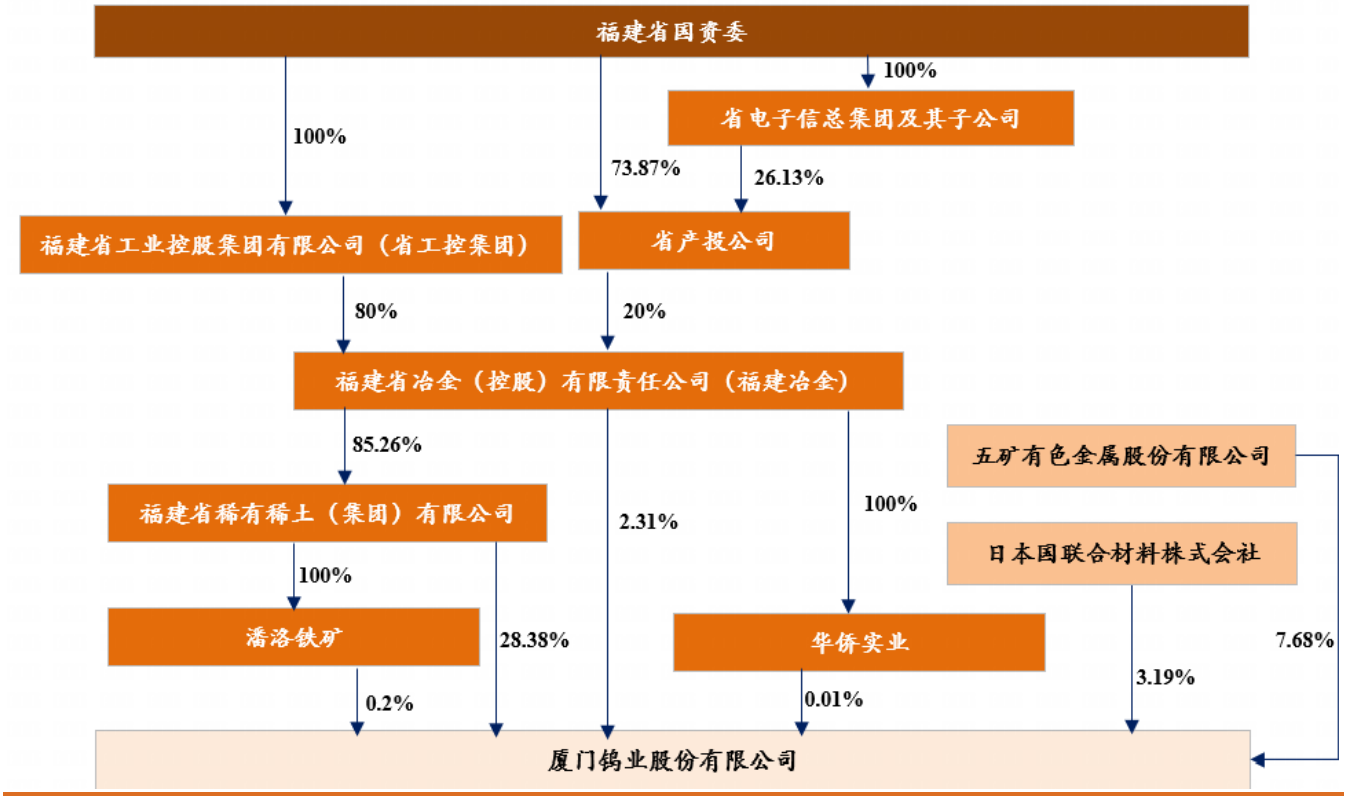
发展阶段	时间	关键事件
起源与转产	1958–1996	1958 年公司前身厦门氧化铝厂成立 1982 年公司开始转产钨制品，1984 年公司更名厦门钨品厂 1989 年公司扩大钨制品规模，并向深加工发展
改制上市	1997-2002	1997 年公司整体改制为厦门钨业股份有限公司； 2002 年 11 月公司在上交所主板上市
三业并进	2003–2020	2002 年公司电池用贮氢合金生产线投产，2003 年切入电池材料领域，2004 年开始锂电正极材料研发，同年钴酸锂产线投产，2009 年公司磷酸铁锂生产线、民用三元材料生产线投产； 2006 年公司进入稀土领域，2009 年进入稀土深加工领域； 2011 年公司在九江、洛阳布局硬质合金深加工业务； 2012 年公司在三明布局稀土、锂电产业，三明厦钨新能源材料有限公司成立，公司车载三元材料生产线投产； 2014 公司成为国家六大稀土企业集团之一，2016 年电池材料事业部分立并独立运行，子公司厦门厦钨新能源材料有限公司成立；
聚焦与分拆	2021-至今	2021 年厦钨新能科创板上市（分拆）； 2021 年 12 月公司以 3.01 亿元收购博白县巨典矿业有限公司 100%股权，获得油麻坡钨钼矿采矿权，并于 2022 年 1 月完成股权交割； 2023 年 9 月与中国稀土集团签署《合作框架协议》，成立合资公司中稀厦钨和中稀金龙共同合作运营公司控制的稀土矿山和稀土冶炼分离产业； 2026 年 4 月完成收购九江大地矿业开发有限公司 69%股权，获得江西省修水县杨师殿铜钼多金属矿详查探矿权及昆山钨钼矿采矿许可证； 2026 年 8 月公司拟收购江西巨通 30.1683%股权，收购完成后将持有江西巨通 31.5166%股权，并将与稀土集团签署《一致行动协议》，成为江西巨通的实际控制人，获得大湖塘钨矿开发建设经营管理权。

资料来源：公司官网、厦钨新能官网、《公司 2021 年年报》、《厦钨新能招股书》、《关于收购江西巨通实业有限公司 30.1683%股权暨关联交易的公告》等、湘财证券研究所

福建国资控股，产业资本入股。公司控股股东为福建省稀有稀土(集团)有限公司，其通过直接和间接持有公司合计 28.4%的股权，同时与福建冶金构成一致行动人。公司间接控股股东为福建省工业控股集团有限公司（省工控集团），实际控制人为福建省国资委。此外，五矿有色金属股份有限公司和日本国联合材料株式会社分别持有公司 7.68%和 3.19%的股权，为公司的产业持股股东，自公司上市以来长期持有公司股权。

仅供内部参考，请勿外传

图 1 公司股权结构

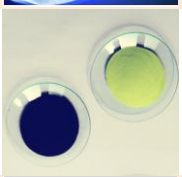
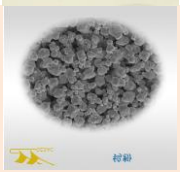
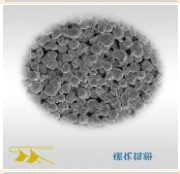
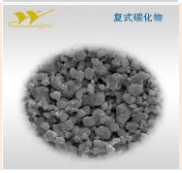


资料来源：《公司 2026 年度第二期超短期融资券募集说明书》、Wind、湘财证券研究所

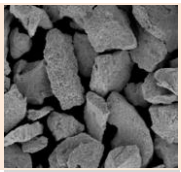
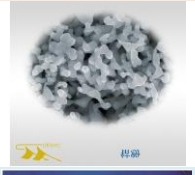
公司专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心产业。公司主营业务包括钨钼材料、稀土、电池材料的研发、生产和销售业务，并兼营房地产开发及配套管理等。公司主要产品包括仲钨酸铵（APT）、钨粉、硬质合金、钨丝、钼丝、稀土氧化物、贮氢合金粉、发光材料、稀土磁性材料、锂电池正极材料等。公司是国内钨钼材料、稀土、新能源材料行业的领先企业，在钨和稀土行业已构建相对完整的产业链。公司是国务院、工信部确定的全国六大稀土企业集团组建单位之一，基本完成了对福建省的稀土资源整合。公司是国内电池材料、稀土磁性材料、发光材料和钼丝材料的重要供应商；据公司《2026 年度第二期超短期融资券募集说明书》，公司贮氢合金粉产品的市场占有率连续三年居我国前列，锂电池正极材料、发光材料和稀土磁性材料在国内占有重要的市场份额。此外，公司还涉及房地产开发及其配套管理等领域。公司持续推进在钨、钼、稀土、锂电正极材料等行业的产业布局，积极扩张钨钼深加工、稀土深加工和能源新材料产业，加快产业链转型升级。

仅供内部参考，请勿外传

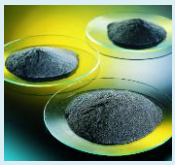
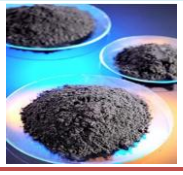
表 2 公司主营业务及产品

业务板块	主要产品	产品图示	应用领域
钨产业	钨精矿		下游产品包括三氧化钨、蓝色氧化钨、钨粉、碳化钨、硬质合金、钨钢、钨条、钨丝等的生产原料。
	仲钨酸铵（APT）		APT 是钨产业链中最重要的中间制品，是生产氧化钨、钨粉、钨材、硬质合金、钨基合金、钨基催化剂等钨制品的主要原料。
	氧化钨		氧化钨主要应用于生产钨粉、碳化钨粉、钨条、钨杆、钨丝、钨基制品、脱硝催化剂、石油催化剂、精细化工、陶瓷及钨基高密度合金等
	钨粉		广泛应用于硬质合金、高比重合金、电子靶材、金刚石工具、电工合金等多个领域。
	碳化钨粉		广泛应用于对硬度和强度要求较高的工业工具、耐磨零部件。如金属切削工具、钻头、耐磨齿、陶瓷合金、电子触头等。
	复式碳化物		主要用于生产硬质合金切削刀具的主要原料。
	棒材		主要用于生产立铣刀、钻头、铰刀等整体合金刀具。这些刀具广泛用于金属加工。
	钨丝		适用于难加工有色金属材料以及非金属材料的加工。 细钨丝主要用于制造各种白炽灯、荧光灯、卤素灯 灯丝和 HID 灯用电极，以及各种发热元器件、真空镀膜加热子、TIG 电极等。其中光伏钨丝是切割硅片的一种金刚线母线，具备高强度、高韧性、可加工极细、使用寿命长和柔软性好等物理性质，能够替代传统碳钢丝。
	整体刀具		产品应用领域涵盖模具行业、3C 行业、航空行业及汽车行业。
	PCB 工具		主要运用于生产印刷线路板加工用的铣刀。

仅供内部参考，请勿外传

	钨合金		超高纯度钨合金做为磁控溅射靶材，广泛应用于半导体芯片及器件制造。
	矿用合金		主要使用在矿山开采、石油钻探、挖路、截煤和城市地下工程等。
	硬质合金刀具		硬质合金刀具因其高硬度、耐磨性和耐热性而广泛应用于多个工业领域。在通用机械加工领域，硬质合金刀具广泛用作车刀、铣刀、刨刀、钻头、镗刀等，用于切削铸铁、有色金属、塑料、化纤、石墨、玻璃、石材等材料。在难加工材料切削领域，硬质合金刀具适用于切削耐热钢、不锈钢、高锰钢、工具钢等材料。在木材加工领域，硬质合金是切削人造板等木质复合材料的主要刀具材料。
	破碎合金		广泛运用于各种耐磨用途，用于做各种磨抛工具，切削刀片等材料。
	钴粉		世界稀缺的战略金属，主要用于制作超硬合金材料（如硬质合金和人造金刚石工具）的关键原料之一。
钼产业	钼丝		主要用于电火花切割、高温炉发热体、电子器件电极和金属添加剂制造。
	端帽组件		主要用于微波炉磁控管阴极的关键部件、电子管与真空高温器件。
	钼电极		主要用于玻璃电熔窑炉中的加热电极，同时也在光伏、稀土、电真空与电光源等领域有重要应用。
	靶材		主要用于半导体制造、平板显示、薄膜太阳能电池和光学镀膜四大领域的栅极材料、接触层和互连导线、电极材料、膜材料等。
	钼坩埚		核心用途是作为高温工业炉中的核心容器，主要用于晶体生长与半导体制造、稀土冶炼、冶金、真空镀膜、航空航天与国防等领域。
	钼棒		用于制高温电热元件、电光源材料、电真空器件和高温结构件等各种钼制品。

仅供内部参考，请勿外传

稀土业务	稀土氧化物		广泛应用于石油、化工、冶金、纺织、陶瓷、玻璃、永磁材料、国防军事等领域。
	稀土金属		用于制造钕铁硼永磁材料，超磁致伸缩合金，光磁记录材料，核燃料稀释剂等。
	荧光粉		应用于液晶显示器背光源、氙灯、节能灯、等离子显示屏等。
	稀土永磁材料		广泛用于风力发电、汽车电驱、家用电器、节能电梯、医疗设备、IT 通讯等各大领域。
新能源材料业务	贮氢合金粉		主要应用于民用镍氢电池以及 HEV 等领域。
	钴酸锂		广泛应用于 3C、手机、数码电池领域以及航模、电动工具等电池的制造。
	三元材料		主要应用于笔记本电脑、手机电池、电动工具、新能源汽车等领域电池制造。
	磷酸铁锂		主要应用于储能电池、电动工具锂电池、电动车锂电池等领域。

资料来源：公司官网、公司 2026 年中报、湘财证券研究所

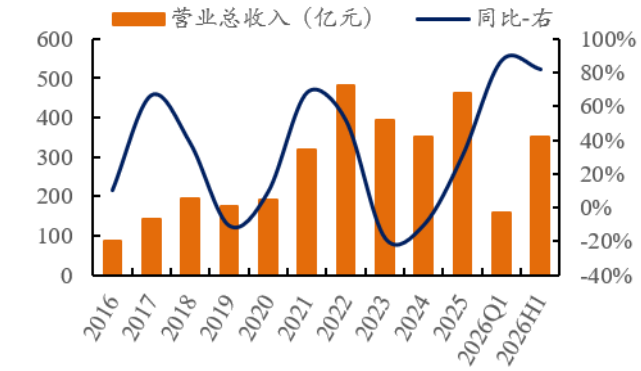
2 公司财务分析

长期来看公司营收波动上行，归母净利润持续增长，2026H1 公司营收及业绩大幅增长。据 Wind 数据，公司 2016-2025 年营收从 85.28 亿元增加到 462.65 亿元，年均复合增速 20.67%；归母净利润从 1.47 亿元增加到 23.09 亿元，年均复合增速 27.41%。2023 年公司新能源材料业务板块受钴酸锂价格大幅下降、三元材料产品在产能扩张而下游需求放缓下量价均大幅下滑等因素影响，收入大幅下滑拖累公司总营收有较大幅度下滑；同期尽管公司业务毛利整体下滑，但在投资受益增加、资产减值及信用减值损失同比大好转的支

仅供内部参考，请勿外传

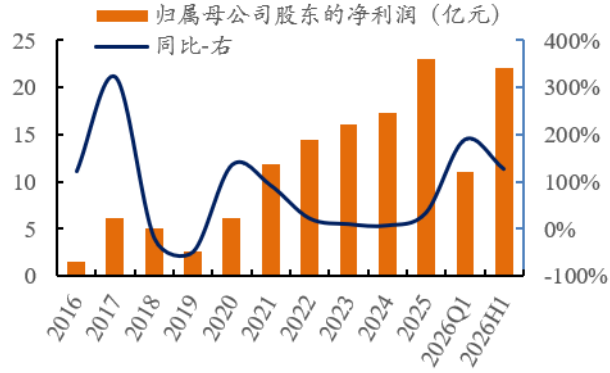
撑下，公司归母净利润仍保持增长。2024 年受稀土材料产品及新能源材料产品价格下降影响，公司营收持续收缩，但产品毛利率回升下公司主营业务板块毛利整体增加，受研发及财务费用控制以及投资收益增加和损益项好转影响，公司归母净利润维持上行。2025 年公司三大板块产品量价齐升带动下，营收快速回升接近 2022 年高点，同时归母净利润与营收同步增长。2026H1 公司营收及业绩在主要产品销量增加、价格上涨的带动下大幅增长，实现营收 350.14 亿元，同比增长 81.70%，增速虽然较 2026Q1 边际回落 5.29pct，但较 2025 年全年边际仍大幅提升 50.91pct；归母净利润 22.01 亿元，同比增长 127.04%，增速较 2026Q1 边际回落 62.1pct，但较 2025 年全年仍大幅提升 92.15pct。

图 2 公司营收规模波动上行，2026H1 营收大增



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 公司归母净利润持续增长，2026H1 业绩亮眼



资料来源：Wind、湘财证券研究所

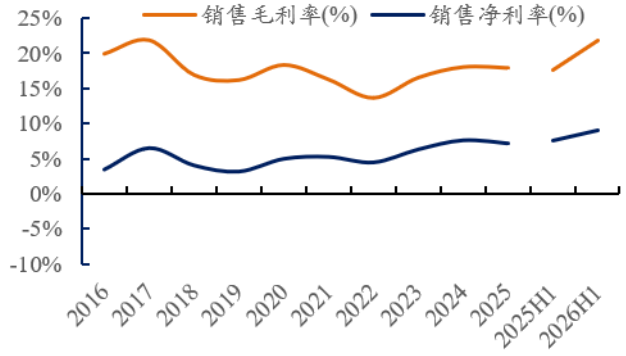
2023 年以来公司盈利能力触底回升，2026H1 公司毛利率及净利率提升明显。2017-2022 年公司毛利率从 21.88%一路下滑至 13.61%，主要是业务结构变化、产品价格波动及原材料成本上涨双重作用，一方面三大主业中毛利率最低的新能源材料业务收入占比持续大幅提升，同时公司钨钼产业链毛利率具有“两端高、中间低”的特征，其内部产品销售占比的变化亦会对毛利率波动产生影响；另一方面是公司主要产品价格波动、成本暴涨下新能源材料特有定价模式下毛利率的被动压缩及钨钼板块产品成本的传导滞后等。2023 年以来公司毛利率总体呈现触底回升趋势，一方面是公司高毛利产品光伏用细钨丝业务的放量，及低毛利板块新能源材料及稀土材料因需求增速放缓导致占比的下降，另一方面是钨价大幅上涨环境下，高毛利的钨钼业务占比提升，公司资源端利润弹性受益，钨产品结构优化后顺价能力强及降本增效的持续推进。公司净利率表现相对平稳，2017-2022 年维持震荡走势，2023 年以来总体维持改善态势。2026H1 公司毛利率及净利率增幅明显，21.83%的毛利率水平已接近近十年高点，9.07%的净利率水平已经创 2017 年以来新高。

公司净经营现金流呈现周期性、波动大特征。公司原材料价格周期性大

仅供内部参考，请勿外传

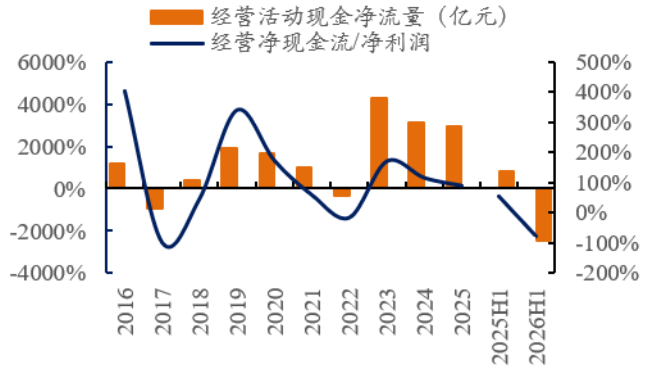
幅波动导致存货采购不同时期资金占用差异较大，同时新能源电池材料业务扩张阶段因毛利低、下游客户集中度高、信用期较长导致经营性应收对营运资金的需求。2023-2025 年公司营收规模阶段性放缓下经营占用资金减少、公司加大应收账款管理，以及高毛利的钨钼板块利润占比持续提升，公司盈利质量改善等因素带动经营净现金流中枢上移。2026 年 H1 公司净经营现金流同比大幅下滑，主要是原材料大幅上涨及公司营收规模扩大导致营运资金占用增加。

图 4 公司毛利率及净利率 2023 年以来触底回升



资料来源：Wind、湘财证券研究所

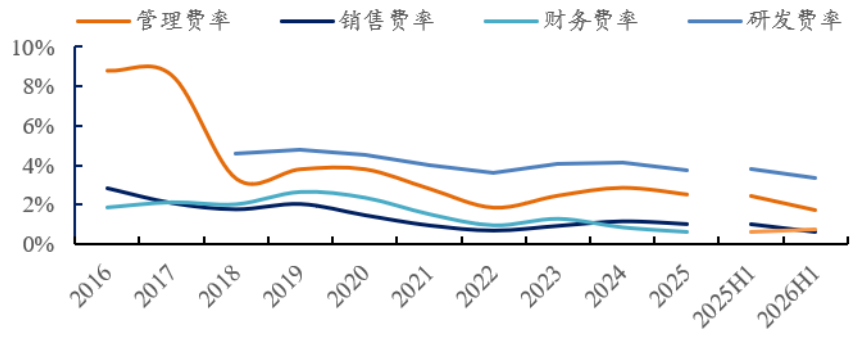
图 5 公司净经营现金流呈现周期性和较大波动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

公司深耕制造降本，费率持续优化。近年来公司持深耕制造降本及数字化运营转型，总体费率呈现下降态势，2018-2025 年公司管理费率、销售费率、财务费率和研发费率分别从 3.32%、1.78%、2.02%和 4.59%逐步下降至 2.25%、1.03%、0.63%和 3.76%。尽管研发费率有所下降，但公司仍保持适度的研发支出，整体费率波动较为平稳。2026H1 公司管理费率、销售费率、财务费率和研发费率分别为 1.71%、0.64%、0.75%和 3.38%，较 2025 年同期变动分别为-0.73pct、-0.36pct、+0.14pct 和-0.45pct，财务费率的增加主要由于汇兑损失大幅增加。

图 6 公司费率持续优化



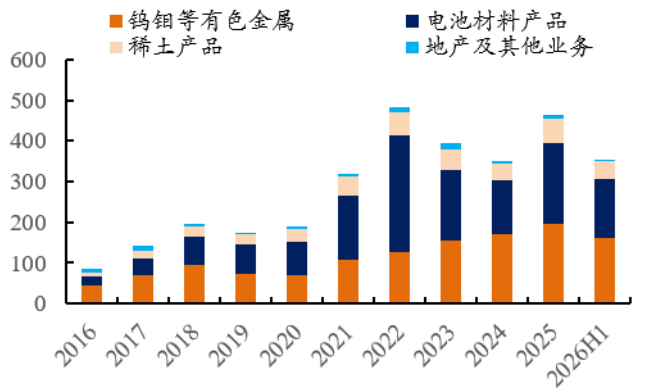
资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

钨钼业务及电池材料业务营收占比八成以上，稀土业务营收份额相对稳定。公司当前营收主要由钨钼业务及电池材料业务贡献，据 Wind 数据，2025 年公司钨钼等有色金属、电池材料营收规模分别为 196.32 亿元和 198.13 亿元，占比分别为 42.43%和 42.83%，稀土业务营收为 60.02 亿元，仅占 12.97%。2016-2022 年公司电池材料业务规模持续快速扩张，其营收占比不断提升，最高近六成，2023-2024 年受到下游需求放缓及价格大幅下跌影响，电池材料业务规模大幅萎缩，导致营收占比回落。公司钨钼等有色金属产品营收持续扩大，2022 年以来营收占比持续提升。公司稀土业务营收规模 2023-2024 年萎缩，2025 年受量价齐升带动至新高，但相对体量较小，营收占比相对稳定。

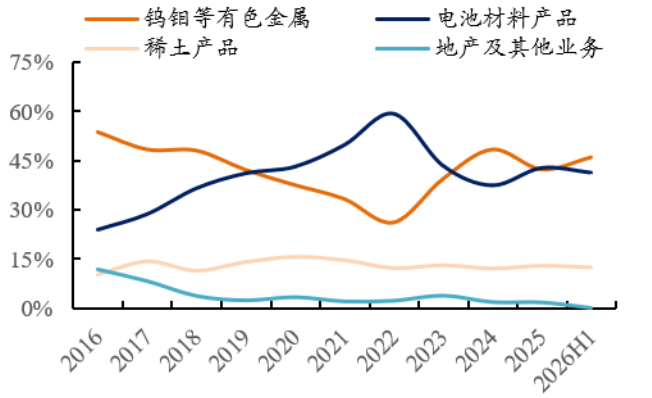
2026H1 公司三大主业营收同比均大幅增长。据 Wind 数据，2026H1 公司钨钼等有色金属、电池材料及稀土业务营收规模分别为 161.51 亿元、144.88 亿元和 43.55 亿元，同比增速分别为 82.23%、92.31%和 58.15%，营收占比分别为 46.13%、41.38%和 12.44%。

图 7 公司分产品收入（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 公司分产品收入结构



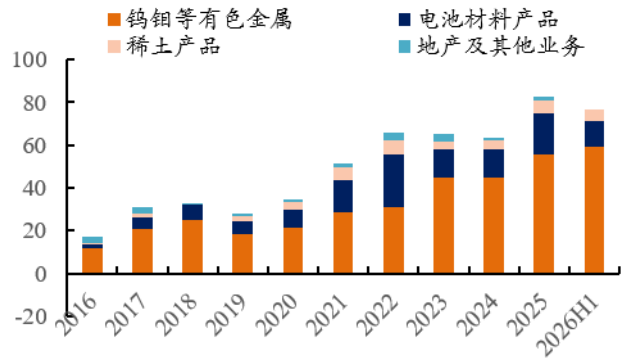
资料来源：Wind、湘财证券研究所

钨钼业务是公司毛利主要来源，电池材料业务毛利修复。2019-2025 年公司钨钼业务毛利持续增加，由 18.27 亿元增至 55.71 亿元，年均复合增速 20.43%，其毛利占比 2025 年达到 67.28%，贡献绝大部分利润。电池材料是公司第二大利润来源，其毛利水平在 2022 年达到高点后，2023-2024 年大幅萎缩，2025 年随市场回暖修复，占比提升至 23.41%。公司稀土业务毛利贡献规模较小，2025 年占比 7.3%。

2026H1 公司三大业务毛利随收入大幅增加，钨钼业务利润占比进一步提升。据 Wind 数据，2026H1 公司钨钼等有色金属、电池材料及稀土业务毛利分别为 59.41 亿元、12.02 亿元和 5.01 亿元，同比增速分别为 156.44%、59.61%和 71.83%，毛利占比分别为 77.73%、15.72%和 6.56%。

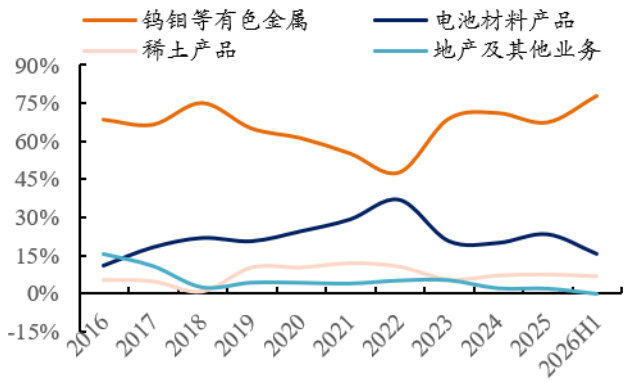
仅供内部参考，请勿外传

图 9 公司分产品毛利（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

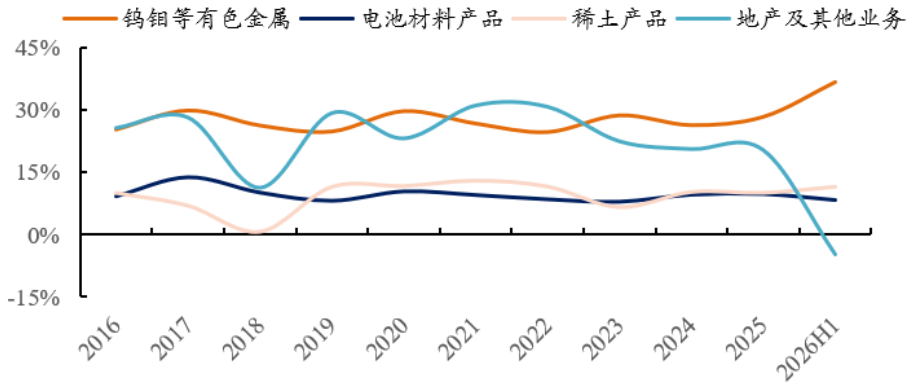
图 10 公司分产品毛利结构



资料来源：Wind、湘财证券研究所

钨钼等有色金属是公司高毛利业务，电池材料及稀土业务毛利率水平相当。历史来看，公司钨钼等有色金属业务毛利率长期维持在 20%以上，是公司盈利能力最强的板块。电池材料及稀土业务同属于加工类业务定价模式，毛利率受原料价格波动影响较大，两项业务盈利水平大致相当，历史上在 10%上下波动。2026H1 公司钨钼等有色金属业务、电池材料业务及稀土业务毛利率分别为 36.79%（同比+10.65pct）、8.29%（同比-1.7pct）和 11.51%（同比+0.92pct），钨钼产品毛利率大幅提升，电池材料业务盈利能力同比有所下降。

图 11 公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 钨中长期供需紧平衡格局不改

3.1 钨供给受多重因素约束

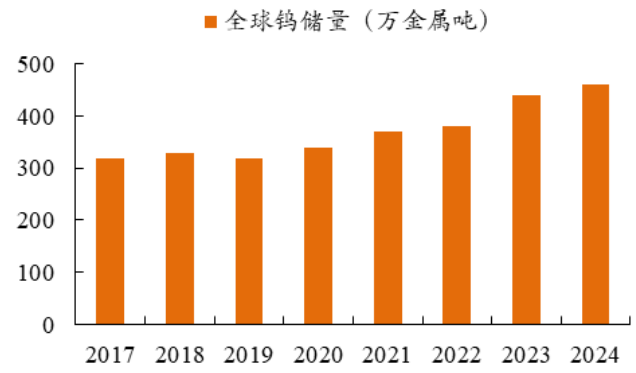
3.1.1 全球钨增量有限，我国钨储量占据优势地位

全球钨增量有限。2017-2019 年全球钨矿储量较为稳定，在 320-330 万金属吨区间波动，由于钨的战略意义，近年来全球钨矿勘探持续投入，2020 年

仅供内部参考，请勿外传

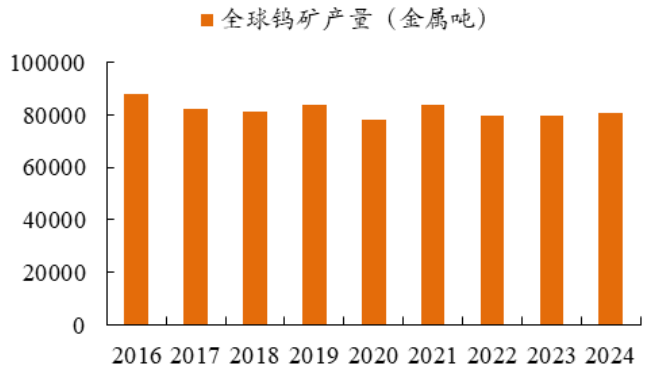
以来全球钨矿储量稳步上升，2017-2024 年全球钨矿储量 CAGR 为 5.32%。尽管如此，2017 年以来全球钨矿产量始终在 8.1 万吨均值平台波动，特别是 2021-2023 年全球钨矿产量从 83800 金属吨持续收缩至 79500 金属吨，2024 年全球钨矿产量回升至 81000 金属吨，但仅回到 2018 年水平。近年来全球钨矿资源储量缓慢增长，但产量供给有限。

图 12 全球钨矿储量 2020 年以来稳步上升



资料来源：USGS、湘财证券研究所

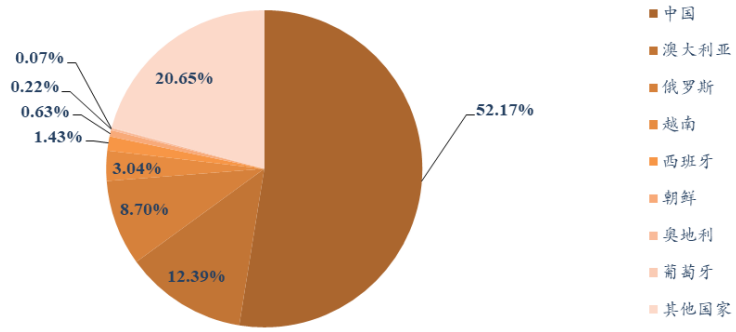
图 13 全球钨精矿产量 2017 年以来约束明显



资料来源：USGS、湘财证券研究所

我国钨资源量位于世界第一，钨储量占据优势地位。根据美国地质调查局（USGS）数据，2024 年全球钨资源储量约 460 万金属吨，全球前四大钨储量国合计占比 76.3%，全球钨资源分布高度集中。中国钨资源储量为 240 万金属吨，占比最大（52.17%），在全球具备优势地位。

图 14 全球钨矿储量（金属量）占比



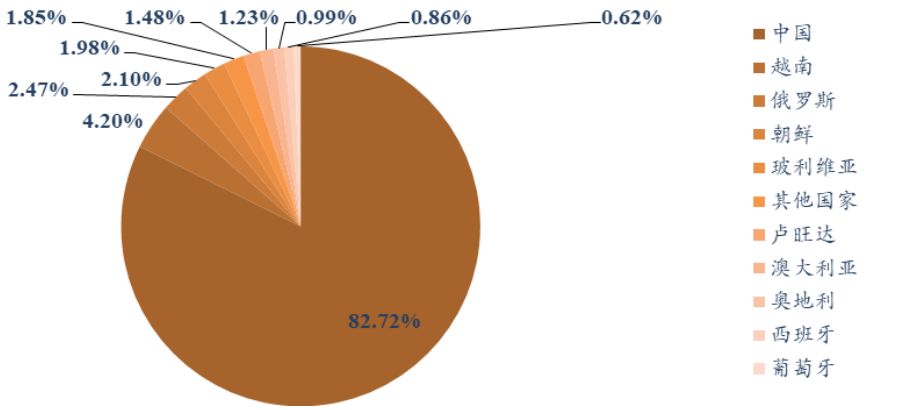
资料来源：USGS、湘财证券研究所

3.1.2 多重因素约束钨矿供给

我国钨供给变动对全球具有决定作用。根据美国地质调查局（USGS）数据，2024 年全球钨金属产量为 8.1 万吨，其中中国钨金属产量为 6.7 万吨，我国贡献全球 80%以上钨矿产量，在全球供应中居于主导地位，国内钨供给变动对全球供给具有决定作用。

仅供内部参考，请勿外传

图 15 我国贡献全球 80%以上钨矿供给

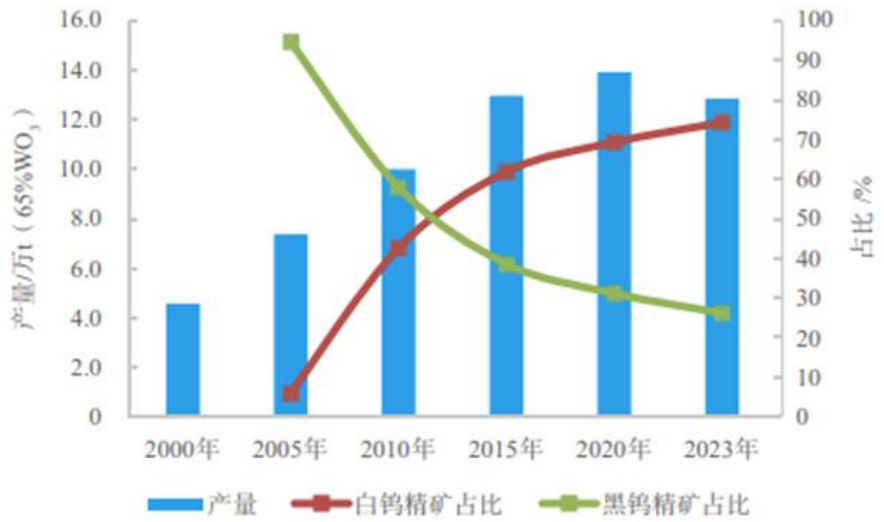


资料来源：USGS、湘财证券研究所

我国钨精矿产量 2000-2023 年 CAGR 为 4.6%。据《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》中引用中国钨业协会数据，2000 年以来我国钨精矿（65% WO3 含量）产量总体呈增长趋势，2023 年产量 12.8 万吨，较 2000 年增长 1.81 倍，年均复合增长率为 4.6%。

我国优质黑钨矿资源明显减少，资源品位低、选矿成本高的白钨精矿产量占比逐年提升居于主导。我国钨资源呈现白钨矿多、贫矿多、共伴生矿多、难选冶矿多、资源综合利用水平低等特点。2010 年以来，新发现的钨矿资源大都是白钨矿，资源品位低、选矿成本高；优质的黑钨矿资源明显减少，乃至逐渐枯竭，除少数矿山外，多数黑钨矿山 静态服务年限均在五年以下，属于资源危机矿山。据《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》中引用中国钨业协会数据，2005-2023 年，我国黑钨精矿产量占比从 94%下降至 26%；白钨精矿产量占比从 6%上升至 74%。

图 16 我国优质钨精矿产量占比持续减少



资料来源：《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》、湘财证券研究所

我国钨矿分布较为集中，资源长期向大型矿山集中。我国钨矿资源主要

仅供内部参考，请勿外传

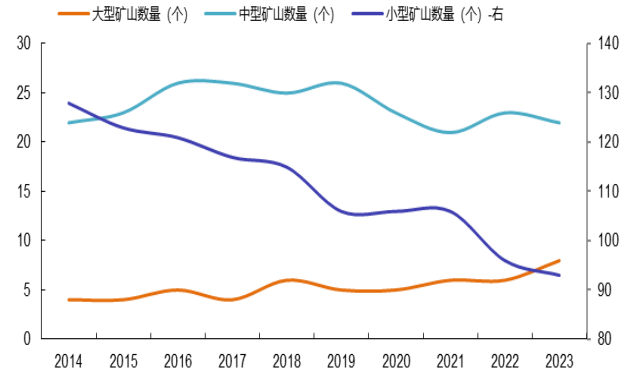
分布在江西、湖南、河南和广西等地，据矿业界微信公众号数据，我国钨资源储量以湖南（白钨矿为主）、江西（黑钨矿为主）为多，储量分别占全国总储量的 33.8%和 20.7%。据《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》中引用中国国土资源统计年鉴及中国自然资源统计年鉴数据，2023 年我国持有效采矿许可证的钨矿山 123 个，同比下降 1.6%，其中江西占比超过 60%，分布集中度高。据《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》中引用中国国土资源统计年鉴及中国自然资源统计年鉴数据，2014 年以来，我国钨矿山数呈现持续下降态势，十年来下降了 20.13%。从矿山规模来看，2023 年大型矿山 8 个，同比增长 33.33%，占全国钨矿山数的 6.50%；中型矿山 22 个，同比下降 4.35%，占比 17.89%；小型矿山 93 个，同比下降 3.13%，占比 75.61%。与 2014 年相比，大型钨矿山增长了 1 倍，中型矿山持平，小型矿山减少较为显著。

图 17 我国钨资源分布较为集中



资料来源：矿业界微信公众号、湘财证券研究所

图 18 我国小型钨矿山数量显著减少

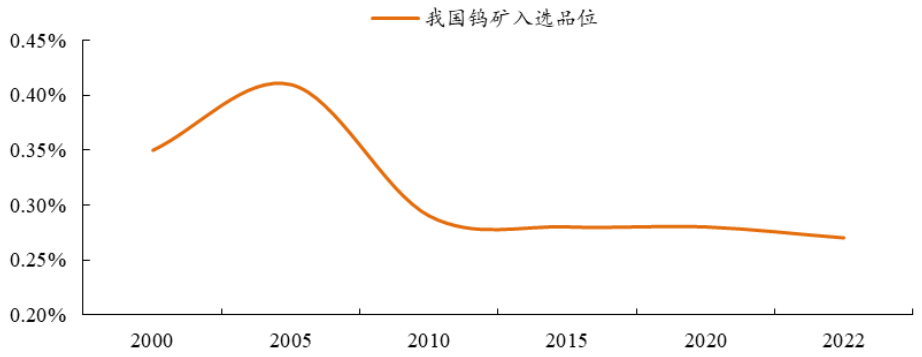


资料来源：《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》、湘财证券研究所

我国钨资源禀赋下降导致开采成本持续上升。随着优质黑钨资源的减少，我国新勘探发现钨资源的禀赋呈下降趋势。据《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》引用中国钨业协会数据，2000-2022 年，我国钨矿入选平均品位从 0.35%下降至 0.27%，部分矿山入选品位为 0.17%，新建矿山品位低至 0.15%。在我国近年新发现的一些大型钨矿山中，钨矿资源禀赋相对较低将抬高未来投产时采钨精矿生产成本。在钨精矿实际生产中，原辅材料价格上涨、安全环保投入增加、人员工资上升、资源品位下降、开采深度增加等因素导致生产成本上升，尽管新建项目规模扩大、机械化程度提高、工艺技术进步等因素抵消了部分上涨成本，2023 年钨精矿行业平均成本约 8 万元/t(不含税)，较 2000 年上涨了 5 倍多。据中国工信新闻网引用中国钨协统计数据，2024 年至 2025 年，钨矿原矿平均品位从 0.42%下降至 0.28%，导致单位精矿开采成本提升至 10 万元/吨以上。

仅供内部参考，请勿外传

图 19 我国钨矿入选品位长期持续下降

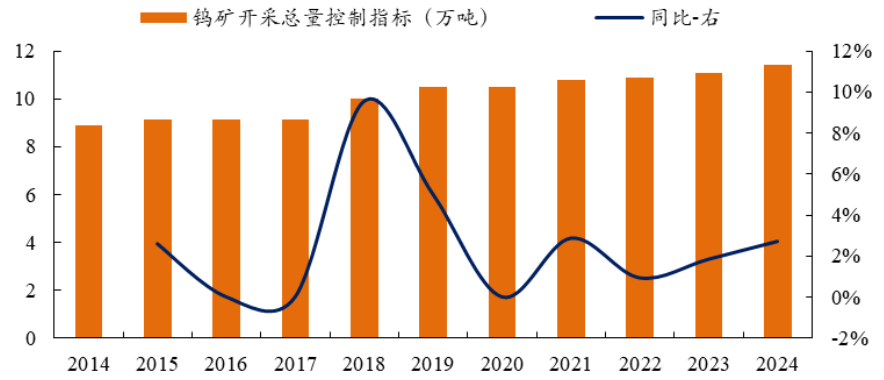


资料来源：《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》、湘财证券研究所

3.1.3 政策收紧加剧供给压力

我国对钨矿实施总量控制，长期以来开采配额维持低增速。为了保障我国的能源资源安全，保护和合理开发优势矿产资源，按照《关于将钨锡锑离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》，2002 年工业和信息化部、自然资源部对钨矿资源实行了开采总量控制，2004 年对共伴生钨矿实施了开采量控制。在钨矿配额管制下，近年来尽管每年钨矿（65% WO_3）开采总量指标都有所增加，但 2020 年以来基本维持在 2%左右的低增速。

图 20 2014-2024 我国钨矿开采总量指标控制情况



资料来源：《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》、自然资源局网站、湘财证券研究所

2025 年以来我国钨矿供给全面收紧。据中国工信新闻网引用自然资源部相关数据，2025 年中国第一批钨矿开采总量控制指标为 5.8 万吨，较 2024 年度第一批指标减少 4000 吨，降幅 6.45%。其中，主产区江西、云南、广东、广西分别同比减少 2370 吨、400 吨、266 吨、240 吨。低产区如湖北、安徽、浙江、黑龙江等，2025 年第一批钨矿开采指标归零，钨矿供给全面收紧。尽管自 2025 年下半年以来国内钨矿总量控制指标暂不公开发布，但根据公司 2025 年年报及 2026 年半年报引用中国有色金属工业协会数据，2025 年中国钨精矿产量为 13.36 万吨（折 65%WO_3），同比下降 1.92%；2026 年上半年，

仅供内部参考，请勿外传

国内钨精矿（折 65%WO_3）产量 53,742 吨，同比下降 14.75%，反映国内钨矿总量控制政策趋严下，供给进一步收缩的现实。

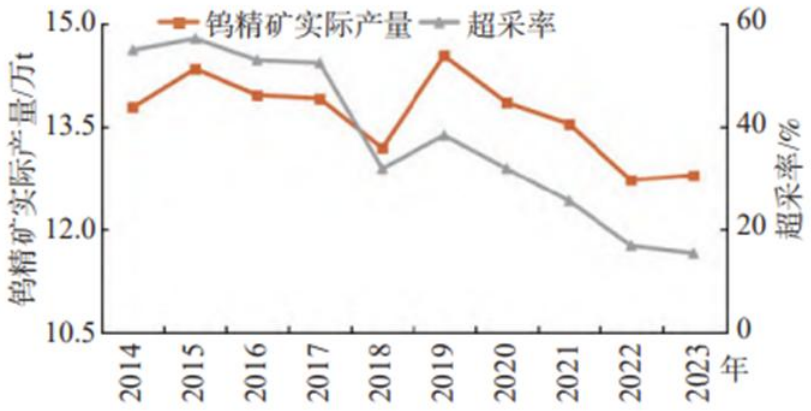
表 3 2025 年第一批钨矿开采总量控制指标同比下调

省(自治区)	2024 年度第一批钨矿开采总量控制指标 钨矿(三氧化钨 65%,吨)	2025 年度第一批钨矿开采总量控制指标	同比变动
内蒙古	1200	1200	0.00%
黑龙江	340	0	-100.00%
浙江	100	0	-100.00%
安徽	100	0	-100.00%
福建	2238	2240	0.09%
江西	23670	21300	-10.01%
河南	7050	7050	0.00%
湖北	180	0	-100.00%
湖南	15530	15530	0.00%
广东	2616	2350	-10.17%
广西	2400	2160	-10.00%
云南	3960	3560	-10.10%
陕西	780	780	0.00%
甘肃	1254	1250	-0.32%
新疆	582	580	-0.34%
总计	**62000**	**58000**	**-6.45%**

资料来源：自然资源部网站、湘财证券研究所

政策收紧下钨矿超采得到有效控制，矿端供给压力加大。虽然在相关政策调控下，2014-2023 年中国钨精矿实际产量总体呈现下降趋势，但钨矿行业超采仍较为严重，据《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》引用中国钨业协会数据，部分年份钨精矿实际产量超出开采配额的 50%以上。2018 年以来，随着监管政策的逐步完善，超采现象得到了有效遏制，超采率已经下降至 15%左右。政策收紧效果显现，钨矿供给压力持续增大，若未来监管进一步趋严，预计钨矿供给端将持续收缩。

图 21 政策趋严下我国钨矿超采率持续下降



资料来源：《全球钨矿资源形势及中国开发利用现状分析》、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

我国资源消耗过快，钨储采比较国际水平相差较大，在此背景下未来政策收紧趋势大概率将维持。据美国地址调查局（USGS）数据，我国钨资源储量占全球 50%左右，而钨精矿产量全球占比一直维持在 80%左右，资源消耗速度高于国际主要钨资源国。从储采比看，2023 年，国际钨资源储采比 125，我国仅为 25，储采比差距悬殊较大，我国钨资源探明储量已存在代际保供风险。这一方面会促使国家加大对钨矿的勘探储备力度、严控新增矿山项目和钨矿资源开发，另一方面从中长期推动开采总量控制指标管理等政策持续收紧。

我国钨出口管制政策层层加码，短期难以放松。近两年我国对钨的出口管制政策呈现从资质管理到全面管制、从单一品种到全链条、从普适管制到定向管制的趋势。2025 年商务部、海关总署联合发布《关于公布对钨、碲、铋、钼、铟相关物项实施出口管制的决定》，钨产品出口管制范围从 APT、氧化钨、碳化钨等初级加工品扩展到固态钨、钨合金，全链条管制深化，同时将钨生产相关技术资料纳入管制范围，钨出口管制从产品进一步拓展到相关技术；商务部《2026-2027 年度钨、锑、白银出口国营贸易企业申报条件及申报程序》正式执行后，仅准许符合资质主体开展钨品国营贸易出口业务，清理无实际经营能力的零散贸易主体，规范钨品出口经营秩序，钨品出口资质集中度进一步提升。2026 年 1 月 6 日，商务部发布公告，禁止所有两用物项对日本军事用户、军事用途，以及一切有助于提升日本军事实力的其他最终用户用途出口，首次实施钨出口定向管制。

国际钨战略资源博弈升级。2026 年 7 月津巴布韦矿业部门全面暂停对锑和钨两类战略矿产出口，涵盖原矿和精矿的所有形态，矿石及精矿的出货一并叫停，没有过渡期及解禁时间表，战略资源正成为地缘政治竞争的筹码，折射出全球关键矿产博弈进入到全新阶段。2026 年 8 月美国商务部依据《国防生产法》正式生效针对钨废料及锂电池“黑粉”的出口禁令，有效期暂定一年，标志着国际上关键矿产竞争已从原生资源开采延伸至再生资源回收领域，加剧海外钨供应缺口。越南工业贸易部近期建议将钨移出当前阶段允许出口的矿产清单，以保护本国钨深加工产业链。

3.2 钨传统需求稳健托底，新兴领域拉动整体需求向上

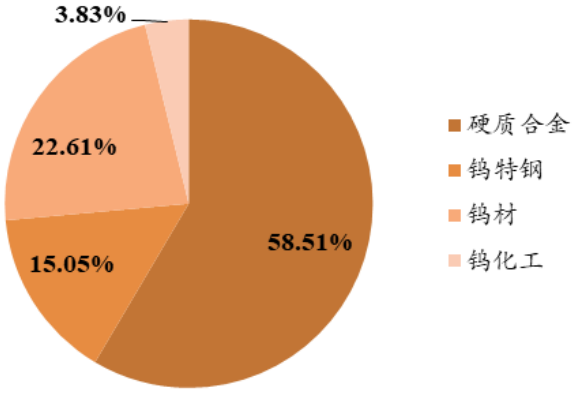
3.2.1 硬质合金是钨主要消费领域

从全球钨消费结构看，硬质合金制造是最主要的钨消费领域。据思瀚产业研究院引用国际钨协（ITIA）统计，全球 59%的钨用于生产硬质合金，19%用于钨特钢，16%用于钨材，6%用于化工和其他领域。钨制品的消费结构一

仅供内部参考，请勿外传

方面体现出一国的工业发展水平，另一方面也代表该国钨制品行业的发展趋势。发达国家中约 72%的钨用于硬质合金的消费，而根据厦门钨业 2024 年年报引用安泰科数据，2024 年我国 58.51%的钨用于硬质合金的消费，仍有一部分钨制品还处于基础应用领域，其中用于钨特钢、钨材及钨化工的比重分别为 15.05%、22.61%和 3.83%。

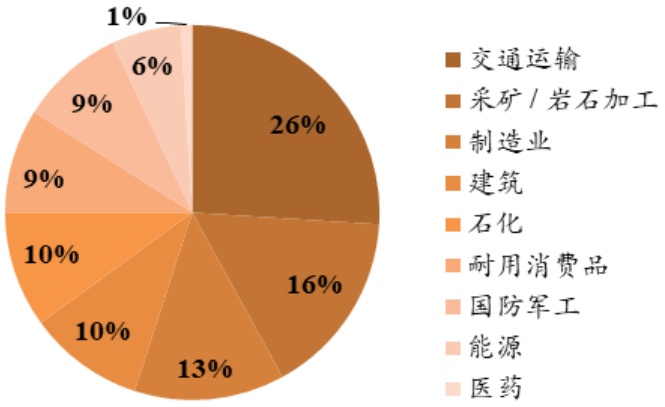
图 22 我国钨制品消费结构



资料来源：厦门钨业 2024 年年报、湘财证券研究所

从下游应用领域需求看，我国钨消费主要集中在交通运输、采矿及制造业等领域。据《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》，2023 年我国下游应用领域中交通运输、采矿/岩石加工及制造业钨消费占比分别为 26%、16%和 13%，三大领域钨消费比重合计超过一半。建筑、石化、耐用消费品、国防军工、能源以及医药等领域占钨消费的比例分别为 10%、10%、9%、9%、6%和 1%。

图 23 我国下游应用领域用钨结构



资料来源：《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》、湘财证券研究所

3.2.2 我国钨消费全球占比大幅提升

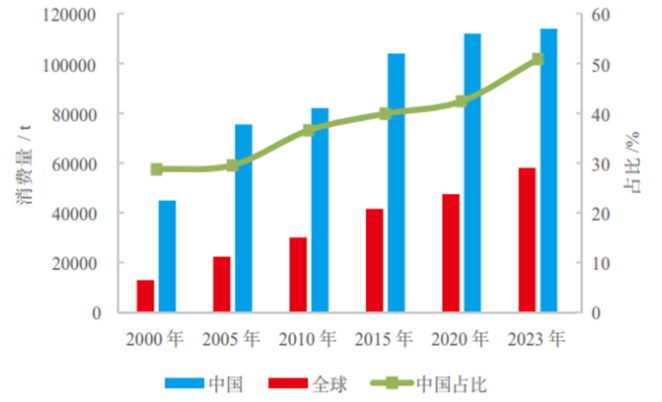
我国钨消费量呈持续增长趋势，全球占比持续提升。据《我国钨资源开

仅供内部参考，请勿外传

发利用现状与科学保供研究》引用中国钨业协会数据，2000-2023 年全球钨消费量从 4.49 万吨增长至 11.40 万吨，增长 75%，年均增长率 2.46%；我国钨消费量从 1.29 万吨增加至 5.8 万吨，增长 3.5 倍，年均增长率 6.75%；我国钨消费量占全球的比例从 28.7%上升至 50.9%。

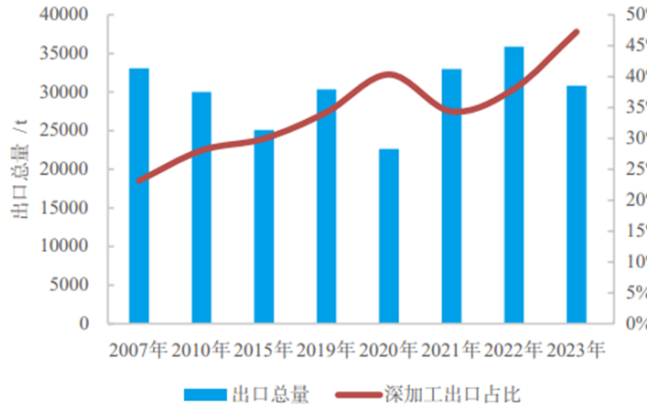
我国钨深加工制品出口量占比持续提升。我国出口钨产品主要有 APT、钨铁合金、氧化钨、钨粉、碳化钨、碳化钨-钴混合料等原料级产品，以及各类纯钨和钨合金、硬质合金制品等深加工产品。据《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》引用中国钨业协会数据，2007-2023 年，我国各类钨产品出口量（折钨金属量）在 3 万吨上下波动，而钨深加工产品出口量持续增长，占比从 2007 年的 23.17%上升至 2023 年的 47.25%，我国钨工业终端产品品类及质量不断提升，进口替代和出口拓展进程持续加速。

图 24 国内钨消费增长快于全球，占比不断提升



资料来源：《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》、湘财证券研究所

图 25 我国钨深加工产品出口量占比持续提升



资料来源：《我国钨资源开发利用现状与科学保供研究》、湘财证券研究所

3.2.3 国内钨消费持续增长

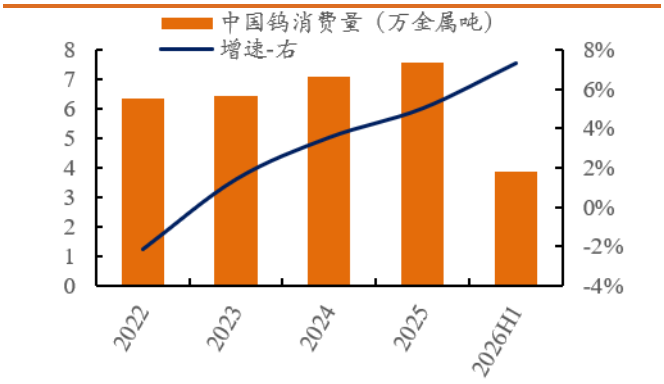
近两年国内钨消费增速加快。据公司 2025 年年报及 2026 年中报引用安泰科数据，2025 年我国钨消费合计为 7.57 万金属吨，同比增长 5.0%，增速同比加快 1.48pct;2026 年上半年我国钨消费合计 3.85 万金属吨,同比增长 7.3%，增速同比加快 5 个百分点，国内钨需求增速近年来呈现稳步提升态势。一方面由于经济结构持续优化，制造业高端化提速，带动传统需求回暖；另一方面是新兴产业增量爆发及钨战略属性升级，AI 产业链爆发式发展带动超细钨钢微钻的需求，提升对高端硬质合金需求，半导体芯片技术升级，对相关领域钨材如六氟化物用量的大幅增长，光伏领域钨丝对传统碳钢切割线的替代，以及军工与战略储备需求刚性攀升。

出口管制下国内钨制品出口持续大幅下降。据公司 2025 年年报及 2026 年中报数据，受中国出口管制政策以及关税扰动的影响，我国 2025 年累计出

仅供内部参考，请勿外传

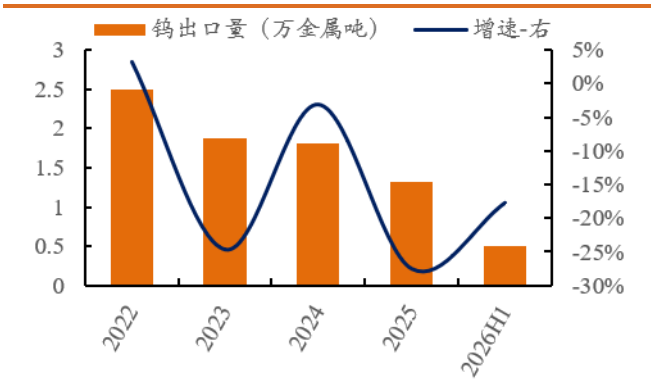
口钨产品 13,149 吨，同比下降 27.51%；2026 年上半年，国内钨出口量 4,988 金属吨，同比下降 17.73%。

图 26 国内钨消费量增速提升



资料来源：公司 2022-2025 年报、公司 2026 中报、湘财证券研究所

图 27 出口管制下我国钨出口量大幅下降



资料来源：公司 2022-2025 年报、公司 2026 中报、湘财证券研究所

终端需求各有强弱，需求端合力总体向上。从终端需求领域来看，据公司 2026 年半年报，在钨的主要下游应用中，基建领域、机床工具领域 2026 年上半年保持较快增长，而汽车、3C 及光伏领域则增长下滑。尽管各领域对钨需求各有强弱，但总体上对钨的消费合力向上。细分各消费领域来看，2026 年上半年硬质合金及钨化工领域需求增速较快，钨特钢领域需求基本稳定，钨材领域需求稳步提升，特别是占比较高的硬质合金领域，对钨的消费近年来呈现持续增长态势。下半年以来，金属切削机床产量增速维持向上，挖掘机产量保持较快增长，模具行业产量环比上行，通用机专用设备制造业增加值保持稳健增长，整体来支撑上半年钨需求的主要向上驱动仍保持良好态势。

表 4 2026 年上半年下游主要应用行业情况

应用行业		产量/销量/金额	同比增长
基建领域	国内挖掘机主要制造企业的挖掘机销量	152,320 台	26.40%
	其中:国内销量	79,025 台	20.40%
	出口销量	73,295 台	33.50%
机床工具领域	国内金属切削机床产量	43.2 万台	6.90%
	国内金属成形机床产量	9.4 万台	5.60%
	刀具出口额	147.97 亿元	11.52%
	刀具进口额	50.4 亿元	19.32%
汽车行业	国内汽车产量	1,499.3 万辆	-4%
	国内汽车销量	1,501.7 万辆	-4.10%
3C 领域	全球智能手机出货量	5.67 亿台	-5.37%
	全球 PC 出货量	1.34 亿台	-1.40%
光伏领域	中国硅片产量	293GW	7.30%
	中国光伏组件产量	201.3GW	-35.10%

资料来源：公司 2026 年半年报、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表 5 2024 年-2026 年 6 月国内钨消费情况

领域	2024 年（金属吨）	2025 年（金属吨）	2026 年 H1（金属吨）	同比增减
硬质合金	42,679	45,667	23,205	10.50%
钨特钢	10,648	10,712	5,333	0.71%
钨材	16,000	16,480	8,539	3.00%
钨化工	2,711	2,793	1,430	10.00%
消费合计	72,039	75,652	38,506	7.30%

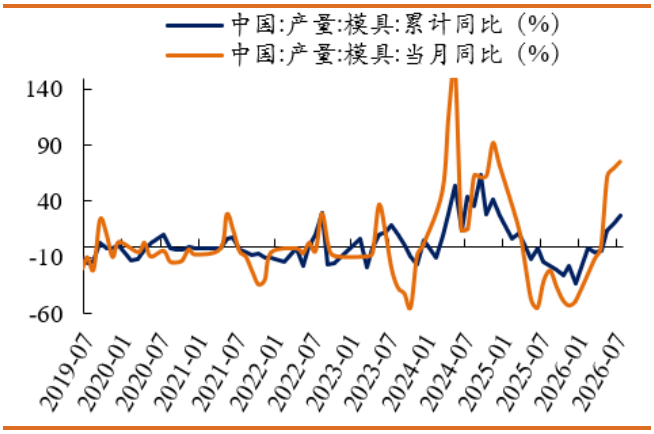
资料来源：公司 2026 年半年报、湘财证券研究所

图 28 我国金属切削机床产量当月及累计同比



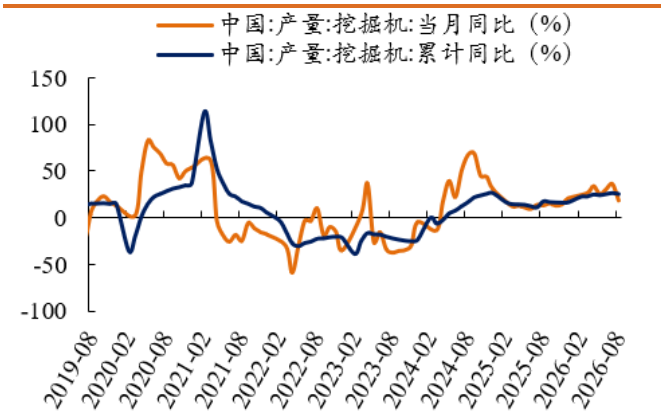
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 29 我国模具产量当月及累计同比



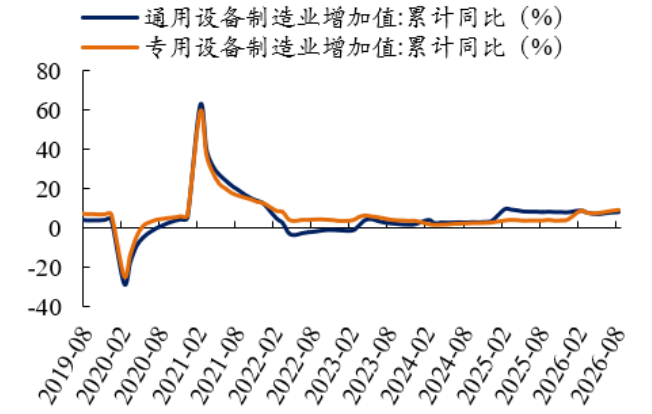
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 30 我国挖掘机产量当月及累计同比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 31 我国设备制造业增加值当月及累计同比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3.2.4 钨传统需求有望稳健托底

钨传统需求有望稳健托底。随着全球机床设备更新、制造业自动化升级，数控刀具持续替代低端产品，硬质合金、钨特钢等传统刚需有望维持稳健托底传统领域对钨的需求。

仅供内部参考，请勿外传

全球刀具市场仍呈现增长趋势。根据 QY Research 报告，2025 年全球切削刀具市场销售额约 1900 亿元，预计到 2031 年将达到 2680 亿元，年均增速 5.9%。增长动力一是来自高端制造业扩张，全球汽车（新能源汽车渗透率提升）、航空航天（商用飞机交付量增长）、机械加工行业需求增长，推动高精度、高耐用性刀具需求，尤其是硬质合金、陶瓷刀具；二是材料加工难度升级，工件材料从普通钢材向高强度合金、复合材料转型，需适配更高性能的切削刀具；三是刀具技术迭代，涂层技术（如纳米涂层）、刀具结构优化（如整体硬质合金立铣刀）提升刀具寿命与效率，推动存量设备刀具更新。根据欧科亿招股说明书引用前瞻资讯的报告显示，在世界范围内，硬质合金刀具占主导地位，比重超过 60%。硬质合金刀具是参与数字化制造的主导刀具。随着我国制造业持续升级，硬质合金刀具的产值占比逐步提高。近几年我国切削刀具的产值结构发生着持续的变化，综合性能更优越的硬质合金刀具产值占比不断在提高。根据《第四届切削刀具用户调查数据分析报告》统计显示，我国硬质合金刀具占主导地位，占比约为 53%。

我国正处于产业结构的调整升级阶段，机床数控化是机床行业的升级趋势。我国新增机床数控化率近年来整体保持着稳定增长，但相对于日本等发达国家接近 100%机床数控化率，我国金属切削机床的数控化程度的提升空间很大。作为数控金属切削机床的易耗部件，无论是存量机床的配备需要，还是每年新增机床的增量需求，都将带动数控刀具的消费需求。中国是全球切削刀具最大消费市场与新兴生产基地，据新锐股份 2026 年定增说明书引用中国机床工具工业协会数据，2023 年我国金属切削工具市场规模达 492 亿元，预计 2030 年达到 631 亿元，2023 年至 2030 年的复合增长率达 3.62%，核心增长由高端制造转型升级及关键工序自主可控和高精密零部件加工能力日益严苛驱动，高端刀具领域国产替代空间巨大。

基建及资源领域钨需求有望保持稳定。全球新一轮基建周期启动，有望支撑钨基耐磨部件需求。中国“十五五”规划纲要 109 项重大工程正加快实施，近期多项重点工程开工启动，国家发改委“十五五”规划《纲要》重大工程建设推进会议上指出，加快推进在建项目实施，推动一批新项目尽早开工建设，进一步强化要素保障，压实项目质量和安全管理责任，形成共同推进重大工程建设合力，为实现“十五五”良好开局提供有力支撑。欧美“重建美好未来”基建计划、东南亚泛亚铁路网、非洲跨境公路网等海外基建项目同步推进，拉动钨基耐磨件消耗需求。另外深海油气平台、核电设施建设加速拉动耐高压特种焊条需求，进一步打开基建配套钨材的增长空间。资源开发领域，凿岩钎头、潜孔钻具、油气钻井硬质合金钻头是矿山开采的核心耗材，一方面全球能源矿产勘探投入持续提升，另一方面全球矿产资源品位持续下滑，深

仅供内部参考，请勿外传

部开采占比不断提升，深部岩层钻进对钨基耐磨部件的消耗量会持续增加，单位开采作业的钨耗量长期呈上升趋势。钨在基建与资源开发领域消耗以“替换耗材”为主，即使在经济下行期，存量工程的维护、矿山的正常开采也会维持稳定的钨需求，是钨传统需求的基本盘。

3.2.5 新兴领域需求成为增长核心引擎

新兴领域需求是当前全球钨市场增长的核心引擎。AI 算力与半导体领域，AI 基础设施急剧扩张将持续拉动 18 层以上高多层板和 HDI 板高增长需求，由于 AI PCB 板对层数、压合次数以及板材硬度成倍增加，对 PCB 微钻的消耗大幅增加，拉动作为基材的超细晶粒硬质合金钨棒材需求增长；六氟化钨作为芯片 CVD 工艺的核心前驱体，用于逻辑芯片接触孔填充、3D NAND 垂直通道插塞、HBM 高带宽存储硅通孔填充，随着制程微缩和堆叠层数提升，用量呈倍数增长；高纯钨靶材用于先进制程芯片的金属互连层溅射镀膜，5nm/3nm 制程对高纯钨靶材的纯度要求达到 6N 以上，进一步拉动电子级钨材需求。

军工领域，穿甲弹芯、破甲弹药型罩、航空发动机高温合金、导弹喷管、陀螺仪配重等核心部件，完全依赖钨的高密度、耐高温特性，地缘政治持续动荡格局下，全球军费支撑保持稳定增长，长期需求刚性。

核聚变领域，钨铜复合材料是目前唯一可承受核聚变等离子体持续冲刷的结构材料，全球可控核聚变项目集中落地，未来商业化聚变堆对钨的需求量将成为长期的重要增量。

4 公司钨产业闭环持续完善，稀土及电池材料协同发展

4.1 公司持续完善钨资源储备和深加工高价值两端闭环

4.1.1 公司钨产业链一体化布局完善

公司钨产业链布局完备。公司钨产业覆盖钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域，具备突出的一体化布局优势。

- 钨矿环节，公司原有宁化行洛坑，都昌金鼎和洛阳豫鹭三家在产钨矿企业，2026 年 7 月洛阳钼业暂停提供尾矿导致洛阳豫鹭停产，其他现有在产钨矿山钨精矿（65%WO3）年产量约 8,500 吨左右，是

仅供内部参考，请勿外传

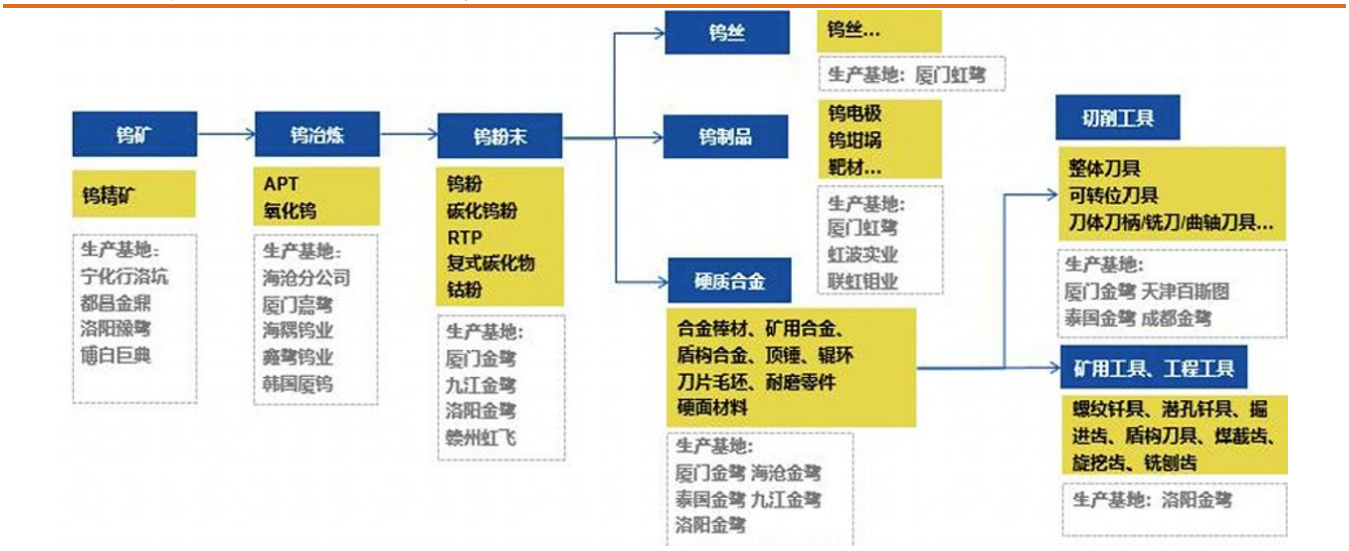
公司后端钨加工的自有资源保障。此外公司子公司还有一家在建钨矿企业（博白巨典）和一家待建钨矿企业（九江大地），为后续资源自给率提升奠定基础。同时公司积极发展再生钨资源利用，在厦门、龙岩、韩国三地共建有四个钨资源再生利用基地，积极扩大废钨回收利用等多方面以提高原材料保障能力。

- 钨冶炼及粉末领域，公司钨冶炼及粉末产品具备大规模生产能力，规模与品质处于世界前列。
- 钨制品领域，公司是国内首家具备核聚变装置用 ITER 偏滤器钨探针组件研发和生产能力的企业，具备大尺寸 ITER 级钨材料的精密机加工成型能力，可满足 EAST、ITER 等不同磁约束聚变装置部件的高标准需求，为 ITER 等国内外聚变客户提供多款钨产品及部件。
- 钨丝材领域，公司钨丝多年稳居行业市场份额前列，在钨丝技术开发能力、加工能力、设备制造能力、规模生产方面建立了领先市场地位，公司钨丝产品矩阵不断完善，覆盖光伏硅片切割、耐切割防护、汽车玻璃、微波炉、真空镀膜、医疗器械、照明以及半导体 晶圆测试探针等多个应用领域。
- 硬质合金领域，公司产品定位中高端，产销规模为国内前列，其中硬质合金棒材具备高品质的自供原料和先进的工艺体系，为国际知名刀具品牌优质供应商；公司 PCB 钻针用硬质合金棒材快速起量，2026 年上半年销量同比增 386%，是国内外知名钻针制造商的原料供应企业。
- 切削工具领域，公司研发实力较强，刀具刀片产品定位中高端，依托四大共性技术平台持续开展新品研发与产品迭代升级。公司与国内下游行业大型、知名客户建立了稳固的合作关系，与上海发那科等头部机床厂合作打通“机床+刀具+工艺”一体化服务生态，并通过与下游应用领域标杆客户合作探索解决方案业务模式，逐步实现从产品销售商向整体解决方案提供商的业务模式转变。
- 凿岩工程工具领域，公司是国内领先的凿岩工具、工程工具供应商，采用量身打造的硬质合金牌号和优化的产品工艺设计的“金鹭”系列产品在采掘、隧道以及大型工程建设领域拥有良好的口碑。
- 公司下属企业及生产基地众多，钨产业链方面，公司仲钨酸铵和氧化钨的生产主体为公司海沧分公司、厦门嘉鹭、麻栗坡海隅钨业及鑫鹭钨业公司等，钨粉、碳化钨粉及硬质合金的生产主体为厦门金鹭、厦门朋鹭、九江金鹭、洛阳金鹭及赣州虹飞等基地，钨丝生产

仅供内部参考，请勿外传

主体为厦门虹鹭等。

图 32 公司钨产业链主要业务及相关布局

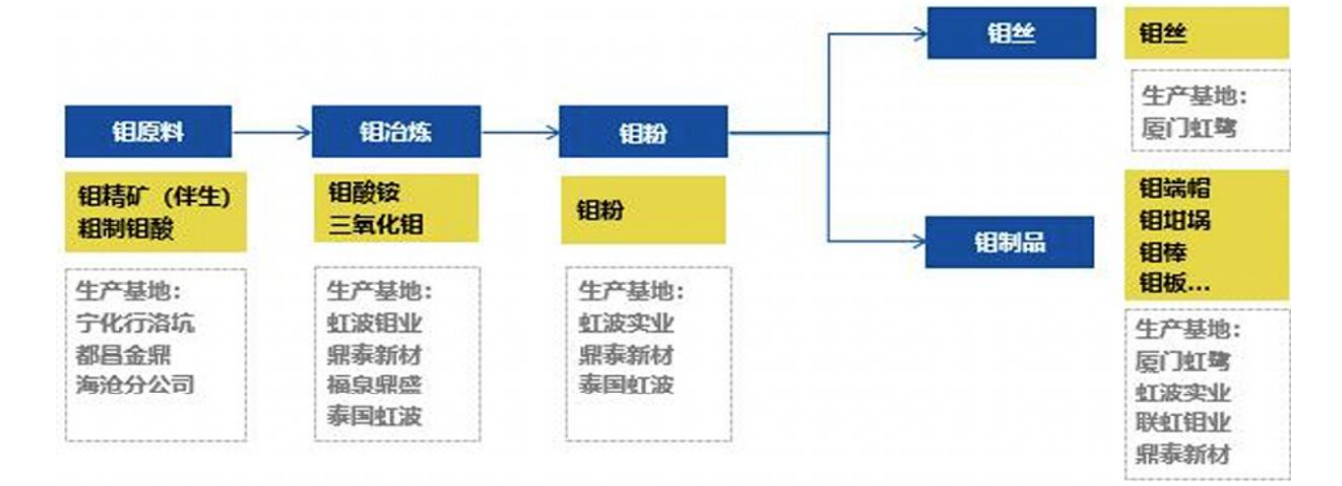


资料来源：公司 2006 年中报、湘财证券研究所

公司凭借独特的绿色钼冶炼技术和国际先进的钼粉末加工技术居于全球钼产业链前列。公司钼冶炼、钼粉末已实现全流程自动化生产，钼深加工制品产品种类丰富，主要产品钼酸铵、钼粉、钼条、钼片、钼坩埚制品、钼丝等广泛应用于石油化工、高温合金、航空航天、半导体、机械加工、耐磨件喷涂和电光源等领域，其中钼酸铵、钼粉、 钼丝等产品市场占有率居全球前列。凭借独特的绿色钼冶炼技术和国际先进的钼粉末加工技术，公司已建成全球前列的绿色冶炼钼产业链生产基地。

公司钼冶炼产品如钼酸铵、三氧化钼及钼粉主要生产主体为子公司虹波实业下属的成都虹波钼业、成都鼎泰新材料和福泉鼎盛新材料，钼丝及钼制品生产主体主要为厦门虹鹭、虹波实业及其下属子公司。

图 33 公司钼产业链主要业务及相关布局



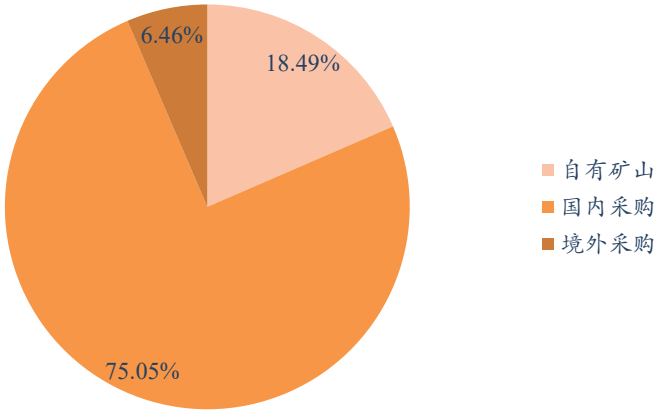
资料来源：公司 2006 年中报、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

4.1.2 加大资源掌控，远期增量可期

在产矿山资源保障度低，矿石原料外购比例高。公司原有宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭三家在产矿山企业，洛阳豫鹭因矿石供应问题于 2026 年 7 月暂时停产，目前在产矿山主要包括宁化行洛坑、都昌金鼎两家矿山。据公司投资者调研纪要，洛阳豫鹭停产前公司在产钨矿山的钨精矿（65%WO3）年产量约 12,000 吨，钨资源原矿保障率约为 20%，洛阳豫鹭停产后其他在产钨矿山钨精矿（65%WO3）年产量约 8,500 吨左右，原矿资源保障度降低。据公司 2025 年年报，公司钨钼矿石原材料成本来源中，自有矿山供应仅占比 18.49%，国内采购和境外采购分别占 75.05%和 6.46%，公司矿石原料对外依存度较高。

图 34 2025 年公司矿石原料成本来源中自供率较低



资料来源：公司 2025 年年报、湘财证券研究所

公司多举措并举扩充资源储备，提升资源保障能力。随着钨价上涨并在高位运行，矿端成为钨产业链高价值环节，钨作为关键战略矿产，资源储备是公司长远发展的核心根基。公司通过现有在产矿山深部勘探和技改、加快在建矿山建设、资源收购、扩大废钨回收利用等多种方式提升资源保障能力。

在产矿山方面，公司重点推进宁化行洛坑钨矿建设运输系统改造项目，有助于解决短期内运矿能力不足的问题，目前处于项目施工阶段，预计 2026 年底建成，同时推进行洛坑钨矿和都昌金鼎的储量核实工作，宁化行洛坑钨矿资源储量核实及深部勘查项目计划于 2026 年底完成，届时现有在产矿山增储可期。

据公司 2025 年年报，截至 2025 年底行洛坑钨矿和都昌金鼎合计钨储量（折 WO_3）27.08 万吨，钼储量（折 Mo 金属量）2.52 万吨。其中宁化行洛坑钨矿保有矿石量 10,394 万吨、WO3 金属量 21.52 万吨，矿石处理能力 165 万吨/年，资源剩余可采至 2085 年，采矿权有效期至 2034 年 9 月 21 日。据公司《关于收购江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司 40%股权的公告》，都昌金鼎运营

仅供内部参考，请勿外传

的阳储山钨钼矿采用露天采选模式，设计生产规模为 4500 吨/日，设计年产钨精矿约 2,650 吨、钼精矿约 900 吨（品位 45%）。据公司 2025 年年报，其保有钨矿石量 2,583.17 万吨、钨储量（折 WO_3）5.56 万吨；保有钼矿石量 2,983.5 万吨、钼储量（折 Mo 金属）2.52 万吨，矿石处理能力 148.5 万吨/年，资源剩余可采至 2048 年，采矿权有效期至 2048 年 2 月 28 日。

表 6 主要在产矿山储量及规模

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	年产量
宁化行洛坑钨矿	黑钨、白钨	10,394	21.52	0.21%	165 万吨/年矿石处理量
都昌阳储山钨钼矿	白钨	矿石量：2,583.17	5.56(折 WO_3)	0.159%	148.5 万吨/年矿石处理量
	钼	矿石量：2,983.5	2.52（折 Mo）	0.035%	

资料来源：公司 2025 年年报、湘财证券研究所

在建矿山方面，公司加快广西博白巨典新矿山开发，截至 2026 年中期，公司稳步推进基建施工，正在进行矿山井巷工程及选厂建设工作。公司于 2021 年完成对博白巨典 100%股权收购，并将其作为 2024 年 11 月完成定增的项目之一，据公司《向特定对象发行股票证券募集说明书》，总投资 8.62 亿元，其中拟投入募集资金 7.5 亿元。博白巨典拥有油麻坡钨钼矿采矿权，油麻坡钨矿的矿石赋存条件较好，品位高于公司在产矿山，探明储量已达到大型。据公司 2025 年年报及 2026 年中报，博白巨典油麻坡钨钼矿原生矿钨矿矿石资源量达 1,810.15 万吨，钨储量（折 WO_3）7.9988 万吨，平均品位 0.442%。项目设计矿石处理能力 66 万吨/年，达产后可年均产出钨精矿 3,200 吨（65%WO3），建成后服务年限 22 年，采矿权有效期至 2041 年 1 月 22 日。截至 2026 年中博白矿山累计投入募集资金 2.5 亿元，项目投资进度为 33.35%，预计 2027 年 6 月建成投产，有望成为未来两年内主要的钨矿增量来源。

表 7 博白巨典在建矿山储量及规模

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	年产量
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿	1,810.15	7.9988	0.442%	66 万吨/年矿石处理量

资料来源：公司 2025 年年报、湘财证券研究所

资源并购方面，据《关于收购九江大地矿业开发有限公司 69%股权暨关联交易的进展公告》，2026 年 4 月公司完成对九江大地 69%控股权收购。2026 年 8 月公司正式公告拟收购江西巨通 30.1683%股权，交易完成后公司将直接持有江西巨通 31.5166%股权，并与稀土集团签署《一致行动协议》，由公司在收购完成后主导江西巨通的经营管理活动，同时根据 2026 年 3 月《关于签署三方<合作协议>的公告》，在同等条件下公司享有大湖塘钨矿生产的钨精矿的 60%优先购买权。除国内钨资源的体外注入，公司也在关注海外资源的收购，积极开展全球钨钼、稀土及钴镍锂资源调研，开展全球资源图谱数据收集和

仅供内部参考，请勿外传

市场调研，考察海外资源项目。2025 年公司在哈萨克斯坦设立了子公司，作为公司海外资源收购的前哨站。

据公司《关于收购九江大地矿业开发有限公司 69%股权暨关联交易的公告》，九江大地持有江西省修水县杨师殿铜钼多金属矿详查探矿权证，其全资子企业昆山钨矿公司持有江西省修水县昆山钨钼矿采矿许可证。杨师殿铜钼多金属矿勘查区总体地质工作程度较低，对矿体的控制程度及对成矿规律的认识有限，仅预算 Cu 金属量 10,766 吨。昆山钨钼矿采矿权自 2008 年 6 月以来停产，因此没有资源储量消耗，其采矿权范围内保有 WO_3 合计约 4.99 万吨、Mo 合计约 7.3 万吨，目前公司正在做方案设计，为后续资源开发和远期储备增加奠定基础。

表 8 昆山钨钼矿资源状况

资源类型	矿种	矿石资源量（万吨）	金属量（吨） 钨折 WO_3	品位
保有(122b+332+333)	钨矿石	1239.6	37,345	0.30%
	钼矿石	4436.3	57,017	0.13%
	钨钼矿石	218.7	4,507	0.21%
	铜矿石	134.6	WO3：4,507 Mo：2,676	WO3：0.206% Mo：0.122%
低品位矿（322+333）	钨矿石	716.6	5,829	0.08%
	钼矿石	2824	11,222	0.04%
	铜矿石	305.9	7,853	0.26%
伴生有用组分资源量	铜矿石	1773.4	22,539	-
	银矿石	4887.1	78	-
	钼矿石	999.3	2,107	-
	钨矿石	273.6	2,229	-
	硫矿石	134.6	33,071	-
合计	**钨**		**49,910**	-
	钼		**73,022**	-
	铜		**41158**	-
	银		**78**	-
	硫		**33,071**	-

资料来源：《关于收购九江大地矿业开发有限公司 69%股权暨关联交易的公告》、湘财证券研究所

江西巨通是大湖塘钨矿开发建设的运营主体，目前持有大湖塘北区钨矿采矿许可证和大湖塘南区钨矿采矿许可证。据公司《关于签署三方合作协议的公告》及投资者调研纪要，大湖塘钨矿保有资源储量 WO_3 金属量约 138.3 万吨，钼金属量约 3.3 万吨，北区、南区设计产能分别为 660 万吨/年、165 万吨/年，分别自 2015 年 12 月和 2020 年 12 月停产，后续启动项目后预计还需要 3-5 年建设时间。大湖塘钨储量巨大，大幅超过公司现有钨矿资源总和，资产注入完成后公司掌握的钨矿资源将跻身国内头部，成为长期公司钨产业

仅供内部参考，请勿外传

链扩张的支撑。

表 9 大湖塘钨矿主要资源状况

资源类型	资源类型	矿种	矿石资源量（万吨）	金属量（吨）钨折 WO_3	品位
大湖塘北区	保有工业矿（122b+333）	钨矿石	50,221.5	843,300	0.168%
	花岗岩型低品位矿资源量（333）	钨矿石	12,988.6	103,708	0.08%
		铜矿石	34.6	926	0.267%
	保有伴生矿产资源储量（122b+333）	铜矿石	34,127.7	437,837	0.128%
		钼矿石	2,928.8	5,552	0.019%
		银矿石	8,596.1	194	2.26g/t
		镓矿石	8,243.4	1,881	0.0023%
		钨矿石	27.6	210	0.076%
	低品位钨、铜矿中的伴生矿产（333）	钨矿石	5.5	29	0.053%
		铜矿石	6254.1	74032	0.118%
		钼矿石	986.9	2439	0.025%
大湖塘南区	工业主矿种（KZ+TD）	钨矿石	18,045.7	370,283	0.205%
	伴生有益组分（TD）	铜矿石	17,964.3	245,766	0.137%
		银矿石	17,964.3	740	4.119g/t
		钼矿石	10,081.9	25,051	0.025%
		锡矿石	7,223.3	22,820	0.032%
	细脉浸染型低品位矿资源量(KZ+TD)	钨矿石(KZ)	2649.5	22,588	0.085%
		钨矿石(TD)	5046.3	42,903	0.085%

资料来源：《关于收购江西巨通实业有限公司 30.1683%股权暨关联交易的公告》、湘财证券研究所

再生钨资源利用方面，公司持续加大在废钨回收再生领域的技术研发和投资，力求更大规模、更高水平地利用钨的二次资源。目前公司在厦门、龙岩、韩国三地共建有四个钨资源再生利用基地，据公司投资者调研纪要，2025 年公司韩国年产 1,500 吨氧化钨的钨废料回收项目已实现达产。2025 年公司回收钨资源已达 1 万吨（折 APT 当量），有效补充了原材料保障。

4.1.3 深加工产能扩张，新兴领域布局延伸

公司近年来不断针对钨加工制造环节进行优化，持续推进各基地的产品升级、转型和结构调整，更多参与和布局附加值高的深加工业务领域，逐步建立稳固的市场领先地位。公司 APT、钨粉产量位居国内前列，是最主要的 APT、钨粉供应商之一；硬质合金、数控刀片产品市场份额进一步提升，处于国内前列；光伏用细钨丝市场份额超 80%，全球领先。

同时公司不断拓展产品在新兴高端领域的应用，公司 PCB 钻针用硬质合金棒材凭借优异的综合性能与稳定的产品质量，产销量快速增加，2026 年上半年销量同比增长 386%，成为多家国内外知名钻针制造商稳定原料供应商。

仅供内部参考，请勿外传

公司生产的刀具刀片产品定位中高端，一方面产品系列持续丰富，完成圆兴精密收购，有效补强公司在螺纹加工领域的产品布局，进一步完善从车削、铣削、孔加 工到螺纹加工的全系列刀具体系；通过并购在高端切削刀具及解决方案领域有深厚技术积累的德国 Mimatic 刀具公司，进一步丰富产品矩阵，完善全球切削工具与机床应用领域整体布局；另一方面推动从产品销售商到整体解决方案服务商转型，产品围绕机器人、半导体等新兴行业成立专业技术服务团队，今年以来已输出包括液冷全链一站式加工解决方案、电主轴加工解决方案、谐波减速器柔轮加工解决方案等 10 余个典型零部件解决方案。公司加快推进全球化业务布局，建成切削工具首个海外生产基地-泰国基地，辐射东南亚、服务全球制造。公司是国内首家具备核聚变装置用 ITER 偏滤器钨探针组件研发和生产能力的企业，具备大尺寸 ITER 级钨材料的精密机加工成型能力，为 ITER 等国内外聚变客户提供多款钨产品及部件。

公司子公司福建贝思科电子材料股份有限公司主要从事 MLCC 用高端纳米钛酸钡及配方粉、高性能纳米碳酸钡等先进电子材料的研发、生产和销售。贝思科钛酸钡产能布局包括一期“1000t/a 钛酸钡液相法生产线”以及二期“年产 2000t/a 钛酸钡固相法生产线”，2025 年 2 月公司完成 1000 吨钛酸钡及配方粉固相法中端产品产能验收。据公司《第十届董事会第三十次会议决议公告》，贝思科拟投资 0.93 亿元建设 2400 吨钛酸钡扩产项目，预计于 2028 年 10 月达产，2029 年 12 月完成产线搬迁。项目建成后有利于贝思科完善在电子陶瓷材料产业布局，快速提升钛酸钡基础粉及配方粉产品的规模化供应能力，增强公司在 MLCC 电子陶瓷材料领域的市场竞争力。

公司有望与中船特气在原料保障、技术交流及钨循环工艺联合研发等方面进一步深化合作。中船特气是全球六氟化钨产能最大的企业，高纯钨粉是六氟化钨的关键原料，公司高纯电子级钨粉市占率国内第一，是中船特气等头部六氟化钨厂商的核心原料供应商。2026 年 7 月日本两大六氟化钨厂商因钨供应永久关停，导致全球六氟化钨出现刚性缺口，推动六氟化钨国产替代快速提升。国内产业链上下游深化合作，有利于公司通过绑定中船特气以高纯钨粉为切入点切入半导体材料供应链，同时借助中船特气的客户体系加快完成产品验证，打开高端半导体材料成长空间。

公司钨钼深加工重点项目持续推进，未来有望进一步支撑公司在高端深加工领域的市场份额提升。公司钨钼板块现有厦门金鹭硬质合金工业园项目、泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目、厦门金鹭硬质合金切削工具扩产项目等多个重点深加工增产项目在持续推进，多数项目拟在 2026-2028 年建成投产，未来 2-3 年将是钨钼深加工产品产能释放期，有望进一步提升公司在高端钨钼制品领域的市场份额，推动公司钨钼业绩持续释放。

仅供内部参考，请勿外传

表 10 公司钨钼板块重点项目及进展

项目名称	产能规划	项目进展
厦门金鹭硬质合金工业园项目	一期棒材生产线项目：搬迁现有年产 5,000 吨生产线，扩产年产 2,000 吨生产线。	搬迁已完成并复产；新增产线目前正在进行设备采购和安装工作，于 2023 年至 2026 年陆续投产。
	二期粉末及矿用合金生产线项目：搬迁现有年产 7,500 吨钨粉、6,000 吨 RTP 混合料、1,100 吨矿用合金生产线，扩产年产 4,500 吨钨粉、5,200 吨 RTP 混合料和 900 吨矿用合金生产线。	目前主体工程建设已完成，现有产线搬迁工作预计于 2026 年下半年完成。新增产线目前正在进行设备采购和安装工作。
泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目	建设年产 2,000 吨粉末生产线，1,500 吨 RTP 混合料生产线，搬迁现有 800 吨硬质合金棒材生产线并扩产至 1,300 吨硬质合金。	目前处于土建施工阶段，预计 2026 年底主体工程建设完成，合金产线进入搬迁调试阶段。
厦门金鹭硬质合金切削工具扩产项目	项目建设完成后将具有年产整体刀具产品 200 万件、可转位刀片 3,000 万件、超硬刀具 170 万件的生产能力。	目前正在进行设备采购工作，土建安装工程开始施工，各项工作按计划有序推进。
厦门金鹭成都切削工具生产基地	具备年产 3000 万件可转位刀具、400 万件整体刀具和 200 万件超硬刀具产能。	目前处于土建施工阶段，预计于 2030 年底建成投产。
厦门金鹭金属切削方案工程中心项目	建成年销售额 3.8 亿的金属切削方案工程中心并配套精密陶瓷粉末销售 1,000 吨。	目前已完成土地合同签订，预计于 2028 年底建成投产。
广东友鹭年产 120 万件整体刀具项目	新建年产 120 万件整体刀具。	已完成设备采购工作，目前处于厂房装修施工阶段，预计于 2026 年底建成投产。
厦门金鹭二次资源再生项目	建设厦门金鹭二次资源再生项目。	目前处于项目前期准备工作阶段，预计 2027 年 9 月建成投产。
厦门朋鹭年产 1500 吨 RTP 混合料项目	建设年产 1,500 吨 RTP 混合料项目。	目前处于项目前期准备工作阶段，预计 2027 年 12 月建设完成。
九江金鹭刀片毛坯项目	年产 2 亿片数控刀片基体厂房并新增年产 5500 万片数控刀片基体产能建设项目。	正在进行厂房建设与设备采购，预计厂房 2026 年内建成，预计于 2026 年至 2028 年陆续完成投产。
洛阳金鹭扩产硬面材料产线建设项目	建设年产 500 吨钛基热喷涂粉产线及年产 1,000 吨镍基喷涂粉产线。	目前正在进行厂房建设，各项工作按计划有序推进。
厦门虹鹭细钨丝产线建设项目	1,000 亿米光伏用钨丝产线建设项目。	项目于 2026 年 2 月经公司第十届董事会第二十四次会议审议通过变更，目前正在进行设备投资建设，各项工作按变更后计划有序推进。
成都鼎泰新材料建设项目	新建年产 200 吨精磨钼片生产线项目。	一期产能已建成，并逐步投产。
泰国虹波 5000 吨综合钼酸铵生产基地项目	建设年产 5,000 吨综合钼酸铵生产线，达产后将形成年产 5,000 吨综合钼酸铵、3,900 吨三氧化钼、1,000 吨钼粉、500 吨钼条的产品产能。	正在进行施工建设，预计 2027 年部分生产线开始投产。

资料来源：公司 2026 年中报、湘财证券研究所

4.2 稀土板块与电池材料板块协同发展

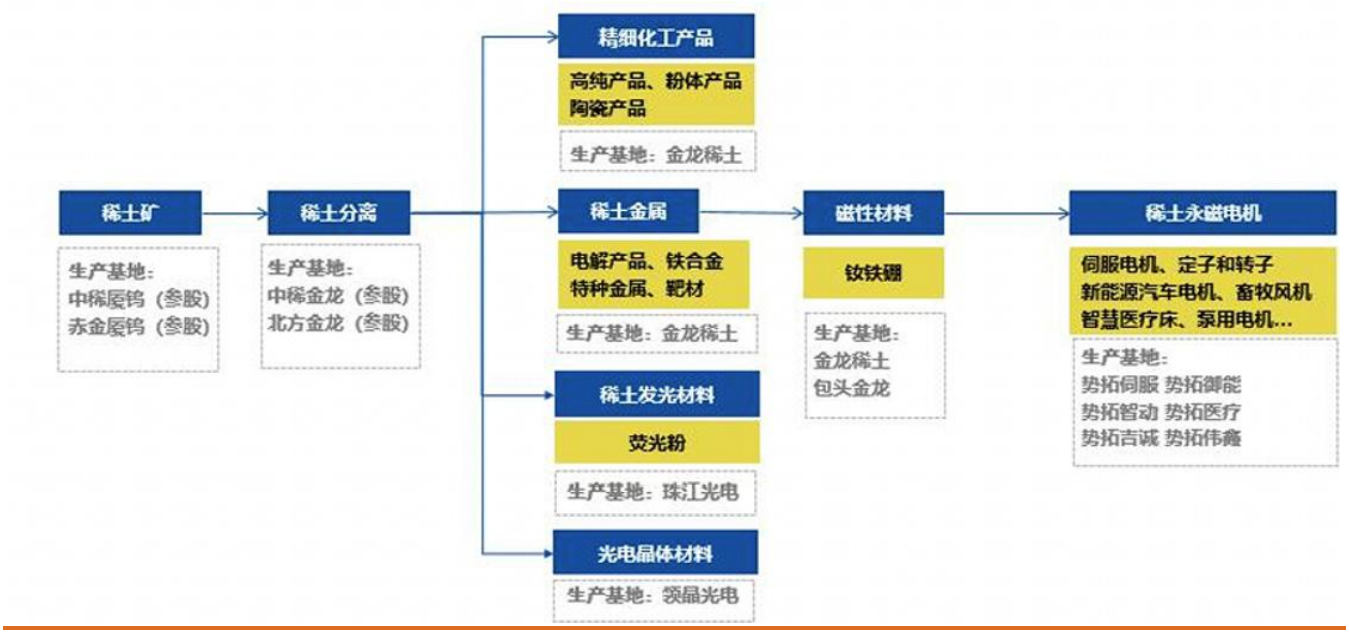
战略参股+联合开发布局稀土矿山开采及冶炼分离，自主开发高附加值稀土深加工业务及下游应用。公司是国家重点稀土集团，具有较高的行业地位，

仅供内部参考，请勿外传

多年来在稀土领域逐步构建起全产业链覆盖协同体系。公司已经形成了稀土氧化物精深加工-稀土金属合金及靶材-稀土发光材料-磁性材料较为完整的稀土深加工产业链，且已经具备了稀土资源回收的业务能力，是稀土行业深加工比例高、产业链全、极具综合竞争力的企业。

- 在稀土前端资源领域，公司通过战略参股+联合开发方式布局矿山开采及冶炼分离环节，确保上游资源稳定供应。在稀土国内资源整合中，公司参股中稀厦钨，共同开发福建稀土资源；在稀土冶炼分离领域，公司与中国稀土集团、北方稀土合作建设、运营稀土冶炼分离产业，推动稀土资源高质化利用，为公司稀土产业提供原料保障。
- 在后端深加工领域，公司自主深度开发高附加值产品，构建稀土高纯氧化 物、稀土金属加工、发光材料、高性能磁性材料、光电晶体全产业闭环。
- 在下游应用领域，公司培育发展面向工业节能、伺服电机、汽车电机、现代农业、绿色环保等领域应用的稀土永磁电机业务，同时依托高纯稀土氧化物在 MLCC 等电子元器件领域的关键应用，积极布局面向消费电子、汽车电子、AI 服务器等领域应用的钛酸钡及配方粉业务。

图 35 公司稀土产业链主要业务及相关布局



资料来源：公司 2006 年中报、湘财证券研究所

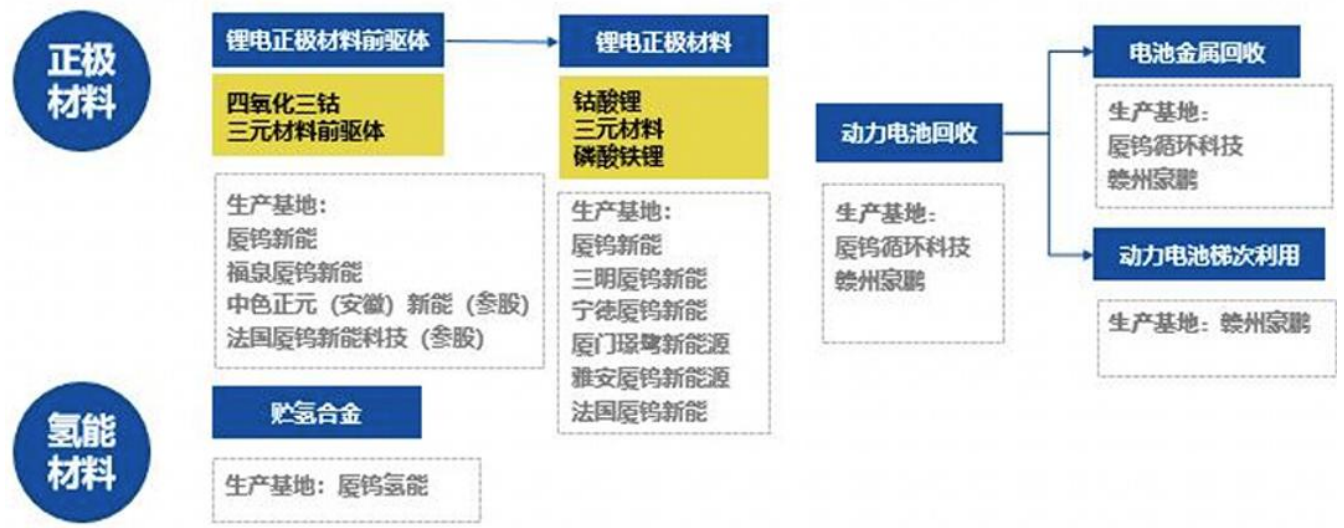
- 公司控股子公司金龙稀土是稀土精深加工以及稀土功能材料业务的主要生产主体，同时也是福建省稀土产业的龙头企业，其子公司珠江光电新材料公司是公司荧光粉业务生产主体。公司光电晶体材料业务主体为厦门领晶光电科技。

仅供内部参考，请勿外传

公司依托厦钨新能上市平台，坐稳钴酸锂龙头地位，氢能材料细分领域行业领先，磷酸铁锂材料形成差异化竞争优势，稳步推进锂电材料前沿技术开发。

- 公司凭借在高电压钴酸锂领域技术领先和优质客户优势，持续巩固行业龙头地位，同时在氢能材料细分领域处于行业领先地位。
- 公司水热法工艺磷酸铁锂依靠兼顾高低温和循环性能的优势，大批量供货高端车用市场，形成较强的差异化竞争优势。
- 公司凭借高电压、高功率三元材料的技术优势市场份额居于国内排名前列。同时稳步推进正极补锂材料、钠电正极材料、固态正极材料等前沿技术研发，大力布局开发下一代新能源材料产品。
- 公司新能源材料相关业务隶属于上市子公司厦钨新能，依托厦钨新能及其下属各子公司布局新能源材料产业链相关业务。

图 36 公司新能源材料产业链主要业务及相关布局



资料来源：公司 2006 年中报、湘财证券研究所

5 核心假设

钨钼业务板块，据百川盈孚，2026Q1/Q2/Q3 白钨精矿市场均价分别为 73.93 万元/吨、63.01 万元/吨和 41.62 万元/吨，同比涨幅分别为 420.27%、297.54%和 85.89%，8-9 月份以来钨精矿价格逐步走平，加上四季度为钨需求的旺季，假设四季度均价维持平稳，则 2026 全年均价涨幅有望达 154.27%，受益于钨矿中长期供给约束，叠加传统需求稳定和新兴领域需求增长，2027-2028 年钨价仍有望保持中枢高位小幅增长的格局。考虑矿端收入占比和洛阳豫鹭停产对 2026 年下半年的负面影响，2027 年行洛坑钨矿运输能力改造及后续深部勘察项目增储潜力，博白县油麻坡钨钼矿建设项目 2027-2028 年增产，公司深加

仅供内部参考，请勿外传

工项目产能集中投产支撑 2026-2028 年钨制品较高收入增速，我们假设公司钨钼板块 2026-2028 年收入增速 56.12%、18.00%和 14.00%。毛利率方面，公司 2026 年受益于钨矿价格大幅上涨及产品结构调整毛利率同比大幅提升，2027 年受洛阳豫鹭停产，高毛利的矿端业务收入下降短期带动板块毛利率下滑，2028 年随着钨矿增量项目落地及深加工进一步向高价值领域延伸，预计毛利率将回升。我们假设钨钼板块 2026-2028 年毛利分别为 36%、33%和 36%。

稀土板块，2026 年受益于价格大涨和磁材产能释放带动，公司稀土产品有望保持量价齐升，随着稀土战略价值延续及供给端生产配额政策的严控，价格中长期有望保持向上趋势。公司长汀基地高性能稀土永磁材料产线设备更新与智能化升级项目建设将金龙稀土长汀基地钕铁硼毛坯产能提升至 18,000 吨，同时包头金龙高性能钕铁硼磁性材料项目（二期）设计 5,000 吨磁材增量，此外公司深加工产品磁性材料积极拓展海外市场，有望提升现有产能利用率。我们假设 2026-2028 年公司稀土板块营收增速分别为 50.80%、30%、22%，毛利率分别为 11.80%、12.00%和 12.00%。

电池材料板块，2026 年受到锂电材料价格上涨驱动营收有望大幅增长，公司锂电材料规划项目较多，但考虑行业目前产能过剩、竞争激烈，未来两年随产能释放三元材料销量将保持稳定增长，而钴酸锂下游 3C 需求低速增长态势将维持，考虑公司在钴酸锂的龙头地位及三元材料相关产品结构不断向高端调整，毛利率基本能保持稳定。我们假设 2026-2028 年公司电池材料板块收入增速分别为 53.9%、12%、12%，毛利率分别为 9%、9%、9.2%。

表 11 公司核心业务业绩预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
钨钼板块				
营业收入(亿元)	196.321	306.50	361.67	412.30
同比增速(%)	17.17%	56.12%	18%	14%
毛利率(%)	28.38%	36.00%	33.00%	36.00%
稀土板块				
营业收入(亿元)	60.02	90.51	117.66	143.55
同比增速(%)	32.90%	50.80%	30.00%	22.00%
毛利率(%)	10.08%	11.80%	12.00%	12.00%
电池材料板块				
营业收入(亿元)	198.13	304.93	341.52	382.50
同比增速(%)	47.55%	53.90%	12.00%	12.00%
毛利率(%)	9.78%	9.00%	9.00%	9.20%

资料来源：公司 2025 年年报、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

6 投资建议

供给约束、传统领域需求稳定、高端及新兴领域钨材需求增长确定，钨价中长期中枢有望维持高位，公司多举措不断提升矿端资源自给率，同时多领域布局深加工钨材业务，聚焦产业链高价值环节，多个重点项目未来两三年内建成投产将推动公司盈利规模持续增长。同时在稀土板块，公司战略参股+联合开发布局稀土矿山开采及冶炼分离，自主开发高附加值稀土深加工业务及下游应用；在电池材料板块，公司依托厦钨新能上市平台，坐稳钴酸锂龙头地位，氢能材料细分领域行业领先，磷酸铁锂材料形成差异化竞争优势，稳步推进锂电材料前沿技术开发，两大板块将继续起到协同发展作用。我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 715.53 亿元、836.75 亿元和 956.53 亿元，同比分别增长 54.66%、16.94%、14.31%；归母净利润分别为 49.09 亿元、59.76 亿元、76.73 亿元，同比分别增长 112.55%、21.75%、28.39%。对应 2026 年 9 月 24 日收盘价，市盈率分别为 15.17、12.46、9.70 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

7 风险提示

钨、稀土及锂电材料产业链价格波动风险，政策变动风险，需求不及预期风险，宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险，产能建设不及预期风险。

公司 2026 年业绩预测对钨钼板块营收变动相对敏感。经敏感性测试，公司钨钼板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 1.35%；公司稀土板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 0.11%；公司钨钼板块营收每增长/下降 1%，公司归母净利润增长/下降 0.35%。公司业绩对钨钼板块营收变动更为敏感。

公司 2026 年业绩预测对钨钼板块及电池材料毛利率变动敏感。经敏感性测试，公司钨钼板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 3.72%；公司稀土板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 1.13%；公司钨钼板块毛利率每增减 1 个百分点，公司归母净利润增长/下降 3.7%。公司业绩对钨钼板块及电池材料板块毛利率敏感。

仅供内部参考，请勿外传

附表 1 厦门钨业财务报表以及相应指标（百万元）

利润表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	35196.46	46264.58	71553.46	83675.23	95653.03	**收益率**					
减:营业成本	28850.47	37984.40	56421.58	66920.61	75186.82	毛利率	18.03%	17.90%	21.15%	20.02%	21.40%
营业税金及附加	231.79	400.98	610.00	710.00	810.00	三费/销售收入	9.04%	7.94%	7.14%	7.15%	7.09%
营业费用	412.29	477.38	680.00	790.00	900.00	EBIT/销售收入	10.08%	9.41%	12.20%	12.52%	13.96%
管理费用	1008.33	1166.84	1430.00	1670.00	1900.00	EBITDA/销售收入	13.45%	12.38%	14.41%	14.48%	15.84%
研发费用	1456.15	1739.67	2500.00	2930.00	3320.00	销售净利率	7.69%	7.24%	9.80%	10.06%	11.30%
财务费用	303.72	291.48	500.00	590.00	660.00	**资产获利率**					
减值损失	-247.75	-506.98	-1600.00	-600.00	-600.00	ROE	10.87%	13.43%	23.62%	23.82%	25.13%
加:投资收益	224.62	36.35	100.00	100.00	100.00	ROA	7.80%	7.76%	11.21%	13.79%	14.56%
公允价值变动损益	7.29	25.44	5.00	5.00	5.00	ROIC	9.11%	10.82%	22.33%	18.21%	23.94%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**增长率**					
营业利润	2917.86	3758.64	9616.88	10269.62	13081.21	销售收入增长率	-10.66%	31.45%	54.66%	16.94%	14.31%
加:其他非经营损益	326.22	302.71	314.38	314.38	314.38	EBIT 增长率	3.55%	22.69%	100.59%	19.96%	27.51%
利润总额	3244.09	4061.36	9931.26	10584.00	13395.59	EBITDA 增长率	3.48%	21.03%	79.93%	17.50%	25.07%
减:所得税	538.53	710.60	1218.94	1466.85	1888.59	净利润增长率	7.47%	23.85%	109.28%	20.03%	28.39%
净利润	2705.56	3350.76	8712.32	9117.15	11507.00	总资产增长率	15.76%	23.32%	38.93%	-2.48%	20.77%
减:少数股东损益	977.62	1041.38	2103.70	2440.97	3134.03	股东权益增长率	41.84%	8.17%	20.83%	20.70%	21.71%
归属母公司股东净利润	1727.93	2309.37	4908.62	5976.17	7672.97	经营营运资本增长率	-26.81%	24.36%	109.00%	-1.54%	46.31%
资产负债表	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	**资本结构**					
货币资金	6974.04	3971.257	10733.02	12551.28	14347.95	资产负债率	46.44%	52.41%	58.44%	48.51%	48.01%
交易性金融资产	502.77	1879.00	1879.00	1879.00	1879.00	投资资本/总资产	67.39%	57.22%	60.95%	61.01%	62.48%
应收和预付款项	5783.96	8448.64	13522.18	12190.46	17175.25	带息债务/总负债	40.18%	24.77%	37.31%	24.73%	26.13%
其他应收款（合计）	103.71	116.87	224.28	174.66	281.39	流动比率	1.68	1.28	1.39	1.79	1.85
存货	8383.48	14602.21	25698.91	22101.52	31603.35	速动比率	0.92	0.56	0.65	0.87	0.86
其他流动资产	2508.36	3878.54	4129.98	6030.93	6601.12	股利支付率	38.59%	27.50%	27.00%	28.00%	29.00%
长期股权投资	3656.82	3421.93	3521.93	3621.93	3721.93	收益留存率	0.61	0.73	0.73	0.72	0.71
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**资产管理效率**					
投资性房地产	54.16	50.99	41.71	32.44	23.16	总资产周转率	0.77	0.83	0.92	1.10	1.04
固定资产和在建工程	14472.98	16148.36	14775.45	14042.55	12975.78	固定资产周转率	3.03	3.20	5.46	6.77	7.37
无形资产和开发支出	1690.30	2029.02	1948.82	1868.62	1768.41	应收账款周转率	6.49	5.86	5.70	7.37	5.99
其他非流动资产	5093.71	5059.28	5164.63	5268.98	5372.33	存货周转率	3.44	2.60	2.20	3.03	2.38
资产总计	45463.76	56067.29	77893.71	75965.78	91746.35	**业绩和估值指标**	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
短期借款	2581.29	4412.19	12617.83	3748.65	7142.46	EBIT	3547.81	4352.84	8731.26	10474.00	13355.59
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	4733.67	5729.00	10308.29	12112.03	15148.49
应付和预收款项	8311.68	16950.59	23384.38	22581.81	27386.73	NOPLAT	2679.15	3315.77	7165.10	8646.43	11095.78
长期借款	5902.26	2865.82	4365.82	5365.82	4365.82	净利润	1727.93	2309.37	4908.62	5976.17	7672.97
其他负债	6898.80	9567.65	17773.29	8904.11	12297.93	EPS	1.088	1.455	3.092	3.764	4.833
负债合计	21112.73	29384.06	45523.49	36851.73	44050.47	BPS	10.017	10.835	13.092	15.803	19.234
股本	1587.68	1587.59	1587.59	1587.59	1587.59	PE	43.09	32.24	15.17	12.46	9.70
资本公积	6643.59	6650.96	6650.96	6650.96	6650.96	PB	4.68	4.33	3.58	2.97	2.44
留存收益	7671.52	8963.28	12546.57	16849.42	22297.22	PS	2.12	1.61	1.04	0.89	0.78
归属母公司股东权益	15902.79	17201.82	20785.12	25087.96	30535.77	PCF	24.03	25.06	226.16	5.68	23.01
少数股东权益	8448.24	9481.41	11585.11	14026.08	17160.11	EV/EBIT	25.14	20.52	11.58	9.14	7.58
股东权益合计	24351.03	26683.23	32370.22	39114.04	47695.88	EV/EBITDA	18.84	15.59	9.81	7.90	6.68
负债和股东权益合计	45463.76	56067.29	77893.71	75965.78	91746.35	EV/NOPLAT	33.29	26.94	14.12	11.07	9.12
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/IC	2.91	2.78	2.13	2.07	1.77
经营性现金净流量	3098.65	2970.67	329.23	13098.56	3235.79	ROIC-WACC	2.55%	4.26%	15.77%	11.65%	17.38%
投资性现金净流量	-3326.28	-1892.09	-1447.78	-1147.78	-947.78	股息率	0.90%	0.85%	1.78%	2.25%	2.99%
筹资性现金净流量	2632.10	-2466.81	7880.31	-10132.51	-491.34						
现金流量净额	2422.12	-1364.82	6761.76	1818.27	1796.67						

资料来源：Wind、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。