仅供内部参考，请勿外传！

9 月钨板块大跌，价格下行期产业链博弈升温

相关研究：

《8月钨板块反弹，产业链价格仍受制弱需求》 20260907

《7月钨板块估值大幅回调，产业链价格淡季僵持修整》 20260731

行业评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-13	-32	106
绝对收益	-19	-45	100

注：相对收益与沪深 300 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楼湘财证券研究所

核心要点：

- **9 月钨行业跌幅较大，大幅跑输基准，行业估值大幅回落**

据 Wind 数据，2026 年 9 月[1]钨行业累计下跌 18.74%，跑输基准（沪深 300）12.95 pct。行业估值（市盈率 TTM）自月初 35.53x 降至 28.79x，当前处于 50.62%[2]历史分位。

- **9 月国内钨产业链价格下调，产业链上下游博弈持续升温，海外缺乏终端需求提振，国际钨价跟随国内走弱，海内外价差持续收窄**

9 月国内钨价下调，产业链上下游博弈持续升温，矿端长单价下调带动看跌情绪，冶炼端成本支撑减弱及需求不足致价格疲软。矿端方面，月内市场博弈加剧，产业链信心偏弱，下半月头部企业下调长单价格，直接带动现货价格重心进一步下移，矿端部分持货方为加快周转让利出货，但下游冶炼企业压价意愿较强，维持按需少量补货节奏以待价格进一步回落，对偏高价位货源接受度较低，贸易商亦不愿承接高价货源。据 Wind 数据，2026 年 9 月国内 65%黑钨精矿月均价环比小跌 1.85%至 40.7 万元/吨，同比涨 46.55%，涨幅较 8 月收窄 50.78pct；国内 65%白钨精矿均价环比小跌 1.86%至 40.45 万元/吨，同比涨 46.44%，涨幅较 8 月收窄 51.56pct。**中游冶炼加工端，**月内上游钨精矿长单松动下调，成本端支撑边际减弱，下游粉末企业随用随采，无集中备货下需求不足，看跌心态影响大单洽谈推进，部分 APT 企业停产或停止报价出货。碳化钨市场价格疲软，终端需求持续低迷，下游采购不足导致市场资源流通滞缓，生产企业及持货商出货压力攀升，成交量持续偏弱。据 Wind 数据，2026 年 9 月国内仲钨酸铵（88.5%）月均价环比跌 3.02%至 58.49 万元/吨，同比上涨 454.9%，涨幅较 8 月收窄 48.9pct；国产碳化钨（2-10um）月均价环比跌 7.31%至 835.71 元/公斤，同比上涨 36.54%，涨幅较 8 月收窄 61.06pct；国产钨粉（≥99.7%，2-10um）月均价环比跌 7.72%至 893.81 元/公斤，同比上涨 39.34%，涨幅较 8 月收窄 59.67pct。**下游产品方面，**据 Wind 及百川盈孚数据，钨丝（江西产，0.8mm≤d≤1.0mm）、钨条（江西产，99.95%）、钨铁(W70)、刀具用硬质合金及矿用硬质合金月均价分别为 1338.67 元/公斤、978.67 元/公斤、62.61 万元/吨、1071 元/公斤和 956 元/公斤，环比分别为-4.38%、-5.9%、-4.5%、-5.64%和-6.27%，同比分别为+75.07%、+53.16%、+57.62%、+72.28%和+43.4%，涨幅较 8 月分别收窄 70.77pct、54.7pct、52.28pct、77.27pct 和 60.04pct。

9 月海外市场缺乏有力提振，国际钨价跟随国内走弱，海内外价差持续收窄。据百川盈孚，2026 年 9 月欧洲钨铁（75%）月均价环比小跌 1.46%至 180 美元/千克，同比上涨 127.19%，涨幅较 8 月收窄 50.1pct；仲钨酸铵（88.5%）中国 FOB 和鹿特丹月均价分别为 2598.33 美元/吨度和 2920 美元/吨度，环比变动分别-8.57%和-5.75%，同比分别上涨 386.58%和 413.33%，涨幅较 8 月分别收窄 140.64pct 和 119.95pct。9 月海外终端制造业需求偏弱，海外客户压价心态明显，进出口订单增量有限，外盘报价

1 本月行业涨跌幅及价格统计时间区间为 2026/09/01 至 2026/09/30，下同。

2 估值历史分位数计算使用数据区间为 2019/12/2 至 2026/09/30，下同。

仅供内部参考，请勿外传！

跟随国内走弱，全球钨原料流通没有明显缺口，海外市场难对国内价格形成拉动。

- **9 月钨矿端生产维持常态，但冶炼环节压力凸显，冶炼企业启动减产或阶段性停产增加，行情持续走弱下企业主动调低开工负荷，以规避持续亏损风险，产业链成品货源释放节奏有所放缓**

9 月钨矿端供给月环比小幅增加，但冶炼加工端因价格下跌、利润挤压倒挂主导降低开工，双节前需求偏弱致库存压力上升。9 月原料端矿山生产基本维持常态，月度供给环比小幅增长，但冶炼环节压力凸显，越来越多冶炼企业启动减产或是阶段性停产操作，产业链成品货源释放节奏有所放缓。据百川盈孚，2026 年 9 月国内钨精矿供给端环比增加，月产量 8010 吨，环比增长 2.3%，同比下降 1.11%；截至 9 月累计产量 6.96 万吨，同比下降 4.63%。月度开工率升 1.31pct 至 58.66%。冶炼端，9 月多重因素导致仲钨酸铵产量大幅减少，APT 价格跟随精矿价格持续下行，部分冶炼企业出现加工倒挂，生产利润被挤压甚至亏损，企业主动下调开工负荷，部分厂家选择阶段性检修、降产控量以规避库存损失；加之跨双节产业链整体成交转淡，市场观望情绪浓厚，部分冶炼企业暂缓排产，等待市场企稳。据百川盈孚，2026 年 9 月仲钨酸铵产量为 7250 吨，环比大幅下降 27.61%，同比下降 26.77%；截至 9 月累计产量约 8.60 万吨，同比增长 6.42%，边际增速下滑明显。月度开工率为 46.01%，环比大幅下滑 17.54pct。碳化钨方面，月内下游硬质合金、钨材企业 “金九” 旺季订单兑现不及预期，粉末制品企业对钨粉、碳化钨采购仅维持刚需，粉末企业成品去库节奏缓慢，成品库存压力上升，主动压减开工率，加之双节前下游提前放缓生产节奏，补库需求未能如期释放，内外需求同步偏弱，企业经营普遍谨慎。据百川盈孚，2026 年 9 月碳化钨粉产量为 3267 吨，环比减少 5.8%，同比下降 19.93%；截至 9 月累计产量 3.24 万吨，同比增幅 0.53%。同期行业开工率为 57.91%，环比下降 3.56pct。

行业整体呈现累库，中游冶炼端库存因下游保守及成交停滞累积明显。据百川盈孚，2026 年 9 月钨精矿库存环比增加 10%至 385 吨，仲钨酸铵及碳化钨粉工厂库存环比分别增长 60%和 17.11%至 560 吨和 89 吨。月内产业链库存呈现分化格局，矿山端原料库存压力不大，而冶炼厂、贸易商手中成品库存存在累积迹象，下游不敢囤货导致库存压力向冶炼端转移，而多数持货商不愿低价甩货，市场进入有价无货、成交停滞的僵持状态。

月内需求端持续偏弱，下游对后市缺乏信心导致补库周期拉长。月内下游需求端持续偏弱，硬质合金、刀具等传统下游行业订单表现平淡，终端制造企业开工不足，仅维持基础刚需采购，新兴领域需求体量尚不足以扭转整体偏弱格局。下游客户看空市场状态下采购周期拉长，大批量补库动作基本绝迹。

- **产业链盈利持续下降，但向矿端倾斜，中游冶炼加工盈利收缩促使部分亏损企业主动控产**

矿端利润持续走低，但仍是产业链最佳盈利环节。据百川盈孚，2026 年 9 月钨精矿行业模拟平均毛利润为 23.9 万元/吨，月环比降低 5.53%，环比降幅较 8 月小幅收窄。月内全产业链盈利水平低位，产业链利润持续向原料端倾斜。

中游冶炼及加工环节盈利持续压缩，部分企业陷入亏损。据百川盈孚，2026 年 9 月仲钨酸铵行业模拟平均毛利润为 0.27 万元/吨，月环比上行 12.5%；碳化钨行业模拟毛利润为-16 元/公斤，月环比降低 229.03%。月内冶炼加工环节盈利空间不断收窄，部分冶炼企业陷入亏损，受此影响，企业主动控产避险意愿增强。下游制品企业同样盈利微薄，因此尽量压低

仅供内部参考，请勿外传！

成本，进一步传导市场悲观情绪。

❑ 投资建议

短期看，钨行业市场核心矛盾集中在需求疲软与冶炼产能博弈，9 月供应端收缩已现，但从库存积累来看，需求弱势仍是决定因素，目前供给收缩幅度尚不足对价格弱势产生实质性扭转，核心仍要看下游终端需求改善状况或冶炼厂减停产范围是否继续扩大足以支撑价格企稳。

中长期看国内钨矿上品位下降、超采率控制、钨矿开采总量指标收紧趋势、对钨等战略性金属进行出口管制、钨资源开采成本上升等多重因素导致钨供给端约束越来越强；而在全球钨竞争格局中，我国钨行业在全球储量及产量占据龙头位置，国内钨精矿行业集中度高，且随着小矿山逐渐减少，资源进一步向大型企业集中，随着国内钨产业升级在全球钨供给中份额持续提升；需求端，全球钨需求有望呈现持续增长态势，其中不乏 AI PCB 精密刀具、军工航天领域等高附加值亮点领域，叠加全球供应缺口难以填补，供给受限叠加需求结构性调整下，钨中长期紧平衡有望维持。

维持行业“增持”评级，建议关注钨资源优势丰富且有进一步储备增长潜力，以及一体化产业布局，在深加工和新兴领域产品加大研发投入和产能布局的中钨高新，以及钨矿自给率有望不断提升，深加工钨材重点项目逐步进入释放期的厦门钨业。

❑ 风险提示

钨价波动风险，行业产能大幅增加风险，政策变动风险，工业景气度持续下滑导致下游需求不及预期的风险，新兴领域需求放缓风险，其他材料替代风险。



仅供内部参考，请勿外传！

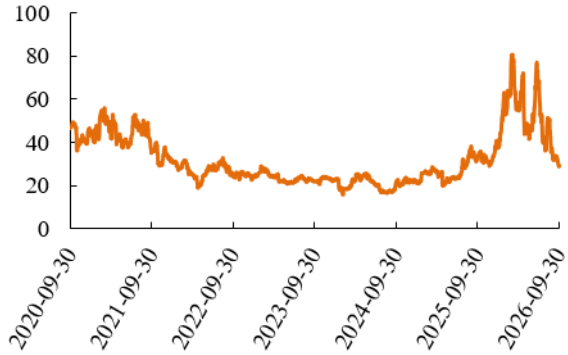
1 行业数据

图 1 钨行业相对大盘市场表现



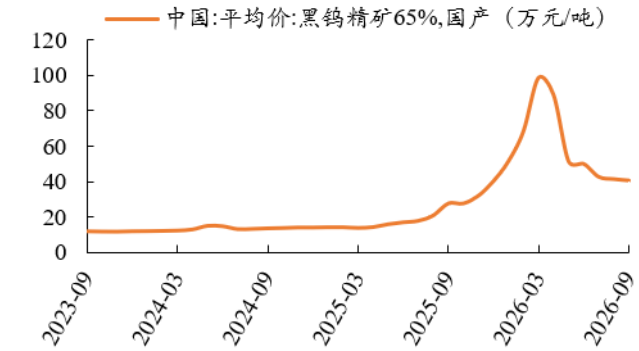
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 钨行业历史市盈率（TTM）走势



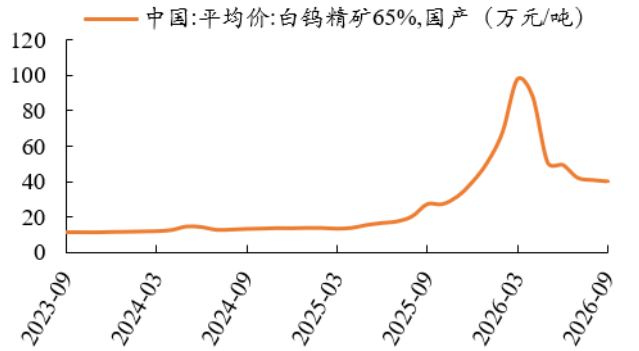
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 黑钨精矿（65%,国产）月均价走势



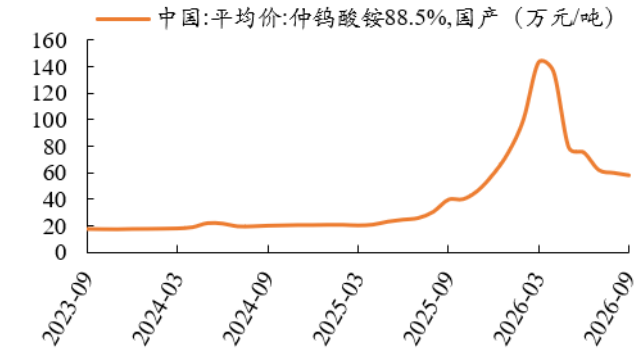
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 白钨精矿（65%,国产）月均价走势



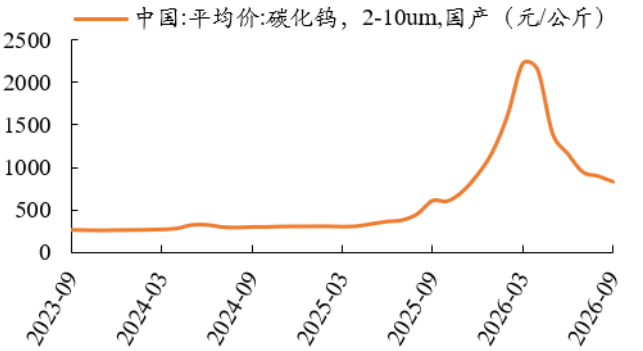
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 仲钨酸铵（88.5%,国产）月均价走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

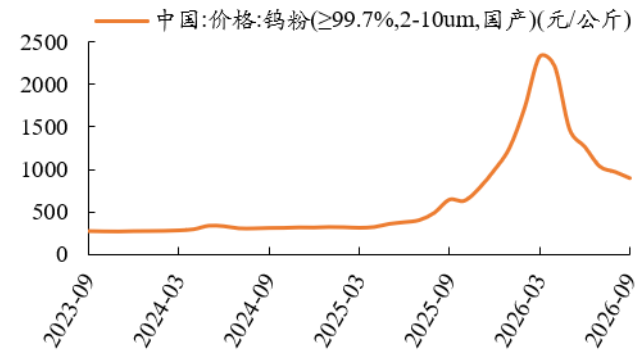
图 6 碳化钨（2-10um,国产）月均价走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

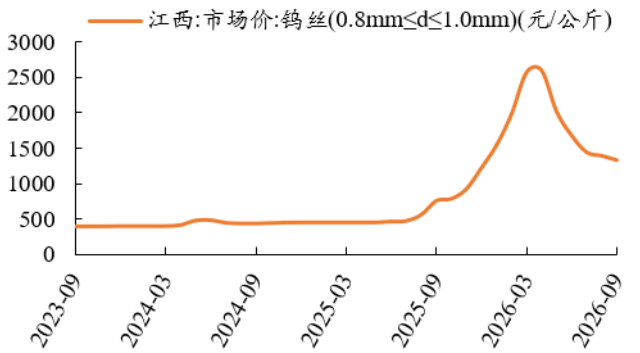
仅供内部参考，请勿外传！

图 7 钨粉（≥99.7%，2-10um，国产）月均价走势



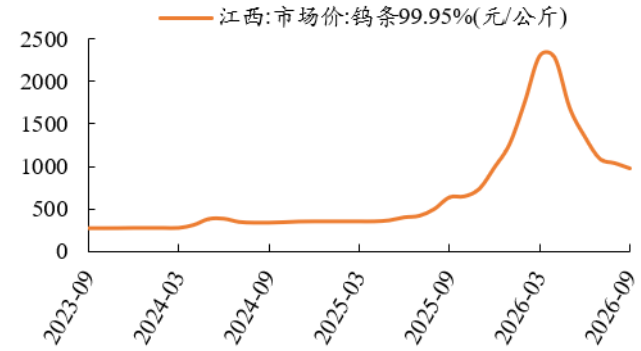
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 钨丝（0.8mm≤d≤1.0mm,江西）月均价走势



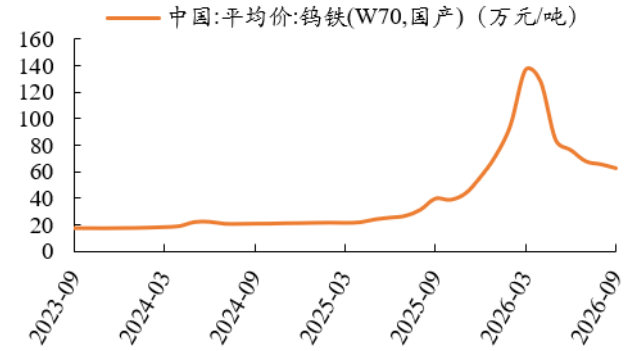
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 钨条（99.95%，江西）月均价走势



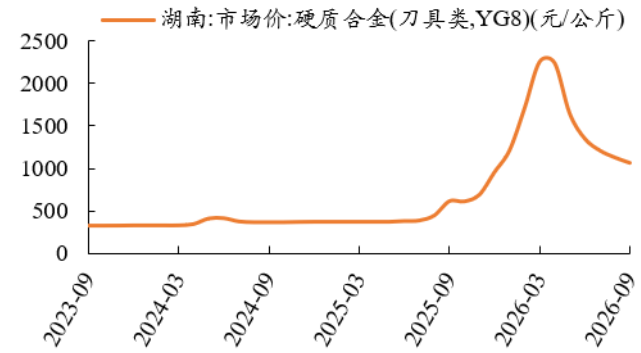
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 钨铁（W70,国产）月均价走势



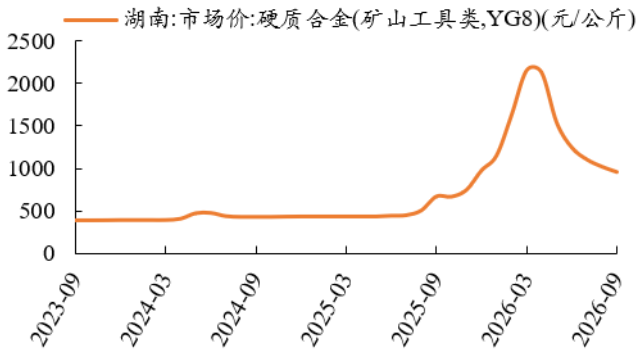
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 11 硬质合金（刀具类,YG8，湖南）月均价走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

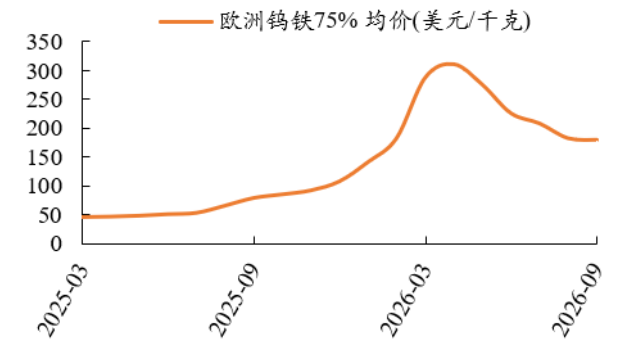
图 12 硬质合金（矿山工具类,YG8,湖南）月均价走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

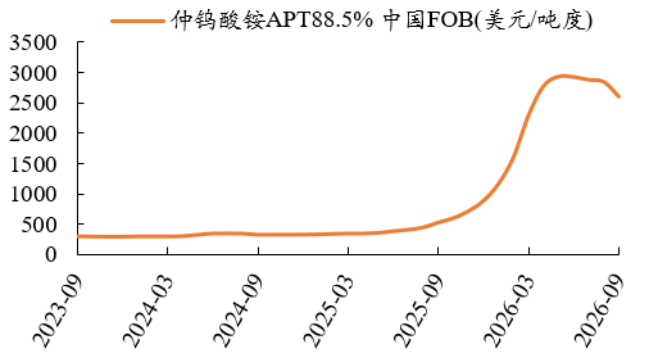
仅供内部参考，请勿外传！

图 13 欧洲钨铁（75%）月均价走势



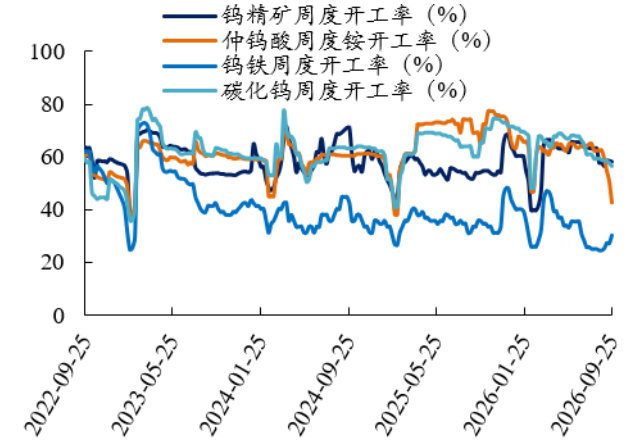
资料来源：百川盈孚、湘财证券研究所

图 14 仲钨酸铵中国 FOB（APT 88.5%）月均价走势



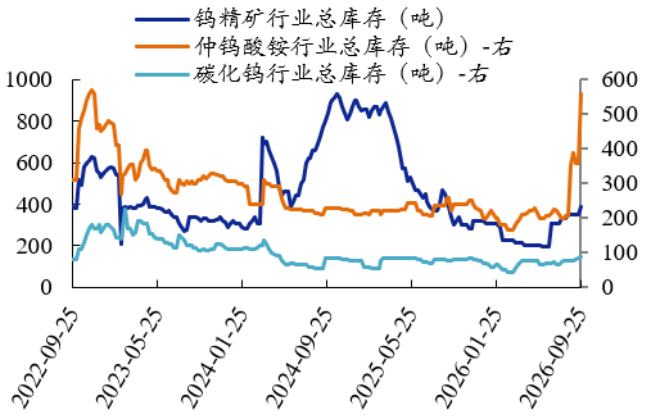
资料来源：百川盈孚、湘财证券研究所

图 15 钨产业链开工率情况



资料来源：百川盈孚、湘财证券研究所

图 16 钨产业链库存走势



资料来源：百川盈孚、湘财证券研究所

2 投资建议

短期看，钨行业市场核心矛盾集中在需求疲软与冶炼产能博弈，9 月供应端收缩已现，但从库存积累来看，需求弱势仍是决定因素，目前供给收缩幅度尚不足对价格弱势产生实质性扭转，核心仍要看下游终端需求改善状况或冶炼厂减停产范围是否继续扩大足以支撑价格企稳。中长期看国内钨矿上品位下降、超采率控制、钨矿开采总量指标收紧趋势、对钨等战略性金属进行出口管制、钨资源开采成本上升等多重因素导致钨供给端约束越来越强；而在全球钨竞争格局中，我国钨行业在全球储量及产量占据龙头位置，国内钨精矿行业集中度高，且随着小矿山逐渐减少，资源进一步向大型企业集中，随着国内钨产业升级在全球钨供给中份额持续提升；需求端，全球钨需求有望呈现持续增长态势，其中不乏 AI PCB 精密刀具、军工航天领域等高附加值亮点领域，叠加全球供应缺口难以填补，供给受限叠加需求结构性调整下，钨中长期紧平衡有望维持。

仅供内部参考，请勿外传！

维持行业“增持”评级，建议关注钨资源优势丰富且有进一步储备增长潜力，以及一体化产业布局，在深加工和新兴领域产品加大研发投入和产能布局的中钨高新，以及钨矿自给率有望不断提升，深加工钨材重点项目逐步进入释放期的厦门钨业。

3 风险提示

钨价波动风险，行业产能大幅增加风险，政策变动风险，工业景气度持续下滑导致下游需求不及预期的风险，新兴领域需求放缓风险，其他材料替代风险。

湘财证券
XIANGCAI SECURITIES

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。