

首席周观点：2026年第5周

2026年1月29日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：工业金属板块已进入新一轮强景气周期供应缺口或仍有趋势性放大可能

全球金属行业上游进入弱供给周期。全球金属品种的矿端有效供给增量延续刚性化特征，2025年全球金属矿业上游勘探投入在2024年下降3%（124.8亿美元）基础上进一步下滑0.64%至124亿美元。尽管3年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如2021-2023全球矿山领域年均勘探投入已升至123.2亿美元（累计上升35.4%，该数据创1997年以来9个周期中第二高位，并触及2009—2011年该阶段水平）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游资本支出环境恶化。从最新数据观察，2025年绿地勘探项目的数量占勘探项目比例持续降至新的纪录低点（2024年27.9亿美元@22.36%，2025年26.04亿美元@21%），而全球活跃的勘探项目同样较2024年的低点-2%至2166个。但与之对应的在产矿区项目投入占矿区项目投入比例却持续增长（如2024年已升至49.8亿美元，占比40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现明显弱化。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在2028年前或延续强刚性化特征。

全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速，供给强刚性化特征显现垂直化扩散。从全球28种矿业项目年均产出增速观察，24年矿端实际供给增速由6.35%降至2.22%，仅为近30年供给增速均值的49.8%（1995—2024年全球矿端供给平均年增速为4.45%）。而从中国金属实际产出角度观察，中国10种有色金属月度累计产量供给增速2023-2024年间均值为6.79%（2024年均值降至5.95%），这一方面解释了金属矿端供给相对冶炼端需求偏紧的现状（近两年持续性低TC的原因），另一方面则暗示金属实际产出的供给增速仍呈周期性偏刚性的特点。此外，进入2025年后，矿端供给的弱态化对金属产出的实际供给形成压制。截止至2025年10月，中国十种有色金属产量增速均值由2024年同期的6.3%大幅降至2.6%，周期性数据的变化印证了供给端的刚性化状态已从矿端向冶炼端扩散的现状。

各金属品种的后期供给状态或有弹性变化。根据近年来全球矿业项目的数据变化观察，2025

年全球矿业勘探项目再度聚焦于黄金及铜，而前两个自然年度持续扩张的新能源金属则出现明显支出收缩。截至 2025 年 10 月，全球黄金及铜勘探预算分别增加+6.02 亿美元及+0.65 亿美元，但全球锂及镍勘探预算则分别下降-5.16 亿美元及-1.98 亿美元。黄金勘探再投入反映金价上涨对矿山企业现金流及利润流的有效改善，同时也显示资本市场环境优化推动初级矿业公司实际融资能力的回升；铜项目资金的持续性投入则凸显远期铜需求持续拓展的预期及供应可能出现短缺的担忧（加大上游勘探投入以保证长期资源储备）。此外，锂及镍资源勘探投入的明显回落印证品种价格弱化对项目经济可行性的实质性利空（预期回报率下滑令融资难度增加），导致相关矿企优先提升在产项目的运营效率（优化棕地项目）及通过投入低成本项目来替换高风险的勘探投入。数据的变化暗示全球贵金属及工业金属供给强刚性特征在远期或有所优化，而能源金属供给的强增速预期或显弱化。

有色金属全球总库存仍处近 35 年低位且再度显现去化迹象。金属的库存周期自 2013 年以来陷入长达十余年的趋势性去化，尽管 2024 年前三季度显现有效的周期性累库，但自 24M10 开始全球的显性库存再度显现趋势性的去化。至 25Q4，全球金属显性总库存已处于自 1990 年来约 25%分位水平。显性库存的持续弱化一方面显示全球金属供给延续刚性化特征，另一方面则暗示金属强势定价中低库存交易逻辑的强化。

铜精矿供给扰动频发，实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧。全球铜矿的实际供给扰动频发，事件性冲击导致铜精矿供应超预期收缩。据 ICSG 统计，2025 年全球铜矿产量增速或降至 1.4%，供需缺口或达 15 万吨，且 2026 年缺口或扩大至 30 万吨。年内 El Teniente 铜矿 7 月末发生事故（预计 2025 年-3.3 万吨铜产量）、全球第二大铜矿 Grasberg 于 9 月发生矿难（预计将在后续 12-15 个月内损失 50 万吨铜供应）等事件性冲击加剧了本就疲弱的铜矿供给状态，而运营成本上升（电力成本、人工成本上升）、海外持续的高融资成本、矿山品位下降等影响因素的持续，致使全球铜矿供给状态已经进入结构性的弱化，并对铜矿的有效产出造成实质性扰动。例如，受矿山老化、矿石品位下滑影响，2025 年前三季度，秘鲁 Antamina 矿山产量下降 26%，刚果（金）Kamoa-Kakula 项目 2025 年产量下调 28%。全球铜矿供给状态的阶段性承压亦被年内持续低迷的铜冶炼费用所印证。2025 年 11 月，智利国家铜业公司（Codelco）向中国买家提出 2026 年精炼铜年度合约升水报价高达 335-350 美元/吨（同比+275%），创历史新高，且远超当前现货溢价水平（不足 40 美元/吨），显示出铜供应结构性紧张下长期供应的刚性预期加剧。2025 年 2 月至 2026 年 1 月，铜精矿现货 TC 费用已连续一年维持负数区间，至 26M1 已降至-44.76 美元/吨，显示全球铜矿供给相对冶炼产能需求的显著短缺。矿端供给状态的结构性偏紧及冶炼厂利润空间被大幅压缩后可能面临的减产风险攀升，暗示 26 年全球铜行业的供给状态或依然维持强刚性化特征。

中国精炼铜产量增速或呈阶段性弱化。铜冶炼费用（TC/RC）对中国铜冶炼的实际产能利用率有直接影响，而进入 24 年 H2 后短端 TC 及 25 年长端 TC 价格均已出现大幅且持续性的下滑，这将对中国精炼铜行业的实际产能利用率形成压制。从数据的变化角度观察，2024 年中

国的长协铜 TC 价格为 80 美元/吨，推动国内冶炼企业开工率的攀升并带动 24 年中国精炼铜产量+5%至历史新高 1364 万吨。2025 年中国长协铜 TC 价格同比-73.4%至 21.25 美元/吨，且短端冶炼费用自 25M2 起持续维持负数区间，铜冶炼端盈利大幅缩减。受年内(25M1-25M11)铜价上行(累计+20.8%)及硫酸副产品价格上涨(累计+100.1%)催化，且考虑到 25 年长协 TC 及短协 TC 间的巨大差异(截至 12 月 10 日，长协 TC-短协 TC 年内均值=53.7 美元/吨)，25 年 M1-M10 国内精炼铜产量仍然维持同比增长趋势+9.7%至 1229.5 万吨。然而，进入 2026 年，Antofagasta 与中国冶炼厂的 2026 年长协 TC 报价已降至-15 美元/吨，国内铜冶炼厂或将迎来负数长协价格，实际冶炼利润率的恶化将对产能利用率形成收缩递导。此外，2025 年 12 月，中国铜原料联合谈判组(CSPT)通过联合谈判机制与 16 家铜矿生产商达成共识，2026 年中国或削减超 10%的铜冶炼产能以应对长期偏低的铜冶炼费用，中国矿产铜及精炼铜产量增速或显现阶段性弱化。综合考虑，我们认为 2026—2028 年间中国精炼铜产量或为 1435/1459/1500 万吨，期间 CAGR 仅为 2.2%，中国精铜产量增速或呈阶段性弱化。

铜板块相关标的：紫金矿业、洛阳钼业、金诚信、江西铜业、西部矿业。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2026 年度展望（I）：弱供给周期下的行业配置属性再探讨—工业金属板块已进入新一轮强景气周期》，2025-12-16



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：混合键合设备：AI 算力时代的芯片互连革命与 BESI 的领航之路

Q1：混合键合是什么？先进封装已成为驱动算力持续提升的“后摩尔时代”新引擎，键合技术的性能直接决定了集成系统的上限。键合技术本身经历了从引线键合、倒装芯片、热压键合到扇出封装的演进，最终迈向混合键合时代。混合键合通过铜-铜直接键合取代传统凸块，实现了 10 μ m 以下的超精细间距互连，在互连密度、带宽、能效和单位互连成本上带来数量级提升，是支撑 3D 堆叠与异构集成的关键突破。其工艺分为晶圆对晶圆（适合存储等均匀小芯片）和芯片对晶圆（适合大芯片及异构集成）。目前，混合键合已在 3D NAND、CIS（取代 TSV）等领域成熟应用，并正加速向 HBM、AI 芯片、DDR6+及 SoIC 等高性能计算场景

扩展，成为突破算力与带宽瓶颈、重塑产业链价值的核心使能技术。

Q2：混合键合的优势与挑战？混合键合拥有极致互连密度与性能突破、工艺兼容性与成本优化潜力以及三维集成与异构设计灵活性等优势。然而要成功大批量生产混合键合，需要解决与缺陷控制、对准精度、热管理、晶圆翘曲、材料兼容性和工艺吞吐量等相关的挑战。

Q3：混合键合设备未来市场需求？混合键合技术正从先进选项转变为 AI 时代的核心基础设施。在存储领域，HBM5 为实现 20hi 超高堆叠采用此项“无凸块”技术以突破物理极限；在逻辑集成侧，以台积电 SoIC 为代表的技术借其实现超高密度异构集成。行业已进入高速落地期：台积电等大厂提前扩产，HBM4/5 与高端 AI 芯片将率先规模应用，相关设备需求预计在 2030 年前实现数倍增长，标志着该技术已成为驱动下一代算力的确定方向。

Q4：海内外及中国大陆主要有哪些企业参与？混合键合设备市场呈现“海外主导、国产突破”的鲜明格局。荷兰 BESI 凭借在高端市场的深厚积累占据全球约 70% 的份额，呈现绝对龙头地位。与此同时，中国设备商正加速追赶并实现从零到一的突破：拓荆科技已推出首台量产级混合键合设备并获得重复订单，引领国产化进程；百教化学、迈为股份的混合键合设备已交付客户并进入产业化验证阶段。在行业高景气与国家大基金重点投入的驱动下，国产设备正凭借不断提升的精度与稳定性，在 3D 集成与先进封装的关键赛道上快速切入，市场份额有望持续提升。

Q5：BESI 如何成为 AI 驱动下混合键合技术范式转换的核心受益者？BESI 作为全球混合键合设备的绝对领导者，凭借其覆盖从传统封装到尖端 2.5D/3D 集成的完整设备组合，确立了在高性能计算市场的核心地位。其旗舰产品 Datacon 8800 CHAMEO ultra plus AC 能够实现 100nm 的对准精度与 2000 CPH 的吞吐量，标志着混合键合技术正从实验室走向规模化量产。研发上，与应用材料（AMAT）的战略股权合作（AMAT 持股 9% 为最大股东）。财务上，其先进封装业务以超过 65% 的毛利率展现了强大的技术溢价能力。当前，公司增长引擎已成功从传统移动业务切换至 AI 驱动的新范式，数据中心、2.5D 封装和光子学应用的订单呈现爆发式增长，这清晰印证了在 AI 硬件升级的范式转换下，产业资本正快速流向以混合键合为代表的尖端制造环节，使其站在了半导体产业向先进封装和异构集成升级的结构性风口之上。

通过借鉴 Besi 公司的成长之路，希望对于国内混合键合设备行业有一定借鉴作用，我们认为：
①先进封装行业迅速发展，Besi 对先进封装设备进行深而广布局，产品组合涵盖从传统的 2D 封装到尖端的 2.5D 和 3D 封装技术，持续地进行技术攻坚与精益化管理至关重要；②积极开展战略合作与生态共建，其中与应用材料（AMAT）的联盟是典范，共同开发全集成混合键合解决方案。这种合作实现了共赢，突破了单一公司能力的边界。

投资建议：混合键合（Hybrid Bonding）技术是后摩尔时代突破算力瓶颈的关键使能技术，其需求正由 AI/HPC（高性能计算）和 HBM（高带宽内存）的爆发式增长强力驱动。当前市场由海外龙头主导，但国产替代机遇明确。受益标的：拓荆科技、百傲化学、迈为股份等。

风险提示：下游需求放缓、技术导入不及预期、客户导入不及预期、地缘政治风险。

参考报告：《混合键合设备：AI 算力时代的芯片互连革命与 BES1 的领航之路》，2026-01-26



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递行业 2025 年 12 月数据点评：件量增速继续探底，单票收入维持稳定

2025 年全年，我国邮政行业寄递业务量完成 2165 亿件，同比增长 11.5%。其中，快递业务量达 1990 亿件，同比增长 13.7%。全年邮政行业收入 1.8 万亿元，快递业务收入为 1.5 万亿元，同比分别增长 6.4%和 6.5%。

2025 年 12 月全国快递服务企业业务完成量 182.1 亿件，同比增长约 2.3%；快递业务收入约 1388.7 亿元，较去年同期略增；单票收入约 7.63 元，同比下降约 1.6%。

件量增速略低于预期，仍在探底：2025 年 12 月行业件量增速较 11 月进一步下降。去年同期价格战较为激烈，以价换量现象较为严重，导致基数较高，而今年行业反内卷持续发力，加之双十一以来行业需求偏弱，导致件量同比增速降至较低水平。上市公司件量同比增速环比 11 月也都有所回落，其中圆通由 11 月的 13.6%降至 9.0%，韵达由-4.2%降至-7.4%，申通由 14.7%降至 11.1%。顺丰件量增速 9 月以来高位回落，12 月增速回落至 9.3%。

行业单价降幅收窄，通达系单票收入维持稳定：价格方面，2025 年 12 月行业单票价格同比降幅收窄至 1.6%。整体来看，下半年反内卷以来，除 11 月单票收入同比降幅扩大外，其余

月份单票降幅呈持续收窄态势，价格指标整体依旧向好。通达系方面，圆通 12 月单票收入环比提升 0.4%，韵达和申通环比分别下降 0.5%和 3.3%，较 11 月变化幅度不大。顺丰单票收入环比提升 2.5%，同比降幅则持续收窄，结合顺丰件量同比增速回落至 10%以下，我们认为顺丰本轮通过吸纳电商件业务提升产能利用率的进程接近尾声，目前业务结构已经接近稳态。

投资建议：虽然双十一以来需求低于预期给行业造成了一定压力，但通达系单票收入依旧维持了稳定，这体现出反内卷对行业价格端的支撑作用。我们认为今年行业反内卷的力度与持续性都有望超预期，目前行业处于上行周期的前段，后续盈利能力有望持续恢复。

行业增速下行导致存量市场重要性凸显，价格战逻辑或将有所改变，服务质量的提升会被抬到更加重要的位置上，这有助于实现高质量可持续发展。建议重点关注服务品质领先的龙头中通和圆通，以及经营数据改善较明显的申通。

风险提示：行业价格战加剧；反内卷持续时间低于预期；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递 2025 年 12 月数据点评：件量增速继续探底，单票收入维持稳定》，2025-1-22

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526