

钨价中枢抬高存在强支撑，聚焦终端需求反馈

有色金属

评级：看好

日期：2026.02.06

分析师 王小芃

登记编码：S0950523050002

☎：021-61102510

✉：wangxiaopeng@wkzq.com.cn

分析师 何能锋

登记编码：S0950524080001

☎：021-61102510

✉：henengfeng@wkzq.com.cn

事件描述

根据中钨在线，截至2026年2月3日，65%黑钨精矿价格63.2万元/标吨，较年初涨37.4%，钨粉价格1550元/公斤，较年初涨43.5%，相关钨制品再创新高。

事件点评

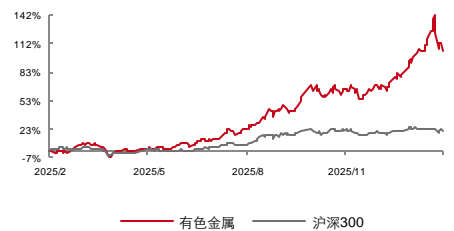
中国供给及出口均收缩，海外增量有限。供给方面，2025年中国钨精矿开采总量控制第一批指标5.8万吨，同比-6.5%，同时环保及安全督查严格限制表外钨矿山产出。出口方面，根据安泰科统计，2025年累计出口钨品13149吨，同比-27.5%，进而2026年初中国对日本出口两用物项管制加强，预计对日本市场下降幅度将加大。钨价高涨刺激哈萨克斯坦、加拿大、韩国及澳大利亚钨矿项目推进，但产能释放节奏缓慢。我们预计，2026年海外钨矿（非中资控制）新增产能或不足5000吨（WO₃ 65%）。因此我们认为，在中国总量控制及出口管制政策压制供应情况下，海外采购依赖度难减。在大国博弈背景下管制战略性物资出口具有保障资源安全、产业安全与国防安全的作用，将成为一项长期战略手段，进而海外有望提供持续而强烈的采购意愿，为钨价中枢抬高给予支撑。

钨下游部分实现传导，聚焦终端需求反馈。钨原料在刀具价值量中占比低，并且刀具费用在制造企业的生产成本中占比小，因此钨原料价格波动在产业链中自上而下传递时，其幅度通常会逐级递减，缓和原料倍幅涨价对需求的冲击。由于企业原料库存、长单锁定价格、市场竞争因素的存在，原料价格传导至硬质合金等下游产品需要2-6个月。2025年随着钨原料价格攀升，刀具厂商有多轮集中调价，2025年三季度销售毛利率回升或持稳表明钨原料价格正根据厂商产品及成本结构逐步传导。2026年1月各厂商产品跟进钨原料价格上涨的调整加快，需进一步关注终端需求反馈。

钨资源话语权提升支撑钨价高位，长期仍需依赖下游产业链控制力度提升。美国通过《国防生产法》、对华关税政策等措施将开始逐步降低对中国方面的依赖，但从上述海外钨矿投产节奏看，我们认为5-10年内难以撼动中国在钨产业链的强势地位，中长期面临中亚、北美及澳洲钨矿开发推进的挑战。需求方面，当出口产品中低档切换为中高档，一方面将增厚中国钨产业利润，有助形成产业升级与科技创新的正向循环，另一方面可以将中国钨产业的强势地位从上游延伸到下游，巩固产业影响力。钨价高位运行或将支持中国钨产业整体升级，完成高端硬质合金刀具的国产替代、产品出海。

行业表现

2026/2/5



资料来源：Wind，聚源

相关研究

- 《战略性矿产系列报告：铀，天然铀价值重估，长牛征程进行时》(2026/1/16)
- 《硬质合金及刀具系列二：从德国玛帕看刀具行业“隐形赢家”如何获益于新能源汽车行业发展》(2026/1/16)
- 《矿业巨头启示录之五：艾芬豪的崛起之路，从勘查先锋到世界级矿企》(2025/12/12)
- 《需求边际改善，锂价反转上行——A股锂电行业2025年三季报梳理分析》(2025/12/4)
- 《有色月跟踪：钴供应危机持续，价格有望再上新台阶》(2025/12/1)
- 《铜产业链的脱碳挑战》(2025/11/25)
- 《“低TC”时代来临：铜冶炼企业的突围与重塑》(2025/11/25)
- 《反转将至——2026年碳酸锂供需格局展望》(2025/11/22)
- 《印尼打击锡矿走私供给持续紧张，AI浪潮下锡价长期看好》(2025/10/16)
- 《2025H2全球铜矿供给更为紧俏》(2025/10/9)

风险提示： 1、上游头部钨矿企业扩产；
2、设备投资及汽车置换需求不及预期。

中国供给及出口均收缩，海外增量有限

中国钨矿供给及钨制品出口量均收缩。国内供给方面，2025年中国钨精矿开采总量控制第一批指标 5.8 万吨，同比-6.5%，同时环保及安全督查严格限制表外钨矿山产出。根据安泰科统计，2025年累计出口钨品（折合钨）13149 吨，同比-27.5%。其中，钨冶炼产品出口 5515 吨，同比-22.9%，钨粉末产品出口 4453 吨，同比-46.9%，钨材出口 3181 吨，同比+22.1%。从钨产品出口市场看，欧盟市场同比-27%，美国市场同比-46%，韩国市场同比-31%，日本市场同比-13%。2026年初中国对日本出口两用物项管制加强，预计对日本市场下降幅度将加大。我们认为，在大国博弈背景下管制战略性物资出口具有保障资源安全、产业安全与国防安全的作用，将成为一项长期战略手段，进而若海外继续依赖中国钨资源，则有望提供持续而强烈的采购意愿，为钨价中枢抬高给予支撑。

图表 1：2025 年钨产品主要出口流向及同比增减量

商品名称	单位	日本	韩国	德国	美国	荷兰	越南	中国台湾	印度	俄罗斯	英国	土耳其	出口产品合计
钨酸	吨	98		1								58	157
三氧化钨	吨	-21	-59		-23	-160	40	0		-128			-201
未列名钨的氧化物及氢氧化物	吨	83	-50	20	0	-240		0			0		-598
六氟化钨	吨	-18	-24					-23	0	2			-57
仲钨酸铵	吨		-4	20		40					-3		-499
钨酸钠	吨	14	-3	0	-1		207		-2				255
偏钨酸铵	吨	-60	-2	0	124	132			-8		-61		186
其他钨酸盐	吨		1		0				3	0			3
碳化钨	吨	-640	-694	-247	-224	-14	20	18	-36	0		-16	-2047
钨铁	吨	-11	33		-18	-226	0	-70	20				-5
钨粉	吨	-30	260	46	-212		49	-15	-3	0	12	16	-189
未锻轧钨，包括简单烧结成的条、杆	吨	-51	2	14	-144	176	1	2	-8	0	12		96
钨丝	吨	26	4	-2	-1	0	-1	-1	-3	0	-2	-2	35
钨废料及碎料	吨	72	4		-170	-46	-80	1	1		45		-159
钨条、杆、型材及钨制异型材、板、片、带、箔	吨	-292	1	-7	-40	30	-8	15	-4	-54	9	-9	-376
其他钨制品	吨	7	0	2	-59	-4	0	10	4	-8	0	-3	-25
经镀或涂层的硬质合金制的金工机械用刀片及片	吨	-1	21	-16	6	-2	15	9	61	-11	-2	-13	99
其他硬质合金制的金工机械用刀片及片	吨	15	8	28	-20	3	40	-87	-12	-57	-16	-1	-175
科研、医疗专用钨钨灯	千只	3	0	107	67	1	0	1	-325	21	1	-2	73
火车、航空器及船舶用钨钨灯	千只	1	-10	-1	208	-241	-62	-7	-25	20	1	13	-256
机动车辆用钨钨灯	千只	-516	2,282	-4,350	-2,196	-12,786	-2,646	586	3,669	-12,431	-2,500	-5,472	-96,322
其他钨钨灯	千只	-1,022	-694	2,039	-5,533	473	81,590	-549	-4,415	-3,415	1,632	-863	128,886

资料来源：海关总署，五矿证券研究所

海外钨矿产能释放节奏缓慢，海外采购依赖度难减

钨价高涨刺激哈萨克斯坦、加拿大、韩国及澳大利亚钨矿项目加速推进，但产能释放节奏缓慢。其中，Hemerdon、Sisson 的投产时间在 2026 年前后高度依赖于融资、许可和市场价格窗口，存在显著延后甚至再度停摆风险。加拿大及哈萨克斯坦的钨矿项目储量较大，开发前景巨大，但仍处于早期阶段。我们预计，2026 年海外钨矿（非中资控制）新增产能或不足 5000 吨（WO₃ 65%），因此在中国总量控制及出口管制政策压制供应情况下，海外采购依赖度难减。

长期来看，开发中亚地区钨矿资源将成为欧美摆脱对中国依赖的战略支点。根据中国地质调查局，新兴潜力区哈萨克斯坦估计拥有钨矿（WO₃）表内储量超 200 万吨，成为全球第二大钨资源国。其钨矿的地质特征：1) 单个矿床储量普遍较大，如巴库塔钨矿探明储量约 23.15 万吨 WO₃；2) 平均品位低约 0.2%，远低于中国优质白钨矿的品位 0.3-0.5%；3) 伴生金属多，具有综合回收价值；4) 成矿带集中，主要分布在环巴尔喀什-准噶尔成矿带和卡拉干达州及东南部矿区。中资企业的优势主要体现在技术（低品位钨矿分选）与成本、产业链配套及地缘优势。但是哈萨克斯坦基于平衡策略，通过招标方式引入多方竞争，利用中美对钨资源的竞争最大化自身利益，避免过度依赖单一国家，可能最终促成多方合作的开发模式。

图表 2: 海外具增产潜力的钨矿项目

项目名称	所属公司	所在国家	储量 (WO ₃ , 万吨)	品位 (%)	所处阶段	投产时间	设计产能 (吨)
Sangdong	Almonty Industries Inc.	韩国	5.1	0.49%	爬产	2024	5,519
Dolphin	Group 6 Metals	澳大利亚	4.07	0.92%	生产	2023	3,500
Hemerdon	Tungsten West PLC	英国	21.72	0.18%	重启	2026	2,900
Sisson	Northcliff Resources Ltd.	加拿大	22.2	0.07%	拟建(延期)	-	8,355
Molyhil	Thor Mining	澳大利亚	0.92	0.27%	拟建	-	1,000
Pilot Mountain	Guardian Metal Resources	美国	3.43	0.27%	预可研(PFS)	-	-
Gentung-Brown Lake	Almonty Industries Inc.	美国	2.37	0.32%	重启	2027	2908
IMA Mine	American Tungsten Corp.	美国	-	-	重启	-	-
Mactung	Fireweed Metals Corp.	加拿大	37.36	0.88%	预可研(PFS)	-	-
North Katpal SevernnyKatpar	Cove Capital	哈萨克斯 坦	76.46	0.13%	预可研(PFS)	-	-
Dazhou VerkhniyeKayraktinskoe	Cove Capital	哈萨克斯 坦	10.89	0.23%	预可研(PFS)	-	-
Koytash	Koytash Tungsten Mining	乌兹别克 斯坦	1.06	0.33%	拟建	-	1315

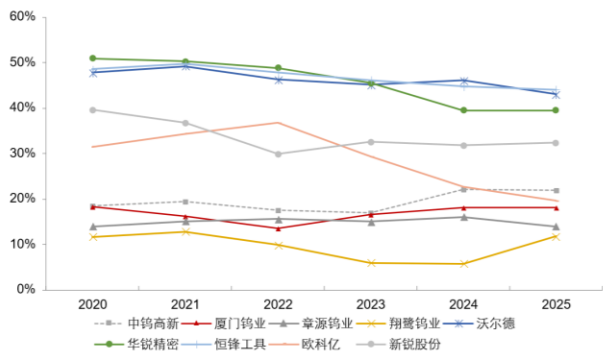
资料来源: S&P Global, 各公司公告, 五矿证券研究所

钨下游部分实现传导, 聚焦终端需求反馈

钨原料在刀具价值量中占比低, 刀具费用在制造企业的生产成本中占比小, 导致钨原料涨价对终端环节的影响大幅缩小。首先从刀片价值量考虑, 钨原料成本占刀片价格比重约 10-15%, 其中 80% 为制造服务费用与刀具生产商利润。并且废旧刀片基本都会回收再生, 其价格约为碳化钨粉售价的 60-70%, 实质降低制造企业的使用成本。其次, 根据 2023 年发布的《第五届切削刀具用户调查分析报告》, 31.60% 的受调查制造企业刀具费用占生产成本的比例为 2%-3%, 20.60% 的企业刀具费用占生产成本的比例为 3%-4%, 10.30% 的企业刀具费用占生产成本的比例为 4%-5%, 占比 1%-2% 的调查对象为 16.90%, 占比 1% 以下的调查对象为 5.10%。因此钨原料价格波动在产业链中自上而下传递时, 其幅度通常会逐级递减, 缓和原料倍幅涨价对需求的冲击。

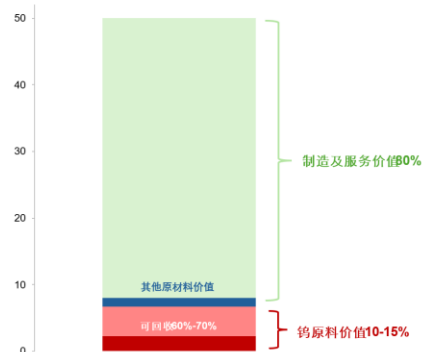
硬质合金刀具多轮集中调价, 刀具厂商利润率持稳。由于企业原料库存、长单锁定价格、市场竞争因素的存在, 原料价格传导至硬质合金等下游产品需要 2-6 个月。2025 年随着钨原料价格攀升, 刀具厂商有多轮集中调价, 刀具厂商企业集中调价及销售毛利率回升或持稳表明, 钨原料价格正根据厂商产品及成本结构逐步传导。2026 年 1 月, 厦门虹鹭对细钨丝价格最低上调 50%, 华锐精密对数控刀具系列销售价格上调 15%, 株钻公司对数控刀片、整体刀、机夹焊接刀片全系列产品价格进行全面上调, 反映出各厂商产品跟进钨原料价格上涨的调整加快, 需进一步关注下游需求反馈。

图表 3：2025Q3 刀具厂商销售毛利率基本持稳



资料来源：iFind，五矿证券研究所

图表 4：钨原料在刀具价值量中占比仅 10-15%



资料来源：公司公告，iFind，五矿证券研究所

钨资源话语权提升支撑钨价高位，长期仍需依赖下游产业链控制力度提升。美国通过《国防生产法》、对华关税政策等措施将开始逐步降低对中国方面的依赖，但从上述海外钨矿投产节奏看，我们认为 5-10 年内难以撼动中国在钨产业链的强势地位，中长期面临中亚、北美及澳洲钨矿开发推进的挑战。需求方面，当出口产品从中低档切换为中高端，一方面将增厚中国钨产业利润，有助形成产业升级与科技创新的正向循环，另一方面可以将中国钨产业的强势地位从上游延伸到下游，巩固产业影响力。钨价高位运行或将支持中国钨产业整体升级，完成高端硬质合金刀具的国产替代、产品出海。

风险提示

- 1、上游头部钨矿企业扩产；
- 2、设备投资及汽车置换需求不及预期。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区陆家嘴街道富城路99号震旦国际大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市东城区朝阳门北大街3号五矿广场C座3F 邮编:100010

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

	Ratings	Definitions
The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: 30/F, Zhendan International Building, No.99 Fucheng Road, Lujiazui Street, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: 3/F, Tower C, Minmetals Plaza, No.3 Chaoyangmen North Street, Dongcheng District, Beijing
Postcode: 100010