

# 中钨高新（000657）

## 全球钨制品龙头，钻针业务迎 AI 算力建设新机遇

买入（首次）

2026 年 02 月 12 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书：S0600524120015

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 陶泽

执业证书：S0600125080004

taoz@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13,675	14,743	17,860	21,079	23,146
同比（%）	4.55	7.80	21.14	18.02	9.81
归母净利润（百万元）	799.75	939.45	1,341.71	1,899.07	2,347.02
同比（%）	49.60	17.47	42.82	41.54	23.59
EPS-最新摊薄（元/股）	0.35	0.41	0.59	0.83	1.03
P/E（现价&最新摊薄）	157.64	134.20	93.97	66.39	53.72

关键词：#平台化布局

投资要点

### ■ 完善一体化布局，资产注入驱动业绩高增长

1) **全产业链闭环构建**：公司作为中国五矿集团钨产业唯一核心平台，通过持续资本运作，构建了“资源—冶炼—深加工—工具应用”的一体化闭环，强化了平台价值与成长弹性。

2) **资产注入实现质变**：2024 年 12 月正式并表柿竹园有色（100%股权），2025 年现金收购远景钨业（约 100%股权）。资产注入显著改善了财务结构，2025 年前三季度毛利率升至 21.8%；销售净利率提升至 7.3%，盈利能力显著改善。

3) **股权结构稳固**：公司实际控制人为中国五矿集团有限公司，五矿集团通过五矿股份有限公司共持有中钨高新 52.65% 股权。五矿集团致力于将公司打造成钨产业链平台型公司，在上游采选、中游冶炼、下游深加工领域全方位布局。

### ■ 公司主营钨矿业务：全球主导地位与价格上行红利

1) **战略资源垄断优势**：钨作为不可再生战略金属，中国储量占全球 50%，产能占全球 80%。公司通过注入柿竹园和远景钨业，掌握了优质矿石产能，2024 年采选业务产量达 0.78 万吨。

2) **政策收紧驱动价格上涨**：2025 年起国家政策持续收紧：2 月实施出口管制（涉及 25 种钨制品），4 月下达开采总量指标同比收缩。在“供给刚性收缩、需求稳定”背景下，2025 年钨产业链产品价格（黑钨精矿、APT、钨粉）持续高速上涨，公司作为资源巨头充分享受价格红利。

### ■ 钻针行业量价齐升，公司技术与扩产优势显著

1) **量**：AI 算力引爆需求，伴随服务器迭代升级 PCB 板厚度持续提升。加工 8mm 板单孔需使用 4 支不同长度钻针，量价齐升。另外随着夹层材料向 M9 升级（SiO2 含量达 99.99%），材料硬脆导致钻针损耗剧增，单针加工寿命从 1000 孔骤降至 200-300 孔，更换频率大幅提升。

2) **价**：钻针向高长径比演进，单价随技术难度指数级增长。以 0.2mm 直径钻针为例，9.5mm 长度钻针单价约为 4.5mm 长度钻针单价的 10 倍。公司控股子公司金洲精工设备全瑞士进口，50 倍长径比钻针已实现批量化。公司实施三个扩产/技改项目，我们预计公司 2025 年底月产能达 0.9 亿支，2026 年底月产能有望达到 1.1 亿支。

■ **盈利预测与投资评级**：钨价持续上涨公司矿产资源储备丰富，叠加公司在高长径比 PCB 钻针领域技术优势领先，未来逐步兑现业绩。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.4/19.0/23.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 94/66/54x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ **风险提示**：宏观经济波动风险，PCB 工艺进展不及预期，算力服务器需求不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.33
一年最低/最高价	8.55/56.80
市净率(倍)	12.77
流通 A 股市值(百万元)	80,390.36
总市值(百万元)	126,075.18

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.33
资产负债率(% LF)	48.62
总股本(百万股)	2,278.60
流通 A 股(百万股)	1,452.93

## 内容目录

<b>1. 背靠五矿集团，成长为钨制品平台型龙头</b>	<b>4</b>
1.1. 背靠五矿集团，成长为钨制品全产业链龙头	4
1.2. 五矿集团为公司实控人，子公司布局钨产业链各个环节	4
1.3. 产品体系完善，覆盖上游采选、中游冶炼、下游深加工完整链条	5
1.4. 营收和盈利能力稳健增长，费用结构较为稳定	6
<b>2. 钨价持续上行，矿产资源充足充分受益</b>	<b>8</b>
2.1. 中国在钨矿行业具有主导地位，储量、产量均为全球第一	8
2.2. 中钨高新在钨产业链上、中、下游布局覆盖广泛	9
2.3. 中国政策收紧导致钨价格持续高速上涨	10
2.4. 背靠五矿集团，钨矿资源版图辽阔	11
<b>3. AI 算力需求旺盛，钻针业务步入技术优势兑现期</b>	<b>14</b>
3.1. 量：AI 算力服务器需求激增，带动高端 PCB 需求上行	14
3.2. 量：AI 算力服务器主要用到 HDI 和高多层 PCB 板	17
3.3. 钻孔耗材：PCB 板厚提升带来工艺变革，钻针量价齐升	19
3.4. 深耕 PCB 钻针领域多年技术领先，加速扩产突破瓶颈	22
<b>4. 盈利预测与投资评级</b>	<b>23</b>
4.1. 盈利预测	23
4.2. 投资建议	25
<b>5. 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

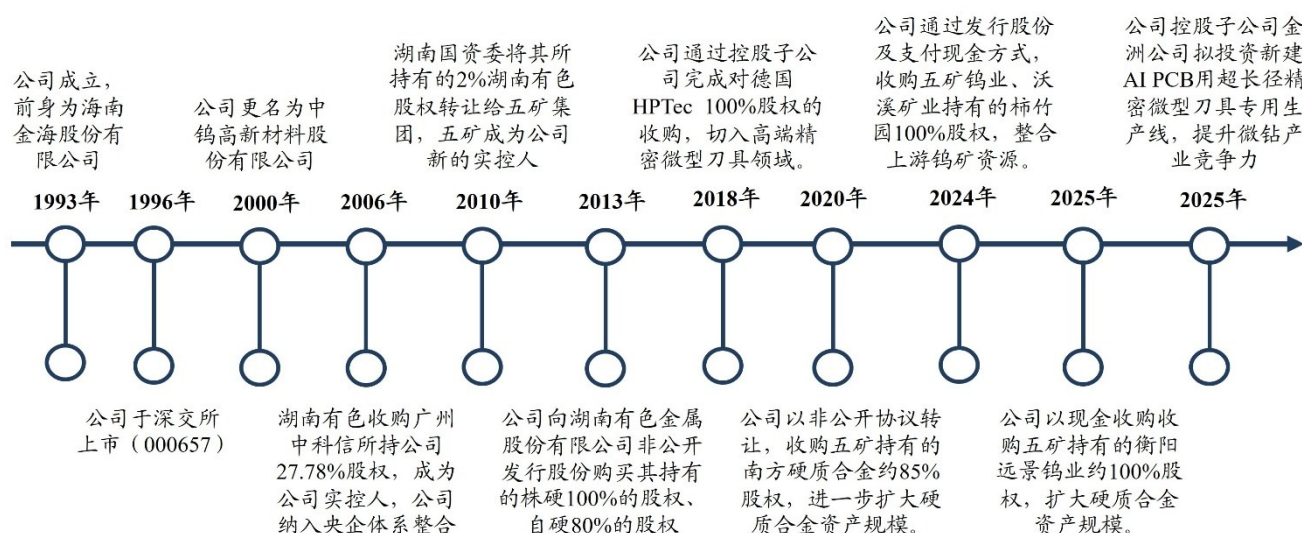
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	中钨高新股权结构（截至 2025 年三季报）.....	5
图 3:	中钨高新产品矩阵图.....	6
图 4:	2020-2025Q1-Q3 公司营业收入（亿元）.....	7
图 5:	2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）.....	7
图 6:	2021-2025H1 公司分业务收入结构.....	7
图 7:	2021-2025H1 公司分业务毛利率（%）.....	7
图 8:	2020-2025Q1-Q3 公司毛利率和销售净利率（%）.....	8
图 9:	2020-2025Q1-Q3 公司期间费用率（%）.....	8
图 10:	2024 年全球钨矿储藏量分布（%）.....	9
图 11:	2024 年全球钨产量分布（%）.....	9
图 12:	钨产业链全景图.....	10
图 13:	2025 年以来仲钨酸铵、黑钨精矿、钨粉价格走势.....	11
图 14:	2024 年国内主要企业钨精矿产能分布.....	11
图 15:	公司旗下五大钨矿资产.....	12
图 16:	湖南柿竹园各钨矿区开采情况.....	13
图 17:	湖南柿竹园各矿区资源储量（万吨，数据截止到 2022 年）.....	13
图 18:	衡阳远景钨业各矿段资源储量（万吨，数据截止到 2022 年）.....	14
图 19:	2024-2029E 全球服务器支出额（十亿美元）.....	15
图 20:	2019-2029E 全球 PCB 市场规模.....	15
图 21:	2020-2029E 全球 PCB 产值分下游（十亿美元）.....	16
图 22:	全球 PCB 产值分下游增速.....	16
图 23:	PCB 产值分类型增速预测.....	16
图 24:	主流厂商资本开支情况（亿元）.....	17
图 25:	PCB 分类与介绍.....	18
图 26:	英伟达 Rubin CPX 引入了 PCB 中板替代铜缆.....	18
图 27:	Rubin Ultra NV576 结构引入正交背板替换铜缆背板.....	19
图 28:	高多层板特点.....	20
图 29:	各厚度 PCB 板加工方式.....	21
图 30:	Q 布二氧化硅含量较高（%）.....	22
图 31:	单钻针加工不同材料 PCB 孔数（个）.....	22
图 32:	公司 50 倍长径比钻针加工效果优良.....	22
图 33:	公司 40 倍长径比钻针断针率较低.....	22
图 34:	四家头部 PCB 钻针厂商月产能（万支）.....	23
表 1:	公司分业务收入预测（亿元）.....	24
表 2:	可比公司估值表（截至 2026 年 2 月 12 日）.....	25

## 1. 背靠五矿集团，成长为钨制品平台型龙头

### 1.1. 背靠五矿集团，成长为钨制品全产业链龙头

中钨高新背靠五矿集团，逐渐成长为钨制品全产业链龙头。公司前身为海南金海股份有限公司，1996 年登陆深交所。2000 年公司更名为中钨高新材料股份有限公司，而后五矿集团通过股权收购、接受转让等方式入主中钨高新。2013 年公司通过发行股份购买资产，收购了株洲硬质合金有限公司 100%股权与自贡硬质合金有限公司 80%股权。2018 年以来公司通过并购整合补强高端工具能力，同时推进资源端资产注入，强化“资源—冶炼—深加工—工具应用”的一体化闭环。2024 年五矿集团将柿竹园钨矿资产注入中钨高新体内，2025 年五矿集团又将远景钨业注入公司体内，后续仍有香炉山钨业、瑶岗仙矿业、新田岭钨业三个钨矿资产待注入。2025 年受益于 AI 算力建设，PCB 钻针需求爆发，公司下属孙公司金洲精工积极扩产以应对高速增长的需求。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 五矿集团为公司实控人，子公司布局钨产业链各个环节

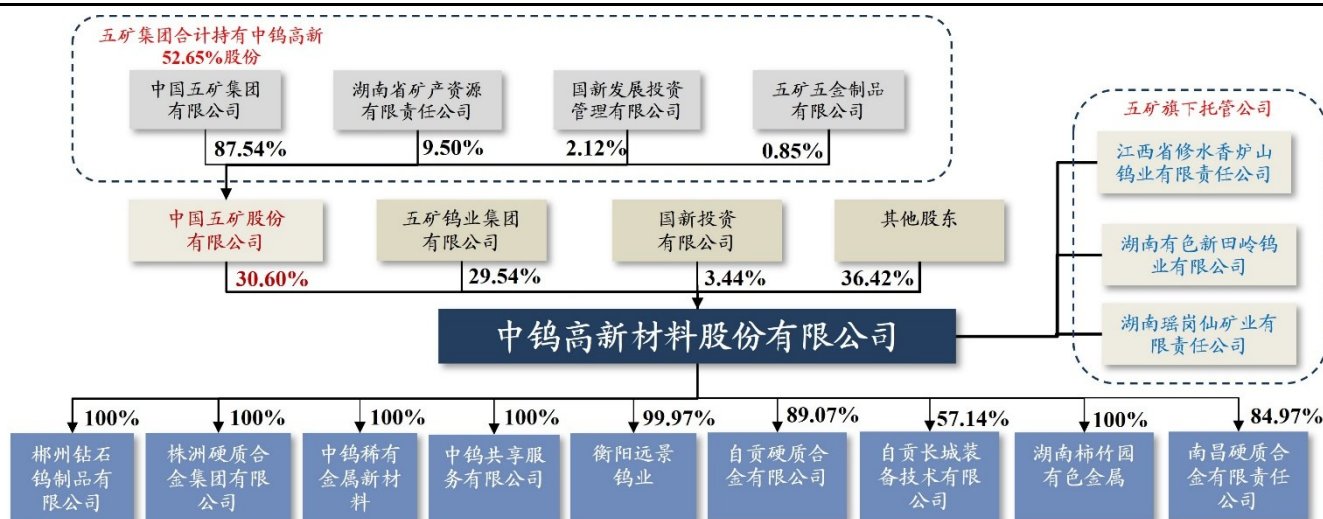
中钨高新实控人为五矿集团。公司第一大股东为中国五矿股份有限公司，直接持有公司 30.60%股权，并通过五矿钨业集团有限公司间接持有公司 29.54%股权，共计持有 60.14%股权。公司实际控制人为中国五矿集团有限公司，五矿集团通过五矿股份有限公司共持有中钨高新 52.65%股权。五矿集团致力于将公司打造成钨产业链平台型公司，在上游采选、中游冶炼、下游深加工领域全方位布局。

公司子公司已覆盖钨产业链关键环节，分工清晰。资源端，柿竹园、远景钨业两项钨矿资产已实现注入，香炉山钨业、新田岭钨业、瑶岗仙矿业三项钨矿资产公司受托管



理，后续经营成熟后有望注入公司体内；深加工端，公司控股株洲硬质合金（100%）、自贡硬质合金（89.07%）、南昌硬质合金（84.97%）等核心资产；工具与应用端，公司通过株硬公司间接控股株洲钻石（数控刀具）与金洲精工（PCB 钻针）。

图2：中钨高新股权结构（截至 2025 年三季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 产品体系完善，覆盖上游采选、中游冶炼、下游深加工完整链条

中钨高新业务覆盖钨产业链上游采选—中游冶炼—下游深加工三大关键环节。公司围绕钨资源禀赋与冶炼、深加工优势，形成精矿及粉末、合金制品、刀具（含刀片与钻针）、难熔金属四大核心业务板块，实现了钨产业链的全方位布局。

**精矿及粉末产品、合金制品、刀片产品收入占比较高。**上游采选环节，公司产品主要为各类矿产资源，目前公司矿产品主要包括钨精矿、钼精矿、萤石等；中游冶炼环节，公司产品包括仲钨酸铵、氧化钨、钴粉等；下游深加工环节，公司产品包括合金制品领域的钨棒材、轧辊、精密零件，难熔金属领域的钨钼制品、钨钨制品，以及刀片领域的数控刀具和 PCB 钻针。2025 年上半年，精矿及粉末产品收入占比 35%，合金制品收入占比 23%，刀片产品收入占比 22%，是主要的收入来源。

图3：中钨高新产品矩阵图



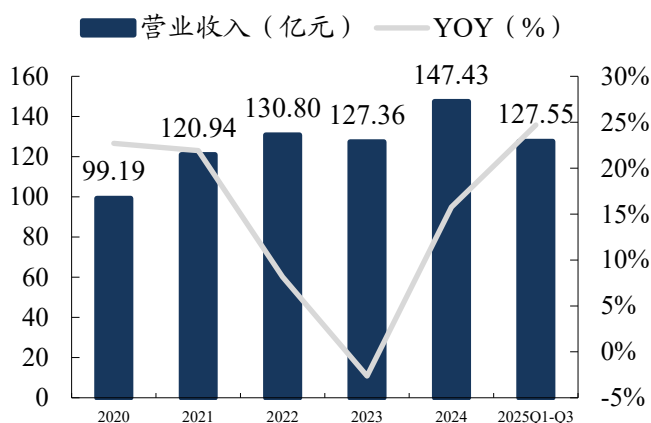
数据来源：Wind，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

#### 1.4. 营收和盈利能力稳健增长，费用结构较为稳定

公司收入整体呈上升态势，2024 年柿竹园并表业绩高增。2020-2024 年公司营收由 99.19 亿元增长至 147.43 亿元，CAGR=10%。其中 2023 年受宏观经济低位运行叠加硬质合金销售市场形势严峻影响，公司营收小幅下滑至 127.36 亿元。2024 年有所改善至 147.43 亿元。归母净利润则由 2020 年的 2.21 亿元提高至 2024 年的 9.39 亿元。

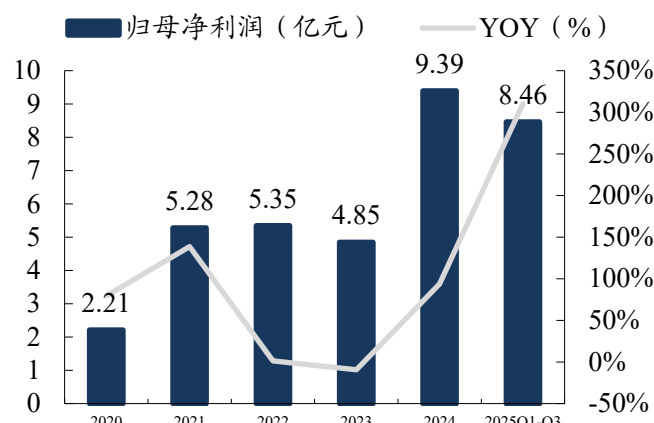
**2025 年公司业绩持续高增。**2025 年前三季度公司实现营收 127.55 亿元，同比增长 24.70%，归母净利润 8.46 亿元，同比增长 310%。**2025 年前三季度公司收入表现平稳但利润高增，主要系公司于 2024 年 12 月以发行股份及支付现金的方式购买湖南柿竹园有色金属有限责任公司 100% 股权，并于 12 月正式并表，根据会计准则柿竹园 2024 年利润被列为 24Q4 的非经常性损益，因此 2024 年前三季度利润基数较低影响了 25Q1-Q3 同比增速。**

图4：2020-2025Q1-Q3 公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：未作追溯调整）

图5：2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润（亿元）

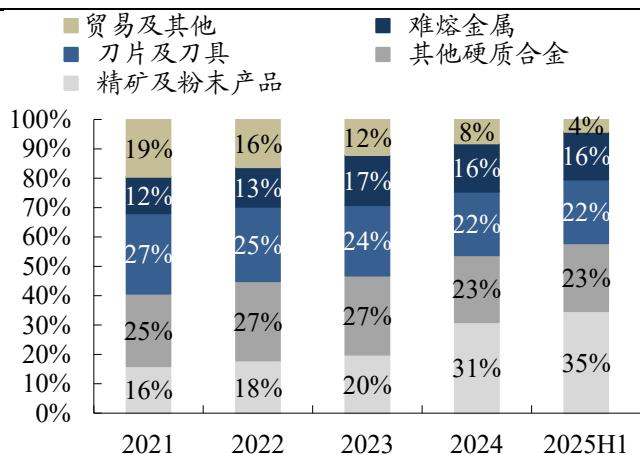


数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：未作追溯调整）

公司产品覆盖钨全产业链，精矿及粉末收入占比最高。分业务结构看，精矿及粉末业务收入占比最高，2025H1 贡献 35%收入，精矿及粉末业务 2023-2024 年快速提升的原因系柿竹园资产注入公司体内。硬质合金与刀片为另外两大重点业务，稳定贡献约 20% 的收入。

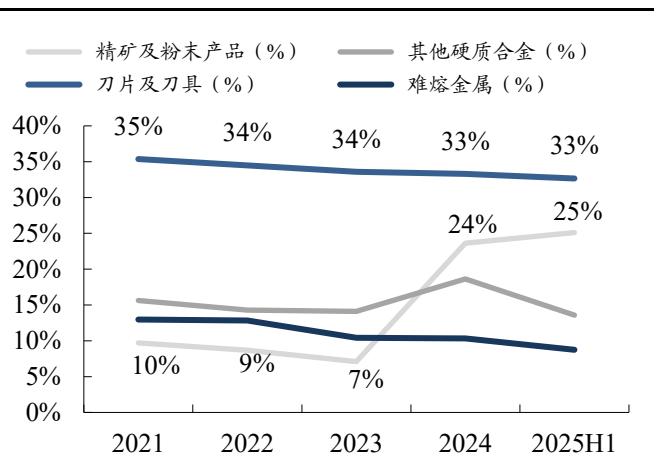
刀具业务毛利率水平最高，柿竹园注入改善精矿及粉末业务毛利率。刀具业务过往毛利率稳定在 33%以上，利润率水平较高，现阶段 AI 算力建设需求带动 PCB 钻针产品需求爆发且向高端化发展，我们判断未来刀具业务有望实现毛利率持续提升。2024 年精矿及粉末产品毛利率为 24%，2025H1 进一步提升至 25%，相比 2023 年 7%有较大幅度提升，主要系柿竹园并表，公司原材料成本端进一步提高自供比例，带动毛利率快速提升。

图6：2021-2025H1 公司分业务收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2021-2025H1 公司分业务毛利率 (%)

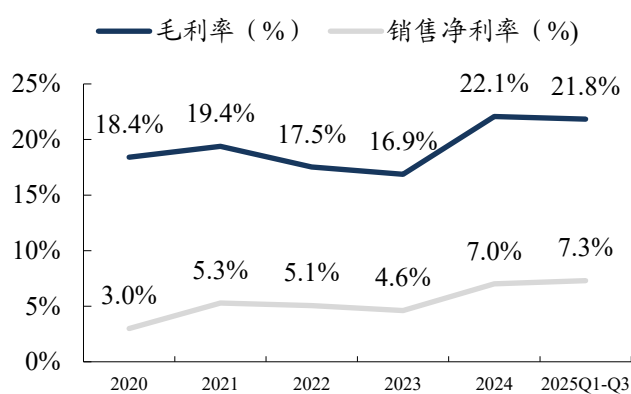


数据来源：Wind，东吴证券研究所

**柿竹园资产注入带动公司利润率水平高增。**2022-2023 年受下游需求偏弱产品售价下滑影响，公司毛利率水平有所下滑，2023 年公司毛利率降低至 16.9%，销售净利率降低至 4.6%。2024 年柿竹园资产注入公司体内，原材料自供比例提升，公司毛利率水平显著改善，2025 年公司利润率相比 2024 年持续提升，前三季度毛利率达 21.8%，销售净利率提升至 7.3%。我们判断伴随衡阳远景注入体内，以及钨价持续上涨，公司利润率水平有望持续提高。

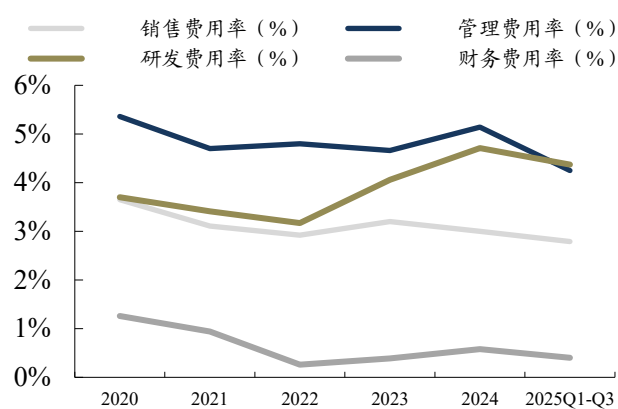
**费用端运行平稳，整体费控成效显著。**2025 年前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.79%/4.25%/0.40%/4.37%，相比 2024 年费用率水平分别-0.21pct/-0.89pct/-0.34pct/-0.18pct。公司费用端整体管控得当，费用率稳中有降。

图8: 2020-2025Q1-Q3 公司毛利率和销售净利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2020-2025Q1-Q3 公司期间费用率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 钨价持续上行，矿产资源充足充分受益

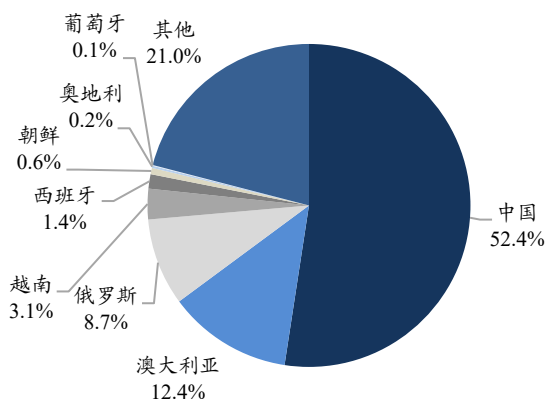
### 2.1. 中国在钨矿行业具有主导地位，储量、产量均为全球第一

**钨是一种稀有有色战略性金属，是不可再生资源。**因其高比重特点，以及良好的高温强度和导电、传热性能，钨产业链的下游产品如硬质合金、钨材、钨特钢、钨化工产品等，广泛应用于汽车、机器人等现代制造行业。

**中国在钨行业具有主导地位，储量、产量均为全球第一。**2024 年全球有一半的钨矿储藏在中国，有 80% 的钨矿产量来自中国，中国在该行业具有较大优势。

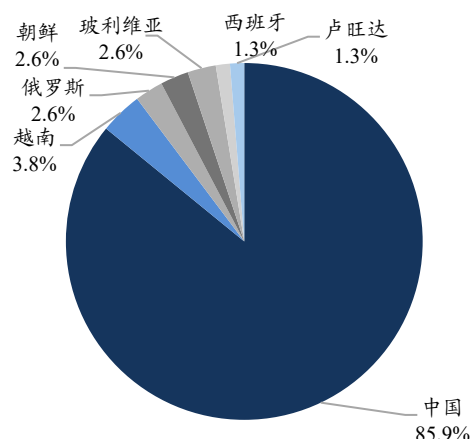


图10: 2024 年全球钨矿储藏量分布 (%)



数据来源: 中钨在线, USGS, 东吴证券研究所

图11: 2024 年全球钨产量分布 (%)



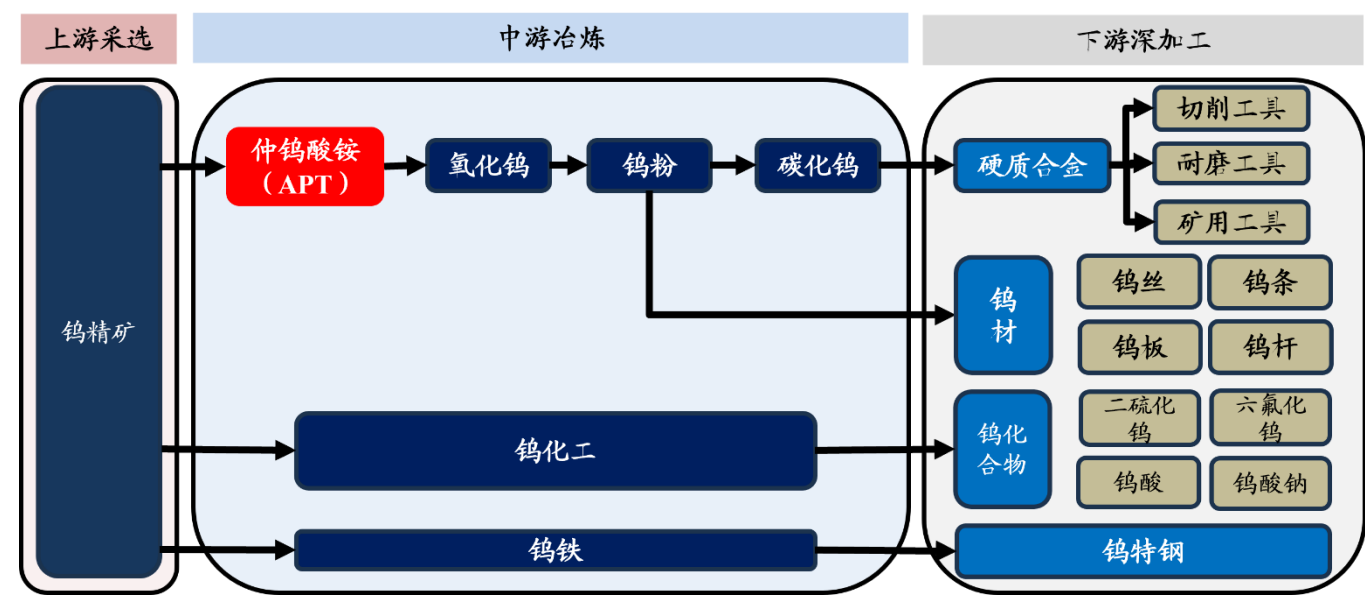
数据来源: 中钨在线, USGS, 东吴证券研究所

## 2.2. 中钨高新在钨产业链上、中、下游布局覆盖广泛

钨产业链可分为上游采选、中游冶炼、下游深加工三道工序。钨产业链起始于上游钨矿勘探、采选成钨精矿，中游主要生产路径为钨精矿制备 APT 和氧化钨后，还原得到钨粉，或再经碳化制取碳化钨，下游通过混料、制坯、烧结等工序生产硬质合金制品、钨材、钨特钢、钨化工产品等。

中钨高新在钨全产业链中布局完整，上、中、下游均有覆盖。公司在上游开采有钨精矿业务，中游冶炼有 APT 业务，下游深加工有硬质合金制品、刀具以及钨材等产品。

图12：钨产业链全景图



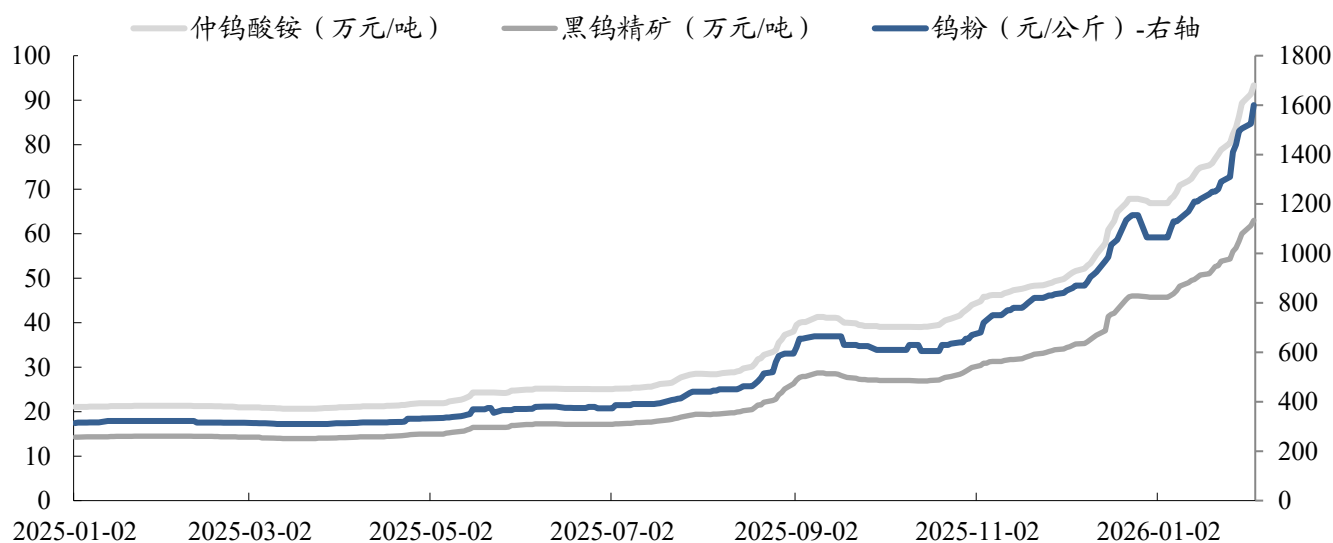
数据来源：思瀚产业研究院，东吴证券研究所

### 2.3. 中国政策收紧导致钨价格持续高速上涨

**2025 年来钨矿及产成品价格持续上涨。**根据 Wind 数据，2025 年 1 月 2 日仲钨酸铵 21.05 万元/吨，黑钨精矿 14.25 万元/吨，钨粉 313.5 元/公斤，到 2026 年 2 月 3 日，仲钨酸铵 93.35 万元/吨，黑钨精矿 63 万元/吨，钨粉 1600 元/公斤，分别相比 2025 年 1 月 2 日价格+343%/+342%/+410%。钨矿及产成品价格在 2025 年以来进入高速上行通道。

**供给端收缩是钨价格上涨的核心驱动力。**2025 年 2 月 4 日，中国商务部、海关总署联合发文决定对钨等物项实施出口管制，涉及钨制品共计 25 种；2025 年 4 月，自然资源部发布 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标 58000 吨，较 2024 年度第一批指标减少 4000 吨，降幅 6.45%，查明钨资源量为大中型的，继续下达开采总量控制指标，并在分配上予以倾斜。对共伴生钨资源量为小型的，不下达开采总量控制指标，重点管控了品位较差的小型矿产开采。

图13：2025年以来仲钨酸铵、黑钨精矿、钨粉价格走势

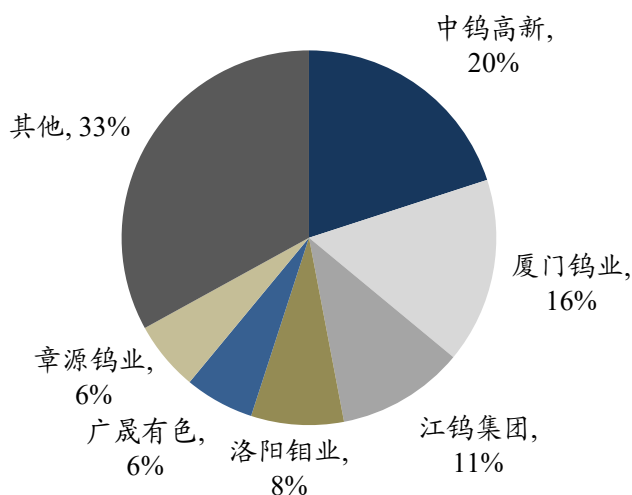


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.4. 背靠五矿集团，钨矿资源版图辽阔

公司背靠五矿集团，旗下钨矿资源丰富。从国内企业的产能格局来看，中钨高新依托五矿集团的资源布局，2024年钨精矿产能高居国内企业首位，占国内企业钨精矿产能的20%，显著高于厦门钨业（16%）、江钨集团（11%）等同行企业。在国内钨矿开发行政管制趋严、产能高度集中于国资主体的行业环境下，五矿集团的资源储备为中钨高新提供了稳定的产能支撑，也让其持续巩固钨矿资源端的优势。

图14：2024年国内主要企业钨精矿产能分布



数据来源：观研天下数据，东吴证券研究所

公司持续深化产业链上游布局，已完成湖南柿竹园、衡阳远景钨业两家核心钨矿的资产注入。其中湖南柿竹园已于 2024 年顺利并表，我们预计衡阳远景钨业在 2025 年年报实现并表，将进一步提升公司钨资源自给能力，增厚公司营收与利润规模。此外，自 2017 年起，公司已受托管理五矿集团旗下湖南新田岭、湖南瑶岗仙、江西修水香炉山等优质钨矿企业，持续巩固资源优势，后续经营成熟后有望陆续注入公司体内。2025 年公司合计钨矿资源储量达 147.93 万吨，钨精矿年产能 26940 标吨，资源布局全面且产能稳定。未来，公司有望进一步将旗下托管的优质钨矿资产注入上市公司。

图 15：公司旗下五大钨矿资产

公司	五矿集团持股比例	钨资源储量 (万吨)	钨精矿年产能 (标吨)	详情	2024 收入 及利润
湖南柿竹园	100% (已注入中钨高新)	67.87 (2025 年统计)	8,000 (2025 年统计)	柿竹园公司矿物品种多达百余种，2025 年保有资源储量 1.9 亿吨。2025 年钨资源金属量 68 万吨，占全国钨资源储量的比例超 30%，工业可开采储量全球第一。2025 年钨精矿产量近 8000 吨，伴生萤石精矿产量 34 万吨，位居全国第二；年产钼精矿产量 1500 吨，位居全国第一；年产 APT 1.53 万吨。万吨技改项目 2025 年已正式开工，项目将实现从地下开采向露天开采高端化、智能化、绿色化全面转型升级；公司预计形成 330 万吨采选能力，200 吨/天钨钼硫混合精矿精选、5000 吨/天萤石精选能力。	收入 35.71 亿元，净利润 7.05 亿元
湖南新田岭	100%	30.31 (2017 年统计)	5,200 (2017 年统计)	湖南新田岭钨矿位于湖南省郴州市，属特大型夕卡岩多金属矿床，该矿区面积 21.74 公里，2017 年已探明钨储量 30.31 万吨，并伴生可观的锡、钼、铋等矿产，总矿石储量近亿吨，可开采年限达 60 年以上。2017 年处理钨原矿 120 万吨以上，钨精矿回收率 86% 以上。	/
衡阳远景钨业	99.97% (已注入中钨高新)	15.45 (2022 年统计)	2,400 (2022 年统计)	衡阳远景钨业有限责任公司是集有色金属采矿、选矿于一体的中型国有控股矿山企业，公司采矿权面积 9 余平方公里，钨资源丰富，2022 年保有资源储量 20 余万吨，服务年限 80 年以上，采选能力 1500 吨/天。	收入 3.11 亿元，净利润 0.67 亿元
湖南瑶岗仙	50.24%	20 (2021 年统计)	7,340 (2021 年统计)	瑶岗仙矿业有限责任公司拥有同时生产黑钨精矿与白钨精矿的特大型矿田，开采历史悠久，自北宋时期采银，明朝时期采砷。2021 年年采选能力 40 余万吨。	/
江西修水香炉山	51%	14.3 (2023 年统计)	4,000 (2023 年统计)	江西省修水香炉山钨业有限公司由中国五矿集团公司牵头整合香炉山 11 家矿山企业重组而来，采矿权面积 2.8 平方公里，年采选能力 72.6 万吨，2023 年拥有年产白钨精矿 4000 余标吨、铜金属量 360 吨的生产能力。	/
合计		147.93	26,940		

数据来源：公司公告，中钨高新公众号，湖南省生态环境厅，中国有色金属工业协会，东吴证券研究所

湖南柿竹园矿区包含柿竹园多金属矿区、柴山钨多金属矿区、野鸡尾铜锡多金属矿区、妹子垄矿区、蛇形坪 - 才观矿区及牛角垄矿区等多个子矿区。目前，柿竹园公司已开采钨矿、钼矿、铋矿、锡矿、铜矿、锌矿、萤石等多种矿物；其中，锡矿与铜矿主要集中于野鸡尾矿区，锌矿则集中于蛇形坪 - 才观矿区与牛角垄矿区，受资源分布及技术等因素影响，上述锡、铜、锌矿暂未开采。随着柴山钨多金属矿区的建设完成，公司钨精矿产能将得到显著提升。

图16：湖南柿竹园各钨矿区开采情况

矿区名称	开采方式	开采状态	开采年限	未开采 / 暂缓开采原因
柿竹园多金属矿区	地下开采、露天开采（未来）	正常生产	评估服务年限 27.74 年（2023.8-2050.8）；实际 2023.8-12 月起持续开采至 2087 年	-
柴山钨多金属矿区	地下开采	已建设完毕	2025 年起开采（2025-2087 年有产量安排）	-
野鸡尾铜锡矿区	-	拟建矿区	服务年限 21 年；建设期 2063-2064 年，2065 年投产、2066 年达产，至 2085 年结束	1. 主矿种锡矿为难选矿石，选矿回收率未达国家指标；2. 需单独开采并新建选厂
妹子垄矿区	-	普查阶段（未完成勘探）	需进一步勘探、编制开发利用方案并评审通过后开采	尚未完成勘探，暂不具备开发条件
蛇形坪-才观锌矿区	-	资源量少	暂无开采计划	当前经济条件下不具备规模开采条件
牛角垄锌矿区	-	资源量少	暂无开采计划	当前经济条件下不具备规模开采条件

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

湖南柿竹园的矿产资源储量极为丰富，其柿竹园钨多金属矿区、柴山钨多金属矿区、野鸡尾铜锡多金属矿区三大核心区域，2024 年矿石总量（探明 + 控制 + 推断）累计达 23875.30 万吨。三大矿区的资源布局各有侧重，不仅钨资源储备充足，还富集了钼、铋、萤石、铜、银等多种矿产，进一步凸显出湖南柿竹园矿产资源的多样性与富集程度。

图17：湖南柿竹园各矿区资源储量（万吨，数据截止到 2022 年）

矿区	资源储量类型	矿石量	钨 WO3	钼	铋	萤石	铜	锌	银
柿竹园钨多金属矿区	探明（TM）	3042.40	13.26	3.46	3.93	-	-	-	-
	控制（KZ）	10028.70	25.82	2.75	9.93	-	-	-	-
	推断（TD）	3860.10	10.64	2.67	4.13	-	-	-	-
	小计（TM+KZ+TD）	16931.20	49.71	8.87	17.99	-	-	-	-
	合计（含低品位）	18391.80	51.35	11.26	18.16	3522	-	-	-
柴山钨多金属矿区	控制（KZ）	1531.90	3.76	0.97	1.09	-	-	-	-
	推断（TD）	955.20	2.62	0.60	0.72	-	-	-	-
	小计（KZ+TD）	2487.10	6.38	1.57	1.81	-	-	-	-
	合计（含低品位）	2590.40	6.50	1.61	1.85	436	-	-	-
野鸡尾铜锡多金属矿区	探明（TM）	248.70	0.15	-	-	-	0.68	-	-
	控制（KZ）	2030.20	1.01	-	-	-	4.10	-	-
	推断（TD）	614.20	2.32	-	-	-	0.94	-	-
	合计	2893.10	3.48	-	-	544.93	5.71	3.79	0.000056
合计		23875.30	61.33	12.87	20.02	4502.93	5.71	3.79	0.000056

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



衡阳远景钨业也将注入公司体内，杨林坳与窑木岭两大矿区共拥有 4036 万吨矿石储量。衡阳远景钨业大皂工区由两个彼此相邻的杨林坳、窑木岭矿段组成，根据 2022 年评估结果杨林坳矿段矿石储量 3336 万吨，氧化钨储量 13 万吨，窑木岭矿段矿石储量 700 万吨，氧化钨储量 2 万吨。伴随衡阳远景钨业注入中钨高新体内，公司钨矿自供能力将进一步提高，对公司整体盈利能力将带来显著提升。

图18：衡阳远景钨业各矿段资源储量（万吨，数据截止到 2022 年）

矿区	资源储量类型	矿石量	钨 WO3
杨林坳矿区	探明（TM）	589.7	2.3
	控制（KZ）	997.9	3.9
	推断（TD）	1747.1	6.9
	TD外	1.1	0.0
	小计	3335.8	13.1
窑木岭矿区	探明（TM）	379.5	1.3
	控制（KZ）	68.6	0.2
	推断（TD）	189.6	0.6
	TD外	62.3	0.2
	小计	700.1	2.3
合计		4035.9	15.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. AI 算力需求旺盛，钻针业务步入技术优势兑现期

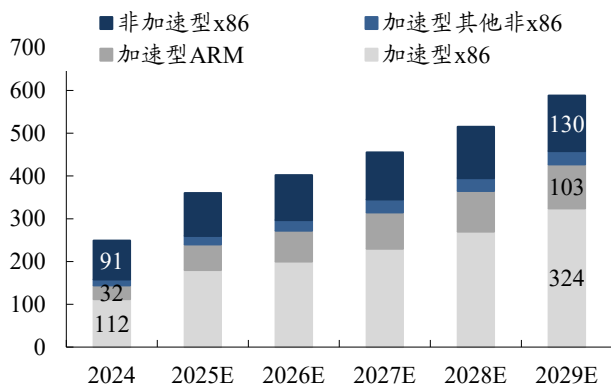
#### 3.1. 量：AI 算力服务器需求激增，带动高端 PCB 需求上行

在 AIGC 等高算力需求持续释放背景下，全球服务器市场自 2024 年起步入新一轮成长周期。IDC 预测，2024-2029 年全球服务器市场年均复合增长率（CAGR）将达 18.8%，其中加速型服务器（含 GPU/AI 芯片加速的 x86、ARM 架构）支出年均增速达 20%以上，显著高于传统非加速型产品。以加速型 x86 为例，2024 年全球支出为 1120 亿美元，预计至 2029 年将增至 3240 亿美元，CAGR 高达 23.7%；加速型 ARM 增长更快，CAGR 达 26.3%。

PCB 是服务器的核心组成部分，行业自底部修复后有望重回稳健增长通道。受下游消费电子疲软及库存周期影响，全球 PCB 市场 2022 年-2023 年经历阶段性回调。随着 AI 服务器、高算力基础设施等新兴需求驱动，行业自 2024 年起逐步复苏，2024 年同比增长 5.8%，IDC 预计 2025 年同比增长 6.8%，重回增长轨道。整体来看，Prismark 预测全球 PCB 市场规模将由 2024 年的 735.7 亿美元稳步提升至 2029 年的 946.6 亿美元，

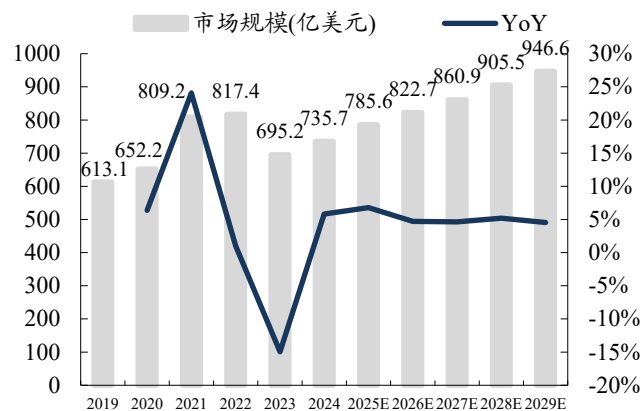
2024-2029 年 CAGR 达 5.17%。其中，高端 PCB 产品（如 HDI 板、高层多层板）需求增长尤为显著，成为拉动行业成长的核心动能。

图19：2024-2029E 全球服务器支出额（十亿美元）



数据来源：IDC, Prismark, 东吴证券研究所

图20：2019-2029E 全球 PCB 市场规模

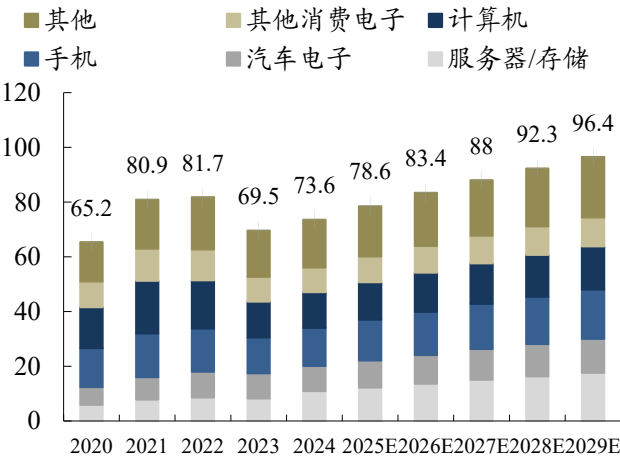


数据来源：IDC, Prismark, 东吴证券研究所

从下游应用结构拆分来看，服务器/存储是当前 PCB 行业增长弹性最大的细分赛道。2020-2024 年期间，其市场规模 CAGR 高达 16.7%，远高于汽车电子（9.2%）、手机（-0.5%）与计算机（-3.4%）等传统应用；Prismark 预计 2024-2029 年仍维持 10.0% 的稳健复合增速。随着 AI 服务器、智算中心、数据中心等新型基础设施建设加速推进，服务器/存储类 PCB 需求具备较强持续性。

在对应的 PCB 产品结构上，18 层以上多层板与 HDI 板成为核心受益品类。据 Prismark 预测，2025 年，18 层以上多层板产值同比增速达 41.7%，HDI 板为 10.4%；2024-2029 年仍维持 15.7% 和 6.4% 的复合增速。高阶 HDI 与超高层数刚性板因其具备更强的信号完整性、散热能力与封装密度，已成为 AI 服务器内部主板、AI 加速卡（GPU 卡）、交换卡等模块中不可或缺的 PCB 结构。

图21：2020-2029E 全球 PCB 产值分下游（十亿美元）



数据来源：Prismark，东吴证券研究所

图22：全球 PCB 产值分下游增速

应用	2020-2024 CAGR	2024-2029E CAGR
服务器/存储	16.70%	10.00%
汽车电子	9.20%	6.10%
手机	-0.50%	3.60%
计算机	-3.40%	3.20%
其他消费电子	-1.10%	3.40%
其他	5.10%	4.70%
总计	3.10%	5.60%

数据来源：Prismark，东吴证券研究所

图23：PCB 产值分类型增速预测

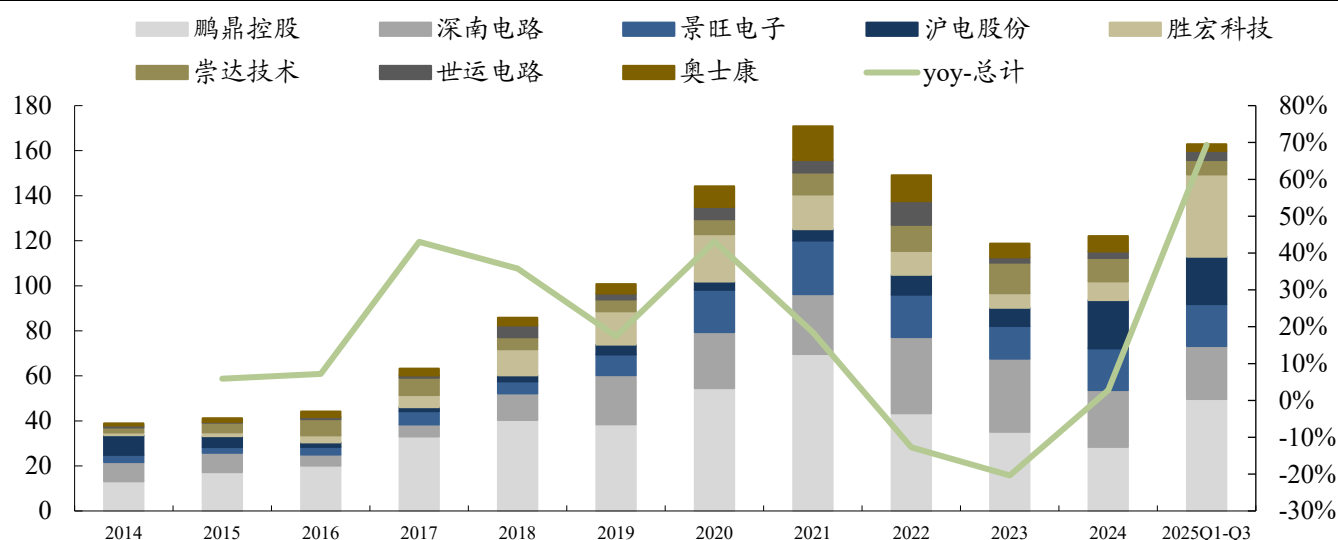
板类型	2024 年产值（十亿美元）	2024 年增速	2025E 增速	2024-2029E CAGR
4-6 层	157.4	2.0%	2.1%	2.3%
8-16 层	98.4	4.9%	5.7%	4.4%
18 层以上	24.2	40.2%	41.7%	15.7%
HDI	125.2	18.8%	10.4%	6.4%
封装基板	126.0	0.8%	8.7%	7.4%
柔性板	125.0	2.6%	3.7%	4.5%
其他	79.5	2.4%	3.0%	2.9%
总计	735.7	5.8%	6.8%	5.2%

数据来源：大族数控港股招股说明书，Prismark，东吴证券研究所

AI 算力驱动的变革性资本开支周期启动，下游厂商加速扩产。复盘历史，我们选取了 8 家主流 PCB 厂商，行业资本开支呈现上行快且持续时间长、下行缓且持续时间短的周期性特点，深刻反映 PCB 终端需求长期稳定上行的趋势。21 年资本开支达到阶段性高峰，8 家企业资本开支合计达 171 亿元，主要系终端的芯片需求向上传导，并于此后进入了三年的降温期。

本轮周期不同于以往 PCB 终端产品逐步渗透带来的设备需求增加，而是受益于 AI 算力爆发创造出的全新需求。25 年起，PCB 行业产能日益趋紧，主流厂商加速扩展，资本开支端反应明显，25Q1-Q3 主流 8 家企业资本开支达 162.90 亿元，同比+69%。预计未来随算力需求逐步释放，主流厂商或将加速扩产。

图24: 主流厂商资本开支情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 量: AI 算力服务器主要用到 HDI 和高多层 PCB 板

AI 算力服务器需求激增，主要带动 HDI 板与高多层板需求提升。

1) HDI 板具备高密度布线、微小孔径等技术特性，过往主要应用于智能手机、可穿戴、平板电脑等高端消费电子，HDI 板在 AI 服务器中已成为关键互联结构。目前在英伟达 GB300 系列中，HDI 主要应用在 Compute Tray（计算模块）中的 OAM，承载 Blackwell GPU。

2) 高多层板（≥18 层）主要起到高频高速的电信号传输功能。过往主要应用于通信及服务器的背板领域。目前在英伟达 GB300 系列中，高多层板主要应用在 Compute Tray（计算模块）中的 UBB，承载 Grace CPU，以及 Switch Tray（交换模块）中，承载 NV Switch4 芯片。

图25：PCB 分类与介绍

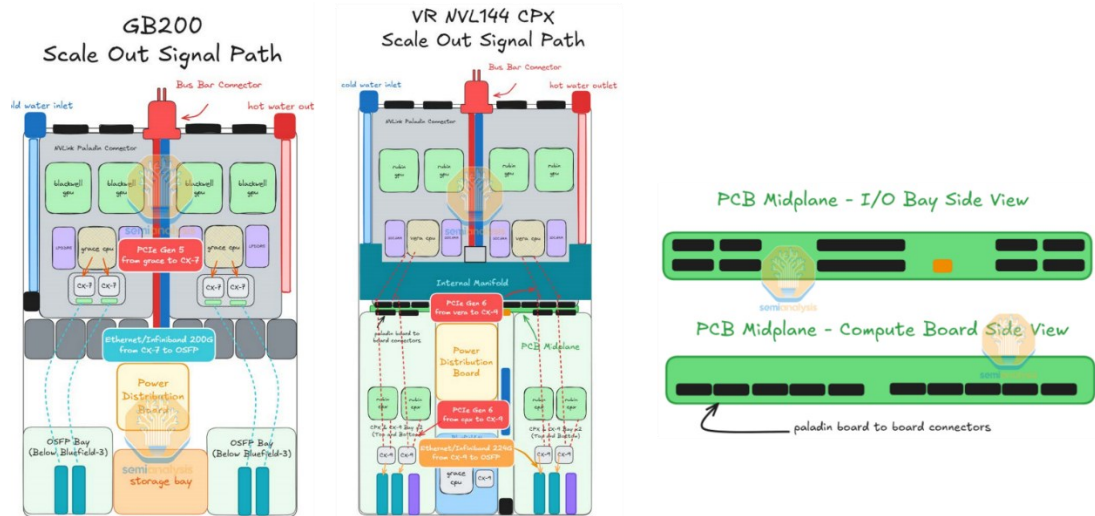
产品种类		产品特性	应用领域
刚性板 (硬板)	单面板	最基本的印制电路板，零件集中在其中一面，导线则集中在另一面上。主要应用于较为早期的电路和简单的电子产品	普通家用电器、电子遥控器和简单的电子产品
	双面板	在双面覆铜板的正反两面印刷导电图形，通过金属导孔使两面的导线相互连通	消费电子、计算机、汽车电子、通信设备、工业控制等
	多层板	具有三层及以上导电图形的PCB，层间有绝缘介质粘合，并有导通孔互连	消费电子、通讯设备、工业控制、汽车电子、军工、航空航天等
	HDI 板	高密度互连(High Density Interconnect)板的简称，也称微孔板或积层板，常用于制作高精密电路板，实现印制电路板高密度化、精细导线性化、微小孔径化等特性	智能手机、平板电脑、数码相机、可穿戴设备等
	厚铜板	任何一层铜厚为30Z及以上的PCB,可以承载大电流和高电压，同时具有良好的散热性能	工业电源、军工电源、发动机设备等
	高频/高速板	高频板指使用低介电常数、低信号损耗材料生产的PCB,具有较高的电磁频率；高速板是由低信号损耗的高速材料压制而成的PCB,主要承担芯片组间与芯片组与外设间高速电路信号的数据传输、处理与计算	通信基站、服务器/存储器、微波传输、卫星通信、导航雷达等
	金属基板	由金属基材、绝缘介质层和电路层三部分构成的复合PCB,具有散热性好、机械加工性能佳等特点	通信无线基站、微波通信、汽车电子等
挠性板(软板)		用柔性的绝缘基材制成的PCB,可以自由弯曲、卷绕、折叠	智能手机、平板电脑、可穿戴设备等
刚挠结合板		在PCB上包含一个或多个刚性区和挠性区，将薄层状的挠性、刚性PCB底层结合层压而成，既可以提供刚性板支撑作用，又具有挠性板弯曲特性，满足三维组装需求	先进医疗电子设备、便携摄像机和折叠式计算机设备等
封装基板		指IC封装基板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效。	各类电子设备的芯片封装

数据来源：鼎泰高科招股说明书，东吴证券研究所

英伟达推出针对超长上下文处理的芯片 CPX。Rubin CPX 是首款专为海量上下文 AI 处理（如百万 token 推理）设计的 CUDA GPU。CPX 算力达 30PFLOPS (NVFP4 精度)，配备 128GB GDDR7 内存，能处理百万 tokens 量级的代码和生成式视频，被视为与 ASIC 芯片竞争的产品。

VR NVL144 CPX 服务器带来 PCB 新增量。①CPX 载板：相比于 NV144 架构，该方案新增 144 个 CPX 芯片，需要有对应的 PCB 作为载体；②中板（PCB Midplane）：相比于 GB200 架构，该方案采用 PCB 来替换铜缆方案，可以通过升级 PCB 夹层材料（如 M9）以实现电信号传输的完整性。

图26：英伟达 Rubin CPX 引入了 PCB 中板替代铜缆



数据来源：Semianalysis，东吴证券研究所

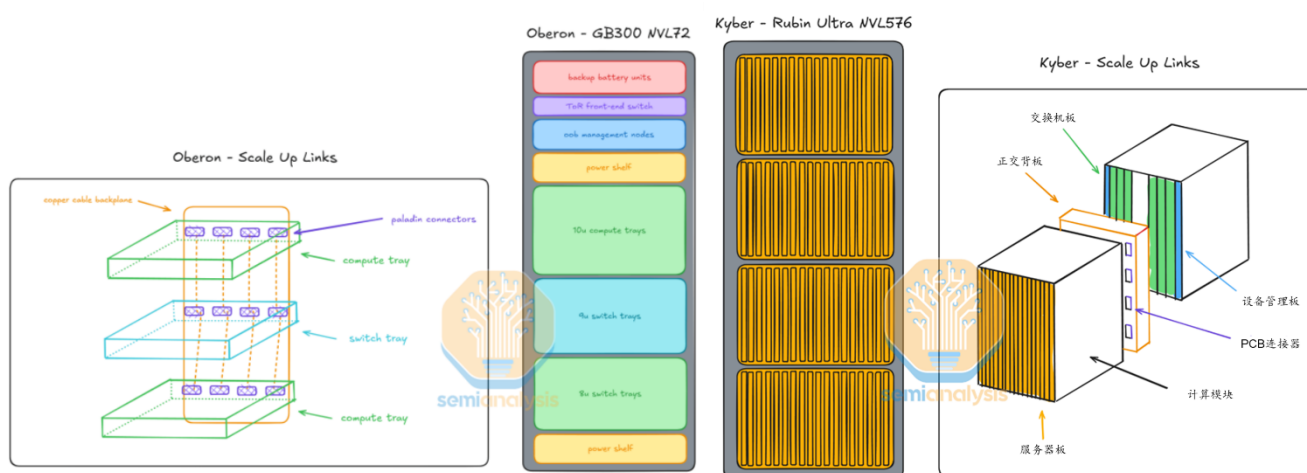


**Rubin 架构中，NV576 计划采用正交背板的方案。**伴随托盘密度的持续提升，铜链接的布线复杂度逐步难以解决，正交背板的方案计划使用在 NV576 方案中。通过正交背板上实现铜布线，前后可以连接 Compute Tray 和 Switch Tray，大大优化服务器内部空间，解决铜缆数量太多布线过于复杂过于占空间的问题。

我们预计正交背板为 3\*26 的 78 层高多层结构，为 PCB 纯增量环节。正交背板是三个高多层叠层的架构，不同于 HDI，高多层板的孔径一般大于 0.2mm，因此机械钻孔是主流加工方案。正交背板的加工难点体现在层数/厚度变高，因此在钻孔时下刀需要分次进行，加工效率会下降。

夹层材料的进阶，同样降低加工效率&提出新加工需求。CCL 夹层材料向 M9 方向升级，材料更加坚硬更难加工，钻针消耗速度加快（单针 1000 孔降低至单针 200-300 孔）&加工效率降低，对设备节拍以及耗材都提出更高要求。

图27: Rubin Ultra NV576 结构引入正交背板替换铜缆背板



数据来源：Semianalysis，东吴证券研究所

### 3.3. 钻孔耗材：PCB 板厚提升带来工艺变革，钻针量价齐升

AI PCB 高多层板存在八大特点，对钻针提出新需求。整体看，需要更高长径比、更耐磨损、更强排屑能力的钻针。

图28: 高多层板特点

高 多 层 板	板材特点		微钻使用需求
	板厚厚	3mm以上, 主流板厚4-7mm	更大长径比
	孔径小	主流孔径0.20-0.25mm	
	填料多	填料比例高	更耐磨损
	石英布硬	LOW DK/DF 石英布	
	铜厚厚	2OZ铜厚(70微米/平方英尺)	更强排屑能力
	铜厚多	20层及以上	
	树脂粘	多采用PPO/PPE类树脂	
	尺寸大	单板面积大	稳定性更高

数据来源: 金洲精工公众号, 东吴证券研究所

**从 GB200 到 GB300 到 Rubin, PCB 板厚持续增加:** GB200 板厚一般在 4.5mm 以下 (对应 6mm 钻针即 30 长径比以下), GB300 板厚一般在 4.5-5.0mm (对应 6.5mm 钻针即 33 长径比), Rubin 板厚在 6mm 以上 (对应 7.5mm 钻针即 40 长径比), 正交背板板厚在 8mm 以上 (对应 9.5mm 钻针即 50 长径比)。

**以 8mm 板厚为例的加工方式:** 首先采用 0.20\*3.5mm 钻针进行一次钻孔, 下钻深度 1.5mm; 其次采用 0.20\*6.5mm 钻针进行五次钻孔, 每次下钻深度 1.0mm, 加工完毕结果为 6.5mm; 再次采用 0.20\*8.5mm 钻针进行第七次钻孔, 下钻深度 1.0mm; 最后采用 0.20\*9.5mm 钻针进行第八次钻孔, 下钻深度 1.0mm。**即单孔需要使用 4 针。**

**高长径比钻针单价大幅提升:** 当 PCB 板厚提升时, 钻针的加工孔径不变, 而钻头长度持续提升, 对应钻针的长径比不断提升。高长径比钻针的原材料成本相比低长径比钻针有所提升, 生产效率相比低长径比钻针有所下降, 因此高长径比钻针的销售单价显著提升, 目前业内 50 倍长径比钻针单价相比现阶段低长径比钻针单价高出近 10 倍。

**伴随服务器 PCB 升级, 单孔钻针消耗价值量将持续提升。**在 3mm 板厚时期, 单孔加工仅需一根针, 假设单针价格 1 元即对应单孔成本 1 元。若板厚升级至 8mm, 假设单孔加工需要使用四根不同长径比钻针搭配, 单孔成本将提升数十倍。**板厚提升带动单孔加工的耗材价值量飞速提升。**

图29：各厚度 PCB 板加工方式

直径 mm	厚径比	板厚 mm	加工方式		钻头
0.20	厚径比 $\leq 15$	3	分步钻	通孔	HL0.20*4.5
	15<厚径比 $\leq 25$	5	预钻+分步钻	正面预钻	USF0.20*3.5
				通孔	HL0.20*6.5
	25<厚径比 $\leq 33$	6.5	预钻+分步钻	正面预钻	USF0.20*3.5
				正面预钻	HL0.20*6.5
				通孔	HL0.20*8.0
	33<厚径比 $\leq 40$	8	预钻+分步钻	正面预钻	USF0.20*3.5
				正面预钻	HL0.20*6.5
				正面预钻	HL0.20*8.5
				通孔	HL0.20*9.5

数据来源：金洲精工公众号，东吴证券研究所

**加工 M6/M7/M8 材料钻针损耗速度：** M6 材料可以单针加工 2000 孔，M7/M8 材料单针可以加工 500-1000 孔。（均为涂层针）

**加工 M9 材料钻针损耗速度：** M9 材料单针可以加工 200 孔。（涂层针）

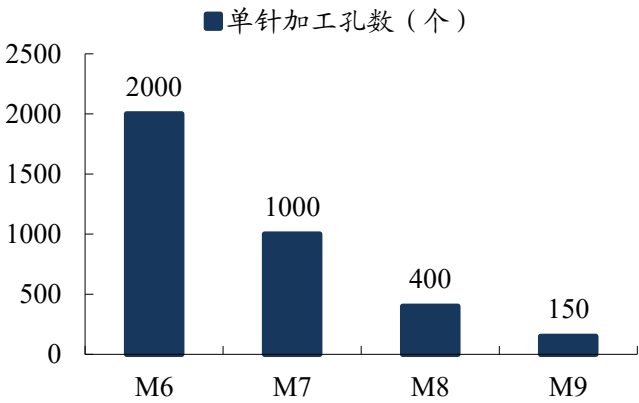
**M9 Q 布损耗较高的原因是 SiO<sub>2</sub> 含量显著提升：** 为满足高频高速的信号传输需求，选择夹层材料时 Dk（介电常数）和 Df（介质损耗）越低越好，Q 布充分满足此要求。但 Q 布 SiO<sub>2</sub> 含量达 99.99%，硬度和脆度显著提升，因此钻针加工时磨损速度大大加快。

图30: Q 布二氧化硅含量较高 (%)

Electrical Property	E-glass	Low Dk-Glass	Low Dk2-Glass	Q-Glass
Dk@10GHz	6.9	4.8	4.4	3.74
Df@10GHz	0.007	0.0033	0.002	<0.001
SiO <sub>2</sub> 含量	52-56	52-56	52-56	99.99

数据来源: 金洲精工公众号, 东吴证券研究所

图31: 单钻针加工不同材料 PCB 孔数 (个)



数据来源: 鼎泰高科, 东吴证券研究所

3.4. 深耕 PCB 钻针领域多年技术领先, 加速扩产突破瓶颈

钻针行业量价齐升, 公司高长径比钻针技术积淀将充分兑现。中钨高新控股孙公司金洲精工在 PCB 钻针行业内深耕多年, 钻针口碑和实力行业领先。高长径比钻针是公司未来的重点发展方向。公司在生产端配备高精度瑞士进口磨床与开槽机, 产出的 40 倍至 50 倍高长径比钻针断针率控制在万分之一以内, 加工孔壁质量优良。依托优质生产设备与多年沉淀的技术优势, 公司有望在高长径比 PCB 钻针领域占据较高市场份额。

图32: 公司 50 倍长径比钻针加工效果优良



数据来源: 金洲精工公众号, 东吴证券研究所

图33: 公司 40 倍长径比钻针断针率较低

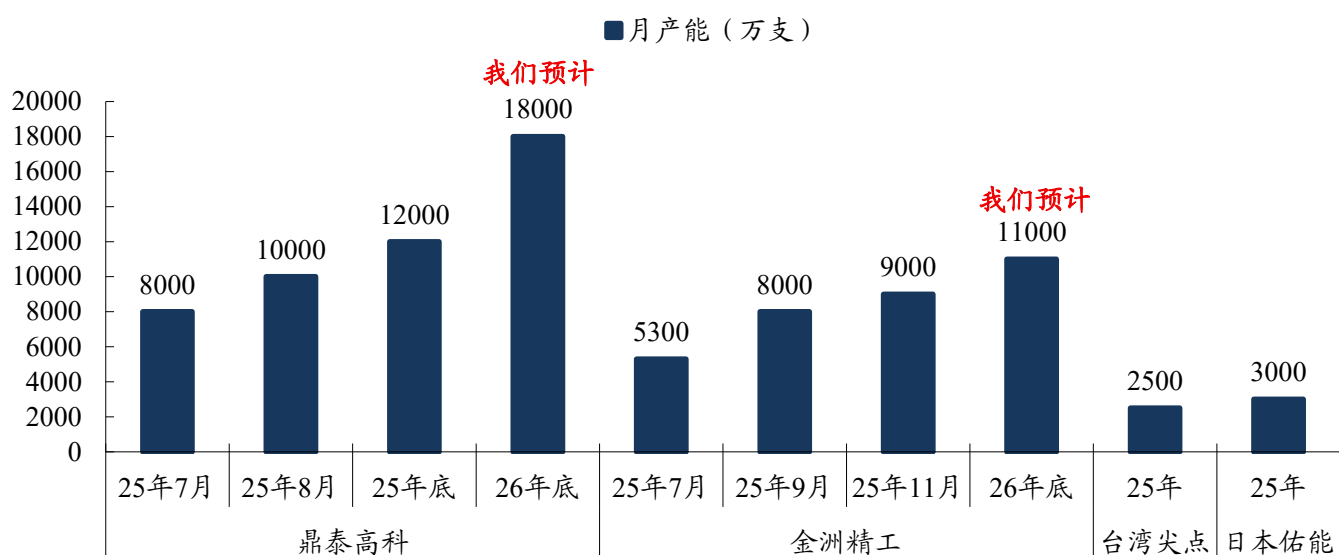


数据来源: 金洲精工公众号, 东吴证券研究所

中钨高新子公司金洲精工积极拥抱 AI 带来的钻针需求增长，持续增加产能扩建。公司已实施三个产能扩建项目：1) 2025.7.29 的 1.4 亿支/年技改项目；2) 2025.12.16 的 1.3 亿支/年技改项目；3) 2025.12.16 的 0.63 亿支/年扩产项目。2025 年底，公司月产能达到 0.9 亿支/月，1.4 亿支/年技改项目我们预计 2026 年中落成。我们预计金洲精工 2026 年底月产能将达到 1.1 亿支/月。

公司高长径比钻针技术积淀深厚，加速扩产突破产能瓶颈，未来有望在 AI 钻针市场空间中依托技术优势获取较大份额，兑现业绩。

图34：四家头部 PCB 钻针厂商月产能（万支）



数据来源：鼎泰高科公告，中钨高新公告，CPCA 印制电路信息，PCB 资讯家，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 盈利预测

**(1) 精矿及粉末产品：**资源注入驱动规模与毛利双升。受益于柿竹园有色与远景钨业的并表整合，以及钨价在高位运行的红利，该板块成为公司业绩增长的核心动力。预计 2025-2027 年收入增速分别为 47%/30%/4%；随着上游资源掌控力的增强，毛利率预计从 2024 年的 23.6%稳步提升至 25%/26%/27%。

**(2) 切削刀具及工具：**AI 算力红利驱动量价齐升。该业务是公司最具成长弹性的板块。受益于 AI 服务器 PCB 升级增加带来的钻针耗材量价齐升，预计 2025-2027 年收入分别为 39.86/49.37/63.30 亿元，同比增速达 25%/24%/28%。随着高端产品占比提升及规模效应，毛利率将由 33.3%显著改善至 34%/37%/38%。

**(3) 难熔金属：**作为公司传统优势业务，难熔金属板块表现平稳。预计 2025-2027



年收入同比增速均维持在 10% 的水平；毛利率保持稳定，预计维持在 10% 左右，为公司提供稳定的现金流支撑。

**(4) 其他硬质合金：**板块在维持现有市场份额的基础上进行结构微调。预计 2025-2027 年收入保持 5% 的稳健增长；随着内部效率提升，毛利率预计由 18.6% 小幅回升并稳定在 19%~20% 区间。

**(5) 贸易及装备：**该板块在预测期内呈现规模收缩趋势，旨在通过压降低毛利贸易业务来优化公司整体资产质量。根据预测，2025-2027 年收入分别为 9.59/7.67/6.14 亿元，同比增速持续维持在 -20%。在盈利能力方面，随着业务结构的调整，毛利率预计稳定在 15% 的水平。

表1：公司分业务收入预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
精矿及粉末产品	19.36	23.54	25.37	45.73	67.22	87.39	90.89
YOY (%)		22%	8%	80%	47%	30%	4%
毛利率 (%)	9.7%	8.7%	7.1%	23.6%	25.0%	26.0%	27.0%
其他硬质合金	29.86	35.24	34.31	33.56	35.24	37.00	38.85
YOY (%)		18%	-3%	-2%	5%	5%	5%
毛利率 (%)	15.6%	14.3%	14.1%	18.6%	19.0%	19.0%	20.0%
切削刀具及工具	33.09	33.18	30.57	31.89	39.86	49.37	63.30
YOY (%)		0%	-8%	4%	25%	24%	28%
毛利率 (%)	35.4%	34.5%	33.6%	33.3%	34.0%	37.0%	38.0%
难熔金属	15.06	17.59	21.72	24.26	26.69	29.35	32.29
YOY (%)		17%	23%	12%	10%	10%	10%
毛利率 (%)	13.0%	12.8%	10.4%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
贸易及装备	17.71	21.25	15.38	11.99	9.59	7.67	6.14
YOY (%)		20%	-28%	-22%	-20%	-20%	-20%
毛利率 (%)		10.2%	15.0%	19.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	5.86	-	-	-	-	-	-
总收入	120.94	130.80	127.35	147.43	178.60	210.79	231.46
YOY (%)		8%	-3%	16%	21%	18%	10%
毛利率 (%)	19.4%	17.5%	16.9%	22.1%	23.0%	24.7%	26.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

可比公司方面，我们选取与公司业务模式和成长逻辑相近的综合钨矿龙头厦门钨业（600549.SH）、刀具公司华锐精密（688059.SH）、欧科亿（688308.SH）以及 PCB 钻针公司鼎泰高科（301377.SZ）作为可比公司。截至 2026 年 2 月 12 日，2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 87/55/37x。考虑到公司在钨产业链全方位布局且背靠五矿集团，相比于可比公司平均估值存在溢价属于合理情况。

公司作为全球钨产业链一体化龙头，业务覆盖钨资源开采、中游冶炼、硬质合金切削工具及难熔金属。钨价持续上涨公司矿产资源储备丰富，叠加公司在高长径比 PCB 钻针领域技术优势领先，未来将进入业绩兑现期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.4/19.0/23.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 94/66/54x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表2：可比公司估值表（截至 2026 年 2 月 12 日）

2026/2/12		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600549.SH	厦门钨业	CNY	62.86	998	17.3	23.1	30.1	33.7	58	43	33	30
301377.SZ	鼎泰高科	CNY	182.66	749	2.3	4.4	8.2	15.7	330	171	92	48
688059.SH	华锐精密	CNY	111.00	111	1.1	2.0	2.8	3.5	104	54	40	32
688308.SH	欧科亿	CNY	54.25	86	0.6	1.1	1.6	2.1	150	79	53	40
	平均								160	87	55	37
000657.SZ	中钨高新	CNY	55.33	1,261	9.4	13.4	19.0	23.5	134	94	66	54

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除厦门钨业盈利预测为 Wind 一致预期，其余公司盈利预测来自东吴证券研究所，时间截至 2026 年 2 月 12 日）

5. 风险提示

**宏观经济波动风险。**若全球经济复苏不及预期或地缘政治环境恶化，可能抑制汽车、机器人及高端制造等下游终端需求，进而导致钨产品及硬质合金切削工具的市场需求下滑，影响公司整体订单规模与利润水平。

**PCB 工艺进展不及预期风险。**若算力服务器迭代进展不及预期，则 PCB 升级节奏可能放缓，可能影响高单价的高长径比钻针需求放量。

**算力服务器需求不及预期风险。**若 AI 产业发展低于预期，云厂商资本开支放缓，将影响高算力服务器用 PCB 扩产，进而影响 PCB 钻针需求。

中钨高新三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>10,249</b>	<b>14,162</b>	<b>16,939</b>	<b>19,850</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,743</b>	<b>17,860</b>	<b>21,079</b>	<b>23,146</b>
货币资金及交易性金融资产	1,518	4,196	5,311	7,193	营业成本(含金融类)	11,489	13,744	15,868	17,095
经营性应收款项	4,696	5,446	6,415	7,033	税金及附加	215	250	295	324
存货	3,747	4,179	4,809	5,164	销售费用	442	536	632	694
合同资产	0	0	0	0	管理费用	757	893	1,054	1,157
其他流动资产	288	341	404	460	研发费用	694	804	949	1,042
<b>非流动资产</b>	<b>7,167</b>	<b>7,126</b>	<b>6,997</b>	<b>6,848</b>	财务费用	85	110	131	152
长期股权投资	88	88	88	88	加:其他收益	171	179	211	231
固定资产及使用权资产	4,989	4,920	4,831	4,722	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	591	691	791	891	公允价值变动	(3)	0	0	0
无形资产	922	772	652	532	减值损失	(91)	(85)	(55)	(55)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	35	35	35	35	<b>营业利润</b>	<b>1,139</b>	<b>1,617</b>	<b>2,305</b>	<b>2,858</b>
其他非流动资产	541	619	599	579	营业外净收支	37	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>17,416</b>	<b>21,287</b>	<b>23,936</b>	<b>26,698</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,176</b>	<b>1,657</b>	<b>2,345</b>	<b>2,898</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,707</b>	<b>7,529</b>	<b>8,627</b>	<b>9,521</b>	减:所得税	143	182	258	319
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,380	2,718	3,118	3,518	<b>净利润</b>	<b>1,033</b>	<b>1,474</b>	<b>2,087</b>	<b>2,579</b>
经营性应付款项	1,779	1,909	2,204	2,374	减:少数股东损益	94	133	188	232
合同负债	185	232	274	301	<b>归属母公司净利润</b>	<b>939</b>	<b>1,342</b>	<b>1,899</b>	<b>2,347</b>
其他流动负债	2,363	2,670	3,031	3,328	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.59	0.83	1.03
非流动负债	2,420	2,671	2,871	3,071	EBIT	1,236	1,767	2,476	3,050
长期借款	1,335	1,535	1,735	1,935	EBITDA	1,981	2,456	3,185	3,779
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.07	23.05	24.72	26.14
租赁负债	51	51	51	51	归母净利率(%)	6.37	7.51	9.01	10.14
其他非流动负债	1,033	1,084	1,084	1,084	收入增长率(%)	7.80	21.14	18.02	9.81
<b>负债合计</b>	<b>9,126</b>	<b>10,200</b>	<b>11,498</b>	<b>12,592</b>	归母净利润增长率(%)	17.47	42.82	41.54	23.59
归属母公司股东权益	7,547	10,212	11,374	12,810					
少数股东权益	743	876	1,064	1,296					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,290</b>	<b>11,088</b>	<b>12,438</b>	<b>14,106</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,416</b>	<b>21,287</b>	<b>23,936</b>	<b>26,698</b>					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	902	1,489	1,942	2,903	每股净资产(元)	5.40	4.48	4.99	5.62
投资活动现金流	(850)	(615)	(560)	(560)	最新发行在外股份(百万股)	2,279	2,279	2,279	2,279
筹资活动现金流	254	1,804	(267)	(461)	ROIC(%)	9.38	11.46	13.47	14.69
现金净增加额	316	2,678	1,116	1,881	ROE-摊薄(%)	12.45	13.14	16.70	18.32
折旧和摊销	746	689	709	729	资产负债率(%)	52.40	47.91	48.04	47.16
资本开支	(849)	(570)	(570)	(570)	P/E (现价&最新股本摊薄)	134.20	93.97	66.39	53.72
营运资本变动	(1,051)	(788)	(1,000)	(573)	P/B (现价)	10.24	12.35	11.08	9.84

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>