

首席周观点：2026年第8周

2026年2月26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：小金属板块估值及收益弹性显现释放

金属行业的供需结构明显优化。从供给端观察，金属行业上游已处于弱供给周期，全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征并且已显现产业链环节的垂直化扩散。从需求端观察，绿色低碳能源转型、新质生产力发展及算力资本周期的来临或将提振多金属品种需求曲线右移。

流动性周期的切换有助于金属价格的弹性释放。尽管 2025 年全球货币政策已由紧缩周期转向宽松周期，但降息缩表的操作方式或将在 2026 年逐渐常态化，全球央行资产负债表的再扩张或推动本就供需状态紧平衡的小金属品种获得流动性溢价。本文，我们将对稀土、铷铯、锂、锑、钨和镁等小金属品种的基本面状态进行供需梳理和未来变化趋势的预测。我们认为，金属行业的供需结构优化及流动性溢价或再次提振小金属板块的价格及估值弹性。从数据观察，近 15 年以 FED 为例的数轮扩表周期对大宗商品价格指数的溢出效应统计显示：小金属在扩表周期内的平均涨幅区间为 40%(锡)~88%(稀土)，小金属公司估值 PE TTM 的平均水平为 53X，而小金属公司股价实际相对沪深 300 的超额收益平均值为 50%。扩表周期叠加各金属品种供需结构的持续优化，小金属板块的估值及收益弹性有望释放。

稀土：供需结构优化及输出规则重定义推动稀土产业链价值重估。从供需结构观察，稀土行业供需结构持续优化。在供给端，行业整合加速叠加《稀土管理条例出台》，稀土供给已进入加速优化。2024 年稀土矿采供给年额度增速由 23 年的 21% 降至 24 年的 6%，冶炼分离年额度增速由 23 年的 21% 降至 24 年的 4%，2024 年矿采总量指标较冶炼总量指标年额度过剩增至 1.6 万吨。在需求端，新能源汽车、电力电网投资、机器人等行业发展推动稀土需求持续增长。从政策端考虑，稀土行业已迎来“战略武器化”的产业链价值重估。稀土产业的出口管制已成为中美贸易战中重要的战略武器，对外的出口管制叠加内部的供给收缩或持续提升中国稀土行业的全球定价权。稀土产品价格的上行或将持续提振行业盈利能力及估值水平。

稀土板块相关标的：中国稀土、北方稀土、广晟有色、厦门钨业、盛和资源。

铷铯：全球铷铯盐市场或已进入快速扩张期。供给端，中矿资源的铷铯盐扩产以及金银河铷铯盐产线的产能利用率提升将推动铷铯供给有效增长，其中铷盐的供给或明显改善。企业的扩产或推动全球铯供给由 2024 年的 1881 吨升至 2027 年的 2811 吨，期间 CAGR 达 14%；全球铷供给或由 2024 年的 40 吨升至 2027 年的 1740 吨。需求端，全球铷铯盐需求的增长

主要受三大主线推动：（1）铷铯盐现有消费结构的升级。（2）钙钛矿太阳能电池等新兴需求或引发铷铯盐需求爆发式增长。（3）铷盐供给预期改善后需求的发展。综合考虑，我们认为2025-2027年间全球铷铯盐合计需求或由2025年的2466吨升至2027年的4600吨，期间年均复合增长率或达36.6%。结合我们对全球铷铯盐供应与需求的拟合、预测，我们认为2025-2027年间，全球铷铯盐供给或分别为2210/3135/4550吨，全球铷铯盐需求或分别为2446/3166/4600吨，供需平衡或分别为-256/-30/-50吨。供需升级带动的铷铯盐市场扩张或有效增厚上游相关公司的利润，对应企业的估值及收益弹性有望释放。

铷铯板块相关标的：中矿资源、金银河。

锂：锂行业供需关系或持续改善。从供给端观察，生产成本分化或决定锂矿端供给增量。考虑到锂价对高成本矿企的锂产出影响，2025年后锂矿端增量或逐渐缩减，而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性。我们预计2024-2027年间，全球锂供给或由123.1万吨LCE增至186万吨LCE，期间CAGR或达15%。其中，盐湖提锂产量或由24年的47.5万吨LCE增至27年的84万吨LCE，期间CAGR或达21%，对应供应占比或由39%升至45%。从需求端观察，受益于新能源汽车发展带来的动力电池市场持续成长，以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发，2024-2027年间全球锂电池合计出货量或由24年的1545GWh增至27年的2778GWh，全球碳酸锂合计需求量或由24年的103万吨增至27年的184万吨，期间CAGR或达21%。综合考虑，锂供需结构或在2025-2027年间逐渐改善，期间供需平衡或分别达到12.8/6/2万吨LCE，供应过剩状况持续减缓。随着“反内卷”政策持续深化，叠加下游新能源汽车及储能领域的高景气度运行，锂行业供需结构改善或推动金属产品价格、行业盈利及估值水平持续改善。

锂板块相关标的：中矿资源、金银河、天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料。

锑：供需错配或推升锑行业进入强景气周期。从供给侧观察，一方面，极地黄金锑矿停产导致锑矿供应超预期收缩；另一方面，受持续的环保限制、储量保护及出口管制影响，中国锑矿产量或维持下降趋势。再生锑方面，铅酸蓄电池的消耗量下降或使再生锑产量增速下滑。2024-2027年间，全球再生锑供应或由3.3万吨升至3.5万吨，期间CAGR为2%，占全球锑供应比例或由24.2%升至27.4%。从需求端观察，光伏装机的强劲增长或推动锑需求快速提升，而隐形库存的再建或推动锑需求稳定增长，2024-2027年间全球锑需求增速CAGR或达11%。综合考虑，2024-2027年间，全球锑供需缺口或持续放大，分别为-2.8/-6.0/-7.6/-9.5万吨，占需求比例或为17.1%/32.8%/37.7%/42.8%。考虑到2025-2027年间锑供需缺口的持续放大，锑价运行重心已进入上行通道，有助于相关上市公司营收及利润的持续增厚，锑板块配置属性有望增强。

锑板块相关标的：华钰矿业、华锡有色、湖南黄金。

钼：供需延续紧平衡或推动价格中枢上行。从供给侧观察，2020-2024年间全球钼供给从27.3万吨增长至29.2万吨，年均复合增速仅为1.6%。考虑到钼矿国内新增项目或于2027年之后才开始逐渐达产，而海外受矿山低品位与罢工扰动频发影响，供给增量较少且不及预期，全球钼供给量或维持低速增长。从需求侧观察，随着钢铁行业的高端化及绿色化转型，航空航天、汽车轻量化领域对含钼合金钢需求增强，预计2024-2027年间钼需求端CAGR或达3.8%。

考虑到全球钼供需基本面持续紧平衡状态，我们认为钼精矿的价格中枢有望持续上行并回归到 5000 元/吨的水平，钼金属价格的提升或助推相关公司的盈利及估值弹性释放。

钼板块相关标的：洛阳钼业、金钼股份、西部矿业。

镁：镁行业供需或进入持续性紧平衡状态。中国原镁行业已逐渐形成镁新型现代产业集群，这有助于行业规模效益的提升及盈利水平的修复，也意味着行业的发展将与新能源产业的发展形成有效共振。鉴于企业端原镁产能现有的建设规划与产能利用率的回升，我们认为 2024-2027 年间，全球原镁产量或由 112 万吨增至 200 万吨，其中中国原镁产量或由 102.6 万吨增至 175 万吨。在镁需求端，汽车轻量化发展或为全球镁金属需求带来大幅增量，而机器人行业、镁合金建筑模板、镁基储氢及低空经济等领域发展亦或为全球镁金属需求上行提供弹性。我们认为，2024-2027 年间，全球镁金属需求或由 2024 年的 112 万吨增长至 2027 年的 200.1 万吨，期间 CAGR 或达 21%。综合考虑，2025-2027 年间，全球原镁供需缺口或为 0.1/0.9/-0.1 万吨，全球原镁供需的紧平衡状态同样暗示镁行业已经显现周期性的底部特征。考虑到部分镁生产企业的高污染，中国原镁行业产能的低利用率（24 年为 69%），镁价的低迷（24-25 年镁价长期低于行业平均成本 1.9 万元/吨），以及镁行业集群化发展的趋势，我们认为，“反内卷”政策或有望在 2026 年向镁行业扩散，镁行业的供需结构改善或推动镁价由周期性的底部上行，镁企业盈利及估值水平有望提升。

镁板块相关标的：宝武镁业、星源卓镁。

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（III）：弱供给周期下的行业配置属性再探讨—小金属板块估值及收益弹性有望释放》，2025-12-18



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：兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续——公司 2025 年业绩预告点评

事件：

2026 年 1 月 30 日，兴森科技发布 2025 年年度业绩预告：预计实现归母净利润 1.32 亿元至 1.40 亿元，大幅扭亏为盈；扣非归母净利润预计为 1.38 亿元至 1.46 亿元。

点评：

公司主营业务盈利能力显著修复，2025 年预计扭亏为盈。2025 年公司预计实现归母净利润 1.32 亿元至 1.40 亿元；扣非归母净利润预计为 1.38 亿元至 1.46 亿元。主要受益于行业复苏，公司营业收入保持稳定增长。利润层面主要受广州兴森半导体有限公司 FCBGA 封装基板业务和宜兴硅谷电子科技有限公司高多层 PCB 业务的影响，其中，FCBGA 封装基板业务仍未实现大批量量产，依然对公司盈利形成拖累，全年费用投入约 6.6 亿元，但 2025 年样品订单数量同比实现大幅增长；高多层 PCB 业务因产品结构不佳，全年亏损约 1 亿元，但各季度亏损持续收窄，第四季度已接近盈亏平衡。

AI 驱动载板高景气，上游刚性涨价，公司稀缺产能价值凸显。AI 服务器需求大爆发，增加对 IC 载板的需求，封装基板产业链的涨价潮已形成刚性传导。智能手机等产品大量使用的 BT 载板率先提价；而用于 CPU、GPU 等高端芯片的 ABF 载板近期也加入涨价行列，其供需缺口高达 21%，价格一年内飙涨 38%。目前来看，ABF 载板供应吃紧情况逐月升温，主要是高阶运算与 AI 应用需求持续扩张，载板需求动能强劲，供给端却难以同步跟上，缺口逐步扩大。产能扩张远跟不上 AI、HPC 驱动的需求爆发。兴森科技作为国内少数既有 BT 载板的布局，又有 ABF 载板的延伸的厂商，其产能和技术能力在此背景下变得尤为稀缺。

全球 IC 载板市场规模在 2025 年达到 166.9 亿美元，预计将在 2026 年增至 184.4 亿美元。IC 载板凭借高密度布线（线宽 $\leq 10\mu\text{m}$ ）、高精度制造等特性，成为支撑 AI 算力升级的关键载体，其技术迭代与市场扩张正形成双向驱动的良好循环。一方面，算力升级需求驱动 IC 载板技术迭代。当下，在 AI 技术浪潮的推动下，AI 芯片（如 GPU/TPU）的算力密度遵循“摩尔定律”式增长，每 18 个月翻倍，对 IC 载板的高密度布线（线宽 $\leq 10\mu\text{m}$ ）和高导热性能（热导率 $\geq 5\text{W/m}\cdot\text{K}$ ）提出更高要求。随着 AI 芯片、高性能计算（HPC）及 5G 通信等领域的爆发式增长，IC 载板市场需求将持续攀升，行业步入新一轮成长期。全球 IC 载板市场规模在 2025 年达到 166.9 亿美元，预计将在 2026 年增至 184.4 亿美元，并最终在 2035 年扩张至 453.4 亿美元。该市场预计在 2026 年至 2035 年的整个预测期内，将以 10.51% 的强劲复合年增长率（CAGR）增长。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内既有 BT 载板的布局，又有 ABF 载板的延伸的厂商，受益于 AI 浪潮，PCB 业务和半导体业务持续发力。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.08 元，0.25 元和 0.40 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求放缓；（2）业务拓展不达预期；（3）贸易摩擦加剧。

参考报告：《兴森科技（002436.SZ）：扭亏为盈，AI 驱动 IC 载板涨价潮持续》，2026-2-9

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害关系。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法律责任。

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