



厦门钨业 (600549.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

是钨矿资源龙头，更是 AI 材料平台

投资逻辑

三大业务协同，AI 材料布局多点开花。公司已逐步成长为覆盖钨钼、稀土及能源新材料的综合性 AI 新材料平台。2025 年实现营收 462.65 亿元、同比+31.4%；归母净利润 23.09 亿元、同比+33.6%。供给约束抬升钨价中枢，高端钨材料国产替代提速。全球钨供给弹性受限，国内开采指标约束趋严；AI 算力持续扩张，半导体、高端 PCB 及先进封装景气维持高位，高端钨材料国产替代推进；供需紧平衡有望延续，钨价中枢或持续上移。2026 年以来钨价历经快速上涨与大幅回调，截至 2026 年 7 月 24 日，65%钨精矿均价为 41.30 万元/吨，后续有望迎来新一轮上行。

三级钨资源体系完善，中长期增量可期。公司目前钨资源原矿自给率约 20%，未来资源保障率目标提升至 70%。①博白巨典油麻坡钨钼矿平均品位达 0.44%，计划 2027 年完工，预计年产钨精矿 3200 吨。②行洛坑增储可期，储量核实预计 2026 年底完成；都昌金鼎筹划采选二期工程。③九江大地、大湖塘钨矿有望提升公司钨资源保障能力。④全球资源布局推进，2025 年设立哈萨克斯坦子公司开展项目调研。⑤韩国年产 1500 吨氧化钨废料回收项目达产。

钻针棒材：对日管制加速国产替代，厦门金鹭迎扩产机遇。AI 算力基础设施建设叠加单耗提升，PCB 钻针需求稳增。厦门金鹭（公司持股 70%）棒材主要市场市占率超 30%，项目投产后棒材总产能提升至超 7800 吨。

钛酸钡：MLCC 材料需求上行，扩产强化供给能力。钛酸钡有望受益于需求增长和行业提价周期下的价格传导。截至 2026 年 6 月贝思科钛酸钡产能约 1960 吨；扩建 2400 吨预计 2028 年 10 月达产。

高纯钨粉：受益日企六氟化钨供给承压，携手中船特气延伸产业链。2026 年 6 月公司官网披露，拟与中船特气在原料保障、技术交流及钨循环工艺联合研发等方面进一步深化合作。我们认为，公司有望以高纯钨粉拓展半导体材料应用，双方合作空间广阔。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 698.2/829.2/932.9 亿元，归母净利润分别为 49.8/63.9/79.7 亿元，对应 EPS 分别为 3.13/4.03/5.02 元。可比公司 2026 年 PE 均值为 25.8 倍，我们给予公司 2026 年 24 倍 PE，对应目标价 75.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

钨、稀土价格不及预期；政策及行业监管风险；新材料业务需求与景气度不及预期；项目推进不及预期。

国金证券研究所

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001）

wujinkai@gjzq.com.cn

分析师：王钦扬（执业 S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

suchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：48.39 元

目标价 (人民币)：75.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	35,196	46,265	69,816	82,922	93,287
营业收入增长率	-10.66%	31.45%	50.91%	18.77%	12.50%
归母净利润(百万元)	1,728	2,309	4,976	6,391	7,967
归母净利润增长率	7.88%	33.65%	115.49%	28.42%	24.67%
摊薄每股收益(元)	1.088	1.455	3.13	4.03	5.02
每股经营性现金流净额	1.95	1.87	4.34	5.59	7.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.87%	13.43%	25.26%	27.91%	32.53%
P/E	17.71	28.23	15.44	12.02	9.64
P/B	1.92	3.79	3.90	3.36	3.14

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司简介：三大业务协同，AI 材料布局多点开花	5
1.1 由钨制品起家，迈向 AI 新材料平台	5
1.2 国资控股背景清晰，三大产业布局完善	5
1.3 业务结构：三大主业协同，深加工驱动利润改善	6
二、钨行业：供给约束抬升钨价中枢，高端钨材国产替代提速	9
三、钨矿端：三级钨资源体系完善，中长期增量可期	11
3.1 资源总览：钨矿增量路径明确，远期储备持续扩张	11
3.2 博白巨典：高品位钨矿建设推进，中期增量明确	12
3.3 在产矿山：行洛坑增储可期，核心矿山稳健运营	12
3.4 九江大地：控股优质钨钼资源，夯实远期储备	13
3.5 大湖塘钨矿：超大型钨矿储备，支撑长期成长	14
四、钨针棒材：对日管制加速国产替代，厦门金鹭迎扩产机遇	14
4.1 硬质合金棒材：日系供应收缩叠加 AI 需求增长，高端棒材供需趋紧	14
4.2 厦门金鹭：公司核心棒材平台，扩产支撑成长	16
五、钛酸钡：MLCC 材料需求上行，扩产强化供给能力	17
5.1 钛酸钡：受益于 AI 服务器需求驱动的 MLCC 核心材料	17
5.2 福建贝思科：多层级项目推进，钛酸钡扩产提速	19
六、高纯钨粉：受益日系六氟化钨供给承压，携手中船特气延伸产业链	19
6.1 六氟化钨需求增长叠加日企供给承压，全球供给格局重塑	19
6.2 深化中船特气产业链合作，高纯钨粉价值凸显	20
七、盈利预测与估值	21
7.1 核心假设	21
7.2 盈利预测	22
7.3 估值及投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图表 1：公司业务版图稳步扩张	5
图表 2：公司国资控股背景清晰	6
图表 3：公司营业收入回升	6
图表 4：公司归母净利润弹性释放	6
图表 5：2025 年公司收入以钨钼与电池材料为核心	7
图表 6：2025 年钨钼业务贡献主要毛利	7



图表 7: 钨钼业务营收稳步增长 (亿元)	7
图表 8: 2025 年稀土业务营收回升 (亿元)	7
图表 9: 2025 年电池材料营收回升 (亿元)	7
图表 10: 公司硬质合金销量稳增	8
图表 11: 公司切削工具销量加速增长	8
图表 12: 光伏需求驱动细钨丝销量快速增长	8
图表 13: 公司磁材销量加速增长	8
图表 14: 公司三元材料销量整体上行	9
图表 15: 公司钴酸锂销量整体呈增长趋势	9
图表 16: 2025 年全球钨产量小幅回升 (金属吨)	9
图表 17: 近年国内钨精矿超产率有所下行	9
图表 18: 2025 年 11 月以来钨价经历快速上涨及大幅回调	10
图表 19: 国内钨精矿工厂库存小幅增加 (吨)	10
图表 20: 国内 APT 工厂库存仍处历史低位 (吨)	10
图表 21: 钨相关两用物项出口管制持续收紧	11
图表 22: 目前公司约 80% 矿石原材料依赖外购	11
图表 23: 博白巨典油麻坡钨钼矿资源储量及生产规模 (截至 2025 年报)	12
图表 24: 宁化行洛坑钨矿资源储量及生产规模 (截至 2025 年报)	12
图表 25: 钨价上行带动行洛坑营收增长	12
图表 26: 钨价上行带动行洛坑净利润高增	12
图表 27: 都昌阳储山钨钼矿资源储量及生产规模 (截至 2025 年报)	13
图表 28: 近年来都昌金鼎营业收入稳增	13
图表 29: 2025 年都昌金鼎净利润受钨价上行带动高增	13
图表 30: 昆山钨钼矿资源储量情况 (截至 2026 年 3 月收购完成)	13
图表 31: 大湖塘钨矿主要资源储量情况 (截至 2026 年 3 月公告)	14
图表 32: PCB 钻针示意图	15
图表 33: AI 服务器关键 PCB 层数及加工复杂度较传统服务器显著提升	15
图表 34: 全球 PCB 钻针市场规模持续增长 (按销售收入划分, 亿人民币)	16
图表 35: 厦门金鹭营业收入稳增	16
图表 36: 厦门金鹭净利润有所波动	16
图表 37: 厦门钨业子公司棒材相关产能项目	17
图表 38: MLCC 配方粉由钛酸钡基础粉掺杂改性制备	18
图表 39: 高容 MLCC 中陶瓷粉料成本占比提升	18
图表 40: 车规、AI 服务器用 MLCC 具备更高的性能要求	18
图表 41: 全球 MLCC 市场规模或有望快速放量	19



图表 42: 全球钛酸钡陶瓷产能或稳健增长	19
图表 43: 六氟化钨应用领域	20
图表 44: 日本供给承压叠加原料涨价, 六氟化钨价格快速上行	20
图表 45: 中船特气六氟化钨产销量整体上行	21
图表 46: 公司营业收入、成本和毛利拆分	22
图表 47: 可比公司估值水平对比 (2026 年 7 月 24 日)	23



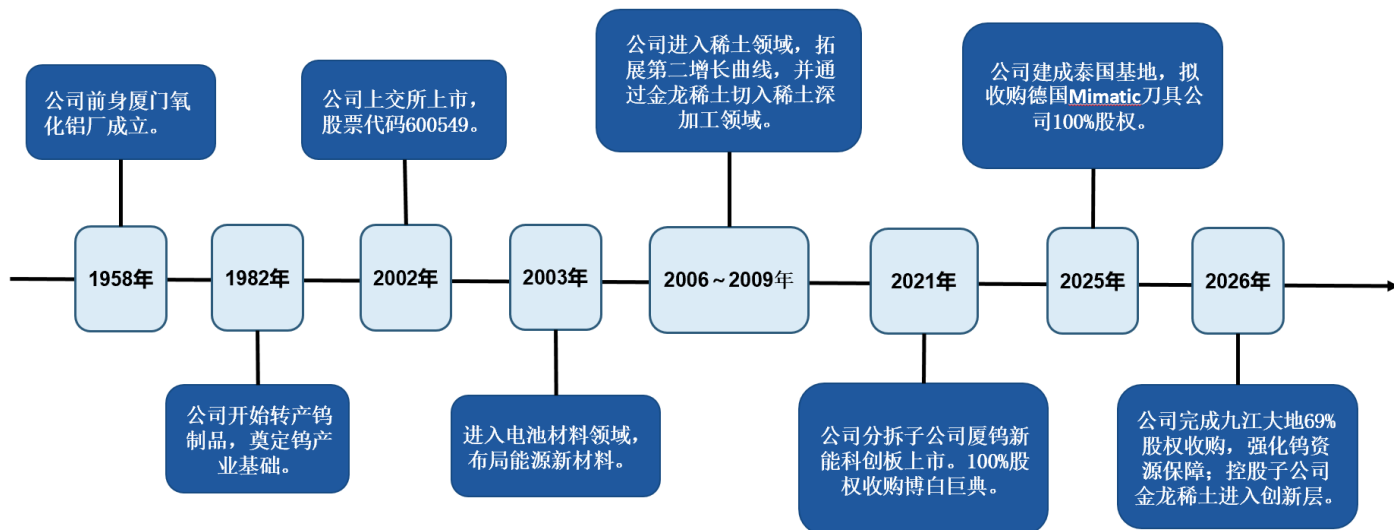
一、公司简介：三大业务协同，AI 材料布局多点开花

1.1 由钨制品起家，迈向 AI 新材料平台

以钨钼为根基，稀土、新材料版图持续扩张。厦门钨业前身为 1958 年成立的厦门氧化铝厂，1982 年转产钨制品，1984 年更名为厦门钨品厂，1997 年整体改制设立厦门钨业股份有限公司，并于 2002 年在上海证券交易所上市。上市以来，公司围绕钨产业链持续完善资源开发、冶炼及深加工布局，同时积极向稀土、能源新材料领域延伸：2003 年公司进入电池材料领域，2006 年切入稀土产业，2009 年拓展稀土深加工业务，2011 年在九江、洛阳布局硬质合金深加工产能，2014 年成为国家六大稀土集团之一；2021 年控股子公司厦钨新能登陆科创板，2025 年泰国切削工具基地建成，2026 年金龙稀土进入全国股转系统创新层，同年收购九江大地 69% 股权，获得昆山钨钼矿等资源储备，进一步强化钨资源保障能力。经过多年发展，公司已由传统钨制品企业逐步成长为覆盖钨钼、稀土及能源新材料三大业务板块的综合性 AI 新材料平台。

分业务体系看，公司钨钼板块已形成覆盖钨矿采选、冶炼、粉末、硬质合金、钨钼丝材、切削工具及资源回收的全产业链体系；稀土板块覆盖资源开发、分离冶炼、永磁材料、发光材料及光电晶体等环节，并以深加工带动资源开发；能源新材料板块以厦钨新能为核心，布局钴酸锂、三元材料、磷酸铁锂、锰酸锂及氢能材料等正极材料。

图表1：公司业务版图稳步扩张



来源：公司官网，公司年报，公司公告，国金证券研究所

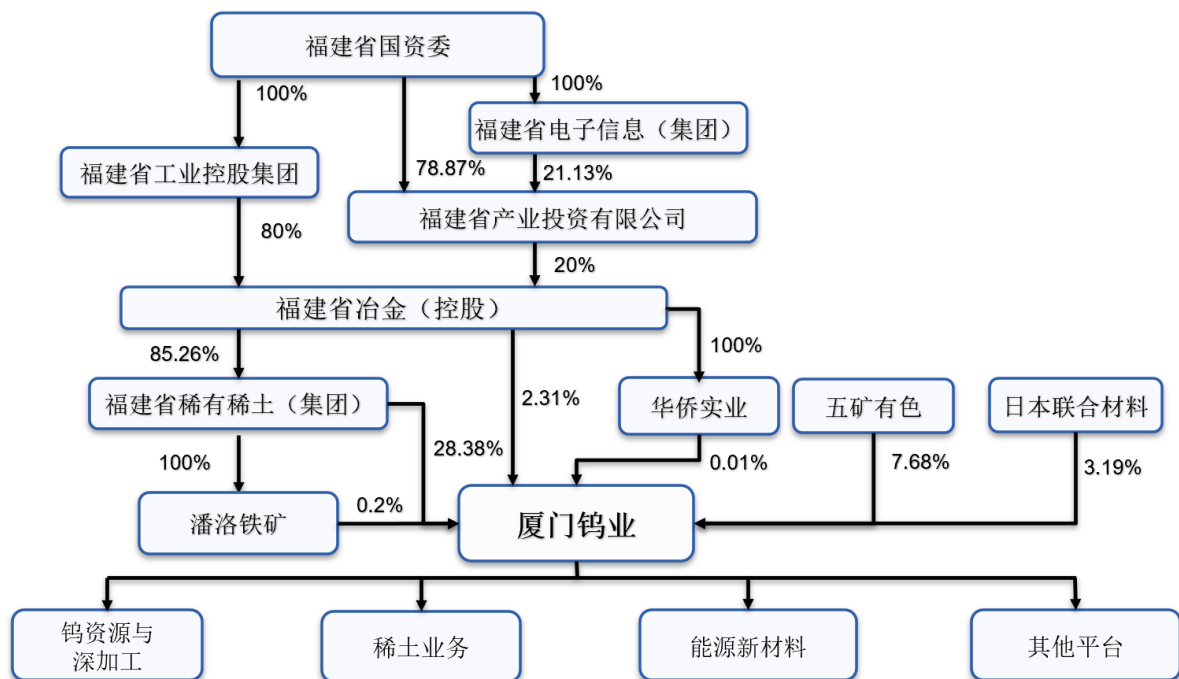
1.2 国资控股背景清晰，三大产业布局完善

国资控股稳固，产业股东赋能。公司控股股东为福建省稀有稀土（集团）有限公司，截至 2025 年末持股 28.38%；福建省冶金（控股）有限责任公司直接持股 2.31%，两者合计直接持股 30.69%。公司具有福建省国资背景，间接控股股东省工控集团、控股股东福建稀土集团均已就避免同业竞争作出长期承诺，其中福建稀土集团承诺涉及钨矿业务的其他企业相关钨矿建成投产前，将以直接出售或资产注入等方式转让至厦门钨业，该安排对公司中长期钨资源整合具有重要意义。除福建稀土集团外，公司还引入五矿有色、日本联合材料等产业股东，有助于整合产业链资源，强化公司在有色金属资源开发、新材料研发及高端制造等领域的产业协同。

子公司层面，公司围绕钨钼、稀土和能源新材料三大业务板块构建了覆盖资源、冶炼加工、深加工及资本平台的产业体系。钨钼板块以宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭、博白巨典等矿山企业和厦门金鹭、九江金鹭、洛阳金鹭、厦门虹鹭等加工企业为核心；稀土板块以金龙稀土为深加工平台，并通过中稀厦钨、北方金龙、赤金厦钨等合资平台完善稀土分离、原料供应及产业协同布局；能源新材料板块以科创板上市公司厦钨新能为主体，聚焦新能源电池材料研发、生产与销售。



图表2：公司国资控股背景清晰

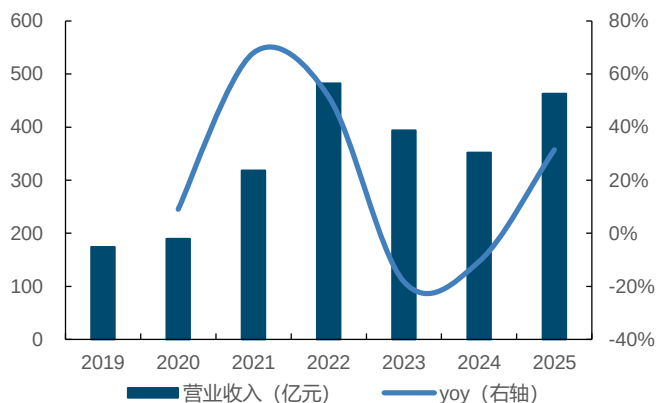


来源：iFind，公司 2025 年报，国金证券研究所

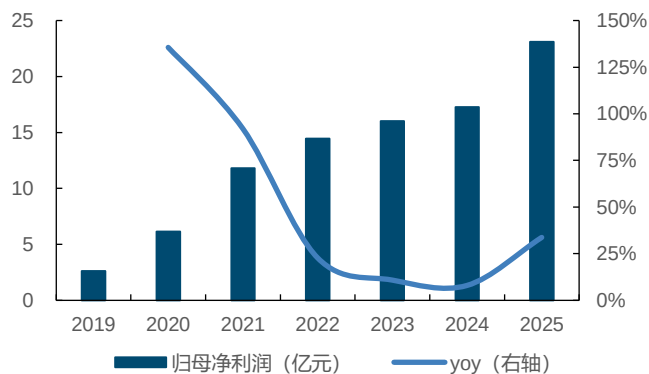
1.3 业务结构：三大主业协同，深加工驱动利润改善

钨钼板块贡献核心盈利，稀土、能源新材料业务协同增长。2025 年公司实现营业收入 462.65 亿元，同比+31.4%；归母净利润 23.09 亿元，同比+33.6%。2019-2025 年公司营业收入 CAGR 为 17.7%，归母净利润 CAGR 达 43.8%。2025 年营收及净利润增长主要源于钨钼业务规模扩张，钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等公司优势产品市场份额领先，硬质合金、切削工具、细钨丝、磁性材料、钴酸锂等重点产品盈利持续提升。

图表3：公司营业收入回升



图表4：公司归母净利润弹性释放



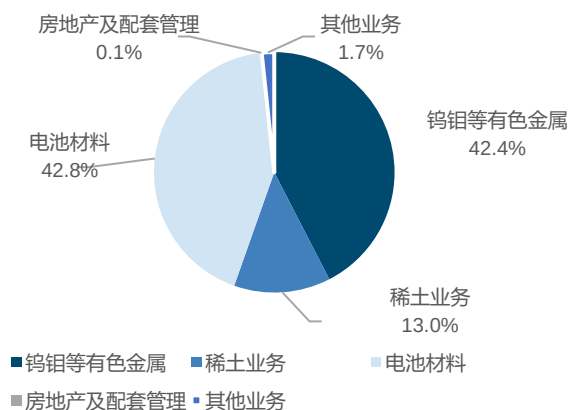
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

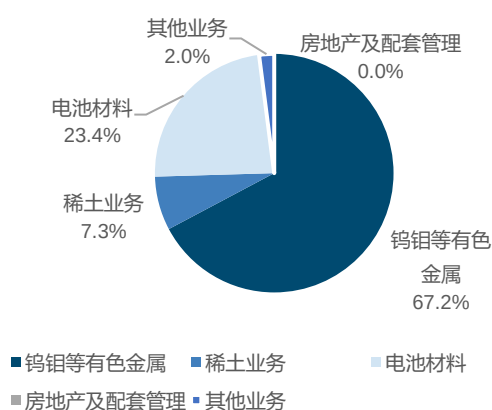
分业务板块看，2025 年公司钨钼/稀土业务/电池材料板块的营收分别为 196.32/60.02/198.13 亿元，分别贡献公司总营收的 42.4%/13.0%/42.8%，贡献毛利的 67.3%/7.3%/23.4%，钨钼板块是公司盈利的主要来源。



图表5：2025 年公司收入以钨钼与电池材料为核心



图表6：2025 年钨钼业务贡献主要毛利

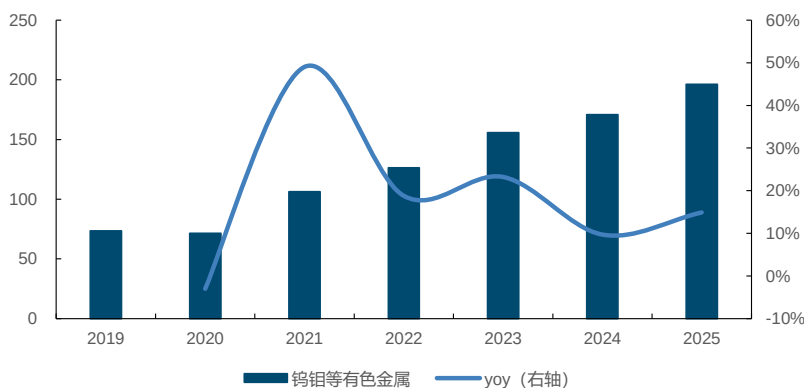


来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

其中，2025 年钨钼业务营收为 196.32 亿元，同比+14.9%；2019-2025 年钨钼业务营收 CAGR 为 17.8%。2025 年受钨价上行及矿山回收率提升双重驱动，公司钨钼业务盈利同比增长；硬质合金等深加工业务一方面积极拓展客户、优化产品结构，另一方面稳步推进产品顺价，带动钨钼板块营收与利润规模持续提升。

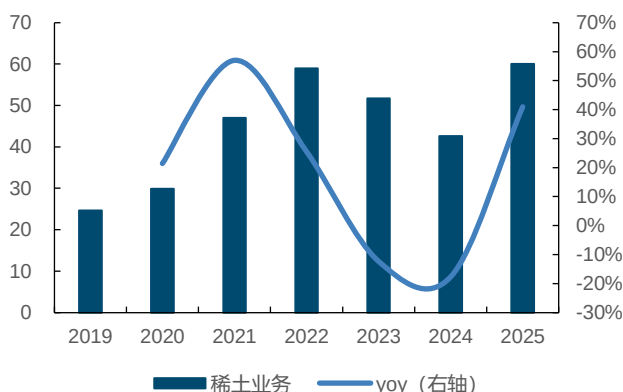
图表7：钨钼业务营收稳步增长（亿元）



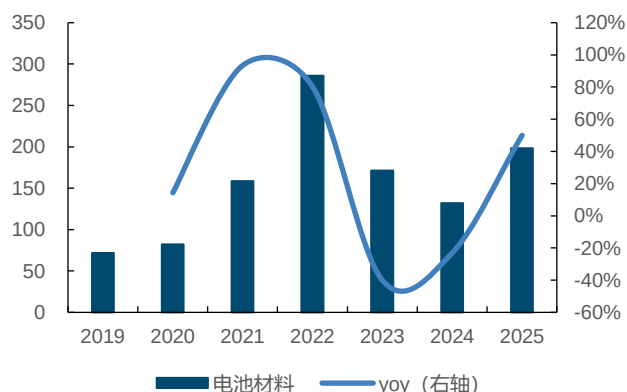
来源：公司年报，国金证券研究所

2025 年公司稀土板块营业收入为 60.02 亿元，同比+41.0%；2019-2025 年稀土营收 CAGR 为 16.0%。公司积极开拓海外磁材市场，在新能源汽车、节能家电与工业电机等多领域实现销售收入与利润的增长。2025 年公司电池材料营业收入为 198.13 亿元，同比+50.1%；2019-2025 年公司电池材料业务营收 CAGR 为 18.5%。

图表8：2025 年稀土业务营收回升（亿元）



图表9：2025 年电池材料营收回升（亿元）



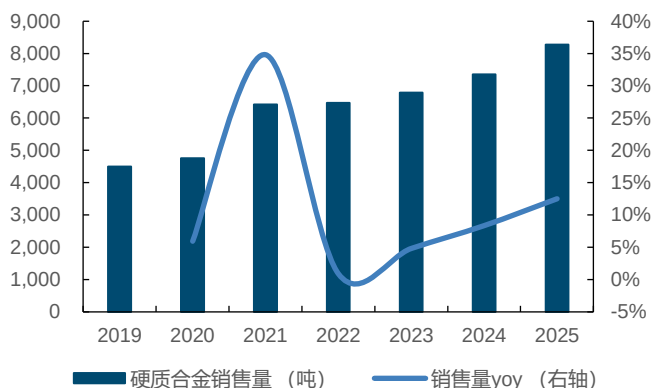
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

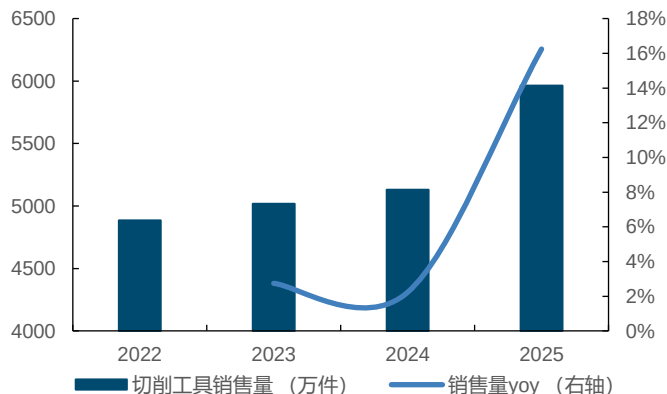


产销上行带动公司业绩增长。钨钼板块中, 2025 年硬质合金销量为 8272 吨, 同比+12.5%, 切削工具销量为 5963 万件, 同比+16.2%。

图表10: 公司硬质合金销量稳增



图表11: 公司切削工具销量加速增长

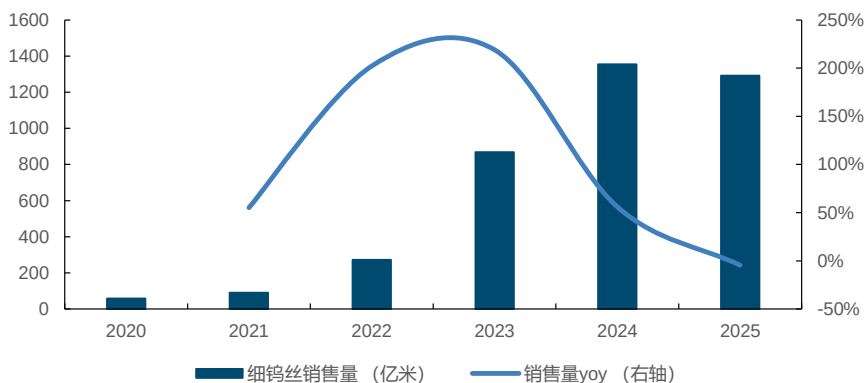


来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

受益于光伏用细钨丝渗透率快速提升, 2020-2024 年公司细钨丝产品快速放量。2025 年公司细钨丝销量为 1292 亿米、同比-4.6%; 其中, 光伏用钨丝销量为 1023 亿米, 占比近 80%。

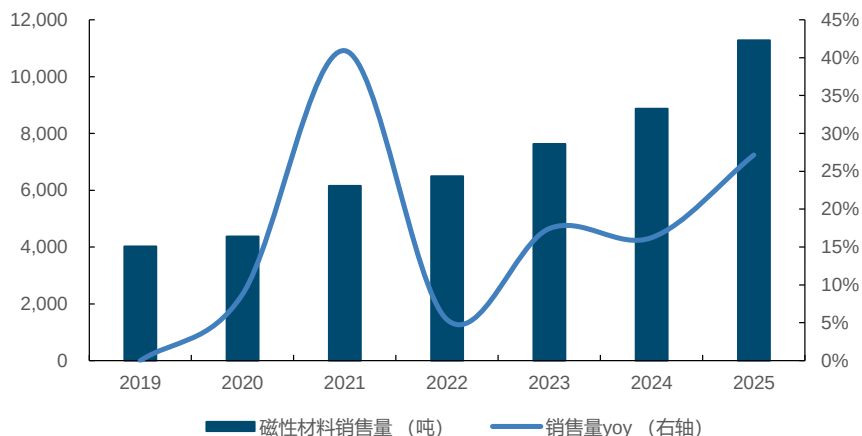
图表12: 光伏需求驱动细钨丝销量快速增长



来源: 公司年报, 国金证券研究所

稀土业务方面, 公司 2025 年稀土磁性材料销量为 1.13 万吨、同比+27.2%, 主要受新能源汽车、节能家电、风电等下游拉动。

图表13: 公司磁材销量加速增长

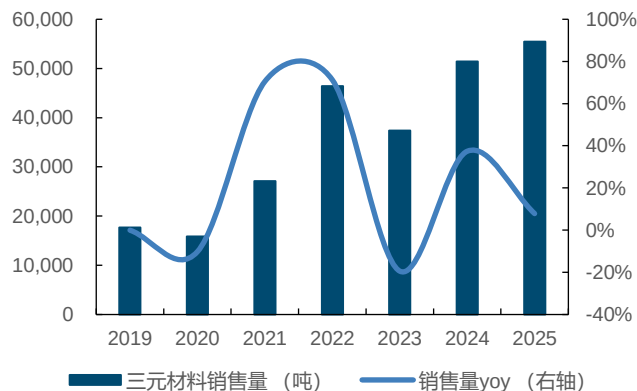


来源: 公司年报, 国金证券研究所

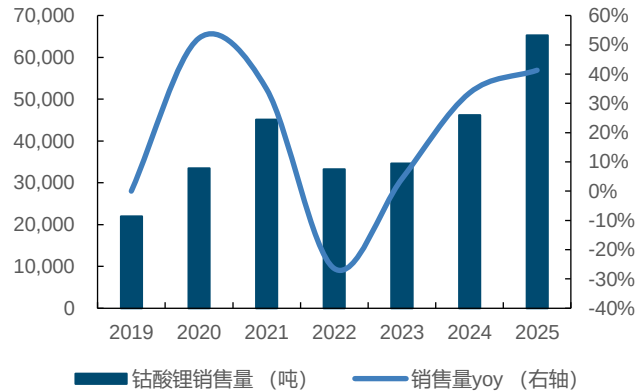


能源新材料方面，2025 年三元材料销量为 5.55 万吨、同比+7.9%；钴酸锂销量为 6.53 万吨、同比+41.3%，其中 4.5V 以上高电压产品占比达 58%。钴酸锂业务快速增长主要受益于国家补贴政策带动换机需求释放，以及 3C 消费设备 AI 化驱动的电池容量升级。

图表14：公司三元材料销量整体上行



图表15：公司钴酸锂销量整体呈增长趋势



来源：公司年报，国金证券研究所

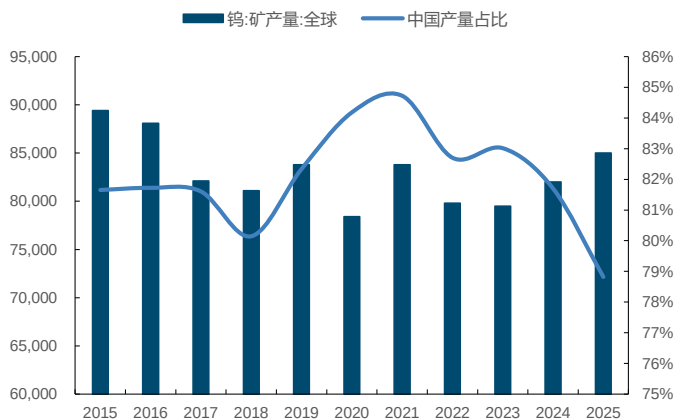
来源：公司年报，国金证券研究所

综合来看，公司已形成覆盖钨钼资源及深加工、稀土深加工及新能源材料的多元业务布局。钨钼业务依托资源优势和全产业链一体化，仍是公司盈利核心；稀土业务持续完善产业链布局；新能源材料业务围绕钴酸锂、三元材料及磷酸铁锂等构建了较为完善的产品体系。三大业务在资源、技术及产业平台等方面形成一定协同，有望支撑公司向综合性 AI 新材料平台持续发展。

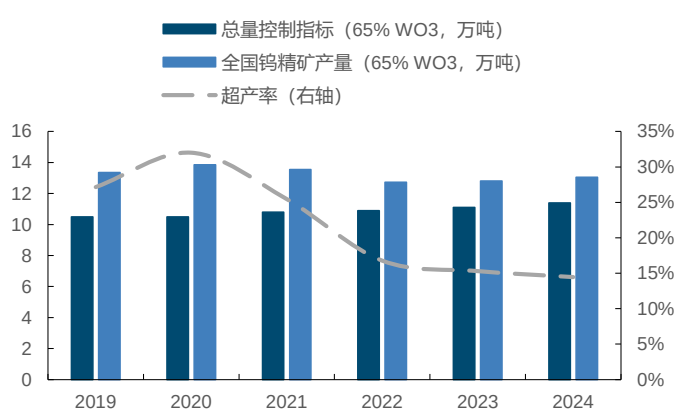
二、钨行业：供给约束抬升钨价中枢，高端钨材国产替代提速

资源约束延续，钨供给弹性受限。全球钨供给受矿山建设周期、资源品位及环保政策等因素约束，短期供给仍然偏紧。据 USGS，2025 年全球钨矿产量约 8.5 万吨，2015-2025 年 CAGR 为-0.5%；其中中国产量约 6.7 万吨，占全球的 78.8%，全球供给对中国依赖度高。国内钨矿长期实行开采总量控制，2025 年第一批开采指标为 5.8 万吨，同比下降 6.5%；据中钨在线，2025 年第二批指标下达到地方及企业，但并未对外完整公开，2026 年第一批指标亦仅部分省份公开。整体来看，配额制度并未对实际产量形成绝对刚性上限，但在监管持续趋严的背景下，原矿供给约束正在边际强化。结合中国钨业协会披露的全国钨精矿产量测算，近年行业超产率由 2020 年的 32.0% 下降至 2024 年的 14.5%，反映出配额执行力度增强。再生钨虽构成重要补充，但 2025 年国内废钨仅满足约 15.8% 的钨消费，短期仍难缓解原生钨供给偏紧格局。

图表16：2025 年全球钨产量小幅回升（金属吨）



图表17：近年国内钨精矿超产率有所下行



来源：USGS，国金证券研究所

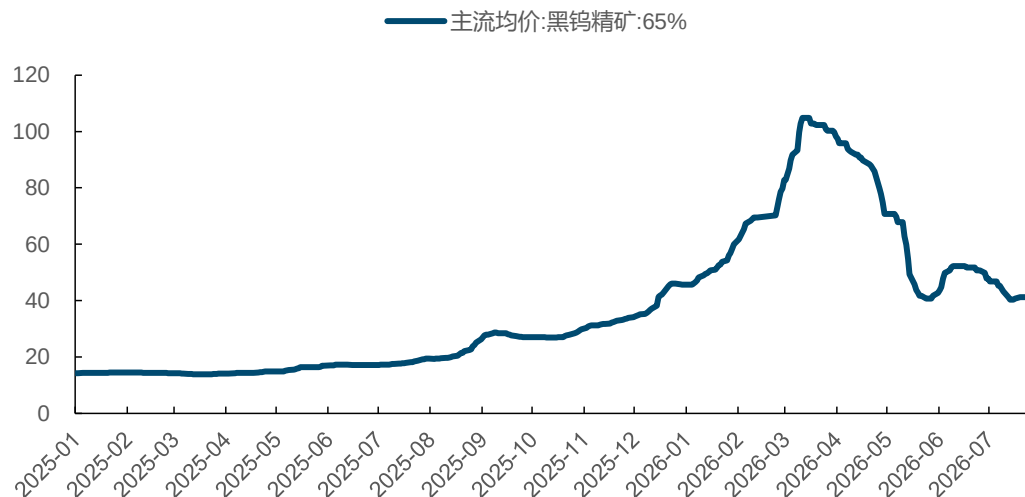
来源：中国钨业协会，中钨在线，国金证券研究所

供需偏紧，钨价中枢上移。2025 年以来国内钨价上行的核心支撑来自国内偏紧的供需格局，而出口管制政策更多起到强化战略资源属性的催化作用。2025 年第一批钨矿开采总量控制指标较 2024 年同期下调 6.5%，矿端配额约束趋紧；在下游需求仍具韧性的背景下，



市场对原料偏紧的预期持续强化。2025 年 2 月商务部、海关总署公告扩大钨品出口管制范围，进一步强化钨的战略资源属性并抬升国际市场风险溢价。2026 年 3 月钨价阶段性冲高后，在前期获利盘逐步兑现以及下游以刚需采购为主、补库意愿相对谨慎的背景下，价格出现明显回调；2026 年 5 月下旬，随着上游资金压力缓解及下游逢低补库需求释放，钨价触底后有所反弹，但受生产淡季需求偏弱影响，钨价随后再度阶段性承压回落。截至 2026 年 7 月 24 日，国内钨精矿（65%）主流均价为 41.30 万元/吨，钨价或已进入磨底企稳阶段。

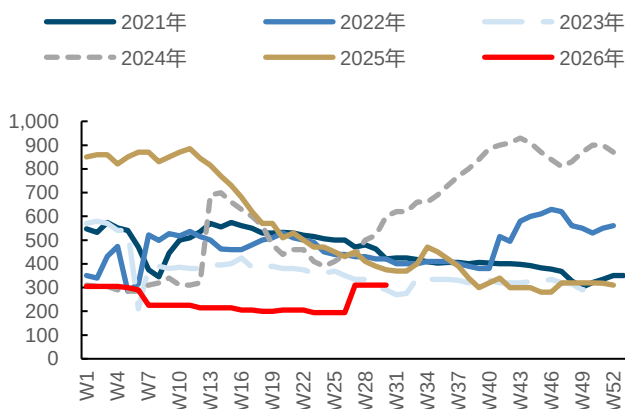
图表18：2025 年 11 月以来钨价经历快速上涨及大幅回调



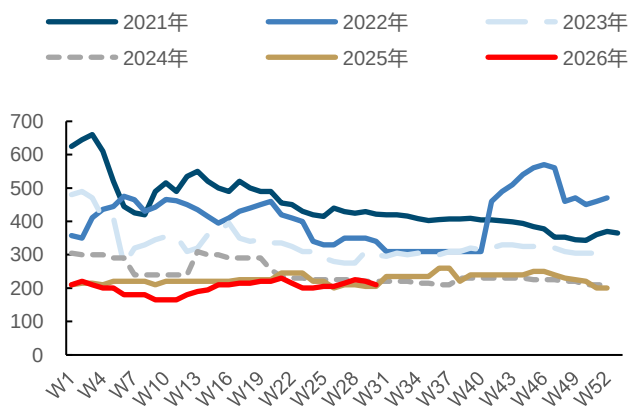
来源：iFind，国金证券研究所

库存方面，工厂库存维持低水平运行。据百川盈孚，截至 2026 年 7 月 24 日，黑钨精矿工厂库存为 310 吨，受淡季下游需求偏弱影响，库存小幅增加；APT 工厂库存为 210 吨，仍维持在历史低位，供给侧库存安全垫有限。

图表19：国内钨精矿工厂库存小幅增加（吨）



图表20：国内 APT 工厂库存仍处历史低位（吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

钨出口政策收紧，材料国产替代迎机遇。2024 年以来，我国持续完善钨相关两用物项出口管制体系，政策由《两用物项出口管制条例》和统一管制清单，逐步演变为钨专项出口管制与名单管理相结合的分层管控体系，钨战略资源属性持续强化。随着出口许可、最终用户及最终用途审查趋严，高纯钨粉、碳化钨等关键原材料出口约束增强，并逐步向高附加值钨材料传导。日本关东电化、中央硝子两大六氟化钨生产商因高纯钨粉供应短缺，影响全球约 25% 的六氟化钨产能，先进制程关键电子特气供应受扰动；PCB 钻针用钨棒等高端钨材供应亦趋紧，海外企业交付能力承压。全球半导体、高端装备等产业重视供应链安全的背景下，具备高纯钨粉、钨棒、六氟化钨等高端产品研发制造能力的国内企业，有望加快下游认证导入，持续受益于高端钨材料国产替代进程。



图表21：钨相关两用物项出口管制持续收紧

时间	公告	内容
2024 年 10 月	李强签署国务院令 公布《中华人民共和国两用物项出口管制条例》	公布《中华人民共和国两用物项出口管制条例》，明确适用范围、出口管制措施、管理体制等制度。
2024 年 11 月	商务部 工业和信息化部 海关总署 国家密码局公告 2024 年第 51 号 关于发布《中华人民共和国两用物项出口管制清单》的公告	中国《两用物项出口管制清单》自 2024 年 12 月 1 日起实施，将特定形态的金属钨、碳化钨及含钨 90%以上合金纳入管制范围。
2025 年 2 月	商务部 海关总署公告 2025 年第 10 号 公布对钨、铈、铋、钼、铟相关物项 实施出口管制的决定	扩大钨相关出口管制范围，对 APT、氧化钨、碳化钨、固态钨制品及相关技术设备实施出口管制。
2026 年 1 月	商务部公告 2026 年第 1 号 关于加强两用物项对日本出口管制的公告	加强两用物项对日本出口管制，禁止向日本军事用户、军事用途两用物项出口。
2026 年 2 月、2026 年 6 月	商务部公告 2026 年第 11 号、第 12 号、第 27 号、第 28 号	先后两次将共 40 家日本实体列入出口管制管控名单，新增 40 家实体列入关注名单，进一步强化最终用户、最终用途审查。

来源：商务部、工信部、海关总署、国家密码管理局，国金证券研究所

中期 AI 需求增量明确，钨价望迎第二轮上行。AI 算力基础设施持续扩张，半导体、高端 PCB 及先进封装领域景气维持高位，国产替代进程下高纯钨粉、棒材及六氟化钨等高端钨材料需求有望同步增长。需求稳步抬升，叠加供给约束强化，钨供需紧平衡格局将延续，钨价有望迎来第二波主升。

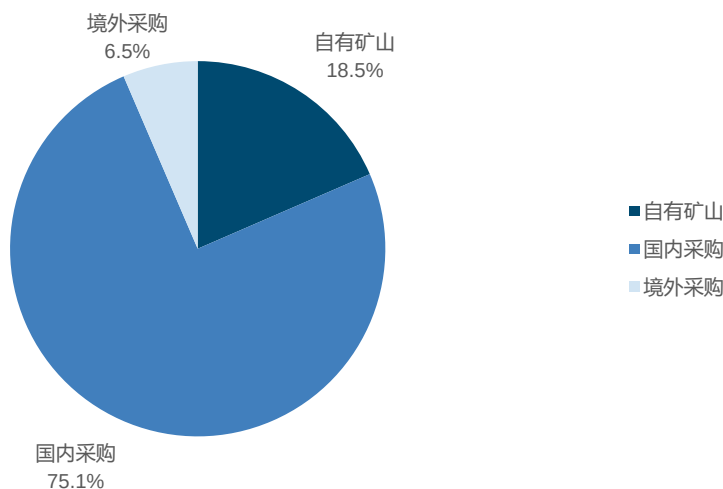
三、钨矿端：三级钨资源体系完善，中长期增量可期

3.1 资源总览：钨矿增量路径明确，远期储备持续扩张

资源端，公司钨业务已形成“在产矿山+在建项目+远期储备”的三级资源体系，供给增长路径清晰。博白巨典油麻坡项目投产确定性最高；行洛坑技改与深部增储有望提供增量；九江大地昆山钨钼矿有望通过开发贡献后续增量；大湖塘钨矿则构成远期储备。当前公司钨矿石原料供给主要来自行洛坑、都昌金鼎及洛阳豫鹭，2025 年钨精矿（65%WO₃）产量约 1.2 万吨；其中洛阳豫鹭因尾矿供应暂停，于 2026 年 7 月停产。

原料结构看，2025 年公司钨钼矿石原材料成本中，自有矿山/国内采购/境外采购占比分别为 18.5%/75.1%/6.5%，原料端仍以外购为主。

图表22：目前公司约 80%矿石原材料依赖外购



来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

据公司 2024 年业绩说明会，目前公司钨资源原矿自给率约 20%，未来将通过推进在建矿山建设、开展深部勘查及布局外部资源等方式，将资源保障率提升至 70%。同时，公司积极发展钨资源循环利用，韩国年产 1500 吨氧化钨废料回收项目已达产，2025 年公司共回收钨资源约 1 万吨（折 APT 当量），有效补充原料供应。此外，公司持续推进全球资源布局，围绕钨钼、稀土及钴镍锂等资源开展项目调研，并于 2025 年在哈萨克斯坦设立子公



司，推进海外资源拓展。后续公司将持续推进体外矿山孵化及资源并购，进一步增强资源保障能力。

3.2 博白巨典：高品位钨矿建设推进，中期增量明确

高确定性的中期钨精矿增量来源。公司于 2022 年 1 月完成对博白巨典的收购；2024 年 10 月完成定增，其中 7.5 亿元募集资金用于博白县油麻坡钨钼矿建设项目。博白巨典油麻坡钨钼矿保有矿石量 1,810.15 万吨、W03 金属量 7.9988 万吨，平均品位 0.442%，设计矿石处理能力 66 万吨/年，建成后可年产钨精矿 3,200 吨（65%W03），建成后服务年限 22 年，采矿权有效期至 2041 年 1 月 22 日。油麻坡钨钼矿品位较高，其 W03 品位约为宁化行洛坑钨矿的 2.1 倍、阳储山钨钼矿的 2.8 倍，具备较强的资源开发价值。

图表23：博白巨典油麻坡钨钼矿资源储量及生产规模（截至 2025 年报）

矿山	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	开采规模（万吨）
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿	1,810.15	7.9988	0.442%	66（在建）

来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

项目进度方面，油麻坡主体工程建设推进中，截至 2025 年末累计投入约 2.01 亿元，投资进度约 26.79%，预计 2027 年建成。相较于仍处于资源储备阶段的远期项目，油麻坡产能有望率先兑现，成为公司未来中期钨精矿增量的核心来源。

3.3 在产矿山：行洛坑增储可期，核心矿山稳健运营

公司目前拥有宁化行洛坑、都昌金鼎两家在产矿山，先前在产的洛阳豫鹭于 2026 年 7 月停产。其中，行洛坑为公司目前储量最大的钨矿，也是未来增储重点。截至 2025 年报，行洛坑钨矿保有矿石量 10,394 万吨、W03 金属量 21.52 万吨，平均品位 0.207%，矿石处理能力 165 万吨/年，资源剩余可采至 2085 年，采矿权有效期至 2034 年 9 月 21 日。截至 2025 年报，行洛坑运输系统改造项目正处于施工阶段，旨在缓解短期运矿能力瓶颈，预计于 2026 年下半年建成投运；同时，资源储量核实及深部勘查工作计划于 2026 年底完成，有望进一步提升资源储量及未来钨精矿供给能力。

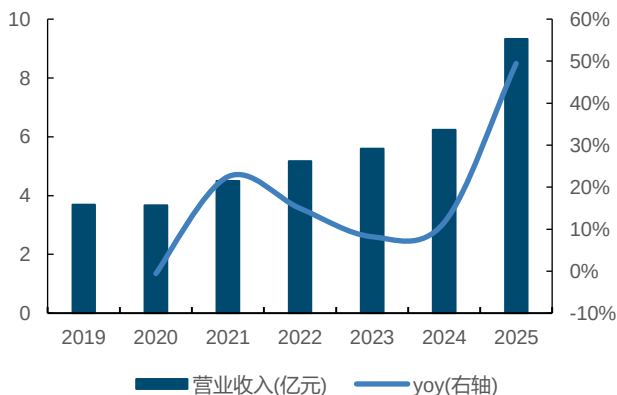
图表24：宁化行洛坑钨矿资源储量及生产规模（截至 2025 年报）

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	开采规模（万吨）
宁化行洛坑钨矿	黑钨、白钨	10,394	21.52	0.207%	165

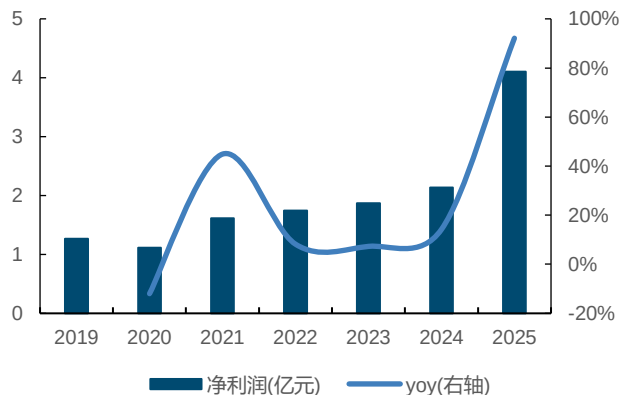
来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

2025 年宁化行洛坑实现营业收入 9.33 亿元，同比+49.4%；净利润 4.10 亿元，同比+92.2%，为公司在产矿山中利润贡献最高主体。2025 年宁化行洛坑营收和净利润增长主要受益于钨精矿价格上涨和金属回收率提升。

图表25：钨价上行带动行洛坑营收增长



图表26：钨价上行带动行洛坑净利润高增



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

阳储山钨钼矿采用露天采选模式，设计生产规模为 4500 吨/日，规划年产钨精矿约 2,650 吨、钼精矿约 900 吨。截至 2025 年报，阳储山钨钼矿保有钨矿石量 2,583.17 万吨、钨金属量 5.56 万吨、品位 0.159%；保有钼矿石量 2,983.5 万吨、钼金属量 2.52 万吨、钼品位 0.035%，矿石处理能力 148.5 万吨/年，采矿权有效期至 2048 年 2 月 28 日。



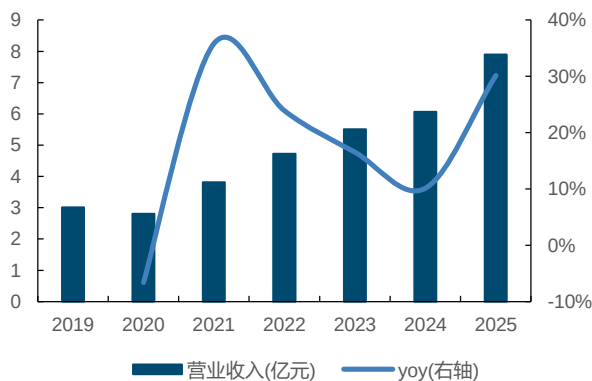
图表27：都昌阳储山钨钼矿资源储量及生产规模（截至 2025 年报）

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	开采规模（万吨）
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨矿石量：2,583.17	钨：5.56	钨：0.159%	148.5
		钼矿石量：2,983.5	钼：2.52	钼：0.035%	

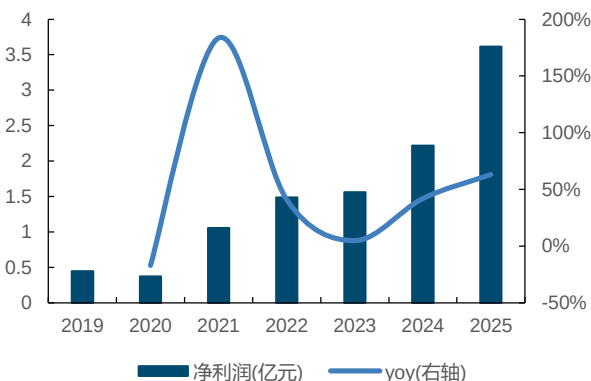
来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

阳储山钨钼矿现由公司全资子公司都昌金鼎运营。2025 年都昌金鼎实现营业收入 7.90 亿元，同比+30.2%；净利润 3.62 亿元，同比+63.1%，营收及利润高增同样受益于 2025 年钨价上行。据都昌县人民政府官网，该矿实际年产钨金属超 2,000 吨、钼金属超 500 吨；都昌金鼎拟启动阳储山钨钼矿采选二期工程建设，目前处于项目前期筹划阶段，项目建成后将进一步提升资源保障能力与综合效益。

图表28：近年来都昌金鼎营业收入稳增



图表29：2025 年都昌金鼎净利润受钨价上行带动高增



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

洛阳豫鹭通过尾矿综合利用补充公司钨资源。洛阳豫鹭为公司与洛阳钼业合资子公司，主要回收洛阳钼业选矿二公司三道庄选钼尾矿中的白钨矿，矿石处理能力 619 万吨/年。其中，公司持有洛阳豫鹭 60%股权，洛阳钼业持股 40%，双方约定按照 50%比例享有收益权，并按股权比例采购洛阳豫鹭的白钨矿产品。2025 年洛阳豫鹭实现营收 3.63 亿元，同比-11.5%；净利润 1.23 亿元，同比-37.0%，主要受入选品位下降、开采指标管控及补缴资源税 0.63 亿元影响。2025 年洛阳豫鹭生产白钨矿 1,924 金属吨，销售 1,614 金属吨；2026 年上半年生产白钨矿 685 金属吨、销量 669 金属吨。

2026 年 7 月，因洛阳钼业暂停向洛阳豫鹭供应尾矿，公司公告披露洛阳豫鹭停产，目前复产时间尚不确定。公司已成立专项工作小组，正积极与相关利益方就解决方案进行磋商，以降低停产影响。

3.4 九江大地：控股优质钨钼资源，夯实远期储备

公司资源整合重要落子。2026 年 3 月，公司分别以 1.28 亿元和 1.67 亿元收购关联方江西巨通和非关联方尚达信持有的九江大地 30%、39%股权，合计出资 2.95 亿元取得九江大地 69%股权，九江大地成为公司控股子公司。

九江大地核心资产包括昆山钨钼矿采矿权和杨师殿铜钼多金属矿详查探矿权。截至收购时点，昆山钨钼矿采矿权范围内保有 W03 合计约 4.99 万吨、Mo 合计约 7.3 万吨。该矿生产规模为 66 万吨/年，自 2008 年 6 月停产，资源储量基本未消耗。杨师殿铜钼多金属矿详查探矿权目前勘查程度较低，在石英脉带中初步圈定 5 个铜矿体，预算铜金属量 1.8 万吨，未来仍具备进一步勘查潜力。本次收购是公司推进钨钼资源整合的重要举措，为后续资源开发及长期钨钼原料保障奠定基础。

图表30：昆山钨钼矿资源储量情况（截至 2026 年 3 月收购完成）

资源类型	矿石类型	矿石量（万吨）	元素	金属量/元素量（吨）	平均品位
122b+332+333	钨矿石	1239.6	W03	37,345	0.301%
	钼矿石	4436.3	Mo	57,017	0.129%
	钨钼矿石	218.7	W03	4,507	0.206%
			Mo	2,676	0.122%
	铜矿石	134.6	Cu	10,766	0.800%



低品位矿 (322+333)	钨矿石	716.6	W03	5,829	0.081%
	钼矿石	2824	Mo	11,222	0.040%
	铜矿石	305.9	Cu	7,853	0.257%
伴生有用组分资源量	铜矿石	1773.4	Cu	22,539	/
	银矿石	4887.1	Ag	78	/
	钼矿石	999.3	Mo	2,107	/
	钨矿石	273.6	W03	2,229	/
	硫矿石	134.6	S	33,071	/
	合计资源量		W03	49,910	
			Mo	73,022	

来源：九江大地收购公告，国金证券研究所

3.5 大湖塘钨矿：超大型钨矿储备，支撑长期成长

大湖塘钨矿项目有望为公司带来远期资源增量。2026年3月公司签署三方合作协议，拟受让江西巨通 30.1683%股权，并约定同等条件下享有大湖塘未来钨精矿 60%的优先购买权；江钨控股享有 40%的优先购买权。江西巨通是大湖塘钨矿的开发建设运营主体，持有大湖塘南区、北区钨矿采矿权，合计保有 W03 金属量约 138.3 万吨，钼金属量约 3.3 万吨；北区、南区设计产能分别为 660 万吨/年、165 万吨/年。目前，公司正积极推动大湖塘资产注入，并引入合作方推进项目建设，项目启动后预计需 3-5 年建设时间。大湖塘钨矿资源量级远超现有在产矿山及博白、九江大地等中期项目，有望进一步提升公司钨资源保障能力，成为长期产能扩张的重要支撑。

图表31：大湖塘钨矿主要资源储量情况（截至 2026 年 3 月公告）

所属矿区	资源类型	矿石类型	矿石量 (万吨)	元素	金属量 (吨)	平均品位
大湖塘北区	工业矿 (122b+333)	钨矿石	50,222	W03	843,300	0.168%
	花岗岩型低品位矿资源量 (333)	钨矿石	12,989	W03	103,708	0.080%
		铜矿石	35	Cu	926	0.267%
	伴生矿产资源储量 (122b+333)	铜矿石	34,128	Cu	437,837	0.128%
		钼矿石	2,929	Mo	5,552	0.019%
		银矿石	8,596	Ag	194	2.26g/t
	伴生矿产资源储量 (333)	镓矿石	8,243	Ga	1,881	0.002%
		钨矿石	28	W03	210	0.076%
	工业主矿种 (KZ+TD)	钨矿石	18,046	W03	370,283	0.205%
		铜矿石	17,964	Cu	245,766	0.137%
大湖塘南区	伴生有益组分 (TD)	银矿石	17,964	Ag	740	4.119g/t
		钼矿石	10,082	Mo	25,051	0.025%
		锡矿石	7,223	Sn	22,820	0.032%

来源：厦门钨业关于签署三方《合作协议》的公告，国金证券研究所

四、钻针棒材：对日管制加速国产替代，厦门金鹭迎扩产机遇

4.1 硬质合金棒材：日系供应收缩叠加 AI 需求增长，高端棒材供需趋紧

PCB 钻针是硬质合金刀具的细分应用，主要用于 PCB 高精度钻孔加工，其钻出的微孔用于实现不同电路层间信号传输，因此对钻针的加工精度、尺寸稳定性及耐磨性能要求较高。同时，PCB 基板普遍采用玻璃纤维材料，其较强的磨蚀性对钻针硬度和使用寿命提出了更高要求。



图表32: PCB 钻针示意图



来源：金洲精工官网，国金证券研究所

PCB 钻针通常采用超细晶粒或纳米级晶粒硬质合金棒材作为基材，其晶粒度、钴含量及组织均匀性直接决定钻针的耐磨性、刃口保持性、尺寸一致性及加工寿命，是高端钻针性能的基础。目前行业主流 PCB 钻针主要采用钨钢基体配合金刚石涂层工艺，相较于无涂层钻针，涂层钻针在硬度、耐磨性及使用寿命上优势显著，因此 2025 年全球市场涂层钻针渗透率已达到 35.4%；部分企业尝试采用金刚石微钻针，但规模相对有限。据鼎泰高科，钻针制造中钨钢棒的成本占比约 20%。

AI 服务器 PCB 板厚度提升、层数增加、钻针寿命缩短，三因素共同驱动 PCB 钻针需求增长。第一，服务器产品持续升级带动 PCB 板厚提升，加工难度显著提升。以 8mm 厚 PCB 为例，完成单孔加工需要 4 支不同长度钻针作业，单孔耗针量提升。第二，以 GB200 NVL72 为代表的新一代 AI 服务器，PCB 层数已由传统服务器的 12-16 层提升至 24-40 层，单板耗针量显著增加。同时，AI 服务器 PCB 压合次数由传统服务器的 1 次提升至 3-5 次，制造工艺复杂度显著提升；且普遍采用背钻等高精度加工工艺，进一步提升了对钻削精度及钻针加工稳定性的要求。第三，PCB 夹层材料正逐步向 M9 等级升级(SiO_2 含量达 99.99%)，材料硬度和脆性进一步增强，对钻针磨损显著加剧。在此背景下，钻针加工寿命由传统材料条件下的约 1000 孔降至 200-300 孔，更换频率大幅提升，PCB 钻针需求进一步提升。

图表33: AI 服务器关键 PCB 层数及加工复杂度较传统服务器显著提升

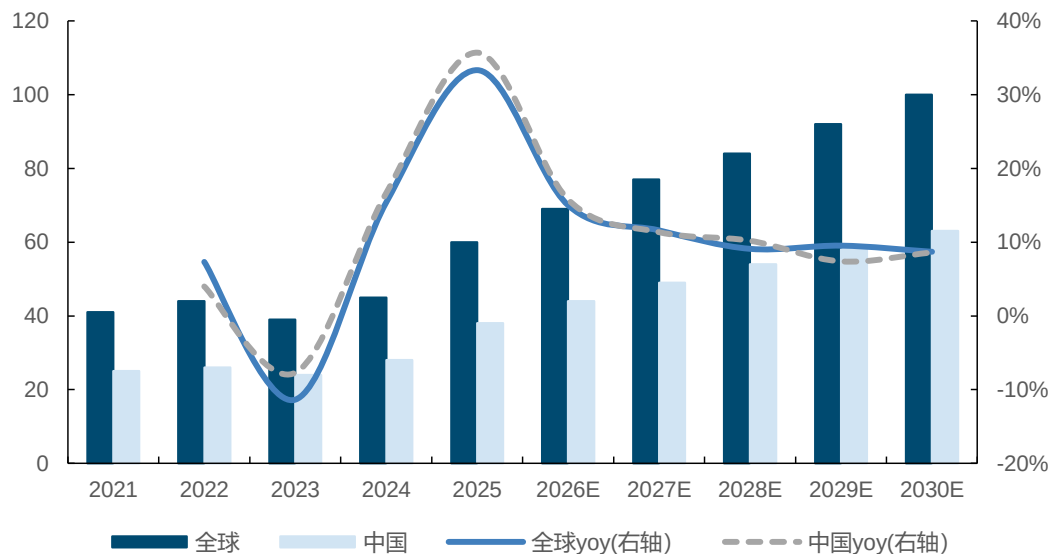
参数	传统服务器主板 (12 层)	H100 HGX GPU 基板 (22 层)	B200 GPU 基板 (28 层)	NVSwitch 4.0 交换板 (36 层)
总层数	12	22	28	36
压合次数	1	2-3	3-4	4-5
信号层板材	FR4	Megtron 6E/Tachyon 100G	Megtron 7	Megtron 7/HVLP 铜箔
最小线宽/线距	100 μm /100 μm	75 μm /75 μm	75 μm /75 μm	50-75 μm /50-75 μm
是否需要背钻	否	是	是	是
典型制造周期	5-10 天	15-20 天	20-30 天	30-40 天

来源：NextPCB，国金证券研究所

AI 算力基础设施建设有望持续驱动 PCB 钻针需求增长。据 Prismark 预测，2026 年全球 PCB 产值/出货量增长率分别为 12.5%/5.9%，2026-2030 年产值/出货量 CAGR 分别约 7.7%/6.7%，其中 AI 服务器、数据中心、高速网络设备、汽车电子等应用将成为主要增量来源。PCB 产值扩张与单板耗针量提升的双重驱动下，PCB 钻针需求有望维持高增。据 Prismark 及弗若斯特沙利文预测，2025-2030 年全球 PCB 钻针市场规模将由 60 亿元增至 100 亿元，CAGR 约 10.8%；其中中国作为全球 PCB 制造中心，市场规模占比约为 60%。



图表34：全球 PCB 钻针市场规模持续增长（按销售收入划分，亿人民币）



来源：鼎泰高科招股书（申请版本），Prismark，弗若斯特沙利文，国金证券研究所

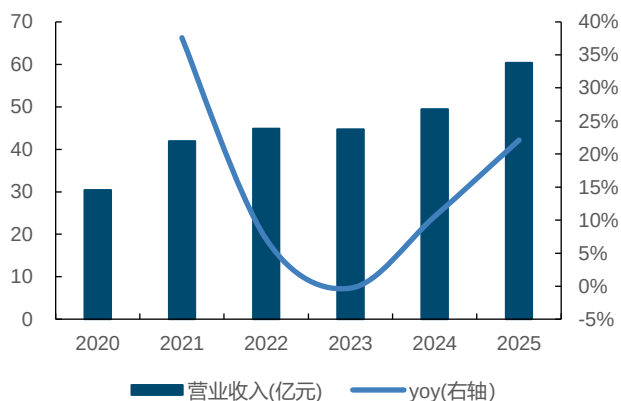
目前，高端 PCB 微钻所需超细晶粒硬质合金棒材仍主要依赖日本供应商。据财联社，住友等日系厂商在 0.2mm 以下超细、高长径比高端棒材领域占据主导地位。2026 年以来，受上游钨原料供应偏紧影响，住友、三菱等日企陆续上调棒材产品价格，住友 PCB 钻针棒材出现不再承接新订单、在手订单交付延期或减量等情况。日系高端棒材供应收缩叠加 AI PCB 需求增长，极小径、高长径比棒材供需进一步趋紧，为国内厂商加快产品验证、客户导入及产能扩张创造了重要窗口。公司已具备 PCB 钻针、铣刀等产品所需硬质合金棒材的供应能力，有望受益于高端棒材国产替代提速。

4.2 厦门金鹭：公司核心棒材平台，扩产支撑成长

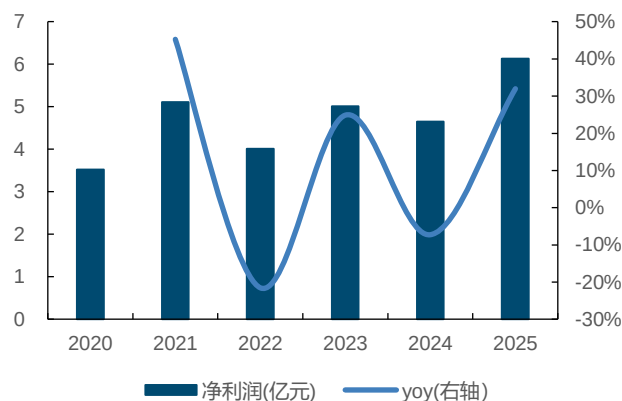
公司棒材供应主体，棒材产能扩张在即。公司持有厦门金鹭特种合金有限公司 70% 股权，其主营业务为高品质钨粉末、硬质合金及精密切削工具等钨基材料产品，是公司硬质合金棒材的核心供应主体。目前厦门金鹭棒材产量位居行业前列，在主要应用市场中市占率超过 30%；其硬质合金棒材产品主要用于金属材料、复合材料及高温合金等难加工材料的切削、钻孔与铣削加工，广泛应用于汽车、3C 电子、航空航天及木工加工等多个工业领域。

2025 年厦门金鹭实现营业收入 60.37 亿元，同比+22.11%；净利润 6.13 亿元，同比+32.01%；净利率同比+0.76pct 至 10.16%。2020-2025 年厦门金鹭营业收入 CAGR 为 14.7%，净利润 CAGR 为 11.8%，营收及净利润规模稳步扩张。

图表35：厦门金鹭营业收入稳增



图表36：厦门金鹭净利润有所波动



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

产能方面，厦门金鹭稳步推进硬质合金工业园项目建设。截至 2025 年报，一期棒材生产线项目已完成 5000 吨生产线搬迁及复产，扩产 2000 吨生产线目前正在推进设备采购和安



装，预计于 2026 年末前陆续投产。二期粉末及矿用合金生产线项目方面，规划搬迁年产 7500 吨钨粉、6000 吨 RTP 混合料、1100 吨矿用合金生产线，并新增年产 4500 吨钨粉、5200 吨 RTP 混合料和 900 吨矿用合金生产线；目前主体工程建设已基本完成，正在进行产线搬迁。二期项目主要用于满足公司终端产品硬质合金棒材、矿用合金、刀具刀片等产品的原料配套，以及长期合作客户的增量需求。

此外，泰国金鹭规划建设年产 2000 吨粉末及 1500 吨 RTP 混合料生产线，搬迁现有的 800 吨硬质合金棒材产线，并扩产至 1300 吨硬质合金产能，预计 2026 年内投产。上述产能落地后公司棒材总产能有望提升至超 7800 吨。产能的逐步释放有望进一步提升公司在 PCB 钻针用高端硬质合金棒材等细分领域的供给能力与市场份额。

图表37：厦门钨业子公司棒材相关产能项目

实施主体	项目名称	产能规划	预计投产时间	投产后棒材产能合计
厦门金鹭	厦门金鹭硬质合金工业园一期棒材生产线项目	搬迁现有年产 5000 吨棒材生产线，扩建 2000 吨	2023-2026 年陆续投产	>7800 吨
厦门金鹭	厦门金鹭硬质合金工业园二期粉末及矿用合金生产线项目	搬迁现有年产 7500 吨钨粉、6000 吨 RTP 混合料、1100 吨矿用合金生产线；扩产 4500 吨钨粉、5200 吨 RTP 混合料、900 吨矿用合金生产线	主体工程建设已完成，正在进行产线搬迁	
泰国金鹭	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目	建设 2000 吨粉末、1500 吨 RTP 混合料生产线，搬迁现有 800 吨硬质合金棒材生产线并扩建至 1300 吨硬质合金	目前处于土建施工阶段，预计 2026 年内建成投产	

来源：公司 2025 年报，国金证券研究所

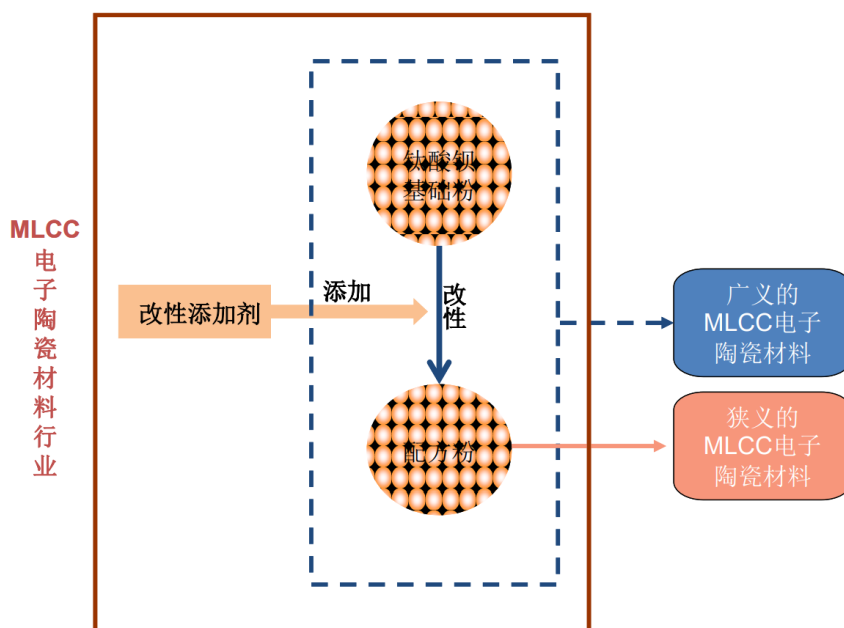
五、钛酸钡：MLCC 材料需求上行，扩产强化供给能力

5.1 钛酸钡：受益于 AI 服务器需求驱动的 MLCC 核心材料

钛酸钡（BaTiO₃）是一种钙钛矿结构介电材料，具有高介电常数和低介电损耗等特性，且具有较好的铁电和压电性能，因此广泛作为 MLCC（多层陶瓷电容器）的核心介质材料，同时也应用于微波介质陶瓷、PTC 热敏电阻、压电陶瓷等领域。由于纯钛酸钡在不同温度区间内介电常数波动较大，难以满足 MLCC 对温度稳定性与长期可靠性的要求，工业生产中通常需在钛酸钡粉体中引入多种掺杂改性氧化物，制备成配方粉，以保证温度稳定性和可靠性。改性元素包括锆、钽、铌等稀土元素，以提升材料的绝缘性与稳定性。



图表38: MLCC 配方粉由钛酸钡基础粉掺杂改性制备



来源：国瓷材料招股书，国金证券研究所

粉体材料作为 MLCC 介质层的关键材料，其微细度、均匀度和可靠性直接决定了最终产品的尺寸、电容量和性能稳定性。据中商产业研究院数据，陶瓷粉料在 MLCC 成本结构中占据重要地位，在低容 MLCC 中约占 20%-25%，而在高容 MLCC 中可提升至 35%-45%。

图表39: 高容 MLCC 中陶瓷粉料成本占比提升

成本项	低容 MLCC	高容 MLCC
陶瓷材料	20%-25%	35%-45%
设备折旧及其他	20%-35%	20%-30%
人工成本	10%-20%	10%-20%
内电极（镍/银/钯）	5%	5%-10%
外电极（铜/银）	5%	5%-10%
包装材料	20%-30%	1%-5%

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

车规、AI 服务器等高端应用持续提升对钛酸钡粉体性能的要求。按应用场景划分，MLCC 可分为消费电子、工业、车规及 AI 服务器四大类。其中，车规级 MLCC 需承受更极端温度以及振动、弯曲等机械应力，对可靠性和耐用性需求高；而 AI 服务器用的 MLCC 更注重超小型化、高容量密度和高电场稳定性。AI 用 MLCC 的介电层厚度已减到 0.3-0.7 μm，粒径需控制在 200nm 以下。此外，为在粒径持续细化的情况下保持较高介电常数和可靠性，还需向钛酸钡中掺入稀土元素（镧、钇、铈等）和多价金属（镁、锰等）进行改性。在上述趋势推动下，钛酸钡颗粒尺寸已从早期的约 300nm 不断缩小到现在的 40nm 以下，粉体性能要求持续提升。

图表40: 车规、AI 服务器用 MLCC 具备更高的性能要求

	消费电子	工业	汽车	AI 服务器/数据中心
工作温度	0° C~40° C	-10° C~70° C	-40° C~85° C/155° C	-10° C~105° C（最高 125° C）
使用寿命	1-3 年	5-10 年	最长 15 年	7×24 小时连续运行，寿命>10 年
耐湿性能	低	标准工业环境	0 - 100%RH	必须通过 85° C/85% RH THB 测试
现场失效率	<10%	<<1%	目标为 0 ppm	目标为 0 ppm

来源：Multilayer Ceramic Capacitors for AI Servers and Data Centers: Challenges, Reliability Issues, and Future Technology Directions (Yoon J R, et al., 2026), 国金证券研究所

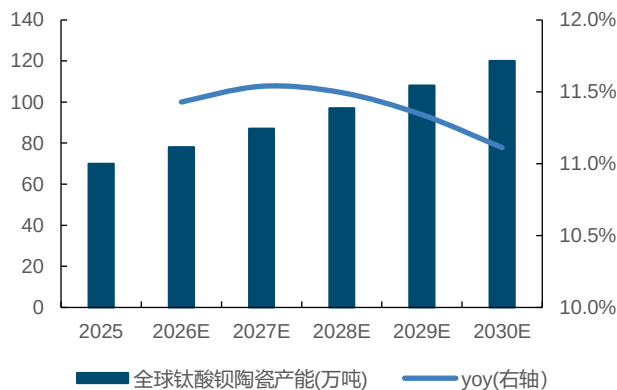
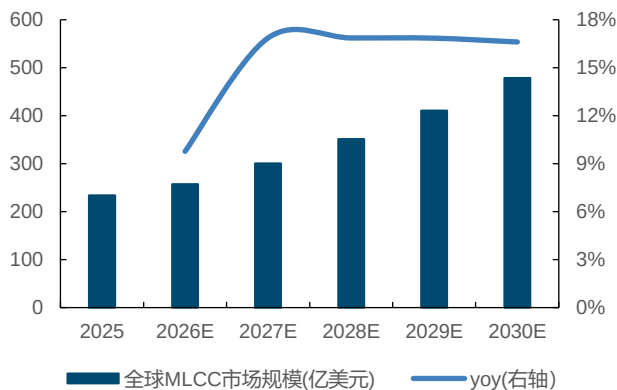
AI 服务器等新兴需求驱动 MLCC 持续扩容，钛酸钡需求有望同步增长。据中商产业研究院



预测，2025-2030 年全球 MLCC 市场规模将由 234.4 亿美元增长至 478.8 亿美元，CAGR 约 15.4%；AI 服务器、新能源汽车、5G 通信及高端消费电子等下游需求持续放量将成为 MLCC 需求增长的主要动力。其中，AI 服务器功率密度提升及电源管理复杂度增加，显著推升 MLCC 单板搭载量。据 TrendForce，GB200 单板 MLCC 用量约 6500 颗，下一代 Rubin 单板用量预计提升至约 1.2 万颗，较上代增长约 85%。村田（Murata）预计，在 AI 加速器板 MLCC 搭载量提升及 AI 加速器出货持续增长的双重驱动下，2025-2030 年 AI 服务器用 MLCC 需求有望保持 30% 的年均增长。作为 MLCC 核心介质材料，钛酸钡粉体需求有望受益于 MLCC 市场扩容及高端产品放量。据中商产业研究院估计，全球钛酸钡陶瓷产能预计将从 2025 年的 70 万吨增长至 2030 年的 120 万吨，CAGR 约 11.4%。

图表41：全球 MLCC 市场规模或有望快速放量

图表42：全球钛酸钡陶瓷产能或稳健增长



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

钛酸钡有望同时受益于需求增长和行业提价周期下的价格传导。据经济观察报，3 月全球最大的 MLCC 供应商日本村田制作所对 AI 服务器和车规级 MLCC 涨价 15%-35%。随后，太阳诱电在 5 月份跟进涨价，三星电机亦宣布 6 月 1 日起上调消费电子 MLCC 价格。同时，我国加强对日中重稀土出口管制，或增加日系 MLCC 厂商的原料供应不确定性，强化 MLCC 涨价预期。MLCC 高端产品提价背景下，产业链盈利能力有望提升，高端钛酸钡及配方粉作为核心介质材料，其需求随高端 MLCC 放量而同步增长，提价空间有望随之打开。

5.2 福建贝思科：多层级项目推进，钛酸钡扩产提速

钛酸钡研发生产主体，产能扩张在即。公司持有福建贝思科电子材料股份有限公司 70% 股权，该公司主要从事 MLCC 用高端纳米钛酸钡及配方粉、高性能纳米碳酸钡等先进电子材料的研发、生产和销售。贝思科生产基地位于福建省龙岩市长汀县，并在厦门设有介电材料研发中心，形成研发、产业化协同布局。

各层级产能建设同步推进。产能布局方面，贝思科早期钛酸钡产能规划包括一期“1000t/a 钛酸钡液相法生产线”以及二期“年产 2000t/a 钛酸钡固相法生产线”两个项目，2025 年 2 月完成 1000 吨钛酸钡及配方粉固相法中端产品产能验收；截至 2026 年 6 月，公司钛酸钡有效产能合计约 1960 吨。2026 年 6 月，公司审议通过贝思科扩产项目议案，拟投资 0.93 亿元建设 2400 吨钛酸钡扩产项目，同步配套建设研发检测大楼及生产厂房。该项目预计于 2028 年 10 月达产，2029 年 12 月完成产线搬迁。项目建成后，贝思科钛酸钡年产能将提升至 4360 吨。该项目有望进一步完善公司电子陶瓷材料产业布局，提升钛酸钡基础粉及配方粉产品的规模化供应能力，增强公司在 MLCC 电子陶瓷材料领域的市场竞争力。

六、高纯钨粉：受益日系六氟化钨供给承压，携手中船特气延伸产业链

6.1 六氟化钨需求增长叠加日企供给承压，全球供给格局重塑

六氟化钨是金属钨化学气相沉积（CVD）工艺的原材料，也可作为高纯钨制备的原材料。化学气相沉积工艺中，六氟化钨在等离子体和氢气作用下，在晶圆表面沉积出高纯度的金属钨薄膜，从而实现硅晶圆层间连接。凭借优异的导电性能、热稳定性及高深宽比结构下的沉积性能，六氟化钨已成为先进半导体制造中关键的前驱体材料，广泛应用于 7nm 及以下逻辑芯片以及 3D NAND 闪存的接触孔、通孔等钨沉积环节。据中钨在线，半导体与微电子领域消费占全球六氟化钨需求的 80% 以上。此外，六氟化钨在部分工业领域亦有小规模应用，包括钢表面镀膜、光学材料制备及化学合成中的氟化反应试剂等。



图表43：六氟化钨应用领域

应用领域	主要用途	关键反应/技术	特点
半导体制造	CVD/ALD 钨膜沉积	$WF_6 + 3H_2 \rightarrow W + 6HF$	导电性好、成膜致密
冶金与表面工程	金属钨制备、钨镀层	气相还原或分解	高纯钨、防护性能优
化学合成	氟化剂、前驱体	参与氟化反应	化学活性强
光学与科研	反射膜、靶材、传感层	物理气相沉积等	高温稳定性强

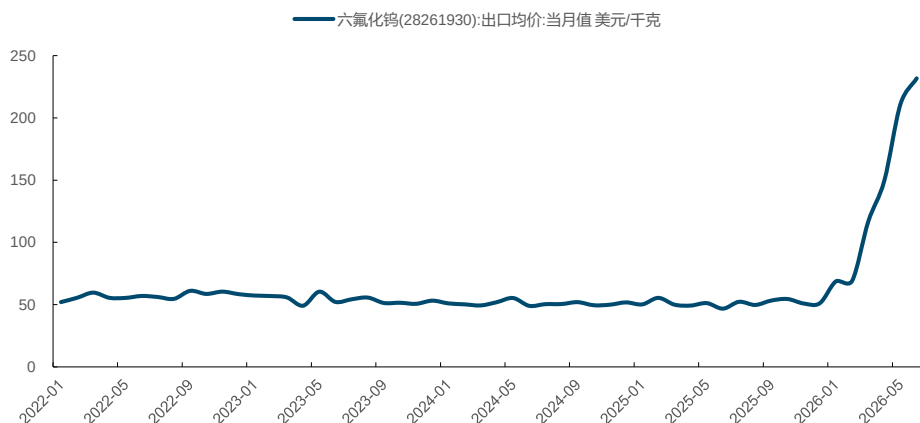
来源：中钨在线，国金证券研究所

3D NAND 向更高堆叠层数演进，叠加 AI 带动存储需求提升，共同推动六氟化钨需求增长。集成电路工艺持续迭代背景下，3D NAND 堆叠层数正由当前 200-300 层向 300 层以上持续演进。2026 年 5 月 25 日，三星电子宣布成功研发全球首个 900 层超高堆叠 3D NAND 闪存原型。3D NAND 层数提升趋势明确，制造过程中钨消耗强度相应上升，从而对六氟化钨需求形成支撑。据 TECHCET，2020 年六氟化钨全球总需求已达约 4620 吨，预计 2025 年全球需求增长至 8901 吨。据 24 Chemical Research 预测，2025-2032 年全球六氟化钨市场规模由 2.33 亿美元增长至 3.88 亿美元，对应 CAGR 约 7.6%。随着先进制程持续演进、3D NAND 堆叠层数提升以及 AI 服务器带动高性能存储需求增长，六氟化钨需求有望保持增长态势。

日本核心供应商面临原料约束，六氟化钨供给生变。据 ELEC，2026 年 4 月，受我国钨出口管控收紧影响，两家日本六氟化钨核心生产企业关东电化与中央硝子向下游客户提示潜在供应风险；两企业合计年产能约 2000 吨，约占全球总产能 25%。高纯钨粉供给趋紧或主要影响 5N 及以上高纯级六氟化钨供给，该等级产品是 AI 芯片、先进逻辑制程及多层堆叠 3D NAND 存储等高端制造的关键原料。2026 年 6 月，中央硝子公告称已获得满足当前客户订单所需的原材料并将继续供货。我们认为，上游高纯钨原料供应渠道受限、采购成本上升的背景下，日本厂商的供应稳定性仍将承压。

成本端看，高纯钨粉在六氟化钨成本中占比达 60-70%，2026 年一季度上游钨粉原料价格大幅走高，从成本端推动六氟化钨价格上行。供给收缩与成本抬升背景下，下游客户集中备货，高纯六氟化钨供需阶段性趋紧，价格快速上行。根据海关总署，2026 年 6 月我国六氟化钨出口均价上涨至 231.73 美元/千克，同比+395%，环比+9.7%。

图表44：日本供给承压叠加原料涨价，六氟化钨价格快速上行



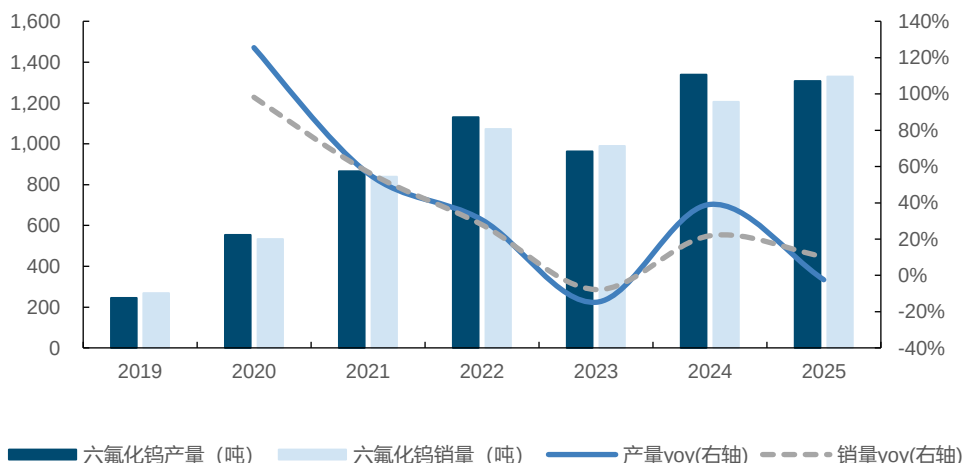
来源：iFind，国金证券研究所

6.2 深化中船特气产业链合作，高纯钨粉价值凸显

2026 年 6 月公司官网披露，拟与中船特气在原料保障、技术交流及钨循环工艺联合研发等方面进一步深化合作。中船特气主营电子特种气体及三氟甲磺酸系列产品，拥有 2000 吨六氟化钨年产能，截至 2025 年末该公司拥有全球产能最大的生产基地；另有 1000 吨六氟化钨产能在建，预计 2027 年建成投产。其六氟化钨产品长期稳定供应台积电、美光、海力士、英飞凌、铠侠、格罗方德、中芯国际、长江存储、长鑫存储、华虹集团、华润集团等国内外集成电路知名客户，客户覆盖广泛，已成为全球主要供应商之一。2025 年中船特气六氟化钨产量 1308 吨，同比-0.8%；六氟化钨销量 1330 吨，同比+3.4%。2019-2025 年销量 CAGR 达 30.5%，六氟化钨业务规模整体保持快速增长趋势。



图表45：中船特气六氟化钨产销量整体上行



来源：中船特气招股书，中船特气 2023-2025 年报，国金证券研究所

高纯钨粉是六氟化钨生产的关键原料。中船特气以自产三氟化氮和外购高纯钨粉为主要原料生产六氟化钨，据披露，钨粉价格的持续上涨对中船特气六氟化钨生产成本产生较大影响。在境外高纯钨粉供应受限、国内六氟化钨产能扩张的背景下，高纯钨粉的稳定供应重要性进一步提升。

我们认为，公司有望通过此次合作，以高纯钨粉为切入点进入半导体材料供应链。日本核心供应商供给承压、全球六氟化钨供给格局调整背景下，双方合作有望助力国内企业提升全球市场份额。随着中船特气六氟化钨产能扩张及下游需求增长，双方合作有望带动公司高纯钨粉需求，提升钨粉末业务的产品附加值，并拓展公司在半导体钨材料领域的成长空间。

七、盈利预测与估值

7.1 核心假设

(1) 价格假设

钨钼价格：钨价方面，全球钨矿新增供给有限，国内环保及资源约束趋严，叠加半导体、高端制造等领域需求增长，钨价中枢有望持续上移。2026 年初以来国内钨精矿价格大幅上行，1Q26/2Q26 黑钨精矿（65%）均价分别为 74.4/64.0 万元/吨，同比+421%/+302%。当前钨价逐步磨底企稳，后续或迎来新一轮上行。我们预计 2026-2028 年 65%钨精矿均价分别为 58/80/80 万元/吨。钼价方面，1Q26/2Q26 钼精矿均价分别为 4224/4901 元/吨度，同比+21%/+37%。今年以来钢招量持续景气，进口矿去化程度较高，产业链库存处于低位，钼价上行趋势有望延续。我们预计 2026-2028 年钼精矿均价分别为 4600/5000/5200 元/吨度。

电池材料价格：1Q26/2Q26 钴酸锂均价分别为 39.9/39.4 万元/吨，同比+142%/+77%；三元材料均价分别为 19.1/19.5 万元/吨，同比+96%/+85%。考虑锂、钴等原材料价格回升及下游需求增长，结合当前市场价格，我们预计 2026-2028 年钴酸锂均价分别为 36/40/40 万元/吨，三元材料均价为 18/18/18 万元/吨。

稀土产品价格：1Q26/2Q26 氧化镨钕均价分别为 74.6/73.5 万元/吨，同比+74%/+70%。外部抢出口叠加供改持续推进，稀土供需共振可期。我们预计 2026-2028 年氧化镨钕均价分别为 75/77/80 万元/吨。

(2) 毛利率假设

钨钼等有色金属产品：矿山端，行洛坑增储逐步兑现，博白巨典油麻坡钨钼矿预计于 2027 年完工，同时洛阳豫鹭停产预计将对公司钨精矿产量产生一定负面影响。材料端，公司新增产能预计于 2025-2027 年集中投产。考虑钨供给约束延续、钨价中枢上移，自有矿山盈利能力增强，叠加高附加值钨钼材料产能释放及产品结构优化，假设 2026-2028 年钨钼等有色金属业务毛利率分别为 35.9%/36.4%/37.2%。

电池材料：考虑到行业产能快速扩张，竞争较为激烈，假设 2026-2028 年公司新能源材料业务毛利率分别为 9.6%/9.6%/9.6%，基本持平。



稀土业务：受稀土价格上涨及磁材产能释放带动，假设 2026-2028 年公司稀土业务毛利率小幅上行至 10.7%/10.9%/11.0%。

(3) 其他假设

少数股东权益：考虑钨钼矿山及钨钼材料业务收入、利润有望较快增长，且公司对相关核心子公司持股比例较高（对宁化行洛坑/都昌金鼎/厦门金鹭持股比例分别为 98.95%/100%/70%），预计少数股东损益占税前利润的比例逐步下降，2026-2028 年分别为 29%/28%/27%。

7.2 盈利预测

根据上述核心假设，我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 698.2/829.2/932.9 亿元，预计实现归母净利润分别为 49.8/63.9/79.7 亿元，EPS 分别为 3.13/4.03/5.02 元，对应 PE 分别为 15.44/12.02/9.64 倍。

图表46：公司营业收入、成本和毛利拆分

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入					
钨钼等有色金属	17,084	19,632	28,038	35,022	42,349
稀土业务	4,257	6,002	7,979	9,889	10,776
电池材料	13,201	19,813	32,978	37,222	39,365
房地产及配套管理	44	43	40	0	0
其他业务	610	774	781	789	797
合计	35,196	46,265	69,816	82,922	93,287
营业成本					
钨钼等有色金属	12,580	14,061	17,962	22,257	26,601
稀土业务	3,820	5,397	7,123	8,808	9,588
电池材料	11,931	17,875	29,807	33,641	35,576
房地产及配套管理	50	46	42	0	0
其他业务	470	605	610	616	622
合计	28,850	37,984	55,543	65,321	72,387
毛利					
钨钼等有色金属	4,504	5,571	10,076	12,765	15,749
稀土业务	437	605	857	1,081	1,187
电池材料	1,270	1,938	3,170	3,581	3,789
房地产及配套管理	-6	-3	-2	0	0
其他业务	140	169	172	174	175
合计	6,346	8,280	14,273	17,601	20,900
毛利率					
钨钼等有色金属	26.37%	28.38%	35.94%	36.45%	37.19%
稀土业务	10.27%	10.08%	10.73%	10.93%	11.02%
电池材料	9.62%	9.78%	9.61%	9.62%	9.62%
房地产及配套管理	-13.47%	-6.56%	-6.00%		
其他业务	23.02%	21.84%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	18.03%	17.90%	20.44%	21.23%	22.40%
营业税金及附加/销售收入	0.66%	0.87%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用率	1.17%	1.03%	1.00%	1.00%	1.00%
管理费用率	2.86%	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%
研发费用率	4.14%	3.76%	3.80%	3.80%	3.80%

来源：公司 2024 年报，公司 2025 年报，国金证券研究所



7.3 估值及投资建议

我们选取兼具钨矿资源与深加工业务的中钨高新，以及主要布局硬质合金和数控刀具的欧科亿、华锐精密、新锐股份作为可比公司。可比公司 2026 年平均 PE 为 25.8 倍，高于公司当前估值水平。考虑公司拥有钨矿资源及完整的钨材料产业链，参考矿端与材料端可比公司的市场定价，我们给予公司 2026 年 24 倍 PE，对应目标价 75.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表47：可比公司估值水平对比（2026 年 7 月 24 日）

公司简称	股票代码	股价 (元/股)	EPS					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
中钨高新	000657.SZ	55.51	0.67	0.56	1.94	2.23	2.55	13.7	49.3	28.6	24.9	21.8
欧科亿	688308.SH	92.01	0.36	0.65	3.78	4.30	5.53	50.0	48.5	24.3	21.4	16.6
华锐精密	688059.SH	76.09	1.72	1.99	3.35	3.81	5.22	26.0	39.5	22.7	20.0	14.6
新锐股份	688257.SH	57.95	1.00	0.90	2.09	2.54	3.60	18.2	38.3	27.7	22.8	16.1
平均								27.0	43.9	25.8	22.3	17.3
厦门钨业	600549.SH	48.39	1.09	1.45	3.13	4.03	5.02	17.7	28.2	15.4	12.0	9.6

来源：iFind，国金证券研究所 注：基准日期为 2026 年 7 月 24 日，加粗部分来自国金证券研究所测算，非加粗部分来自 iFind 一致预期

风险提示

钨、稀土价格不及预期。公司盈利与钨、稀土价格周期高度相关，若全球制造业需求偏弱，或相关矿产供需格局改善不及预期，相关产品价格承压下行，可能对公司整体盈利水平形成压制。

政策及行业监管风险。钨、稀土等资源类产品受行业准入、出口管制、环保约束及资源开发政策影响较大。若相关产业政策或监管要求趋严，或出口管理政策出现调整，可能对公司产品流通及海外市场拓展产生不确定性影响。

新材料业务需求与景气度不及预期。公司硬质合金、刀具及新能源材料等新材料业务与 AI 和下游制造业景气度高度相关，若 AI、工业制造等下游需求增速放缓，可能导致相关业务盈利不及预期。

项目推进不及预期。若公司矿山及新材料项目建设进度、产能爬坡周期或客户认证周期延长，可能导致新增产能释放节奏慢于预期，影响中长期业绩兑现。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	39,398	35,196	46,265	69,816	82,922	93,287
增长率		-10.7%	31.4%	50.9%	18.8%	12.5%
主营业务成本	-32,888	-28,850	-37,984	-55,543	-65,321	-72,387
%销售收入	83.5%	82.0%	82.1%	79.6%	78.8%	77.6%
毛利	6,510	6,346	8,280	14,273	17,601	20,900
%销售收入	16.5%	18.0%	17.9%	20.4%	21.2%	22.4%
营业税金及附加	-251	-232	-401	-559	-663	-746
%销售收入	0.6%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-369	-412	-477	-698	-829	-933
%销售收入	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-968	-1,008	-1,167	-1,745	-2,073	-2,332
%销售收入	2.5%	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-1,609	-1,456	-1,740	-2,653	-3,151	-3,545
%销售收入	4.1%	4.1%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	3,313	3,237	4,495	8,618	10,885	13,344
%销售收入	8.4%	9.2%	9.7%	12.3%	13.1%	14.3%
财务费用	-509	-304	-291	-243	-270	-231
%销售收入	1.3%	0.9%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-307	-248	-507	-299	-250	-278
公允价值变动收益	4	7	25	0	-25	-25
投资收益	95	225	36	100	100	100
%税前利润	3.3%	6.9%	0.9%	1.2%	0.9%	0.8%
营业利润	2,935	3,272	4,102	8,526	10,789	13,259
营业利润率	7.4%	9.3%	8.9%	12.2%	13.0%	14.2%
营业外收支	-18	-28	-40	-30	-30	-30
税前利润	2,917	3,244	4,061	8,496	10,759	13,229
利润率	7.4%	9.2%	8.8%	12.2%	13.0%	14.2%
所得税	-400	-539	-711	-1,487	-1,883	-2,315
所得税率	13.7%	16.6%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
净利润	2,517	2,706	3,351	7,009	8,876	10,914
少数股东损益	916	978	1,041	2,033	2,485	2,947
归属于母公司的净利润	1,602	1,728	2,309	4,976	6,391	7,967
净利率	4.1%	4.9%	5.0%	7.1%	7.7%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,517	2,706	3,351	7,009	8,876	10,914
少数股东损益	916	978	1,041	2,033	2,485	2,947
非现金支出	1,482	1,464	1,917	1,861	1,988	2,263
非经营收益	419	158	167	1,151	279	246
营运资金变动	-132	-1,230	-2,464	-3,126	-2,263	-1,789
经营活动现金净流	4,286	3,099	2,971	6,896	8,881	11,634
资本开支	-2,100	-2,085	-1,983	-2,546	-3,180	-3,660
投资	-530	-1,296	-12	-200	-200	-200
其他	44	55	103	95	95	95
投资活动现金净流	-2,586	-3,326	-1,892	-2,651	-3,285	-3,765
股权募资	1,339	3,738	146	0	0	0
债权募资	-16	343	-646	-849	-1,451	-773
其他	-2,363	-1,449	-1,967	-2,767	-3,520	-6,664
筹资活动现金净流	-1,040	2,632	-2,467	-3,616	-4,971	-7,438
现金净流量	681	2,422	-1,365	629	625	432

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,851	6,974	3,971	4,585	5,197	5,619
应收款项	7,930	7,598	10,813	13,617	16,173	18,008
存货	7,419	8,383	14,602	16,488	19,194	21,052
其他流动资产	1,869	1,197	3,393	3,659	3,890	4,096
流动资产	20,069	24,153	32,780	38,348	44,455	48,775
%总资产	51.1%	53.1%	58.5%	62.2%	64.2%	64.8%
长期投资	3,431	3,788	3,525	3,630	3,709	3,789
固定资产	12,803	14,520	16,193	17,197	18,530	20,117
%总资产	32.6%	31.9%	28.9%	27.9%	26.7%	26.7%
无形资产	1,794	1,915	2,302	2,420	2,504	2,566
非流动资产	19,203	21,311	23,288	23,326	24,823	26,552
%总资产	48.9%	46.9%	41.5%	37.8%	35.8%	35.2%
资产总计	39,273	45,464	56,067	61,674	69,277	75,327
短期借款	3,339	5,905	8,484	8,138	6,687	5,914
应付款项	6,324	7,533	15,615	17,358	20,299	22,170
其他流动负债	1,236	932	1,539	1,772	2,173	2,560
流动负债	10,899	14,370	25,638	27,268	29,159	30,643
长期贷款	7,027	5,902	2,866	2,866	2,866	2,866
其他长期负债	2,276	840	880	324	356	381
负债	20,201	21,113	29,384	30,458	32,380	33,890
普通股股东权益	11,212	15,903	17,202	19,702	22,897	24,491
其中：股本	1,418	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
未分配利润	5,756	6,828	7,987	10,476	13,671	15,265
少数股东权益	7,859	8,448	9,481	11,514	13,999	16,946
负债股东权益合计	39,273	45,464	56,067	61,674	69,277	75,327

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.129	1.088	1.455	3.135	4.026	5.019
每股净资产	7.905	10.016	10.835	12.410	14.423	15.427
每股经营现金净流	3.022	1.952	1.871	4.343	5.594	7.328
每股股利	0.400	0.420	0.584	1.567	2.013	4.015
回报率						
净资产收益率	14.29%	10.87%	13.43%	25.26%	27.91%	32.53%
总资产收益率	4.08%	3.80%	4.12%	8.07%	9.23%	10.58%
投入资本收益率	9.18%	7.45%	9.73%	16.84%	19.33%	21.92%
增长率						
主营业务收入增长率	-18.30%	-10.66%	31.45%	50.91%	18.77%	12.50%
EBIT 增长率	-1.29%	-2.29%	38.85%	91.70%	26.31%	22.59%
净利润增长率	10.75%	7.88%	33.65%	115.49%	28.42%	24.67%
总资产增长率	-1.32%	15.76%	23.32%	10.00%	12.33%	8.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.3	59.0	50.3	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	89.5	100.0	110.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	39.5	46.4	53.1	55.0	58.0	60.0
固定资产周转天数	93.9	121.0	114.5	75.9	65.4	62.4
偿债能力						
净负债/股东权益	45.35%	17.78%	20.61%	14.22%	6.17%	2.37%
EBIT 利息保障倍数	6.5	10.7	15.4	35.4	40.3	57.8
资产负债率	51.44%	46.44%	52.41%	49.39%	46.74%	44.99%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	13	23
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究