



金钼股份 (601958.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究

证券研究报告

钼矿、钼粉双龙头

投资逻辑

资源加工双领先，钼产业链绝对龙头。公司业务覆盖钼炉料、钼化工和钼金属共三十余种产品。据公司 2025 年报，公司钼产品销量约占全球钼市场份额的 13%。2025 年公司实现营业收入 138.34 亿元，同比+1.9%；实现归母净利润 31.55 亿元，同比+5.8%。

钼行业：能化、制造景气回升，钼价有望持续新高。需求：高端制造景气，能化再上层楼。据 IMOA，2025 年全球钼使用量同比+3.6%至 30.47 万金属吨。地缘冲突支撑高油价，有望带动油气资本开支；全球造船景气高企，风电装机、投资同步增长，显著带动相关含钼材料需求。**供给：**海外趋降，国内增长缓慢。据 IMOA，2025 年全球钼产量同比+5.1%至 30.51 万金属吨。海外主要矿商钼产量预计回落，国内钼供给增量整体有限。**钼价：**截至 2026 年 9 月 30 日，国内钼精矿价格上行至 5475 元/吨度，较 2025 年末上涨 47.0%。

资源端：世界级钼矿启建，权益产量再上台阶。沙坪沟钼矿已于 2026 年 6 月开工，达产后对应公司权益产量约 0.75 万金属吨。截至 2025 年末，公司矿山原材料自给率达 100%，钼资源保有量约 227 万金属吨。公司亦积极推进新矿权收购，拟发行不超过 40 亿元可续期债券用于矿产收购和建设；据公司 2026 中报，已对两个标的矿权开展资源验证。

钼粉：龙头优势突出，以钼代钨带来应用新机遇。据陕西日报，金钼集团金属分公司钼粉分厂是全球最大钼粉生产基地。公司现有钼粉名义年产能约 5250 吨，高纯、超细产品加快放量。金钼新材料工业园项目拟建设钼化工、钼金属两板块，以高纯钼氧化物和钼粉扩产为基础，进一步布局超纯粉体、钼基烧结制品及压型制品。

钼材及制品：产品矩阵完善，高端制品进入兑现期。公司加快建设渭南钼基材料锻造产线；钼合金薄壁管已实现批量供货，半导体靶材关键技术取得突破，高附加值钼材有望贡献新的增长点。

盈利预测、估值和评级

我们预计，2026-2028 年公司分别实现营业收入 161.5/189.8/198.5 亿元，同比+16.7%/+17.5%/+4.6%；实现归母净利润 45.4/62.5/68.4 亿元，同比+43.9%/+37.7%/+9.5%，对应 EPS 分别为 1.41/1.94/2.12 元。考虑到公司钼资源禀赋、未来资源扩张潜力及钼粉领域龙头地位，给予公司 2026 年 20 倍 PE，目标价 28.1 元，维持“买入”评级。

风险提示

钼供给增长超预期；下游需求不及预期；项目建设及产能释放不及预期；安全环保及行业监管风险。

金属材料组

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

联系人：宁柯

ningke@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.37 元

目标价 (人民币)：28.10 元

相关报告：

1. 《金钼股份公司点评：检修扰动偏短期，看好钼价新高》，2026.8.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,571	13,834	16,150	18,984	19,849
营业收入增长率	17.68%	1.94%	16.74%	17.54%	4.56%
归母净利润(百万元)	2,983	3,155	4,541	6,251	6,844
归母净利润增长率	-3.76%	5.77%	43.94%	37.66%	9.48%
摊薄每股收益(元)	0.924	0.978	1.407	1.937	2.121
每股经营性现金流净额	1.15	0.50	2.14	2.31	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.53%	16.70%	22.94%	30.15%	31.95%
P/E	10.88	15.93	13.76	10.00	9.13
P/B	1.91	2.66	3.16	3.01	2.92

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公司简介：资源加工双领先，钼产业链绝对龙头	5
1.1 钼资源禀赋深厚，一体化布局完善	5
1.2 陕西国资控股稳固，业务覆盖全产业链	5
1.3 钼金属业务盈利改善，高端产品加速突破	6
二、钼行业：能化、制造景气回升，钼价有望持续新高	8
2.1 钼需求：高端制造景气，能化再上层楼	8
2.2 钼供给：海外趋降，国内增长缓慢	11
2.3 钼价：需求景气供给受限，钼价中枢有望持续抬升	13
三、资源端：世界级钼矿启建，权益产量再上台阶	14
3.1 金堆城钼矿：大型优质钼矿，采选升级稳步推进	14
3.2 汝阳东沟钼矿：产量平稳，东帮开拓保障接续	15
3.3 沙坪沟钼矿：超大型钼矿进入建设期，中期增量可观	16
3.4 季德钼矿：项目用地获批，二期扩建待启	17
四、钼粉：龙头优势突出，以钼代钨带来应用新机遇	18
4.1 规模全球领先，高纯、超细钼粉持续突破	18
4.2 金钼新材料工业园：扩充高纯粉体，完善坯料布局	19
五、钼材及制品：产品矩阵完善，高端制品进入兑现期	19
六、盈利预测与估值	20
6.1 核心假设	20
6.2 盈利预测	21
6.3 估值及投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图表 1： 公司资源保障与深加工能力逐步强化	5
图表 2： 公司主要产品覆盖钼冶炼、钼化工及金属加工三大领域	5
图表 3： 公司由陕西国资控股	6
图表 4： 公司营收规模稳增	6
图表 5： 钼价上行带动公司归母净利润中枢显著抬升	6
图表 6： 2025 年钼炉料业务贡献公司主要营收	7
图表 7： 2025 年钼炉料业务为公司毛利核心来源	7
图表 8： 2025 年钼金属业务毛利率有所上行	7



图表 9: 公司钼铁、钼酸铵产量增长较快	8
图表 10: 公司钼铁、钼酸铵销量持续提升	8
图表 11: 公司现金分红比例维持较高水平 (2018-2025 年)	8
图表 12: 中国钼需求持续增长 (万吨)	9
图表 13: 中国当前为最大钼消费国	9
图表 14: 钢铁为钼需求的核心载体	9
图表 15: 能化、交运、机械为钼的主要终端行业	9
图表 16: 国内钢招量持续增长	10
图表 17: 2026 年以来国内钢招持续景气 (吨)	10
图表 18: 国内油气投资滞后原油价格约 2-3 个季度	10
图表 19: 2026 年以来造船完工量持续景气	11
图表 20: 全球手持船舶订单持续累积	11
图表 21: 风电装机规模持续增长	11
图表 22: 2026 年风电投资规模继续扩张	11
图表 23: 全球钼产量小幅增长	12
图表 24: 我国钼产量占全球近四成 (2025 年)	12
图表 25: 两大矿商 2026 年钼产量指引同比下降	12
图表 26: 2026-2028 年海外钼产量预计小幅下滑	12
图表 27: 国内钼矿增量项目有限	12
图表 28: 2026 年以来钼价持续上行	13
图表 29: 钼精矿库存较年初有所回落 (吨)	13
图表 30: 钼铁平稳去库 (吨)	13
图表 31: 2026 年以来我国钼进口增加显著 (金属吨)	14
图表 32: 2026 年钼出口较 2025 年小幅减少 (金属吨)	14
图表 33: 华县金堆城矿区地质略图	14
图表 34: 金堆城钼矿矿石产量及理论钼产量	15
图表 35: 东沟钼矿地质与钼矿分布简图	15
图表 36: 汝阳东沟钼矿矿石产量及理论钼产量	15
图表 37: 金钼汝阳整体经营平稳	16
图表 38: 安徽金寨县沙坪沟地区地质简图	17
图表 39: 沙坪沟钼矿资源规模大、储量品位较高	17
图表 40: 季德钼矿资源量 (北区截至 2016 年 12 月, 南区截至 2012 年 11 月)	18
图表 41: 天池钼业营业收入及利润持续增长	18
图表 42: 金钼新材料工业园项目规划	19
图表 43: 钼靶材溅射镀膜原理示意图	20



图表 44： 公司营收、成本和毛利拆分	21
图表 45： 可比公司估值水平对比（2026 年 9 月 30 日）	22

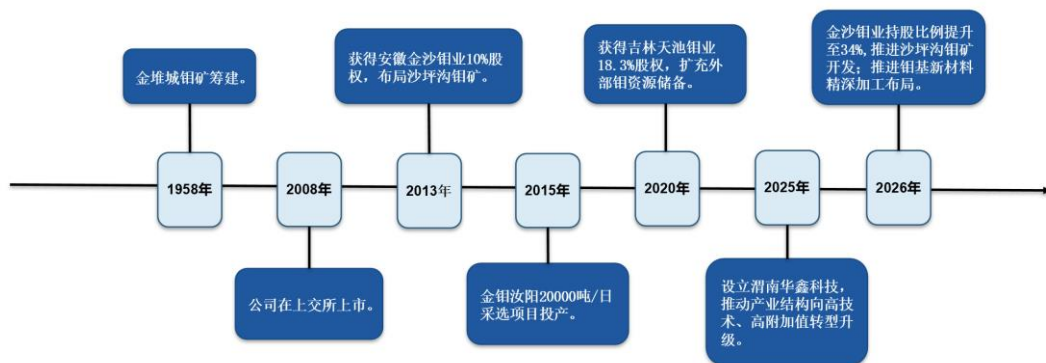


一、公司简介：资源加工双领先，钼产业链绝对龙头

1.1 钼资源禀赋深厚，一体化布局完善

全球领先的钼专业供应商，资源与材料布局持续完善。金堆城钼业股份有限公司成立于2007年，由金堆城钼业集团有限公司作为主发起人设立，并于2008年4月在上交所上市。公司上市时拥有陕西金堆城钼矿，2008年使用IPO募集资金约9.17亿元收购金钼汝阳65%股权，取得河南汝阳东沟钼矿控制权，形成两座大型在产钼矿的核心资源布局。公司于2013年以8.39亿元受让金沙钼业10%股权，于2020年以3亿元取得天池钼业18.30%股权，分别布局沙坪沟和李德钼矿。2025年，公司设立全资子公司渭南华鑫，作为金钼新材料工业园建设及运营平台；2026年3月，公司以17.31亿元收购金沙钼业24%股权，将持股比例提升至34%，按2026半年报口径对应沙坪沟钼资源权益约71万吨金属量，公司资源保障能力进一步强化。

图表1：公司资源保障与深加工能力逐步强化



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

依托资源布局与深加工能力的协同，公司已构建覆盖钼产业主要环节的一体化业务体系，业务覆盖采矿、选矿、焙烧、冶炼、化工、金属加工、科研及贸易等全产业链环节，形成钼炉料、钼化工和钼金属三大系列三十余种产品，下游覆盖钢铁冶炼、石油化工、航空航天、国防军工、电力电子及生物医药等领域。2025年，公司钼产品销量约占全球市场的13%，国内市场份额约28%，行业龙头地位稳固。

图表2：公司主要产品覆盖钼冶炼、钼化工及金属加工三大领域



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 陕西国资控股稳固，业务覆盖全产业链

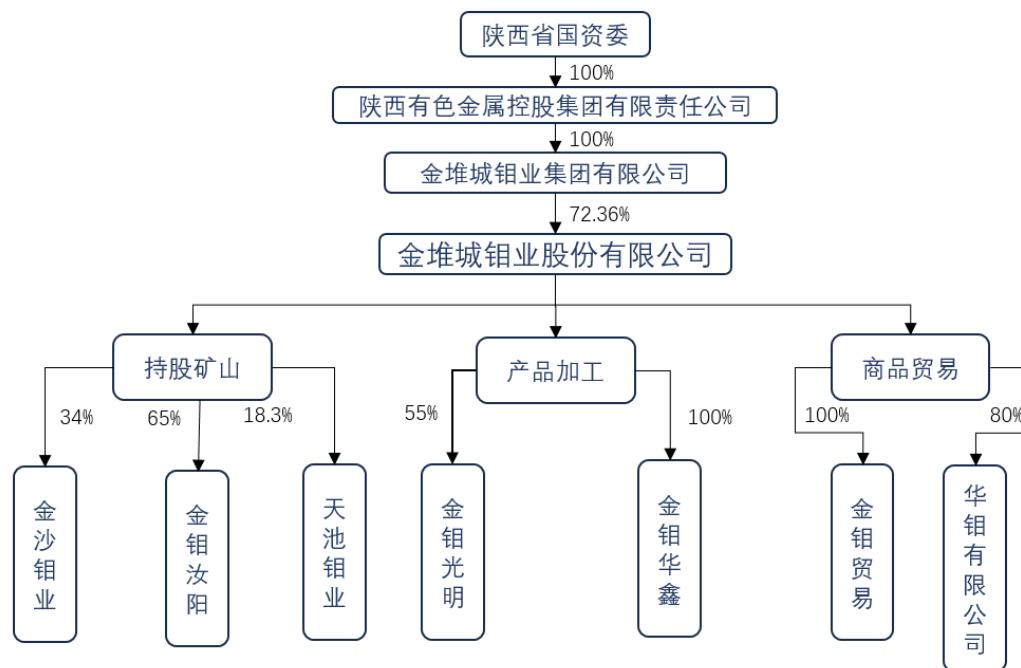
陕西国资控股，股权结构集中。金堆城钼业集团有限公司为公司控股股东，持股比例为72.36%；金钼集团由陕西有色金属控股集团有限责任公司全资持有，后者由陕西省国资委全资持有，公司实际控制人为陕西有色金属集团。

子公司及参股公司覆盖矿山运营、产品加工和商品贸易，产业链布局完整。资源端，公司持有金钼汝阳65%股权以及天池钼业18.3%股权，并将金沙钼业持股比例增至34%，通过参与合营钼矿开发进一步增强上游资源保障能力。加工端，主要子公司包括金钼光明和金钼华鑫：其中，金钼光明主要从事钼钨产品加工，金钼华鑫主要承担钼化工及其他有色金属产品的生产与销售。贸易端，金钼贸易、华钼有限公司为公司对外产品销售及市场开拓



平台。

图表3：公司由陕西国资控股

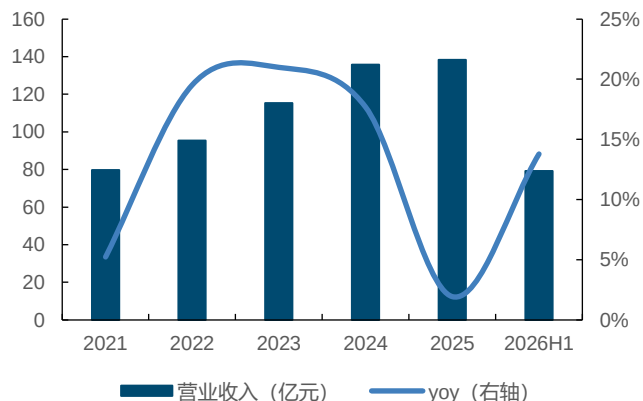


来源：公司官网、公司年报，国金证券研究所

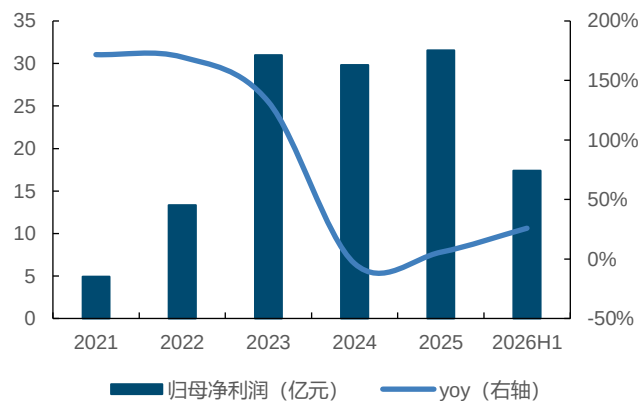
1.3 钼金属业务盈利改善，高端产品加速突破

钼价中枢上移驱动公司业绩稳步增长。2025 年公司实现营业收入 138.34 亿元，同比+1.9%；实现归母净利润 31.55 亿元，同比+5.8%。2021-2025 年，公司营业收入由 79.74 亿元增长至 138.34 亿元，CAGR 为 14.8%；归母净利润由 4.95 亿元增长至 31.55 亿元，CAGR 为 58.9%。2026H1 公司实现营业收入 79.18 亿元，同比+13.8%；实现归母净利润 17.41 亿元，同比+25.9%。

图表4：公司营收规模稳增



图表5：钼价上行带动公司归母净利润中枢显著抬升



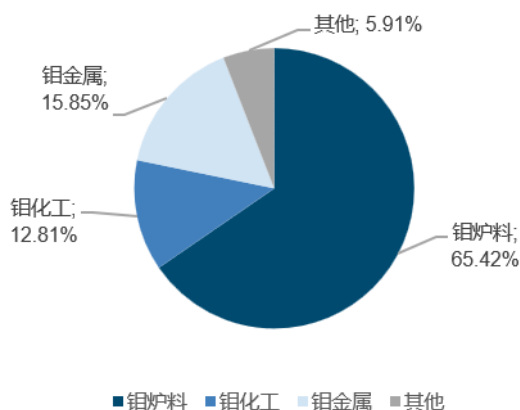
来源：公司年报，公司半年报，国金证券研究所

来源：公司年报，公司半年报，国金证券研究所

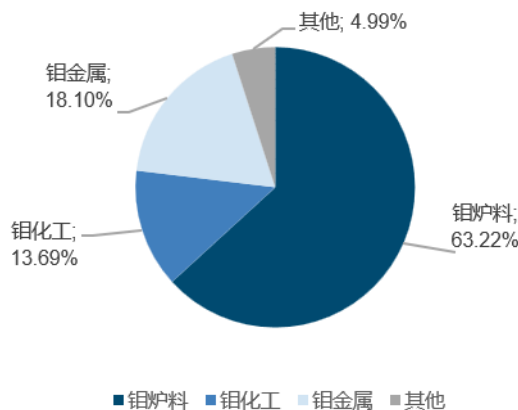
分业务看，公司 2025 年钼炉料/钼金属/钼化工板块收入分别为 90.51/21.93/17.72 亿元，分别占 2025 年营业收入的 65.4%/15.9%/12.8%，分别贡献 2025 年公司毛利的 63.2%/18.1%/13.7%，钼炉料业务仍是公司收入与利润贡献的主要来源。其中，2025 年钼炉料/钼金属/钼化工业务收入分别同比+2.8%/-9.3%/+4.6%。



图表6：2025年钼炉料业务贡献公司主要营收



图表7：2025年钼炉料业务为公司毛利核心来源

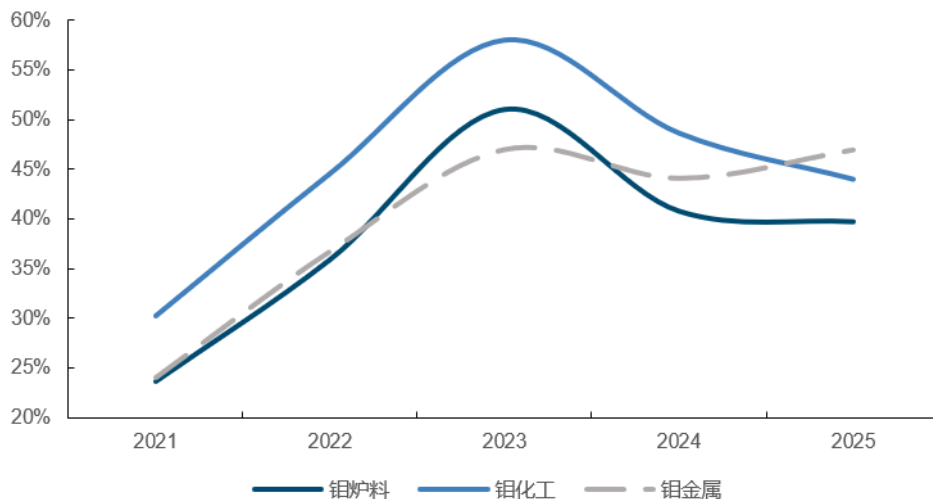


来源：公司2025年报，国金证券研究所

来源：公司2025年报，国金证券研究所

毛利率方面，2025年钼炉料/钼金属/钼化工的毛利率分别为39.74%/46.94%/43.97%，分别同比-1.07pcts/+2.85pcts/-4.65pcts，钼金属业务毛利率跃居三大业务之首。

图表8：2025年钼金属业务毛利率有所上行

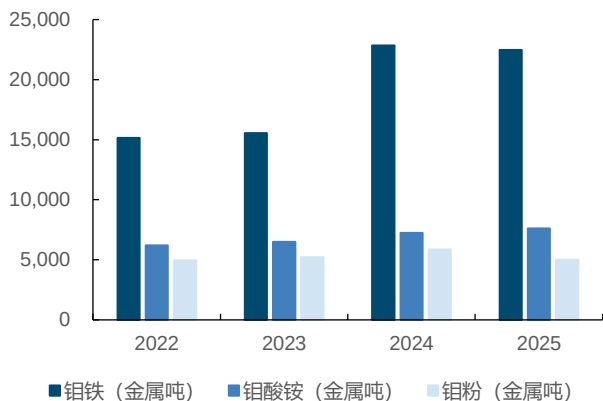


来源：公司年报，国金证券研究所

产品方面，2025年公司主要产品钼铁/钼酸铵/钼粉产量分别为2.25/0.76/0.50万金属吨，同比-1.6%/+5.0%/-14.4%，2022-2025年产量CAGR分别为+14.1%/+7.0%/+0.4%；销量分别为2.37/0.15/0.22万金属吨，同比分别+8.8%/+0.3%/-4.3%，2022-2025年销量CAGR分别为+21.1%/+7.8%/-15.2%。由于部分钼酸铵和钼粉作为中间产品继续投入下游生产，两类产品产量高于对外销量。高端产品方面，公司超细钼粉技术已达到国际领先水平，并着力推进钼合金、靶材等高附加值产品的研发与产业化，推动产业链向高端深加工环节延伸。

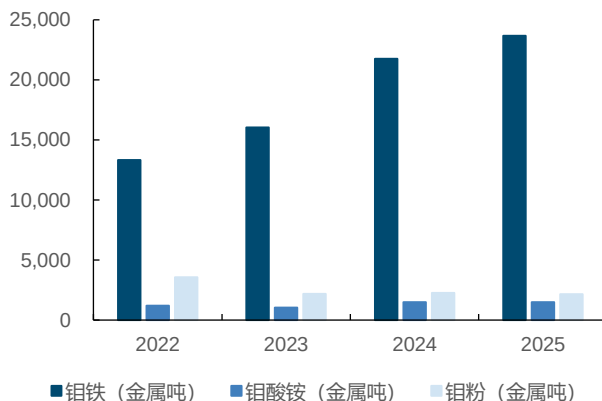


图表9：公司钼铁、钼酸铵产量增长较快



来源：公司年报，国金证券研究所

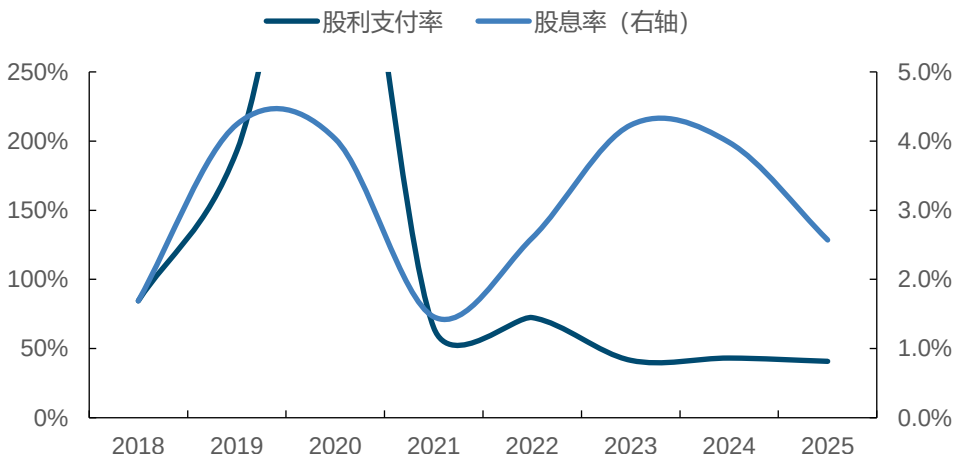
图表10：公司钼铁、钼酸铵销量持续提升



来源：公司年报，国金证券研究所

公司分红比例维持较高水平。2021-2025 年公司股利支付率分别为 65%/73%/42%/43%/41%，对应股息率 1.46%/2.60%/4.23%/3.98%/2.57%。

图表11：公司现金分红比例维持较高水平（2018-2025 年）



来源：iFind，国金证券研究所

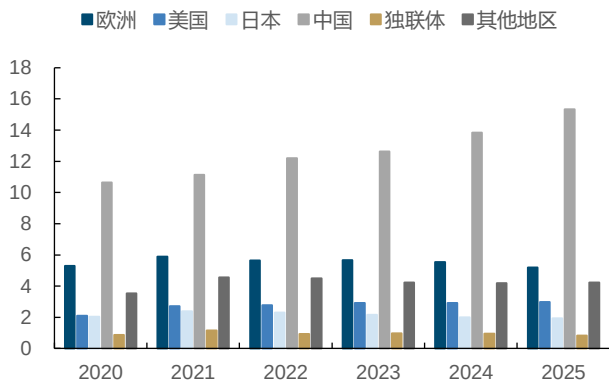
二、钼行业：能化、制造景气回升，钼价有望持续新高

2.1 钼需求：高端制造景气，能化再上层楼

全球钼需求保持增长，中国为最大钼消费国。据 IMOA，2025 年全球钼使用量同比+3.6%至 30.47 万金属吨，其中中国钼使用量为 15.32 万金属吨，同比+10.8%，占全球需求的 50.3%；欧洲使用量为 5.18 万金属吨，同比-6.5%，占比 17.0%；美国使用量为 2.98 万金属吨，同比+2.0%，占比 9.8%；日本和独联体使用量分别同比下降 3.4%和 12.0%。2020-2025 年，全球钼使用量由 2020 年的 24.48 万金属吨增长至 2025 年的 30.47 万金属吨，CAGR 约为 4.5%；中国使用量由 10.64 万吨增至 15.32 万吨，CAGR 达 7.6%，我国钼消费全球占比由 43.5%提升至 50.3%，成为全球钼消费增长的主要驱动力。

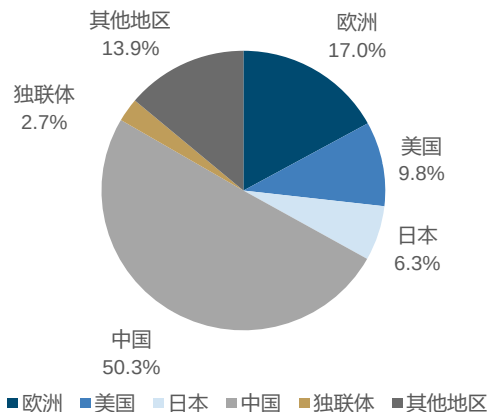


图表12：中国钼需求持续增长（万吨）



来源：IMOA，国金证券研究所

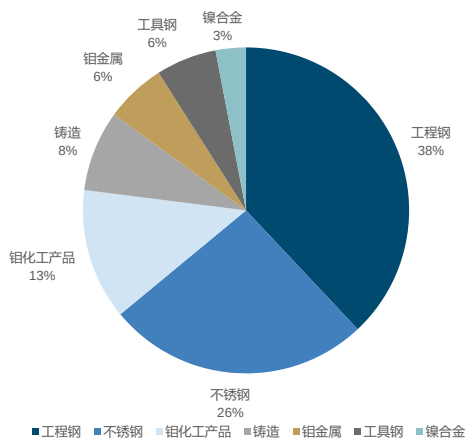
图表13：中国当前为最大钼消费国



来源：IMOA，国金证券研究所

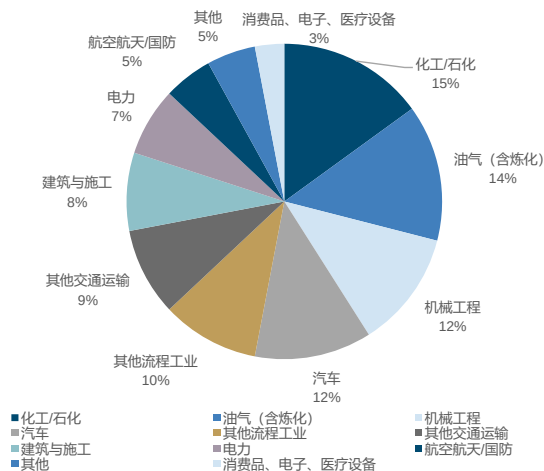
从初级用途看，钼需求以合金材料为主，并向化工及高端钼制品等领域延伸。2025 年全球新钼使用量中，工程钢、不锈钢和钼化工产品占比分别为 38%/26%/13%，合计占比为 77%。从终端行业看，2024 年包含废钢等再生钼在内的全球钼终端需求中，化工及石化/油气及炼化/机械工程/汽车/其他流程工业/其他交通运输/建筑与施工/电力/航空航天及国防的占比分别为 15%/14%/12%/12%/10%/9%/8%/7%/5%，能化、交运、机械为钼的主要下游。

图表14：钢铁为钼需求的核心载体



来源：IMOA，国金证券研究所

图表15：能化、交运、机械为钼的主要终端行业

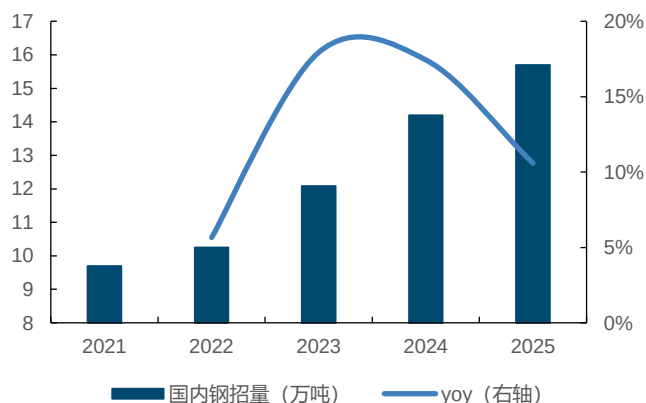


来源：IMOA，国金证券研究所

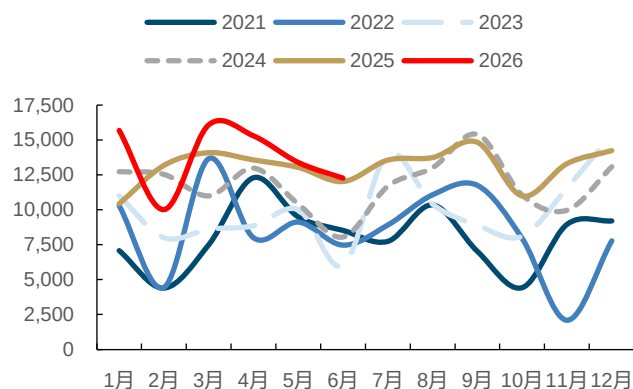
国内钢招持续景气，钼需求稳步增长。钢招量是观察国内钢企钼铁采购强度的高频指标，据铁合金在线，国内钢招钼铁总量由 2023 年的 12.08 万吨增至 2024 年的 14.19 万吨、2025 年的 15.70 万吨；2026H1 钢招量达到 8.27 万吨，同比+8.4%，延续增长态势。



图表16：国内钢招量持续增长



图表17：2026 年以来国内钢招持续景气 (吨)



来源：铁合金在线，国金证券研究所

来源：铁合金在线，国金证券研究所

地缘冲突支撑高油价，有望带动油气资本开支。截至 2026 年 9 月 30 日，布伦特原油期货收 97.92 美元/桶，地缘局势持续扰动原油供给，推动油价维持 80 美元/桶以上高位，有望支撑全球油气行业资本开支。历史数据显示，布伦特原油期货价格通常领先国内油气资本开支约 2-3 个季度。2026 年 3 月初布伦特原油突破 80 美元/桶，考虑资本开支的滞后性，相关设备需求有望自 2026Q3 起显著回暖。2026 年 1-8 月我国石油和天然气开采业固定资产投资完成额同比+6.6%，增速明显上行。展望后续，供给收缩、需求修复与地缘风险或支撑油价高位波动，并持续带动油气开发及炼化设备投资，进而提振能源化工领域用钼需求。

图表18：国内油气投资滞后原油价格约 2-3 个季度

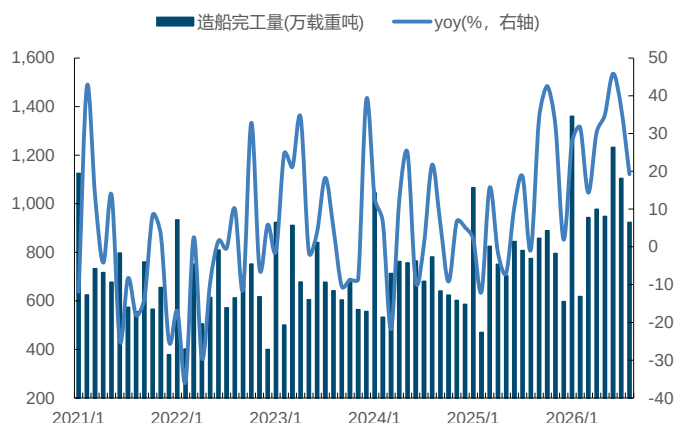


来源：iFind，国金证券研究所

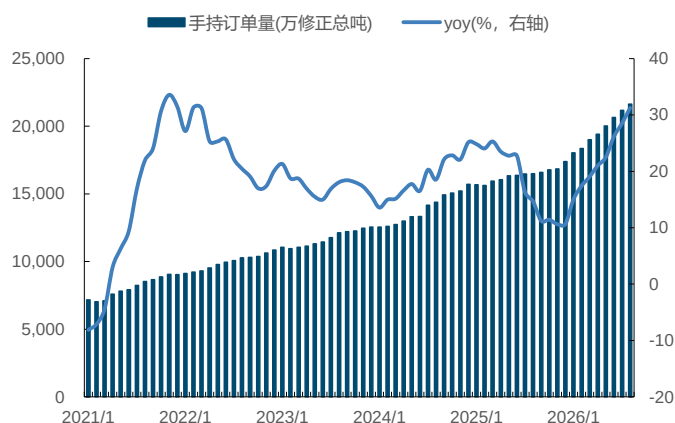
全球造船景气高企，显著带动相关含钼材料需求。船舶制造中，钼主要以含钼合金钢、齿轮钢及含钼不锈钢等形态，应用于发动机曲轴、舵杆、发动机铸件等高载荷部件，以及化学品船不锈钢储罐等。2026 年 1-8 月全球造船完工量 8104 万载重吨，同比+29.9%；8 月造船完工量 923 万载重吨，同比+19.3%。截至 2026 年 8 月，全球手持订单量达 21,643 万修正总吨，同比+31.2%。充足的订单储备为后续船厂排产提供支撑，并有望显著带动船用合金钢及相关用钼需求。



图表19：2026 年以来造船完工量持续景气



图表20：全球手持船舶订单持续累积

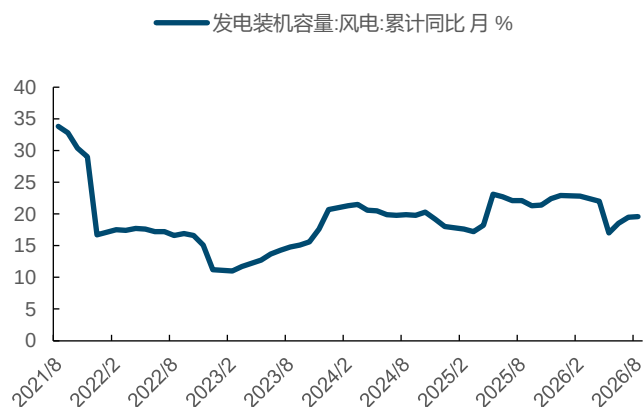


来源：iFind，国金证券研究所

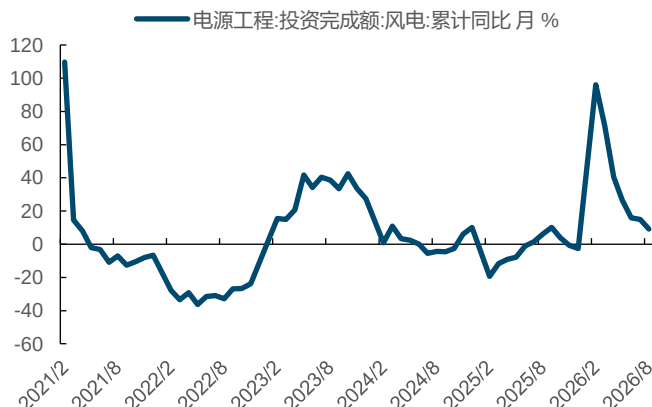
来源：iFind，国金证券研究所

风电装机、投资同步增长，含钼合金钢需求有望受益。在风电设备中，钼主要通过含钼合金钢应用于齿轮箱、主轴、轴承及高强紧固件等关键部件。2026 年 1-8 月风电装机规模累计同比+19.6%，1-8 月风电投资完成额累计同比+9.1%。风电装机规模扩张与项目投资增长，有望带动风电主机及配套零部件需求，进而提振相关合金钢及钼需求。

图表21：风电装机规模持续增长



图表22：2026 年风电投资规模继续扩张



来源：iFind，国金证券研究所

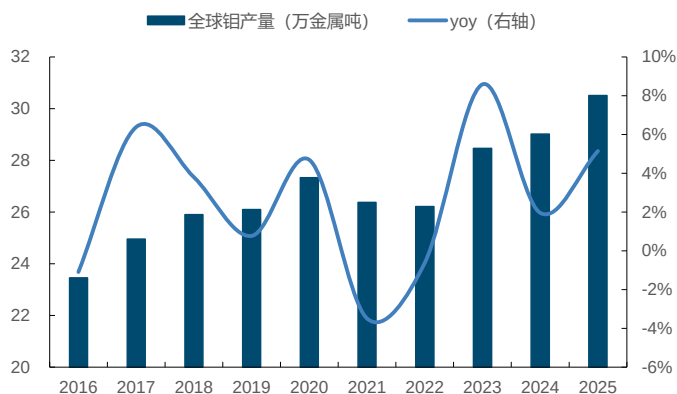
来源：iFind，国金证券研究所

2.2 钼供给：海外趋降，国内增长缓慢

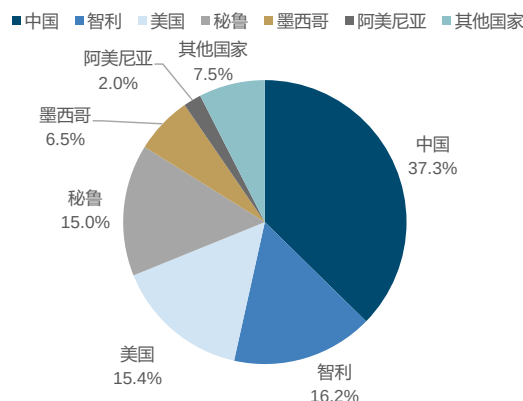
全球钼产量集中于中国与美洲。据 IMOA，2025 年全球钼产量约为 30.51 万金属吨，同比+5.1%；2025 年中国/南美/北美/其他地区钼产量占全球钼产量比例分别为 44.9%/26.1%/19.9%/9.1%。分国家看，USGS 口径下 2025 年中国/智利/美国/秘鲁/墨西哥分别占全球产量的 37.3%/16.2%/15.4%/15.0%/6.5%，产量相对集中，我国钼产量约占全球四成。



图表23：全球钼产量小幅增长



图表24：我国钼产量占全球近四成（2025年）

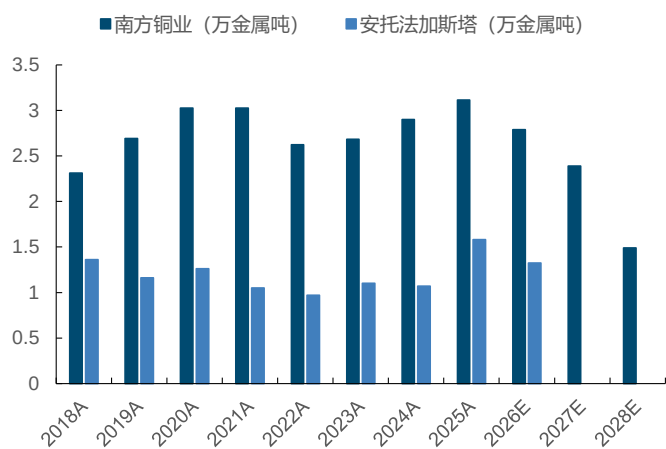


来源：IMOA, iFind, 国金证券研究所

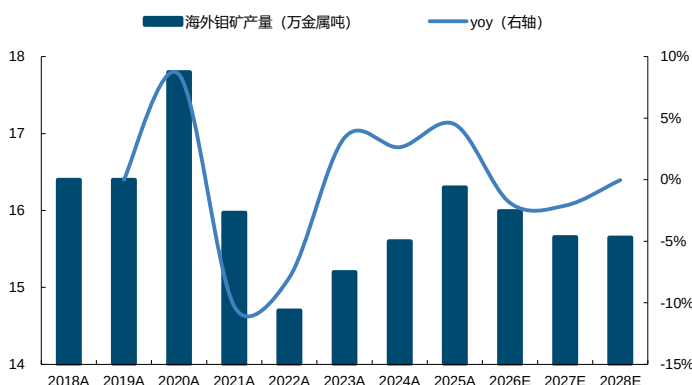
来源：USGS, 国金证券研究所

海外主要矿商钼产量预计回落。据 USGS, 2025 年海外钼产量增至 16.3 万吨, 同比+4.5%, 增量主要来自美国和智利。公司指引方面, 南方铜业预计 2026 年钼产量为 2.79 万吨, 较年初指引上调 7%, 但较 2025 年的 3.12 万吨同比仍下降约 10.6%。安托法加斯塔预计 2026 年钼产量为 1.25-1.40 万吨, 指引中值同比下降 16.1%, 减量主要来自 Los Pelambres, 其指引由 2025 年的 1.24 万吨降至 0.95-1.05 万吨。考虑两家公司合计减量约 0.59 万吨, 且海外新增项目贡献有限, 预计 2026 年海外钼供给将小幅下行。我们预计 2026-2028 年海外钼产量分别为 15.99/15.66/15.65 万金属吨, 同比-1.9%/-2.1%/0.0%。

图表25：两大矿商 2026 年钼产量指引同比下降



图表26：2026-2028 年海外钼产量预计小幅下滑



来源：SouthernCopper、Antofagasta 公司公告, 国金证券研究所

来源：USGS, Freeport、SouthernCopper、Antofagasta、Teck、Codelco、BHP、Glencore、Anglo American 公司公告, 国金证券研究所

国内钼供给增量亦整体有限。据金钼股份 2025 年报, 2025 年国内钼精矿生产总量约 31.79 万吨, 同比+0.6%。未来潜在增量主要来自两类项目：一类是沙坪沟、曹四天等以钼为核心开发产品的原生钼矿；另一类是巨龙铜矿等铜矿伴生钼项目, 钼产量取决于铜矿整体处理规模、入选矿石品位及钼回收率。预计未来三年国内新增钼矿供给相对有限。

图表27：国内钼矿增量项目有限

项目	供给属性	资源禀赋	设计年采选规模	预计年产量	当前阶段
安徽金寨沙坪沟钼矿	原生钼	钼金属资源量 210 万吨, 平均品位 0.187%; 钼金属储量 110 万吨, 平均品位 0.20%; Mo $\geq$ 0.30%资源量 72 万吨	1,000 万吨	2.21 万吨钼	建设中
西藏巨龙铜矿	伴生钼	伴生钼资源量 167.2 万吨, 平均品位 0.019%	一二期合计 1.05 亿吨, 三期建成后提升至 2 亿吨	二期达产后年产 1.3 万吨钼	二期已建成投产, 三期规划中



项目	供给属性	资源禀赋	设计年采选规模	预计年产量	当前阶段
内蒙古曹四夭 钼矿	原生钼	钼矿石资源量约 10.4 亿吨，钼金属量 108.9 万吨，平均品位 0.105%	1,650 万吨	达产后年产 3.08 万吨钼精矿	已取得采矿权及环评批复

来源：公司公告，乌兰察布市政府官网，内蒙古自治区生态环境厅，国金证券研究所

2.3 钼价：需求景气供给受限，钼价中枢有望持续抬升

2025 年以来，受新能源以及高端制造等新兴市场需求带动，钼价震荡上行。2026 年以来地缘冲突推升油价，或有望带动油气领域投资需求；国内钢招量景气延续，海外矿商产量指引回落、国内增量有限，供需缺口有望持续扩大。截至 2026 年 9 月 30 日，国内钼精矿价格上行至 5475 元/吨度，较 2025 年末上涨 47.0%。

图表28：2026 年以来钼价持续上行

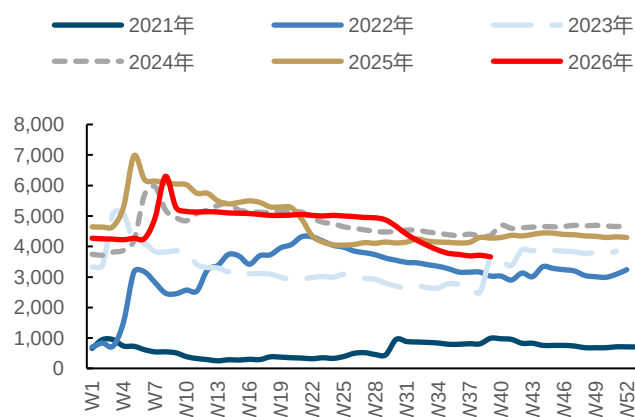
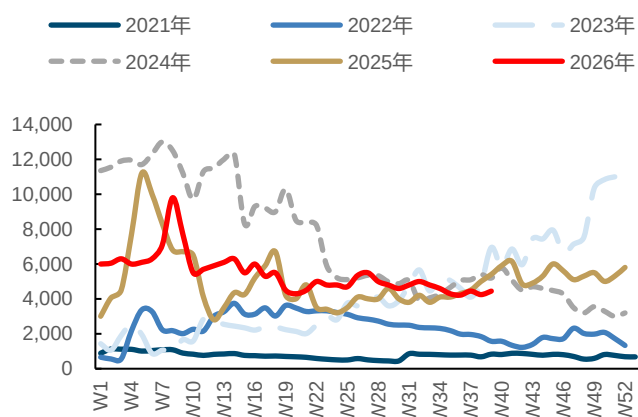


来源：iFind，国金证券研究所

库存端看，据百川盈孚，截至 2026 年 9 月 24 日，国内样本钼精矿库存 4450 吨，较年初有所回落；样本钼铁库存 3660 吨，自 7 月初以来去库明显。

图表29：钼精矿库存较年初有所回落（吨）

图表30：钼铁平稳去库（吨）



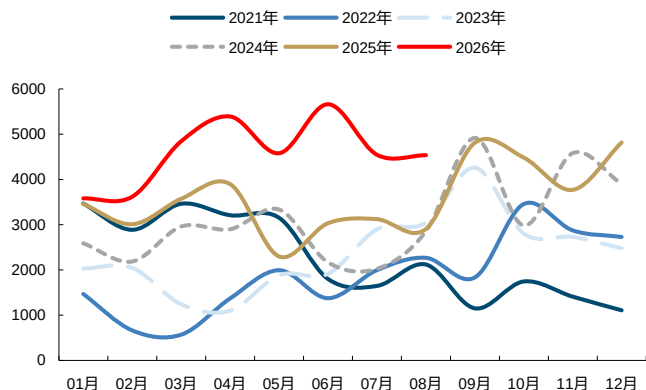
来源：百川盈孚，国金证券研究所

来源：百川盈孚，国金证券研究所

进出口方面，2026 年 1-8 月测算我国钼进口折 36,750 金属吨，同比+45.3%；钼出口 12,040 金属吨，同比-9.9%；钼净进口 24,710 金属吨，同比+107.0%。2026 年以来钼进口量增加显著，结合国内钼库存稳中有降，反映国内钼需求量持续景气，为钼价提供持续支撑。

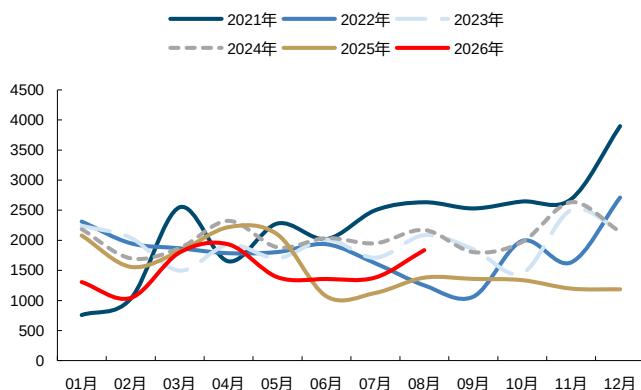


图表31：2026年以来我国钼进口增加显著（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

图表32：2026年钼出口较2025年小幅减少（金属吨）



来源：iFind，国金证券研究所

三、资源端：世界级钼矿启建，权益产量再上台阶

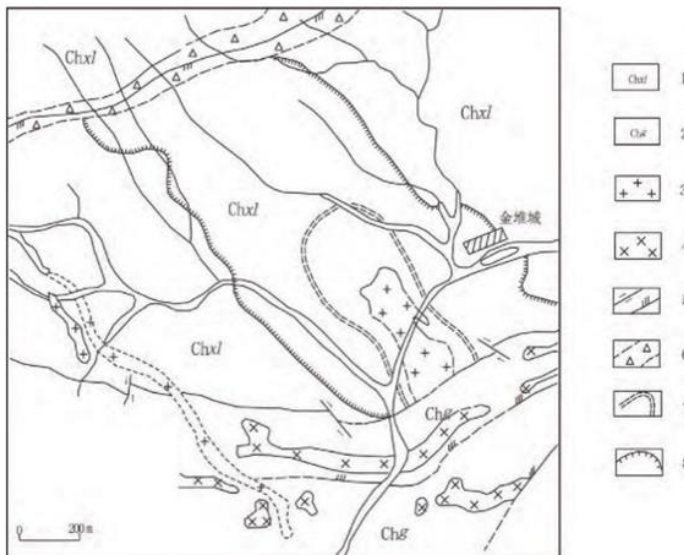
世界级钼矿进入建设期，权益产量有望再上台阶。公司拥有金堆城钼矿和汝阳东沟钼矿两座在产矿山，并分别持有天池钼业 18.3%和金沙钼业 34%的股权，参股布局季德钼矿与沙坪沟钼矿。截至 2025 年末，公司矿山原材料自给率达 100%，钼资源保有量约 227 万金属吨。沙坪沟钼矿项目为公司中长期主要权益资源增量来源，该项目已于 2026 年 6 月正式开工，达产后预计年均生产钼约 2.2 万金属吨，对应公司权益产量约 0.75 万金属吨。季德钼矿已进入经营贡献阶段；2026 年 3 月二期项目建设用地获批，后续扩建及南部矿段开发有望进一步贡献增量。

此外，公司积极推进新矿权收购。2026 年 4 月，公司获得不超过 40 亿元可续期公司债券注册批复，其中不超过 30 亿元拟用于矿产资产并购，不超过 10 亿元拟用于固定资产投资项目建设。据公司 2026 年中报披露，公司已对两个标的矿权开展资源验证，未来有望通过外延并购进一步夯实资源储备。

3.1 金堆城钼矿：大型优质钼矿，采选升级稳步推进

金堆城钼矿位于陕西省华县金堆镇，处于华北地台南缘，黑沟-栾川断裂北侧，南邻北秦岭造山带，是世界六大原生钼矿之一，钼采掘规模亚洲第一、世界第三，是首批国家级绿色矿山试点单位。该矿储量丰富，具有品位较高、杂质含量较低等特点，为下游深加工业务提供了稳定原料保障。截至 2025 年报，金堆城钼矿保有矿石资源量 4.12 亿吨，储量 2.17 亿吨，平均品位 0.112%；2025 年矿石产量 1298 万吨，对应剩余资源可开采约 32 年，矿山现有采矿许可证有效期至 2030 年。

图表33：华县金堆城矿区地质略图



来源：《陕西金堆城钼矿地质-地球化学找矿模式》，国金证券研究所



作为公司主力矿山，金堆城钼矿的金属矿物主要有辉钼矿、黄铁矿，其次为磁铁矿、黄铜矿等。矿山生产规模总体保持稳定，多数年份矿石产量维持在 1300 万吨左右。公司年报披露的矿山资源平均品位由 2023 年的 0.083% 提升至 2024 年的 0.112%；结合矿石产量测算，近两年金堆城钼矿理论钼产量约为 1.45-1.50 万金属吨。

图表34：金堆城钼矿矿石产量及理论钼产量

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
矿石量（万吨/年）	1,344	1,271	1,355	1,350	1,340	1,298
品位（%）	0.083%	0.083%	0.083%	0.083%	0.112%	0.112%
理论产量（金属吨/年）	11,156	10,550	11,250	11,206	15,010	14,538
持股比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%

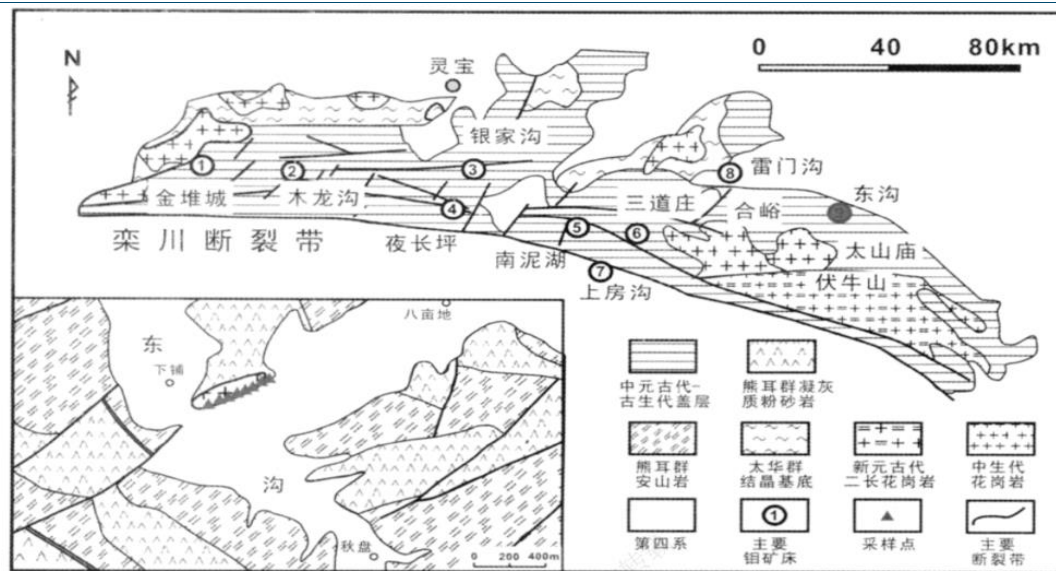
来源：公司年报，国金证券研究所

金堆城钼矿采选系统升级持续推进。其中，总体选矿升级改造项目于 2022 年 6 月通过初步设计审查，该项目计划淘汰百花岭选矿厂 2.2 万吨/日和三十亩地选矿厂 0.8 万吨/日生产线，新建 3 万吨/日蔡花园选矿厂，与百花岭选矿厂 1 万吨/日生产线合计形成 4 万吨/日选矿能力。改建后项目可生产两种不同品级的钼精矿，并加强铜、硫、铁等伴生资源的综合回收。总体采矿升级改造项目则在维持 4 万吨/日采矿规模不变的基础上，实施采场扩帮、矿岩运输系统改造以及排土、排洪和安全环保等配套工程建设。2026 年 8 月，公司表示金堆城钼矿总体采矿升级改造项目正在有序施工、产能升级稳步推进。

3.2 汝阳东沟钼矿：产量平稳，东帮开拓保障接续

汝阳东沟钼矿位于河南省洛阳市汝阳县付店镇，于 2017 年入库国家级绿色矿山名录。东沟钼矿区位于华北地台南缘隆起区与台缘拗陷区之间的过渡地带，属中国东部钼成矿域，位于东秦岭-大别山钼成矿带中段北侧，该区域为我国最重要的钼成矿带之一。根据已有勘查结果，东沟钼矿床品位厚度稳定，矿体呈厚大似层状，沿下铺花岗斑岩体呈舒缓波状展布，具有较好的找矿前景。

图表35：东沟钼矿地质与钼矿分布简图



来源：《河南东沟钼矿花岗斑岩成因：岩石地球化学、锆石 U-Pb 年代学及 Sr-Nd-Hf 同位素制约》，国金证券研究所

截至 2025 年末，东沟钼矿保有矿石资源量 4.56 亿吨，储量 2.46 亿吨，平均品位为 0.12%，剩余资源可开采年限约 51 年，现有采矿许可证有效期至 2038 年。公司持有金钼汝阳 65% 的股权。2021-2025 年，东沟钼矿年产矿石量由 785 万吨提升至 900 万吨左右。

图表36：汝阳东沟钼矿矿石产量及理论钼产量

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
矿石量（万吨/年）	804	785	856	958	882	900
品位（%）	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
理论产量（金属吨/年）	9,808	9,422	10,274	11,497	10,588	10,800

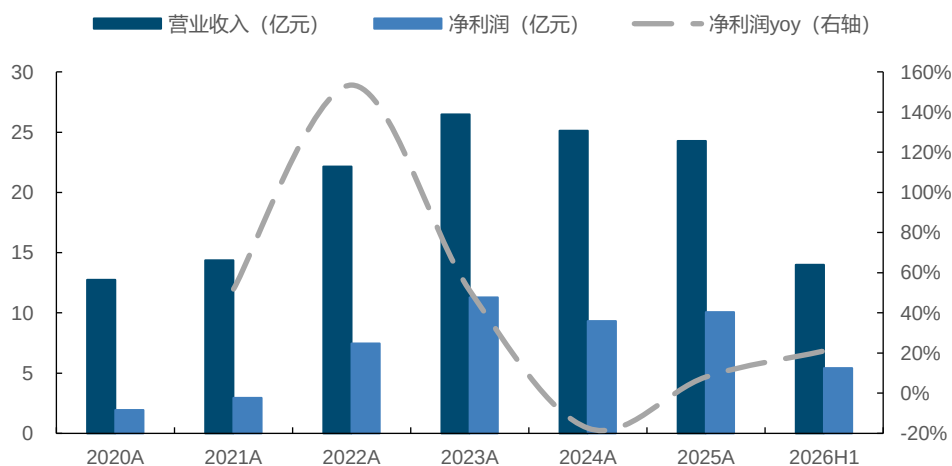


	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
持股比例	65%	65%	65%	65%	65%	65%

来源：公司年报，国金证券研究所

钼价上行增厚矿山盈利，金钼汝阳经营稳健。2025 年子公司金钼汝阳实现营业收入 24.27 亿元，同比-3.4%，净利润 10.08 亿元，同比+8.1%；2026H1 实现营业收入 14.00 亿元，同比+27.3%，净利润 5.43 亿元，同比+21.0%。

图表37：金钼汝阳整体经营平稳



来源：公司年报，公司半年报，国金证券研究所

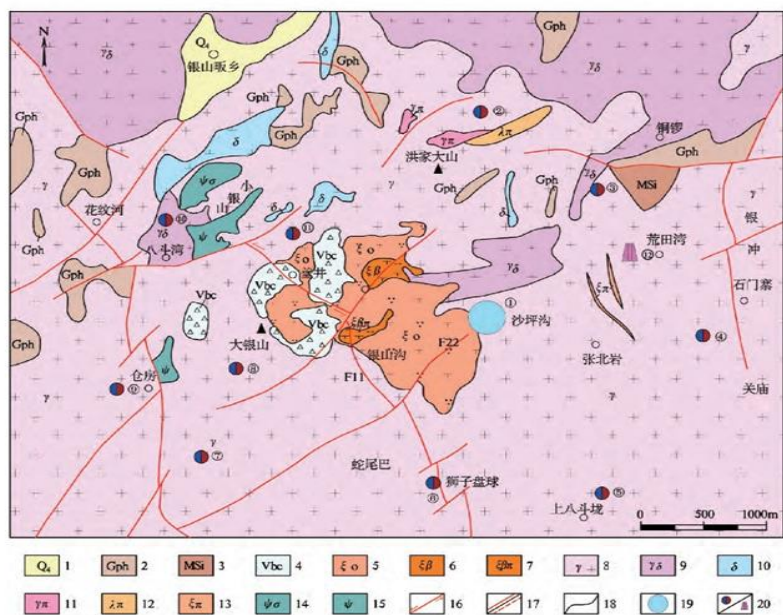
东帮开拓工程稳步推进，夯实矿山稳产高产基础。东沟钼矿东帮开拓工程主要实施东部采场废石剥离、矿岩运输及道路、防排水等配套工程，计划剥离废石约 3600 万吨。截至 2025 年末，该项目工程进度约 30%。项目建成后将进一步拓展采场作业空间，为矿山后续稳定生产提供保障。

3.3 沙坪沟钼矿：超大型钼矿进入建设期，中期增量可观

公司资源权益提升，资源端有望打开远期权益产量空间。沙坪沟钼矿位于安徽省六安市金寨县，为超大型斑岩型独立钼矿，是世界第一大单体钼矿床。该矿由金沙钼业持有，公司于 2013 年以 8.39 亿元获得金沙钼业 10% 股权，2026 年又以 17.31 亿元对价收购金沙钼业 24% 股权，对金沙钼业持股比例提升至 34%；紫金矿业持有金沙钼业 60% 股权。按 2026 年半年报口径，公司持有沙坪沟钼矿资源权益金属量 71 万吨。2026 年 7 月公司公告，金沙钼业拟将注册资本由 2 亿元增至 25 亿元，公司计划按 34% 的持股比例出资 7.82 亿元，为沙坪沟钼矿建设提供资金保障。



图表38：安徽金寨县沙坪沟地区地质简图



来源：《安徽金寨县沙坪沟铅锌矿田两期成岩成矿作用》，国金证券研究所

根据紫金矿业关于签署《合作意向书》的公告，沙坪沟钼矿保有钼金属资源量 210 万吨（含储量），平均品位 0.187%；其中钼金属储量 110 万吨，平均品位 0.2%，钼品位超过 0.30%的资源量达到 72 万吨。项目设计原矿采选规模为 1,000 万吨/年。沙坪沟钼矿资源储量大、成分单一、矿体集中、品位较高，适合规模化地下开发。

图表39：沙坪沟钼矿资源规模大、储量品位较高

项目	分类	钼金属量（万吨）	品位
资源量	探明+控制	118.83	
	推断	100.52	0.18%
	合计	219.35	
储量	证实	55.70	
	可信	54.73	0.20%
	合计	110.43	

来源：紫金矿业 2025 年报，国金证券研究所

2026 年 6 月，沙坪沟钼矿选矿项目正式开工，项目转入实质建设阶段。根据紫金矿业披露，项目建成达产后预计年均产钼约 2.2 万金属吨。项目一标段计划于 2028 年年底竣工；二标段处于招标阶段，计划 2026 年 11 月开工，2028 年 4 月竣工。

冶炼产能建设同步推进。公司与金沙钼业、安徽省金福智慧能源有限公司共同设立安徽金钼华鑫，注册资本 10 亿元；公司持有 51% 的股权，负责基地建设运营。项目一期拟以沙坪沟钼矿所产钼精矿为原料，建设年产 4 万吨钼铁、联产 6 万吨硫酸的冶炼产线。项目已于 2026 年上半年完成立项，计划同年 11 月开工，目前正处于方案优化与前期准备阶段。项目建成后将强化沙坪沟钼矿资源与公司冶炼加工能力的协同，推动钼产业链向下游精深加工环节延伸。

3.4 季德钼矿：项目用地获批，二期扩建待启

北区在产，南区探转采有望贡献中长期资源增量。季德钼矿位于吉林省舒兰市小城镇季德屯，为单一斑岩型钼矿床，主矿体形态规整、埋藏浅，适合大规模露天开采，是吉林省内规模最大的矿山。公司在 2020 年以 3 亿元取得吉林天池钼业 18.3% 股权，参与季德钼矿开发。

季德钼矿资源分为北部采矿权与南部探矿权。其中，北部钼矿石资源量约 2.24 亿吨，钼金属量约 25.39 万吨，平均品位 0.113%，于 2023 年初进入生产阶段。南部矿段目前仍处于探矿权阶段，已查明钼矿石资源量约 0.92 亿吨，钼金属量约 8.30 万吨，平均品位 0.090%，



其中露天及地下开采部分矿石资源量分别约 0.44 亿吨和 0.45 亿吨。随着南部矿段后续完成探转采并推进开发，有望进一步扩大季德钼矿的可采资源规模，构成公司中长期权益钼资源增量。

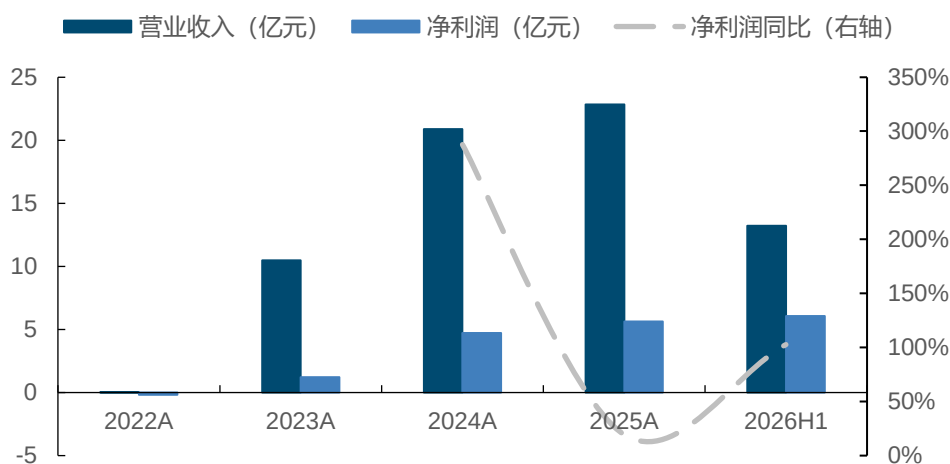
图40：季德钼矿资源量（北区截至 2016 年 12 月，南区截至 2012 年 11 月）

矿区	资源级别	矿石量（万吨）	钼品位	钼金属量（万吨）
北区	探明基础储量	7,547.3	0.118%	8.86
	控制基础储量	9,988.9	0.115%	11.89
	探明资源量	199.9	0.121%	0.24
	控制资源量	1,953.4	0.096%	1.87
	推断资源量	2,767.4	0.091%	2.53
	小计	22,456.9	0.113%	25.39
南区	探明	1,495.0	0.079%	1.18
	控制	2,107.5	0.083%	1.75
	推断	5,624.3	0.095%	5.36
	小计	9,226.8	0.090%	8.30

来源：《内蒙古天首科技发展股份有限公司重大资产购买预案》，国金证券研究所

季德钼矿北区设计采选规模 825 万吨/年，设计年产 47%品位钼精矿约 1.70 万吨，服务年限约 22 年。矿山运营主体天池钼业 2025 年实现营业收入 22.83 亿元，同比+9.3%，净利润 5.63 亿元，同比+19.4%；2026H1 实现营业收入 13.21 亿元，同比+18.5%，净利润 6.07 亿元，同比+102.6%，收入及盈利持续增长。

图41：天池钼业营业收入及利润持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

2026 年 3 月，吉林省自然资源厅正式批复季德钼矿 2.5 万吨/日项目二期 125.77 公顷建设用地。二期主要对应露天采场、排土场、道路及附属设施建设，后续三、四期工程将继续进行露天采场、排土场、尾矿库等建设。

四、钼粉：龙头优势突出，以钼代钨带来应用新机遇

4.1 规模全球领先，高纯、超细钼粉持续突破

钼粉是金属钼制品的基础原料，下游产品形态高度丰富。钼粉可通过压制、烧结及塑性加工生产板、片、箔、棒、锻件及靶材等钼制品，部分钼粉直接用于合金添加和热喷涂，下游应用于电子半导体、医疗设备、高温炉、材料加工和航空航天等领域。

先进存储以钼代钨趋势渐显，高纯钼粉应用空间有望拓宽。随着 3D NAND 堆叠层数增加、字线持续减薄，传统钨字线面临电阻上升及填充可靠性等约束，钼凭借纳米尺度下较低的有效电阻率和无阻挡层集成潜力，逐步进入先进存储金属化工艺。美光已将钼金属化导入 NAND 生产，SK 海力士计划在 2026 年底量产的 375 层 NAND 中以钼部分替代钨字线。钼粉



是钼靶材等高纯钼材料的基础原料，钼字线沉积则主要采用含钼前驱体，先进存储工艺加快导入钼材料，有望带动高纯钼原料需求增长。公司依托钼粉规模优势及高纯粉体技术积累，有望进一步拓展钼粉在半导体领域的应用。

钼粉规模世界领先，高纯、超细产品加快放量。据陕西日报，金钼集团金属分公司钼粉分厂是全球最大、品类最齐全的钼粉生产基地，钼粉品质居世界前列。2024 年，公司完成高纯钼粉生产线扩建，新增高纯钼粉产能 600 吨/年，扩建后金属分公司钼粉名义生产规模约 5250 吨/年。高纯钼粉方面，公司 4N 级高纯钼粉纯度达到 99.995% 以上，具备稳定生产能力，主要用于平显的基础靶材、芯片、电子封装、薄膜太阳能电池等领域。同时，公司通过攻克钼粉筛分——储存——混料全流程惰性气体保护技术，使全系列产品氧含量较历史水平下降约 200ppm，已具备生产氧低于 300ppm 的特殊规格钼粉的能力。2025 年公司累计交付特殊规格钼粉 3.5 吨。超细钼粉方面，公司已具备粒度 1.5 μ m 以下超细钼粉的制备流程技术，并形成稳定化生产，产品主要应用于真空电子、航空航天、工业催化剂、热喷涂等领域。2025 年公司超细钼粉技术达到国际领先水平，当年完成 372kg 样品生产与交付。2026 年上半年，公司高端电子陶瓷表面金属化专用钼粉实现同类产品首次出口。

4.2 金钼新材料工业园：扩充高纯粉体，完善坯料布局

承接粉体与深加工产能扩产，推动产业链向高附加值环节延伸。2025 年，公司设立全资子公司金堆城钼业渭南华鑫科技有限公司，作为金钼新材料工业园项目的建设主体，整合钼化工及钼金属深加工能力。

钼新材料工业园项目拟建设钼化工、钼金属两个板块。钼化工板块主要承担高纯钼氧化物生产，并为下游钼粉及钼金属制品提供原料支撑。项目一期拟新建 1.3 万吨/年钼酸铵产能，产品包括二钼酸铵、四钼酸铵，以及 1000 吨/年七钼酸铵和 500 吨/年八钼酸铵，同时配套建设 9000 吨/年高纯三氧化钼产能。二期拟搬迁 1.3 万吨/年既有钼酸铵和 9600 吨/年高纯三氧化钼产能，并新建 3000 吨/年超纯钼酸、2000 吨/年超纯三氧化钼产能及化工中试车间，推动产品结构向高纯、超纯方向升级。钼金属板块重点扩充粉体制备能力，并向烧结、压型等后续加工环节延伸。项目一期规划新建 3000 吨/年钼粉、1000 吨/年钨粉和 100 吨/年钼废料回收能力；二期拟搬迁 4000 吨/年既有钼粉产能，并新建 1000 吨/年超纯钼粉洁净产能、1000 吨/年钨粉产能，以及各 1300 吨/年的钼基烧结制品和钼基压型制品产能，进一步完善从高纯粉体到钼基制品的加工链条。钼金属项目计划总投资约 6.24 亿元，其中报批总投资约 5.53 亿元；达产后预计实现年销售收入 12.42 亿元、净利润约 0.20 亿元。整体来看，金钼新材料工业园将承接粉体及深加工产能扩张，强化高纯钼粉对下游钼基制品的原料支撑，推动产业链向高附加值环节延伸。

图表42：金钼新材料工业园项目规划

项目板块	建设阶段	项目规划	总投资
钼化工	一期	新建钼酸铵 13000 吨/年、高纯三氧化钼 9000 吨/年	一期投资约 13.49 亿元
	二期	搬迁钼酸铵 13000 吨/年、高纯三氧化钼 9600 吨/年；新建超纯钼酸 3000 吨/年、超纯三氧化钼 2000 吨/年	/
钼金属	一期	新建钼粉 3000 吨/年、钨粉 1000 吨/年、钼废料回收 100 吨/年	项目总投资 6.24 亿元
	二期	搬迁钼粉 4000 吨/年；新建超纯钼粉 1000 吨/年、钨粉 1000 吨/年、钼基烧结制品 1300 吨/年、压型制品 1300 吨/年	

来源：关于金钼股份 2026 年可续期公司债券之主承销商核查意见，国金证券研究所

五、钼材及制品：产品矩阵完善，高端制品进入兑现期

钼材主要由钼金属与钼基合金制成，具有良好的导电性、高温稳定性以及耐腐蚀性，钼材的典型用途包括高温炉加热元件、隔热屏以及挤压和锻造模具等，下游应用于电子工业、模具制造、高温元件、航空航天工业及核工业等领域。公司在钼烧结制品、钼靶材、钼杆丝等基础上，聚焦高端材料研发产业化，开发精密零部件、大钼合金锻件、高温炉用钼基热场组件等产品。

高端钼材产能加快落地。钼基材料锻造项目位于渭南市华州区莲花寺镇冶炼分公司园区，拟建设锻造车间、烧结车间及配套公辅设施，设计年产烧结钼制品 1,300 吨，其中 400 吨内部配套使用；以及年产锻造钼制品 212 吨。项目于 2025 年 12 月开工，截至 2026 年 8 月，锻造车间主体及设备基础基本建成，公司计划于 10 月中旬启动试生产。项目预计达产后实现年营业收入约 6.7 亿元，并形成大规格等温锻造模具供应能力，提升高端装备用钼材料的自主保障水平。钼合金薄壁管材生产线于 2025 年 7 月正式开工，同年 12 月进入



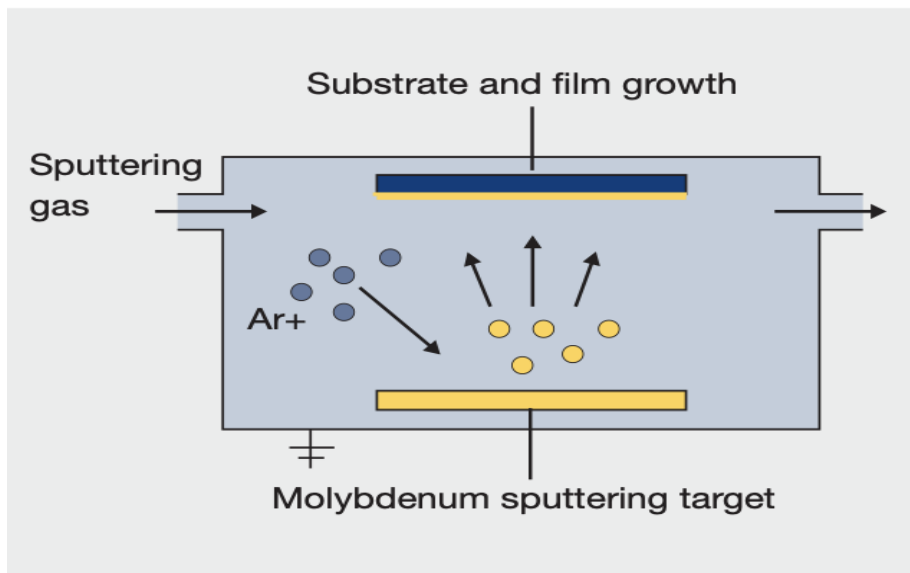
试生产；2026 年上半年已具备批量供应能力。2026 年 8 月公司披露，项目部分生产工艺及产品已通过国内权威机构鉴定，成功进入高端温控等应用领域，产业化进程进一步提速。

产品矩阵逐步完善，高端制品加速产业化。2025 年公司单重 100-800kg 的钼合金顶头完成全系列产线认证，产量达 71 吨；电子行业精密钨钼零部件完成交付与三次迭代，获得 3000 余万元订单；累计交付 12 套真空热场钼组件、完成 600 余万元订单，并解决钼钨钼钽开裂、薄板轧制及成套装配问题。

钼合金薄壁管方面，公司已形成纯钼、钼铌、钼钨、ODS 稀土钼等薄壁钼合金管材工艺，具备直径 3mm-20mm、壁厚 0.4-2mm、最大长度 8000mm 的钼合金系列无缝薄壁管材生产能力，产品可用于核电、精密温控、高温加热等领域，并拓展至航空航天与高端制造等战略性新兴产业。2026 年 1 月，公司超长钼合金薄壁管制备实现技术突破，开发出最小直径 3mm、最小壁厚 0.4mm、长度超 2000mm 的大长径比无缝细径薄壁钼合金管，该产品已具备批量投产条件并获得多家合作企业应用认可。

钼靶材方面，公司加快半导体靶材技术布局。钼靶材主要用于平面显示、半导体集成电路及光伏电池的薄膜沉积等领域。显示领域，公司已形成从粉体制备到靶材成品的全流程生产能力，产品矩阵持续完善。据公司披露，2020 年公司各类钼靶材即已通过三星、京东方和深天马等客户合计 11 条生产线的认证，进入先进 OLED 产线并实现稳定供货。半导体领域，公司于 2025 年在氧化钼半导体靶材方面攻克关键核心技术。随着 OLED 向 IT 终端渗透及半导体晶圆厂资本开支增长，高纯、大规格钼靶材需求有望扩张，公司有望依托原料和客户认证基础推动产品结构升级。

图表43：钼靶材溅射镀膜原理示意图



来源：IMO A，国金证券研究所

六、盈利预测与估值

6.1 核心假设

(1) 价格假设

钼价：1Q26/2Q26 钼精矿（45%）含税均价分别为 4208/4810 元/吨度，同比+19%/+33%；2026 年 9 月国内钼精矿（45%）均价已上行至 5470 元/吨度，同比+21.7%。今年以来钼招量持续景气，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 5200/6500/7000 元/吨度。

(2) 毛利率假设

钼金属：公司高纯、超细及特殊规格钼粉持续实现技术突破，钼合金薄壁管已具备批量供应能力，钼基材料锻造产线计划进入试生产，钼靶材逐步向半导体领域拓展。随着高附加值粉体和深加工制品逐步放量、产品结构持续优化，我们假设 2026-2028 年公司钼金属业务毛利率分别为 49.3%/50.7%/52.8%。

钼炉料：能化及高端制造需求扩张，叠加海外供给趋降、国内新增矿山有限的背景下，我



们预计钼价中枢持续上移，假设 2026-2028 年公司钼炉料业务毛利率分别为 49.1%/57.1%/57.5%。

钼化工：公司依托自产钼精矿形成较强的原料保障能力，钼价中枢抬升有望扩大自产资源向下游钼化工产品转化的利润空间。我们假设 2026-2028 年公司钼化工业务毛利率分别为 54.8%/57.7%/59.0%。

(3) 其他假设

销售费用率：公司销售费用率长期处于较低水平，2024/2025 年公司销售费用率分别为 0.23%/0.25%。随着业务规模扩大，销售费用预计与收入基本同步增长，我们假设 2026-2028 年公司销售费用率为 0.25%/0.25%/0.25%。

管理费用率：2024/2025 年公司管理费用率分别为 3.94%/3.89%，处于平稳水平。我们假设 2026-2028 年公司管理费用率为 4%/4%/4%。

研发费用率：公司持续推进高纯及超细钼粉、钼靶材、钼合金薄壁管和钼基锻造制品等高端产品研发，产业链向高附加值环节延伸。2024/2025 年公司研发费用率分别为 2.59%/3.05%。我们假设 2026-2028 年公司研发费用率为 3%/3%/3%。

少数股东损益：公司持有金钼汝阳 65%的股权，东沟钼矿盈利增长将同步增加少数股东损益；此外，金钼光明等非全资子公司亦将产生部分少数股东损益。我们假设 2026-2028 年公司少数股东损益占公司税前利润比例为 10%/10%/10%。

6.2 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 161.5/189.8/198.5 亿元，预计实现归母净利润分别为 45.4/62.5/68.4 亿元，EPS 分别为 1.41/1.94/2.12 元，对应 PE 分别为 13.8/10.0/9.1 倍。

图表44：公司营收、成本和毛利拆分

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入					
钼化工	1,694	1,772	2,263	2,490	2,647
钼金属	2,418	2,193	2,362	2,503	2,696
钼炉料	8,801	9,051	11,025	13,491	14,006
其他	657	818	500	500	500
合计	13,571	13,834	16,150	18,984	19,849
营业成本					
钼化工	870	993	1,023	1,053	1,085
钼金属	1,352	1,164	1,199	1,235	1,272
钼炉料	5,209	5,454	5,617	5,786	5,959
其他	617	534	450	450	450
合计	8,048	8,144	8,288	8,524	8,766
毛利					
钼化工	824	779	1,240	1,437	1,562
钼金属	1,066	1,030	1,164	1,268	1,425
钼炉料	3,593	3,597	5,408	7,705	8,046
其他	41	284	50	50	50
合计	5,523	5,690	7,862	10,460	11,083
毛利率					
钼化工	48.62%	43.97%	54.81%	57.71%	59.02%
钼金属	44.10%	46.94%	49.26%	50.67%	52.84%



单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
钼炉料	40.82%	39.74%	49.05%	57.11%	57.45%
其他	6.17%	34.70%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	40.70%	41.13%	48.68%	55.10%	55.84%
营业税金及附加/销售收入	5.67%	5.79%	5.80%	5.80%	5.80%
销售费用率	0.23%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用率	3.94%	3.89%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	2.59%	3.05%	3.00%	3.00%	3.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

6.3 估值及投资建议

我们选取拥有钼矿采选业务的国城矿业，钼钼加工业务的厦门钨业、中钨高新作为可比公司。参考可比公司 2026-2028 年 PE 均值为 16.9/13.7/11.5x，综合考虑公司钼资源禀赋、未来资源扩张潜力及钼粉领域龙头地位，给予公司 2026 年 20 倍 PE，目标价 28.1 元，维持“买入”评级。

图表45：可比公司估值水平对比（2026 年 9 月 30 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
国城矿业	000688.SZ	24.24	-0.10	0.91	2.22	3.15	3.89	-118.9	30.6	10.9	7.7	6.2
厦门钨业	600549.SH	44.11	1.09	1.45	3.26	4.12	5.10	17.7	28.2	13.5	10.7	8.7
中钨高新	000657.SZ	52.74	0.67	0.56	2.00	2.32	2.69	13.7	49.3	26.4	22.7	19.6
平均									36.0	16.9	13.7	11.5
金钼股份	601958.SH	19.37	0.92	0.98	1.41	1.94	2.12	10.9	15.9	13.8	10.0	9.1

来源：iFind，国金证券研究所 注：基准日期为 2026 年 9 月 30 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

钼供给增长超预期。若国内外新建及扩建钼矿加快投产、铜矿伴生钼产量超预期释放，可能加剧供给压力，导致钼产品价格回落。

下游需求不及预期。若钢铁、能源化工及高端制造等领域需求走弱，或平面显示、半导体、航空航天等新兴应用拓展不及预期，可能影响公司钼产品销量及高端材料业务增长。

项目建设及产能释放不及预期。公司正推进季德钼矿、沙坪沟钼矿及金钼新材料工业园、金寨钼基新材料精深加工基地等项目。若矿权及土地审批、工程建设、投产爬坡或参股项目经营进度低于预期，可能导致公司权益资源增量、新增产能及投资收益兑现延后。

安全环保及行业监管风险。公司业务涵盖矿山采选、冶炼、化工及金属深加工，若发生安全环保事故，或环保标准、资源开发及安全生产监管政策趋严，可能对公司产量、成本及项目建设产生不利影响。


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	11,531	13,571	13,834	16,150	18,984	19,849
增长率		17.7%	1.9%	16.7%	17.5%	4.6%
主营业务成本	-6,001	-8,048	-8,144	-8,288	-8,524	-8,766
%销售收入	52.0%	59.3%	58.9%	51.3%	44.9%	44.2%
毛利	5,531	5,523	5,690	7,862	10,460	11,083
%销售收入	48.0%	40.7%	41.1%	48.7%	55.1%	55.8%
营业税金及附加	-780	-769	-802	-937	-1,101	-1,151
%销售收入	6.8%	5.7%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
销售费用	-35	-32	-35	-40	-47	-50
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-473	-534	-538	-646	-759	-794
%销售收入	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-336	-351	-422	-485	-570	-595
%销售收入	2.9%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	3,907	3,837	3,894	5,754	7,983	8,493
%销售收入	33.9%	28.3%	28.1%	35.6%	42.1%	42.8%
财务费用	23	48	48	11	-107	-173
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	0.6%	0.9%
资产减值损失	12	-37	-64	-35	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	68	137	175	255	389	731
%税前利润	1.6%	3.5%	4.3%	4.2%	4.7%	8.0%
营业利润	4,127	4,023	4,120	6,065	8,345	9,135
营业利润率	35.8%	29.6%	29.8%	37.6%	44.0%	46.0%
营业外收支	-5	-122	-8	-10	-10	-10
税前利润	4,122	3,901	4,112	6,055	8,335	9,125
利润率	35.7%	28.7%	29.7%	37.5%	43.9%	46.0%
所得税	-614	-588	-603	-908	-1,250	-1,369
所得税率	14.9%	15.1%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,508	3,314	3,509	5,147	7,085	7,756
少数股东损益	409	331	354	605	833	912
归属于母公司的净利润	3,099	2,983	3,155	4,541	6,251	6,844
净利率	26.9%	22.0%	22.8%	28.1%	32.9%	34.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,508	3,314	3,509	5,147	7,085	7,756
少数股东损益	409	331	354	605	833	912
非现金支出	623	697	767	755	776	843
非经营收益	-17	-80	-150	-359	-382	-725
营运资金变动	-641	-213	-2,498	1,378	-17	15
经营活动现金净流	3,473	3,718	1,628	6,920	7,461	7,889
资本开支	-291	-143	-199	-864	-964	-1,063
投资	-1,403	-699	766	-285	0	0
其他	34	86	40	255	389	731
投资活动现金净流	-1,659	-756	607	-894	-575	-332
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-1,075	-1,036	-1,385	-3,638	-5,319	-6,165
筹资活动现金净流	-1,075	-1,036	-1,385	-3,637	-5,319	-6,165
现金净流量	741	1,931	850	2,389	1,567	1,392

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,756	5,693	6,577	8,926	10,447	11,789
应收款项	1,396	1,185	2,887	1,822	2,142	2,240
存货	424	396	501	512	527	542
其他流动资产	2,826	3,521	2,901	3,083	3,085	3,088
流动资产	8,401	10,795	12,866	14,343	16,201	17,658
%总资产	45.9%	52.3%	56.5%	58.7%	61.0%	62.4%
长期投资	1,025	1,125	1,259	1,259	1,259	1,259
固定资产	4,943	4,835	4,699	4,769	4,901	5,077
%总资产	27.0%	23.4%	20.6%	19.5%	18.5%	17.9%
无形资产	3,451	3,485	3,422	3,513	3,595	3,669
非流动资产	9,891	9,843	9,909	10,111	10,359	10,640
%总资产	54.1%	47.7%	43.5%	41.3%	39.0%	37.6%
资产总计	18,292	20,638	22,776	24,454	26,560	28,298
短期借款	35	38	24	25	25	25
应付款项	897	1,306	1,306	1,333	1,381	1,422
其他流动负债	437	436	504	618	783	840
流动负债	1,370	1,780	1,834	1,975	2,188	2,287
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	680	755	786	809	930	973
负债	2,050	2,534	2,620	2,784	3,119	3,260
普通股股东权益	15,315	17,013	18,890	19,798	20,736	21,420
其中：股本	3,227	3,227	3,227	3,227	3,227	3,227
未分配利润	3,845	5,276	6,859	7,767	8,704	9,389
少数股东权益	927	1,091	1,266	1,872	2,705	3,617
负债股东权益合计	18,292	20,638	22,776	24,454	26,560	28,298

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.961	0.924	0.978	1.407	1.937	2.121
每股净资产	4.746	5.273	5.854	6.136	6.427	6.639
每股经营现金净流	1.076	1.152	0.505	2.145	2.312	2.445
每股股利	0.400	0.400	0.400	1.126	1.647	1.909
回报率						
净资产收益率	20.24%	17.53%	16.70%	22.94%	30.15%	31.95%
总资产收益率	16.94%	14.45%	13.85%	18.57%	23.54%	24.18%
投入资本收益率	20.33%	17.86%	16.38%	22.55%	28.92%	28.80%
增长率						
主营业务收入增长率	20.99%	17.68%	1.94%	16.74%	17.54%	4.56%
EBIT 增长率	88.08%	-1.79%	1.48%	47.77%	38.73%	6.39%
净利润增长率	132.19%	-3.76%	5.77%	43.94%	37.66%	9.48%
总资产增长率	15.73%	12.82%	10.36%	7.37%	8.61%	6.54%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.8	2.9	3.1	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	28.2	18.6	20.1	24.0	24.0	24.0
应付账款周转天数	50.2	36.3	33.7	33.7	33.7	33.7
固定资产周转天数	137.5	116.2	110.4	91.7	78.6	76.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.91%	-31.24%	-32.51%	-41.08%	-44.46%	-46.98%
EBIT 利息保障倍数	-166.9	-79.9	-81.1	-547.2	74.7	49.2
资产负债率	11.21%	12.28%	11.50%	11.39%	11.74%	11.52%

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	1	4	4	8
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.20	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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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