

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	9.43
总股本/流通股本(亿股)	13.97 / 12.40
总市值/流通市值(亿元)	132 / 117
52 周内最高/最低价	17.36 / 8.73
资产负债率(%)	47.6%
市盈率	18.86
第一大股东	中国五矿股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

中钨高新(000657)

Q3 需求不振拖累业绩，坚持研发投入静待花开

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 95.48 亿元，同比下降 4.24%；归母净利润为 3.15 亿元，同比下降 20.85%。三季度公司实现营业收入 30.02 亿元，同比/环比下降 5.75%/13.96%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比/环比下降 56.55%/48.59%。公司业绩符合预期。

费用占比提升，盈利能力略有下滑。从历史盈利能力变化看，公司毛利率、净利率自 2021 年以来有所下滑，2023 年前三季度毛利率/净利率分别达到 16.17%/3.92%，较 2022 年下滑 1.36/1.13pct，主要由于市场疲软，行业竞争加剧，公司部分产品产销量下降，且受部分原辅料价格上涨影响。费用方面，2023 年前三季度整体占比达到 11.67%，较 2022 年提升 0.51pct，主要由于研发费用、财务费用、销售费用分别上涨 0.45/0.14/0.19pct。

坚持研发投入，高端产品表现良好。研发方面，公司在需求下行周期仍坚持研发投入，开发新品及加强海外布局。根据公司 2023 年中报及披露的投资者交流，株钻公司推出“盘古牌号系列”产品，在难加工材料领域，市场应用达到欧美品牌水平；金洲公司微钻产品开发取得重要进展，完成了治具用 0.025mm 直径微钻批量交付，刷新了量产微钻最小直径记录，三季度公司微钻销量突破 1.3 亿支，二季度 1.27 亿支左右，单价环比有所提升。

刀片及刀具产品毛利贡献最高。分业务来看，2023 年 H1 公司硬质合金业务收入贡献占比 27.46%，较去年提升 0.52pct，毛利贡献中刀片及刀具占比最高，是公司的主要盈利来源，2023 年 H1 达到 44.90%，较 2022 年下降 4.99pct。毛利率方面，刀片及刀具毛利率最高，2023H1 达到 33.26%，较 2022 年下降 1.22pct，主要由于市场竞争激烈，公司适当调整中低端产品的价格策略所致。

经营活动现金流由正转负，资产负债率提升。公司 2023 年前三季度经营活动现金净流量为-4.34 亿元，较 2022 年下滑 12.00 亿元，投资活动现金流量为-2.40 亿元，较 2022 年收窄 3.61 亿元，资产负债率延续升势，由 2022 年的 47.58%提升至 50.44%

光伏用钨丝加速放量。光伏用钨丝方面，公司新增 100 亿米线径 37 的光伏切割用高强度细钨丝生产线去年已正式生产，目前制备技术实现重大突破，有望逐步放量生产。

数控刀具及微钻产能有序扩张。公司数控刀片 2022 年销量超过 1.3 亿片，根据公司 2022 年年报中披露的数控刀片生产线项目，预计 2025 年公司数控刀片产能有望达到 2 亿片。微钻项目方面，公司 2022 年完成扩产至 4.55 亿技改项目，2023 年 4 月披露提容扩产 2

亿支微钻技术改造项目，建设期为 4 年，第五年达产，产能持续扩张。

托管矿山或注入上市公司。公司目前受托管理实控人中国五矿旗下柿竹园、新田岭钨业、远景钨业、香炉山钨业和瑶岗仙钨业 5 座在产矿山，保有钨资源量近 120 万吨，年产钨精矿约 2.5 万标吨，未来符合条件下将注入上市公司，构建从上游矿山开采到下游加工为一体的完整产业链。

投资建议：考虑到公司产能扩展速度及经济回暖下刀具等市场景气度回升，预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 130.92/151.21/180.67 亿元，分别同比变化 0.09%/15.50%/19.48%；归母净利润分别为 4.81/6.28/7.30 亿元，分别同比变化-9.94%/30.54%/16.18%，对应 EPS 分别为 0.34/0.45/0.52 元。

以 2023 年 11 月 2 日收盘价为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 26.56/20.35/17.51 倍。首次覆盖给予公司“增持”评级。

● **风险提示：**

钨价波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	13080	13092	15121	18067
增长率(%)	8.16	0.09	15.50	19.48
EBITDA（百万元）	1258.99	1189.15	1402.80	1548.71
归属母公司净利润（百万元）	534.55	481.40	628.42	730.11
增长率(%)	1.32	-9.94	30.54	16.18
EPS(元/股)	0.38	0.34	0.45	0.52
市盈率（P/E）	23.92	26.56	20.35	17.51
市净率（P/B）	2.37	2.24	2.01	1.81
EV/EBITDA	15.00	11.90	10.00	8.97

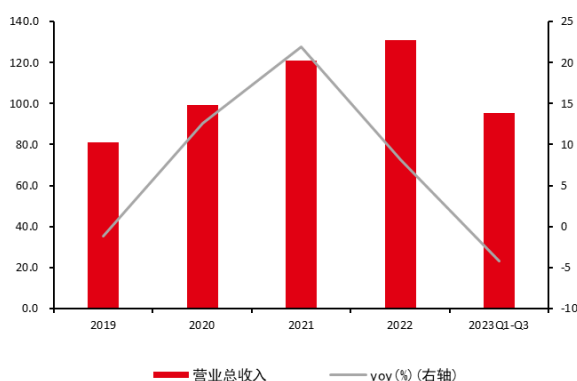
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 需求不振拖累公司业绩表现

公司是中国最大的硬质合金综合供应商，硬质合金生产规模全球第一，主要业务包括硬质合金和钨、钼、钽、铌等有色金属及其深加工产品和装备的研制、开发、生产、销售及贸易业务等，旗下株钻公司是国内领跑的硬质合金切削刀具综合供应商，金洲公司是全球领先的 PCB 用精密微型钻头及刀具综合供应商。

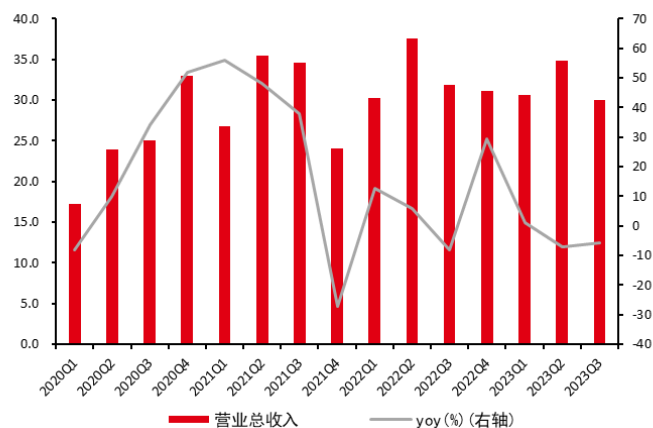
根据公司公告，前三季度公司实现营业收入 95.48 亿元，同比下降 4.24%；归母净利润为 3.15 亿元，同比下降 20.85%。第三季度公司实现营业收入 30.02 亿元，同比/环比下降 5.75%/13.96%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比/环比下降 56.55%/48.59%。公司前三季度业绩略有下滑，主要由于市场疲软，行业竞争加剧，公司部分产品产销量下降，且受部分原辅料价格上涨影响。

图表1：公司年度营收和同比情况（亿元）



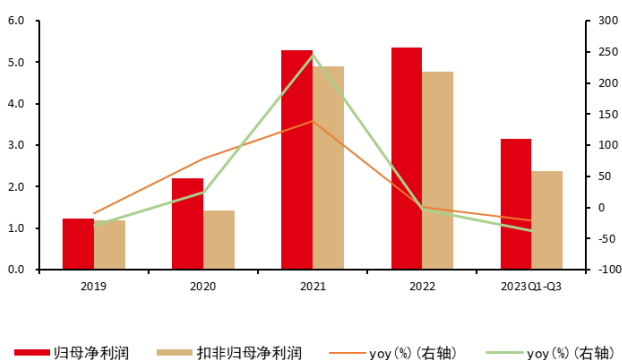
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：公司季度营收和同比情况（亿元）



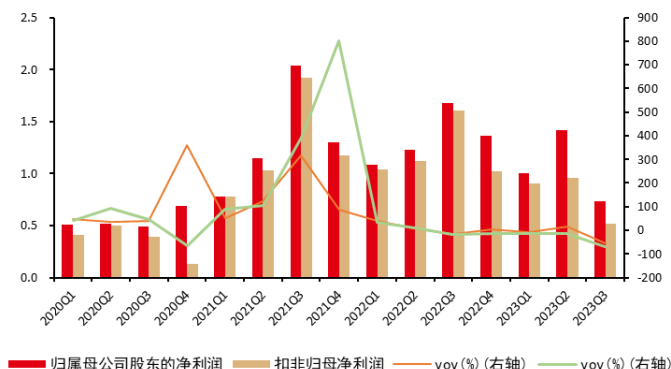
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润和同比情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润和同比情况（亿元）



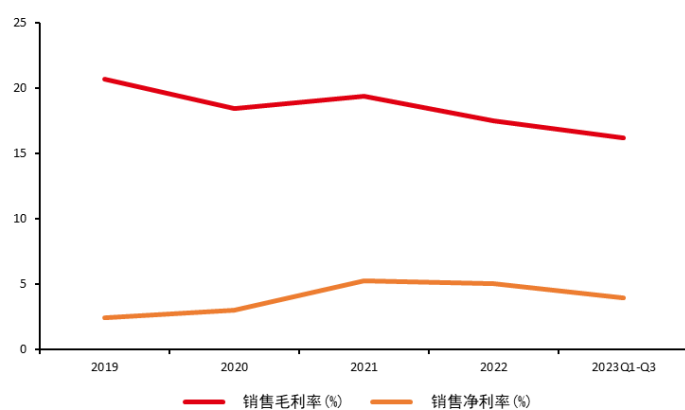
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

费用占比提升，盈利能力略有下滑。从历史盈利能力变化看，公司毛利率、净利率自 2021 年以来有所下滑，2023 年前三季度毛利率/净利率分别达到 16.17%/3.92%，较 2022 年下滑 1.36/1.13pct。

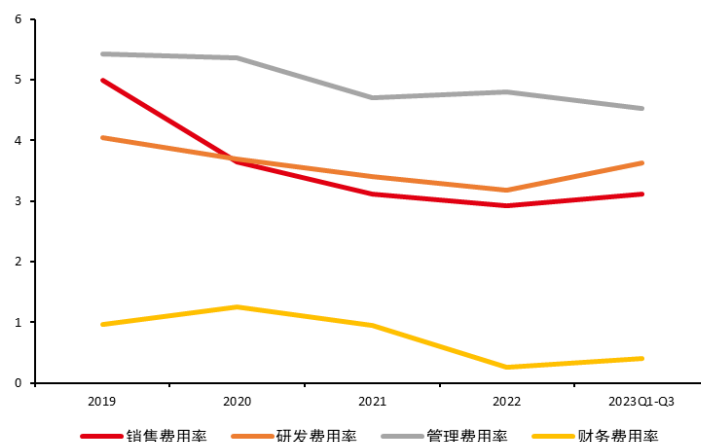
费用方面，2023 年前三季度整体占比达到 11.67%，较 2022 年提升 0.51pct，主要由于研发费用、财务费用、销售费用分别上涨 0.45/0.14/0.19pct。

坚持研发投入，高端产品表现良好。研发方面，公司在需求下行周期仍坚持研发投入，开发新品及加强海外布局。根据公司 2023 年中报及披露的投资者交流，株钻公司推出“盘古牌号系列”产品，在难加工材料领域，市场应用达到欧美品牌水平；金洲公司微钻产品开发取得重要进展，完成了治具用 0.025mm 直径微钻批量交付，刷新了量产微钻最小直径记录，三季度公司微钻销量突破 1.3 亿支，二季度 1.27 亿支左右，单价环比有所提升。

图表5：公司年度盈利能力情况



图表6：公司年度费用及占比情况 (%)

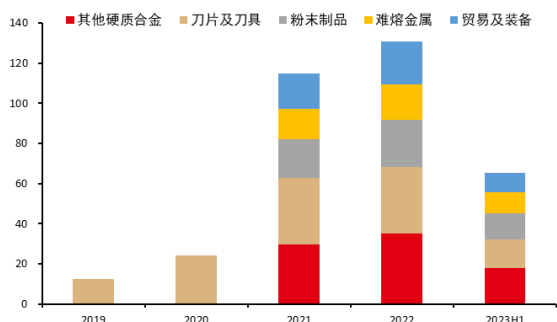


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

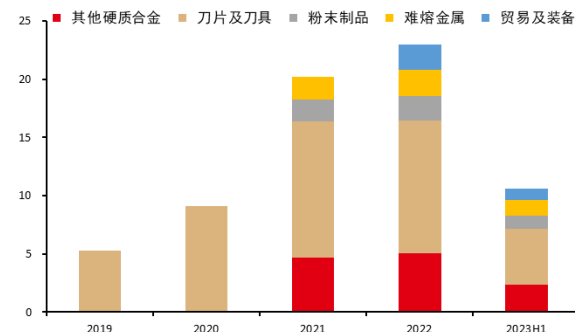
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

刀片及刀具产品毛利贡献最高。分业务来看，2023 年 H1 公司硬质合金业务收入贡献占比 27.46%，较去年提升 0.52pct，毛利贡献中刀片及刀具占比最高，是公司的主要盈利来源，2023 年 H1 达到 44.90%，较 2022 年下降 4.99pct。毛利率方面，刀片及刀具毛利率最高，2023H1 达到 33.26%，较 2022 年下降 1.22pct，主要由于市场竞争激烈，公司适当调整中低端产品的价格策略所致。

图表7：公司年度分业务营收情况 (亿元)



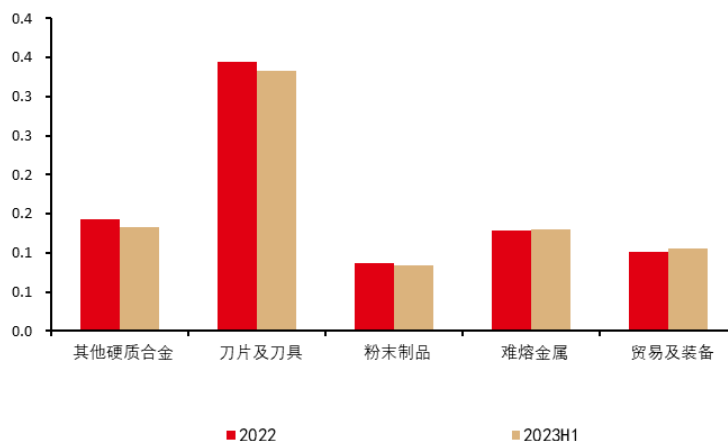
图表8：公司年度分业务毛利情况 (亿元)



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

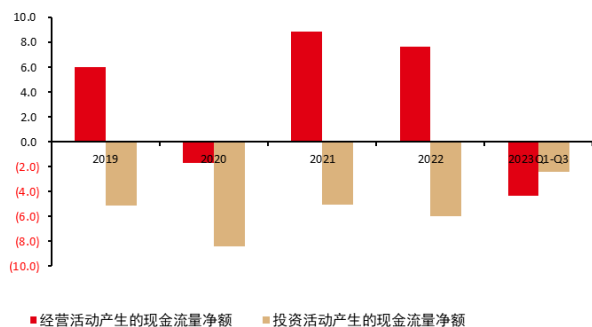
图表9：公司分业务毛利率变动



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

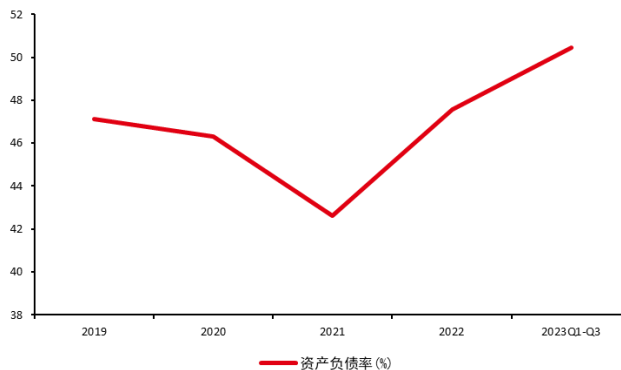
经营活动现金流由正转负，资产负债率提升。公司 2023 年前三季度经营活动现金净流量为-4.34 亿元，较 2022 年下滑 12.00 亿元，投资活动现金流量为-2.40 亿元，较 2022 年收窄 3.61 亿元，资产负债率延续升势，由 2022 年的 47.58% 提升至 50.44%

图表10：公司经营/投资活动现金净流量情况（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：公司年度资产负债率情况



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

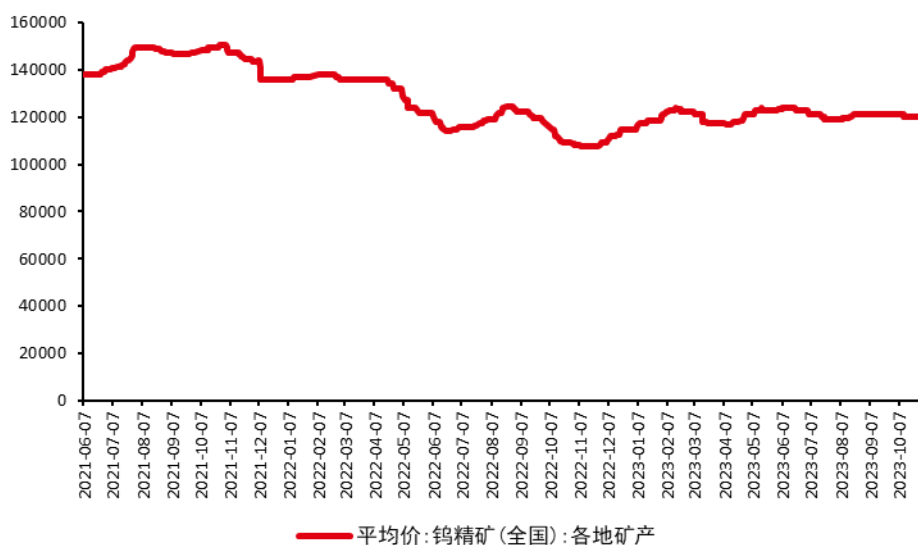
2 未来看点

(1) **光伏用钨丝实现技术突破，放量在即。**公司新增 100 亿米线径 37 的光伏切割用高强度细钨丝生产线去年已正式生产，今年由于市场要求的线径 35 的细钨丝的直通率影响产能的实现，目前制备技术实现重大突破，实验强度和直通率均超过了目前市场需求的平均水平，有望逐步放量生产，尽快达产。

(2) **产能扩张迅速。**公司数控刀片及微钻项目产能扩张迅速。数控刀片方面，公司 2021 年销量突破 1 亿片，2022 年超过 1.3 亿片，根据公司 2022 年年报中披露的数控刀片生产线项目，预计 2025 年公司数控刀片产能有望达到 2 亿片。微钻项目方面，公司 2022 年完成扩产至 4.55 亿技改项目，2023 年 4 月披露提容扩产 2 亿支微钻技术改造项目，建设期为 4 年，第五年达产，产能持续扩张。

(3) 托管矿山或将注入上市公司。公司目前受托管理实控人中国五矿旗下柿竹园、新田岭钨业、远景钨业、香炉山钨业和瑶岗仙钨业 5 座在产矿山，保有钨资源量近 120 万吨，年产钨精矿约 2.5 万标吨，根据实控人中国五矿承诺，在达成持续盈利和符合上市公司注入相关规定的情况下矿山将注入上市公司体内，目前矿山的运营情况正常，合规性问题也在逐步梳理解决。矿山注入完成后，公司将形成从上游矿山开采到下游加工为一体的完整产业链，考虑到钨精矿价格一直保持坚挺，公司业绩将有较大提升。

图表12：钨精矿价格稳定在 12 万元/吨以上



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 风险提示

钨价波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	13080	13092	15121	18067	营业收入	8.2%	0.1%	15.5%	19.5%
营业成本	10787	10932	12527	14996	营业利润	-3.3%	-6.7%	30.5%	16.2%
税金及附加	82	83	95	114	归属于母公司净利润	1.3%	-9.9%	30.5%	16.2%
销售费用	381	382	441	527	获利能力				
管理费用	628	629	726	868	毛利率	17.5%	16.5%	17.2%	17.0%
研发费用	415	406	469	560	净利率	4.1%	3.7%	4.2%	4.0%
财务费用	34	0	0	0	ROE	9.9%	8.4%	9.9%	10.3%
资产减值损失	-67	0	0	0	ROIC	8.0%	6.5%	7.8%	8.3%
营业利润	709	661	863	1003	偿债能力				
营业外收入	34	0	0	0	资产负债率	47.6%	46.0%	44.2%	42.8%
营业外支出	9	0	0	0	流动比率	1.79	1.83	1.97	2.14
利润总额	733	661	863	1003	营运能力				
所得税	72	66	86	100	应收账款周转率	10.40	9.48	10.15	10.31
净利润	661	595	777	902	存货周转率	4.56	4.45	4.75	4.84
归母净利润	535	481	628	730	总资产周转率	1.22	1.10	1.19	1.31
每股收益(元)	0.38	0.34	0.45	0.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.38	0.34	0.45	0.52
货币资金	761	1266	1394	1527	每股净资产	3.86	4.09	4.54	5.06
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	2856	2859	3302	3945	PE	23.92	26.56	20.35	17.51
预付款项	85	86	99	118	PB	2.37	2.24	2.01	1.81
存货	2925	2965	3397	4067	现金流量表				
流动资产合计	7096	7317	8342	9820	净利润	661	595	777	902
固定资产	3402	3680	3645	3405	折旧和摊销	486	528	540	546
在建工程	275	270	264	259	营运资本变动	-541	301	-668	-995
无形资产	486	506	526	546	其他	160	-11	0	0
非流动资产合计	4584	4849	4829	4603	经营活动现金流净额	766	1413	648	453
资产总计	11679	12166	13171	14423	资本开支	-578	-820	-520	-320
短期借款	790	790	790	790	其他	-23	38	0	0
应付票据及应付账款	910	922	1056	1265	投资活动现金流净额	-601	-782	-520	-320
其他流动负债	2261	2296	2389	2531	股权融资	11	32	0	0
流动负债合计	3961	4008	4236	4585	债务融资	-81	31	0	0
其他	1596	1591	1591	1591	其他	-382	-169	0	0
非流动负债合计	1596	1591	1591	1591	筹资活动现金流净额	-451	-106	0	0
负债合计	5557	5599	5827	6176	现金及现金等价物净增加额	-205	505	128	133
股本	1076	1397	1397	1397					
资本公积金	3523	3233	3233	3233					
未分配利润	823	1044	1579	2199					
少数股东权益	735	849	997	1169					
其他	-34	44	139	248					
所有者权益合计	6122	6568	7344	8247					
负债和所有者权益总计	11679	12166	13171	14423					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048