

股票投资评级

买入 | 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)	6.48
总股本/流通股本(亿股)	12.01 / 11.95
总市值/流通市值(亿元)	78 / 77
52周内最高/最低价	7.77 / 3.91
资产负债率(%)	58.1%
市盈率	54.00
第一大股东	崇义章源投资控股有限公司

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

章源钨业(002378)

高端刀片放量增长，钨粉需求或将改善

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年度报告，报告期内，公司实现营业收入 34.00 亿元，同比+6.15%，实现归母净利润 1.44 亿元，同比-29.21%，实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比-20.41%。2023 年 Q4 实现营业收入 8.82 亿元，同/环比+26.54%/10.94%；实现归母净利润/扣非归母净利润 0.34/0.54 亿元，同比+30.77%/+145.45%，环比+41.67%/+237.50%。

子公司赣州澳克泰销售费用、存货跌价损失增加。公司 2023 年业绩下滑主要由于公司全资子公司赣州澳克泰因加大开拓市场力度，销售费用增加，此外对部分存货项目计提存货跌价损失，销售费用和存货跌价损失分别较去年同期增加 0.28/0.33 亿元，澳克泰净利润下滑 0.52 亿元。

钨粉类产品竞争加剧，硬质合金产品毛利率提升。分业务看，公司碳化钨粉/钨粉/合金/其他业务/其他产品分别贡献毛利 1.15/0.89/1.04/1.43/0.43 亿元，毛利率分别为 8.94%/9.18%/14.30%/64.58%/28.84%，较 2022 年 -1.54/-0.25/+0.49/-8.27/+0.67/+1.03pct，整体毛利率下滑 0.55pct。碳化钨粉、钨粉毛利率有所下滑主要由于 2023 年原材料黑钨精矿价格同比上涨 4.26%，行业竞争加剧；其他业务主要是锡精矿受市场价波动影响，售价同比下降；硬质合金产品受高端刀片类合金产品产、销量增长带动，毛利率同比提升 0.49%，其中赣州澳克泰刀片单价为 14.95 元/片，较上年提升 0.19%，硬质合金单价较上年下滑 7.17%。

产销量稳步增长。矿山产量方面，公司钨精矿（65%）/锡金属产出量达 4154/882 吨，同比+5.64%/6.23%。钨产品方面，钨粉/碳化钨粉/热喷涂粉销量为 4175/4913/442 吨，同比+3.31%/+2.28%/+18.50%；公司本部硬质合金/赣州澳克泰硬质合金（刀片）/硬质合金（棒材）销量为 1104 吨 /2041.17 万片 /688.82 吨，同比+10.28%/+27.66%/+6.71%。

资源储量丰富，增储扩产潜力较大。公司拥有 6 座采矿权矿山，8 个探矿权矿区，保有钨资源储量 9.46 万吨，锡资源储量 1.76 万吨，铜资源储量 1.29 万吨，其中淘锡坑钨矿与东峰探矿权矿区的整合方案已获得自然资源部划定矿区范围的批复；大余石雷钨矿找矿效果显著，井下改扩建项目已完成项目可研、方案设计、安全评审，大余石雷钨矿尾矿库闭库工程正在实施，已完成一号坝基础建设；黄竹垅钨矿完成井下钻探硐室施工，并对大桥、石咀脑、泥坑三个探矿权矿区实施钻孔探矿工作，发现部分含钨石英脉。

投资建议：2024 年以来国内外制造业成复苏态势，公司硬质合金、钨粉等产品销售将会好转，高端刀片持续放量，我们预计公司

2024/2025/2026 年实现营业收入 36.78/39.64/42.56 亿元，分别同比增长 8.17%/7.78%/7.37%；归母净利润分别为 2.07/2.35/2.59 亿元，分别同比增长 43.97%/13.35%/10.07%，对应 EPS 分别为 0.17/0.20/0.22 元。

以 2024 年 4 月 24 日收盘价为基准，对应 2024-2026E 对应 PE 分别为 37.56/33.14/30.11 倍。首次覆盖给予公司“买入”评级。

● **风险提示：**

金属价格下跌风险，股权变动风险，政策变动风险，产销量不及预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3400	3678	3964	4256
增长率(%)	6.15	8.17	7.78	7.37
EBITDA（百万元）	479.19	440.67	475.87	506.28
归属母公司净利润（百万元）	143.96	207.25	234.91	258.58
增长率(%)	-29.21	43.97	13.35	10.07
EPS(元/股)	0.12	0.17	0.20	0.22
市盈率(P/E)	54.08	37.56	33.14	30.11
市净率(P/B)	3.82	3.47	3.14	2.84
EV/EBITDA	16.95	20.22	18.28	16.71

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	3400	3678	3964	4256	营业收入	6.2%	8.2%	7.8%	7.4%
营业成本	2889	3107	3339	3581	营业利润	-25.1%	43.0%	13.2%	9.9%
税金及附加	15	16	17	19	归属于母公司净利润	-29.2%	44.0%	13.3%	10.1%
销售费用	69	47	50	54	获利能力				
管理费用	143	155	167	179	毛利率	15.0%	15.5%	15.8%	15.9%
研发费用	52	57	61	65	净利率	4.2%	5.6%	5.9%	6.1%
财务费用	66	46	46	46	ROE	7.1%	9.2%	9.5%	9.4%
资产减值损失	-38	0	0	0	ROIC	5.0%	5.8%	6.1%	6.2%
营业利润	175	251	284	312	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	58.1%	55.7%	54.2%	52.3%
营业外支出	5	5	5	5	流动比率	1.28	1.42	1.55	1.69
利润总额	172	247	280	309	营运能力				
所得税	29	41	47	52	应收账款周转率	11.00	11.20	11.07	9.81
净利润	143	206	233	257	存货周转率	2.34	2.36	2.37	2.39
归母净利润	144	207	235	259	总资产周转率	0.70	0.74	0.75	0.76
每股收益(元)	0.12	0.17	0.20	0.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.12	0.17	0.20	0.22
货币资金	661	859	1069	1308	每股净资产	1.70	1.87	2.06	2.28
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	365	298	419	450	PE	54.08	37.56	33.14	30.11
预付款项	44	64	68	73	PB	3.82	3.47	3.14	2.84
存货	1487	1628	1718	1843	现金流量表				
流动资产合计	2766	3076	3519	3936	净利润	143	206	233	257
固定资产	1209	1106	1001	893	折旧和摊销	235	147	150	152
在建工程	60	56	62	68	营运资本变动	-290	-112	-123	-120
无形资产	409	409	409	409	其他	99	49	49	49
非流动资产合计	2109	2003	1904	1802	经营活动现金流净额	187	290	309	338
资产总计	4876	5079	5423	5738	资本开支	-94	-45	-54	-54
短期借款	888	888	888	888	其他	16	0	0	0
应付票据及应付账款	525	564	606	650	投资活动现金流净额	-78	-45	-54	-54
其他流动负债	750	709	777	791	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	2162	2161	2271	2329	债务融资	257	0	0	0
其他	671	671	671	671	其他	-168	-46	-46	-46
非流动负债合计	671	671	671	671	筹资活动现金流净额	90	-46	-46	-46
负债合计	2833	2831	2941	3000	现金及现金等价物净增加额	198	199	210	239
股本	1201	1201	1201	1201					
资本公积金	303	303	303	303					
未分配利润	258	433	633	853					
少数股东权益	6	5	3	2					
其他	275	306	341	380					
所有者权益合计	2043	2248	2481	2738					
负债和所有者权益总计	4876	5079	5423	5738					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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