

业绩略低于预期，资源短板即将补齐

➤ **事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。**2023 年，公司实现营收 127.36 亿元，同比下降 2.63%；归母净利润 4.85 亿元，同比下降 9.35%，扣非后归母净利达 3.34 亿元，同比下降 30.13%。单季度看，2024Q1，公司实现营收 29.67 亿元，同比下降 2.95%、环比减少 6.94%；归母净利润 0.64 亿元，同比减少 35.97%、环比减少 62.23%；扣非归母净利 0.46 亿元，同比减少 48.48%、环比减少 52.32%。

➤ 23 年点评：数控刀片产量 1.4 亿片，同比增长 7.69%

1. **23 年公司数控刀片产量 1.4 亿片。**2023 年，公司数控刀片产量约 1.4 亿片，同比增加 7.69%，约占国内总产量的 20%。受竞争加剧及上游原材料价格上涨影响，株钻公司盈利能力有所下滑，23 年净利润 2.26 亿元，同比-18.17%。
2. **金洲公司 PCB 微钻业务 23 年下半年明显复苏。**金洲公司 23 年实现净利润 2.00 亿元，同比-13.19%，PCB 微钻业务 23 年下半年明显复苏，金洲公司 23H2 实现净利润 1.21 亿元，环比+53.3%，同比+11.48%，显示较强的韧性。
3. **原料价格上涨，23 年公司毛利率下滑 0.66pct。**23 年钨精矿价格同比+5.11%，仲钨酸铵价格同比+3.19%，下游传统产品价格传导不畅，导致公司毛利率下滑 0.66pct，至 16.87%。分业务看，切削刀具与工具毛利率下滑 0.90pct，至 33.58%；其它硬质合金毛利率下滑 0.17pct，至 14.11%；粉末制品毛利率下滑 1.58pct，至 7.10%。

➤ 24Q1 点评：需求复苏缓慢，业绩不及预期

1. **毛利率：**24Q1 毛利率同比下滑 3.07pct，环比下滑 4.80pct，至 14.16%。钨矿价格继续上涨，24Q1 钨精矿价格环比+2.89%，同比+4.85%，侵蚀部分毛利，叠加 24Q1 下游需求复苏有限，导致公司 24Q1 毛利率下滑。

➤ 核心看点：启动矿山注入，补齐资源短板

1. **数控刀片与微钻持续扩产。**刀片方面，公司采取“小步快跑”策略，预计 2025 年公司可实现数控刀片产量 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。微钻方面，未来几年产量预计将持续增长，预计“十四五”末 PCB 微钻产量达到 7 亿支。
2. **启动矿山注入，补齐资源短板。**2024 年 1 月公司发布公告，拟收购控股股东五矿钨业和沃溪矿业持有的柿竹园公司 100% 股权。除了柿竹园，公司当前还托管五矿集团的其他四座钨矿山（2022 年钨矿总产量 2.5 万吨），一旦注入完成，届时公司将形成集矿山、冶炼、加工与贸易于一体的完整钨产业链。

➤ **投资建议：**公司不断提升刀具及刀片产能，优化产品结构，钨矿即将注入，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.53/6.71/8.22 亿元，对应现价的 PE 分别为 27/23/18 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目不及预期；技术研发风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,736	13,894	15,167	16,400
增长率（%）	-2.6	9.1	9.2	8.1
归属母公司股东净利润（百万元）	485	553	671	822
增长率（%）	-9.4	14.2	21.2	22.6
每股收益（元）	0.35	0.40	0.48	0.59
PE	31	27	23	18
PB	2.6	2.5	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
10.81 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzechu@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年三季报点评：销量下滑+费用上升拖累业绩，期待光伏钨丝 Q4 放量+矿山注入-2023/10/30

2. 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年半年报点评：刀具承压，光伏钨丝值得期待-2023/08/28

3. 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：数控刀片稳步扩产，光伏钨丝值得期待-2023/05/04

4. 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年三季度报点评：汇兑收益助力 Q3 业绩环比回升，钨丝项目稳步推进-2022/10/27

5. 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年半年报点评：原料上涨拖累毛利率，光伏钨丝项目稳步推进-2022/08/25

目录

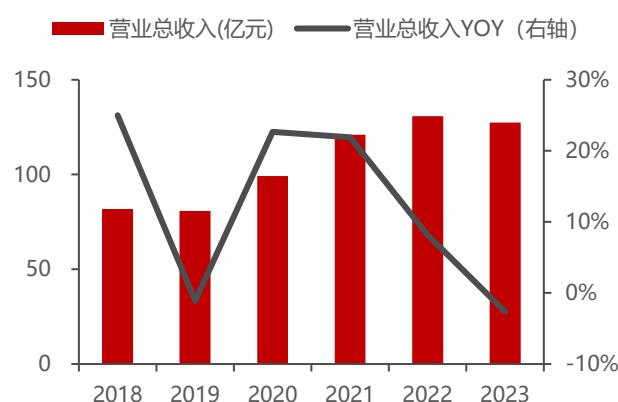
1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报.....	3
2 点评：需求复苏缓慢，一季度业绩不及预期	4
2.1 2023 年数控刀片产量约 1.4 亿片，同比增加 7.69%	4
2.2 2024Q1 需求复苏缓慢，业绩不及预期	7
3 核心看点：启动矿山注入，补齐资源短板	8
3.1 启动柿竹园注入，补齐上游资源短板	8
3.2 数控刀片与 PCB 微钻产能继续扩张.....	10
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

公司发布 2023 年报：2023 年，公司实现营收 127.36 亿元，同比下降 2.63%；归母净利润 4.85 亿元，同比下降 9.35%，扣非后归母净利达 3.34 亿元，同比减少 30.13%。

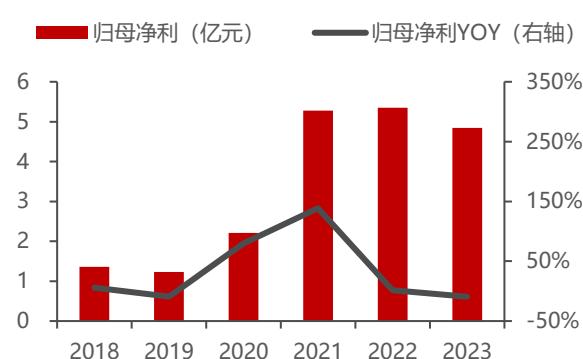
分季度看，2024Q1，公司实现营收 29.67 亿元，同比下降 2.95%、环比减少 6.94%；归母净利润 0.64 亿元，同比减少 35.97%、环比减少 62.23%；扣非归母净利 0.46 亿元，同比减少 48.48%、环比减少 52.32%。

图1：2023 年，公司实现营收 127.36 亿元



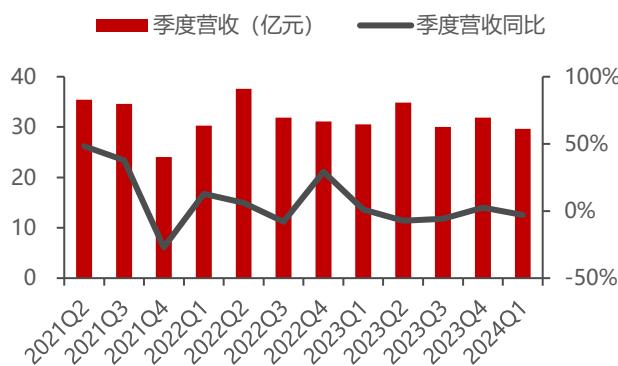
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润 4.85 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q1，公司实现营收 29.67 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q1，公司实现归母净利润 0.64 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：需求复苏缓慢，一季度业绩不及预期

2.1 2023 年数控刀片产量约 1.4 亿片，同比增加 7.69%

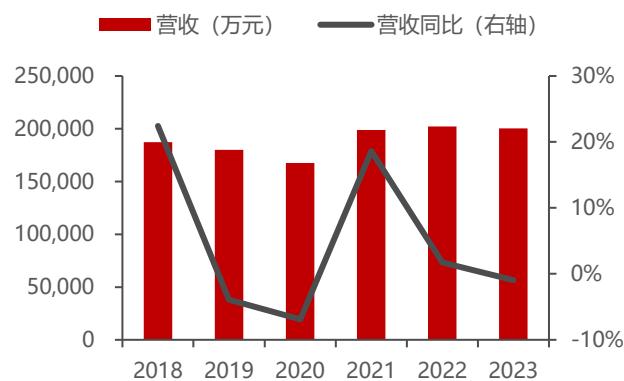
公司数控刀片产量 1.4 亿片。2023 年，公司数控刀片产量约 1.4 亿片，同比增加 7.69%，约占国内总产量的 20%。受竞争加剧及上游原材料价格上涨影响，株钻公司盈利能力有所下滑，23 年实现营收 20.04 亿元，同比-0.96%，净利润 2.26 亿元，同比-18.17%。

金洲公司 PCB 微钻业务 23 年下半年明显复苏。金洲公司 23 年实现营收 9.58 亿元，同比-13.10%，实现净利润 2.00 亿元，同比-13.19%，PCB 微钻业务 23 年下半年明显复苏，金洲公司 23H2 实现净利润 1.21 亿元，环比+53.3%，同比+11.48%，显示较强的韧性。

自硬公司&南硬公司业绩承压。自硬公司 23 年净利润 0.88 亿元，同比-14.57%，南硬公司 23 年净利润-0.19 亿元（2022 年净利润 0.43 亿元），同比转亏，主要受传统硬质合金等业务拖累。

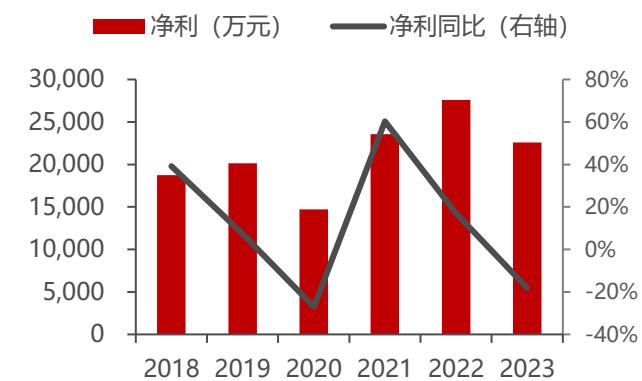
原料价格上涨，23 年公司毛利率下滑 0.66pct。23 年钨精矿价格同比+5.11%，仲钨酸铵价格同比+3.19%，碳化钨粉市场价格同比+2.09%，下游传统产品价格传导不畅，导致公司毛利率下滑 0.66pct，至 16.87%。分业务看，切削刀具与工具毛利率下滑 0.90pct，至 33.58%；其它硬质合金毛利率下滑 0.17pct，至 14.11%；难熔金属毛利率下滑 2.39pct，至 10.43%；粉末制品毛利率下滑 1.58pct，至 7.10%。

图5：株钻公司 2023 年营收同比下降 0.96%



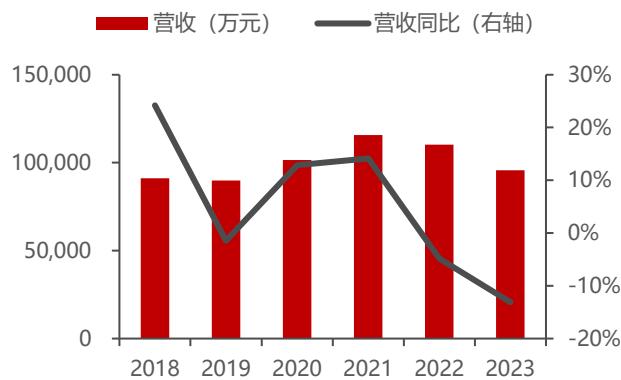
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：株钻公司 2023 年净利润同比下降 18.17%



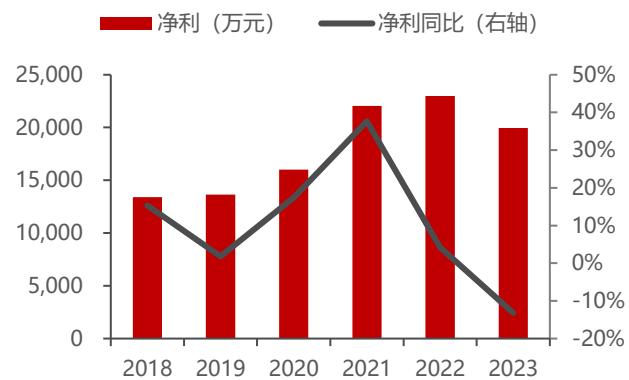
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：金洲公司 2023 年营收同比下降 13.10%



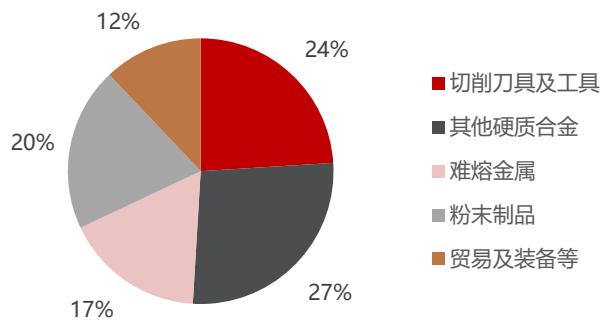
资料来源：wind, 民生证券研究院

图8：金洲公司 2023 年净利润同比下降 13.19%



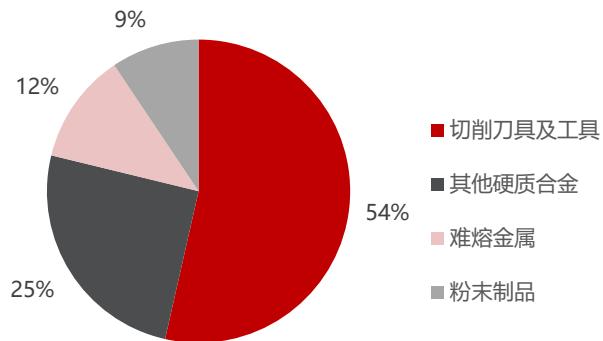
资料来源：wind, 民生证券研究院

图9：公司 2023 年营收分布



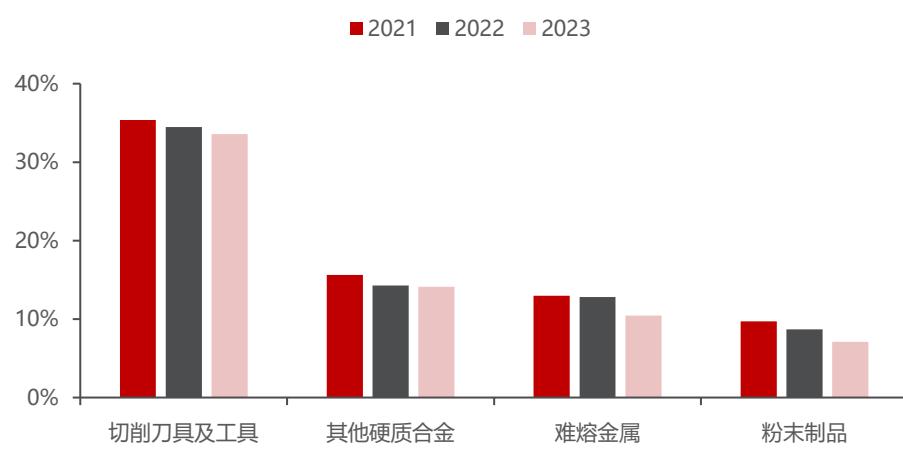
资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：公司 2023 年毛利分布



资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2023 年公司分业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：wind, 民生证券研究院

图12：2023年仲钨酸铵价格同比+2.41%（单位：元/吨）



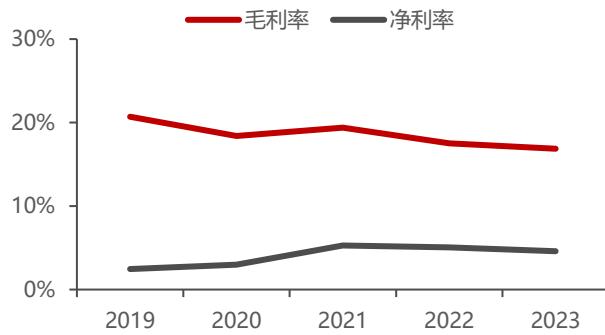
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2023年碳化钨粉价格同比+11.18%（单位：元/公斤）



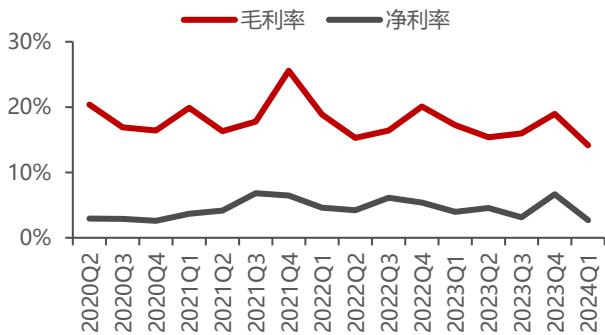
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2023年公司毛利率下滑



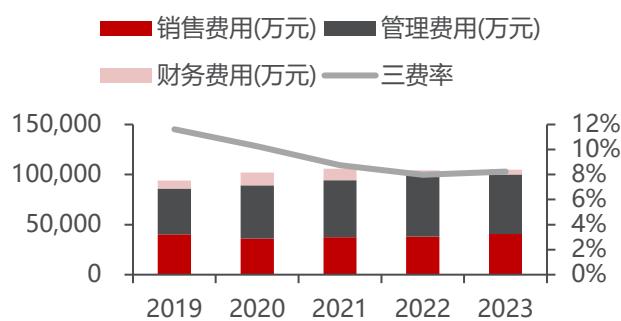
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司分季度毛利率变化

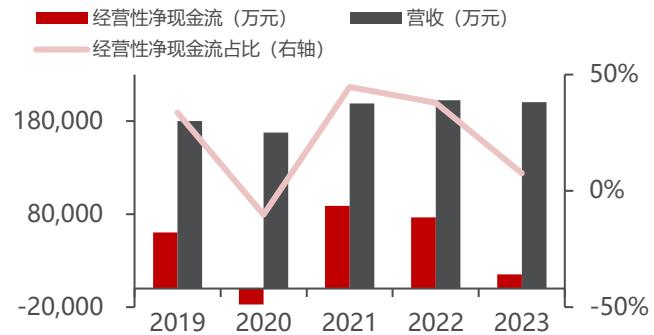


资料来源：wind，民生证券研究院

2023年，三费占营收比重同比上涨 0.26pct，财务费用同比+44.38%。公司 2023 年三费同比上升 0.58% 至 10.50 亿元，占营收比重同比上涨 0.26pct，为 8.24%。其中，管理费用 59,301.89 万元，同比下降 3,524.33 万元，主要是人工成本和股权激励费用同比减少。财务费用 4,937.92 万元，同比上涨 1,517.89 万元，主要是汇兑收益同比减少。

图16：2023年公司三费占营收比重上涨0.26pct


资料来源：wind, 民生证券研究院

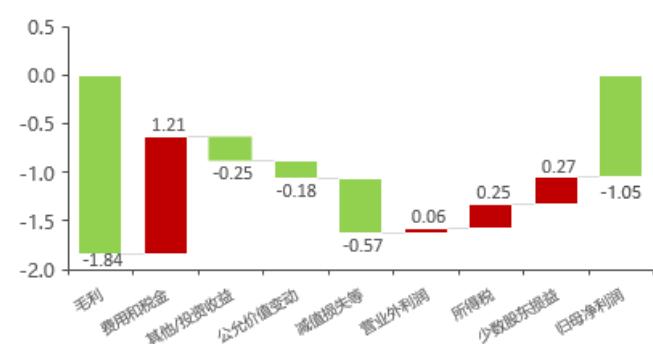
图17：2023年公司经营性净现金流净流入7.67亿元


资料来源：wind, 民生证券研究院

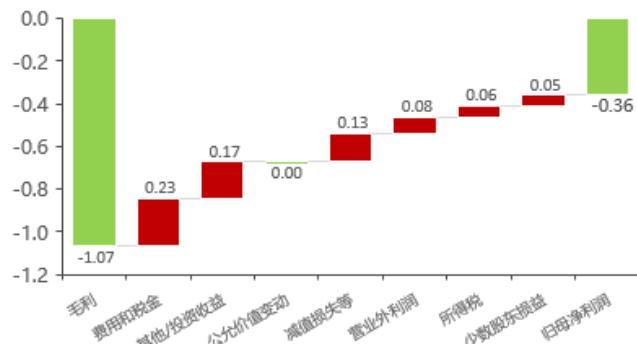
2.2 2024Q1 需求复苏缓慢，业绩不及预期

2024Q1 vs 2023Q4：2024Q1 归母净利润环比减少 1.05 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+1.21 亿元)、少数股东损益 (+0.27 亿元)、所得税 (+0.25 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-1.84 亿元)、公允价值变动 (-0.18 亿元)、其他/投资收益 (-0.25 亿元)、减值损失等 (-0.57 亿元)。

2024Q1 vs 2023Q1：2024Q1 归母净利润同比减少 0.36 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+0.23 亿元)、其他/投资收益 (+0.17 亿元)、减值损失等 (+0.13 亿元)、所得税 (+0.06 亿元)、少数股东损益 (+0.05 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-1.07 亿元)。

图18：2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

图19：2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind, 民生证券研究院

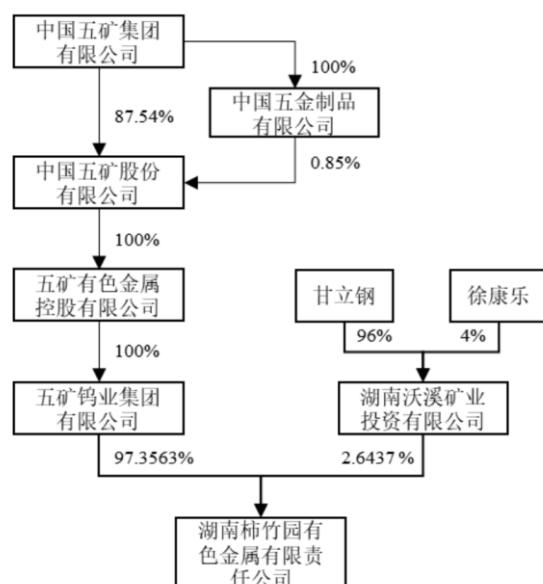
24Q1 毛利率同比下滑 3.07pct，环比下滑 4.80pct，至 14.16%。主要是由于钨矿价格继续上涨，24Q1 钨精矿价格环比+2.89%，同比+4.85%，侵蚀部分毛利，叠加 24Q1 下游需求复苏有限，导致公司 24Q1 毛利率下滑。

3 核心看点：启动矿山注入，补齐资源短板

3.1 启动柿竹园注入，补齐上游资源短板

启动柿竹园注入。2024年1月公司发布公告，拟采用发行股份及支付现金相结合的方式收购控股股东五矿钨业和沃溪矿业持有的柿竹园公司100%股权，并同步募集配套资金的预案。当前柿竹园100%股权评估工作尚未完成，交易对价暂未确定。

图20：柿竹园股权关系



资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至2024年1月）

柿竹园钨矿资源丰富，伴生钼、铋、萤石等资源。湖南柿竹园有色金属有限责任公司位于湖南省郴州市，是一家集探矿、采矿、选矿、冶炼为一体的国有大型企业，2001年8月8日由原湖南柿竹园有色金属矿整体改制而成。现有两个采场：柴山采矿场（停产）、多金属采矿场；四个选矿厂：东波多金属选矿厂、柿竹园多金属选矿厂、野鸡尾选矿厂（停产）、柴山选矿厂（停产）；一个铋产业发展中心；四个辅助单位：水力发电厂、机修厂、质量检测中心、仓储中心。柿竹园矿产资源丰富，矿物品种多达百余种，在资源储量和品位方面具有巨大优势，其中钨资源储量占全国钨资源储量的比例超30%，工业可开采储量全球第一。柿竹园钨多金属矿工业矿体保有资源储量17898.7万吨，平均品位WO₃0.290%、Mo0.058%、Bi0.108%、CaF₂20.80%。资源量方面，其中WO₃738945吨，锡金属量605105吨，钼金属量127938吨，铋金属量317976吨。

图21：柿竹园主要产品


资料来源：公司官网，民生证券研究院

表1：柿竹园资源成本情况

公司	资源品位	资源量	采选量	2022产量 (标吨)	地理位置	股权	钨矿完全成本	
柿竹园	平均品位 WO ₃ 0.282%; Mo 0.059%; Bi 0.108%	WO ₃ 44.76 万吨	吨；钼金属量 9.38 万吨；铋金属量 17.11 万吨	219 万吨/年 (名义 350 万吨/年)	7750	湖南省郴州市苏仙区	五矿集团 97.36%；沃溪矿业 2.64%	6.2 万元/吨

资料来源：公司官网，公司公告，湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 td 采选技改项目环境影响报告书，民生证券研究院（注：完全成本是公司 2024 年预计值）

2022 年柿竹园钨矿产量 7750 吨，未来技改规划宏大。柿竹园是中钨高新托管集团 5 个矿山中最大的钨矿企业，2022 年产量占集团产量达到 31%。柿竹园名义选矿规模达到 350 万吨，实际产能钨精矿 7850 吨，铋精矿 1517 吨，钼精矿 1701 吨。2022 年，原矿处理量 2239389 吨，产出钨精矿（折合量）7750 吨、钼精矿（折合量）1605 吨、铋精矿（金属量）1648 吨、萤石精矿 162219 吨。柿竹园盈利能力较强，公司预计 2024 年钨矿完全成本仅 6.2 万元/吨，2023 年前三季度柿竹园净利润达 3.95 亿元。此外，根据湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 t/d 采选技改项目环评书，柿竹园目前实际选矿量 215 万吨/年，公司规划通过技改将采选量扩大至 330 万吨/年。届时公司钨精矿产能将达到 1.03 万吨，钼精矿产能 2784 吨，铋精矿产能 2476 吨（金属量）。技改扩建项目投资总额 12.9 亿元，建设期 4 年。

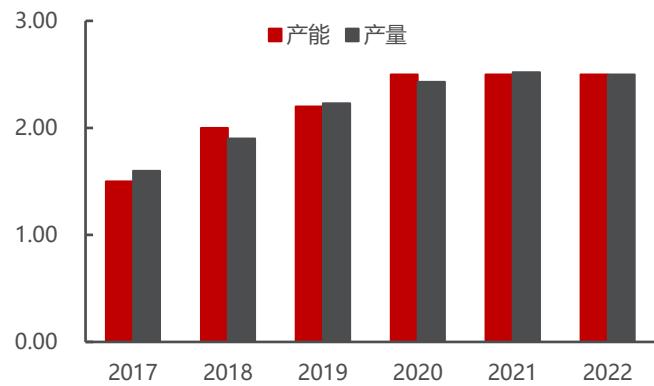
表2：柿竹园技改产品方案

序号	产品名称	品位 (%)	产量 (t/a)	精矿回收率 (%)	备注
1	钨精矿	40	16703	68	65%折合量 10278 t/a
2	钼精矿	45	2784	70	
3	铋精矿	30	8254	65	金属量 2476t/a
4	高品位萤石精矿	90	340986	45	
5	低品位萤石精矿	78	174865	20	
6	铁精矿	36	156010	22	
7	硫精矿	34	58808	36	

资料来源：湖南柿竹园有色金属有限责任公司 1 万 td 采选技改项目环境影响报告书，民生证券研究院

托管的其他四座矿山注入预期较强。除了柿竹园，公司当前还托管五矿集团的其他四座钨矿山（2022 年钨矿产量 17250 吨），随着 2020 年以来钨价持续回暖，钨矿山盈利能力抬升，托管矿山注入预期逐步增强，一旦注入完成，届时公司将形成集矿山、冶炼、加工与贸易于一体的完整钨产业链。

春节后钨价加速上涨，钨矿资源属性显现。2020 年 4 月份以来，钨价持续震荡走高。2023 年钨矿产量下降，钨精矿供应紧张，但由于下游需求整体偏弱，钨精矿价格中枢围绕 12 万/吨窄幅波动。今年春节假期过后，钨矿供应仍偏紧，钨矿商出货意愿低，报价坚挺，叠加泛亚 APT 库存基本消耗完，冶炼厂维持低库存，一定程度上支撑钨市场，钨价延续去年 11 月以来的上涨态势，截至今年 4 月 29 日，钨精矿价格上涨至 14.15 万/吨，冲破 2017 年以来高点。

图22：托管矿山钨矿产能及产量（单位：万吨）


资料来源：中国五矿股份有限公司债券评级报告，民生证券研究院

图23：钨精矿价格走势（单位：元/吨）


资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

3.2 数控刀片与 PCB 微钻产能继续扩张

重点项目将陆续投产，2025 年数控刀片产量预计达 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。2023 年株钻 1000 万片高端数控刀片的产能释放，且主要应用于航空航天、医疗器械、汽车领域，加上自硬公司新增产能 1000 万片，公司数控刀片产能将持续攀升，公司预计 2024 年数控刀片产能 1.2-1.3 亿片。**公司采取**

“小步快跑”策略，逐步小批量扩能高端刀具，公司预计 2025 年公司可实现数控刀片产量 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。

表3：公司数控刀片相关重点项目

项目	实施主体	产品及产能	投资(亿元)	资金来源	开工时间	建设期	投产时间
精密工具产业园建设项目	株钻公司	2000 万片数控刀片	9.775	定增	2018 年 6 月	24 个月	2021 年 4 月
自硬公司数控刀片生产线建设项目	自硬子公司-成都长城切削刀具有限责任公司	1000 万片数控刀片	0.8983	自筹	2020 年四季度	10 个月	2021 年 11 月
高端制造用高精密复合涂层切削刀具技改项目							
新增 1000 万片数控刀片技术改造项目	株钻公司	1000 万片数控刀片	0.776	自筹	2023 年 3 月	9 个月	2023 年底
自硬公司数控刀片生产扩能改造项目	自硬子公司-成都长城切削刀具有限责任公司	1000 万片数控刀片	0.9316	自筹	2023 年 3 月	9 个月	2023 年底

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：2025 年数控刀片产量预计可达 2 亿片（单位：亿片）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

金洲公司微钻扩产稳步推进，PCB 微钻市占率居全球前列，到“十四五”末产量预计达 7 亿支，2021-2025 年复合增长率达 6.21%。公司的扩产策略是小批量扩产，但是扩产的频率较高，2021 年金洲公司微钻生产量约 5.5 亿支，“十四五”末产量公司预计达到 7 亿支。2023 年 4 月公司发布公告，规划投资 78,329 万元新增微钻产能 2 亿支，项目建设期为 4 年，第 5 年达产。金洲公司在深圳、昆山和南昌建有生产基地，公司已制定符合市场的产能扩张计划，未来几年产量预计将持续增长。

4 盈利预测与投资建议

公司不断提升刀具及刀片产能，优化产品结构，钨矿即将注入，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.53/6.71/8.22 亿元，对应现价的 PE 分别为 27/23/18 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目不及预期风险。公司在建项目如果不能如期完成，或将影响产品产能释放，进而对业绩造成一定影响。

2) 技术研发风险。高端硬质合金研发投入成本高，能否取得理想的技术成果以及取得相应技术成果的时间都存在较大的不确定性；同时，同行业企业普遍重视研发投入，产品科研与技术水平的竞争更加激烈。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢，导致下游制造业需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,736	13,894	15,167	16,400
营业成本	10,588	11,471	12,420	13,368
营业税金及附加	79	83	83	82
销售费用	408	445	470	492
管理费用	593	625	683	697
研发费用	517	556	607	656
EBIT	625	784	980	1,187
财务费用	49	58	64	68
资产减值损失	-52	-48	-46	-35
投资收益	-50	-8	-9	-10
营业利润	637	739	891	1,099
营业外收支	20	19	18	15
利润总额	657	758	909	1,114
所得税	71	83	91	111
净利润	587	675	818	1,002
归属于母公司净利润	485	553	671	822
EBITDA	1,147	1,316	1,537	1,782

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	867	1,048	1,196	1,414
应收账款及票据	3,398	3,163	3,325	3,599
预付款项	91	115	124	134
存货	3,334	3,402	3,597	3,652
其他流动资产	463	484	502	548
流动资产合计	8,152	8,211	8,745	9,346
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,642	4,189	4,540	4,877
无形资产	476	469	459	450
非流动资产合计	4,823	5,442	5,740	5,998
资产合计	12,975	13,653	14,484	15,344
短期借款	987	1,087	1,137	1,187
应付账款及票据	1,348	1,456	1,649	1,693
其他流动负债	2,318	2,432	2,480	2,527
流动负债合计	4,653	4,975	5,266	5,408
长期借款	1,386	1,386	1,436	1,486
其他长期负债	435	455	465	470
非流动负债合计	1,821	1,841	1,901	1,956
负债合计	6,474	6,817	7,167	7,364
股本	1,397	1,397	1,397	1,397
少数股东权益	730	851	998	1,179
股东权益合计	6,501	6,837	7,317	7,980
负债和股东权益合计	12,975	13,653	14,484	15,344

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.63	9.09	9.16	8.13
EBIT 增长率	-19.19	25.44	25.02	21.20
净利润增长率	-9.36	14.16	21.23	22.57
盈利能力 (%)				
毛利率	16.87	17.44	18.11	18.49
净利润率	3.80	3.98	4.42	5.01
总资产收益率 ROA	3.73	4.05	4.63	5.36
净资产收益率 ROE	8.40	9.24	10.61	12.09
偿债能力				
流动比率	1.75	1.65	1.66	1.73
速动比率	0.99	0.92	0.93	1.01
现金比率	0.19	0.21	0.23	0.26
资产负债率 (%)	49.90	49.93	49.48	47.99
经营效率				
应收账款周转天数	45.43	45.00	39.00	38.00
存货周转天数	106.41	106.00	102.00	98.00
总资产周转率	1.03	1.04	1.08	1.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.40	0.48	0.59
每股净资产	4.13	4.28	4.52	4.87
每股经营现金流	0.11	0.15	0.95	1.02
每股股利	0.25	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	31	27	23	18
PB	2.6	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	15.67	13.66	11.69	10.08
股息收益率 (%)	2.31	2.31	2.31	2.31
现金流量表 (百万元)				
净利润	587	675	818	1,002
折旧和摊销	522	532	557	595
营运资金变动	-1,043	323	-165	-302
经营活动现金流	152	1,607	1,332	1,428
资本开支	-303	-1,080	-820	-829
投资	4	1	0	0
投资活动现金流	-299	-1,088	-830	-839
股权募资	0	0	0	0
债务募资	668	122	110	105
筹资活动现金流	280	-338	-354	-371
现金净流量	106	182	148	218

插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 127.36 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利润 4.85 亿元.....	3
图 3: 2024Q1, 公司实现营收 29.67 亿元.....	3
图 4: 2024Q1, 公司实现归母净利润 0.64 亿元.....	3
图 5: 株钻公司 2023 年营收同比下降 0.96%	4
图 6: 株钻公司 2023 年净利润同比下降 18.17%	4
图 7: 金洲公司 2023 年营收同比下降 13.10%.....	5
图 8: 金洲公司 2023 年净利润同比下降 13.19%	5
图 9: 公司 2023 年营收分布.....	5
图 10: 公司 2023 年毛利分布	5
图 11: 2023 年公司分业务毛利率情况 (单位: %)	5
图 12: 2023 年仲钨酸铵价格同比+2.41% (单位: 元/吨)	6
图 13: 2023 年碳化钨粉价格同比+11.18% (单位: 元/公斤)	6
图 14: 2023 年公司毛利率下滑	6
图 15: 公司分季度毛利率变化.....	6
图 16: 2023 年公司三费占营收比重上涨 0.26pct	7
图 17: 2023 年公司经营性净现金流净流入 7.67 亿元.....	7
图 18: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	7
图 19: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	7
图 20: 柿竹园股权关系	8
图 21: 柿竹园主要产品	9
图 22: 托管矿山钨矿产能及产量 (单位: 万吨)	10
图 23: 钨精矿价格走势 (单位: 元/吨)	10
图 24: 2025 年数控刀片产量预计可达 2 亿片 (单位: 亿片)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 柿竹园资源成本情况	9
表 2: 柿竹园技改产品方案	10
表 3: 公司数控刀片相关重要项目	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026