

## 章源钨业 (002378.SZ) 三季度报点评

## 收入稳定增长，需求疲软拖累 Q3 业绩

- **收入同比增长，产品涨价拉动毛利率。** 2024 年前三季度公司营业收入为 28.23 亿元，同增 12.1%；Q3 单季度营业收入为 10.09 亿元，同增 26.99%，环增 7.38%，主因产品销量增加和产品售价上涨。前三季度公司销售毛利率为 16.28%，同增 1.66pct；Q3 单季度销售毛利率为 14.42%，同增 0.11pct，环减 3.87pct，主因钨、锡和铜价环比下跌。Q3 单季度，现货黑钨精矿（折 65%WO<sub>3</sub>）均价为 13.63 万元/吨，环减 5.07%；现货锡均价为 26.03 万元/吨，环减 1.11%；现货铜均价为 7.51 万元/吨，环减 5.66%。
- **期间费用率上升，Q3 净利润同比大增。** 公司期间费用率为 9.84%，同升 0.66pct。其中，销售费用率 1.80%，同升 0.04pct；管理费用率 4.11%，同升 0.17pct；研发费用率 1.85%，同升 0.20pct；财务费用率 2.09%，同升 0.26pct，主因融资规模与结构变化。前三季度公司两项减值损失共 0.43 亿元，同增 0.12 亿元，主因应收账款期末余额及单项计提应收账款信用减值损失增加。综上，公司 2024 年前三季度归母净利润为 1.47 亿元，同增 33%；Q3 单季度归母净利润为 0.34 亿元，同增 44.42%，环减 59.64%。
- **现金流有所改善，资产负债率下降。** 2024 年前三季度公司收现比 0.8263，同减 3.45pct；付现比 0.6645，同减 21.39pct，主因购买原材料支付的现金减少。综合起来，经营性现金净流入 2.29 亿元，同比多流入 3.75 亿元。投资活动现金净流出 1.70 亿元，同比多流出 1.30 亿元，主因本期技改项目投入支付的现金同比增加。公司资产负债率为 57.82%，较去年底下降 0.27pct。
- **投资建议：** 公司前三季度业绩受益于钨价、锡价上涨，公司作为国内钨产业链一体化企业，看好业绩持续增长。考虑到三季度需求下滑，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.96、2.60、3.16 亿元，对应 PE 分别为 40.8、30.9、25.4 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：** 钨价格波动风险、下游需求不及预期。

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3203	3400	3887	4308	4619
同比增长	20%	6%	14%	11%	7%
营业利润(百万元)	234	175	239	316	385
同比增长	22%	-25%	36%	32%	22%
归母净利润(百万元)	203	144	196	260	316
同比增长	23%	-29%	36%	32%	22%
每股收益(元)	0.17	0.12	0.16	0.22	0.26
PE	39.4	55.7	40.8	30.9	25.4
PB	4.0	3.9	3.7	3.4	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

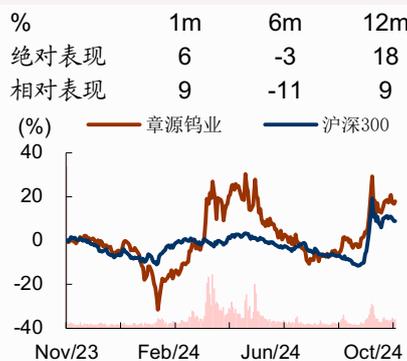
周期/金属及材料

当前股价：6.67 元

## 基础数据

总股本(百万股)	1201
已上市流通股(百万股)	1195
总市值(十亿元)	8.0
流通市值(十亿元)	8.0
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	57.8%
主要股东	崇义章源投资控股有限公司
主要股东持股比例	60.65%

## 股价表现



## 相关报告

- 《章源钨业 (002378) — 刀具销量持续高增，Q2 业绩同比大涨》  
2024-08-27
- 《章源钨业 (002378) — 多产品销量稳步增长，受益钨价上涨》  
2024-04-23
- 《章源钨业 (002378) — 钨粉、刀片等销量高增，业绩持续环比改善》  
2023-08-22

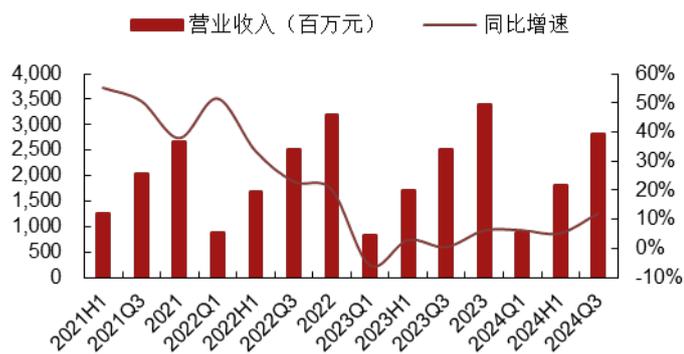
刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

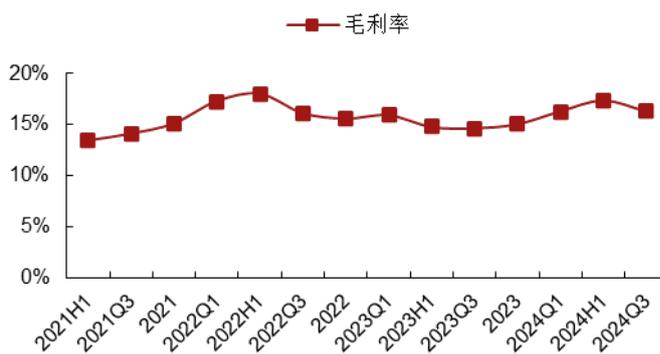
jiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入及增速



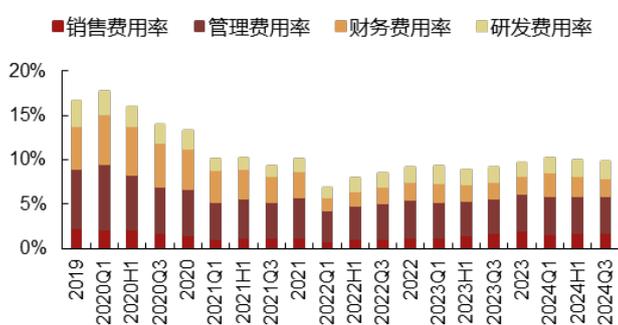
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率



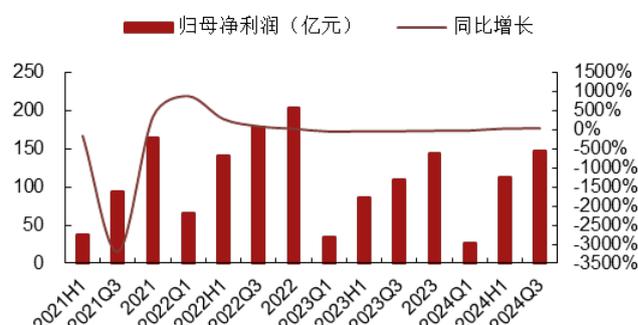
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司期间费用率



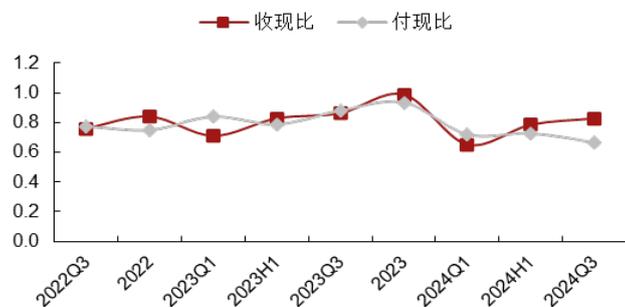
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司归母净利润及增速



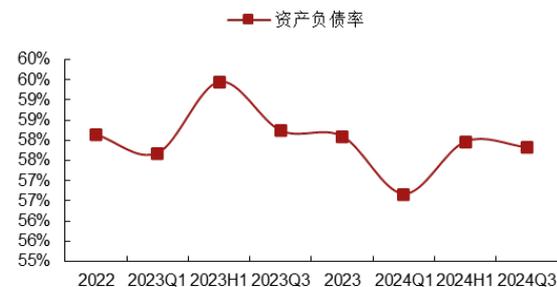
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司收现比与付现比



资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司资产负债率



资料来源：iFind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2600	2766	2724	3046	3250
现金	559	661	334	401	420
交易性投资	4	0	0	0	0
应收票据	1	5	6	7	7
应收款项	259	359	410	455	488
其它应收款	3	3	3	3	4
存货	1417	1487	1682	1861	1990
其他	357	251	287	318	341
<b>非流动资产</b>	2191	2109	1977	1860	1758
长期股权投资	105	108	108	108	108
固定资产	1308	1209	1123	1048	983
无形资产商誉	457	414	373	336	302
其他	322	379	373	369	365
<b>资产总计</b>	<b>4792</b>	<b>4876</b>	<b>4700</b>	<b>4906</b>	<b>5008</b>
<b>流动负债</b>	1856	2162	1864	1870	1736
短期借款	558	888	1093	1033	850
应付账款	914	525	593	657	702
预收账款	7	29	33	37	39
其他	378	720	144	145	145
<b>长期负债</b>	930	671	671	671	671
长期借款	707	519	519	519	519
其他	224	151	151	151	151
<b>负债合计</b>	<b>2786</b>	<b>2833</b>	<b>2534</b>	<b>2541</b>	<b>2407</b>
股本	924	1201	1201	1201	1201
资本公积金	579	303	303	303	303
留存收益	499	533	657	858	1096
少数股东权益	4	6	5	3	1
归属于母公司所有者权益	2002	2037	2161	2362	2600
<b>负债及权益合计</b>	<b>4792</b>	<b>4876</b>	<b>4700</b>	<b>4906</b>	<b>5008</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	210	187	210	277	362
净利润	203	143	195	258	314
折旧摊销	246	233	199	183	169
财务费用	70	66	78	71	65
投资收益	(16)	(11)	(50)	(45)	(47)
营运资金变动	(305)	(243)	(214)	(192)	(139)
其它	12	0	3	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(202)	(78)	(15)	(20)	(18)
资本支出	(219)	(100)	(65)	(65)	(65)
其他投资	17	21	50	45	47
<b>筹资活动现金流</b>	(121)	90	(521)	(190)	(325)
借款变动	91	338	(371)	(60)	(183)
普通股增加	0	277	0	0	0
资本公积增加	16	(276)	0	0	0
股利分配	(92)	(111)	(72)	(59)	(78)
其他	(136)	(138)	(78)	(71)	(65)
<b>现金净增加额</b>	<b>(113)</b>	<b>199</b>	<b>(326)</b>	<b>67</b>	<b>19</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	3203	3400	3887	4308	4619
营业成本	2704	2889	3269	3616	3867
营业税金及附加	14	15	17	19	20
营业费用	41	69	70	78	83
管理费用	136	143	155	164	176
研发费用	47	52	60	66	71
财务费用	66	66	78	71	65
资产减值损失	(18)	(42)	(49)	(23)	0
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
其他收益	44	51	50	45	47
投资收益	10	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	234	175	239	316	385
营业外收入	1	2	2	3	4
营业外支出	13	5	7	9	12
<b>利润总额</b>	222	172	234	310	377
所得税	19	29	39	52	63
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	203	144	196	260	316

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	6%	14%	11%	7%
营业利润	22%	-25%	36%	32%	22%
归母净利润	23%	-29%	36%	32%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.6%	15.0%	15.9%	16.0%	16.3%
净利率	6.3%	4.2%	5.1%	6.0%	6.8%
ROE	10.5%	7.1%	9.4%	11.5%	12.7%
ROIC	8.0%	5.3%	6.8%	8.4%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.1%	58.1%	53.9%	51.8%	48.1%
净负债比率	32.0%	40.7%	34.3%	31.6%	27.4%
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.6	1.9
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0
应收账款周转率	14.6	10.9	9.9	9.8	9.7
应付账款周转率	3.1	4.0	5.8	5.8	5.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.17	0.12	0.16	0.22	0.26
每股经营净现金	0.17	0.16	0.18	0.23	0.30
每股净资产	1.67	1.70	1.80	1.97	2.16
每股股利	0.09	0.06	0.05	0.06	0.08
<b>估值比率</b>					
PE	39.4	55.7	40.8	30.9	25.4
PB	4.0	3.9	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	21.4	25.2	19.8	17.9	16.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。