

## 章源钨业 (002378.SZ) 年报点评

## 业绩稳定增长，硬质合金及刀具销量增加

- **公司优化产品结构，下游多产品销量增长。**2024 年，公司钨精矿（65%）产量为 3739 吨，同比减少 9.99%，主因公司执行国家钨矿总量控制政策，实际开采量下降；锡精矿产量为 828 吨，同比减少 6.12%；铜精矿（100%）产量 449 吨，同比增长 1.81%。产品销量方面，钨粉销量为 3980 吨，同比减少 4.67%；碳化钨粉销量为 4923 吨，同比增长 0.20%；热喷涂粉销量为 388 吨，同比减少 12.22%，主因新能源汽车领域客户订单下滑显著；公司本部硬质合金销量为 1111 吨，同比增长 0.63%；澳克泰刀片销量为 2168 万片，同比增长 16.07%，增长主要源于市场开拓的持续深化；硬质合金（棒材）销量为 773 吨，同比增长 8.20%。公司继续发挥全产业链协同优势，实现多产品销量的持续增长。
- **收入同比增长，毛利率上升。**2024 年实现营业收入 36.73 亿元，同比增长 8.02%。其中，钨粉收入为 10.36 亿元，同比增长 3.38%；碳化钨粉收入为 12.49 亿元，同比增长 9.12%；硬质合金收入为 9.24 亿元，同比增长 10.76%。2024 年公司综合毛利率为 16.07%，同比上升 1.04 个百分点，主因硬质合金毛利率提升及粉末产品成本优化。
- **期间费用率下降，业绩稳定增长。**2024 年公司期间费用率为 10.51%，同比上升 0.80 个百分点。其中，销售费用率为 1.92%，同比下降 0.10 个百分点；管理费用率为 4.76%，同比上升 0.54 个百分点，主要系尾矿库闭库费用与员工薪酬增加所致；研发费用率为 1.87%，同比增长 0.33 个百分点；财务费用率为 1.96%，同比上升 0.02 个百分点。2024 年归属于母公司股东的净利润为 1.72 亿元，同比增长 19.50%。
- **经营现金流改善，负债率下降。**公司 2024 年收现比为 0.9240，同减 0.0616；付现比为 0.7088，同减 0.2254。综合来看，经营现金流净额 5.05 亿元，同比多流入 3.18 亿元；投资活动现金流净额-3.49 亿元，同比多流出 2.71 亿元，主因公司增加了对固定资产、无形资产等的购置，特别是光伏钨丝项目及矿山建设工程的投入。公司 2024 年资产负债率为 57.08%，同比下降 1.01 个百分点。矿山方面，大余石雷钨矿深部储量核实报告编制完成，尾矿库闭库工程稳步推进，为后续产能释放打下基础。
- **投资建议：**公司依托钨资源优势与产业链一体化布局，在高端硬质合金制品领域竞争力持续增强。随着高附加值产品销量扩大，未来业绩有望保持稳健增长。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 2.01 亿元、2.44 亿元、3.02 亿元。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**钨价格波动风险、下游需求波动风险、海外市场不确定性风险。

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3400	3673	4086	4379	4765
同比增长	6%	8%	11%	7%	9%
营业利润(百万元)	175	218	253	304	372
同比增长	-25%	24%	16%	20%	23%
归母净利润(百万元)	144	172	201	244	302
同比增长	-29%	20%	17%	21%	24%
每股收益(元)	0.12	0.14	0.17	0.20	0.25
PE	55.2	46.2	39.5	32.5	26.3
PB	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐（维持）

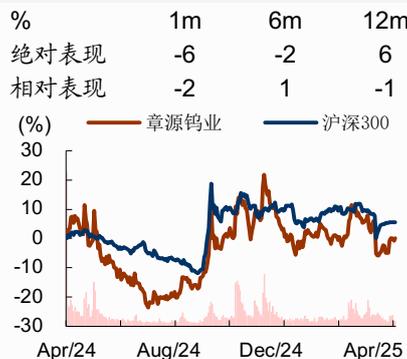
周期/金属及材料

当前股价：6.62 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)	7.9
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	8.1
资产负债率	57.1%
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) — 收入稳定增长，需求疲软拖累 Q3 业绩》2024-11-03
- 《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

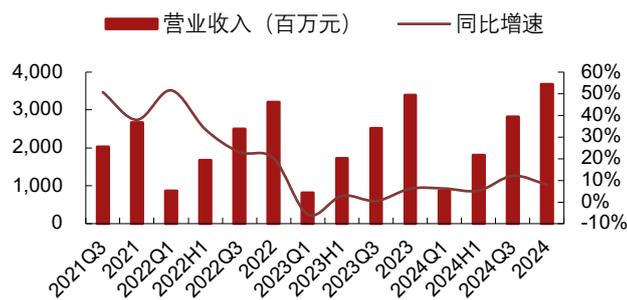
刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

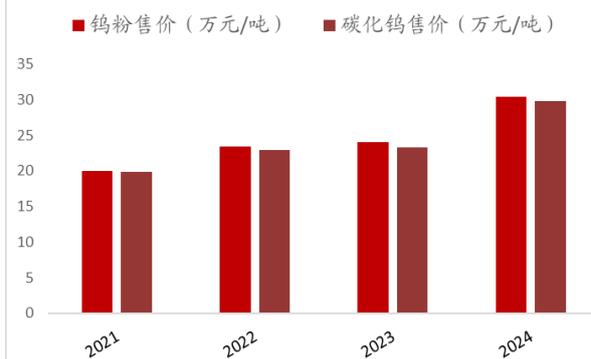
jihongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入（左轴）及增速（右轴）



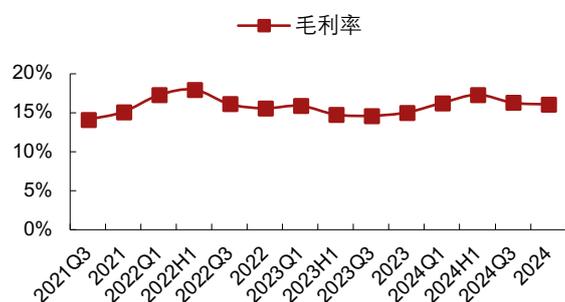
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司碳化钨粉、钨粉售价



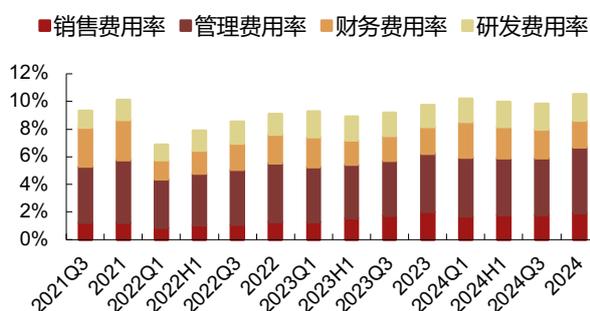
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司毛利率



资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司期间费用率



资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司归母净利润（左轴）及增速（右轴）



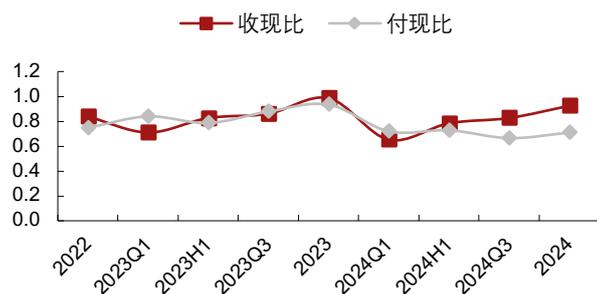
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司经营和投资活动净现金流（单位：百万元）



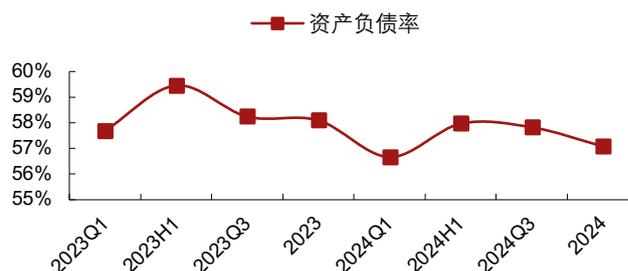
资料来源：iFind、招商证券

图 7 公司收现比与付现比



资料来源：iFind、招商证券

图 8 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2766	2711	2817	2975	3275
现金	661	494	381	368	442
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5	43	48	52	56
应收款项	359	378	421	451	491
其它应收款	3	2	3	3	3
存货	1487	1435	1567	1674	1819
其他	251	358	398	427	464
<b>非流动资产</b>	2109	2263	2220	2183	2150
长期股权投资	108	112	112	112	112
固定资产	1209	1212	1214	1216	1218
无形资产商誉	414	384	346	311	280
其他	379	555	548	543	539
<b>资产总计</b>	<b>4876</b>	<b>4974</b>	<b>5038</b>	<b>5157</b>	<b>5425</b>
<b>流动负债</b>	2162	1926	1875	1812	1851
短期借款	888	816	934	815	780
应付账款	525	716	781	835	907
预收账款	29	19	21	22	24
其他	720	375	139	140	140
<b>长期负债</b>	671	914	914	914	914
长期借款	519	774	774	774	774
其他	151	139	139	139	139
<b>负债合计</b>	<b>2833</b>	<b>2839</b>	<b>2789</b>	<b>2726</b>	<b>2765</b>
股本	1201	1201	1201	1201	1201
资本公积金	303	295	295	295	295
留存收益	533	634	749	933	1162
少数股东权益	6	4	3	2	1
归属于母公司所有者权益	2037	2131	2246	2430	2659
<b>负债及权益合计</b>	<b>4876</b>	<b>4974</b>	<b>5038</b>	<b>5157</b>	<b>5425</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	187	505	293	371	371
净利润	143	171	200	243	301
折旧摊销	233	225	208	203	199
财务费用	66	72	73	96	91
投资收益	(11)	(17)	(37)	(57)	(68)
营运资金变动	(243)	49	(151)	(115)	(152)
其它	0	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(78)	(349)	(129)	(109)	(98)
资本支出	(100)	(376)	(165)	(165)	(165)
其他投资	21	26	37	57	68
<b>筹资活动现金流</b>	90	(304)	(277)	(275)	(199)
借款变动	338	(135)	(118)	(119)	(35)
普通股增加	277	0	0	0	0
资本公积增加	(276)	(7)	0	0	0
股利分配	(111)	(72)	(87)	(60)	(73)
其他	(138)	(89)	(73)	(96)	(91)
<b>现金净增加额</b>	<b>199</b>	<b>(148)</b>	<b>(113)</b>	<b>(13)</b>	<b>74</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3400	3673	4086	4379	4765
营业成本	2889	3083	3366	3597	3908
营业税金及附加	15	18	20	22	24
营业费用	69	70	78	83	91
管理费用	143	175	196	206	214
研发费用	52	69	78	83	91
财务费用	66	72	73	96	91
资产减值损失	(42)	(47)	(60)	(45)	(42)
公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	51	72	30	50	61
投资收益	0	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	175	218	253	304	372
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	5	18	18	18	18
<b>利润总额</b>	172	202	237	288	356
所得税	29	31	36	44	55
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>144</b>	<b>172</b>	<b>201</b>	<b>244</b>	<b>302</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	6%	8%	11%	7%	9%
营业利润	-25%	24%	16%	20%	23%
归母净利润	-29%	20%	17%	21%	24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.0%	16.1%	17.6%	17.9%	18.0%
净利率	4.2%	4.7%	4.9%	5.6%	6.3%
ROE	7.1%	8.3%	9.2%	10.5%	11.9%
ROIC	5.3%	6.1%	6.9%	8.4%	9.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.1%	57.1%	55.4%	52.8%	51.0%
净负债比率	40.7%	36.7%	33.9%	30.8%	28.7%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
<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	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
应收账款周转率	10.9	9.3	9.2	9.0	9.1
应付账款周转率	4.0	5.0	4.5	4.4	4.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.12	0.14	0.17	0.20	0.25
每股经营净现金	0.16	0.42	0.24	0.31	0.31
每股净资产	1.70	1.77	1.87	2.02	2.21
每股股利	0.06	0.07	0.05	0.06	0.08
<b>估值比率</b>					
PE	55.2	46.2	39.5	32.5	26.3
PB	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	25.6	22.9	19.4	17.2	15.7

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。