

钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝快速放量

2025 年 04 月 28 日

► **事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营收 351.96 亿元，同比下降 10.66%；归母净利润 17.28 亿元，同比增长 7.88%，扣非后归母净利润达 15.19 亿元，同比增长 8.49%。2024Q4，公司实现营收 88.27 亿元，同比减少 10.56%、环比减少 4.13%；归母净利润 3.26 亿元，同比减少 26.11%、环比减少 15.62%；扣非归母净利 2.91 亿元，同比减少 13.32%、环比减少 21.41%。2025Q1，公司实现营收 83.76 亿元，同比增长 1.29%、环比减少 5.11%；归母净利润 3.91 亿元，同比减少 8.46%、环比增长 20.10%；扣非归母净利 3.67 亿元，同比增长 22.08%、环比增长 26.24%。

► **钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝快速放量。**1) 2024 年公司钨钼业务实现利润总额 25.25 亿元，同比增长 7.55%。2) 光伏钨丝快速放量，2024 年光伏钨丝销量达到 1070 亿米，同比增长 41%，光伏钨丝替代高碳钢丝大势所趋。子公司厦门虹鹭实现净利润 9.42 亿元，同比增长 13.12%。3) 钨价强势，2024 年钨精矿价格约 13.69 万元/吨，同比+14.27%，增厚钨矿利润，宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现归母净利润 6.30 亿元、同比增长 24.18%。

► **能源新材料板块：2024 年销量同比增长但盈利承压。**1) 2024 年公司能源新材料业务实现利润 5.08 亿元，同比-9.08%。2) 2024 年公司钴酸锂产品受益于 3C 行业复苏及新产品 4.5V 高电压钴酸锂持续放量，全年销量 4.62 万吨，同比+33.52%；三元材料销量 5.14 万吨，同比+37.45%；但由于原材料价格下降及行业竞争加剧影响，能源新材料板块收入和利润同比下滑。

► **稀土板块：子公司龙岩稀土公司和金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再并表，磁材结构优化带动板块盈利修复。**1) 2024 年公司稀土业务实现利润总额 2.41 亿元，同比+67.44%。2) 2024 年公司磁材销量同比增长 16%，由于磁性材料产品加大新能源汽车市场拓展力度，优化订单结构，提升产能利用率，促进内部降本，销量和利润同比大幅增长。稀土金属产品受价格下降影响，收入和利润同比下降。3) 由于与中国稀土集团进行整合，原子公司龙岩稀土公司和金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再纳入合并报表范围。

► **25Q1 钨价环比保持平稳，光伏需求略有放缓。**1) 钨价维持稳定，25Q1 钨精矿价格约 14.30 万元/吨，环比+0.50%；光伏钨丝需求略微放缓，25Q1 细钨丝销量 325 亿米，同比下降 5%，同时公司为加快钨丝渗透率提升，对光伏钨丝的价格做进一步下调，销售收入同比下降 28%；25Q1 钨钼板块实现利润总额 5.28 亿元，同比-2.35%。2) 能源新材料板块，钴酸锂出货同比显著增加，25Q1 钴酸锂产品销量 1.23 万吨，同比+47%，25Q1 实现利润总额 1.24 亿元，环比增长 8.52%。3) 稀土板块，25Q1 实现利润总额 0.66 亿元，同比+ 65.10%。主要系磁性材料销量同比增长 49%，营业收入同比增加 35%。

► **投资建议：**公司光伏钨丝持续放量，叠加钨价上涨增厚矿端利润，同时公司三个板块业务均有扩产在建项目，未来成长可期。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 20.36/22.24/24.07 亿元，对应现价，2025-2027 年 PE 依次为 14/13/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**经济波动影响需求和价格的风险，原材料风险，项目不达预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	35,196	40,402	44,647	46,365
增长率 (%)	-10.7	14.8	10.5	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,728	2,036	2,224	2,407
增长率 (%)	7.9	17.8	9.3	8.2
每股收益 (元)	1.09	1.28	1.40	1.52
PE	17	14	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.49 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuзuxue@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1. 厦门钨业 (600549.SH) 2024 年三季报点评：光伏钨丝放缓拖累钨钼板块表现，期待下游需求回暖-2024/10/27
2. 厦门钨业 (600549.SH) 2024 年半年报点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲-2024/08/29
3. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：光伏钨丝持续放量，钨价走高增厚矿端利润-2024/04/22
4. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 三季报点评：光伏钨丝持续放量，钨钼板块强劲，稀土板块有所拖累-2023/10/30
5. 厦门钨业 (600549.SH) 2023 半年报点评：光伏钨丝快速放量，正极材料+稀土板块拖累业绩-2023/08/28

目录

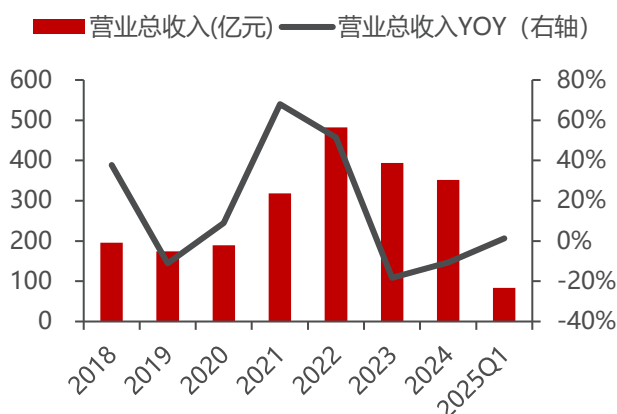
1 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报	3
2 点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲	4
2.1 钨钼板块带动公司业绩稳步增长	4
2.2 钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝快速放量	6
2.3 电池材料板块：竞争加剧，盈利承压	11
2.4 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利同比改善	13
2.5 房地产板块：积极推进相关业务剥离	15
2.6 2025Q1 点评：光伏钨丝出货放缓	16
3 盈利预测与投资建议	19
4 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年，公司实现营收 351.96 亿元，同比下降 10.66%；归母净利润 17.28 亿元，同比增长 7.88%，扣非后归母净利润达 15.19 亿元，同比增长 8.49%。

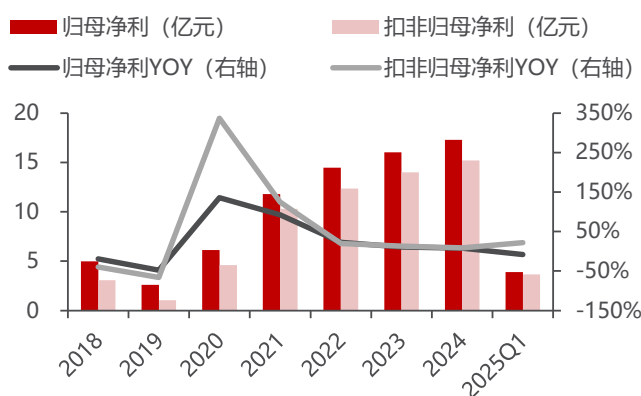
分季度看，2024Q4，公司实现营收 88.27 亿元，同比减少 10.56%、环比减少 4.13%；归母净利润 3.26 亿元，同比减少 26.11%、环比减少 15.62%；扣非归母净利润 2.91 亿元，同比减少 13.32%、环比减少 21.41%。2025Q1，公司实现营收 83.76 亿元，同比增长 1.29%、环比减少 5.11%；归母净利润 3.91 亿元，同比减少 8.46%、环比增长 20.10%；扣非归母净利润 3.67 亿元，同比增长 22.08%、环比增长 26.24%。

图1：2024 年，公司实现营收 351.96 亿元



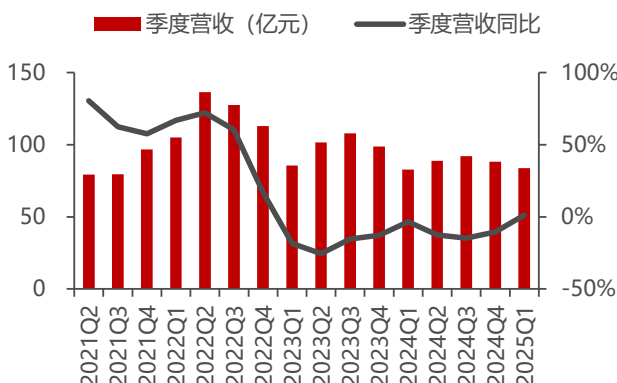
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024 年，公司实现归母净利润 17.28 亿元



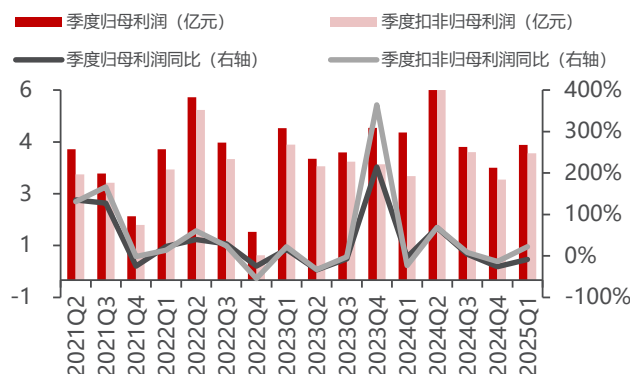
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2025Q1，公司实现营收 83.76 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2025Q1，公司实现归母净利润 3.91 亿元



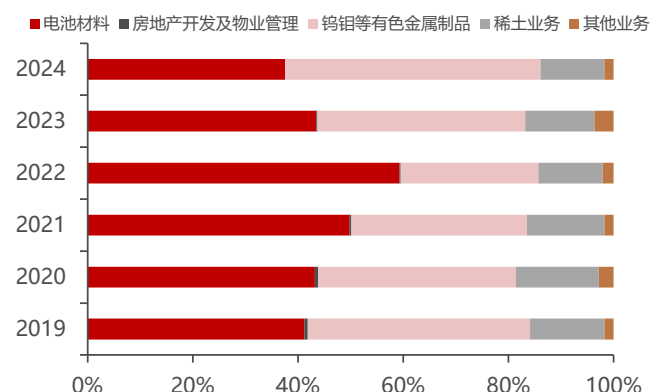
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：钨价走高增厚矿山利润，钨钼板块表现强劲

2.1 钨钼板块带动公司业绩稳步增长

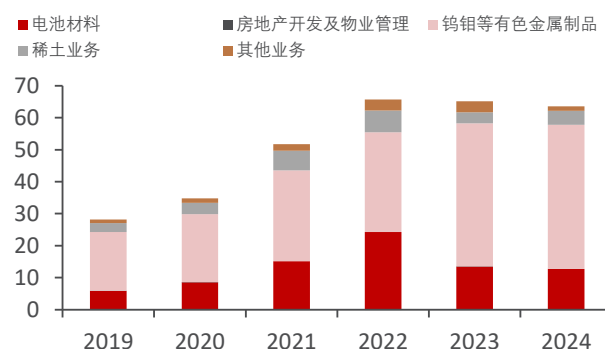
2024 年公司营业收入为 351.96 亿元，同比下降 10.66%；毛利润为 63.46 亿元，同比下降 2.53%；毛利率为 18.03%，同比上升 1.51pct。主营收入方面：钨钼板块业务营收 170.84 亿元，占比最大为 48.54%；电池材料业务营收 132.01 亿元，占比第二为 37.51%；稀土业务营收 42.57 亿元，占比为 12.10%。毛利方面：钨钼板块毛利润为 45.04 亿元，占比最大为 70.98%；电池材料业务毛利润 12.70 亿元，占比第二为 20.01%；稀土业务板块毛利润 4.37 亿元，占比为 6.89%。毛利率方面：钨钼板块毛利率最高为 26.37%，其次为其他业务 23.02%。

图5：2024 年，钨钼板块营收占比最大为 48.54% (单位：%)



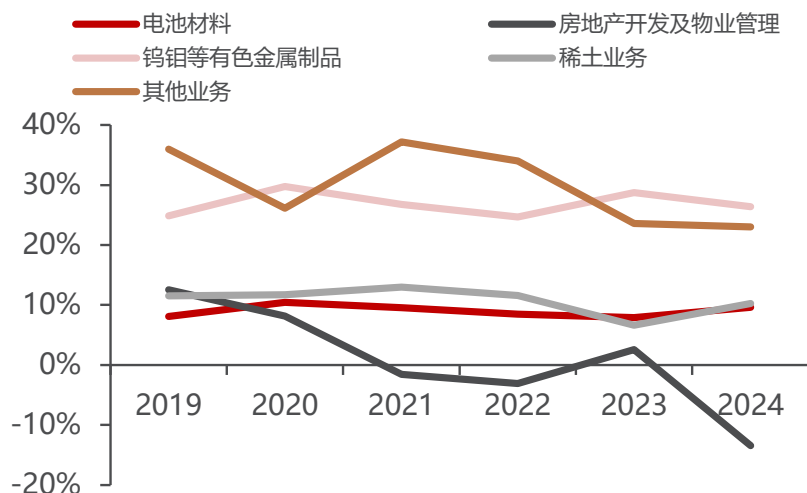
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024 年，钨钼板块毛利润最大为 45.04 亿元 (单位：亿元)



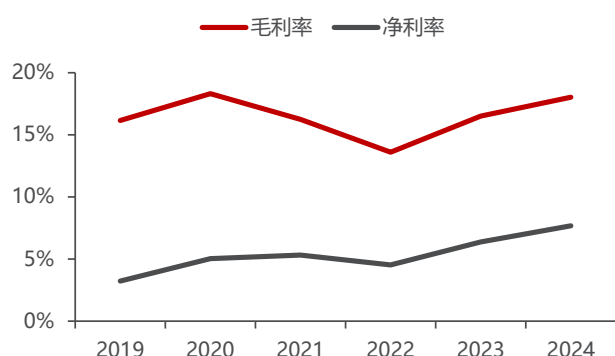
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2024，钨钼板块毛利率最高为 26.37%

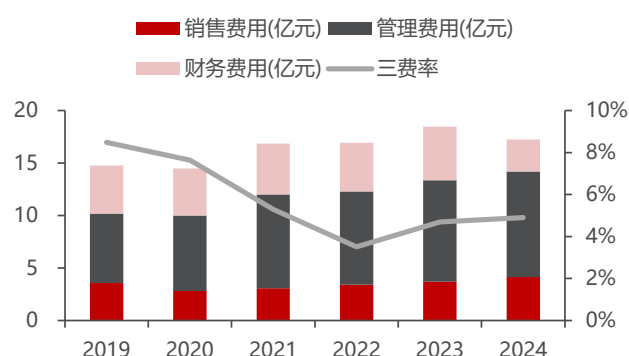


资料来源：wind，民生证券研究院

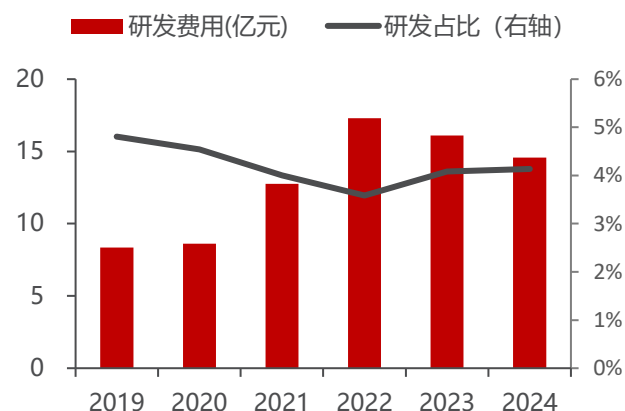
2024 年公司归母净利润为 17.28 亿元，同比增长 7.88%，净利率同比上涨 1.30pct 至 7.69%，毛利率同比上涨 1.51pct 至 18.03%。1) 期间费用：公司 2024 年三费费用同比下降 6.62%至 17.24 亿元，期间费用率提升 0.21pct 至 4.90%，研发费用同比下降 9.48%至 14.56 亿元。销售费用同比增长 11.64%至 4.12 亿元，主要由于业务量的增长，销售人员薪酬增加，以及委托代销费和展销活动增加；管理费用同比增长 4.16%至 10.08 亿元，主要由于职工薪酬和折旧摊销费用增加；财务费用同比下降 40.36%至 3.04 亿元，主要由于有息负债同比减少，且融资成本同比下降，利息支出减少。公司 2024 年研发费用同比下降 9.48%至 14.56 亿元，主要系受材料价格下降影响，子公司研发费用减少。2) 减值损失：2024 年资产减值损失较上年同期减少 6.79 亿元，主要系 24 年计提的存货跌价损失减少。

图8：2024 年，公司净利率为 7.69%


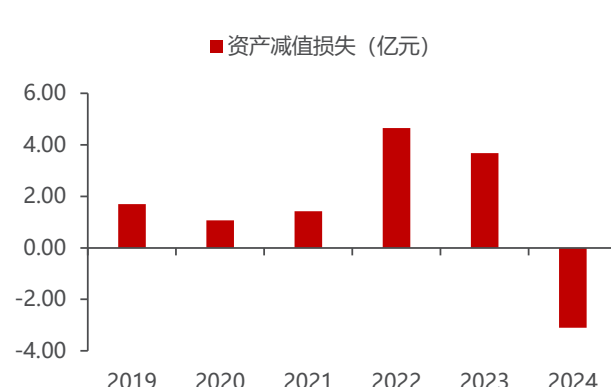
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2024 年三费费用占营收比重为 4.90%


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2024 年，研发费用为 14.56 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

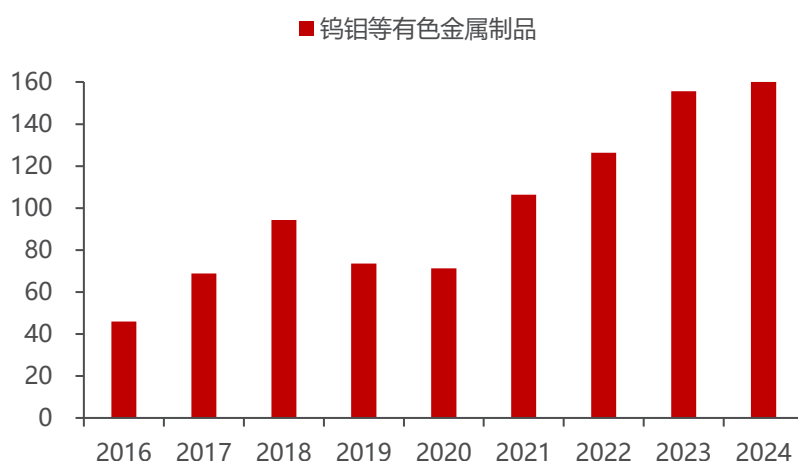
图11：2024 年，资产减值损失共计-3.11 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 钨钼板块：钨价走高增厚矿山利润，光伏钨丝快速放量

2024 年厦门钨业钨钼等有色金属制品收入同比增长 9.73%至 170.84 亿元，毛利率为 26.37%，同比下降 2.36pct。1) 营业收入：2016-2024 年，厦门钨业钨钼等有色金属制品收入由 45.93 亿元增长至 170.84 亿元，CAGR 为 17.85%，2024 年钨钼业务整体向好，主要系钨价走高叠加深加工产品保持增长态势。2) 毛利率：2024 年，公司钨钼板块整体毛利率为 26.37%，同比下降 2.36pct，毛利率下行主要由于钨精矿价格同比增长抬高外购原料成本，同时光伏钨丝为推进市场渗透率主动调价让利市场。

图12：2024 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 9.73%至 170.84 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

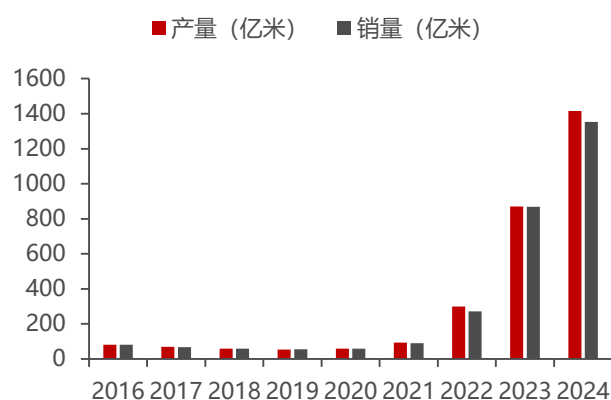
公司光伏钨丝快速放量，2024 年销量达到 1070 亿米，同比+41%。公司拟加码 1000 亿米产能，钨丝产能全部投放后，公司光伏钨丝产能将达到 1845 亿米。公司定增预案将投资建设年产 1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目，光伏钨丝未来将成为公司钨钼板块重要的利润增长点。2024 年公司细钨丝销量同比增长 56%至 1354 亿米，其中光伏用钨丝销量 1070 亿米，同比+41%。

表1：厦门钨业钨丝业务项目情况

项目实施公司	在建项目名称	工程进度
厦门虹鹭钨钼工业有限公司	年产 88 亿米细钨丝生产线项目	已建设完成并投产
	光伏用钨丝产线建设项目（新增产能 600 亿米/年）	部分生产线已投入生产，同时进行厂房建设和其他生产设备的制造，2023 年下半年项目建设完成。
	细钨丝产线扩产项目（新增产能 200 亿米）	已投产
	1000 亿米光伏用钨丝产线建设项目（新增产能 1000 亿米/年）	预计 2026 年项目建设完成，目前有序推进中

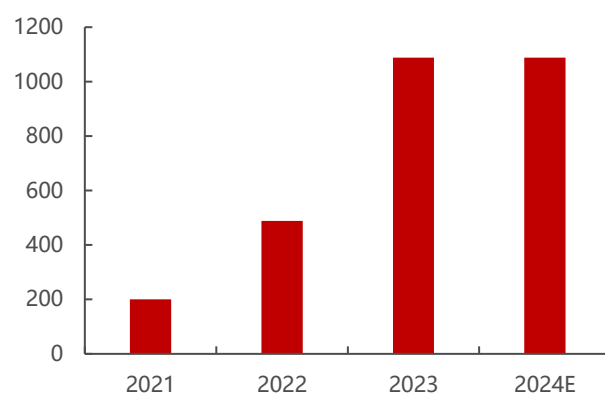
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图13：2024 年厦门钨业细钨丝销量 1354 亿米



资料来源：公司公告，民生证券研究院

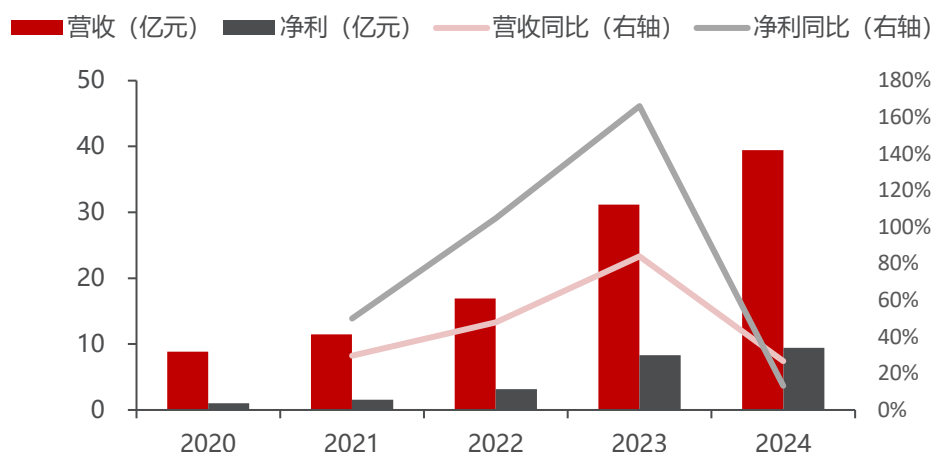
图14：厦门钨业细钨丝产能情况（单位：亿米）



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2024 年，公司子公司厦门虹鹭营收、净利润均实现明显增长。2024，由于光伏用钨丝快速放量，厦门虹鹭营收同比增长 26.68%至 39.46 亿元，净利同比增长 13.12%至 9.42 亿元。2025Q1，为加快钨丝渗透率提升，虹鹭钨钼决定对光伏钨丝的价格做进一步下调，从 16.3 元/km 下调到 15.3 元/km。

图15：2024 年，厦门虹鹭营收同比增长 26.68%至 39.46 亿元，净利同比增长 13.12%至 9.42 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

硬质合金方面，公司向下游深加工业务持续发力。定增项目将新增 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具产能。公司定增预案公告将投资建设硬质合金切削工具扩产项目，包含 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具产能。

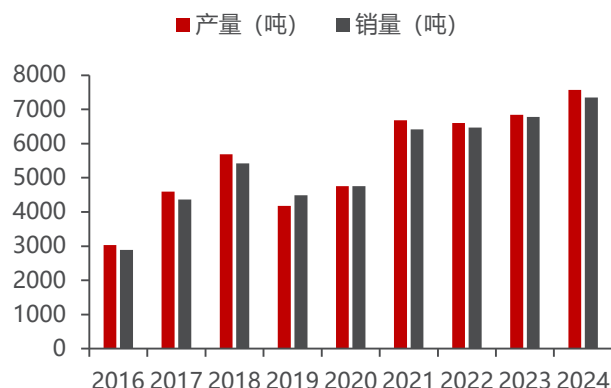
表2：厦门钨业硬质合金业务在建工程和计划建设情况

项目实施公司	在建项目名称	工程进度
厦门金鹭特种合金有限公司	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 2000 吨钨粉末）	
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（搬迁 800 吨，并扩产至 1,300 吨硬质合金（其中 1,200 吨为硬质合金棒材，100 吨为硬质合金旋转锉））	目前处于设计、招投标阶段，预计 2025 年上半年开工，2026 年完成建设。
	泰国金鹭硬质合金生产基地二期项目（建设 1500 吨混合料）	
	年产 210 万件整体刀具生产线项目	已投产
	新增年产 1000 万片可转位刀片生产线项目	已投产
	新增年产 200 万件整体刀具、3000 万件可转位刀片、170 万件超硬刀具项目	预计 2026 年项目建设完成。
	新建年产 250 万件可转位刀具和 50 万件整体刀具。	预计于 2025 年底建成投产。
厦门金鹭硬质合金有限公司	硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（新增 900 吨矿用合金）	
	硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（新增 5200 吨混合料）	目前主体工程建设已完成，搬迁预计于 2025 年年底进行。
	硬质合金工业园（二期）粉末及矿用合金生产线项目（搬迁 7500 吨、6,000 吨 RTP 混合料、1,100 吨矿用合金生产线，新增 4500 吨粉末）	
	硬质合金工业园（一期）-海沧金鹭投资建设棒材生产线项目（其中 5000 吨搬迁，2000 吨新增）	搬迁已完成并复产；新增产线目前正在进行设备采购和安装工作，计划于 2023 年至 2026 年陆续投产。
九江金鹭硬质合金有限公司	新增年产 2000 万片刀片毛坯生产线项目	已建成投产
	建设年产 2 亿片数控刀片基体（即原“刀片毛坯”）厂房并新增年产 5,500 万片数控刀片基体产能项目。	正在进行厂房设计，预计 2026 年下半年陆续投产
成都鼎泰新材料有限责任公司	年产 8000 吨钼新材料生产线	已投产
	新建年产 200 吨精磨钼片生产线项目。	正在进行设备采购，预计 2025 年年底建设完成。
	年产 3000 吨钼新材料生产线	已投产

资料来源：wind，民生证券研究院

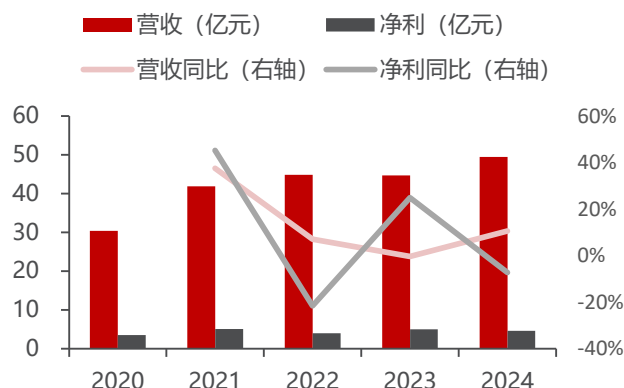
2024 年，厦门钨业硬质合金产品产销量同比持续增长，子公司厦门金鹭营收同比增长 10.56%、洛阳金鹭营收同比增长 5.65%。2024 年，厦门金鹭营收同比增长 10.56%至 49.44 亿元，净利同比下降 7.25%至 4.65 亿元，主要由于钨粉末与硬质合金产品市场需求放缓，竞争加剧，原料价格上涨，盈利能力有所下滑。洛阳金鹭营收同比增长 5.65%至 8.46 亿元，净利同比下降 4.05%至 7215.70 万元，主要因顶锤产品下游需求减少，行业竞争加剧，行业报价下滑，产品销量与售价均同比下降，加上原材料成本同比上涨，产品盈利能力下滑。九江金鹭营收同比上升 5.76%至 16.03 亿元，净利同比增长 33.86%至 9634.71 万元，主要因刀片毛坯和模具材料产品有效开发新产品，拓展新客户，销量同比大幅增加，毛利同比增加。

图16: 厦门钨业硬质合金产销量情况 (单位: 吨)



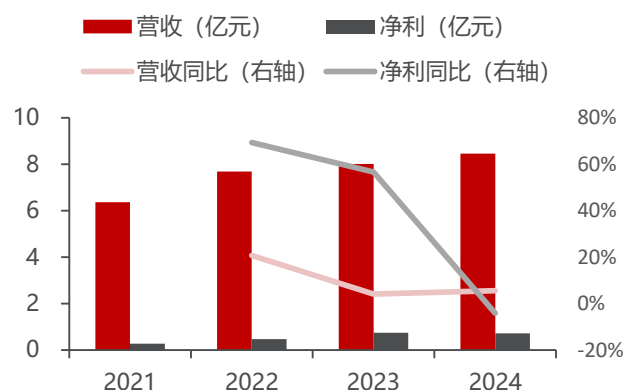
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 2024 年, 厦门金鹭营收同比增长 10.56%至 49.44 亿元, 净利同比下降 7.25%至 4.65 亿元



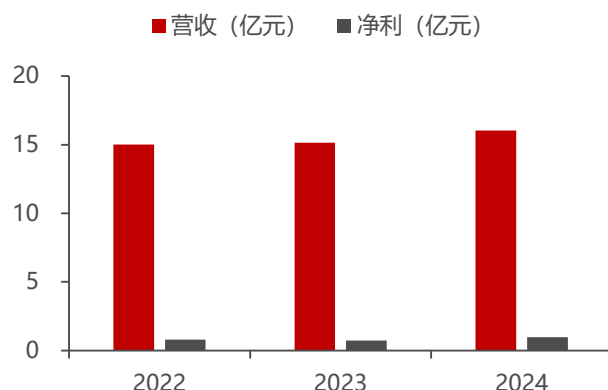
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: 2024 年, 洛阳金鹭营收同比增长 5.65%至 8.46 亿元, 净利同比下降 4.05%至 7215.70 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: 2024 年, 九江金鹭营收同比上升 5.76%至 16.03 亿元, 净利同比增长 33.96%至 9634.71 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

钨矿方面, 公司共有宁化行洛坑钨矿、都昌阳储山钨钼矿、洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿、博白巨典油麻坡钨钼矿四个矿山, 截至 2024 年, 钨储量共计 35.85 万吨 (不包括洛阳豫鹭回收钼尾矿)、钼储量 2.58 万吨, 未来大湖塘矿山有望注入。其中 1) 宁化行洛坑钨矿主要生产黑钨、白钨, 年处理量为 165 万吨, 钨储量为 22.03 万吨, 平均品位为 0.208%。2) 都昌阳储山钨钼矿主要生产白钨和钼, 年处理量为 148.5 万吨, 钨储量为 5.82 万吨、平均品位为 0.159%, 钼储量为 2.58 万吨、平均品位为 0.035%。3) 洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿年处理量为 619 万吨。4) 博白巨典油麻坡钨钼矿。2023 年 1 月, 公司完成收购博白县巨典矿业有限公司 100% 股权, 博白巨典拥有油麻坡钨钼矿采矿权, 该矿具有约 8 万吨 WO₃ 储量。5) 大湖塘矿山有望注入。公司母公司控股子公司江西巨通具有大湖塘钨矿的采矿权, 据 2014 年统计, 大湖塘拥有约 62.16 万吨 WO₃ 储量。

表3：截至 2024 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况

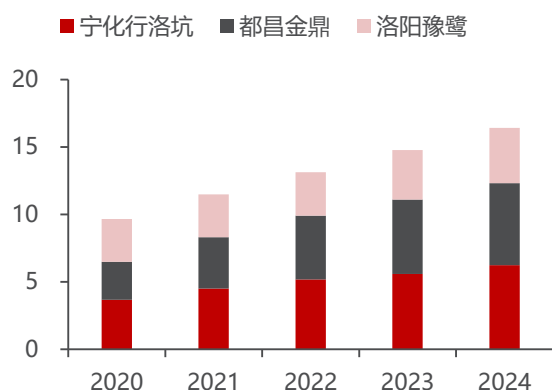
矿山名称	主要品种	储量 (万吨)	品位	年处理量 (万吨)	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
宁化行洛坑钨矿	主要为黑钨、白钨	22.03	0.208%	165	至 2085 年	至 2034 年 9 月
都昌阳储山钨钼矿	白钨、钼	钨: 5.82 钼: 2.58	钨: 0.159% 钼: 0.035%	148.5	至 2048 年	至 2048 年 2 月
洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿	白钨	-	-	619	-	-
博白巨典油麻坡钨钼矿	钨矿	7.9988	0.442%	66	建成后矿山服务年限为 22 年	至 2041 年 1 月
大湖塘钨矿	钨矿	62.159	0.18%	0.24	-	至 2017 年 6 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

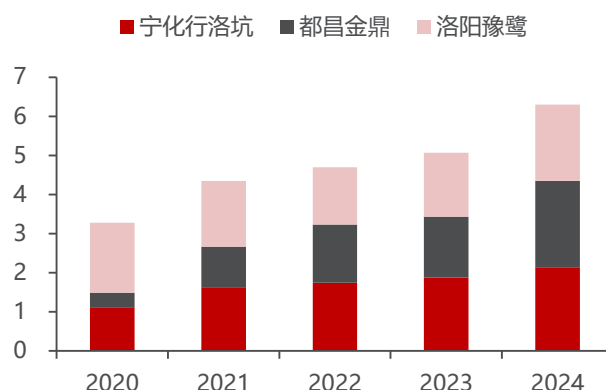
 注 1：储量为折 WO₃ 储量

注 2：截止 2023 年 12 月大湖塘矿还未完成注入

2024 年，厦门钨业旗下矿山企业，宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭总计实现营收 16.41 亿元、同比增长 11.01%，实现归母净利润 6.30 亿元、同比增长 24.18%。其中，宁化行洛坑营收为 6.24 亿元、同比增 11.59%，归母净利为 2.14 亿元、同比增 14.14%。都昌金鼎营收为 6.07 亿元、同比增 10.12%，归母净利为 2.22 亿元、同比增 41.95%。洛阳豫鹭营收为 4.10 亿元、同比增 11.48%，归母净利为 1.95 亿元、同比增 18.72%。

图20：2024 年，厦门钨业三家矿企营收同比增长 11.01%至 16.41 亿元（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

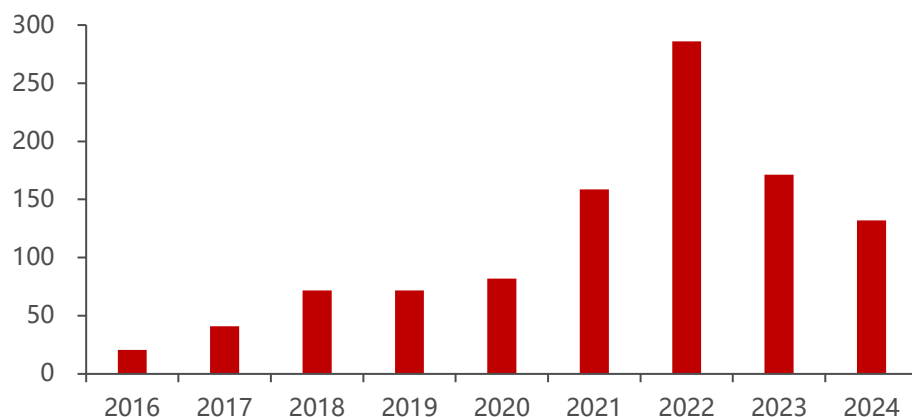
图21：2024 年，厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 24.18%至 6.30 亿元（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 电池材料板块：竞争加剧，盈利承压

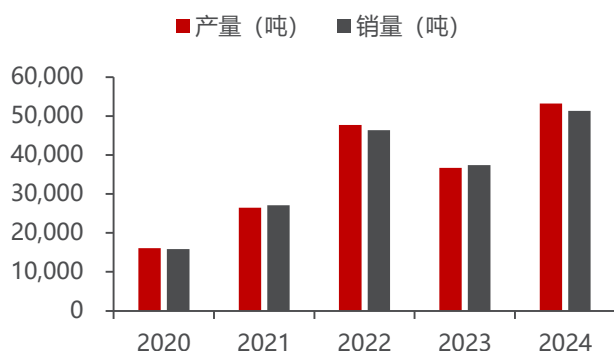
2024 年，电池材料板块营收同比下降 22.96%至 132.01 亿元，销售毛利率同比上升 1.74pct 至 9.62%。1)营业收入：2024 年电池材料营收同比下降 22.96%至 132.01 亿元。2) 毛利率：2024 年，公司电池材料板块整体毛利率为 9.62%，同比上升 1.74pct，受原材料价格下降及行业竞争加剧影响，电池材料板块整体盈利能力下滑。3) 24Q4 盈利下滑，测算 24Q4 新能源材料板块实现营收 34.15 亿元，同比下降 18.48%、环比下降 4.66%；实现利润总额 1.22 亿元，同比提升 9.91%、环比下降 12.86%。

图22：2024 年电池材料营收同比下降 22.96%至 132.01 亿元（单位：亿元）

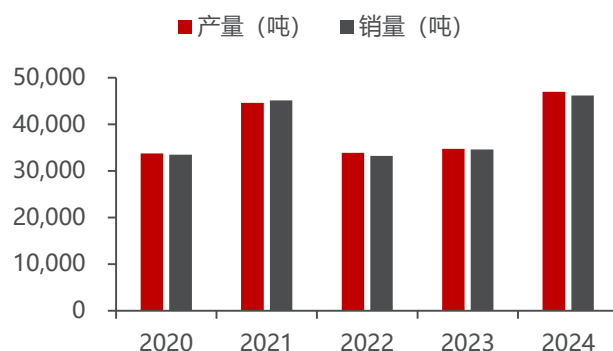


资料来源：wind，民生证券研究院

主要产品销量增长。2024 年，钴酸锂实现销量 4.62 万吨，同比+33.52%，主要受益于 3C 行业复苏及新产品 4.5V 高电压钴酸锂持续放量，市场份额稳居龙头地位；三元材料销量 5.14 万吨，同比+37.45%，主要系公司坚持大客户战略，优化客户结构，凭借高电压、高功率的技术优势积极抢占市场，不断拓展纯电、混动增程及低空经济应用领域，行业排名得到较大提升。

图23：厦门钨业三元材料产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图24：厦门钨业钴酸锂产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

厦钨新能加速布局三元、磷酸铁锂正极材料产能。1) 年产4万吨锂离子电池材料产业化项目（一、二期、三期）项目生产线（主要产品为高镍NCM三元材料，型号包括Ni6系及以上的高镍NCM三元材料（镍含量在60%以上），目前项目已逐步投产。2) 3万吨锂离子电池正极材料扩产项目是海璟基地锂离子电池材料产业化三期项目，各项工作按计划有序推进中。3) 海璟基地锂离子电池材料综合生产车间1.5万吨扩产项目，各项工作按计划有序推进中。4) 宁德基地年产7万吨锂离子电池正极材料项目，各项工作按计划有序推进中。5) 雅安基地年产10万吨磷酸铁锂首期、二期40000吨，一期项目已完成建设并进入生产调试阶段，二期项目正在进行设备安装工作。此外，厦钨新能法国基地4万吨项目正在进行工厂建设前期筹备工作，助力新能源板块推进海外布局。

表4：能源新材料板块重点项目

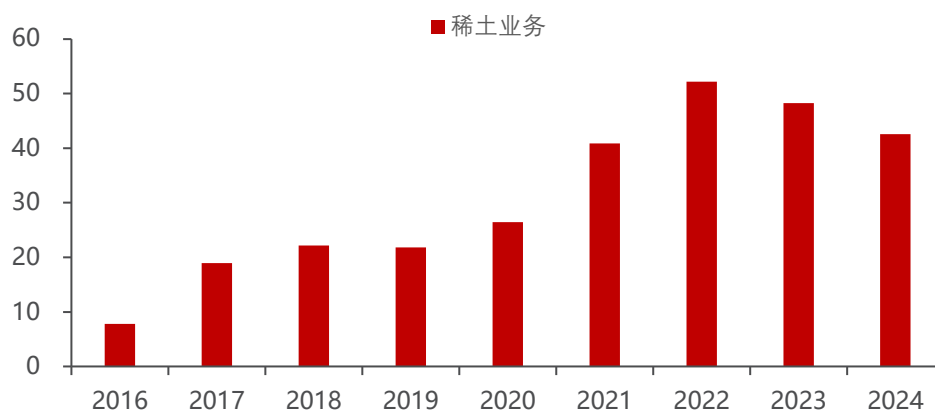
项目名称	产能规划	项目进展
厦钨新能海璟基地	年产40,000吨锂离子电池材料产业化项目（一、二、三期）	目前项目已逐步投产
	年产30,000吨锂离子电池材料（9#生产车间）项目	基建已基本完成，项目有序推进中，受市场环境变化、行业发展变化等多方面因素的影响，项目整体进度较原计划有所延后
	年产15,000吨锂离子电池材料（综合生产车间）项目	各项工作按计划有序推进中
厦钨新能宁德基地	年产70,000吨锂离子电池正极材料项目（C、D车间）	C、D车间主体结构已基本完成，宿舍楼已完成预验收，正在进行设备采购安装工作，预计2028年完成建设。
厦钨新能四川雅安磷酸铁锂项目	总体规划年产100,000吨磷酸铁生产线，其中首期20,000吨、二期20,000吨	项目已建设完成。一期项目主要进行生产调试和客户认证工作，并开始批量供货，二期项目已完成设备采购及安装，正在进行设备调试工作。
福泉厦钨新能源	年产40,000吨前驱体生产线	目已完成总体前置手续和场平工作，正在推进土地规划许可证办理和设计等工作
厦钨新能高端能源材料工程创新中心项目	新增年产1,500吨中试产线。	项目工作有序推进中，已完成桩基工程现场施工，目前主体工程审图已完成，预计2026年上半年完成建设
厦钨新能法国基地	年产40,000吨三元正极材料生产线	正在进行工厂建设前期筹备工作，已成立合资公司，各项工作有序推进

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

2.4 稀土板块：磁材销量增长，板块盈利同比改善

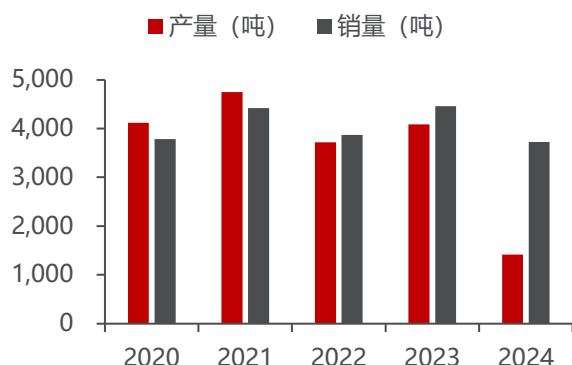
2024 年，稀土业务板块主营收入同比下降 11.81%至 42.57 亿元，毛利率提升 3.61pct 至 10.27%。主要原因是与中国稀土集团进行整合，原控股子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再纳入合并报表范围，这部分业务的归属利润和收入同比大幅度下降。但是公司磁性材料产品加大新能源汽车市场拓展力度，优化订单结构，提升产能利用率，促进内部降本，销量和利润同比大幅增长。1) 营业收入：2024 年，稀土业务营收同比下降 11.81%至 42.57 亿元。2) 毛利率：2024 年，公司稀土板块整体毛利率为 10.27%，同比提升 3.61pct。

图25：2024 年稀土业务营收同比下降 11.81%至 42.57 亿元（单位：亿元）

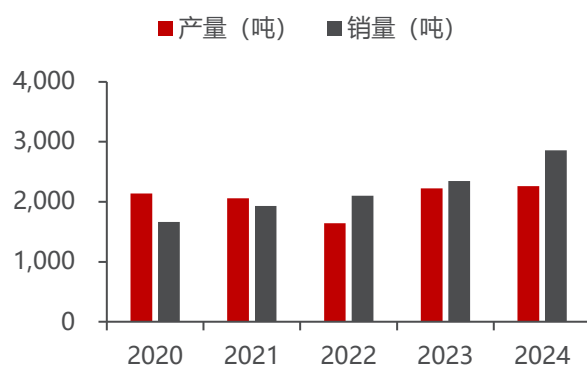


资料来源：wind，民生证券研究院

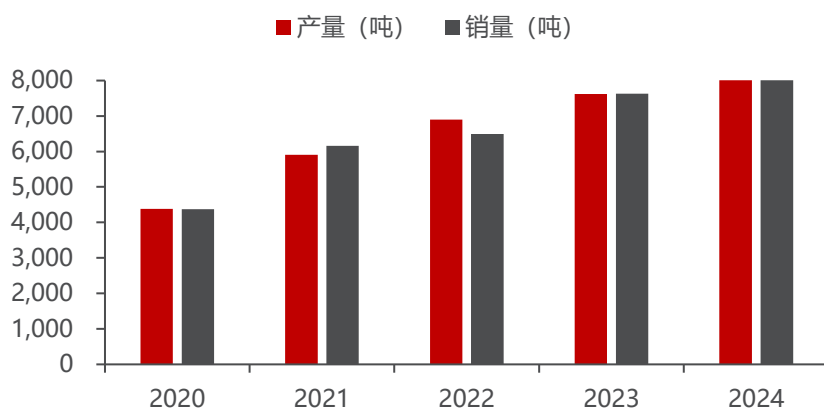
2024 年，公司磁性材料销量同比显著增长 16.24%。2024 年，公司稀土氧化物产量同比下降 65.39%至 1415 吨，销量同比下降 16.49%至 3723 吨，主要系受原金龙稀土冶炼分离业务与中国稀土集团整合不再纳入合并范围影响，销量同比大幅下降。稀土金属产量同比上涨 1.85%至 2263 吨，销量同比增长 21.92%至 2859 吨，产销率为 126.34%。公司磁性材料产品产量同比上涨 19.36%至 9095 吨，销量同比增长 16.24%至 8867 吨，主要系磁性材料产品加大新能源汽车市场拓展力度，优化订单结构，提升产能利用率，促进内部降本，销量同比大幅增长。

图26：厦门钨业稀土氧化物产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图27：厦门钨业稀土金属产销量情况


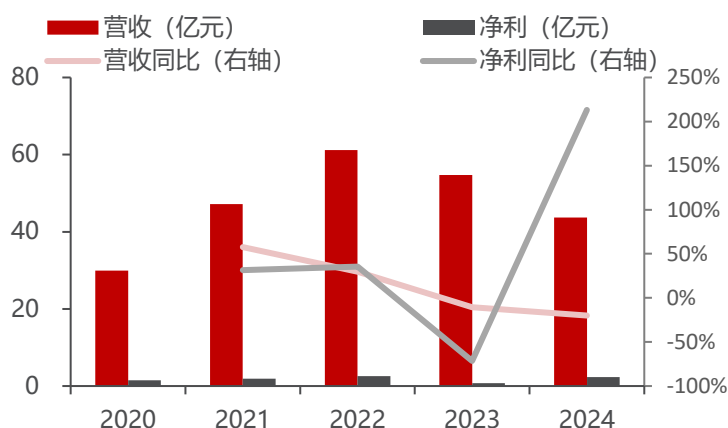
资料来源：wind，民生证券研究院

图28：厦门钨业磁性材料产销量情况


资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年，公司稀土板块子公司金龙稀土（原长汀金龙）营收同比下降 20.15% 至 43.72 亿元，净利同比增长 213.22%至 2.30 亿元。金龙稀土（原长汀金龙）主要生产销售稀土氧化物、稀土金属、磁性材料、晶体材料产品。2024 年，由于与中国稀土集团进行整合，原子公司龙岩稀土公司和原金龙稀土冶炼分离业务 2024 年不再纳入合并报表范围。由于稀土冶炼分离业务转让，以及主要原料与产品价格下行，公司整体销售收入同比下降；但主要深加工产品磁性材料产能利用率提升和订单结构优化，盈利能力显著改善。

图29：2024 年，金龙稀土营收同比下降 20.15%至 43.72 亿元，净利同比上升 213.22%至 2.30 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

公司将重点发展下游磁材业务，磁材产能将由 1.2 万吨提升至 1.7 万吨。稀土板块在建工程为 5000 吨高性能稀土永磁材料扩产项目，目前各项工作有序推进，建成后公司磁材产能将提升至 1.7 万吨。

表5：厦门钨业稀土业务板块在建项目

项目名称	工程进度
5000 吨高性能稀土永磁材料扩建项目	正在进行厂房建设，各项工作有序推进
5,000 吨（首期）高性能钕铁硼磁性材料项目	正在进行土建工作，预计 2025 年下半年完成建设。
建设 1,400 吨纳米级稀土氧化物产线项目。	正在进行工程招标与设备采购，预计 2025 年下半年逐步投产。
建设年处理 15,000 吨稀土废料的稀土 二次资源回收项目（一期）	部分车间土建工程已完成，正在进行设备安装，各项工作有序推进中。
建设年产 15 吨的锆酸铋（BGO）晶体生 产线项目	正在进行设备安装，2025 年至 2027 年陆续投产。

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院整理

2.5 房地产板块：积极推进相关业务剥离

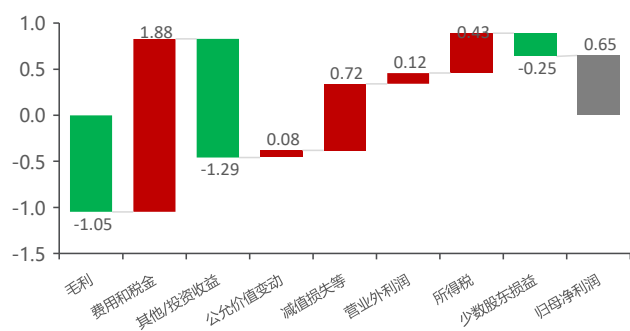
2024 年房地产业务实现营业收入 0.51 亿元，同比下降 62.41%；利润总额 -0.30 亿元，同比减亏 1.03 亿元。公司完成处置成都滕王阁地产及成都滕王阁物业股权，2024 年确认投资收益 1.45 亿元。公司积极推进房地产业务的剥离，对业绩拖累将逐步缓解。

2.6 2025Q1 点评：光伏钨丝出货放缓

2025Q1 vs 2024Q4: 2025Q1 归母净利润环比增长 0.65 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+1.88 亿元)、公允价值变动 (+0.08 亿元)、减值损失等 (+0.72 亿元)、营业外收支 (+0.12 亿元)、所得税 (+0.43 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-1.05 亿元)、其他/投资收益 (-1.29 亿元)、少数股东损益 (-0.25 亿元)。

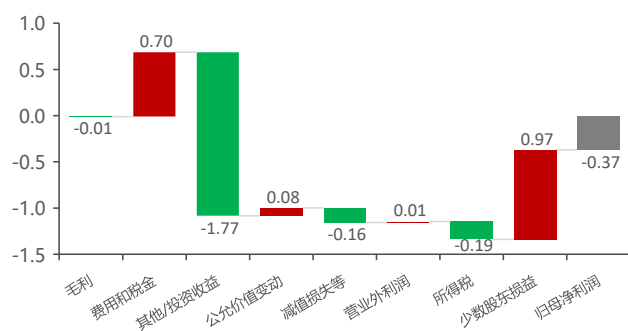
2025Q1 vs 2024Q1: 2025Q1 归母净利润同比减少 0.37 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+0.70 亿元)、公允价值变动 (+0.08 亿元)、少数股东损益 (+0.97 亿元)；主要的减利点包括其他/投资收益 (-1.77 亿元)、减值损失等 (-0.16 亿元)、所得税 (-0.19 亿元)。

图30：2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)



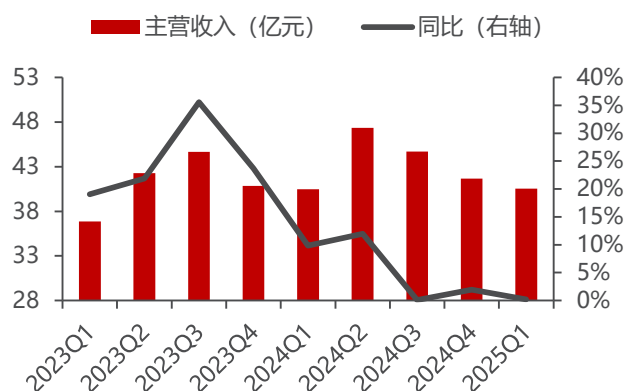
资料来源：wind，民生证券研究院

图31：2025Q1 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)

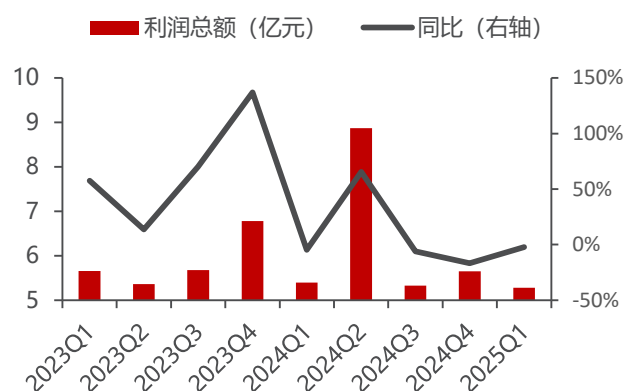


资料来源：wind，民生证券研究院

25Q1 公司光伏钨丝出货放缓，钨钼板块实现利润总额 5.28 亿元，同比下降 2.35%。 25Q1，公司钨钼业务实现营业收入 40.54 亿元，同比增长 0.18%；实现利润总额 5.28 亿元，同比下降 2.35%。细分来看，切削工具产品销量同比增长 8%，销售收入同比增长 15%；细钨丝销量 325 亿米，同比下降 5%，销售收入同比下降 28%，主要原因是下游光伏加工应用的需求减少，同时公司根据市场情况，调整产品价格以进一步提升细钨丝在光伏行业应用的渗透率。25Q1 钨精矿价格约 14.30 万元/吨，环比+0.50%，同比+15.20%。

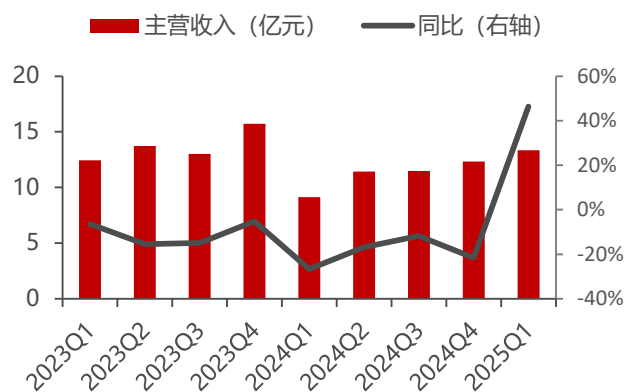
图32：钨钼板块季度营收（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

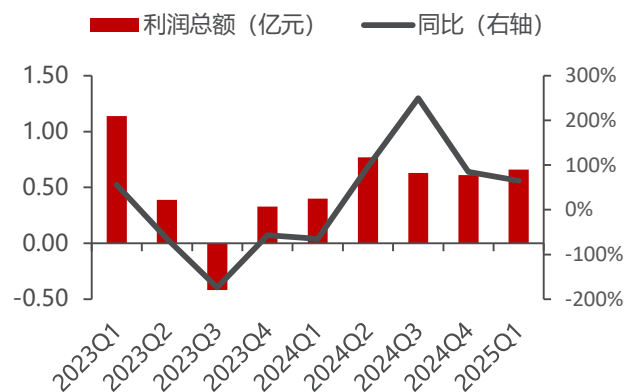
图33：钨钼板块季度利润（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

25Q1 稀土板块实现利润总额 0.66 亿元，同比增长 65.10%。25Q1 公司稀土业务营业收入 13.35 亿元，同比增长 46.36%；实现利润总额 0.66 亿元，同比增长 65.10%；主要系深加工产品磁性材料销量同比增长 49%，营业收入同比增加 35%。

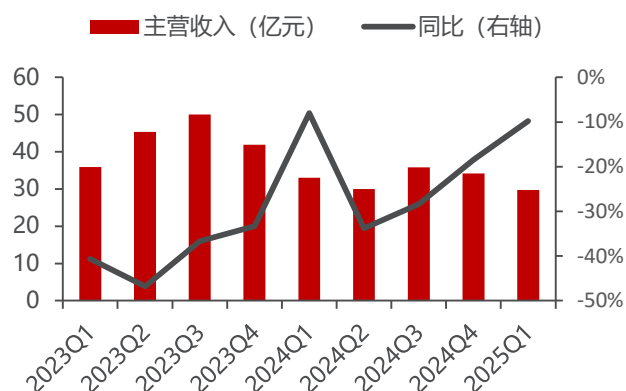
图34：稀土板块季度营收（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

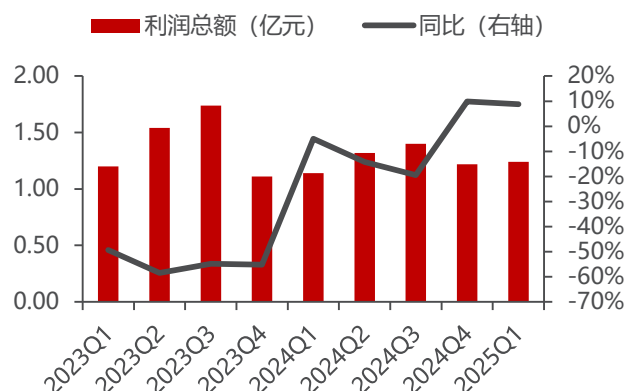
图35：稀土板块季度利润（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

25Q1 能源新材料板块环比改善，实现利润总额 1.24 亿元，同比增长 8.52%。25Q1，三元材料销量 1.09 万吨，同比下降 32%，营收同比下降 36%；钴酸锂销量 1.23 万吨，同比增长 47%，营收同比增加 24%。

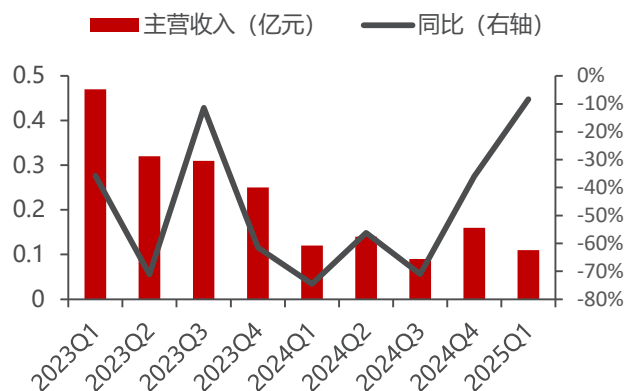
图36：能源新材料板块季度营收（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

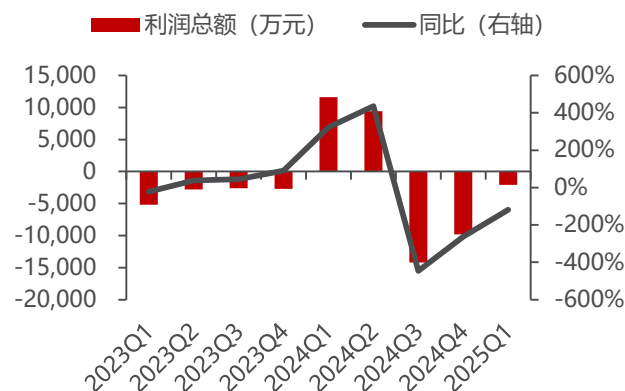
图37：能源新材料板块季度利润（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

25Q1 房地产亏损 0.21 亿元，同比增亏 1.37 亿元。2025 Q1，房地产业务实现营业收入 0.11 亿元，同比下降 9.09%；实现利润总额-0.21 亿元，同比增亏 1.37 亿元，主要由于上年同期完成处置成都滕王阁地产及成都滕王阁物业股权，确认投资收益 1.45 亿元，25Q1 无投资收益确认。

图38：房地产板块季度营收（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图39：房地产板块季度利润（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

公司光伏钨丝持续放量, 叠加钨价上涨增厚矿端利润, 公司钨钼板块表现强劲。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 20.36/22.24/24.07 亿元, 对应现价, 2025-2027 年 PE 依次为 14/13/12 倍, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 经济波动影响需求和价格的风险。公司钨钼、稀土、能源新材料产品与宏观经济紧密相关。全球经济的波动将影响公司有色金属产品的价格和下游需求，特别是出口需求，进而导致公司的收入和利润产生波动。

2) 原材料风险。公司钨钼材料、稀土业务所需原材料部分靠自有矿山或废料回收供给，部分自外部采购取得，电池材料原料大部分需向外采购，原材料供应安全存在一定风险。此外如钨、稀土、钴锂等原材料的价格发生大幅波动，将对公司的经营业绩产生较大的不利影响。

3) 项目不达预期的风险。未来行业政策、市场环境、技术进步等因素可能发生重大变化或不达预期，同时在项目建设过程中可能存在不可控事项，以上不确定因素将直接影响项目的建设进度、投资回报和公司的预期收益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	35,196	40,402	44,647	46,365
营业成本	28,850	33,185	36,748	38,019
营业税金及附加	232	242	268	278
销售费用	412	444	491	510
管理费用	1,008	1,172	1,295	1,345
研发费用	1,456	1,616	1,786	1,855
EBIT	3,337	4,165	4,527	4,844
财务费用	304	389	400	380
资产减值损失	-311	-277	-306	-317
投资收益	225	242	268	278
营业利润	3,272	3,742	4,089	4,425
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	3,244	3,742	4,089	4,425
所得税	539	561	613	664
净利润	2,706	3,180	3,475	3,762
归属于母公司净利润	1,728	2,036	2,224	2,407
EBITDA	4,554	5,415	5,832	6,186

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,974	5,446	7,115	9,616
应收账款及票据	5,425	6,232	6,887	7,152
预付款项	255	332	367	380
存货	8,383	8,942	9,901	10,244
其他流动资产	3,115	5,318	5,563	5,662
流动资产合计	24,153	26,269	29,834	33,055
长期股权投资	3,657	3,657	3,657	3,657
固定资产	11,669	12,619	13,253	13,675
无形资产	1,676	1,676	1,676	1,676
非流动资产合计	21,311	21,343	21,341	21,338
资产合计	45,464	47,612	51,174	54,393
短期借款	2,581	3,106	3,106	3,106
应付账款及票据	6,694	6,268	6,941	7,181
其他流动负债	5,095	6,184	6,383	6,459
流动负债合计	14,370	15,558	16,431	16,746
长期借款	5,902	4,290	4,290	4,290
其他长期负债	840	881	881	881
非流动负债合计	6,743	5,171	5,171	5,171
负债合计	21,113	20,729	21,602	21,917
股本	1,588	1,588	1,588	1,588
少数股东权益	8,448	9,593	10,844	12,199
股东权益合计	24,351	26,882	29,572	32,475
负债和股东权益合计	45,464	47,612	51,174	54,393

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-10.66	14.79	10.51	3.85
EBIT 增长率	-0.41	24.80	8.70	7.00
净利润增长率	7.88	17.80	9.27	8.23
盈利能力 (%)				
毛利率	18.03	17.86	17.69	18.00
净利率	4.91	5.04	4.98	5.19
总资产收益率 ROA	3.80	4.28	4.35	4.43
净资产收益率 ROE	10.87	11.77	11.88	11.87
偿债能力				
流动比率	1.68	1.69	1.82	1.97
速动比率	0.91	0.92	1.02	1.16
现金比率	0.49	0.35	0.43	0.57
资产负债率 (%)	46.44	43.54	42.21	40.29
经营效率				
应收账款周转天数	58.19	49.84	50.98	52.54
存货周转天数	98.59	93.97	92.30	95.38
总资产周转率	0.83	0.87	0.90	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.28	1.40	1.52
每股净资产	10.02	10.89	11.80	12.77
每股经营现金流	1.95	1.84	2.49	3.08
每股股利	0.42	0.49	0.54	0.59
估值分析				
PE	17	14	13	12
PB	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.16	6.87	6.37	6.01
股息收益率 (%)	2.27	2.68	2.92	3.16

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,706	3,180	3,475	3,762
折旧和摊销	1,217	1,250	1,305	1,342
营运资金变动	-1,230	-1,954	-1,264	-653
经营活动现金流	3,099	2,916	3,954	4,887
资本开支	-2,085	-1,218	-1,271	-1,309
投资	-1,296	-2,076	0	0
投资活动现金流	-3,326	-3,072	-1,004	-1,031
股权募资	3,738	0	0	0
债务募资	343	-261	0	0
筹资活动现金流	2,632	-1,373	-1,282	-1,355
现金净流量	2,422	-1,528	1,669	2,501

插图目录

图 1: 2024 年, 公司实现营收 351.96 亿元	3
图 2: 2024 年, 公司实现归母净利润 17.28 亿元	3
图 3: 2025Q1, 公司实现营收 83.76 亿元	3
图 4: 2025Q1, 公司实现归母净利润 3.91 亿元	3
图 5: 2024 年, 钨钼板块营收占比最大为 48.54% (单位: %)	4
图 6: 2024 年, 钨钼板块毛利润最大为 45.04 亿元 (单位: 亿元)	4
图 7: 2024, 钨钼板块毛利率最高为 26.37%	4
图 8: 2024 年, 公司净利率为 7.69%	5
图 9: 2024 年三费费用占营收比重为 4.90%	5
图 10: 2024 年, 研发费用为 14.56 亿元	5
图 11: 2024 年, 资产减值损失共计-3.11 亿元	5
图 12: 2024 年钨钼等有色金属制品营收同比增长 9.73%至 170.84 亿元 (单位: 亿元)	6
图 13: 2024 年厦门钨业细钨丝销量 1354 亿米	7
图 14: 厦门钨业细钨丝产能情况 (单位: 亿米)	7
图 15: 2024 年, 厦门虹鹭营收同比增长 26.68%至 39.46 亿元, 净利同比增长 13.12%至 9.42 亿元	7
图 16: 厦门钨业硬质合金产销量情况 (单吨: 吨)	9
图 17: 2024 年, 厦门金鹭营收同比增长 10.56%至 49.44 亿元, 净利同比下降 7.25%至 4.65 亿元	9
图 18: 2024 年, 洛阳金鹭营收同比增长 5.65%至 8.46 亿元, 净利同比下降 4.05%至 7215.70 万元	9
图 19: 2024 年, 九江金鹭营收同比上升 5.76%至 16.03 亿元, 净利同比增长 33.96%至 9634.71 万元	9
图 20: 2024 年, 厦门钨业三家矿企营收同比增长 11.01%至 16.41 亿元 (单位: 亿元)	10
图 21: 2024 年, 厦门钨业三家矿企归母净利润同比增长 24.18%至 6.30 亿元 (单位: 亿元)	10
图 22: 2024 年电池材料营收同比下降 22.96%至 132.01 亿元 (单位: 亿元)	11
图 23: 厦门钨业三元材料产销量情况	12
图 24: 厦门钨业钴酸锂产销量情况	12
图 25: 2024 年稀土业务营收同比下降 11.81%至 42.57 亿元 (单位: 亿元)	13
图 26: 厦门钨业稀土氧化物产销量情况	14
图 27: 厦门钨业稀土金属产销量情况	14
图 28: 厦门钨业磁性材料产销量情况	14
图 29: 2024 年, 金龙稀土营收同比下降 20.15%至 43.72 亿元, 净利同比上升 213.22%至 2.30 亿元	15
图 30: 2025Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	16
图 31: 2025Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	16
图 32: 钨钼板块季度营收 (单位: 亿元)	17
图 33: 钨钼板块季度利润 (单位: 亿元)	17
图 34: 稀土板块季度营收 (单位: 亿元)	17
图 35: 稀土板块季度利润 (单位: 亿元)	17
图 36: 能源新材料板块季度营收 (单位: 亿元)	18
图 37: 能源新材料板块季度利润 (单位: 亿元)	18
图 38: 房地产板块季度营收 (单位: 亿元)	18
图 39: 房地产板块季度利润 (单位: 万元)	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 厦门钨业钨丝业务项目情况	6
表 2: 厦门钨业硬质合金业务在建工程和计划建设情况	8
表 3: 截至 2024 年 12 月厦门钨业钨矿矿山情况	10
表 4: 能源新材料板块重点项目	12
表 5: 厦门钨业稀土业务板块在建项目	15
公司财务报表数据预测汇总	21

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。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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
	行业评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048