

厦门钨业（600549.SH）年报及一季报点评

多产品销量持续提升，24 业绩稳定增长

- **主营业务产品销量增加，细钨丝 2025Q1 业绩承压。**2024 年公司硬质合金销量 7352 吨，同增 8.35%。切削工具销量约 5130 万件，同增 2.22%。细钨丝销量 1354 亿米，同增 55.97%，主因市场需求增长及公司优化营销策略。钴酸锂销量为 4.62 万吨，同增 33.52%，主因 3C 行业复苏及新产品 4.5V 高电压钴酸锂持续放量；三元材料销量为 5.14 万吨，同增 37.45%，主因新能源需求增速加快。2025 年第一季度，细钨丝销量 325 亿米，同比下降 5%，收入同比下降 28%，主因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。
- **2024 收入下降，毛利率有所上升。**2024 年公司实现营业收入 351.96 亿元，同减 10.66%。其中钨钼营收 174.14 亿元，同增 5.78%；能源新材料营收 132.97 亿元，同减 23.19%；稀土营收 44.35 亿元，同减 19.21%。公司整体毛利率为 18.03%，同增 1.51pct，主因能源新材料及稀土主要原料价格下降，营业成本降低。2025 年第一季度，公司实现营业收入 83.76 亿元，同增 1.29%；其中新能源电池材料营收 29.77 亿元，同减 9.77%；钨钼营收 40.54 亿元，同增 0.18%；稀土营收 13.35 亿元，同增 46.36%，主因深加工产品磁性材料销量大幅增加。2025 年一季度毛利率为 16.47%，同减 0.22pct。
- **期间费用率上升，业绩稳定增长。**2024 年公司期间费用率为 9.04%，同增 0.27pct，其中销售费用率为 1.17%，同增 0.23pct；管理费用率为 2.86%，同增 0.40pct，主因职工薪酬和折旧摊销费用增加；财务费用率为 0.86%，同减 0.43pct，主因本期有息负债同比减少，且融资成本同比下降，利息支出减少；研发费用率为 4.14%，同增 0.05pct。公司 2024 年归母净利润 17.28 亿元，同增 7.88%。2025 年第一季度归母净利润 3.91 亿元，同减 8.46%。
- **现金流稳定，资产负债率下降。**公司收现比为 0.8545，同减 1.45pct；付现比为 0.7924，同减 0.73pct，主因为原材料价格下降，采购成本降低。综合来看，经营净现金流量净额 30.97 亿元，同比少流入 11.89 亿元。投资净现金流量净额-33.26 亿元，同比多流出 7.4 亿元，主因使用暂时闲置募集资金理财投资支出增加。公司资产负债率为 46.44%，同降 5pct，主因货币资金显著增加。
- **投资建议：**公司钨钼板块优势显著，利润占比持续提升，公司长期向好趋势不变。预计 2025-2027 年归母净利润 19.84、23.01、25.31 亿元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原料价格波动风险、宏观经济风险、项目进展风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	39398	35196	38051	40949	43620
同比增长	-18%	-11%	8%	8%	7%
营业利润(百万元)	2935	3272	3760	4363	4803
同比增长	13%	11%	15%	16%	10%
归母净利润(百万元)	1602	1728	1984	2301	2531
同比增长	11%	8%	15%	16%	10%
每股收益(元)	1.01	1.09	1.25	1.45	1.59
PE	18.3	16.9	14.7	12.7	11.6
PB	2.6	1.8	1.7	1.5	1.4

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：18.42 元

基础数据

总股本（百万股）	1588
已上市流通股（百万股）	1418
总市值（十亿元）	29.2
流通市值（十亿元）	26.1
每股净资产（MRQ）	10.3
ROE（TTM）	10.4
资产负债率	45.6%
主要股东	福建省稀有稀土(集团)有限
主要股东持股比例	28.38%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《厦门钨业（600549）—主要产品产量高增，业绩持续增长》2024-10-27
- 2、《厦门钨业（600549）—业绩同比大涨，钨丝销量持续高增》2024-08-24
- 3、《厦门钨业（600549）—正极材料拖累收入，钨丝放量拉动业绩》2024-04-19

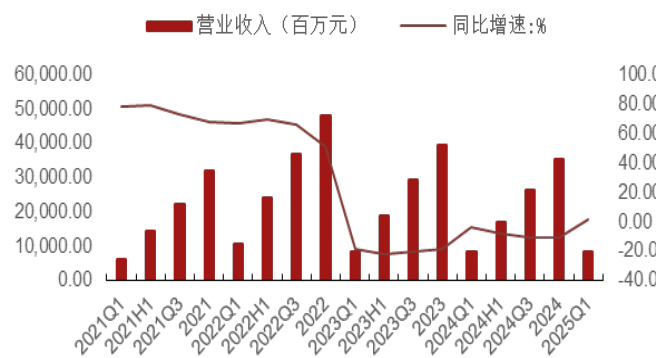
刘伟洁 S1090519040002

liuwei jie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

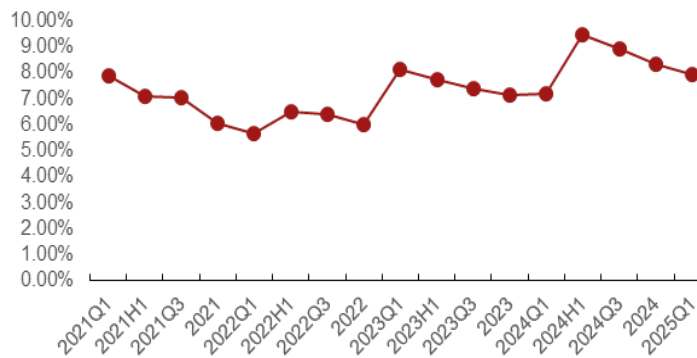
jiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入及增速



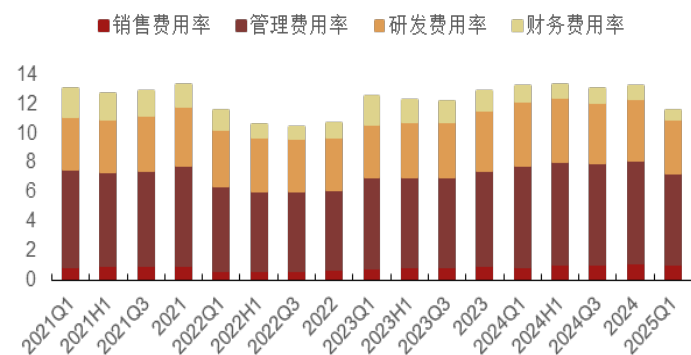
资料来源：iFind，招商证券

图 2 公司整体毛利率



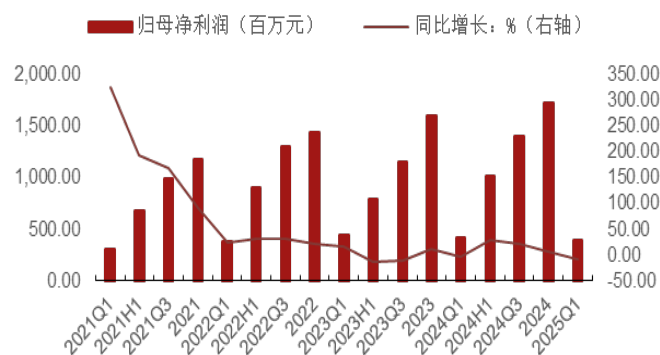
资料来源：iFind，招商证券

图 3 公司期间费用率



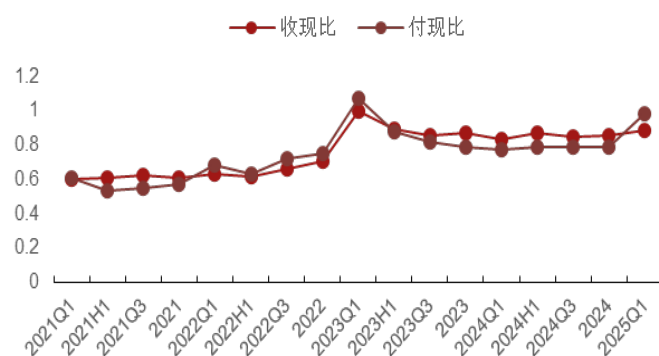
资料来源：iFind，招商证券

图 4 公司归母净利润及增速



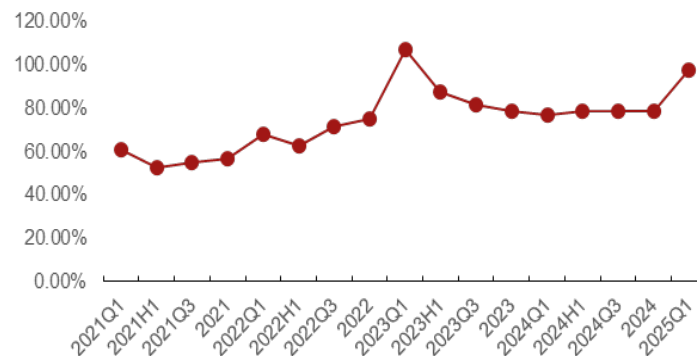
资料来源：iFind，招商证券

图 5 公司收现比及付现比



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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	20069	24153	21898	22978	25399
现金	2851	6974	3460	3261	4421
交易性投资	504	503	503	503	503
应收票据	242	247	267	287	306
应收款项	6201	5178	5598	6025	6417
其它应收款	186	104	112	121	129
存货	7419	8383	8973	9573	10204
其他	2666	2763	2985	3210	3419
非流动资产	19203	21311	22463	23492	24412
长期股权投资	3300	3657	3657	3657	3657
固定资产	10138	11669	13035	14252	15338
无形资产商誉	1670	1690	1521	1369	1232
其他	4095	4295	4250	4214	4185
资产总计	39273	45464	44360	46471	49812
流动负债	10899	14370	10826	9929	9997
短期借款	2166	2581	1865	464	0
应付账款	5566	6694	7165	7643	8148
预收账款	697	445	477	509	542
其他	2470	4650	1320	1314	1308
长期负债	9303	6743	6743	6743	6743
长期借款	7027	5902	5902	5902	5902
其他	2276	840	840	840	840
负债合计	20201	21113	17569	16672	16740
股本	1418	1588	1588	1588	1588
资本公积金	3294	6644	6644	6644	6644
留存收益	6500	7672	8989	10695	12536
少数股东权益	7859	8448	9571	10873	12305
归属于母公司所有者权益	11212	15903	17220	18926	20767
负债及权益合计	39273	45464	44360	46471	49812

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4286	3099	3586	4183	4599
净利润	2517	2706	3107	3603	3964
折旧摊销	1148	1186	1476	1598	1707
财务费用	544	337	346	337	237
投资收益	(95)	(225)	(579)	(579)	(579)
营运资金变动	214	(942)	(763)	(775)	(729)
其它	(42)	37	0	0	0
投资活动现金流	(2586)	(3326)	(2048)	(2048)	(2048)
资本支出	(2104)	(2114)	(2628)	(2628)	(2628)
其他投资	(482)	(1212)	579	579	579
筹资活动现金流	(1040)	2632	(5053)	(2334)	(1391)
借款变动	471	1423	(4040)	(1401)	(464)
普通股增加	(0)	169	0	0	0
资本公积增加	66	3350	0	0	0
股利分配	(496)	(567)	(667)	(595)	(690)
其他	(1081)	(1743)	(346)	(337)	(237)
现金净增加额	660	2404	(3514)	(199)	1160

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39398	35196	38051	40949	43620
营业成本	32888	28850	30880	32943	35116
营业税金及附加	251	232	251	270	287
营业费用	369	412	342	491	523
管理费用	968	1008	1103	1065	1047
研发费用	1609	1456	1674	1802	1919
财务费用	509	304	346	337	237
资产减值损失	(307)	(242)	(274)	(258)	(266)
公允价值变动收益	4	7	7	7	7
其他收益	339	348	348	348	348
投资收益	95	225	225	225	225
营业利润	2935	3272	3760	4363	4803
营业外收入	13	6	6	6	6
营业外支出	31	34	34	34	34
利润总额	2917	3244	3733	4336	4775
所得税	400	539	626	733	812
少数股东损益	916	978	1123	1302	1432
归属于母公司净利润	1602	1728	1984	2301	2531

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-18%	-11%	8%	8%	7%
营业利润	13%	11%	15%	16%	10%
归母净利润	11%	8%	15%	16%	10%
获利能力					
毛利率	16.5%	18.0%	18.8%	19.6%	19.5%
净利率	4.1%	4.9%	5.2%	5.6%	5.8%
ROE	15.1%	12.7%	12.0%	12.7%	12.8%
ROIC	10.5%	9.0%	9.5%	10.9%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	46.4%	39.6%	35.9%	33.6%
净负债比率	26.4%	26.0%	17.5%	13.7%	11.8%
流动比率	1.8	1.7	2.0	2.3	2.5
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.1	3.7	3.6	3.6	3.6
应收账款周转率	5.6	5.9	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	5.3	4.7	4.5	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	1.01	1.09	1.25	1.45	1.59
每股经营净现金	2.70	1.95	2.26	2.63	2.90
每股净资产	7.06	10.02	10.85	11.92	13.08
每股股利	0.36	0.42	0.37	0.43	0.48
估值比率					
PE	18.3	16.9	14.7	12.7	11.6
PB	2.6	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	11.7	11.3	9.5	8.4	7.8

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。