

中钨高新（000657.SZ）年报及一季报点评

收入稳定增长，柿竹园并表增厚业绩

- **收入同比增长。**2024 年公司实现营业收入 147.43 亿元，同增 7.8%。分产品来看，切削刀具及工具收入 31.89 亿元，同增 4.31%，主因市场规模在政策支持、技术升级及出口扩张的多重驱动下持续增长；其他硬质合金收入 33.56 亿元，同降 2.19%；难熔金属收入 24.26 亿元，同增 11.68%；粉末制品收入 45.73 亿元，同增 32.22%。2025Q1 公司收入 33.92 亿元，同增 3.52%，主因公司经营规模扩大。
- **柿竹园并表，增厚业绩。**2024 年公司整体毛利率为 22.07%，按可比口径同比上升 0.85pct。其中，刀片产品毛利率 33.30%，同比下滑 1.72pct；合金制品毛利率 18.63%，同比下滑 0.51pct；难熔金属毛利率 10.33%，同减 2.68pct；粉末制品毛利率 23.61%，同增 5.09pct。2025Q1 公司整体毛利率为 20.63%，同比上升 6.47pct。公司已于 2024 年 12 月以发行股份及支付现金的方式购买湖南柿竹园有色金属有限责任公司 100% 股权，并于 12 月正式并表，柿竹园公司拥有目前全球在产的最大单体钨矿山，年产钨精矿 0.78 万吨。2024 年柿竹园实现收入 35.71 亿元，净利润 7.05 亿元。
- **期间费用率上升，25Q1 业绩增长。**2024 年期间费用率 13.42%，同增 1.12pct。其中，销售费用率 3.00%，同降 0.20pct；财务费用率 0.58%，同增 0.19pct，主因人民币汇率变动导致汇兑收益减少；管理费用率 5.14%，同增 0.48pct，主因公司开展资产重组项目和精益管理咨询等项目；研发费用率 4.71%，同增 0.65pct。2024 年公司归母净利润 9.39 亿元，按可比口径同增 17.47%；扣非归母净利润 1.62 亿元，同减 51.38%，主因钨价上涨及硬质合金景气度下滑。2025Q1 公司归母净利润 2.21 亿元，按可比口径同增 3.24%。
- **经营现金流改善，负债率下降。**公司 2024 年收现比为 0.7864，同增 0.0330；付现比为 0.7545，同增 0.0842。综合来看，经营现金流净额 9.02 亿元，同比多流入 7.50 亿元；投资活动现金流净额-8.50 亿元，同比多流出 5.51 亿元，主因公司因技改等项目支出同比增加和 2023 年土地收储，处置资产。公司 2024 年资产负债率为 52.40%，同降 2.51pct。
- **投资建议：**公司聚焦钨全产业链一体化发展，实现营收与利润双增长。柿竹园优质钨资源顺利注入，显著提升原料自给率与成本管控能力。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 10.94 亿元、13.23 亿元、14.76 亿元。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**钨价格波动风险、汇率风险、下游需求不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12736	14743	16408	18051	19790
同比增长	-3%	16%	11%	10%	10%
营业利润(百万元)	637	1139	1329	1611	1821
同比增长	-10%	79%	17%	21%	13%
归母净利润(百万元)	485	939	1094	1323	1476
同比增长	-9%	94%	16%	21%	12%
每股收益(元)	0.21	0.41	0.48	0.58	0.65
PE	44.9	23.2	19.9	16.5	14.7
PB	3.8	2.9	2.1	1.9	1.8

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

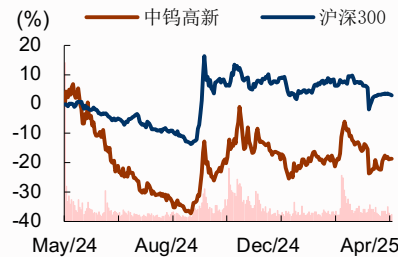
当前股价：9.55 元

基础数据

总股本（百万股）	2279
已上市流通股（百万股）	1247
总市值（十亿元）	21.8
流通市值（十亿元）	11.9
每股净资产（MRQ）	4.2
ROE（TTM）	11.5
资产负债率	48.6%
主要股东	中国五矿股份有限公司
主要股东持股比例	33.37%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	2	-11
相对表现	-0	5	-15



相关报告

- 1、《中钨高新（000657）一收入稳定增长，净利润下滑》2024-10-30
- 2、《中钨高新（000657）一刀片销量高增，收入稳定增长》2024-08-26
- 3、《中钨高新（000657）一交易对价基本符合预期，钨价上涨推动业绩大增》2024-06-18

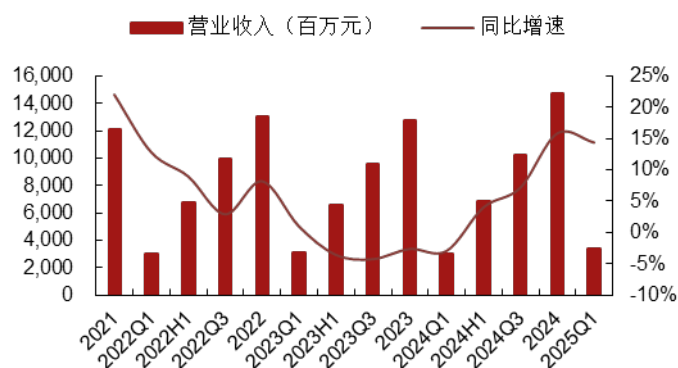
刘伟洁 S1090519040002

liuwei jie@cmschina.com.cn

贾宏坤 S1090522090001

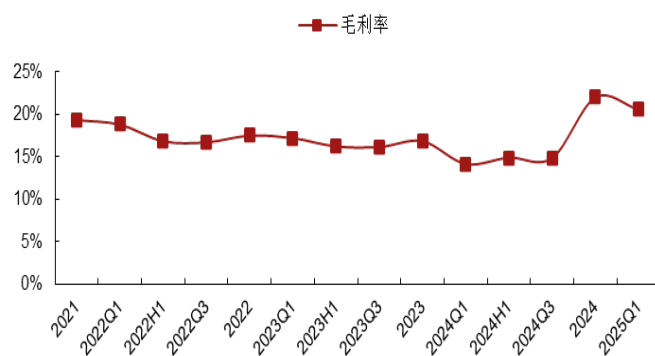
jiahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司营业收入（左轴）及增速（右轴）



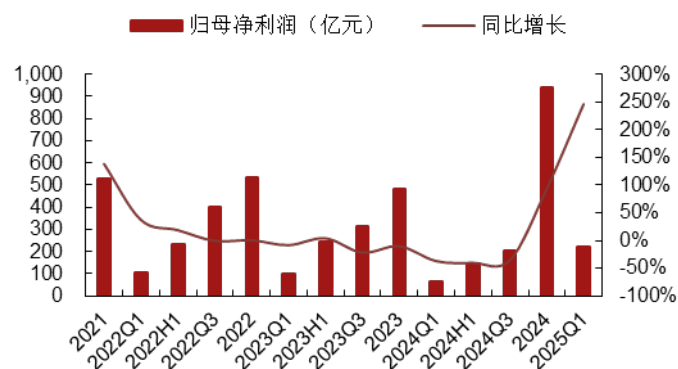
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率



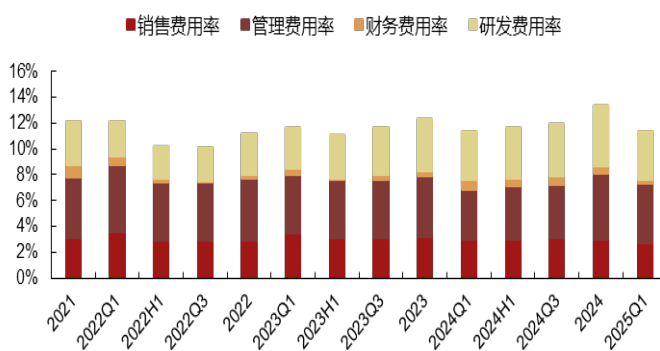
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司归母净利润（左轴）及增速（右轴）



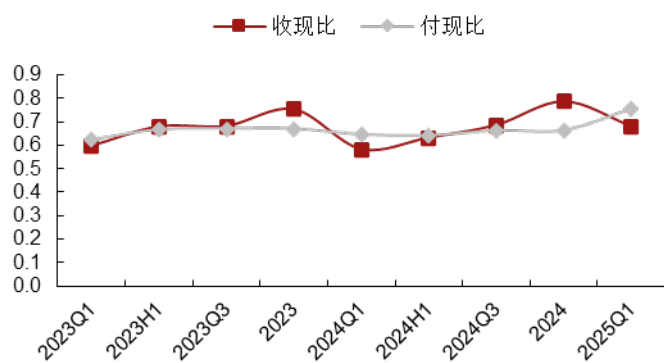
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司期间费用率



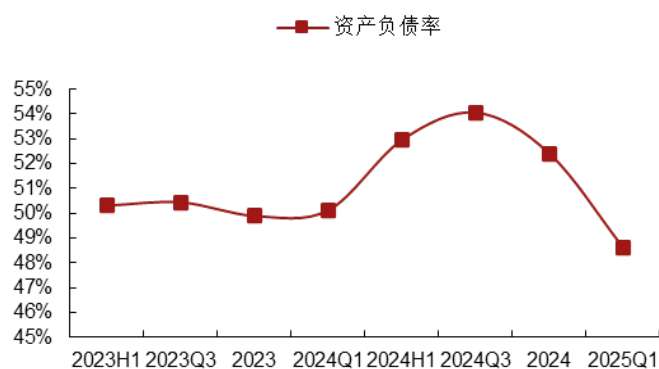
资料来源：iFind、招商证券

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8152	10249	11229	12164	13462
现金	867	1517	1518	1505	1807
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	1565	2078	2313	2544	2789
应收款项	1833	2166	2411	2653	2908
其它应收款	67	91	101	111	122
存货	3334	3747	4164	4557	4967
其他	486	648	721	793	868
非流动资产	4823	7167	8130	8922	9571
长期股权投资	0	88	88	88	88
固定资产	3642	4925	5987	6867	7596
无形资产商誉	476	922	830	747	672
其他	705	1232	1225	1219	1215
资产总计	12975	17416	19360	21085	23033
流动负债	4653	6707	5889	6488	7209
短期借款	987	1492	1180	1420	1766
应付账款	1348	1779	1977	2164	2359
预收账款	146	185	205	225	245
其他	2173	3250	2525	2679	2839
长期负债	1821	2420	2420	2420	2420
长期借款	1386	1335	1335	1335	1335
其他	435	1084	1084	1084	1084
负债合计	6474	9126	8308	8907	9629
股本	1397	1397	2279	2279	2279
资本公积金	3245	3758	4658	4658	4658
留存收益	1130	2392	3263	4258	5337
少数股东权益	730	743	852	984	1131
归属于母公司所有者权益	5772	7547	10199	11194	12273
负债及权益合计	12975	17416	19360	21085	23033

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	152	902	1450	1926	2253
净利润	587	1033	1203	1455	1623
折旧摊销	491	721	946	1118	1260
财务费用	95	103	75	96	112
投资收益	50	1	(176)	(155)	(121)
营运资金变动	(1066)	(931)	(598)	(588)	(622)
其它	(4)	(24)	0	0	0
投资活动现金流	(299)	(850)	(1733)	(1754)	(1788)
资本支出	(362)	(857)	(1909)	(1909)	(1909)
其他投资	63	7	176	155	121
筹资活动现金流	280	254	284	(184)	(163)
借款变动	633	(459)	(1200)	240	346
普通股增加	322	(1)	882	0	0
资本公积增加	(278)	513	900	0	0
股利分配	(308)	(349)	(223)	(328)	(397)
其他	(89)	550	(75)	(96)	(112)
现金净增加额	133	307	1	(13)	301

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	12736	14743	16408	18051	19790
营业成本	10588	11489	12768	13971	15229
营业税金及附加	79	215	240	264	289
营业费用	408	442	491	541	593
管理费用	593	757	837	830	910
研发费用	517	694	772	850	932
财务费用	49	85	75	96	112
资产减值损失	53	(89)	(72)	(43)	(25)
公允价值变动收益	2	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益	130	171	180	159	125
投资收益	(50)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	637	1139	1329	1611	1821
营业外收入	22	45	47	49	33
营业外支出	2	8	6	4	6
利润总额	657	1176	1370	1656	1848
所得税	71	143	167	201	225
少数股东损益	102	94	109	132	147
归属于母公司净利润	485	939	1094	1323	1476

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	16%	11%	10%	10%
营业利润	-10%	79%	17%	21%	13%
归母净利润	-9%	94%	16%	21%	12%
获利能力					
毛利率	16.9%	22.1%	22.2%	22.6%	23.0%
净利率	3.8%	6.4%	6.7%	7.3%	7.5%
ROE	8.7%	14.1%	12.3%	12.4%	12.6%
ROIC	6.8%	9.9%	9.6%	10.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	49.9%	52.4%	42.9%	42.2%	41.8%
净负债比率	24.2%	21.3%	13.0%	13.1%	13.5%
流动比率	1.8	1.5	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
应收账款周转率	4.1	3.9	3.7	3.6	3.6
应付账款周转率	9.4	7.3	6.8	6.7	6.7
每股资料(元)					
EPS	0.21	0.41	0.48	0.58	0.65
每股经营净现金	0.07	0.40	0.64	0.85	0.99
每股净资产	2.53	3.31	4.48	4.91	5.39
每股股利	0.15	0.10	0.14	0.17	0.19
估值比率					
PE	44.9	23.2	19.9	16.5	14.7
PB	3.8	2.9	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	25.8	15.9	12.5	10.4	9.2

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。