

2025 年 05 月 05 日

投资评级：增持（维持）

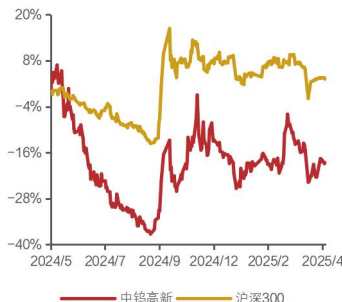
证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 30 日

收盘价（元） 9.55
一年内最高/最低（元） 12.99/7.30
总市值（百万元） 21,764.01
流通市值（百万元） 11,911.80
总股本（百万股） 2,278.95
资产负债率（%） 48.61
每股净资产（元/股） 4.20

资料来源：聚源数据

中钨高新 (000657.SZ)

——柿竹园钨矿注入，公司盈利能力大幅提升

投资要点：

- 事件：公司发布 2024 年报和 25 年一季报。**2024 年公司实现营业收入 147.43 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 9.39 亿元，同比增长 17.5%；实现扣非归母净利润 1.62 亿元，同比减少 51.4%。**单 Q4 看**，Q4 实现营业收入 45.14 亿元，实现归母净利润 7.33 亿元，实现扣非归母净利润-0.12 亿元。2025Q1 实现营收 33.92 亿元，实现归母净利润 2.21 亿元，实现扣非归母净利润 2.0 亿元。
- 毛利和毛利结构：刀具和精矿产品毛利占比大，盈利水平高。**2024 年公司整体毛利为 32.5 亿元，毛利率 22.1%，其中切削刀具及工具/精矿和粉末/其他硬质合金/难熔金属毛利分别为 10.6/10.8/6.3/2.5 亿元，分别占总毛利比例为 33%/33%/19%/8%，毛利率分别为 33.3%/23.6%/18.6%/10.3%。
- 高盈利资产柿竹园公司实现并表，公司钨产业链向矿端延伸。**2024 年 12 月，公司收购柿竹园公司 100%股权并将其纳入合并范围，柿竹园公司主营钨钼钨多金属矿采选及萤石综合回收、钨精矿冶炼加工和钨系新材料研发。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，郴州钨分公司年产 APT1.53 万吨。**2024 年柿竹园公司实现净利润 7.0 亿元，净利率高达 19.7%。**目前在产的柿竹园钨多金属矿区选矿厂处理能力限制，年矿石处理规模为 220 万吨左右，公司已启动露天万吨采选技改项目（生产能力 300 万吨/年），规划于 2030 年达产；同时，柴山钨多金属矿区计划于 2025 年投产，达产生能力 50 万吨/年，合计 350 万吨。
- 切削刀具及工具：产品结构持续优化，金洲公司 2 亿支微钻技改扩产提前达产。**2024 年公司实现数控刀片产量约 1.4 亿片，约占全国总产量的 10%，规模优势显著，同时公司不断优化产品结构，终端产品重心不断移向高附加值、具有明显竞争优势的市场。金洲公司提容扩产 2 亿支微钻技改扩产项目提前一年实现达产，实现年产 6.7 亿支产能。全资子公司株硬公司（株钻和金洲公司母公司）2024 年实现净利润 3.8 亿元（未考虑少数股东损益），同比降低 34%，或受刀具市场竞争加剧影响。
- 盈利预测与评级：**公司为中国五矿旗下钨产业的运营管理平台，管理及运营着集矿山、冶炼、加工与贸易于一体的完整钨产业链。柿竹园钨矿注入有望大幅提升公司盈利能力，且后续集团内其他钨矿注入可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.8/11.8/12.6 亿元，EPS 分别为 0.47/0.52/0.55 元/股，对应 PE 为 20/19/17 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示。**钨价大幅下跌风险；刀具市场竞争加剧风险；钨矿注入进展不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,675	14,743	15,523	16,462	17,546
同比增长率（%）	4.55%	7.80%	5.29%	6.05%	6.58%
归母净利润（百万元）	800	939	1,080	1,175	1,264
同比增长率（%）	49.60%	17.47%	14.95%	8.79%	7.55%
每股收益（元/股）	0.35	0.41	0.47	0.52	0.55
ROE（%）	11.22%	12.45%	6.44%	6.65%	6.78%
市盈率（P/E）	27.21	23.17	20.15	18.52	17.22

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,517	10,761	11,766	12,868
应收票据及账款	4,561	4,364	4,628	4,932
预付账款	135	114	121	129
其他应收款	91	81	86	92
存货	3,747	3,702	3,920	4,175
其他流动资产	197	154	164	175
流动资产总计	10,249	19,176	20,685	22,371
长期股权投资	88	101	114	127
固定资产	4,989	4,533	4,179	3,947
在建工程	591	918	1,072	1,035
无形资产	922	833	743	654
长期待摊费用	35	26	16	6
其他非流动资产	541	522	513	505
非流动资产合计	7,167	6,932	6,638	6,273
资产总计	17,416	26,108	27,323	28,644
短期借款	1,492	1,706	1,898	2,071
应付票据及账款	1,779	1,538	1,629	1,735
其他流动负债	3,435	3,106	3,290	3,504
流动负债合计	6,707	6,350	6,817	7,310
长期借款	1,387	1,057	722	384
其他非流动负债	1,033	1,033	1,033	1,033
非流动负债合计	2,420	2,090	1,755	1,417
负债合计	9,126	8,440	8,572	8,727
股本	1,397	2,279	2,279	2,279
资本公积	3,758	11,257	11,257	11,257
留存收益	2,392	3,221	4,122	5,092
归属母公司权益	7,547	16,757	17,659	18,628
少数股东权益	743	910	1,092	1,288
股东权益合计	8,290	17,668	18,751	19,916
负债和股东权益合计	17,416	26,108	27,323	28,644

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,033	1,083	1,193	1,295
折旧与摊销	746	769	786	809
财务费用	85	107	82	70
投资损失	1	17	17	17
营运资金变动	-1,051	-254	-229	-264
其他经营现金流	88	156	145	145
经营性现金净流量	902	1,878	1,993	2,072
投资性现金净流量	-850	-542	-489	-441
筹资性现金净流量	254	7,907	-499	-529
现金流量净额	316	9,243	1,005	1,102

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,743	15,523	16,462	17,546
营业成本	11,489	12,003	12,711	13,538
税金及附加	215	178	189	201
销售费用	442	462	490	523
管理费用	757	788	836	891
研发费用	694	638	677	721
财务费用	85	107	82	70
资产减值损失	-73	-113	-120	-128
信用减值损失	-18	-18	-19	-20
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1	-17	-17	-17
公允价值变动损益	-3	0	0	0
资产处置收益	2	39	39	39
其他收益	171	137	137	137
营业利润	1,139	1,375	1,498	1,613
营业外收入	45	34	34	34
营业外支出	8	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,176	1,399	1,522	1,637
所得税	143	152	166	178
净利润	1,033	1,247	1,357	1,459
少数股东损益	94	167	182	196
归属母公司股东净利润	939	1,080	1,175	1,264
EPS(元)	0.41	0.47	0.52	0.55

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	7.80%	5.29%	6.05%	6.58%
营业利润增长率	13.10%	20.77%	8.94%	7.68%
归母净利润增长率	17.47%	14.95%	8.79%	7.55%
经营现金流增长率	37.32%	108.17%	6.11%	3.96%
盈利能力				
毛利率	22.07%	22.68%	22.79%	22.84%
净利率	7.01%	8.04%	8.24%	8.32%
ROE	12.45%	6.44%	6.65%	6.78%
ROA	5.39%	4.14%	4.30%	4.41%
ROIC	10.74%	11.56%	12.24%	13.02%
估值倍数				
P/E	23.17	20.15	18.52	17.22
P/S	1.48	1.40	1.32	1.24
P/B	2.88	1.30	1.23	1.17
股息率	0.00%	1.16%	1.26%	1.35%
EV/EBITDA	8	7	6	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。