

2025 年 05 月 07 日

投资评级：买入（维持）

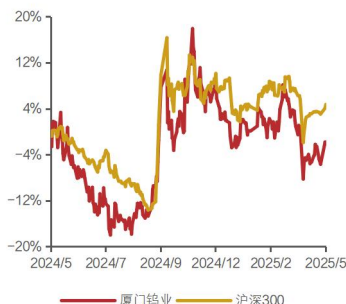
证券分析师

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 05 月 07 日

收盘价（元） 19.00
一年内最高/最低（元） 23.48/15.88
总市值（百万元） 30,164.13
流通市值（百万元） 26,942.12
总股本（百万股） 1,587.59
资产负债率（%） 45.63
每股净资产（元/股） 10.27

资料来源：聚源数据

厦门钨业 (600549.SH)

——25Q1 钨钼盈利下滑，稀土和能源材料盈利改善

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 351.96 亿元，同比减少 10.7%；实现归母净利润 17.28 亿元，同比+7.9%；实现扣非归母净利润 15.19 亿元，同比+8.5%。**单 Q4 看**，Q4 实现营业收入 88.27 亿元，同比-10.6%，环比-4.1%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比-26.1%，环比-15.6%；实现扣非归母净利润 2.91 亿元，同比-13.3%，环比-21.4%。**2025Q1** 实现营收 83.76 亿元，同比+1.3%，环比-5.1%；实现归母净利润 3.91 亿元，同比-8.5%，环比+20.1%。
- **钨钼业务：25Q1 盈利下滑，或主要系光伏钨丝需求下滑公司降价保份额。**2024 年钨钼业务实现利润总额 25.3 亿元，同比+7.5%，利润率 14.5%，25Q1 实现利润总额 5.3 亿元，同比-2.4%，环比-6.5%，利润率 13.0%。**切削工具方面**，公司产品不断深耕中高端市场及海外市场，在 3C、航空航天和新能源汽车领域的增长较为突出，2024 年实现销量 5130 万件，同比增长 2.2%，毛利率超过 40%，25Q1 销量增长 8%，营收增长 15%。**细钨丝方面**，2024 年实现销量 1354 亿米，同比+56%，2025Q1 实现细钨丝销量 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，公司降价保份额。
- **稀土业务：磁材产销量提升，25Q1 盈利同环比改善。**2024 年稀土业务实现利润总额 2.41 亿元，同比+67.4%，利润率 5.4%，25Q1 实现利润总额 0.66 亿元，同比+65%，环比+8.2%，利润率 4.9%。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，2024 年实现销量 8867 吨，同比增长 16%，25Q1 销量增长 49%，营收增长 35%。
- **能源新材料业务：钴酸锂销量高速增长，25Q1 盈利改善。**2024 年能源新材料业务实现利润总额 5.08 亿元，同比-9.1%，利润率 3.8%，25Q1 实现利润总额 1.24 亿元，同比+8.8%，环比+1.6%，利润率 4.2%。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，2024 年销量 4.62 万吨，同比+33.52%，25Q1 销量 1.23 万吨，同比+47%，市场份额稳居龙头地位。三元材料产品坚持大客户战略，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，2024 年实现销量 5.14 万吨，同比+37.45%，25Q1 销量 1.09 万吨，同比-32%。
- **盈利预测与评级：**公司是材料平台型企业，实现钨钼、稀土和正极材料三大业务布局，公司业绩有望受益于钨价上行和钴酸锂景气。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19/21/23 亿元，EPS 分别为 1.19/1.30/1.45 元/股，对应 PE 为 16/15/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示。**钨丝需求大幅下跌风险；稀土价格大幅下跌风险；正极材料需求不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39,398	35,196	35,234	38,166	42,146
同比增长率（%）	-18.30%	-10.66%	0.11%	8.32%	10.43%
归母净利润（百万元）	1,602	1,728	1,896	2,069	2,304
同比增长率（%）	10.75%	7.88%	9.71%	9.15%	11.35%
每股收益（元/股）	1.01	1.09	1.19	1.30	1.45
ROE（%）	14.29%	10.87%	10.92%	10.88%	10.97%
市盈率（P/E）	18.83	17.46	15.91	14.58	13.09

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	6,974	6,323	6,879	7,808
应收票据及账款	7,494	7,126	7,782	8,697
预付账款	255	308	311	339
其他应收款	104	358	227	267
存货	8,383	6,948	7,846	8,967
其他流动资产	942	983	1,168	1,115
流动资产总计	24,153	22,045	24,213	27,194
长期股权投资	3,657	3,680	3,732	3,784
固定资产	11,777	11,531	11,603	12,022
在建工程	2,851	3,766	4,008	3,566
无形资产	1,676	1,619	1,588	1,576
长期待摊费用	225	274	317	351
其他非流动资产	1,126	1,130	1,143	1,145
非流动资产合计	21,311	22,000	22,391	22,445
资产总计	45,464	44,045	46,604	49,638
短期借款	2,581	1,953	1,704	1,380
应付票据及账款	6,694	5,441	5,879	6,488
其他流动负债	5,095	3,641	3,945	4,356
流动负债合计	14,370	11,036	11,528	12,223
长期借款	5,989	5,410	4,650	3,726
其他非流动负债	754	754	754	754
非流动负债合计	6,743	6,164	5,403	4,479
负债合计	21,113	17,200	16,931	16,703
股本	1,588	1,588	1,588	1,588
资本公积	6,644	6,644	6,644	6,644
留存收益	7,671	9,126	10,791	12,766
归属母公司权益	15,903	17,357	19,022	20,997
少数股东权益	8,448	9,488	10,651	11,938
股东权益合计	24,351	26,845	29,673	32,935
负债和股东权益合计	45,464	44,045	46,604	49,638

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,706	2,588	2,843	3,192
折旧与摊销	1,217	1,299	1,388	1,503
财务费用	304	352	300	244
投资损失	-225	-97	-139	-153
营运资金变动	-1,252	-1,250	-870	-1,032
其他经营现金流	350	412	455	468
经营性现金净流量	3,099	3,304	3,978	4,222
投资性现金净流量	-3,326	-1,955	-1,706	-1,472
筹资性现金净流量	2,632	-2,000	-1,715	-1,822
现金流量净额	2,422	-651	556	929

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,196	35,234	38,166	42,146
营业成本	28,850	28,745	31,056	34,273
税金及附加	232	213	241	266
销售费用	412	330	388	439
管理费用	1,008	842	981	1,099
研发费用	1,456	1,387	1,546	1,703
财务费用	304	352	300	244
资产减值损失	-311	-327	-349	-383
信用减值损失	63	10	46	46
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	225	97	139	153
公允价值变动损益	7	0	0	0
资产处置收益	6	2	3	4
其他收益	348	332	339	340
营业利润	3,272	3,480	3,831	4,280
营业外收入	6	12	10	10
营业外支出	34	33	33	33
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,244	3,459	3,809	4,257
所得税	539	524	577	665
净利润	2,706	2,935	3,232	3,592
少数股东损益	978	1,040	1,163	1,287
归属母公司股东净利润	1,728	1,896	2,069	2,304
EPS(元)	1.09	1.19	1.30	1.45

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-10.66%	0.11%	8.32%	10.43%
营业利润增长率	11.46%	6.37%	10.09%	11.72%
归母净利润增长率	7.88%	9.71%	9.15%	11.35%
经营现金流增长率	-27.70%	6.62%	20.40%	6.15%
盈利能力				
毛利率	18.03%	18.42%	18.63%	18.68%
净利率	7.69%	8.33%	8.47%	8.52%
ROE	10.87%	10.92%	10.88%	10.97%
ROA	3.80%	4.30%	4.44%	4.64%
ROIC	9.45%	11.24%	11.36%	11.77%
估值倍数				
P/E	17.46	15.91	14.58	13.09
P/S	0.86	0.86	0.79	0.72
P/B	1.90	1.74	1.59	1.44
股息率	0.00%	1.46%	1.34%	1.09%
EV/EBITDA	9	9	8	7

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）。