

买入（维持）

## 钨钼栋梁承伟业，磁材风华展锋芒

厦门钨业（600549）深度报告

2025 年 7 月 30 日

### 投资要点：

分析师：许正堃  
SAC 执业证书编号：  
S0340523120001  
电话：0769-23320072  
邮箱：  
xuzhengkun@dgzq.com.cn

### 主要数据 2025 年 7 月 29 日

|            |        |
|------------|--------|
| 收盘价（元）     | 24.82  |
| 总市值（亿元）    | 394.04 |
| 总股本（亿股）    | 15.88  |
| 流通股本（亿股）   | 15.54  |
| ROE (TTM)  | 2.43%  |
| 12 月最高价（元） | 25.04  |
| 12 月最低价（元） | 15.90  |

### 股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

- **聚焦发展钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务。**公司形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务协同发展的产业生态，技术、资源与产业链的协同效应显著。公司拥有完整的钨产业链，稀土业务已实现从矿山到高端磁材的闭环运营，并持续巩固在新能源电池材料领域的领先地位。
- **钨钼业务。**公司具有前端钨矿山采选，中端钨钼冶炼及钨钼粉末生产、后端硬质合金、切削刀具等深加工应用及回收的完整产业链。公司直接和间接控制的钨矿山金属储量近200万吨，占全国30%左右；公司在硬质合金领域已跻身国际先进行列，硬质合金出口量占全国30%以上。切削工具定位中高端，产品覆盖3C、航空航天等领域。光伏钨丝方面，公司主流产品线径已达30 $\mu$ 以下，自主研发的光伏用高强度钨丝渗透率超50%，2024年销量达1070亿米。未来公司将推进产品细线化，推出强度更高、性能更好的钨丝产品，满足多样定制化需求。此外，公司积极布局核聚变装置用钨材等高端应用，形成技术壁垒与市场竞争力。
- **稀土业务。**公司构建了覆盖稀土全产业链的协同体系，前端通过战略参股方式布局矿山开采及冶炼分离环节，后端以自主控股形式深度开发高附加值领域。采矿及冶炼端，公司与中国稀土展开合作，力争将福建省内采矿证下可开采储量长期维持在20万吨REO（稀土氧化物）以上。国外方面，赤金厦钨预计在2025年扩大稀土矿半成品产出规模。公司磁材产品下游应用领域包括新能源汽车主驱电机、家用电器、风力发电、工业电机，并且能够满足人形机器人用电机等下一代应用领域的规格及性能要求。产能方面，金龙稀土已实现15000吨年产能的落地，目前长汀、包头两地项目正稳步推进。
- **能源新材料业务。**公司能源新材料业务主要由控股子公司厦钨新能运营，主要产品包括面向3C消费电子领域的钴酸锂、面向动力电池领域的三元材料，面向储能和动力电池领域的磷酸铁锂等。2024年公司锂离子正极材料销量9.86万吨，稳居国内行业前列；氢能材料销量0.39万吨，巩固贮氢合金国内领先地位。公司是钴酸锂领域的全球龙头，市场份额位居世界第一。三元材料方面，公司是高电压、高功率细分市场的技术龙头，聚焦深度研发，赋能高端纯电汽车、低空经济等领域。
- **维持对公司“买入”评级。**在政策支持与需求升级共振下，厦门钨业凭借全产业链布局、技术壁垒与产能优势，有望充分受益于三大行业的长期增长。预计2025—2027年公司EPS分别为1.33/1.59/1.79元，对应PE分别为18.62/15.65/13.84倍。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、原材料价格及供应安全风险、行业政策风险、安全生产及环保风险、产品技术路线选择风险、项目推进不达预期的风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 聚焦三大主业发展，产业链布局深化                 | 4  |
| 1.1 厦门钨业公司简介                        | 4  |
| 1.2 产业结构加快优化，公司业绩稳中有进               | 5  |
| 2. 钨业务                              | 7  |
| 2.1 钨行业——供应收缩，需求提速                  | 7  |
| 2.1.1 钨行业供给——出口管制叠加配额收缩             | 7  |
| 2.1.2 钨行业需求——硬质合金主导，光伏钨丝、核聚变助力      | 9  |
| 2.2 公司钨业务全产业链布局，深耕传统应用，开拓新兴市场       | 11 |
| 3. 稀土业务                             | 14 |
| 3.1 稀土行业——全球供应链重构加快，战略价值持续凸显        | 14 |
| 3.1.1 稀土行业供给侧——结构性改革提速              | 14 |
| 3.1.2 稀土行业需求端——新兴需求助力稀土磁材需求提振       | 16 |
| 3.2 公司构建了覆盖稀土全产业链的协同体系              | 17 |
| 4. 能源新材料业务                          | 19 |
| 4.1 锂电池正极材料行业——产业格局重塑，新兴赛道崛起        | 19 |
| 4.2 公司能源材料业务——聚焦 3C 及动力领域，积极探索新技术路线 | 21 |
| 5. 投资建议                             | 24 |
| 6. 风险提示                             | 25 |

## 插图目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：厦门钨业公司发展历程                 | 4  |
| 图 2：厦门钨业十大股东（按公司 2025 年第一季度报告） | 4  |
| 图 3：厦门钨业营业收入（亿元）及同比增速（%）       | 5  |
| 图 4：厦门钨业归母净利润（亿元）及同比增速（%）      | 5  |
| 图 5：厦门钨业销售毛利率和销售净利率（%）         | 6  |
| 图 6：厦门钨业 2018~2024 年费用率（%）     | 6  |
| 图 7：厦门钨业 2022~2024 分业务营收占比（%）  | 6  |
| 图 8：厦门钨业 2022~2024 分业务毛利率（%）   | 6  |
| 图 9：厦门钨业 2024 年各板块业务毛利占比       | 7  |
| 图 10：仲钨酸铵（APT）市场价（万元/吨）        | 7  |
| 图 11：钨精矿平均价格（元/吨）              | 7  |
| 图 12：钨行业产业链全景图                 | 8  |
| 图 13：2024 年全球钨精矿产量占比           | 8  |
| 图 14：2024 年全球钨精矿储备占比           | 8  |
| 图 15：钨精矿开采总量控制指标及增速（吨，%）       | 9  |
| 图 16：2024 年中国钨下游消费结构           | 9  |
| 图 17：中国硬质合金产量结构                | 9  |
| 图 18：国内硬质合金消费量（万吨）             | 9  |
| 图 19：国内光伏组件产量（MW）              | 10 |

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图 20：国内钨材消费量（万吨）                                     | 10 |
| 图 21：厦门钨业拥有完整的钨产业链                                   | 11 |
| 图 22：厦门钨业钨产品图示（仲钨酸铵和氧化钨、钨粉、钨棒材、光伏用钨丝、汽车曲轴、数控刀片）      | 12 |
| 图 23：厦门钨业钨产品图示（硬质合金刀具、液压刀柄和热缩刀柄、凿岩工具、工程工具、3C 行业模具材料） | 13 |
| 图 24：厦门钨业细钨丝产销量（亿米）                                  | 13 |
| 图 25：厦门钨业硬质合金产销量（吨）                                  | 13 |
| 图 26：厦门钨业钨粉末产销量（吨）                                   | 13 |
| 图 27：厦门钨业切削工具产销量（万件）                                 | 13 |
| 图 28：2024 年全球稀土储量分布情况                                | 14 |
| 图 29：2024 年全球稀土产量占比情况                                | 14 |
| 图 30：稀土矿开采总量控制指标及增速（吨，%）                             | 15 |
| 图 31：稀土冶炼分离总量控制指标及增速（吨，%）                            | 15 |
| 图 32：中国新能源汽车产销量（万辆）                                  | 17 |
| 图 33：稀土全产业链布局                                        | 18 |
| 图 34：厦门钨业稀土产品图示（稀土氧化物、荧光粉、稀土金属、磁性材料、稀土靶材、钕钴永磁材料）     | 19 |
| 图 35：2024 年我国锂电池正极材料出货情况分析                           | 20 |
| 图 36：全球锂离子电池出货量（GWh）                                 | 20 |
| 图 37：中国锂离子电池正极材料出货量（万吨）                              | 20 |
| 图 38：公司能源新材料业务                                       | 21 |
| 图 39：公司钴酸锂销量及增速（吨，%）                                 | 23 |
| 图 40：公司三元材料销量及增速（吨，%）                                | 23 |

## 表格目录

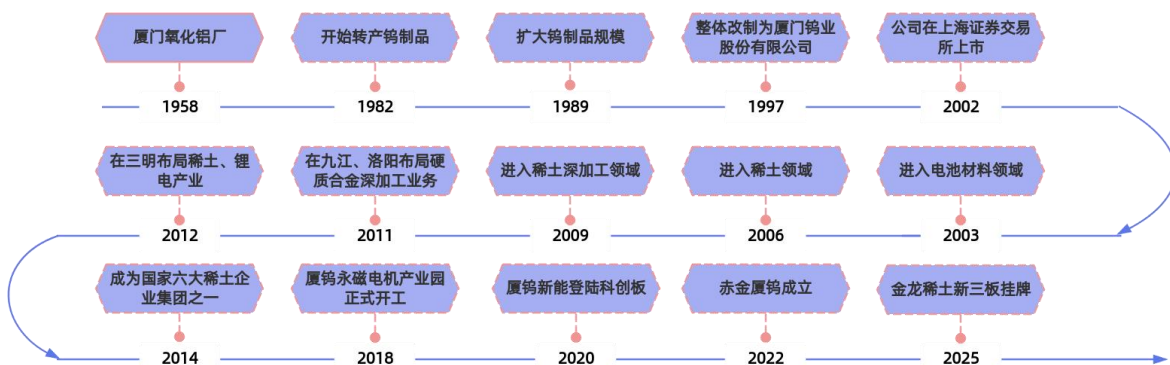
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1：主要人形机器人产品介绍及图示                 | 16 |
| 表 2：公司盈利预测简表（数据截至 2025 年 7 月 29 日） | 26 |

## 1. 聚焦三大主业发展，产业链布局深化

### 1.1 厦门钨业公司简介

厦门钨业前身为 1958 年成立的厦门氧化铝厂，1982 年转产钨制品，1997 年厦门钨品厂完成整体改制，组建厦门钨业股份有限公司，2002 年于上海证券交易所挂牌上市。2003 年公司前瞻布局新能源材料领域，率先切入电池材料赛道。2006 年正式进军稀土领域，逐步构建稀土全产业链，后跻身国家六大稀土企业集团。2011 年公司于九江、洛阳布局硬质合金深加工业务，加速钨钼业务产能扩张。2018 年厦钨永磁电机产业园开工建设，标志稀土业务向高端制造领域延伸。2020 年子公司厦钨新能登陆科创板，2025 年子公司金龙稀土于新三板挂牌。

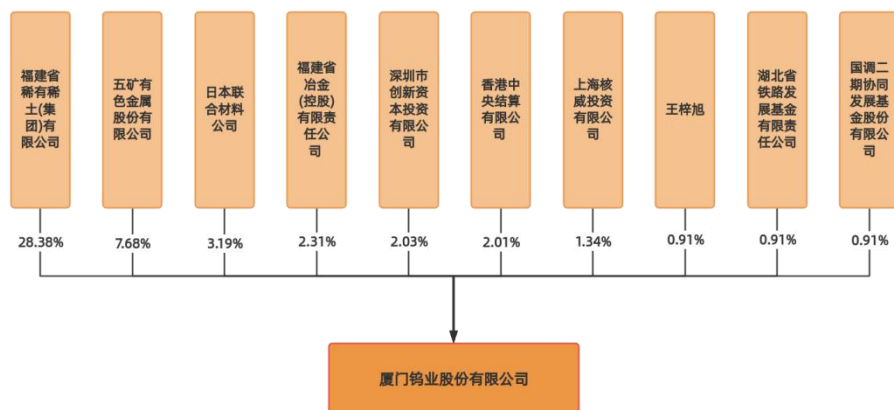
图 1：厦门钨业公司发展历程



资料来源：厦门钨业公司官网，厦门钨业 2024 年年度报告，东莞证券研究所

截至 2025 年 6 月，公司控股股东为福建省稀有稀土（集团）有限公司，持股比例 28.38%，实际控制人为福建省国资委。其他重要股东包括五矿有色金属股份有限公司（7.68%）、日本联合材料公司（3.19%）等产业资本。

图 2：厦门钨业十大股东（按公司 2025 年第一季度报告）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

稀土、能源新材料三大核心业务协同发展的产业生态。钨钼业务方面，公司已构建起从钨矿山采选、钨钼冶炼、钨钼粉末生产到硬质合金、钨钼丝材制品、切削工具等深加工应用及回收的全产业链，多项技术国际领先；稀土业务方面，公司建立了包括稀土开采，稀土分离冶炼，稀土永磁材料、发光材料、光电晶体等应用和研发的完整体系，树立了以深加工带动产业发展的稀土开发模式之典范；能源新材料业务方面，公司培育了包括三元材料、钴酸锂、磷酸铁锂等主流锂离子正极材料的研发和规模制造能力，成为锂电正极材料领域的一流供应商。

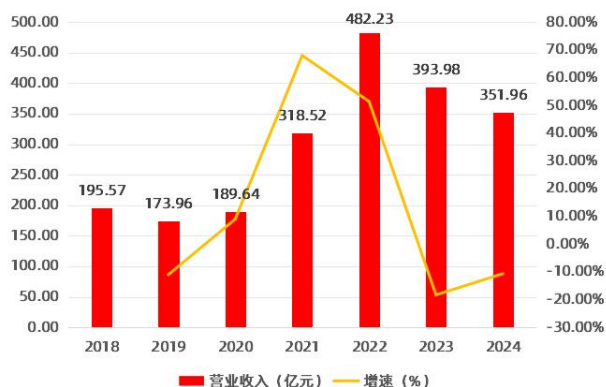
## 1.2 产业结构加快优化，公司业绩稳中有进

2024 年公司实现营业收入 351.96 亿元，同比下降 10.66%；营业成本为 288.50 亿元，同比下降 12.28%；实现归母净利润 17.28 亿元，同比增加 7.88%；实现扣非归母净利润 15.19 亿元，同比增加 8.49%。2024 年公司主要优势产品如钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等的市场份额保持前列，切削工具、磁性材料等重点产品市场份额和盈利能力提升，推动公司归母净利润稳中有升。

2025 年上半年，公司实现营收 191.78 亿元，同比增加 11.75%；利润总额 16.9 亿元，同比减少 10.31%；实现归母净利润 9.72 亿元，同比减少 4.41%；实现扣非归母净利润 9.22 亿元，同比增加 7.45%。利润总额同比下降主要因上年同期公司完成成都滕王阁地产与成都滕王阁物业股权处置及金龙稀土冶炼分离业务处置，确认投资收益 1.92 亿元，本期无该事项；报告期内权属矿山公司洛阳豫鹭补缴从尾矿资源综合利用的钨精矿资源税事项 0.63 亿元；剔除上述影响，公司利润总额同比增长 3.58%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 7.70%。

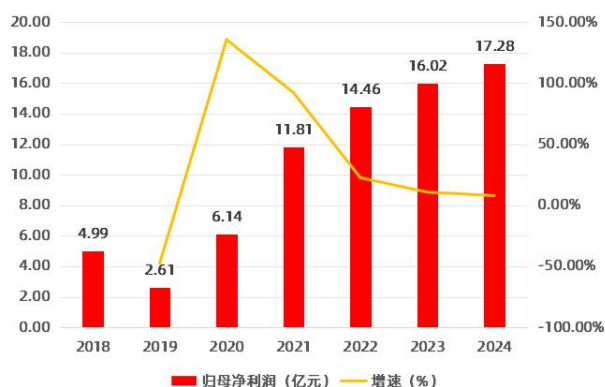
分业务来看，2024 年，钨钼业务实现营收 174.14 亿元，同比增加 5.78%，钨精矿涨价以及细钨丝销量增加推高利润；稀土业务实现营收 44.35 亿元，同比下降 19.21%，利润增加 67.44%，主要因磁性材料销量同比提升 16%；能源新材料业务，公司实现营收 132.97 亿元，同比下降 23.19%，产销量方面，在消费电子市场复苏及产品升级下，公司钴酸锂、三元材料销量同比增长约 33%。

图 3：厦门钨业营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 4：厦门钨业归母净利润（亿元）及同比增速（%）



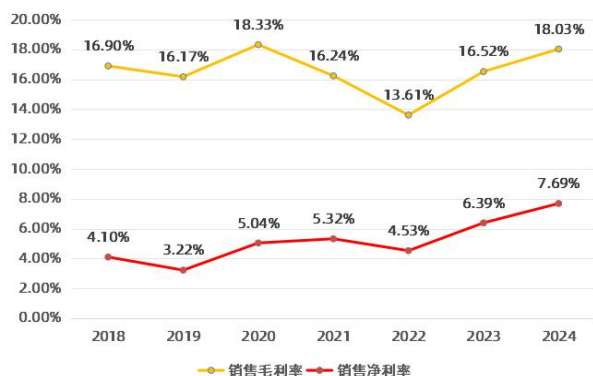
资料来源：iFind，东莞证券研究所

**盈利能力逐步提升，整体费用率呈下滑趋势。**近年来，公司毛利率和净利率均呈现逐步提升的态势。2024 年，公司销售毛利率为 18.03%，同比增加 1.51pct；销售净利率为 7.69%，同比增加 1.30pct。公司盈利能力提升主要因业务结构优化及成本控制。此外，2024 年公司财务费用下降 40.36%、研发费用下降 9.48%，进一步驱动盈利提升。

**公司专注于钨钼、稀土和能源新材料三大核心业务。**具体来看，公司拥有完整的钨产业链，在钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势，公司钨钼业务营收占比由 2022 年的 26.20% 提升至 2024 年的 48.54%。稀土业务方面，国内资源整合后，公司参股中稀厦钨，共同开发福建稀土资源，与赤峰黄金合作共同开发海外稀土资源，并加快拓展稀土磁材业务，2024 年稀土业务营收占比为 12.10%。2024 年，公司能源新材料业务营收占比为 37.51%。公司钴酸锂产品持续放量，全年销量 4.62 万吨，同比增加 33.52%，市场份额稳居龙头地位，但受原材料价格下降和行业竞争加剧影响，收入和利润同比有所减少。

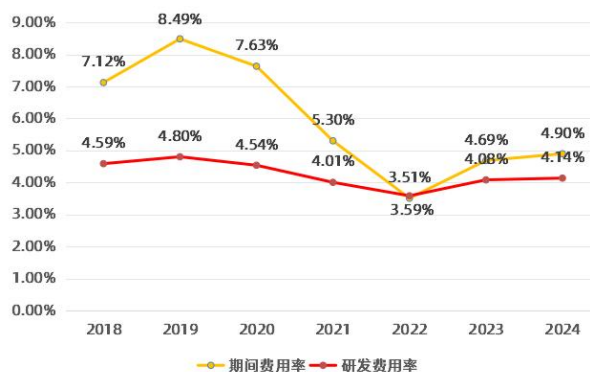
毛利贡献方面，2024 年，钨钼板块毛利为 45.04 亿元，占比 71%，毛利率为 26.37%，较上一年下降 2.36 个百分点；稀土板块毛利为 4.37 亿元，占比 7%，毛利率为 10.27%，较上一年提升 3.61 个百分点；电池材料板块毛利为 12.7 亿元，占比 20%，毛利率为 9.62%，较上一年提升 1.74 个百分点。

图 5：厦门钨业销售毛利率和销售净利率（%）



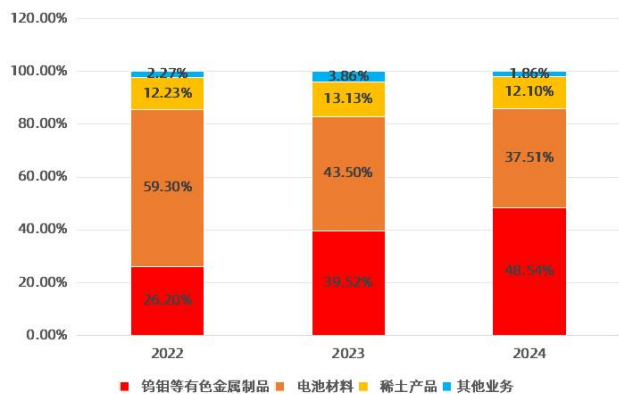
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 6：厦门钨业 2018~2024 年费用率（%）



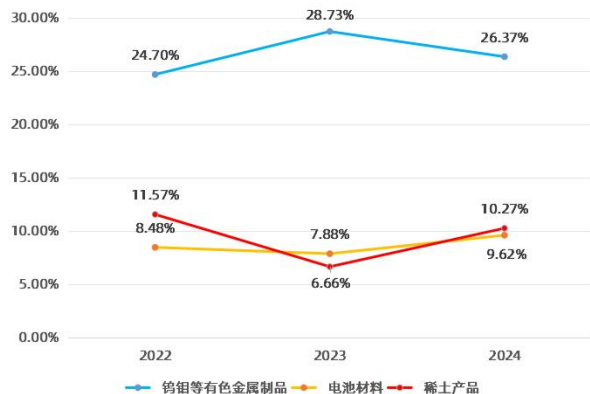
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 7：厦门钨业 2022~2024 分业务营收占比（%）



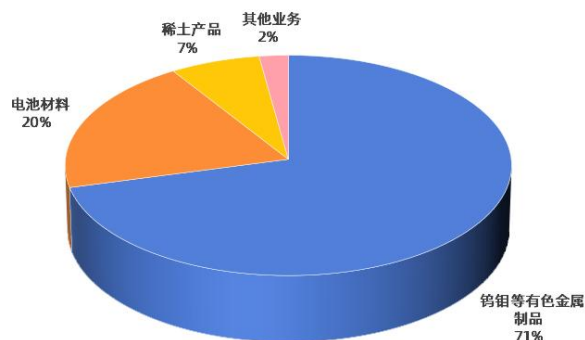
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 8：厦门钨业 2022~2024 分业务毛利率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 9：厦门钨业 2024 年各板块业务毛利占比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

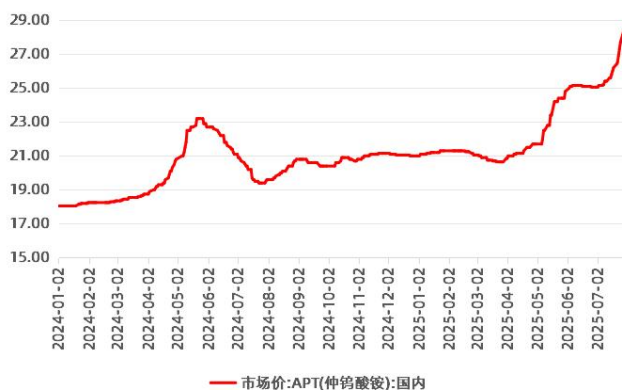
## 2. 钨业务

### 2.1 钨行业——供应收缩，需求提速

#### 2.1.1 钨行业供给——出口管制叠加配额收缩

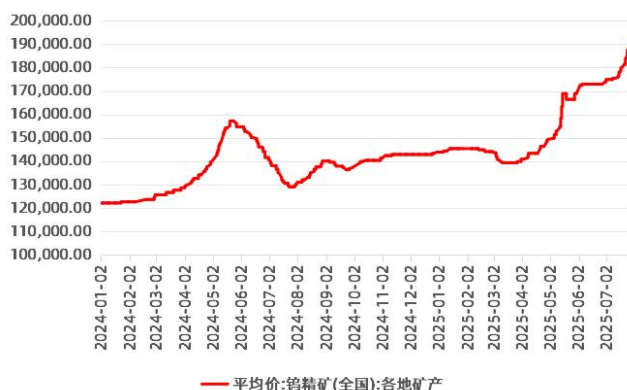
小金属凭借独特物理化学性质，成为高端制造、半导体、新能源、人工智能等战略性新兴产业的关键材料。中国作为全球主要的小金属生产国，自 2023 年以来对战略小金属的保护措施持续升级，推动全球供需格局重塑，强化其战略资源属性。新质生产力的发展依赖此类材料突破，政策与产业共振下，小金属迎来黄金发展期。

图 10：仲钨酸铵（APT）市场价（万元/吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 11：钨精矿平均价格（元/吨）

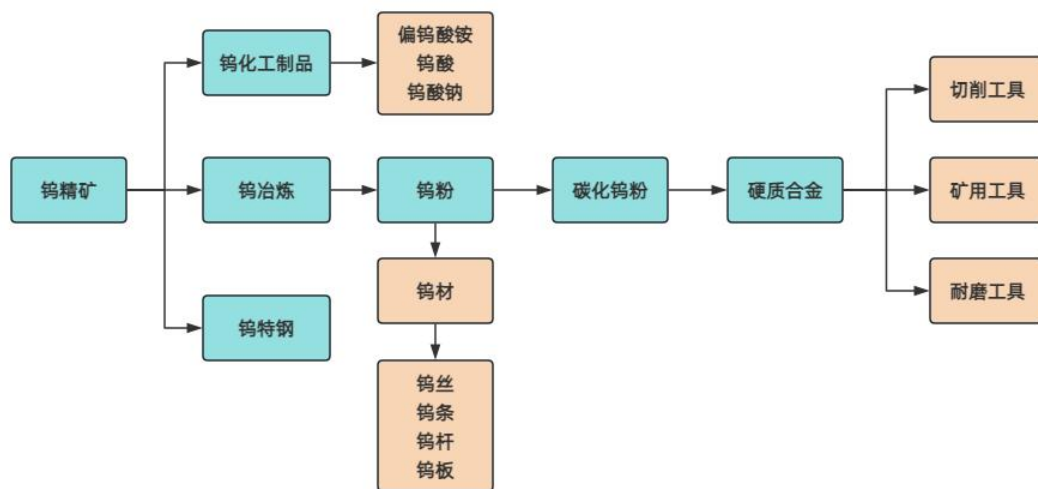


数据来源：iFind，东莞证券研究所

钨凭借着高熔点、高硬度等特性被誉为“工业牙齿”。我国的钨矿储量、钨矿产量及贸易量位于全球领先地位。据美国地质调查局数据，2024 年中国钨精矿产量为 67000 公吨，储量为 240 万公吨，均为世界第一。其他产量靠前的国家分别为越南、俄罗斯、朝鲜，2024 年产量分别为 3400、2000、1700 公吨；储量靠前的国家分别为澳大利亚、俄罗斯及越南，2024 年储量分别为 57、40、14 万公吨。

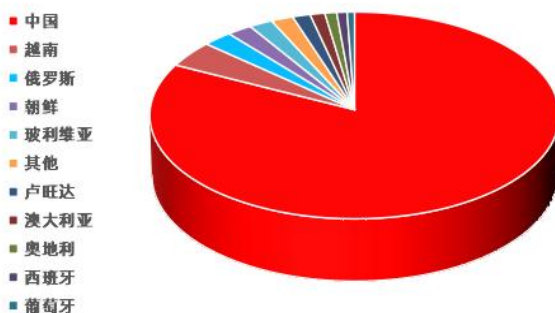
2025 年 2 月，商务部、海关总署公告对钨、铋、铌、钽相关物项实施出口管制。2025 年 4 月 21 日，自然资源部发布《关于下达 2025 年度钨矿开采总量控制指标（第一批）的通知》，明确 2025 年度第一批钨矿（三氧化钨含量 65%）开采总量控制指标为 5.8 万吨，较去年同期的 6.2 万吨同比减少 6.5%。受国内环保限产与海外新增产能延迟的影响，钨供给日益趋紧。钨的需求端与工业生产息息相关，硬质合金、军工合金、光伏用钨丝为当下主要的钨需求领域，钨价走势与全球制造业发展态势紧密联系。截至 7 月 28 日，APT 价格收于 28.3 万元/吨，较 7 月初上涨 3.25 万元，国内钨精矿价格收于 18.99 万元/吨，较 7 月初上涨 1.6 万元。

图 12：钨行业产业链全景图



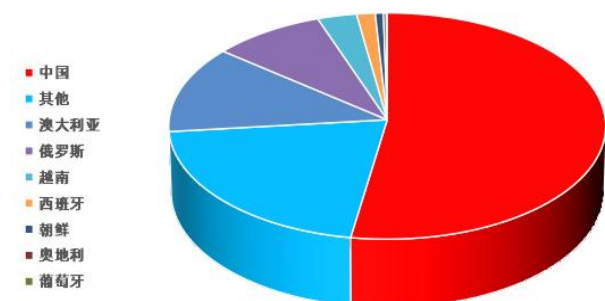
数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

图 13：2024 年全球钨精矿产量占比



数据来源：USGS，东莞证券研究所

图 14：2024 年全球钨精矿储备占比



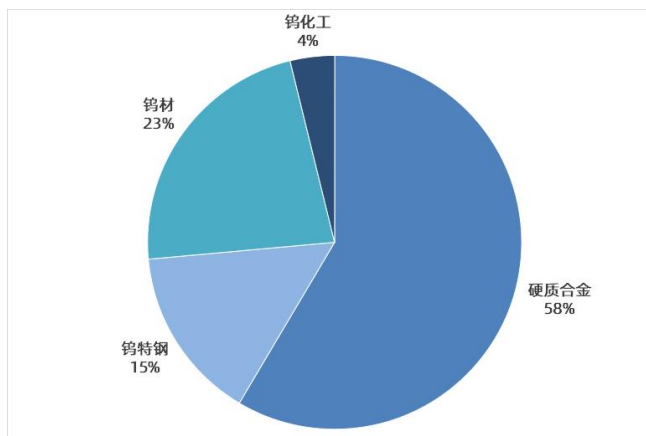
数据来源：USGS，东莞证券研究所

图 15：钨精矿开采总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：自然资源部，东莞证券研究所

图 16：2024 年中国钨下游消费结构



数据来源：安泰科，厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

### 2.1.2 钨行业需求——硬质合金主导，光伏钨丝、核聚变助力

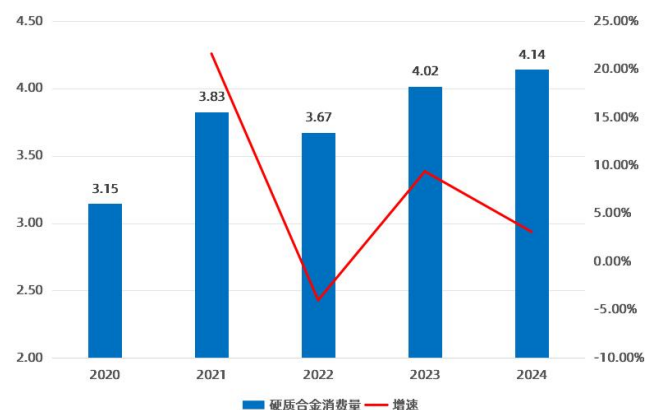
**硬质合金：高端制造的中流砥柱。**硬质合金作为钨下游最大的应用领域，约 60% 的钨资源流向该领域。2024 年我国硬质合金消费量达到 4.14 万吨，呈现稳步增长态势。凭借着高硬度、高强度、耐磨性与耐腐蚀性，硬质合金成为汽车制造、航空航天、机械加工等行业精密制造环节的优选。因硬质合金主要原材料为碳化钨，碳化钨由钨精矿冶炼而来，硬质合金产业会根据钨矿资源分布情况，呈现区域化分布的特点。

经过几十年来的发展，中国已成为全球最大的硬质合金生产国。于汽车制造而言，汽车的发动机、变速箱、制动器、轮毂等零部件制造广泛采用金属切削加工工艺，技术含量高且工艺复杂，是金属切削刀具需求量最大的领域之一，伴随新能源汽车产销量的井喷式增长，加工精度要求进一步攀升，将持续拉动对硬质合金的需求。航空航天领域中，硬质合金用于制造飞机发动机高温部件、起落架等关键结构件，可满足轻量化、耐高温等特性，支撑我国航空领域技术迭代。当下，大规模设备更新行动加快推进，工业生产对高精度、长寿命的切削工具需求快速增长。

图 17：中国硬质合金产量结构



图 18：国内硬质合金消费量（万吨）



数据来源：中国钨业协会硬质合金分会，新锐股份招股说明书，东莞证券研究所

数据来源：安泰科，厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

**光伏钨丝：钨丝金刚线市场快速扩张。**随着光伏产业高速发展，产能产量迅速扩张，降本增效成为行业发展的主旋律。当前，硅片尺寸持续增大、厚度不断减薄，对切割线性能提出更高要求，传统碳钢线在断线率、切割精度等方面渐露疲态，而钨丝金刚线凭借高硬高强以及极低的断线率优势，成为硅片切割环节的主流选择。国内钨业龙头厦门钨业、中钨高新等企业纷纷加大研发投入，扩充光伏用钨丝产能。2024 年，国内钨材产量达到 1.6 万吨，同比增长 6.67%。展望未来，随着全球光伏装机量持续增长，钨丝金刚线的渗透率将稳步提升，有望成为拉动钨需求的新兴增长极。

图 19：国内光伏组件产量（MW）

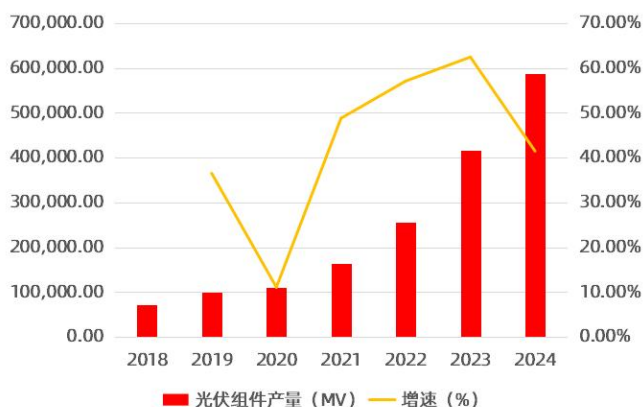
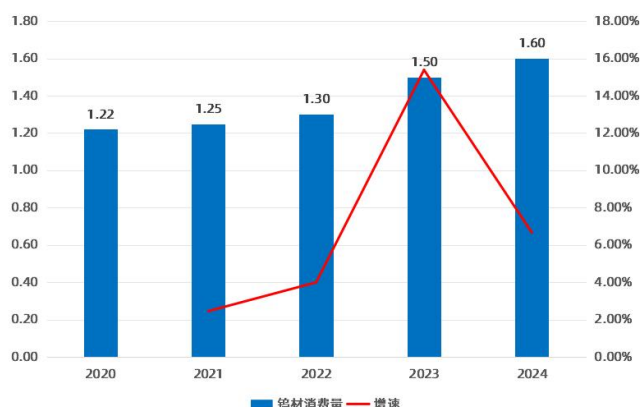


图 20：国内钨材消费量（万吨）



数据来源：iFind，中国光伏行业协会，工信部，东莞证券研究所

数据来源：安泰科，厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

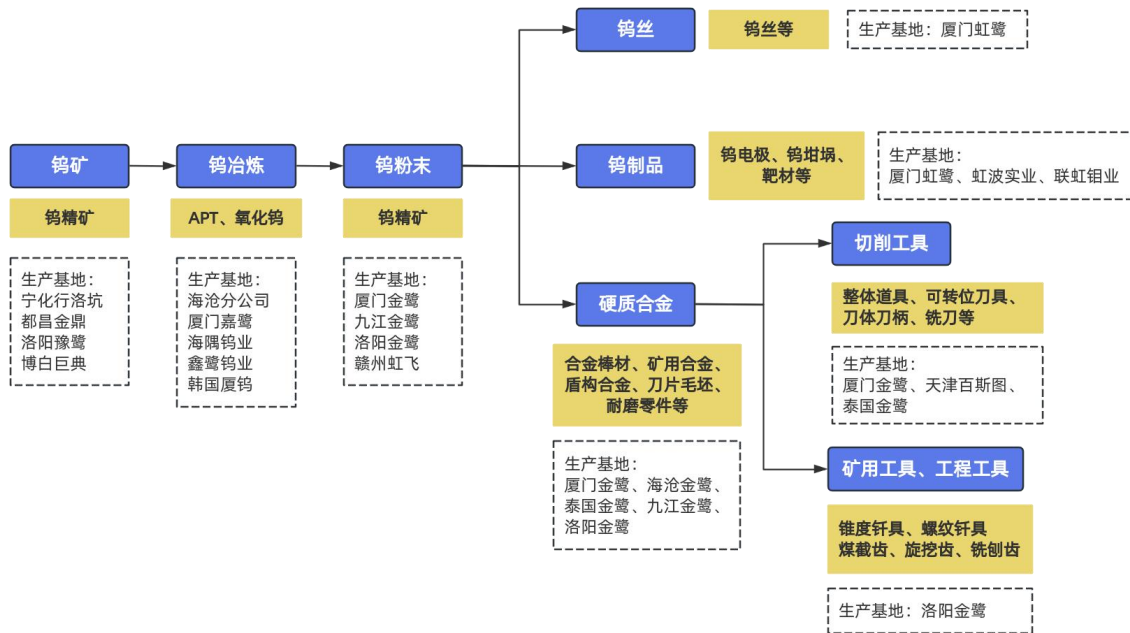
**核聚变：用钨需求崭露头角。**在全球能源转型及可持续发展理念的助力下，核聚变作为清洁、高效、可持续的能源解决方案备受瞩目。钨具备高熔点、低溅射率以及超强的抗中子辐照能力，因而成为核聚变反应堆的第一壁与偏滤器的关键制造材料。4 月 30 日，ITER（国际热核聚变实验堆）宣布全球规模最大、功率最强的脉冲超导电磁体系统所有组件制造完成。2025 年，ITER 计划组装结束并进入下一调试阶段，预计于 2028 年点亮第一束等离子体，2034 年进一步开始实验运行。随着全球核聚变研究持续突破，同时商业核聚变项目加速落地，核聚变领域对钨的需求量将快速增长，将推动钨材料向更高性能、更尖端的场景迈进。

在新质生产力与科技创新的推动下，钨在新能源、新材料等新兴领域的应用领域正不断拓展，光伏钨丝、高端切削工具、核聚变钨产品等需求为行业发展提供持续动力，推动钨消费量持续增长。钨矿层面，国家继续实行开采总量控制政策，钨矿供给持续呈现收紧态势。未来几年全球新增钨矿个数有限，受资源趋紧、指标限制及生产成本等影响，预计 2025 年钨市场将总体保持供应偏紧格局。消费端，当下制造业格局正加快向中高端转型升级，高性能合金、高品质特殊钢材等需求拓展了钨产品的应用边界，叠加国产替代进程提速，未来硬质合金整体需求或将稳步增长。根据安泰科数据，2024 年全球原钨消费 9.34 万吨（金属量），预计 2025 年消费量可达 9.52 万吨，较 2024 年增长 1.93%。

## 2.2 公司钨业务全产业链布局，深耕传统应用，开拓新兴市场

2024 年度，公司钨钼业务实现营业收入 174.14 亿元，同比增长 5.78%；实现利润总额 25.25 亿元，同比增长 7.55%。公司拥有完整的钨产业链，在钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域拥有较为突出的竞争优势。

图 21：厦门钨业拥有完整的钨产业链

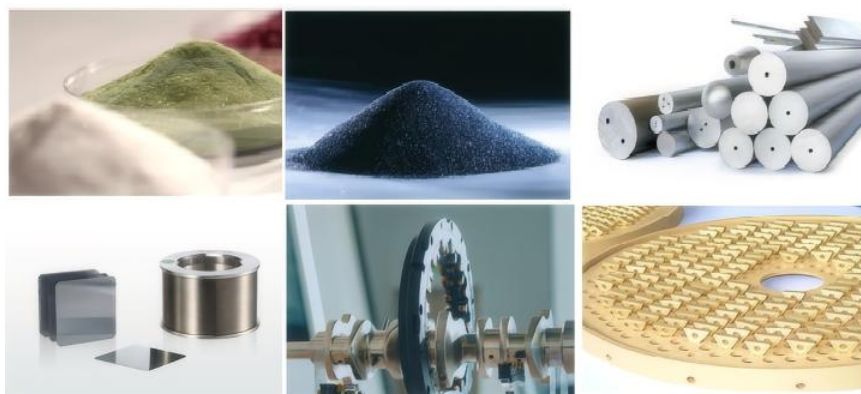


数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

钨矿开采端，目前公司拥有四家钨矿企业，其中宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭为在产企业，三家年产量合计约 7000 至 8000 吨金属吨；此外博白巨典钨钼矿为在建矿山，达产后预计每年产出钨精矿约 2000 金属吨。公司直接和间接控制的钨矿山金属储量近 200 万吨，占全国 30%左右。冶炼及深加工方面，公司具备钨冶炼及粉末产品大规模生产能力，规模与品质处于世界前列。

**公司钨丝产品多年稳居行业市场份额前列。**依托多年积累的技术开发、精密加工、设备制造及规模化生产能力，奠定了公司在钨丝加工领域的领先地位。公司生产的光伏用钨丝兼具高韧性、细线径与低断线率，能显著提升硅片加工效率，且拥有完全自主知识产权，持有十余项发明专利及实用新型专利。公司的钨丝产品应用广泛，除光伏硅片切割外，还覆盖传统及特种照明、汽车玻璃、耐切割防护、微波炉、真空镀膜、医疗器械等多个领域。2024 年，公司不断稳固光伏用钨丝在技术、质量、规模等方面的竞争优势，通过持续细化光伏用钨丝线径、提升产品各方面性能，同时主动调价让利市场，推动光伏用钨丝渗透率、市场份额与销量持续提升。2024 年公司细钨丝销量达到 1354 亿米，同比增加 56%，其中光伏用钨丝销量 1070 亿米，同比增长 41%。

图 22：厦门钨业钨产品图示（仲钨酸铵和氧化钨、钨粉、钨棒材、光伏用钨丝、汽车曲轴、数控刀片）



数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

**公司硬质合金产品产销规模为国内前列。**公司硬质合金棒材凭借高品质自供原料与先进工艺，系列齐全且性能卓越稳定，在海内外享有高品牌美誉度，成为国际知名刀具品牌的优质供应商。刀具刀片产品定位中高端，研发实力突出，构建了材料、结构、工艺及切削应用四大核心技术平台，紧跟市场需求迭代升级，已形成超 10 万个产品规格，可满足多领域加工工况。公司与成飞集团、上飞公司、豪迈科技、比亚迪等行业龙头企业深度合作，为航空航天、设备制造、新能源汽车等高端制造业提供零部件加工支持。同时，通过与下游标杆客户协同，持续强化解决方案能力，已积累覆盖汽车、航空航天、能源重工等领域的 135 个零部件方案包，可提供机床交钥匙定制、产线刀具总包等服务，正逐步从产品供应商向整体解决方案服务商转型。

2024 年，面对制造业放缓等影响，公司在硬质合金方面通过聚焦国内外细分市场精准施策，硬质合金产品销量约 7352 吨，同比增长 8%，盈利基本持平；公司切削工具产品不断深耕中高端市场及海外市场，推动各应用领域重点终端客户稳步增量，在 3C、航空航天和新能源汽车领域的增长较为突出，切削工具产品销量约 5130 万件，同比增长 2.23%，营收同比增长 7%。

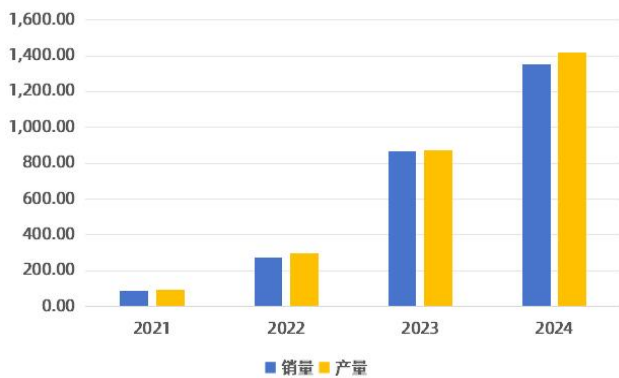
**公司已为 ITER 等国内外聚变客户提供多款钨产品及部件。**公司是国内首家具备核聚变装置用 ITER 偏滤器钨探针组件研发和生产能力的企业，具备大尺寸 ITER 级钨材料的精密机加工成型能力，可满足 EAST（中国全超导托卡马克核聚变实验装置）、ITER（国际热核聚变实验堆计划）等不同磁约束聚变装置部件的高标准需求，公司已为 ITER 等国内外聚变客户提供多款钨产品及部件。

图 23：厦门钨业钨产品图示（硬质合金刀具、液压刀柄和热缩刀柄、凿岩工具、工程工具、3C 行业模具材料）



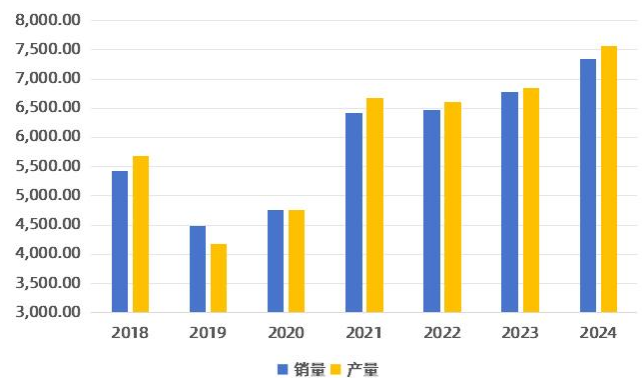
数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

图 24：厦门钨业细钨丝产销量（亿米）



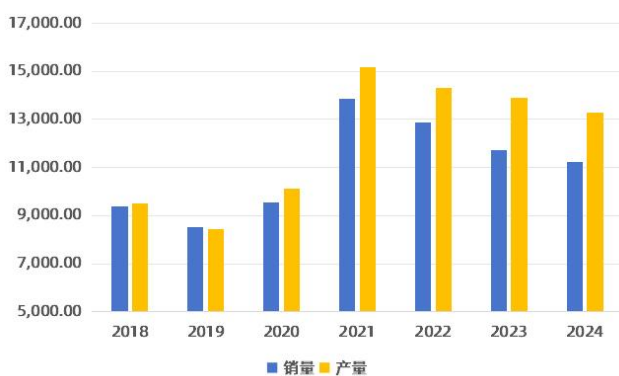
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 25：厦门钨业硬质合金产销量（吨）



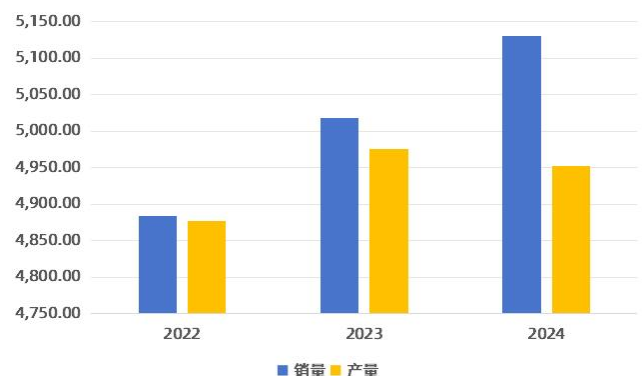
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：厦门钨业钨粉末产销量（吨）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 27：厦门钨业切削工具产销量（万件）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

**重点项目持续推进，全球产能布局深化。**未来，公司将围绕“资源保障+先进制造”的发展战略，争取钨钼业务中细钨丝、硬质合金与切削工具产品盈利能力保持行业先进水平，继续打造国内国际产业双循环发展格局，加快广西博白钨矿、硬质合金工业园、切削工具生产线、光伏用钨丝和氧化钼生产线等项目的实施，助力产能快速增长和市场规模扩大。

### 3. 稀土业务

#### 3.1 稀土行业——全球供应链重构加快，战略价值持续凸显

##### 3.1.1 稀土行业供给侧——结构性改革提速

**中国稀土储量与产量占据全球主导地位。**根据美国地质调查局数据，2024 年全球稀土产量合计 39 万吨，其中中国产量达到 27 万吨，占比约 70%；全球稀土储量预估超过 9000 万吨，其中中国拥有 4400 万吨，占比约 48.9%，其他储量较多的国家包括巴西、印度、澳大利亚等。

**供给侧结构性改革深化，行业集中度持续提升。**国内稀土供给依赖指标分配，近年来，稀土开采及冶炼指标增速逐步放缓。2024 年全年开采指标为 27 万吨，较 2023 年仅增加 5.88%，2021 年至 2023 年平均增速为 22.14%；2024 年冶炼分离指标为 25.4 万吨，较 2023 年增加 4.16%，2021 年至 2023 年平均增速为 21.80%。当前，我国稀土行业供给侧正加快结构性改革，总量调控升级、行业整合提速、进口管控强化、非法产能出清对供给格局形成重塑。2025 年，中国稀土行业供给将继续围绕政策引领，行业集中度有望进一步提升，稀土开采冶炼指标的分配预计仍将按照“总量控制、按需供给”进行，全年指标增速或维持低位。

图 28：2024 年全球稀土储量分布情况

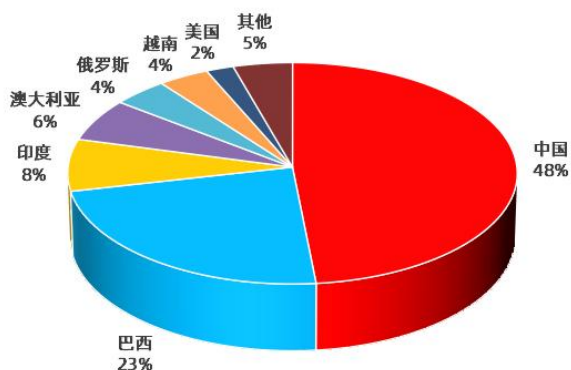
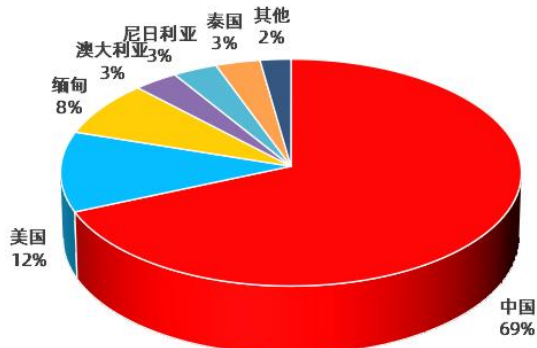


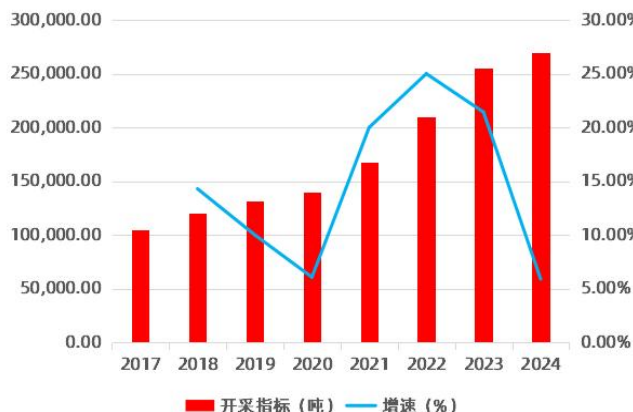
图 29：2024 年全球稀土产量占比情况



数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

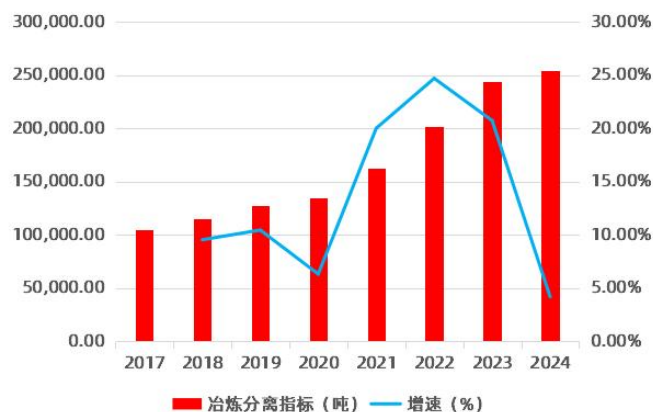
数据来源：美国地质调查局，东莞证券研究所

图 30：稀土矿开采总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

图 31：稀土冶炼分离总量控制指标及增速（吨，%）



数据来源：iFind，自然资源部，东莞证券研究所

**政策体系持续完善，市场规范化进程加速。**继 2024 年 10 月《稀土管理条例》正式施行后，2025 年 2 月，工信部原材料工业司发布《稀土开采和稀土冶炼分离总量调控管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》及《稀土产品信息追溯管理办法（暂行）（公开征求意见稿）》。《总量办法》通过合理设定稀土开采及冶炼总量控制指标，可促进稀土资源开发与下游市场需求相匹配，实现供需的动态平衡与资源的优化配置。《追溯办法》旨在规范市场秩序并提升行业透明度，通过建立稀土产品追溯系统，能有效追踪稀土产品的来源及去向，减少非法稀土产品，对稳定稀土价格具有重要意义。

**中重稀土出口管制，全球稀土供应链加速重构。**2025 年 4 月起，我国决定对钐、钇、铽、镱、镱、镱等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制。中重稀土作为稀缺战略资源，在国防军工、新能源、半导体等尖端领域发挥着不可替代的作用，其应用直接影响高端装备的稳定性和性能极限。根据自然资源部发布的《中国矿产资源报告（2023）》，我国离子型稀土储量占到全球已探明储量的 80%以上，主要分布在江西、福建、广东、云南等南方省份。我国在中重稀土产业方面具备绝对优势，产能规模及冶炼分离技术占据全球主导地位。全国离子型稀土（中重稀土）冶炼指标均分配给中国稀土集团，随着集团加快矿产资源的收购整合，我国中重稀土产业集中度进一步提升。

**国内加快稀土出口审批流程。**近期商务部新闻发布会上，发言人表示：“中国一贯高度重视维护全球供应链的稳定与安全，依法依规不断加快对稀土相关出口许可申请的审查，已经依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。中方愿就此进一步加强与相关国家的出口管制沟通对话，积极促进便利合规贸易”。根据当前企业公告情况，目前主流稀土磁材企业已陆续获得稀土产品出口许可，且审批流程正在加快。在依法依规的前提下，国家不断加快稀土出口，反映了我国在战略资源管控和维系全球供应链稳定之间的平衡。

**中国稀土产业领先地位难以撼动。**2020—2023 年间，美国 70%的稀土金属及化合物进口来自中国，若计入经第三国转口的间接供应，美国实际对中国的依赖将进一步提升。我国在稀土产业拥有全链条优势：轻稀土领域，我国资源储量丰富、冶炼技术成熟、产能全球领先，主导全球轻稀土冶炼加工市场；中重稀土因资源稀缺、技术壁垒高，且我

国主导全球供给，因此具备较强的话语权。我国出口管制政策落地后，全球中重稀土有效供给收缩，叠加新能源汽车、国防军工等领域刚性需求支撑，镨、铽价格快速上涨。综合来看，我国在轻稀土及中重稀土产业具备技术与产能的双重优势，在可预见的未来其全球供应链核心地位难以撼动。

**稀土战略地位持续提升，进一步推动产品价格回暖。**近期，在全球稀土供应链格局重构、下游需求提振以及中报业绩催化的背景下，稀土及磁材行业景气回升。随着人形机器人产业化进程加速，五角大楼入股 Mountain Pass 公司（北美唯一一家大规模开采和处理稀土矿的企业），稀土磁材在新能源及国防军工领域的战略地位有望持续凸显。截至 7 月 28 日，稀土价格指数收于 203.14，较 7 月初回升 21.13；氧化镨钕平均价收于 522 元/公斤，较 7 月初回升 77 元；氧化镨平均价收于 1650 元/公斤，较 7 月初回升 35 元；氧化铽平均价收于 7130 元/公斤，较 7 月初回升 40 元。

### 3.1.2 稀土行业需求端——新兴需求助力稀土磁材需求提振

稀土下游最大的应用领域是稀土磁材，作为新兴战略产业，稀土磁材在推动传统产业转型升级和未来新兴产业培育中发挥着不可或缺的作用。当前，新能源汽车、风力发电、工业节能电机、变频空调等领域稀土需求稳步增长，人形机器人、低空经济等概念为稀土需求打开新的成长曲线。

**人形机器人打开稀土新的成长空间。**人形机器人中驱动系统、控制系统及制动系统均会采用稀土磁材。一台人形机器人大约需要 3.5~4kg 的稀土磁材，新能源汽车单车钕铁硼磁材用量在 2~3kg 左右，单台人形机器人稀土磁材用量高于新能源汽车，人形机器人产业的快速发展将为稀土磁材打开新的成长曲线。

表 1：主要人形机器人产品介绍及图示

| 研发公司 | 特斯拉                                                                                 | 宇树科技                                                                                                                      | 1X                                                                                  | 智元                                                                                   | 优必选                                                                                   |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 产品名称 | Optimus-Gen 2                                                                       | Unitree G1                                                                                                                | NEO Gamma                                                                           | 灵犀X2                                                                                 | 天工行者                                                                                  |
| 发布日期 | 2023年12月12日                                                                         | 2024年5月13日                                                                                                                | 2025年2月21日                                                                          | 2025年3月11日                                                                           | 2025年3月12日                                                                            |
| 产品简介 | 高约173cm，体重63kg，负载约20kg。采用“完全端到端”训练，可实现视频信号输入，控制信号输出，能自主对物品分类，适应变化的环境并做出调整。          | 高度127cm，最大体重约35kg，手臂臂展约0.45米，小腿+大腿长度为0.6米，拥有23-43个关节电机，膝关节最大扭矩120牛米，移动速度为2米/秒。采用13串锂电池供电方式，电池容量为9000毫安时，续航约2小时。售价为9.9万元起。 | 搭载视觉操作模型，内置1X自研大语言模型，设计更加人性化，完全为家庭场景量身打造，定价在3万美元以内。                                 | 身高1.3米左右，具备完善的运动、交互及作业能力，不仅能像人一样走路、跑动、转身，还能骑自行车、跳舞、玩平衡车、读药品说明书。                      | 身高达到170厘米，全身拥有20个自由度，能够以10公里/小时的速度稳定奔跑。能为高校及科研机构提供完整的人形机器人研究解决方案。定价29.9万元起。           |
| 产品图示 |  |                                        |  |  |  |

数据来源：特斯拉官网，宇树科技官网，1X官网，智元机器人官网，北京人形机器人创新中心官网，百度百科，东莞证券研究所

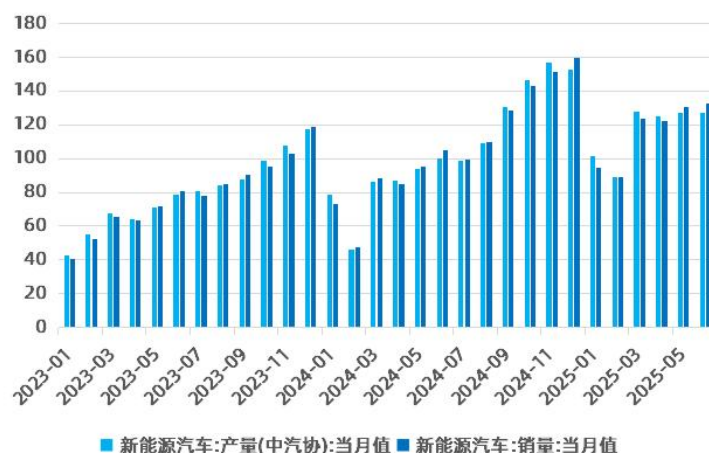
进入 2025 年，人形机器人产业化进程加快推进，各大机器人公司接连发布新一代产品。当下，全球人形机器人进程加快推进，代表着具身智能等新范式正驱动通用人工智能技术不断突破。未来随着深化开源开放，人形机器人行业壁垒或逐步打通，有望形成创新合力，实现普惠发展，推动人工智能产业持续壮大，将有效拉动对稀土磁材的需求。

**新能源汽车持续为稀土磁材需求托底。**稀土磁材广泛地运用于新能源汽车中驱动电机、助力转向电机等启动电机部分。由于具有体积小，质量轻，性能高等显著优势，使得稀土在新能源汽车领域被高度重视。作为稀土产业链终端需求占比最高的领域，新能源汽车市场的发展态势与行业中稀土磁材技术的更迭对稀土产业景气度影响较大。据 EVTank 数据，2024 年全球新能源汽车销量达到 1823.6 万辆，同比增长 24.4%，中国作为新能源汽车销量的主要贡献国家，2024 年销量占比达到 70.5%。

稀土永磁电机凭借着高功率密度、高能化、轻量化等特点，成为新能源汽车市场中驱动系统的首选。比亚迪全系新能源汽车搭载永磁电机，助力车辆加速实现 3.9 秒破百；特斯拉尽管探索无稀土电机，但其高端车型依然采用稀土永磁电机以满足高性能需求；国内新势力车企蔚来、小鹏、理想等通过装载永磁同步电机来优化车辆续航与动力表现；国外知名车企如大众、宝马、奔驰等通过加强供应链合作，在其新能源车型中普遍应用稀土永磁电机。

进入 2025 年，政策补贴与优惠力度加大，且智能驾驶、800V 高压平台、半固态电池等技术加速普及，科技创新与技术下放有望推动新能源汽车行业整体升级。展望未来，主要汽车市场国家政策支持延续，消费者认可度及接受度提高，叠加新技术加速迭代，全球新能源汽车销量有望持续增长，将继续拉动对稀土磁材的需求。

图 32：中国新能源汽车产销量（万辆）



数据来源：iFind，中国汽车工业协会，东莞证券研究所

### 3.2 公司构建了覆盖稀土全产业链的协同体系

稀土业务方面，公司前端通过战略参股方式布局矿山开采及冶炼分离环节，确保上游资源稳定供应，后端以自主控股形式深度开发高附加值领域，涵盖稀土高纯氧化物、

稀土金属加工、发光材料、高性能磁性材料、光电晶体的全产业链闭环。国内资源整合后，公司参股中稀厦钨，共同开发福建稀土资源，与赤峰黄金合作共同开发海外稀土资源，在原料端为稀土产业提供保障。公司在做好稀土深加工产业的同时，积极探索稀土应用，利用自身在稀土永磁材料产业的基础优势，参股了稀土永磁电机业务，在工业节能、伺服电机、汽车电机、现代农业、绿色环保等领域布局。

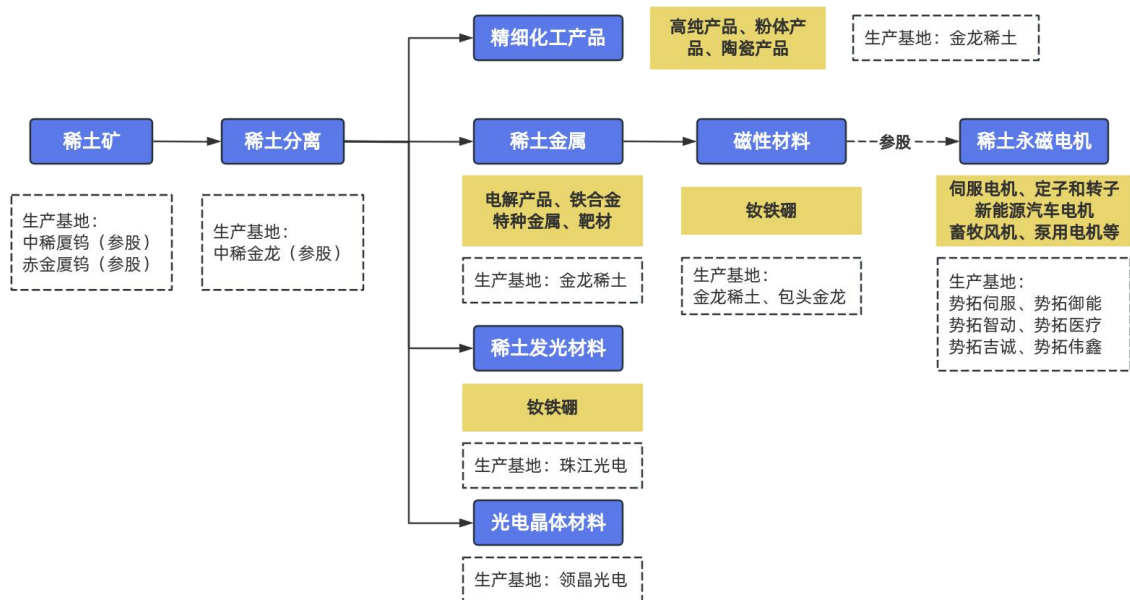
2023 年 12 月，公司与中国稀土集团合资成立中稀厦钨（福建）稀土矿业有限公司，中国稀土集团持股 51%，厦门钨业持股 49%，共同开发福建稀土资源。为积极响应国家稀土产业整合战略，以及聚焦自身稀土深加工优势，厦门钨业通过子公司金龙稀土将原矿冶炼分离业务转让至与中国稀土集团合资成立的中稀金龙（中国稀土集团持股 51%，厦门钨业持股 49%）。

作为福建省稀土资源的开发主体，中稀厦钨整合了厦门钨业旗下龙岩、三明等地的稀土矿山，业务聚焦稀土矿采选及初级原料供应，为中下游冶炼加工提供稳定资源保障。

中稀金龙承接厦门钨业原有的冶炼分离业务，并新建 1 万吨/年稀土分离项目（预计 2025 年底投产），业务覆盖稀土原矿冶炼、氧化物生产等环节，产品直接供应厦门钨业稀土永磁材料板块。

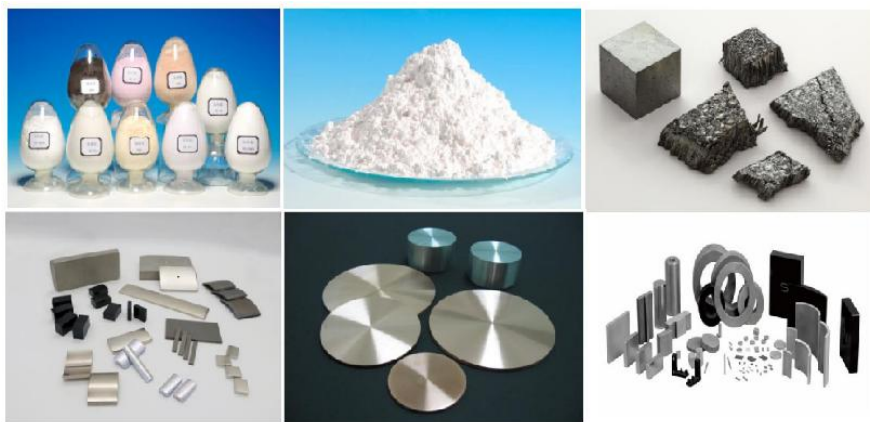
总的来看，厦门钨业并通过战略参股方式布局稀土开采及冶炼环节，在保证原料供应稳定的基础上，加强深加工业务优势，聚焦发展稀土永磁材料等高附加值业务，使得稀土业务盈利能力得到提升。

图 33：稀土全产业链布局



数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

图 34：厦门钨业稀土产品图示（稀土氧化物、荧光粉、稀土金属、磁性材料、稀土靶材、钕钴永磁材料）



数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

采矿及冶炼端，公司和中国稀土围绕稀土矿山开采及冶炼展开合作，目前正配合在福建申办新的采矿证，力争将福建省内采矿证下可开采储量长期维持在 20 万吨 REO（稀土氧化物）以上。国外方面，公司与赤峰黄金的合资公司 2024 年已在老挝实现少量稀土矿半成品产出，预计 2025 年将扩大产出规模。

2025 年一季度公司磁性材料销量同比增长 49%，营业收入同比增加 35%，产能利用率处于较高水平。公司磁材产品下游应用领域包括新能源汽车主驱电机、家用电器、风力发电、工业电机，并且能够满足人形机器人用电机等下一代应用领域的规格及性能要求。产能方面，金龙稀土已在长汀基地实现 15000 吨年产能的落地，目前正在布局长汀、包头两个基地的新建产能项目。包头基地首期 5000 吨年产能的磁材项目进展顺利，已完成厂房建设、机器设备安装调试、产线试运营等各项准备工作，于 2025 年 6 月逐步投产，长汀基地 5000 吨磁材扩产项目预计 2026 年全面投产。

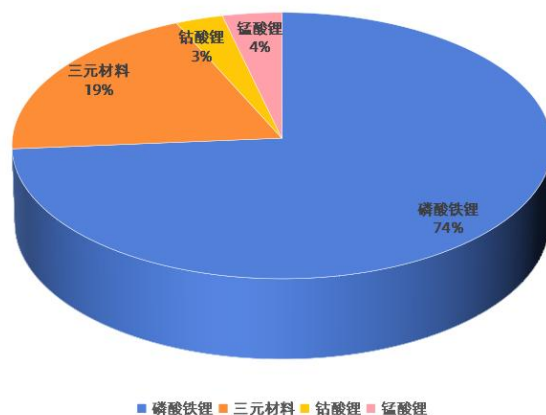
## 4. 能源新材料业务

### 4.1 锂电池正极材料行业——产业格局重塑，新兴赛道崛起

锂电池正极材料是锂电池的核心组成部分，直接决定着电池的能量密度及生产成本。目前市场上主流技术路线包括三元材料（NCM、NCA）、磷酸铁锂（LFP）、钴酸锂（LCO）以及锰酸锂（LMO），四种材料因各自的特性差异应用于不同领域。经过多年发展，我国已经成为全球锂电池正极材料主要的制造国之一。其中，我国在磷酸铁锂及三元正极材料领域已确定全球最大生产国及消费国地位，在钴酸锂及锰酸锂材料方面目前已成为世界最大出口国。

据 EVtank 数据，2024 年我国锂离子电池正极材料出货量中，磷酸铁锂出货量为 242.7 万吨，同比增长 48.2%；三元材料出货量 64.3 万吨，同比下滑 3.2%；钴酸锂出货量 9.9 万吨，同比增长 23.8%；锰酸锂出货量 12.3 万吨，同比增长 30.3%。

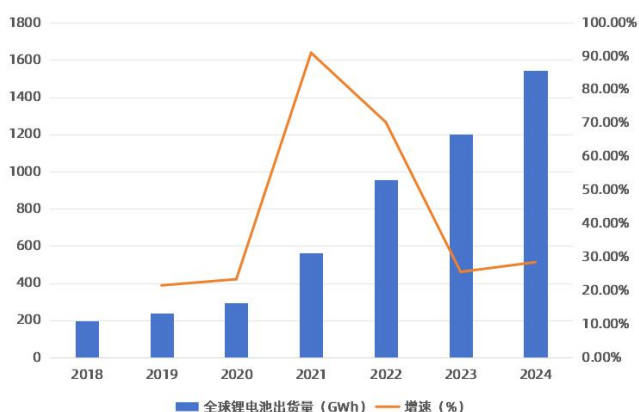
图 35：2024 年我国锂电池正极材料出货情况分析



数据来源：EVtank，伊维智库，东莞证券研究所

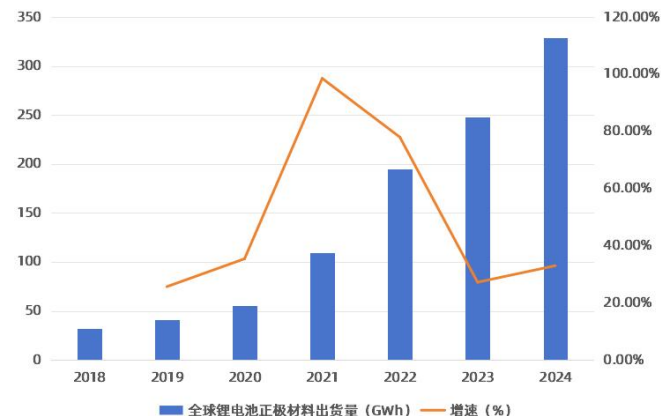
锂离子电池正极材料广泛应用于新能源汽车、3C 电子产品、储能电池等领域。随着全球新能源汽车市场高速发展，正极材料的技术趋势正朝着高压化、高镍化、高倍率、单晶化发展，磷酸铁锂电池受益于技术、成本、安全等因素，在新能源汽车领域渗透率持续上升，在储能领域也得到了较大的应用。

图 36：全球锂离子电池出货量（GWh）



数据来源：EVtank，伊维智库，东莞证券研究所

图 37：中国锂离子电池正极材料出货量（万吨）



数据来源：EVtank，伊维智库，东莞证券研究所

锂电池正极材料市场面临供给过剩的局面，行业经历阵痛期。锂离子电池正极材料行业未来将呈现供需结构性分化与技术迭代并行的格局。技术路线方面，高压化、高镍化为主流迭代方向，磷酸锰铁锂等新兴材料形成补充，同时随着固态电池等技术路线分化带来的结构性机会，材料体系将更加多元化。需求端，新能源汽车与储能领域双轮驱动，磷酸铁锂在中低端车型及储能领域或将维持高渗透率；三元材料聚焦高端车型，同时产能过剩压力下低端产能加速出清，高端产能得以巩固，头部企业通过全球化布局提升市场份额。

## 4.2 公司能源材料业务——聚焦 3C 及动力领域，积极探索新技术路线

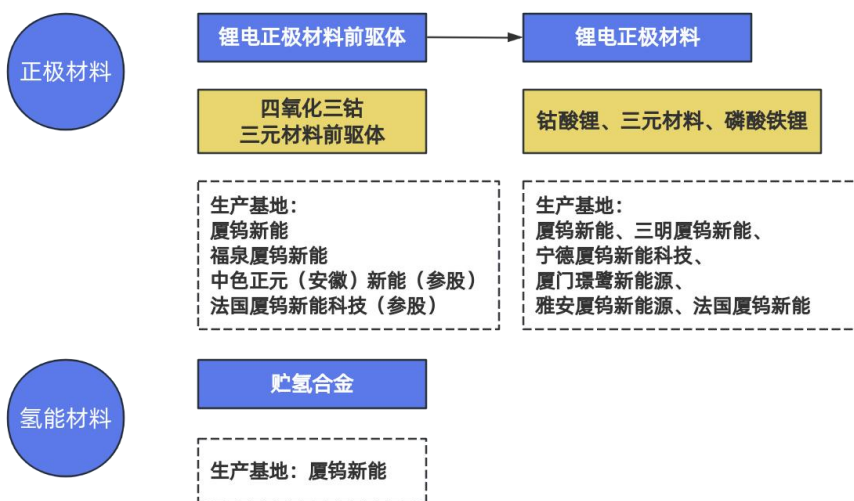
厦门钨业能源新材料业务主要由控股子公司厦钨新能（688778）运营，目前产品主要有面向 3C 消费电子领域的钴酸锂、面向动力电池领域的三元材料，面向储能和动力电池领域的磷酸铁锂，用于氢能市场的储氢材料等。

借助于多年来技术研发和生产实践积累形成的技术研发优势和产品质量优势，公司执行大客户战略，拓展了国内外众多知名电池客户。在 3C 锂电池领域，公司与 ATL、三星 SDI、村田、LGC、欣旺达、珠海冠宇及比亚迪等国内外知名电池企业建立了稳固的合作关系，产品广泛应用到下游中高端 3C 电子产品中；在动力锂电池领域，公司与中创新航、松下、比亚迪、欣旺达、宁德时代及国轩高科等知名电池企业建立了稳定的合作关系。

2024 年，公司能源新材料业务实现营业收入 132.97 亿元，同比下降 23.19%；利润总额 5.08 亿元，同比下降 9.08%，主要因原材料价格下降以及行业竞争加剧。产品销量方面，公司锂离子正极材料销量 9.86 万吨，稳居国内行业前列；氢能材料销量 0.39 万吨，巩固贮氢合金国内领先地位。

分产品来看，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，钴酸锂市场，2024 年国内产量 9.39 万吨，全球市占率约 93%。公司凭借高电压产品优势，向 3C 消费电池头部企业稳定供货，销量达 4.62 万吨，出货量蝉联第一；三元材料产品通过优化客户结构，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，实现销量 5.14 万吨，同比增长 37.45%。

图 38：公司能源新材料业务



数据来源：厦门钨业2024年年报，东莞证券研究所

（1）**钴酸锂**。钴酸锂凭借工作电压高、压实密度大、充放电快速稳定等优势，成为中高端 3C 消费电子的主流正极材料，广泛应用于智能手机、笔记本电脑、平板电脑及 TWS 耳机等可穿戴设备。公司是钴酸锂领域的全球龙头，市场份额位居世界第一，4.53V 钴酸锂通过多家客户认证并实现小批量供货，4.55V 产品开发按客户要求推进。

2024 年，随着 AI 应用普及，带动新产品上市与换机潮，拉动钴酸锂需求，同时提升了对能量密度的要求，技术门槛提高，公司因此充分受益。中国信息通信研究院数据显示，2024 年中国手机出货量达 3.14 亿部，同比增长 8.7%。当前 3C 消费市场虽处于慢速增长阶段，但可穿戴设备等新品带来新增长契机，市场格局稳定。公司凭借技术与品质优势稳居龙头，未来将依托高电压技术开发新品，持续巩固 3C 消费领域的领先地位。

（2）**三元材料**。三元材料因能量密度高、放电容量大、循环性能好等优势，广泛应用于电动汽车、电动自行车等领域，其能量密度可通过提高充电截止电压或镍含量提升，助力锂电池续航。高电压、高镍三元材料因高能量密度成为高续航主流，磷酸盐系则主导高性价比市场，高功率材料广泛应用于混动领域。2024 年中国动力电池装车量 548.4GWh（+41.5%），三元占 25.3%（139.0GWh，+10.2%），磷酸铁锂占 74.6%（409.0GWh，+56.7%）。厦门钨业是三元材料高电压、高功率细分市场的技术龙头，聚焦深度研发，赋能高端纯电汽车、低空经济等领域。

（3）**氢能材料**。公司氢能材料包括镍氢电池用贮氢合金粉与新型固态储氢材料，在两大领域均占据重要地位。贮氢合金粉为镍氢电池负极材料，依托镍氢电池环保性、安全性及温度适应性强的优势，广泛应用于混动汽车、中低端消费电子领域。公司是该领域市场龙头，第三代车载贮氢合金稳定供应国际知名车企混动车型，宽温应用领域已实现主流品牌车载 T-BOX 产品批量导入。

固态储氢材料通过化学或物理吸附储氢，相较高压气态、低温液态储氢，具备低压安全优势。公司率先实现该材料量产销售，已批量应用于电解水制氢储氢、氢能充电桩、氢能叉车等场景。公司持续通过调整储氢材料元素与结构、优化制备工艺，在提升性能的同时降低成本，不断拓宽氢能材料应用边界，巩固市场地位。

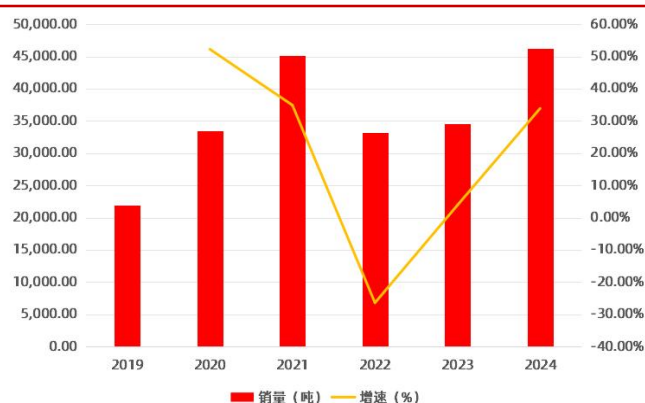
（4）**磷酸铁锂**。磷酸铁锂凭借高安全性、低成本、长寿命等优势，广泛应用于动力电池和储能领域，但存在倍率性能与低温性能不佳的短板。自 2009 年起，公司持续攻关磷酸铁锂低温性能瓶颈，引入水热法合成工艺，结合均相合成、前驱体掺杂、粒径精准控制三大核心技术，成功开发出兼具优异低温表现与高倍率特性的高性能产品，可适配动力快充、高效储能、军工特种电池等领域。

公司以水热法产品为核心，聚焦差异化市场，推进中高端产品研发。2021 年在四川雅安布局磷酸铁锂产业化基地，2024 年已实现批量供货。目前，固液混搭及纯水热法磷酸铁锂产品均通过客户审核与产线验证，具备量产能力并启动供货。公司依托技术积累，在提升磷酸铁锂性能的同时，逐步切入储能市场，同时凭借早期钠电正极材料技术储备，可满足下游多元需求。

**（5）固态电池。**公司在固态电池领域重点布局正极材料与电解质两大方向。公司正极补锂材料完成高稳定性开发，已实现批量供货。NL 全新结构正极材料具备更稳定结构与更宽层间距，能量密度和倍率性能显著提升，2024 年公司 NL 材料产能为千吨级别，未来可广泛应用于 3C 消费电子、机器人、低空经济、固态电池等领域，为公司培育新的盈利增长点。

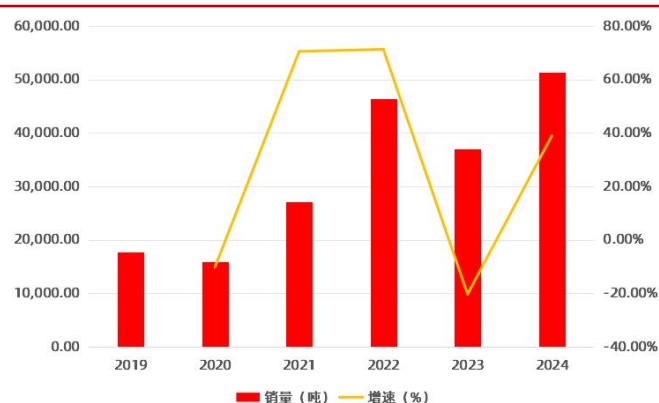
后续公司将聚焦制造优化与降本增效，持续巩固在钴酸锂、氢能材料细分领域的行业领先地位，逐步提升三元材料的行业排名，通过差异化竞争逐步拓展磷酸铁锂市场份额，同时公司积极探索下一代新能源材料技术的前沿理论和前沿技术，大力开发下一代锂电产品、新能源材料产品。

图 39：公司钴酸锂销量及增速（吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 40：公司三元材料销量及增速（吨，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 5. 投资建议

**聚焦发展钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务。**公司形成钨钼、稀土、能源新材料三大核心业务协同发展的产业生态。钨钼业务方面，公司已构建起从钨矿山采选、钨钼冶炼、钨钼粉末生产到硬质合金、钨钼丝材制品、切削工具等深加工应用及回收的全产业链，多项技术国际领先；稀土业务方面，公司建立了包括稀土开采，稀土分离冶炼，稀土永磁材料、发光材料、光电晶体等应用和研发的完整体系，树立了以深加工带动产业发展的稀土开发模式之典范；能源新材料业务方面，公司培育了包括三元材料、钴酸锂、磷酸铁锂等主流锂离子正极材料的研发和规模制造能力，成为锂电正极材料领域的一流供应商。

**钨钼业务。**公司具有前端钨矿山采选，中端钨钼冶炼及钨钼粉末生产、后端硬质合金、钨钼丝材制品和切削刀具等深加工应用及回收的完整产业链。公司直接和间接控制的钨矿山金属储量近 200 万吨，占全国 30%左右；公司在硬质合金领域已跻身国际先进水平，硬质合金出口量占全国 30%以上。切削工具定位中高端，产品覆盖 3C、航空航天等领域，海外市场占比提升。光伏钨丝方面，目前公司主流产品线径已达 30  $\mu$  以下，公司自主研发的光伏用高强度钨丝渗透率超 50%，2024 年销量达 1070 亿米。未来公司将持续推进产品细线化，推出强度更高、性能更好的钨丝产品，满足客户更多样的定制化需求。此外，公司积极布局核聚变装置用钨材等高端应用，形成技术壁垒与市场竞争力。

**稀土业务。**公司构建了覆盖稀土全产业链的协同体系，前端通过战略参股方式布局矿山开采及冶炼分离环节，确保上游资源稳定供应，后端以自主控股形式深度开发高附加值领域。采矿及冶炼端，公司与中国稀土展开合作，力争将福建省内采矿证下可开采储量长期维持在 20 万吨 REO（稀土氧化物）以上。国外方面，赤金厦钨预计在 2025 年将扩大稀土矿半成品产出规模。公司磁材产品下游应用领域包括新能源汽车主驱电机、家用电器、风力发电、工业电机，并且能够满足人形机器人用电机等下一代应用领域的规格及性能要求。产能方面，金龙稀土已实现 15000 吨年产能的落地，目前长汀、包头两地项目正稳步推进。

**能源新材料业务。**公司能源新材料业务主要由控股子公司厦钨新能运营，主要产品包括面向 3C 消费电子领域的钴酸锂、面向动力电池领域的三元材料，面向储能和动力电池领域的磷酸铁锂，用于氢能市场的储氢材料等。2024 年公司锂离子正极材料销量 9.86 万吨，稳居国内行业前列；氢能材料销量 0.39 万吨，巩固贮氢合金国内领先地位。公司是钴酸锂领域的全球龙头，市场份额位居世界第一。三元材料方面，公司是高电压、高功率细分市场的技术龙头，聚焦深度研发，赋能高端纯电汽车、低空经济等领域。

**维持对公司“买入”评级。**在政策支持与需求升级共振下，厦门钨业凭借全产业链布局、技术壁垒与产能优势，有望充分受益于三大行业的长期增长。预计 2025—2027 年公司 EPS 分别为 1.33/1.59/1.79 元，对应 PE 分别为 18.62/15.65/13.84 倍。

## 6. 风险提示

**（1）宏观经济波动预期。**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）原材料价格及供应安全风险。**公司钨钼材料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，稀土业务、电池材料所需原材料大部分需向外采购，原材料供应安全存在一定风险。同时，公司主营业务的产品价格受钨钼、稀土、钴锂等原材料价格波动的影响较大。

**（3）行业政策风险。**钨和稀土均为我国战略稀有资源，能源新材料为我国新兴产业，国家对钨、稀土、能源新材料行业的一系列调控政策将对公司产生一定的影响，使得公司面临一定的行业政策风险。

**（4）安全生产及环保风险。**有色金属采矿涉及多项风险，包括自然灾害、设备故障及其他突发性事件等，这些风险可能导致公司的矿山受到不可预见的财产损失和人员伤亡。同时，在矿产资源开采、选冶过程中伴有可能影响环境的废弃物，如废石、废渣的排放。矿产资源的开采，不仅会产生粉尘及固体废物污染，还可能导致地貌变化、植被破坏、水土流失等现象的发生，进而影响到生态环境的平衡。

**（5）产品技术路线选择风险。**公司光伏用钨丝、新能源汽车电池材料、稀土发光材料所处的光伏、新能源汽车和照明等行业技术进步发展迅速，行业未来发展的技术路线具有一定不确定性，且技术更新速度较快。

**（6）项目推进不达预期的风险。**公司众多项目正稳步推进，若未来行业政策、市场环境、技术进步等因素可能发生较大变化或不达预期，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。

表 2：公司盈利预测简表（数据截至 2025 年 7 月 29 日）

| 科目（百万元）     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入       | 35,196.46 | 38,433.36 | 41,872.64 | 45,465.13 |
| 营业总成本       | 32,262.75 | 35,024.05 | 37,992.34 | 41,165.12 |
| 营业成本        | 28,850.47 | 31,243.99 | 33,828.09 | 36,623.27 |
| 营业税金及附加     | 231.79    | 265.19    | 293.11    | 318.26    |
| 销售费用        | 412.29    | 461.20    | 502.47    | 545.58    |
| 管理费用        | 1,008.33  | 1,114.57  | 1,214.31  | 1,327.58  |
| 财务费用        | 303.72    | 355.65    | 425.02    | 472.72    |
| 研发费用        | 1,456.15  | 1,583.45  | 1,729.34  | 1,877.71  |
| 公允价值变动净收益   | 7.29      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 资产减值损失      | -310.67   | -248.54   | -213.74   | -218.02   |
| 营业利润        | 3,271.59  | 3,780.05  | 4,327.60  | 4,787.99  |
| 加：营业外收入     | 6.21      | 7.45      | 8.94      | 10.73     |
| 减：营业外支出     | 33.71     | 37.08     | 40.79     | 44.87     |
| 利润总额        | 3,244.09  | 3,750.41  | 4,295.75  | 4,753.85  |
| 减：所得税       | 538.53    | 637.57    | 730.28    | 808.15    |
| 净利润         | 2,705.56  | 3,112.84  | 3,565.47  | 3,945.69  |
| 减：少数股东损益    | 977.62    | 997.18    | 1,047.03  | 1,099.39  |
| 归母公司所有者的净利润 | 1,727.93  | 2,115.67  | 2,518.44  | 2,846.31  |
| 摊薄每股收益（元）   | 1.09      | 1.33      | 1.59      | 1.79      |
| PE（倍）       | 17.71     | 18.62     | 15.65     | 13.84     |

数据来源：iFind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

| 公司投资评级 |                                                                      |
|--------|----------------------------------------------------------------------|
| 买入     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上                                          |
| 增持     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间                                       |
| 持有     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间                                           |
| 减持     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上                                           |
| 无评级    | 因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 |                                                                      |
| 超配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上                                        |
| 标配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间                                        |
| 低配     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上                                        |

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 |                                                                          |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 低风险                | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告                                                  |
| 中低风险               | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告                                                   |
| 中风险                | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告                                             |
| 中高风险               | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险                | 期货、期权等衍生品方面的研究报告                                                         |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

**证券分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn