



2025 年 08 月 25 日

公司点评

买入/维持

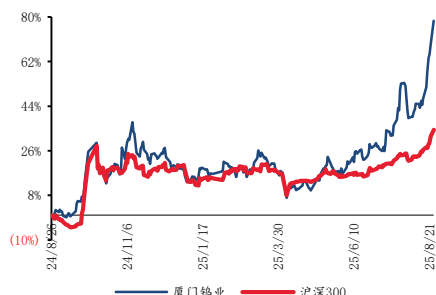
厦门钨业(600549)

目标价:

昨收盘:29.12

卡位战略金属，钨钼、稀土和锂电材料同步发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 15.88/15.54
 总市值/流通(亿元) 462.3/452.5
 12 个月内最高/最低价 (元) 29.55/16.25

相关研究报告

证券分析师: 张文臣

电话:

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525060001

事件: 公司发布 2025 年半年报, 本报告期内, 公司实现总营业收入 191.78 亿元, 同比增长 11.75%; 实现归母净利润 9.72 亿元, 同比减少 4.37%。利润同比下降主要原因是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, 而本期无该事项; 报告期内权属矿山公司洛阳豫鹭补缴从尾矿资源综合回收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 3.61%, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 7.75%。

公司拟实施 2025 年中期现金分红, 每 10 股派发现金股利 1.84 元 (含税), 共计派发 2.92 亿元, 占公司 2025 年半年度归属于上市公司股东净利润的 30.05%。

点评:

钨系列产品一体化发展, 行业领先。公司拥有三家长产钨矿企业 (洛阳豫鹭、宁化行洛坑、都昌金鼎) 和一家在建钨矿企业 (博白巨典), 现有钨精矿 (65%W03) 产能 12,000 吨/年, 为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。公司 APT、钨粉产量位居国内前列, 是最主要的 APT、钨粉供应商之一; 硬质合金、数控刀片产品市场份额进一步提升, 处于国内前列; 光伏用细钨丝渗透率进一步提升, 市场份额超 80%, 全球领先。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、ITER 等不同磁约束聚变装置部件的高标准需求, 为 ITER 等国内外聚变客户提供多款钨产品及部件。2025H1, 国内 65%黑钨精矿均价为 15 万元/吨, 同比上涨 12.11%; APT 均价为 22.29 万元/吨, 同比上涨 12.23%。供给方面, 2025 钨矿实行开采总量控制; 根据自然资源部和工信部公布的数据, 2025 年全国钨精矿 (65%W03) 第一批开采总量控制指标 58,000 吨, 同比减少 4000 吨。需求方面, 根据安泰科数据, 2025H1 中国钨消费合计 3.59 万金属吨, 同比增长 2.1%。受关税和出口管制的影响, 2025 年 1-6 月国内钨出口量 6,063 金属吨, 同比下降 32.44%。

钼价上涨, 公司钼产品经营稳健。公司钼系列产品主要有钼酸铵、钼粉、钼条、钼片、钼坩埚制品、钼丝等。钼作为战略性金属, 市场规模和应用

领域不断扩大，钢铁领域消费占比 60%。全球钼资源的分布和开采主要集中在中国、美国、智利等。据报道，2025H1，全国钼精矿累计产量 163,580 吨，同比增长 4%，供给增速放缓。中国钼制品进口量累计为 41,101.50 吨，同比增长 22.19%。中国钼制品出口量累计为 19,220.53 吨，同比下降 3.86%。钼精矿均价 3,543 元/吨度，同比上涨 1.1%；氧化钼均价 3,648 元/吨度，同比上涨 1.07%；钼粉均价 414 元/千克，同比下降 4.17%。

积极布局稀土保障供应，稀土永磁快速增长。公司参股中稀厦钨，共同开发福建稀土资源，同时与赤峰黄金合作开发海外稀土资源；在稀土冶炼分离方面，公司与中国稀土集团、北方稀土合作建设、运营稀土冶炼分离产业，为公司稀土产业提供原料保障。2025H1，镨钕氧化物均价 43.14 万元/吨，同比增长 12.58%；氧化镝平均价格 166.45 万元/吨，同比下降 14.77%；氧化铽平均价格 663.2 万元/吨，同比增长 11.82%。公司稀土永磁发展态势良好，2024 年，稀土永磁产量 9095 吨，同比增长 16.25%。

锂电正极材料和新型材料技术和规模行业领先。公司通过控股厦钨新能布局锂电材料，主要产品有钴酸锂、三元正极、磷酸铁锂正极和其他锂电材料等。2025H1，公司电池材料业务实现营业收入 75.34 亿元，同比增长 18.04%；实现利润总额 3.39 亿元，同比增长 35.47%。钴酸锂销量 2.88 万吨，同比增长 57%，稳居龙头地位。高电压、高功率三元材料领域技术优势和水热法磷酸铁锂的差异化竞争优势，实现销量 3.19 万吨，同比增长 21%；磷酸铁锂产品依靠兼顾高低温和循环性能的优势，聚焦高端车用市场，已连续数月实现千吨级以上出货。积极布局固态电解质，涵盖氧化物和硫化物等路线，以及其他重要的材料等。

投资建议：公司钨钼、稀土和锂电材料三大主业同步发展，参与了众多战略技术，以及锂电材料，将充分受益产品涨价和新技术的发展。我们看好公司的发展前景，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.15 亿元，25.11 亿元和 31.03 亿元，对应的 PE 分别为 23 倍，18 倍和 15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：战略金属资源价格受地区政策影响明显；新能源汽车和储能的发展情况对锂电材料需求有较大影响；宏观经济情况和其他风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	35,196	40,450	46,712	53,298
营业收入增长率(%)	-10.66%	14.93%	15.48%	14.10%
归母净利（百万元）	1,728	2,015	2,511	3,103
净利润增长率(%)	7.88%	16.59%	24.63%	23.60%
摊薄每股收益（元）	1.21	1.27	1.58	1.95
市盈率（PE）	15.93	22.95	18.41	14.90

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,851	6,974	10,310	12,988	16,647
应收和预付款项	6,777	5,680	6,530	7,538	8,597
存货	7,419	8,383	9,702	11,108	12,549
其他流动资产	3,022	3,115	3,580	4,108	4,656
流动资产合计	20,069	24,153	30,123	35,742	42,449
长期股权投资	3,300	3,657	3,657	3,657	3,657
投资性房地产	58	54	54	54	54
固定资产	10,138	11,669	10,663	9,486	8,209
在建工程	2,665	2,851	3,251	3,551	3,651
无形资产开发支出	1,656	1,676	1,676	1,676	1,676
长期待摊费用	124	225	348	471	593
其他非流动资产	21,332	25,332	31,288	36,872	43,542
资产总计	39,273	45,464	50,937	55,766	61,383
短期借款	2,166	2,581	2,781	2,981	3,181
应付和预收款项	5,566	6,694	7,747	8,869	10,019
长期借款	7,027	5,902	5,952	6,002	6,052
其他负债	5,443	5,935	7,503	7,782	8,070
负债合计	20,201	21,113	23,984	25,635	27,323
股本	1,418	1,588	1,588	1,588	1,588
资本公积	3,313	6,644	6,644	6,644	6,644
留存收益	6,339	7,499	8,949	10,706	12,879
归母公司股东权益	11,212	15,903	17,366	19,123	21,296
少数股东权益	7,859	8,448	9,588	11,009	12,764
股东权益合计	19,071	24,351	26,954	30,132	34,060
负债和股东权益	39,273	45,464	50,937	55,766	61,383

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	4,286	3,099	3,159	3,780	4,640
投资性现金流	-2,586	-3,326	-844	-599	-299
融资性现金流	-1,040	2,632	982	-503	-681
现金增加额	681	2,422	3,336	2,677	3,659

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39,398	35,196	40,450	46,712	53,298
营业成本	32,888	28,850	33,388	38,227	43,184
营业税金及附加	251	232	266	308	351
销售费用	369	412	474	547	624
管理费用	968	1,008	1,159	1,338	1,527
财务费用	509	304	30	30	30
资产减值损失	-368	-311	-50	-50	-50
投资收益	95	225	1	1	1
公允价值变动	4	7	0	0	0
营业利润	2,935	3,272	3,810	4,741	5,854
其他非经营损益	-18	-28	-28	-28	-28
利润总额	2,917	3,244	3,782	4,714	5,826
所得税	400	539	628	783	967
净利润	2,517	2,706	3,154	3,931	4,859
少数股东损益	916	978	1,140	1,421	1,756
归母股东净利润	1,602	1,728	2,015	2,511	3,103

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.52%	18.03%	17.46%	18.16%	18.98%
销售净利率	4.07%	4.91%	4.98%	5.38%	5.82%
销售收入增长率	-18.30%	-10.66%	14.93%	15.48%	14.10%
EBIT 增长率	5.75%	-0.41%	14.23%	24.44%	23.45%
净利润增长率	10.75%	7.88%	16.59%	24.63%	23.60%
ROE	14.29%	10.87%	11.60%	13.13%	14.57%
ROA	6.37%	6.39%	6.54%	7.37%	8.30%
ROIC	9.28%	7.68%	7.87%	9.03%	10.17%
EPS (X)	1.14	1.21	1.27	1.58	1.95
PE (X)	15.14	15.93	22.95	18.41	14.90
PB (X)	2.17	1.92	2.66	2.42	2.17
PS (X)	0.62	0.87	1.14	0.99	0.87
EV/EBITDA (X)	7.43	7.80	9.65	7.75	6.07

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。