

中钨高新（000657.SZ）

二季度业绩实现稳增，一体化优势凸显

事件：公司披露 2025 年中报。上半年公司实现营收 78 亿元，同比+3%，毛利率 21%；归母净利 5.1 亿元，同比+8.7%，归母净利率 6.5%。分季度看，25Q1-Q2 公司实现营收 34/45 亿元，毛利率 21%/22%，25Q2 营收同环比+2.8%/+31%。25Q1-Q2 实现归母净利 2.2/2.9 亿元，归母净利率持平于 6.5%，25Q2 归母同环比+13%/+31%（上述均为经调口径）。

金属价格上行及 PCB 量增两旺带动公司业绩上行。（1）钨价：今年 4 月起，钨价呈现加速上行趋势。2025Q2 钨精矿均价 15.9 万元/吨，同环比+10%/+11%。**（2）产量：**2025H1 公司实现钨精矿产量 0.42 万吨，满产运行；硬质合金 0.75 万吨，同比+5%；数控刀片 6500 万片，同比+15%；PCB 钻针超 4 亿支，同比+30%。**（3）利：**2025H1 公司实现毛利 16.6 亿元，同比+10%，其中精矿及粉末 6.8 亿元，同比+20%；切削刀具 5.6 亿元，同比+16%；硬质合金 2.5 亿元，同比-6%，难熔金属 1.1 亿元，同比-15%。**资源端：**受益于钨、铋等多金属价格上涨，公司精矿及粉末产品毛利实现大幅增长。**深加工端：**公司钨精矿增利传导至下游深加工环节，同时数控刀片及 PCB 业务规模增长，公司切削刀具及工具业务毛利业务实现大幅增长；硬质合金因成本上移及调价周期较慢，利润空间受到挤压，上半年量增利减。此外，在费用方面，公司 2025Q1/Q2 11.4%/11.5%，期间费用率保持相对平稳；结构看，25Q2 公司销、管、财费用率环比均有下滑，研费环比由 3.7%提升至 4.5%。

展望：出口修复叠加钨价大涨，预计下半年公司实现量价齐升。资源端：2025Q3 起钨价加速上行，创下历史新高，截至 8 月 27 日钨精矿价格已来到 23.8 万元/吨水平，较季度初上涨 39%。我们预计下半年起公司优质钨矿资源将充分兑现业绩。同时，据海关总署，7 月以来钨品出口实现同环比增长，公司上半年因出口管制抑制的海外需求也将在下半年释放，公司有望实现量价齐升。**深加工端：**公司是全球切削工具及 PCB 钻针龙头，刀具业务有望通过一体化优势及市场地位在制造业底部区间实现业绩平稳，远期受益于基建及制造业景气回暖实现业绩增长。金洲公司 PCB 钻针业务有望充分受益于 AI 服务器领域高多层高速板需求高增实现产销两旺；为应对市场需求，公司规划建设微钻智能制造 1.4 亿支技改项目。项目建成后有利于金洲公司进一步扩大微钻市场占有率。

投资建议：公司资源+深加工两端发力构筑产业护城河，有望充分受益于钨价上行周期。鉴于钨价大幅度上涨及 PCB 业务增长超预期，我们上调公司业绩预测，在不考虑后续矿山注入的情况下，预计 2025-2027 公司归母净利 14/21/25 亿元，对应 PE33/22/18x，维持“买入”评级。

风险提示：制造业增速不及预期、钨矿供给增加风险、项目建设不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,675	14,743	17,522	20,633	22,573
增长率 yoy（%）	4.6	7.8	18.9	17.8	9.4
归母净利润（百万元）	800	939	1,357	2,062	2,473
增长率 yoy（%）	49.6	17.5	44.4	52.0	19.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.35	0.41	0.60	0.90	1.09
净资产收益率（%）	11.2	12.4	9.1	12.7	13.9
P/E（倍）	55.9	47.6	32.9	21.7	18.1
P/B（倍）	6.3	5.9	3.0	2.8	2.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	小金属
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价（元）	19.62
总市值（百万元）	44,713.08
总股本（百万股）	2,278.95
其中自由流通股（%）	55.07
30 日日均成交量（百万股）	132.05

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

研究助理 何承洋

执业证书编号：S0680124070005

邮箱：hechengyang@gszq.com

相关研究

- 1、《中钨高新（000657.SZ）：背靠五矿集团，全球领先的钨一体化巨擘》 2025-06-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9008	10249	18487	20917	23300
现金	1205	1517	8446	9216	10720
应收票据及应收账款	3665	4244	4844	5786	6253
其他应收款	72	91	100	123	132
预付账款	87	135	135	170	176
存货	3532	3747	4385	4988	5345
其他流动资产	447	513	577	634	674
非流动资产	6707	7167	6886	6502	6104
长期投资	194	88	88	88	88
固定资产	4646	4925	4140	3376	2628
无形资产	759	922	922	922	922
其他非流动资产	1108	1232	1736	2115	2465
资产总计	15715	17416	25373	27419	29403
流动负债	5400	6707	7071	7676	7932
短期借款	987	1492	1492	1492	1492
应付票据及应付账款	1564	1779	2041	2388	2562
其他流动负债	2849	3435	3538	3796	3878
非流动负债	2418	2420	2453	2453	2453
长期借款	1386	1335	1335	1335	1335
其他非流动负债	1032	1084	1118	1118	1118
负债合计	7818	9126	9524	10129	10386
少数股东权益	767	743	867	1047	1262
股本	1397	1397	2279	2279	2279
资本公积	4078	3758	9450	9450	9450
留存收益	1727	2485	3317	4579	6092
归属母公司股东权益	7130	7547	14981	16243	17756
负债和股东权益	15715	17416	25373	27419	29403

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	657	902	1426	2107	3000
净利润	910	1033	1482	2242	2688
折旧摊销	614	746	872	884	898
财务费用	97	103	57	57	57
投资损失	23	1	4	4	4
营运资金变动	-1020	-1051	-1068	-1150	-717
其他经营现金流	34	71	80	71	71
投资活动现金流	-420	-850	-572	-480	-480
资本支出	-444	-849	-476	-476	-476
长期投资	6	0	0	0	0
其他投资现金流	18	-1	-96	-4	-4
筹资活动现金流	-3	254	6071	-857	-1016
短期借款	197	505	0	0	0
长期借款	255	-50	0	0	0
普通股增加	322	-1	882	0	0
资本公积增加	555	-321	5693	0	0
其他筹资现金流	-1332	121	-503	-857	-1016
现金净增加额	207	316	6928	770	1504

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13675	14743	17522	20633	22573
营业成本	10773	11489	13602	15664	16940
营业税金及附加	185	215	256	301	330
营业费用	414	442	455	475	497
管理费用	724	757	778	825	858
研发费用	609	694	736	784	835
财务费用	56	85	43	51	55
资产减值损失	-162	-73	-64	-64	-64
其他收益	167	171	178	178	178
公允价值变动收益	2	-3	-6	-6	-6
投资净收益	-23	-1	-4	-4	-4
资产处置收益	116	2	1	1	1
营业利润	1007	1139	1733	2614	3139
营业外收入	24	45	31	31	31
营业外支出	13	8	8	8	8
利润总额	1017	1176	1756	2637	3162
所得税	108	143	275	396	474
净利润	910	1033	1482	2242	2688
少数股东损益	110	94	124	179	215
归属母公司净利润	800	939	1357	2062	2473
EBITDA	1695	1981	2672	3572	4116
EPS (元/股)	0.35	0.41	0.60	0.90	1.09

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	7.8	18.9	17.8	9.4
营业利润(%)	42.1	13.1	52.2	50.8	20.1
归属母公司净利润(%)	49.6	17.5	44.4	52.0	19.9
获利能力					
毛利率(%)	21.2	22.1	22.4	24.1	25.0
净利率(%)	5.8	6.4	7.7	10.0	11.0
ROE(%)	11.2	12.4	9.1	12.7	13.9
ROIC(%)	8.7	9.0	7.7	10.8	12.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.8	52.4	37.5	36.9	35.3
净负债比率(%)	25.2	27.1	-29.4	-31.4	-36.4
流动比率	1.7	1.5	2.6	2.7	2.9
速动比率	1.0	0.9	1.9	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	8.4	7.3	7.6	7.7	7.4
应付账款周转率	10.9	9.8	10.6	10.3	10.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.41	0.60	0.90	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.40	0.63	0.92	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.31	6.57	7.13	7.79
估值比率					
P/E	55.9	47.6	32.9	21.7	18.1
P/B	6.3	5.9	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.2	7.6	15.0	11.0	9.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com