

钨价上涨增厚矿端利润，AI 需求释放金洲公司快速增长

2025 年 08 月 30 日

➤ **事件：公司发布 2025 年半年报。**2025H1，公司实现营收 78.49 亿元，同比+3.09%，归母净利润 5.10 亿元，同比+8.70%；扣非后归母净利润 4.84 亿元，同比+310.54%。2025Q2，公司实现营收 44.57 亿元，同比+2.76%，环比+31.41%；归母净利润 2.89 亿元，同比+13.28%，环比+30.97%；扣非归母净利润 2.80 亿元，同比+290.57%，环比+37.67%。

➤ **上游资源端柿竹园产量稳定，深度受益钨价上涨。**2025H1 公司钨精矿产量 0.42 万吨，APT 产量 0.85 万吨，柿竹园实现营业收入 22 亿元，净利润 4.5 亿元。产能方面，柿竹园公司拥有目前全球在产的最大单体钨矿山，2024 年年产钨精矿 0.78 万吨。

➤ **下游加工端稳步增量，金洲公司受益 AI 需求快速增长。**1) **PCB 微钻：**25H1，IT 工具产量超 4 亿支，同比增长 30%；金洲实现营收 6.93 亿元，同比+34.76%，净利润 1.63 亿元，同比+105.03%；主要得益于 AI 行业快速发展拉动高多层高速板、封装基板等对于 PCB 工具的需求。2) **硬质合金&数控刀片：**25H1，公司硬质合金产量超 0.75 万吨，同比增长超 5%，稳居全球第一；公司数控刀片产量约超 6500 万片，同比增长超 15%；株硬实现营收 33.44 亿元，同比持平，净利润 2.39 亿元，同比+18.84%；自硬实现营收 22.49 亿元，同比+5.20%，净利润 0.08 亿元，同比-54.54%；南硬实现营收 7.53 亿元，同比+5.20%，净利润 0.05 亿元，同比+119.45%。

➤ **钨、钼、铋价格同环比均上涨，增厚矿端收益。**25H1，钨精矿价格约 15.14 万元/吨，同比+12.54%，同比持续上行；钼精矿价格约 35.46 万元/吨，同比+1.56%；铋价格约 12.10 万元/吨，同比+97.21%。25Q2，钨精矿价格约 15.95 万元/吨，环比+11.56%，钼精矿价格约 35.83 万元/吨，环比+2.10%，铋价格约 13.71 万元/吨，环比+31.73%。

➤ **核心看点：1) 钨矿仍存注入预期，自给率有望持续提升。**柿竹园已经注入（目前年产钨精矿约 0.8 万吨，技改项目之后可达到 1 万吨），此外托管五矿集团其他四座矿山（1.8-1.9 万吨）仍有注入预期，自给率有望从 20% 提升到约 70%，深度受益钨价上涨。2) **AI 拉动需求升级，PCB 微钻快速放量。**AI 等新兴领域需求迭代升级，拉动高多层高速板、封装基板等加工微钻需求，金洲公司作为全球领先的 PCB 用精密微型钻头及刀具综合供应商深度受益。

➤ **投资建议：**公司钨矿自给率有望进一步提升，PCB 微钻有望持续快速放量，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.84/12.38/13.21 亿元（不考虑钨矿注入带来的利润增厚），对应现价的 PE 分别为 43/38/36 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目不及预期；技术研发风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	14,743	15,038	15,525	16,147
增长率（%）	7.8	2.0	3.2	4.0
归属母公司股东净利润（百万元）	939	1,084	1,238	1,321
增长率（%）	17.5	15.4	14.2	6.7
每股收益（元）	0.41	0.48	0.54	0.58
PE	50	43	38	36
PB	6.2	3.1	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.68 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@glms.com.cn

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：lting@glms.com.cn

相关研究

1. 中钨高新 (000657.SZ) 2024 年三季报点评：主业需求承压，资源短板即将补齐-2024/10/28

2. 中钨高新 (000657.SZ) 2024 年半年报点评：刀片盈利承压，资源短板即将补齐-2024/08/27

3. 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩略低于预期，资源短板即将补齐-2024/04/30

4. 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年三季报点评：销量下滑+费用上升拖累业绩，期待光伏钨丝 Q4 放量+矿山注入-2023/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,743	15,038	15,525	16,147
营业成本	11,489	11,671	12,044	12,492
营业税金及附加	215	226	233	242
销售费用	442	451	466	484
管理费用	757	677	699	727
研发费用	694	632	652	678
EBIT	1,236	1,533	1,587	1,685
财务费用	85	74	-74	-72
资产减值损失	-73	-48	-46	-35
投资收益	-1	-5	-5	-5
营业利润	1,139	1,409	1,611	1,719
营业外收支	37	8	8	8
利润总额	1,176	1,417	1,619	1,727
所得税	143	213	243	259
净利润	1,033	1,205	1,376	1,468
归属于母公司净利润	939	1,084	1,238	1,321
EBITDA	1,981	2,308	2,409	2,553

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,517	8,866	9,165	9,739
应收账款及票据	4,244	4,779	5,399	5,815
预付款项	135	152	157	162
存货	3,747	3,883	4,441	4,899
其他流动资产	604	583	596	608
流动资产合计	10,249	18,262	19,757	21,222
长期股权投资	88	88	88	88
固定资产	4,925	4,979	5,065	5,129
无形资产	922	916	905	896
非流动资产合计	7,167	7,244	7,276	7,241
资产合计	17,416	25,506	27,033	28,463
短期借款	1,492	1,942	2,292	2,542
应付账款及票据	1,779	1,851	1,896	1,921
其他流动负债	3,435	3,415	3,449	3,490
流动负债合计	6,707	7,208	7,637	7,954
长期借款	1,335	1,365	1,415	1,465
其他长期负债	1,084	1,104	1,114	1,119
非流动负债合计	2,420	2,470	2,530	2,585
负债合计	9,126	9,678	10,166	10,538
股本	1,397	2,279	2,279	2,279
少数股东权益	743	863	1,001	1,148
股东权益合计	8,290	15,828	16,866	17,925
负债和股东权益合计	17,416	25,506	27,033	28,463

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.80	2.01	3.23	4.01
EBIT 增长率	14.28	24.09	3.48	6.20
净利润增长率	17.47	15.40	14.23	6.66
盈利能力 (%)				
毛利率	22.07	22.40	22.42	22.64
净利率	6.37	7.21	7.98	8.18
总资产收益率 ROA	5.39	4.25	4.58	4.64
净资产收益率 ROE	12.45	7.24	7.81	7.87
偿债能力				
流动比率	1.53	2.53	2.59	2.67
速动比率	0.92	1.95	1.96	2.01
现金比率	0.23	1.23	1.20	1.22
资产负债率 (%)	52.40	37.94	37.61	37.02
经营效率				
应收账款周转天数	49.15	57.00	65.00	70.00
存货周转天数	114.05	118.00	125.00	135.00
总资产周转率	0.89	0.70	0.59	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.48	0.54	0.58
每股净资产	3.31	6.57	6.96	7.36
每股经营现金流	0.40	0.67	0.55	0.74
每股股利	0.16	0.18	0.25	0.30
估值分析				
PE	50	43	38	36
PB	6.2	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	24.77	21.26	20.38	19.22
股息收益率 (%)	0.77	0.87	1.21	1.45

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,033	1,205	1,376	1,468
折旧和摊销	746	775	822	868
营运资金变动	-1,051	-635	-1,137	-834
经营活动现金流	902	1,516	1,246	1,695
资本开支	-849	-859	-859	-839
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-850	-864	-864	-844
股权募资	15	6,575	0	0
债务募资	619	502	410	305
筹资活动现金流	254	6,697	-83	-277
现金净流量	316	7,348	299	574

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048