

矿山并入与钨价上行共振，业绩实现高增

——中钨高新 2025 年第三季度报告点评

事件:公司 10 月 26 日发布 2025 年三季度报告,前三季度实现营业收入 127.55 亿元,同比增长 13.39%;公司实现归母净利润为 8.46 亿元,同比增长 18.26%。同日,公司发布《关于收购远景钨业股权暨关联交易的公告》,拟现金收购钨矿钨业所持有的远景钨业 99.9733%股权,交易价格为 8.21 亿元(含税)。

点评:

● 钨全产业链优势持续显现，全年业绩高增可期

2025 年 Q3, 公司实现营业收入为 49.06 亿元,同比增加 34.98%;公司实现归母净利润为 3.35 亿元,同比增长 36.53%;公司实现扣非净利润为 2.97 亿元,同比增长 725.45%。扣非净利润高增的主要原因系公司于 2024 年 12 月以发行股票及支付现金的方式购买柿竹园公司 100%股权,并于 12 月并表。根据相关会计准则规定,柿竹园公司 2024 年度净利润应作为非经常性损益列报。2025 年 Q3, 公司利润增长主要受益于钨价的持续上涨与公司钨全产业链优势的协同效应。

● 拟收购远景钨业，优质矿山资产持续并入

远景钨业是以钨金属矿采选为主营业务的企业,以钨精矿的矿产品销售为盈利来源,客户主要为五矿集团内部企业。2024 年,远景钨业实现营业收入 3.11 亿元,净利润 0.67 亿元。2025 年 1-5 月,远景钨业实现营业收入 1.42 亿元,净利润 0.34 亿元。远景钨业目前保有钨金属量约 15.45 万吨,年产量约 2600 吨。目前,公司钨精矿年产量为 0.42 万吨,预计到 2027 年,柿竹园公司完成技改,钨精矿产量将新增约 2000 标吨/年,萤石产量将超过 50 万吨/年,钼、铋精矿产量也将同步提升。本次远景钨业并入公司,将显著提升公司钨资源自给率,强化钨产业链资源整合能力,增强公司抵御风险的能力。

● 钨供需格局趋紧，助力钨价维持高位运行

供给端, 全国钨精矿产量整体呈下降趋势。2025 年全国钨精矿(65%WO₃)第一批开采总量指标为 5.8 万吨,同比减少 4000 吨,降幅 6.5%,供给收紧。**需求端**, 下游应用领域前景开阔, 航天航空、AI、半导体与电子信息领域, 硬质合金、钨粉及钴粉需求提升。今年 8 月 28 日, 八部门印发的《有色金属行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》提到, 提升钨硬质合金等高端产品的应用水平, 有助于促进产业升级并带动下游需求的扩张。**价格端**, 钨精矿价格维持高位震荡。截至 2025 年 11 月 7 日, 国内黑钨精矿(65%)和白钨精矿(65%)价格分别为 31.30 万元/吨、31.20 万元/吨, 分别与年初上涨了 118.88%、119.72%。整体来看, 供需格局持续趋紧, 钨价中枢有望维持高位。

● 数控刀片&硬质合金保持领先地位，AI 发展带动 PCB 工具需求激增

2025 上半年, 公司**硬质合金**产量超 0.75 万吨, 同比增长超 5%, 总产量规模稳居全球第一; 公司**数控刀片**产量 6500 万片, 同比上升 15%; 公司**IT 工具**产量 4 亿支, 同比增长 30%。**PCB 微钻方面**, 中钨高新旗下子公司金洲精工(简称“金州”)是全球 PCB 微钻市场的主要供应商, 专注于精密微型钻头及刀具的研发与生产, 全球前 20 大 PCB 客户覆盖率超 80%, 同时加快推广“碳骑士”HL 系列, 布局 AI 服务器高多层高速板高厚径比微孔加工市场, 巩固微钻领域领先地位; 同时, 金州公司加大 PK 系列在高端芯片 FC-BGA 封装基板微孔加工中的推广力度, 提升市场份额。

增持|维持

当前价: 24.70 元

基本数据

52 周最高/最低价(元): 26.87 / 8.39

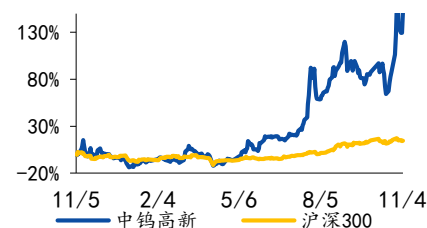
A 股流通股(百万股): 1444.38

A 股总股本(百万股): 2278.60

流通市值(百万元): 35676.17

总市值(百万元): 56281.53

过去一年股价走势



资料来源: IFind

相关研究报告

《国元证券公司研究-中钨高新(000657)首次覆盖报告: 矿山到智造: 全钨产业链竞争力重塑》2025.04.07

报告作者

分析师 马捷
执业证书编号 S0020522080002
电话 021-51097188
邮箱 majie@gyzq.com.cn

分析师 石昆仑
执业证书编号 S0020525100001
电话 021-51097188
邮箱 shikunlun@gyzq.com.cn

今年上半年，金洲公司月均产能维持在 6000 多万支；今年 7 至 9 月，金洲公司已提升至月均 7000 多万支，10 月底将进一步突破 8000 万支。今年 7 月，中钨高新董事会已审议通过金洲公司微钻产能扩产 1.4 亿支的项目。

● 盈利能力持续增强，期间费率大幅下降

盈利能力，2024 年和 2025Q1-Q3 公司毛利率分别为 22.07%(同比+0.85pct)和 21.83%(同比+0.84pct)；公司净利率分别为 7.01%(同比+0.36pct)和 7.30%(同比+0.44pct)。

费用端，2025Q1-Q3，公司期间费用率呈下降趋势，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 2.79%(同比-0.08pct)、4.25%(同比-0.36pct)、4.37%(同比-0.03pct)、0.40%(同比-0.22pct)。同期，公司研发费用为 5.57 亿元，同比增长 12.73%。整体来看，公司盈利能力增强，费用管控成效明显，研发投入稳步增加，经营质效持续提升。

● 投资建议与盈利预测

优质矿山的不断并入，逐步提升公司的钨矿自给率。供给端，钨矿开采总量下降，钨矿品位下降很难逆转。需求端，未来随着航空航天、新能源汽车、光伏、电子信息等产业的持续发展，钨需求量将保持稳定增长。行业供需格局趋紧，钨价或将维持高位。我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.83、14.54 和 16.30 亿元，当前股价对应 PE 分别为 47.60、38.72 和 34.52 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示

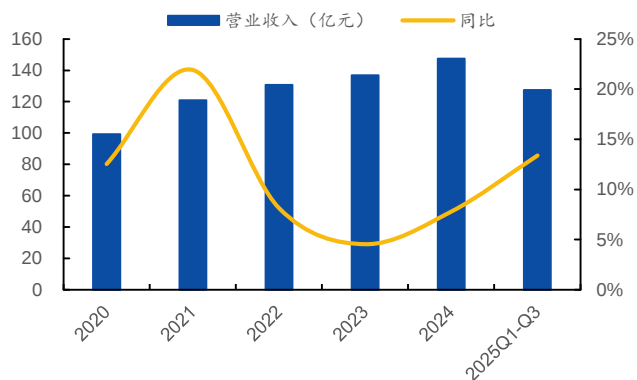
宏观经济风险、钨市场价格波动、高端硬质合金技术研发风险、市场竞争加剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13675.46	14742.77	17270.40	19668.29	21657.27
收入同比(%)	4.55	7.80	17.14	13.88	10.11
归母净利润(百万元)	799.75	939.45	1182.63	1453.61	1630.43
归母净利润同比(%)	49.60	17.47	25.88	22.91	12.16
ROE(%)	11.22	12.45	11.49	12.62	12.71
每股收益(元)	0.35	0.41	0.52	0.64	0.72
市盈率(P/E)	70.38	59.92	47.60	38.72	34.52

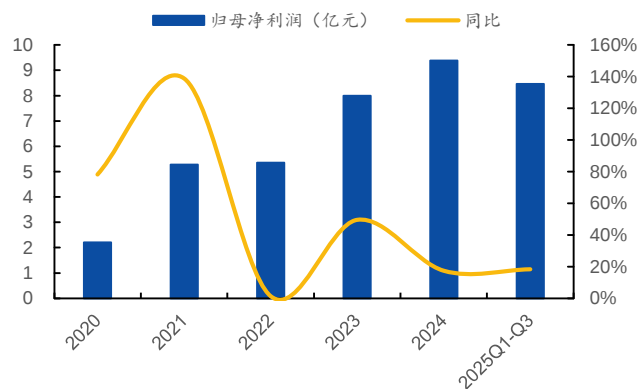
资料来源：IFind，国元证券研究所（本报告数据更新至 2025 年 11 月 7 日）

图 1：公司 2020-2025Q1-Q3 营业收入



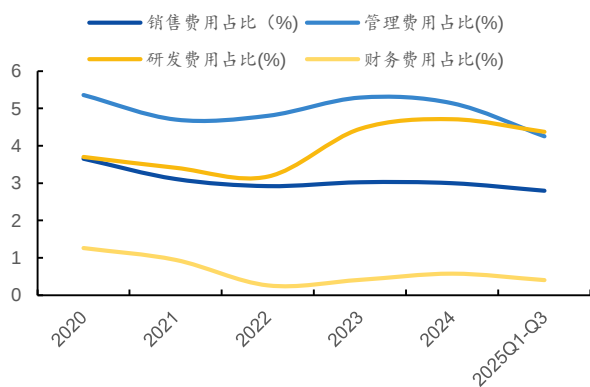
资料来源：IFind，国元证券研究所

图 2：公司 2020-2025Q1-Q3 归母净利润



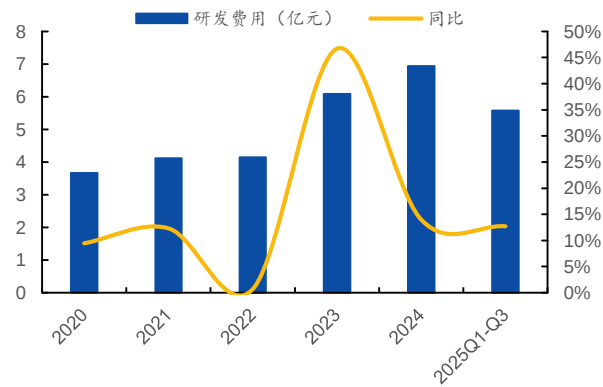
资料来源：IFind，国元证券研究所

图 3：公司 2020-2025Q1-Q3 期间费用率



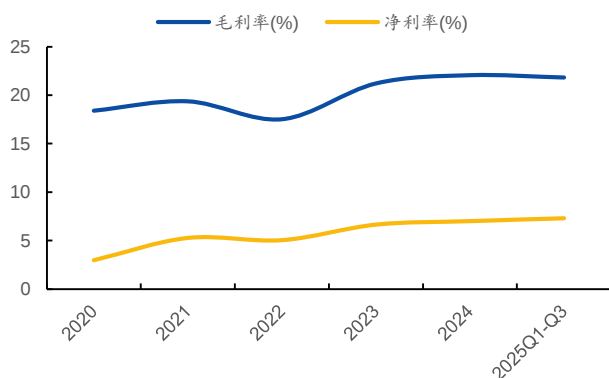
资料来源：IFind，国元证券研究所

图 4：公司 2020-2025Q1-Q3 研发费用



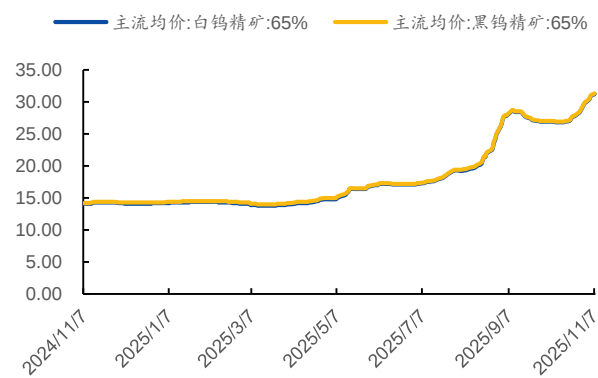
资料来源：IFind，国元证券研究所

图 5：公司 2020-2025Q1-Q3 毛利率和净利率



资料来源：IFind，国元证券研究所

图 6：近一年钨矿价格走势（万元/吨）



资料来源：IFind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9007.77	10248.87	12145.38	13820.20	15494.58
现金	1204.83	1517.49	2803.36	2965.59	3596.01
应收账款	1858.85	2166.46	2356.20	2749.40	3029.59
其他应收款	71.93	90.98	95.78	112.15	124.10
预付账款	87.13	135.36	131.67	153.78	171.51
存货	3532.41	3747.34	4222.95	4844.63	5310.19
其他流动资产	2252.61	2591.25	2535.42	2994.63	3263.18
非流动资产	6707.07	7167.27	7778.88	8002.70	8084.69
长期投资	194.09	88.39	123.62	111.87	115.79
固定资产	4645.63	4924.84	5546.13	5703.77	5693.96
无形资产	759.38	921.99	1091.00	1275.25	1450.82
其他非流动资产	1107.97	1232.06	1018.13	911.80	824.13
资产总计	15714.84	17416.14	19924.26	21822.91	23579.27
流动负债	5400.34	6706.69	6401.08	6813.20	7032.21
短期借款	986.88	1492.05	1323.66	1379.79	1361.08
应付账款	1223.03	1126.28	1372.37	1526.05	1686.66
其他流动负债	3190.43	4088.37	3705.06	3907.37	3984.48
非流动负债	2418.11	2419.71	2330.94	2415.34	2436.27
长期借款	1385.87	1335.39	1386.89	1404.40	1433.24
其他非流动负债	1032.23	1084.32	944.05	1010.95	1003.04
负债合计	7818.45	9126.40	8732.02	9228.55	9468.48
少数股东权益	766.68	742.99	900.89	1078.86	1277.83
股本	1397.38	1396.63	2278.95	2278.95	2278.95
资本公积	4078.28	3757.72	4655.70	4655.70	4655.70
留存收益	1726.74	2484.90	3444.06	4667.48	5986.16
归属母公司股东权益	7129.71	7546.74	10291.35	11515.51	12832.96
负债和股东权益	15714.84	17416.14	19924.26	21822.91	23579.27

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	657.02	902.20	1129.79	1534.58	2169.36
净利润	909.77	1033.12	1340.52	1631.58	1829.41
折旧摊销	607.72	720.81	789.82	926.35	1055.00
财务费用	56.47	84.89	133.50	121.11	116.68
投资损失	22.78	0.78	12.35	10.23	9.36
营运资金变动	-1009.69	-1050.61	-770.04	-1181.70	-825.32
其他经营现金流	69.97	113.21	-376.36	27.01	-15.77
投资活动现金流	-419.56	-849.51	-1119.41	-1108.40	-1114.39
资本支出	504.95	856.65	881.08	893.39	888.98
长期投资	-6.30	0.00	31.01	-7.70	2.59
其他投资现金流	79.09	7.15	-207.31	-222.71	-222.82
筹资活动现金流	-2.67	254.03	1275.49	-263.95	-424.56
短期借款	196.65	505.17	-168.39	56.13	-18.71
长期借款	255.48	-50.49	51.50	17.51	28.84
普通股增加	321.85	-0.75	882.32	0.00	0.00
资本公积增加	555.36	-320.56	897.98	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1332.01	120.65	-387.92	-337.59	-434.68
现金净增加额	207.49	315.65	1285.87	162.24	630.42

资料来源: IFind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13675.46	14742.77	17270.40	19668.29	21657.27
营业成本	10773.50	11489.18	13298.96	15039.07	16528.41
营业税金及附加	184.82	215.36	221.99	266.48	292.23
营业费用	413.56	441.55	516.66	589.69	648.73
管理费用	724.10	757.50	896.39	1017.43	1121.57
研发费用	608.74	694.04	754.09	883.95	971.81
财务费用	56.47	84.89	133.50	121.11	116.68
资产减值损失	-161.86	-72.67	-101.46	-101.93	-96.90
公允价值变动收益	1.92	-3.29	-1.48	-1.52	-1.80
投资净收益	-22.78	-0.78	-12.35	-10.23	-9.36
营业利润	1006.82	1138.74	1511.62	1823.56	2048.35
营业外收入	23.65	45.24	8.20	23.12	21.83
营业外支出	13.00	7.77	9.52	8.94	9.13
利润总额	1017.47	1176.21	1510.30	1837.75	2061.05
所得税	107.70	143.09	169.78	206.17	231.65
净利润	909.77	1033.12	1340.52	1631.58	1829.41
少数股东损益	110.02	93.67	157.90	177.97	198.97
归属母公司净利润	799.75	939.45	1182.63	1453.61	1630.43
EBITDA	1671.01	1944.44	2434.94	2871.02	3220.03
EPS (元)	0.57	0.67	0.52	0.64	0.72

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	4.55	7.80	17.14	13.88	10.11
营业利润(%)	42.10	13.10	32.74	20.64	12.33
归属母公司净利润(%)	49.60	17.47	25.88	22.91	12.16
获利能力					
毛利率(%)	21.22	22.07	23.00	23.54	23.68
净利率(%)	5.85	6.37	6.85	7.39	7.53
ROE(%)	11.22	12.45	11.49	12.62	12.71
ROIC(%)	9.94	10.66	12.42	13.15	13.72
偿债能力					
资产负债率(%)	49.75	52.40	43.83	42.29	40.16
净负债比率(%)	40.13	40.71	40.74	39.49	38.55
流动比率	1.67	1.53	1.90	2.03	2.20
速动比率	1.01	0.97	1.24	1.32	1.45
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.89	0.93	0.94	0.95
应收账款周转率	8.22	7.13	7.43	7.50	7.29
应付账款周转率	10.92	9.78	10.64	10.38	10.29
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.41	0.52	0.64	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.40	0.50	0.67	0.95
每股净资产(最新摊薄)	3.13	3.31	4.52	5.05	5.63
估值比率					
P/E	70.38	59.92	47.60	38.72	34.52
P/B	7.90	7.46	5.47	4.89	4.39
EV/EBITDA	35.24	30.28	24.18	20.51	18.29

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测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投资建议或要约邀请。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。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中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投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027