

三季度业绩持续高增，各板块业务稳步推进

——厦门钨业（600549）首次覆盖报告

报告要点：

● 2025 年 Q3 业绩高增长，全年业绩值得期待

2025 年 Q1-Q3，公司实现营业收入 320.01 亿元，同比增长 21.36%；公司实现归母净利润 17.82 亿元，同比增长 27.05%。单季度来看，2025 年 Q3，公司实现营业收入 128.23 亿元，同环比增长分别为 39.27%、18.71%；公司实现归母净利润 8.10 亿元，同环比增长分别为 109.85%、39.29%；公司实现扣非归母净利润 7.92 亿元，同环比增长分别为 114.05%、42.67%。利润增长主要受益于钨和稀土价格上行及销量提升带动，公司通过优化产品与价格联动助力盈利能力大幅度提升，为全年业绩高增长奠定基础。

● 25 年 Q1-Q3 钨钼业务利润增长，供需格局趋紧助力钨价高位运行

2025 年 Q1-Q3，公司钨钼业务实现营业收入 145.68 亿元，同比增长 11.47%；公司实现利润总额 23.25 亿元，同比增长 20.13%。公司不断夯实内部管理和优化经营工作，积极应对原材料价格大幅上涨的情形，推动产品盈利能力不断提升，其中第三季度利润总额环比增长 42.84%。公司拥有三家在产钨矿企业（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），现有在产钨矿山钨精矿（65%W03）年产量约 12000 吨，为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。

供给方面，2025 年全国钨精矿（65%W03）第一批开采总量控制指标 58000 吨，同比减少 4000 吨。**需求方面**，2025H1 中国钨消费合计 3.59 万金属吨，同比增长 2.1%。**价格端**，截至 2025 年 11 月 7 日，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，分别与年初增长了 118.88%、119.72%；仲钨酸铵（APT）价格由 2025 年初的 21.05 万元/吨上涨至 11 月 7 日的 46.20 万元/吨，涨幅 119.48%；碳化钨粉价格由 2025 年初的 31.00 万元/吨上涨至 11 月 7 日的 69.10 万元/吨，涨幅 122.90%。整体来看，行业供需格局趋紧，有助于维持钨价高位。

● 光伏钨丝下游渗透持续提升，切削工具业务升级驱动销量增长

2025 年 Q1-Q3，公司主要深加工产品**钨钨丝**共实现销量 1015 亿米，同比下降 5%，销售收入同比增长 4%。公司钨钨丝在光伏领域市场份额超过 80%，并持续强化性能改进和结构优化。一方面聚焦光伏用钨丝的韧性、强度及成品率提升，巩固在技术、质量与规模上的领先地位，同时适度下调价格、优化产品结构，进一步提升光伏钨丝渗透率；另一方面积极拓展耐切割防护、丝网印刷及医疗器械等新兴领域，实现收入稳步增长。

切削工具产品方面，销量同比增长 12%，销售收入同比增长 17%。公司刀具及刀片产品定位中高端，具备较强研发实力，围绕高效加工、绿色制造和智能化方向持续推出高性能立铣刀、切断切槽刀具及孔加工等新品，覆盖模具、航空航天、新能源汽车等重点行业。通过聚焦重点终端客户，推动研发前移、联合开发重点项目，产品匹配度与应用深度不断增强，带动销量稳步增长。同时，公司方案业务能力持续提升，与多家机床设备厂建立战略合作，完成多个交钥匙与整包项目，实现从单一产品销售向整体解决方案提供的转变，有效推动切削工具业务收入与利润增长。

增持|首次评级

当前价： 34.91 元

基本数据

52 周最高/最低价（元）： 37.84 / 17.08

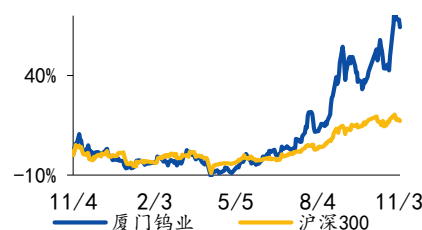
A 股流通股（百万股）： 1553.93

A 股总股本（百万股）： 1587.59

流通市值（百万元）： 54247.77

总市值（百万元）： 55422.62

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-厦门钨业（600549）2024 年中报点评报告：上半年业绩高速增长，钨钼利润占比维持高位》2024.08.29

《国元证券公司研究-厦门钨业（600549）首次覆盖报告：深耕三大核心业务，产业链海外布局加速》2024.04.26

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

● 25 年 Q1-Q3 能源新材料业务高速增长，市场需求持续扩张

2025 年 Q1-Q3，公司新能源电池材料业务实现营业收入 130.59 亿元，同比增长 29.80%，利润总额 6.12 亿元，同比增长 48.93%。前三季度，钴酸锂产品销量达 4.69 万吨，同比增长 45%，行业龙头地位进一步巩固；动力电池正极材料（含三元材料、磷酸铁锂及其他）产销量均保持稳步增长，前三季度销量达 5.30 万吨，同比增长 36%。公司紧抓国家加力实施的“两新”政策及换机补贴、消费品以旧换新政策机遇，受 3C 市场需求回暖带动，钴酸锂产品持续迭代升级，高电压、高容量新品满足 AI 终端与高性能设备需求，从而显著提升盈利能力。

从能源新材料产业视角来看。供给端方面，截至 2025 年 9 月，国内三元材料产量为 52.65 万吨，同比增长 17.43%；磷酸铁锂产量为 182.64 万吨，同比增长 31.80%。需求端方面，截至 2025 年 9 月，全国新能源汽车产量和销量分别为 1096.20 万辆和 1122.80 万辆，较去年同期分别增长 29.90% 和 34.95%。EVTank 预测，到 2030 年全球固态电池出货量将达到 614.1GWh，渗透率超过 10%，市场规模超过 2500 亿元。中国凭借政策支持与完善的产业链配套，有望占据全球固态电池约 40% 的市场份额，对应市场规模约 1163 亿元，2024 - 2030 年复合增长率（CAGR）有望达到 42%。

● 25 年 Q1-Q3 稀土业务增利稳健，房地产业务承压

2025 年 Q1-Q3，公司稀土业务实现营业收入 43.33 亿元，同比增长 35.27%，实现利润总额 1.85 亿元，同比增长 2.74%，上年权属公司金龙稀土完成冶炼分离业务处置，本年无此事项，剔除该事项影响，利润总额同比增长 35.83%。公司主要深加工产品磁性材料在新能源汽车与节能家电等多个应用领域实现增量并在人形机器人领域通过了多家客户认证，前三季度实现销量 8177 吨，同比增长 29%。

公司房地产业务实现营业收入 0.40 亿元，同比增长 15.19%，实现利润总额 -0.62 亿元，同比减利 1.30 亿元。主要由于去年完成处置成都滕王阁地产及成都滕王阁物业股权，确认投资收益 1.45 亿元。

● 期间费率大幅下降，运营效率提升

盈利能力方面，公司毛利率在 2024 年以来明显上升，2024 年和 2025Q1-Q3 的毛利率分别为 18.03%（同比+1.51pct）和 18.02%（同比-0.41pct）；公司净利率分别为 7.69%（同比+1.30pct）和 8.06%（同比-0.32pct）。费用端方面，2025Q1-Q3，公司期间费用率呈下降趋势，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.96%（同比-0.12pct）、2.33%（同比-0.39pct）、3.69%（同比-0.47pct）、0.59%（同比-0.35pct）。同期，公司研发费用为 11.80 亿元，同比增长 7.75%。2025 年上半年，公司新增授权专利 133 项（其中发明专利 69 项）。整体来看，公司运营效率提升、费用管控趋严、研发费用持续投入，为利润增长提供了有力支撑。

● 三大板块重点项目有序推进

钨钼板块，公司在韩国厦钨氧化钨生产基地项目已在上半年建成投产，年产 1500 吨氧化钨的钨废料回收生产基地项目；前三季度内，新增厦门金鹭成都切削工具生产基地，具备年产 3000 万件可转位刀具、400 万件整体刀具和 200 万件超硬刀具产能，预计于 2030 年底建成投产。稀土板块，金龙稀土纳米级稀土氧化物产线项目，建设 1400 吨纳米级稀土氧化物产线，2025 年下半年逐步投产；金龙稀土二次资源回收项目，建设年处理 15000 吨稀土废料的稀土二次资源回收，2025 年下半年开展前处理工序试生产。能源新材料板块，海璟基地年产 1.5 万吨锂离子电池材料项目，部分车间土建已完成竣工验收，部分车间按计划生产中；宁德基地年产 7 万吨锂离子电池

正极材料项目 C、D 车间已封顶，正在推进 C 车间 2 条生产线调试；四川雅安磷酸铁锂一期项目已实现量产，二期项目已完成设备调试工作；厦钨新能高端能源材料工程创新中心，建设年产 1500 吨中试产线，已完成土建主体招标工作、施工许可证办理工作，正在推进主体工程工作，施工单位前期进场准备中。

● 投资建议与盈利预测

公司构建了前端钨矿山采选，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全产业链，我们选取中钨高新、章源钨业、欧科亿作为可比公司。2025 年三家可比公司 PE 均值为 52.84，与行业相比，厦门钨业 PE 值较低，具备投资价值。

表 1：可比公司估值情况

公司简称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
章源钨业	160.27	0.14	0.19	0.23	0.26	45.19	70.92	58.71	50.72
中钨高新	562.82	0.67	0.57	0.78	0.93	13.69	43.30	31.49	26.53
欧科亿	47.76	0.36	0.68	0.98	1.32	50.02	44.29	30.57	22.84
平均值		0.39	0.48	0.66	0.84	36.30	52.84	40.26	33.36
厦门钨业	554.23	1.09	1.57	2.06	2.33	32.08	22.25	16.94	14.98

资料来源：iFind，国元证券研究所（注：可比公司 EPS 和 PE 来自 iFind 一致预期，数据截至 2025 年 11 月 7 日）

公司拥有完整钨产业链，在钨矿开采、钨冶炼、钨粉末、钨丝材和硬质合金深加工领域具备突出竞争优势，新兴需求进一步扩大，其中光伏钨丝全球市占率持续领先，切削工具业务升级驱动业绩增长。在新能源板块，公司在三元材料、磷酸铁锂、钴酸锂以及锰酸锂等领域布局完善，受益新能源需求高增与政策红利。在稀土业务，公司在新能源汽车和节能家电领域实现业务增长，并已获得人形机器人关键客户认证，成长潜力显著。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24.92、32.72、36.99 亿元，对应 PE 分别为 22.25、16.94 和 14.98 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示

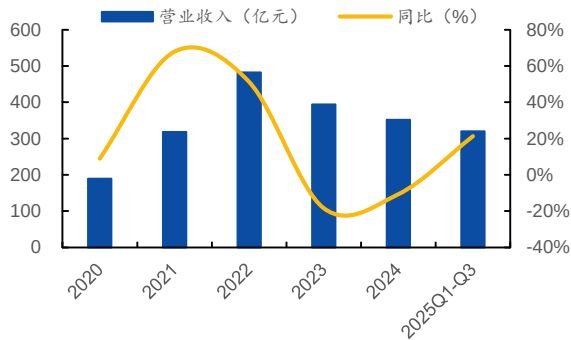
经济波动影响需求和价格风险、行业政策变动风险、产业重点项目不及预期风险。

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)	39397.91	35196.46	47521.55	57679.54	63754.63
收入同比(%)	-18.30	-10.66	35.02	21.38	10.53
归母净利润(百万元)	1601.70	1727.93	2491.54	3271.94	3699.25
归母净利润同比(%)	10.75	7.88	44.19	31.32	13.06
ROE(%)	14.29	10.87	14.31	16.54	16.62
每股收益(元)	1.01	1.09	1.57	2.06	2.33
市盈率(P/E)	34.60	32.08	22.25	16.94	14.98

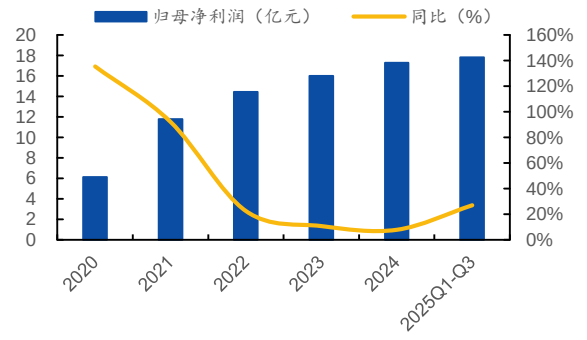
资料来源：iFind，国元证券研究所（本报告数据更新至 2025 年 11 月 7 日）

图 1：公司近 5 年营业收入



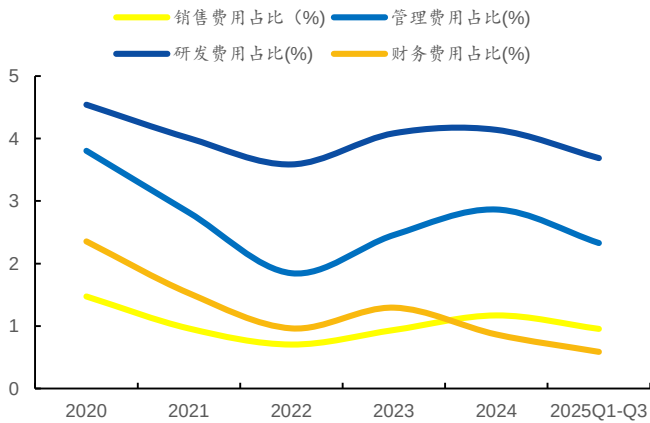
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润



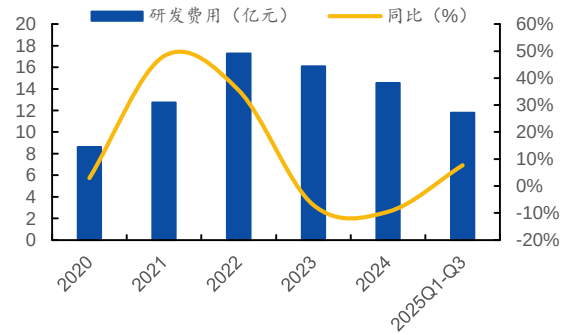
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司 2020-2025Q1-Q3 期间费用率



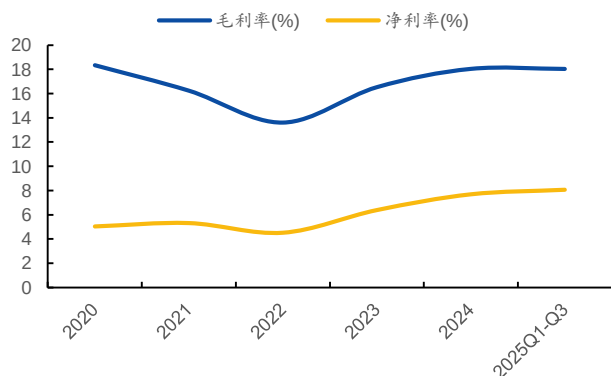
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司 2020-2025Q1-Q3 研发费用



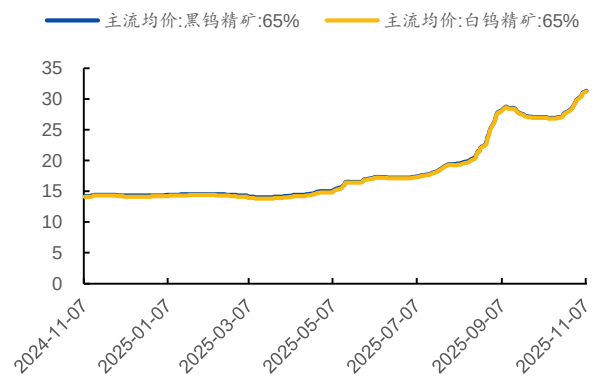
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司 2020-2025Q1-Q3 毛利率和净利率



资料来源：Wind，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：Wind，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	20069.25	24152.61	27157.12	33180.39	36767.21
现金	2851.09	6974.04	6225.64	8274.73	9456.19
应收账款	6200.62	5178.23	7213.70	8720.00	9608.30
其他应收款	186.20	103.71	292.52	276.20	315.14
预付账款	334.12	255.02	359.92	425.54	471.98
存货	7418.94	8383.48	9904.60	12213.15	13602.20
其他流动资产	3078.28	3258.13	3160.74	3270.77	3313.40
非流动资产	19203.27	21311.16	22469.27	23407.13	23968.92
长期投资	3300.21	3656.82	3537.95	3577.57	3564.36
固定资产	10138.18	11669.15	13628.76	15032.36	15922.05
无形资产	1655.83	1676.38	1715.32	1755.69	1792.28
其他非流动资产	4109.05	4308.81	3587.24	3041.51	2690.22
资产总计	39272.52	45463.76	49626.39	56587.52	60736.13
流动负债	10898.56	14370.06	15008.56	18456.58	18512.49
短期借款	2165.60	2581.29	2442.72	3931.93	2942.73
应付账款	3674.31	3658.78	4723.67	5752.75	6317.90
其他流动负债	5058.66	8129.99	7842.17	8771.90	9251.86
非流动负债	9302.77	6742.68	7381.67	6712.94	6269.72
长期借款	7026.59	5902.26	5719.27	5222.50	4830.33
其他非流动负债	2276.18	840.42	1662.40	1490.44	1439.39
负债合计	20201.33	21112.73	22390.23	25169.52	24782.21
少数股东权益	7859.39	8448.24	9819.28	11640.24	13694.19
股本	1418.29	1587.68	1587.68	1587.68	1587.68
资本公积	3312.94	6644.16	6644.16	6644.16	6644.16
留存收益	6338.51	7499.21	9031.81	11386.28	13869.07
归属母公司股东权益	11211.81	15902.79	17416.88	19777.76	22259.73
负债和股东权益	39272.52	45463.76	49626.39	56587.52	60736.13

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	4285.78	3098.65	2899.43	4775.96	6638.70
净利润	2517.44	2705.56	3862.58	5092.90	5753.20
折旧摊销	1147.96	1185.86	1400.99	1703.73	1989.55
财务费用	509.28	303.72	437.57	440.40	404.32
投资损失	-94.83	-224.62	-139.02	-160.19	-163.87
营运资金变动	-153.45	-1252.28	-2635.16	-2495.47	-1456.52
其他经营现金流	359.37	380.40	-27.53	194.58	112.03
投资活动现金流	-2585.75	-3326.28	-2393.30	-2411.14	-2272.62
资本支出	2103.80	2114.42	2276.12	2422.45	2373.36
长期投资	539.70	1841.13	-73.65	18.00	-9.93
其他投资现金流	57.76	629.27	-190.83	29.31	90.81
筹资活动现金流	-1040.50	2632.10	-1254.52	-315.73	-3184.62
短期借款	-2058.64	415.69	-138.56	1489.21	-989.20
长期借款	1699.70	-1124.33	-182.99	-496.77	-392.17
普通股增加	-0.17	169.39	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	35.53	3331.22	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-716.92	-159.87	-932.97	-1308.17	-1803.24
现金净增加额	680.50	2422.12	-748.39	2049.09	1181.46

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	39397.91	35196.46	47521.55	57679.54	63754.63
营业成本	32888.09	28850.47	38786.51	46594.65	51404.91
营业税金及附加	250.56	231.79	298.13	368.68	407.06
营业费用	369.29	412.29	482.55	608.18	676.38
管理费用	968.06	1008.33	1216.09	1525.04	1691.08
研发费用	1608.57	1456.15	1913.75	2349.35	2593.84
财务费用	509.28	303.72	437.57	440.40	404.32
资产减值损失	-368.43	-310.67	-355.61	-342.77	-341.70
公允价值变动收益	4.03	7.29	4.94	5.57	5.65
投资净收益	94.83	224.62	139.02	160.19	163.87
营业利润	2935.13	3271.59	4548.78	6008.63	6794.99
营业外收入	12.63	6.21	8.20	8.27	7.91
营业外支出	30.72	33.71	32.90	32.81	32.99
利润总额	2917.05	3244.09	4524.08	5984.10	6769.91
所得税	399.61	538.53	661.50	891.19	1016.71
净利润	2517.44	2705.56	3862.58	5092.90	5753.20
少数股东损益	915.74	977.62	1371.04	1820.96	2053.95
归属母公司净利润	1601.70	1727.93	2491.54	3271.94	3699.25
EBITDA	4592.37	4761.18	6387.34	8152.76	9188.87
EPS (元)	1.13	1.09	1.57	2.06	2.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-18.30	-10.66	35.02	21.38	10.53
营业利润(%)	13.39	11.46	39.04	32.09	13.09
归属母公司净利润(%)	10.75	7.88	44.19	31.32	13.06
获利能力					
毛利率(%)	16.52	18.03	18.38	19.22	19.37
净利率(%)	4.07	4.91	5.24	5.67	5.80
ROE(%)	14.29	10.87	14.31	16.54	16.62
ROIC(%)	13.58	13.13	16.08	18.48	19.35
偿债能力					
资产负债率(%)	51.44	46.44	45.12	44.48	40.80
净负债比率(%)	51.31	55.93	48.10	47.68	42.53
流动比率	1.84	1.68	1.81	1.80	1.99
速动比率	1.16	1.10	1.15	1.14	1.25
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.83	1.00	1.09	1.09
应收账款周转率	5.45	5.84	7.25	6.84	6.57
应付账款周转率	9.23	7.87	9.25	8.90	8.52
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.09	1.57	2.06	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.70	1.95	1.83	3.01	4.18
每股净资产(最新摊薄)	7.06	10.02	10.97	12.46	14.02
估值比率					
P/E	34.60	32.08	22.25	16.94	14.98
P/B	4.94	3.49	3.18	2.80	2.49
EV/EBITDA	14.00	13.50	10.07	7.89	7.00

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