

江钨装备 (600397.SH)

25Q4 扭亏为盈，远期资产收购望星辰大海

公司发布 2025 年年报，主要系剥离资产（煤炭）业绩亏损拖累，四季度单季来看，业绩已扭亏为盈。

- 2025 年公司主营收入 25.75 亿元，同比下降 56.26%；归母净利润-2.91 亿元，同比下降 20.56%；扣非净利润-3.04 亿元，同比下降 0.56%；
- 2025 年第四季度，公司单季度主营收入 1.23 亿元，同比下降 92.83%；单季度归母净利润 1541.49 万元，同比上升 119.37%；单季度扣非净利润 1819.71 万元，同比上升 114.7%；

2025 年 8 月，公司实施重大资产重组，煤炭业务自置出当月起不再纳入合并报表范围。置入的金环磁选自最终控制方开始控制时起纳入合并范围。

磁选装备业务整体经营稳定。

- 2025 年公司磁选装备业务营收 4.1 亿元，同比-11.73%，毛利率 24.86%，同比-2.59pct。
- 2025 年公司销售磁选装备整机 357 台，同比-22.1%。磁选装备生产量、销售量较上年同期减少主要系产品结构向大型化调整。
- 2025 年，继 SLon-6500 立环脉动高梯度磁选机之后，公司最新设计的机型，大幅提升运行经济性与节能环保水平。SJ 节能型浆料高梯度磁选机则实现处理能力倍增的同时，单位处理能耗大幅降低。同时，还研发生产了 SDGF 电磁干粉除铁机、WCT 内流式永磁磁选机等新产品，并成功应用落地。

2026 年 2 月公司发布《江西江钨稀贵装备股份有限公司 2026 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用可行性分析报告》。公司拟向特定对象发行 A 股股票，募资总额不超 188195.26 万元，扣除发行费用后全部用于收购 3 家公司 100% 股权。

- 资金使用计划：收购江硬公司 100% 股权（87038.00 万元）、华茂公司 100% 股权（71701.19 万元）、九冶公司 100% 股权（29456.07 万元），无其他募投项目。
- 项目收购完成后，公司将完善钨、钽铌产业链，解决公司业务单一问题，提升盈利稳定性；公司资产、营收、净利润将显著提升，增强资本实力与抗风险能力。

1) 江西江钨硬质合金有限公司（江硬公司）

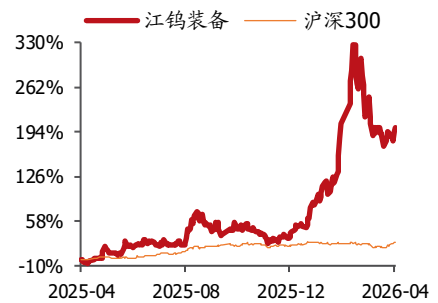
- 基本信息：2006 年成立，江钨发展全资持股，实控人为江西省国资委，全资子公司为赣硬公司。
- 主营业务：高性能硬质合金研发、生产、销售，产品含数控刀片、型材、地矿工具，应用于汽车、轨道交通、航空航天、新能源等领域。
- 财务(2025 年, 未经审计): 资产总计 160569.67 万元, 营收 75540.76 万元, 净利润 3140.05 万元。

买入（维持）

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	买入
04 月 17 日收盘价 (元)	15.15
总市值 (百万元)	14,997.89
总股本 (百万股)	989.96
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	60.47

股价走势



作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	鲁昊
执业证书编号:	S0680525080006
邮箱:	luhao@gszq.com
分析师	张卓然
执业证书编号:	S0680525080005
邮箱:	zhangzhuoran@gszq.com

相关研究

- 《江钨装备 (600397.SH): Q4 有望扭亏为盈, 钨价重振历史高点, 静待价值重估》 2025-10-29
- 《安源煤业 (600397.SH): 更名“江钨装备”, 开启业务转型》 2025-08-22
- 《安源煤业 (600397.SH): 江钨入主驱动业务转型, 稀缺小金属资源赋能价值重估》 2025-06-07

2) 赣州华茂钨材料有限公司 (华茂公司)

- 基本信息: 2006年成立, 江钨发展全资持股, 实控人为江西省国资委, 无下属企业。
- 主营业务: 钨材料研发生产, 产品含氧化钨、钨粉、碳化钨粉, 应用于硬质合金、机械加工领域, 产能规模国内前列。
- 财务(2025年, 未经审计): 资产总计 199810.53 万元, 营收 319127.84 万元, 净利润 5930.24 万元。

3) 九江有色金属冶炼有限公司 (九冶公司)

- 基本信息: 2017年成立, 江钨发展全资持股, 实控人为江西省国资委, 无下属企业。
- 主营业务: 钽铌及其制品研发生产, 产品含钽铌氧化物、碳化物、合金制品, 为国内重要钽铌生产企业, 参与制定行业标准。
- 财务(2025年, 未经审计): 资产总计 64376.70 万元, 营收 73035.73 万元, 净利润 4090.13 万元。

江钨控股: 拥有核心钨、钽铌资源, 公司第一大股东, 截至 2025 年末, 持股比例 39.3%。

- 钨: 截至 2023 年 6 月末, 公司保有钨资源储量 49.66 万金属吨, 黑钨金属可采储量占全国的 60%, 可开采 30 年以上。公司在生产钨矿山企业 5 户, 资源储量为 15.63 万金属吨。
- 钽铌&锂: 公司下属宜春钽铌矿为亚洲最大钽铌锂矿之一, 是我国规模最大的钽铌采选企业和钽铌原料生产基地, 钽铌金属可采储量占全国的 59%, 可开采 50 年以上; 金属锂储量占全国的 4.2%, 可满足年产 2 万吨碳酸锂的锂云母原料供应。

投资建议。考虑到 2025 年 8 月公司剥离煤炭亏损业务, 磁选装备业务营稳定, 故我们上调 2026-2028 年归母净利润预测 2026-2028 年公司实现营业收入 4.5、4.9、5.1 亿元, 归母净利润 0.75、0.89、1.02 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 商品价格大幅波动, 整合非煤业务不及预期, 装备业务产销及研发不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5,888	2,575	453	485	508
增长率 yoy (%)	-14.3	-56.3	-82.4	7.1	4.8
归母净利润 (百万元)	-242	-291	75	89	102
增长率 yoy (%)	-112.4	-20.6	125.8	18.0	15.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.24	-0.29	0.08	0.09	0.10
净资产收益率 (%)	-49.9	-152.2	18.2	20.7	18.0
P/E (倍)	—	—	199.2	168.8	146.6
P/B (倍)	30.9	78.3	36.2	34.9	26.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2215	587	503	483	602
现金	695	83	416	379	484
应收票据及应收账款	831	103	18	19	20
其他应收款	115	25	4	5	5
预付账款	23	0	0	0	0
存货	430	354	48	50	52
其他流动资产	121	22	17	29	41
非流动资产	4424	257	410	553	667
长期投资	118	0	0	0	0
固定资产	3631	171	301	415	516
无形资产	402	9	23	41	44
其他非流动资产	273	77	87	97	107
资产总计	6640	844	913	1036	1269
流动负债	5074	439	253	331	398
短期借款	3228	116	171	226	281
应付票据及应付账款	691	82	11	12	12
其他流动负债	1155	241	71	93	105
非流动负债	1004	11	43	71	97
长期借款	96	0	20	40	60
其他非流动负债	908	11	23	31	37
负债合计	6078	450	296	402	495
少数股东权益	77	203	204	205	205
股本	990	990	990	990	990
资本公积	1994	2097	2097	2097	2097
留存收益	-2606	-2897	-2675	-2659	-2520
归属母公司股东权益	485	191	414	429	568
负债和股东权益	6640	844	913	1036	1269

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	389	-93	274	134	143
净利润	-219	-270	76	90	103
折旧摊销	191	108	22	37	51
财务费用	186	92	5	8	1
投资损失	-6	-7	-7	-7	-7
营运资金变动	251	-42	177	7	-3
其他经营现金流	-14	27	2	0	-2
投资活动现金流	572	-354	-170	-173	-156
资本支出	-101	-48	-177	-180	-163
长期投资	664	0	0	0	0
其他投资现金流	9	-306	7	7	7
筹资活动现金流	-855	127	82	75	80
短期借款	-622	-3112	55	55	55
长期借款	-29	-96	20	20	20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	131	103	0	0	0
其他筹资现金流	-335	3232	7	0	5
现金净增加额	107	-319	187	36	68

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5888	2575	453	485	508
营业成本	5566	2528	339	359	371
营业税金及附加	52	56	9	9	9
营业费用	65	39	6	6	7
管理费用	228	118	20	21	22
研发费用	17	14	2	2	2
财务费用	165	90	4	3	1
资产减值损失	-3	-8	0	0	0
其他收益	15	13	13	13	13
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0
投资净收益	6	7	7	7	7
资产处置收益	48	4	4	4	4
营业利润	-169	-252	95	108	121
营业外收入	5	2	3	4	5
营业外支出	32	9	9	8	7
利润总额	-196	-259	89	104	119
所得税	23	12	13	15	15
净利润	-219	-270	76	90	103
少数股东损益	23	21	1	1	1
归属母公司净利润	-242	-291	75	89	102
EBITDA	74	-60	115	145	171
EPS (元/股)	-0.24	-0.29	0.08	0.09	0.10

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-14.3	-56.3	-82.4	7.1	4.8
营业利润(%)	-116.0	-48.9	137.9	13.5	11.2
归属母公司净利润(%)	-112.4	-20.6	125.8	18.0	15.1
获利能力					
毛利率(%)	5.5	1.8	25.0	26.0	27.0
净利率(%)	-4.1	-11.3	16.6	18.3	20.1
ROE(%)	-49.9	-152.2	18.2	20.7	18.0
ROIC(%)	-3.2	-34.5	9.7	10.0	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	91.5	53.3	32.4	38.8	39.0
净负债比率(%)	504.9	8.5	-34.5	-14.7	-15.1
流动比率	0.4	1.3	2.0	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.5	1.7	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	8.8	9.8	10.8	37.5	37.1
应付账款周转率	20.1	17.4	17.7	77.0	76.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.24	-0.29	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	-0.09	0.28	0.14	0.14
每股净资产(最新摊薄)	0.49	0.19	0.42	0.43	0.57
估值比率					
P/E	—	—	199.2	168.8	146.6
P/B	30.9	78.3	36.2	34.9	26.4
EV/EBITDA	94.9	-125.5	128.1	103.1	87.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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