



钨自给率稳步提升，PCB 微钻成长性凸显

—— 2025 年年报、2026 年一季报点评

2026 年 04 月 30 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报：2025 年营业收入 176.39 亿元，同比+19.34%；归母净利润 12.81 亿元，同比+29.20%；扣非归母净利润 11.13 亿元，同比+585.39%。2026Q1 营业收入 70.07 亿元，同比+106.47%，环比+43.49%；归母净利润 9.21 亿元，同比+264.44%，环比+111.82%；扣非归母净利润 9.15 亿元，同比+349.58%，环比+175.43%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.30 元（含税）。
- 钨精矿产销稳定，硬质合金量增显著：**2025 年公司体内两座矿山合计钨精矿产量 1.11 万标吨，仲钨酸铵产量 1.66 万吨，产量保持稳定；切削刀具产量 1.04 万支/万片，销量 9.96 万支/万片，同比+20.97%、+26.33%；硬质合金产量 1.19 万吨，销量 1.08 万吨，同比+15.78%、+24.17%；硬质合金产量全球第一。百川盈孚数据显示，2025 年国内钨精矿均价同比上涨 59%，2026Q1 环比涨幅高达 118%，公司业绩受益于钨价上涨实现高增。2026 年以来钨精矿价格大幅波动，年内最大涨幅 131%、最大跌幅 41%，2026Q1 公司计提 1.9 亿元资产减值损失，环比增加 0.99 亿元。
- PCB 微钻扩产稳步推进，大长径比产品行业领先：**2025 年金洲公司实现营业收入 14.2 亿元、净利润 3.6 亿元，同比增长 34%、105%，净利率提升 9 个百分点至 25.4%，盈利能力大幅提升。根据公司在深交所互动易披露信息，截至 2026 年一季度末，金洲公司 1.4 亿支微钻技改项目已完成并达产，1.3 亿支微钻技改和 AIPCB 微钻扩产项目（产能 6300 万支/年）按计划进度正常推进。研发方面，金洲公司已实现 50 倍及以上长径比产品的规模化量产，成为全球范围内该技术领域的唯一量产企业，有效解决 AI 服务器 PCB 向高多层、微孔径发展过程中面临的核心加工难题，保持行业领先地位。
- 钨资源自给率有望持续提升：**公司于 2024 年底注入柿竹园钨矿，2025 年底注入远景钨业，目前钨精矿年产量约 1.1 万标吨。截至 2025 年末，柿竹园万吨技改项目进度 83%，预计 2027 年底前完工，达产后公司钨精矿年产量预计增加 2000 标吨。公司受托管大股东旗下的香炉山、新田岭、瑶岗仙 3 座钨矿山的注入工作也在持续推进。随着柿竹园万吨技改达产，以及托管矿山的持续注入，公司钨资源自给率有望进一步提升。
- 投资建议：**公司是全球钨行业一体化龙头，钨自给率持续提升，PCB 微钻全球领先且稳步扩产，业绩有望充分受益钨价高位和 PCB 行业高景气。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 48.12/50.60/55.94 亿元，对应 EPS 为 2.11/2.22/2.46 元，对应 PE 各为 27/26/23x，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**1、钨价波动超预期的风险；2、下游制造业需求不及预期的风险；3、PCB 微钻景气回落或扩产不及预期的风险；4、矿山注入与政策监管不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17638.51	37549.06	39369.94	42162.61

中钨高新（股票代码：000657）

推荐 维持评级

分析师

华立

☎：021-20252629

✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

阎予露

☎：010-80927659

✉：yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040004

市场数据

2026 年 04 月 29 日

股票代码	000657
A 股收盘价(元)	57.31
上证指数	4,107.51
总股本(万股)	227,860
实际流通 A 股(万股)	145,293
流通 A 股市值(亿元)	833

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河有色】中钨高新：钨业一体化龙头，矿山注入开启新篇章 20251226

收入增长率	19.64%	112.88%	4.85%	7.09%
归母净利润(百万元)	1280.67	4812.25	5060.39	5593.54
利润增长率	36.32%	275.76%	5.16%	10.54%
毛利率	23.67%	36.12%	36.27%	36.83%
摊薄 EPS(元)	0.562	2.112	2.221	2.455
PE	101.97	27.14	25.81	23.35
PB	13.43	10.39	8.40	6.92
PS	7.40	3.48	3.32	3.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

报表预测（百万元）						
利润表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	12736.00	14742.77	17638.51	37549.06	39369.94	42162.61
减：营业成本	10587.72	11489.18	13463.40	23987.74	25091.50	26632.07
营业税金及附加	78.90	215.36	291.45	750.98	787.40	843.25
营业费用	407.56	441.55	508.90	1201.57	1259.84	1349.20
管理费用	593.02	757.50	795.08	1692.57	1774.65	1900.53
研发费用	516.96	694.04	765.10	1628.75	1707.73	1828.87
财务费用	49.38	84.89	85.82	182.69	191.55	205.14
减值损失	-61.22	-91.12	-257.30	-700.00	-700.00	-700.00
加：投资收益	-50.06	-0.78	-15.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.92	-3.29	5.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	393.10	965.06	1461.04	8104.76	8557.28	9403.56
加：其他非经营损益	264.19	211.15	166.95	175.08	175.08	175.08
利润总额	657.29	1176.21	1627.99	8279.84	8732.36	9578.64
减：所得税	70.52	143.09	236.49	1894.96	2008.09	2219.66
净利润	586.77	1033.12	1391.50	6384.88	6724.27	7358.98
减：少数股东损益	102.20	93.67	110.84	872.63	963.88	1065.44
归属母公司股东净利润	484.57	939.45	1280.67	4812.25	5060.39	5593.54
资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	866.66	1517.49	2034.41	375.49	11309.63	4491.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收和预付款项	3555.96	4470.81	5374.28	14739.83	6348.40	16230.51
其他应收款（合计）	66.77	90.98	144.59	0.00	0.00	0.00
存货	3333.54	3747.34	4891.37	9877.36	5570.93	10825.86
其他流动资产	394.90	513.08	961.56	961.56	961.56	961.56
长期股权投资	0.00	88.39	87.16	87.16	87.16	87.16
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	6.18	5.61	6.23
投资性房地产	73.73	61.48	59.44	52.97	46.50	40.03
固定资产和在建工程	3865.28	5511.03	6142.17	3972.22	1760.97	-450.28
无形资产和开发支出	475.62	921.99	1305.30	1062.63	819.96	577.29
其他非流动资产	408.30	672.77	674.10	-5182.21	-3354.21	11069.53
资产总计	12975.35	17416.14	21444.11	31699.59	27457.43	33315.69
短期借款	986.88	1492.05	1995.03	7188.21	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1802.72	2862.40	3927.03	5273.73	4266.34	5754.63
长期借款	1385.87	1335.39	902.45	902.45	902.45	902.45
其他负债	3285.52	4928.62	6058.93	11252.12	4063.91	4063.91
负债合计	6474.12	9126.40	10888.41	17428.30	9232.70	10720.99
股本	1397.38	1396.63	2278.60	2278.60	2278.60	2278.60
资本公积	3244.54	3757.72	4145.82	4145.82	4145.82	4145.82
留存收益	1129.58	2392.39	3297.14	6140.11	9129.67	12434.20

归属母公司股东权益	5771.50	7546.74	9721.56	12564.53	15554.09	18858.62
少数股东权益	729.73	742.99	834.14	1706.76	2670.65	3736.08
股东权益合计	6501.24	8289.74	10555.70	14271.29	18224.74	22594.71
负债和股东权益合计	12975.35	17416.14	21444.11	31699.59	27457.43	33315.69
现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金净流量	152.34	902.20	389.24	-4831.44	20253.42	-4455.56
投资性现金净流量	-298.96	-849.51	-770.91	131.31	131.31	131.31
筹资性现金净流量	279.95	254.03	870.00	3041.21	-9450.59	-2494.15
现金流量净额	106.03	315.65	498.77	-1658.92	10934.14	-6818.39

财务分析和估值指标汇总（百万元）						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收益率						
毛利率	16.87%	22.07%	23.67%	36.12%	36.27%	36.83%
三费/销售收入	12.30%	13.42%	12.22%	12.53%	12.53%	12.53%
EBIT/销售收入	5.55%	8.55%	9.72%	20.67%	20.89%	21.54%
EBITDA/销售收入	9.40%	13.44%	14.18%	25.30%	25.41%	25.72%
销售净利率	4.61%	7.01%	7.89%	15.14%	15.30%	15.79%
资产获利率						
ROE	8.40%	12.45%	13.17%	38.30%	32.53%	29.66%
ROA	5.45%	7.24%	7.99%	24.49%	29.95%	27.27%
ROIC	5.71%	11.58%	13.38%	49.08%	27.00%	81.38%
增长率						
销售收入增长率	-2.63%	15.76%	19.64%	112.88%	4.85%	7.09%
EBIT 增长率	-7.90%	78.46%	35.90%	352.94%	5.94%	10.46%
EBITDA 增长率	-2.06%	65.51%	26.24%	279.69%	5.29%	8.42%
净利润增长率	-11.18%	76.07%	34.69%	308.54%	5.97%	10.54%
股东权益增长率	7.13%	30.76%	28.82%	29.24%	23.79%	21.25%
资本结构						
资产负债率	49.90%	52.40%	50.78%	54.98%	33.63%	32.18%
投资资本/总资产	62.70%	55.99%	54.06%	70.54%	29.90%	58.31%
带息债务/总负债	36.65%	30.98%	26.61%	46.42%	9.77%	8.42%
流动比率	1.75	1.53	1.50	1.69	3.37	3.75
速动比率	0.95	0.89	0.84	0.98	2.46	2.39
股利支付率	37.49%	38.81%	40.92%	40.92%	40.92%	40.92%
收益留存率	0.63	0.61	0.59	0.59	0.59	0.59
资产管理效率						
总资产周转率	0.98	0.85	0.82	1.18	1.43	1.27
固定资产周转率	3.50	3.00	3.08	10.55	22.36	-93.64
应收账款周转率	3.75	3.47	3.62	2.64	6.79	2.70
存货周转率	3.18	3.07	2.75	2.43	4.50	2.46
业绩和估值指标						
EBIT	706.67	1261.10	1713.81	7762.53	8223.91	9083.78
EBITDA	1197.43	1981.91	2501.96	9499.67	10002.35	10844.17
NOPLAT	423.75	941.72	1304.95	5690.59	6036.62	6681.52
净利润	484.57	939.45	1280.67	4812.25	5060.39	5593.54

EPS	0.213	0.412	0.562	2.112	2.221	2.455
BPS	2.533	3.312	4.266	5.514	6.826	8.276
PE	269.49	139.00	101.97	27.14	25.81	23.35
PB	22.63	17.30	13.43	10.39	8.40	6.92
PS	10.25	8.86	7.40	3.48	3.32	3.10
EV/EBIT	116.67	65.22	77.29	18.08	14.99	14.44
EV/EBITDA	68.85	41.50	52.94	14.78	12.32	12.09
EV/NOPLAT	194.57	87.34	101.51	24.67	20.42	19.63
EV/IC	10.13	8.43	11.43	6.28	15.01	6.75
ROIC-WACC	-1.27%	4.59%	6.40%	42.10%	20.01%	74.40%
股息率	0.001	0.003	0.004	0.015	0.016	0.018

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。阎予露，有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn