

厦门钨业（600549.SH）

优于大市

受益于钨价上行，26H1 归母净利同比上升 126.4%

核心观点

公司 2026H1 归母净利同比上升 126.4%。2026H1 实现营收 350 亿元（+82.6%），归母净利 22.0 亿元（+126.4%），扣非归母净利润 20.6 亿元（+122.8%），经营活动产生的现金流量净额-24.6 亿元，系主要原材料价格大幅上涨，产品价格联动上涨，营收规模扩大，存货、应收款项等铺底流动资金增加。单季度 2026Q2 归母净利 10.9 亿元，同比+88.2%，环比-1.2%。2026 上半年净利受益于钨价、钼价同比显著上行；主要优势产品如钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等的市场份额保持前列，合金棒材、切削工具、动力电池正极材料、磁性材料等主要产品销量实现稳步增长。

子公司盈利拆解。钨钼业务全产业链盈利能力较强。上游端，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）、一家在建钨矿企业（博白巨典）和一家待建钨矿企业（九江大地），洛阳豫鹭暂停生产后，其他现有在产钨矿山钨精矿（65%W03）年产量约 8500 吨左右，为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。公司的 3 家矿业子公司对净利润贡献较大。宁化行洛坑（权益 98.95%）、金鼎钨钼（权益 100%）、洛阳豫鹭（权益 60%）均负责钨矿及其副产品的生产、销售和采购，2026H1 年分别实现净利润 9.1 亿元、7.7 亿元和 3.4 亿元。此外，公司 2026 年 4 月完成九江大地矿业开发有限公司 69%股权收购，钨矿储备增加。**考虑权益比例计算，钨钼上游子公司对净利贡献为 18.7 亿元。**下游端，子公司包括厦门金鹭（权益 100%）、厦门虹鹭（权益 60.79%）等，其中厦门金鹭主营钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金及其他难熔金属材料 and 氧气、钴粉、合金粉的生产与销售，厦门虹鹭生产、销售钨丝、钼丝等各种电光源材料，2026H1 分别实现净利润 7.1 亿元和 6.4 亿元。**考虑权益比例计算，钨钼下游子公司对净利贡献为 11.0 亿元。**稀土业务和电池材料方面，金龙稀土（权益 65.2%）主营稀土氧化物、稀土金属、磁性材料和发光材料等稀土精深加工以及稀土功能材料。厦钨新能（权益 50.28%）主营电池材料。2026H1 分别实现净利润 1.8 亿元和 5.1 亿元。**考虑权益比例计算，稀土子公司和电池材料子公司对净利贡献分别为 1.2 亿元和 2.6 亿元。**

同比 2025H1，增利因素：2026H1 钨精矿均价 68.6 万元/吨，同比增 53.4 万元/吨（+352.8%），**经测算，矿山端受益于钨价涨价因素，增厚毛利约 23.6 亿元。**下游端受益于钨价上涨，盈利增加，PCB 钻针用硬质合金棒材产销量快速增加，销量同比增长 386%；。切削工具产品有效拓展全球市场渠道，在通用机械、汽车、航空航天及军工、消费电子、模具等领域取得较好增量，总体销量同比增长 46%，营收同比增长 76%，利润进一步提升。2026H1 公司实现毛利 76.4 亿元，同比 2025H1 的 33.6 亿元增加 127.3%。费用方面，公司 2026H1 期间费用合计 22.7 亿元，较 2025H1 的 15.1 亿元有所提升，主要系研发费用从去年同期 7.5 亿元提升至 11.8 亿元。

自有矿山方面，近些年产量较为稳定，2030 年有翻倍预期。

❖ **公司在产自有矿山包含①宁化行洛坑钨矿，隶属于子公司宁化行洛**

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 财报点评

有色金属 · 小金属

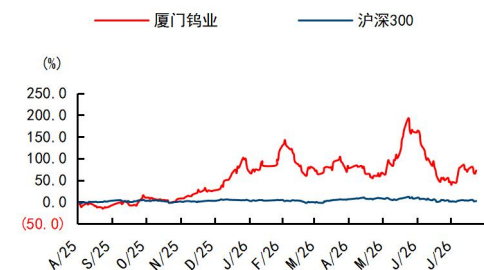
证券分析师：刘孟峦
 010-88005312
 liumengluan@guosen.com.cn
 S0980520040001

证券分析师：谷瑜
 021-61761033
 guyu@guosen.com.cn
 S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	55.58 元
总市值/流通市值	88238/86368 百万元
52 周最高价/最低价	96.85/27.18 元
近 3 个月日均成交额	5207.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《厦门钨业（600549.SH）-钨全产业链龙头》——2026-06-03
 《厦门钨业（600549.SH）-钨全产业链龙头》——2026-05-07

坑钨矿有限公司，权益比例 98.95%，②都昌阳储山钨钼矿，隶属于子公司江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司，权益比例 100%，③洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿，是公司与洛阳钼业合资建立的控股子公司，对洛阳钼业选矿二公司选钼尾矿中的白钨矿进行综合回收，矿石来源为洛阳钼业的栾川三道庄钨钼矿，权益比例 60%。**洛阳豫鹭暂停生产后，其他现有在产钨钼矿（65%WO₃）年产量约 8500 吨左右。**

❖ **公司在建/储备自有矿山**包含①博白巨典油麻坡钨钼矿，隶属于麻栗坡海隅钨业有限公司，权益比例 100%，预计在 2026 年建成，2027 年达产，产量 3200 标吨钨精矿；②江西修水昆山钨钼矿采矿权及杨师殿探矿权，已于 2026 年 4 月底完成收购，隶属于九江大地，股权比例 69%，按照 66 万吨/年的原矿处理规模以及 0.3%的品位计算，考虑 80%回收率，建成后年产钨精矿约 1600 吨，时间节奏尚不明确；③集团所持有的大湖塘钨矿注入仍在推动中。设计采选规模原矿 825 万吨/年（北区露天 660 万吨/年，南区地下 165 万吨/年），建成后钨精矿规模在万吨以上。**综上，短期公司增量来自油麻坡钨钼矿；若看到 2030 年左右，增量来自九江大地和大湖塘钨矿，届时公司总钨精矿产量可高达 2.5 万吨以上，粗算权益量超 2 万吨。**

风险提示：油麻坡投产进度/大湖塘注入进展不及预期的风险；钨库存超规模释放导致钨价下跌；下游需求萎缩风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 841/935/1028 亿元，同比增速 82%/11%/10%；归母净利润分别为 47.4/54.3/58.7 亿元，同比增速 105%/15%/8%；EPS 分别为 2.98/3.42/3.70 元，当前股价对应 PE 分别为 18.6x/16.3x/15.0x。公司稳健经营，油麻坡钨矿预计 2027 年达产，大湖塘钨矿在 2030 年后有放量预期，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	35,196	46,265	84,115	93,527	102,824
(+/-%)	-10.7%	31.4%	81.8%	11.2%	9.9%
归母净利润(百万元)	1728	2309	4735	5427	5872
(+/-%)	7.9%	33.6%	105.1%	14.6%	8.2%
每股收益(元)	1.09	1.45	2.98	3.42	3.70
EBIT Margin	9.2%	9.7%	10.2%	10.5%	10.3%
净资产收益率(ROE)	10.9%	13.4%	26.1%	28.2%	28.8%
市盈率(PE)	51.1	38.2	18.6	16.3	15.0
EV/EBITDA	24.8	20.2	12.6	11.5	10.8
市净率(PB)	5.55	5.13	4.86	4.59	4.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 2026H1 归母净利同比上升 126.4%。2026H1 实现营收 350 亿元（+82.6%），归母净利 22.0 亿元（+126.4%），扣非归母净利润 20.6 亿元（+122.8%），经营活动产生的现金流量净额-24.6 亿元，系主要原材料价格大幅上涨，产品价格联动上涨，营收规模扩大，存货、应收款项等铺底流动资金增加。单季度 2026Q2 归母净利 10.9 亿元，同比+88.2%，环比-1.2%。2026 上半年净利受益于钨价、钼价同比显著上行；主要优势产品如钨粉末、细钨丝、硬质合金棒材、钼酸铵、钴酸锂等的市场份额保持前列，合金棒材、切削工具、动力电池正极材料、磁性材料等主要产品销量实现稳步增长。

子公司盈利拆解。钨钼业务全产业链盈利能力较强。上游端，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）、一家在建钨矿企业（博白巨典）和一家待建钨矿企业（九江大地），洛阳豫鹭暂停生产后，其他现有在产钨矿山钨精矿（65%W03）年产量约 8500 吨左右，为后端钨的深加工提供了稳定的资源保障。公司的 3 家矿业子公司对净利润贡献较大。宁化行洛坑（权益 98.95%）、金鼎钨钼（权益 100%）、洛阳豫鹭（权益 60%）均负责钨矿及其副产品的生产、销售和采购，2026H1 年分别实现净利润 9.1 亿元、7.7 亿元和 3.4 亿元。此外，公司 2026 年 4 月完成九江大地矿业开发有限公司 69%股权收购，钨矿储备增加。**考虑权益比例计算，钨钼上游子公司对净利贡献为 18.7 亿元。**下游端，子公司包括厦门金鹭（权益 100%）、厦门虹鹭（权益 60.79%）等，其中厦门金鹭主营钨粉、碳化钨粉、异型硬质合金及其他难熔金属材料 and 氧气、钴粉、合金粉的生产与销售，厦门虹鹭生产、销售钨丝、钼丝等各种电光源材料，2026H1 分别实现净利润 7.1 亿元和 6.4 亿元。**考虑权益比例计算，钨钼下游子公司对净利贡献为 11.0 亿元。**稀土业务和电池材料方面，金龙稀土（权益 65.2%）主营稀土氧化物、稀土金属、磁性材料和发光材料等稀土精深加工以及稀土功能材料。厦钨新能（权益 50.28%）主营电池材料。2026H1 分别实现净利润 1.8 亿元和 5.1 亿元。**考虑权益比例计算，稀土子公司和电池材料子公司对净利贡献分别为 1.2 亿元和 2.6 亿元。**

同比 2025H1，**增利因素：**2026H1 钨精矿均价 68.6 万元/吨，同比增 53.4 万元/吨（+352.8%），**经测算，矿山端受益于钨价涨价因素，增厚毛利约 23.6 亿元。**下游端受益于钨价上涨，盈利增加，PCB 钻针用硬质合金棒材产销量快速增加，销量同比增长 386%；。切削工具产品有效拓展全球市场渠道，在通用机械、汽车、航空航天及军工、消费电子、模具等领域取得较好增量，总体销量同比增长 46%，营收同比增长 76%，利润进一步提升。2026H1 公司实现毛利 76.4 亿元，同比 2025H1 的 33.6 亿元增加 127.3%。费用方面，公司 2026H1 期间费用合计 22.7 亿元，较 2025H1 的 15.1 亿元有所提升，主要系研发费用从去年同期 7.5 亿元提升至 11.8 亿元。

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



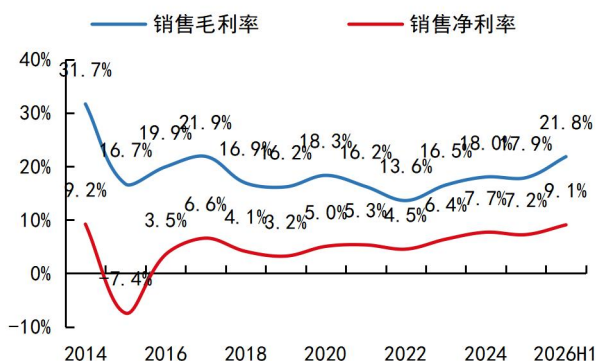
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



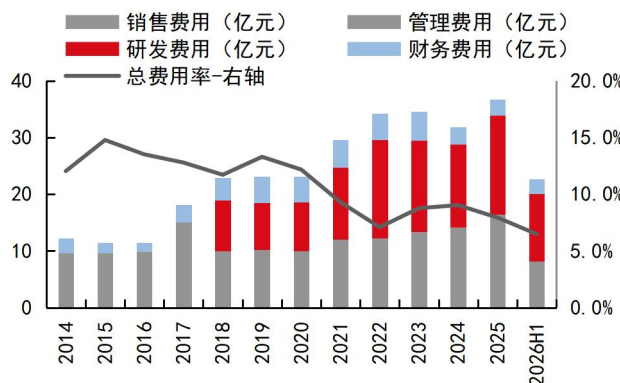
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 毛利率与净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 期间费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- **价格:** 2026 年至今钨精矿均价为 62.2 万元/吨, 现货价格为 42.4 万元/吨; 往后看国内指标收缩, 全球范围内增量有限, 需求端受益于 3C、通用机械、航空航天及军工、汽车等领域等增长, 我们仍预期钨价中枢维持高位。假设 2026-2028 年钨均价为 50/50/50 万元/吨。
- **产量:** 2025 年公司自产钨精矿产量约为 1.2 万吨, 假设公司 2026-2028 年钨精矿产量分别为 1.1 万吨、1.3 万吨和 1.4 万吨。

公司在产自有矿山包含①宁化行洛坑钨矿, 隶属于子公司宁化行洛坑钨矿有限公司, 权益比例 98.95%, ②都昌阳储山钨钼矿, 隶属于子公司江西都昌金鼎钨钼矿业有限公司, 权益比例 100%, ③洛阳豫鹭回收钼尾矿中的白钨矿, 是公司与洛阳钼业合资建立的控股子公司, 对洛阳钼业选矿二公司选钼尾矿中的白钨矿进行综合回收, 矿石来源为洛阳钼业的栾川三道庄钼钨矿, 权益比例 60%。**洛阳豫鹭暂停生产后, 其他现有在产钨矿山钨精矿 (65%W03) 年产量约 8500 吨左右。**

公司在建/储备自有矿山包含①博白巨典油麻坡钨钼矿, 隶属于麻栗坡海隅钨业有

限公司，权益比例 100%，预计在 2026 年建成，2027 年达产，产量 3200 标吨钨精矿；②江西修水昆山钨钼矿采矿权及杨师殿探矿权，已于 2026 年 4 月底完成收购，隶属于九江大地，股权比例 69%，按照 66 万吨/年的原矿处理规模以及 0.3% 的品位计算，考虑 80% 回收率，建成后年产钨精矿约 1600 吨，时间节奏尚不明确；③集团所持有的大湖塘钨矿注入仍在推动中。设计采选规模原矿 825 万吨/年（北区露天 660 万吨/年，南区地下 165 万吨/年），建成后钨精矿规模在万吨以上。**综上，短期公司增量来自油麻坡钨钼矿；若看到 2030 年左右，增量来自九江大地和大湖塘钨矿，届时公司总钨精矿产量可高达 2.5 万吨以上，粗算权益量超 2 万吨。**

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 841/935/1028 亿元，同比增速 82%/11%/10%；归母净利润分别为 47.4/54.3/58.7 亿元，同比增速 105%/15%/8%；EPS 分别为 2.98/3.42/3.70 元，当前股价对应 PE 分别为 18.6x/16.3x/15.0x。公司稳健经营，油麻坡钨矿预计 2027 年达产，大湖塘钨矿在 2030 年后有放量预期，维持“优于大市”评级。

风险提示：油麻坡投产进度/大湖塘注入进展不及预期的风险；钨库存超规模释放导致钨价下跌；下游需求萎缩风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6974	3971	2000	2000	2000	营业收入	35196	46265	84115	93527	102824
应收款项	5529	8007	13827	15374	16903	营业成本	28850	37984	71870	79693	87786
存货净额	8383	14602	19407	21555	23777	营业税金及附加	232	401	463	514	566
其他流动资产	2762	4318	8411	9353	10282	销售费用	412	477	421	468	514
流动资产合计	24153	32780	45526	50163	54843	管理费用	1008	1167	1089	1202	1314
固定资产	14520	16193	15280	14480	13640	研发费用	1456	1740	1682	1871	2056
无形资产及其他	1676	1999	1919	1839	1759	财务费用	304	291	369	343	364
投资性房地产	1458	1674	1674	1674	1674	投资收益	225	36	100	100	100
长期股权投资	3657	3422	3622	3722	3772	资产减值及公允价值变动	(303)	(330)	5	5	0
资产总计	45464	56067	68021	71877	75687	其他收入	(1040)	(1548)	(1682)	(1871)	(2056)
短期借款及交易性金融负债	5905	8484	6603	7117	5953	营业利润	3272	4102	8326	9542	10325
应付款项	6694	14837	25229	28022	30910	营业外净收支	(28)	(40)	2	2	2
其他流动负债	1771	2317	4336	3211	3541	利润总额	3244	4061	8328	9544	10327
流动负债合计	14370	25638	36168	38350	40405	所得税费用	539	711	1457	1670	1807
长期借款及应付债券	5902	2866	2866	2866	2866	少数股东损益	978	1041	2135	2447	2648
其他长期负债	840	880	930	1030	1080	归属于母公司净利润	1728	2309	4735	5427	5872
长期负债合计	6743	3746	3796	3896	3946	现金流量表（百万元）					
负债合计	21113	29384	39963	42245	44351	净利润	1728	2309	4735	5427	5872
少数股东权益	8448	9481	9908	10398	10927	资产减值准备	(58)	45	(25)	(24)	(24)
股东权益	15903	17202	18149	19234	20409	折旧摊销	1164	1340	1578	1610	1645
负债和股东权益总计	45464	56067	68021	71877	75687	公允价值变动损失	303	330	(5)	(5)	0
关键财务与估值指标						财务费用	304	291	369	343	364
每股收益	1.09	1.45	2.98	3.42	3.70	营运资本变动	1080	(1694)	(2237)	(2894)	(1435)
每股红利	0.94	1.21	2.39	2.73	2.96	其它	187	129	452	514	554
每股净资产	10.02	10.84	11.43	12.12	12.86	经营活动现金流	4404	2460	4498	4627	6611
ROIC	8.4%	10.9%	21.1%	23.8%	24.8%	资本开支	(2456)	(2658)	(600)	(700)	(700)
ROE	10.9%	13.4%	26.1%	28.2%	28.8%	其它投资现金流	(0)	(1376)	0	0	0
毛利率	18%	18%	15%	15%	15%	投资活动现金流	(2813)	(3800)	(800)	(800)	(750)
EBIT Margin	9%	10%	10%	10%	10%	权益性融资	18	146	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	12%	12%	12%	负债净变化	(1124)	(3036)	0	0	0
收入增长	-11%	31%	82%	11%	10%	支付股利、利息	(1500)	(1924)	(3788)	(4341)	(4698)
净利润增长率	8%	34%	105%	15%	8%	其它融资现金流	7763	8111	(1881)	514	(1164)
资产负债率	65%	69%	73%	73%	73%	融资活动现金流	2532	(1663)	(5669)	(3827)	(5861)
股息率	1.7%	2.2%	4.3%	4.9%	5.3%	现金净变动	4123	(3003)	(1971)	0	0
P/E	51.1	38.2	18.6	16.3	15.0	货币资金的期初余额	2851	6974	3971	2000	2000
P/B	5.5	5.1	4.9	4.6	4.3	货币资金的期末余额	6974	3971	2000	2000	2000
EV/EBITDA	24.8	20.2	12.6	11.5	10.8	企业自由现金流	2487	697	5828	6085	8245
						权益自由现金流	8858	5552	3642	6316	6782

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032