

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	50.00
总股本/流通股本(亿股)	15.88 / 15.54
总市值/流通市值(亿元)	794 / 777
52周内最高/最低价	94.50 / 27.70
资产负债率(%)	52.4%
市盈率	34.37
第一大股东	福建省稀有稀土(集团)有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 魏欣
SAC 登记编号: S1340524070001
Email: weixin@cnpsec.com

厦门钨业(600549)

资源并购与高端产能扩张卓有成效，业绩维持高增

● 投资要点

事件：公司发布 2026 年半年报，2026H1 公司实现营收 350.14 亿元，同比+82.58%；归母净利润 22.01 亿元，同比+126.37%；扣非归母 20.55 亿元，同比+122.81%。Q2 单季营收 192.71 亿元，同比+78.40%、环比+22.41%；归母 10.94 亿元，同比+88.30%、环比-1.17%；扣非归母 9.59 亿元，同比+72.79%、环比-12.58%。

公司 Q2 盈利环比下滑主要是钨价从高位回落、矿山弹性收敛，以及资产减值损失计提 9.76 亿元，较 Q1 增加 8.28 亿元。

钨钼业务是公司核心利润来源。分业务看，钨钼/稀土/能源新材料（电池材料）分别实现营收 161.51/43.55/144.88 亿元，利润总额 32.96/1.45/5.72 亿元，同比分别+161.28%/+101.41%/+55.71%。毛利率方面，钨钼/稀土毛利率上升 10.42/1.24pct，电池材料毛利率下滑 1.32pct，原材料涨价速度快于产品涨价速度，毛利率阶段承压。

钨价上涨贡献主要利润弹性。上半年钨价/钼价/钴酸锂/镨钕价格同比上涨 357.92%/26.74%/104.11%/74.98%，虽然钨价 Q2 环比下滑，但整体水平仍强。

切削工具、PCB 钻针等深加工产品表现亮眼。分产品看，（1）切削工具销量同比+46%、营收+76%，在通用机械、航空航天、消费电子及模具等领域增量明显；PCB 钻针销量同比增长 386%（2）硬质合金、钨粉受原料价格波动影响销量有所下滑，钨粉通过调整价格实现收入增长，硬质合金舍弃低毛利订单，盈利能力提升，合金棒材销量稳步增长；（3）钨粉末受一季度原料紧张、二季度价格快速回落导致客户延缓采购影响，销量下降、收入仍增；（4）细钨丝产量约 388 亿米（其中光伏用约 241 亿米），光伏钨丝份额仍居全球前列，但下游景气偏弱。（5）稀土磁材销量约 6706 吨、同比+29%；（6）动力电池正极材料约 3.73 万吨、同比+17%；钴酸锂约 2.92 万吨、同比+1.46%，在消费电子低迷背景下逆势小幅增长。

矿山子公司业绩高增，厦门金鹭切削业务有效拓展。矿山子公司方面，宁化行洛坑、都昌金鼎、洛阳豫鹭分别实现净利润约 9.07/7.67/3.36 亿元，同比+523.64%/+465.80%/+424.27%，三矿合计净利约 20.10 亿元；厦门金鹭、厦门虹鹭、厦钨新能净利分别约 7.06/6.43/5.06 亿元，同比+176.71%/75.11%/51.57%，厦门金鹭硬质合金产品及时调整产品价格，销量、盈利能力同比提升，切削产品有效拓展行业头部客户，产销规模与盈利提升。此外，洛阳豫鹭目前处于停产状态，以及九江金鹭因原料与产品价格波动、待执行订单亏损及存货跌价，H1 净利约-0.89 亿元。

收购九江大地、大湖塘等钨矿资源，提高资源自给。资源方面，公司已完成九江大地约 69%股权收购，并拟收购江西巨通约 30%股权

以推进大湖塘钨矿相关布局；广西博白巨典油麻坡钨矿基建稳步推进，目标约 2027 年底建成投产；行洛坑深部勘探、都昌金鼎采选二期等持续推进。整体看，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，博白巨典钨钼矿达产后预计每年产出钨精矿约 3200 吨。此外，公司完成九江大地 69%股权收购，储量近 5 万吨钨（三氧化钨金属量）和 7 万吨钼，推进江西大湖塘钨矿 31.5166%股权收购，有效保障资源自给。

再生钨资源利用方面，2025 年公司韩国年产 1,500 吨氧化钨的钨废料回收项目已实现达产。目前公司在厦门、龙岩、韩国三地共建有 4 个钨资源再生利用基地，2025 年回收钨资源已达 1 万吨（折 apt 当量）。

深加工方面，厦门金鹭硬质合金工业园一二期、泰国棒材产线搬迁扩产、整体刀具等项目按节点推进；募资结构上自光伏钨丝项目调减部分资金，投向硬面材料、数控刀片基体及金属切削方案工程中心；已布局圆兴精密、德国 mimatic 等，完善刀具品类与海外渠道。能源新材料与稀土方面，雅安磷酸铁锰锂三期、包头磁材二期等推进中；公司积极布局钛酸钡及配方粉，并关注半导体靶材、六氟化钨、PCB 钻针棒材及算力散热等 AI 相关钨材需求。

投资建议：考虑到公司矿产自给率提升，深加工产能持续扩张，预计公司 2026/2027/2028 年实现归母净利润 47.06/60.29/73.88 亿元，分别同比+103.80%/+28.09%/+22.54%。

以 2026 年 9 月 2 日收盘价为基准，2026-2028 年对应 PE 分别为 16.87/13.17/10.74 倍。给予公司“买入”评级。

● 风险提示：

价格波动风险，项目进度不及预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	46265	73992	87189	104069
增长率(%)	30.79	59.93	17.84	19.36
EBITDA（百万元）	5747.32	9717.80	11917.43	14136.04
归属母公司净利润（百万元）	2309.37	4706.40	6028.65	7387.67
增长率(%)	34.89	103.80	28.09	22.54
EPS(元/股)	1.45	2.96	3.80	4.65
市盈率（P/E）	34.37	16.87	13.17	10.74
市净率（P/B）	4.61	3.75	3.01	2.43
EV/EBITDA	12.63	8.26	6.10	4.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	46265	73992	87189	104069	营业收入	30.8%	59.9%	17.8%	19.4%
营业成本	37984	58892	70077	83480	营业利润	28.0%	101.8%	28.1%	22.5%
税金及附加	401	641	756	902	归属于母公司净利润	34.9%	103.8%	28.1%	22.5%
销售费用	477	763	900	1074	获利能力				
管理费用	1167	1866	2199	2625	毛利率	17.9%	20.4%	19.6%	19.8%
研发费用	1740	2782	3279	3913	净利率	5.0%	6.4%	6.9%	7.1%
财务费用	291	-59	-187	-397	ROE	13.4%	22.2%	22.9%	22.6%
资产减值损失	-356	-1200	0	0	ROIC	9.4%	15.4%	15.7%	15.5%
营业利润	4102	8277	10602	12992	偿债能力				
营业外收入	16	0	0	0	资产负债率	52.4%	41.5%	41.1%	39.9%
营业外支出	56	0	0	0	流动比率	1.28	1.73	1.96	2.18
利润总额	4061	8277	10602	12992	营运能力				
所得税	711	1448	1855	2273	应收账款周转率	7.23	7.99	7.31	7.36
净利润	3351	6829	8747	10719	存货周转率	3.29	5.05	7.26	7.14
归母净利润	2309	4706	6029	7388	总资产周转率	0.90	1.32	1.39	1.36
每股收益(元)	1.45	2.96	3.80	4.65	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.45	2.96	3.80	4.65
货币资金	3971	10363	20847	32153	每股净资产	10.84	13.33	16.59	20.59
交易性金融资产	1879	1879	1879	1879	估值比率				
应收票据及应收账款	7890	10947	12899	15396	PE	34.37	16.87	13.17	10.74
预付款项	441	525	625	744	PB	4.61	3.75	3.01	2.43
存货	14602	8715	10580	12813	现金流量表				
流动资产合计	32780	33689	48122	64322	净利润	3351	6829	8747	10719
固定资产	14516	13042	11617	10180	折旧和摊销	1411	1500	1502	1541
在建工程	1677	1677	1677	1676	营运资本变动	-2464	-1603	-1889	-2397
无形资产	1999	1946	1892	1836	其他	674	942	20	20
非流动资产合计	23288	22373	20894	19363	经营活动现金流净额	2971	7668	8380	9883
资产总计	56067	56062	69016	83684	资本开支	-1983	-73	-23	-10
短期借款	4412	7412	10412	12912	其他	91	-252	0	0
应付票据及应付账款	14837	7629	9078	10814	投资活动现金流净额	-1892	-325	-23	-10
其他流动负债	6389	4430	5041	5801	股权融资	146	0	0	0
流动负债合计	25638	19471	24531	29528	债务融资	-646	-185	3000	2500
其他	3746	3822	3822	3822	其他	-1967	-710	-874	-1067
非流动负债合计	3746	3822	3822	3822	筹资活动现金流净额	-2467	-895	2126	1433
负债合计	29384	23292	28353	33349	现金及现金等价物净增加额	-1365	6392	10483	11306
股本	1588	1588	1588	1588					
资本公积金	6651	6651	6651	6651					
未分配利润	7987	11266	15536	20769					
少数股东权益	9481	11604	14322	17654					
其他	976	1662	2566	3674					
所有者权益合计	26683	32770	40663	50335					
负债和所有者权益总计	56067	56062	69016	83684					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048