

主业需求承压，资源短板即将补齐

2024 年 10 月 28 日

事件：公司发布 2024 年三季度报。 2024Q1-Q3，公司实现营收 102.29 亿元，同比+7.13%；归母净利润 2.06 亿元，同比-34.66%；扣非归母净利 1.74 亿元，同比-26.65%。分季度看，2024Q3，公司实现营收 34.22 亿元，同比+13.99%、环比-10.89%；归母净利润 0.59 亿元，同比-19.35%、环比-28.78%；扣非归母净利 0.56 亿元，同比+8.25%、环比-21.66%。Q3 业绩低于我们的预期。

点评：需求承压，Q3 业绩下滑

(1) 24Q3 毛利率同比下滑： 2024Q3，公司实现净利率 2.37%，同比-0.75pct，环比-0.26pct，毛利率 14.75%，同比-1.24pct，环比-0.74pct。市场竞争加剧叠加硬质合金需求疲软，公司产品售价承压。原料端，受制于资源品位下滑等因素，国内钨矿产量萎缩，钨矿价格维持高位，钨精矿 24Q3 价格同比+12.97%，环比-5.93%，挤压公司产品毛利。此外，Q3 研发费用同比+0.12 亿元，销售费用同比+0.23 亿元（加大营销力度所致），导致净利率同比下滑。

(2) 下游硬质合金需求不振，市场竞争加剧。 硬质合金需求疲软，行业竞争加剧，公司部分产品销量承压。

(3) 主业毛利下滑，24Q3 归母净利环比-0.24 亿元。24Q3 环比看， 主要减利项：毛利 (-0.90 亿元)，少数股东权益 (-0.04 亿元)。主要增利项：公允价值变动 (+0.04 亿元)，费用和税金 (+0.33 亿元)，所得税 (+0.16 亿元)，营业外利润 (0.09 亿元)。**同比看，** 主要减利项：费用和税金 (-0.40 亿元，主要是研发费用和销售费用增加)，减值损失等 (-0.25 亿元)，公允价值变动 (-0.09 亿元)。主要增利项：毛利 (+0.25 亿元)，其他/投资收益 (+0.28 亿元)，所得税 (+0.11 亿元)。

未来看点：柿竹园公司即将注入，补齐资源短板

(1) 柿竹园公司即将注入。 2024 年 1 月公司发布公告，拟收购控股股东五矿钨业和沃溪矿业持有的柿竹园公司 100% 股权，目前已经得到深交所受理。除了柿竹园，公司当前还托管五矿集团的其他四座钨矿山（2023 年托管的矿山总产量 2.6 万吨），一旦注入完成，届时公司将形成矿山、冶炼、加工与贸易于一体的完整钨产业链。

(2) 数控刀片与微钻持续扩产。 刀片方面，公司采取“小步快跑”策略，预计 2025 年公司可实现数控刀片产量 2 亿片。微钻方面，未来几年产量预计将持续增长，预计“十四五”末 PCB 微钻产量达到 7 亿支。

投资建议： 公司不断提升刀具产能，钨矿即将注入，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.82/4.08/5.36 亿元（不考虑钨矿注入带来的利润增厚），对应现价的 PE 分别为 46/32/24 倍，维持“推荐”评级。

风险提示： 项目不及预期；技术研发风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,736	13,471	14,685	15,985
增长率 (%)	-2.6	5.8	9.0	8.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	485	282	408	536
增长率 (%)	-9.4	-41.9	44.9	31.4
每股收益 (元)	0.35	0.20	0.29	0.38
PE	27	46	32	24
PB	2.2	2.2	2.2	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.28 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 中钨高新 (000657.SZ) 2024 年半年报点评：刀片盈利承压，资源短板即将补齐-2024/08/27
- 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：业绩略低于预期，资源短板即将补齐-2024/04/30
- 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年三季度报点评：销量下滑+费用上升拖累业绩，期待光伏钨丝 Q4 放量+矿山注入-2023/10/30
- 中钨高新 (000657.SZ) 2023 年半年报点评：刀具承压，光伏钨丝值得期待-2023/08/28
- 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：数控刀片稳步扩产，光伏钨丝值得期待-2023/05/04

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	12,736	13,471	14,685	15,985
营业成本	10,588	11,387	12,310	13,303
营业税金及附加	79	81	81	88
销售费用	408	431	455	480
管理费用	593	606	661	719
研发费用	517	552	602	655
EBIT	625	501	664	836
财务费用	49	74	74	79
资产减值损失	-52	-48	-46	-35
投资收益	-50	-9	-10	-11
营业利润	637	377	548	726
营业外收支	20	19	19	19
利润总额	657	396	567	745
所得税	71	44	57	74
净利润	587	352	510	670
归属于母公司净利润	485	282	408	536
EBITDA	1,147	1,019	1,175	1,346

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	867	872	989	1,038
应收账款及票据	3,398	4,011	4,311	4,747
预付款项	91	114	123	133
存货	3,334	3,479	3,936	4,164
其他流动资产	463	538	566	615
流动资产合计	8,152	9,013	9,924	10,697
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,642	3,553	3,529	3,511
无形资产	476	469	459	450
非流动资产合计	4,823	4,756	4,679	4,562
资产合计	12,975	13,769	14,603	15,260
短期借款	987	1,437	1,787	2,037
应付账款及票据	1,348	1,436	1,642	1,684
其他流动负债	2,318	2,413	2,459	2,507
流动负债合计	4,653	5,286	5,887	6,228
长期借款	1,386	1,416	1,466	1,516
其他长期负债	435	455	465	470
非流动负债合计	1,821	1,871	1,931	1,986
负债合计	6,474	7,157	7,818	8,214
股本	1,397	1,397	1,397	1,397
少数股东权益	730	800	902	1,036
股东权益合计	6,501	6,612	6,785	7,046
负债和股东权益合计	12,975	13,769	14,603	15,260

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.63	5.77	9.01	8.86
EBIT 增长率	-19.19	-19.80	32.47	25.91
净利润增长率	-9.36	-41.89	44.91	31.41
盈利能力 (%)				
毛利率	16.87	15.47	16.17	16.78
净利润率	3.80	2.09	2.78	3.35
总资产收益率 ROA	3.73	2.05	2.79	3.51
净资产收益率 ROE	8.40	4.85	6.94	8.92
偿债能力				
流动比率	1.75	1.71	1.69	1.72
速动比率	0.99	1.00	0.98	1.01
现金比率	0.19	0.16	0.17	0.17
资产负债率 (%)	49.90	51.98	53.54	53.83
经营效率				
应收账款周转天数	45.43	55.00	58.00	58.00
存货周转天数	106.41	108.00	109.00	110.00
总资产周转率	1.03	1.01	1.04	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.20	0.29	0.38
每股净资产	4.13	4.16	4.21	4.30
每股经营现金流	0.11	0.23	0.44	0.50
每股股利	0.25	0.18	0.25	0.30
估值分析				
PE	27	46	32	24
PB	2.2	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	14.08	15.84	13.74	12.00
股息收益率 (%)	2.69	1.94	2.69	3.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	587	352	510	670
折旧和摊销	522	518	511	510
营运资金变动	-1,043	-695	-563	-644
经营活动现金流	152	323	613	699
资本开支	-303	-443	-415	-374
投资	4	1	0	0
投资活动现金流	-299	-452	-425	-385
股权募资	0	0	0	0
债务募资	668	502	410	305
筹资活动现金流	280	134	-71	-265
现金净流量	106	5	117	49

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026