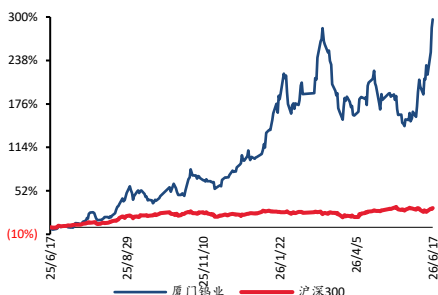


业绩续创新高，不断提升钨原料自给率

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	15.88/15.54
总市值/流通(亿元)	1,283.4/1,256.2
12 个月内最高/最低价(元)	82.89/20.26

相关研究报告

<<卡位战略金属，钨钼、稀土和锂电材料同步发展>>--2025-08-26

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

事件：2025 年公司实现营业收入 462.6 亿元，同比+30.8%；归母净利润 23.1 亿元，同比+34.9%；扣非净利润 21.9 亿元，同比+44.2%。2026Q1 公司实现营业收入 157.4 亿元，同比+87.0%，环比+10.4%；归母净利润 11.1 亿元，同比+189.1%，环比+109.8%；扣非净利润 11.0 亿元，同比+198.6%，环比+130.9%。

内生加外延并购持续提高钨原料自给率。公司现有钨精矿年产量约 1.2 万吨，自有矿山资源保障率为 18.5%。广西博白巨典钨矿 66 万吨/年矿石处理量项目有序推进，达成后预计年产钨精矿约 3200 吨。2026 年 4 月，公司完成收购九江大地矿业开发有限公司 69% 股权，九江大地目前拥有 WO₃ 金属量 5.0 万吨，钼金属量 7.3 万吨。此外，公司拟收购江西巨通实业有限公司 30% 股权，江西巨通拥有大湖塘南、北区钨矿采矿许可证，目前保有资源储量 WO₃ 金属量 138.3 万吨，钼金属量 3.3 万吨。

量价齐升带动钨钼业务收入持续增长。2025 年公司钨钼等有色金属实现收入 196.3 亿元，同比+17.2%；毛利率 28.4%，同比+1.9pct。2025 年公司硬质合金销量 0.8 万吨，同比+12.5%；切削工具销量 5963 万件，同比+16.2%；细钨丝销量 1292 亿米，同比-4.6%，公司光伏用钨丝市场份额超 80%。2026Q1 公司钨钼业务实现收入 73.2 亿元，同比+83.1%；利润总额 17.6 亿元，同比+238.8%。主要产品中，硬质合金产品销量同比增长 5%，得益于产品价格上涨，销售收入同比增长 156%；切削工具产品销量同比增长 69%，销售收入同比增长 78%；细钨丝因产品结构调整，销量同比下降 19%，但销售收入同比增长 73%。

钴酸锂市场份额领先，电池材料业务收入高增。2025 年公司电池材料实现收入 198.1 亿元，同比+47.6%；毛利率 9.8%，同比-0.1pct。2025 年公司钴酸锂销量 6.5 万吨，同比+41.3%，全球市场份额占比近 50%；三元材料销量 5.5 万吨，同比+7.9%。2026Q1 公司电池材料实现收入 65.9 亿元，同比+117.8%；利润总额 2.6 亿元，同比+94.2%。2026Q1 公司动力电池正极材料（含三元材料、磷酸铁锂及其他）销量 1.6 万吨，同比增长 26%，销售收入同比增长 82%；钴酸锂销量 1.5 万吨，同比增长 20%，销售收入同比增长 154%。

盈利能力持续提升，期间费用率有所下降。（1）**盈利能力：**2025 年公司 ROE 为 13.4%，同比+2.6pct；2026Q1 公司 ROE 为 6.0%，同比+3.7pct。

（2）**费用率：**2025 年公司期间费用率为 7.9%，同比-1.1pct；2026Q1 公司期间费用率为 6.0%，同比-1.9pct，费用率同比下降。（3）**负债率：**截至 2026Q1 末，公司资产负债率为 55.6%，同比+10.0pct，环比+3.2pct。

投资建议：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 46.5/52.0/68.3 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：价格大幅波动，成本端超预期上升，项目进度不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	46,265	66,393	72,565	79,734
营业收入增长率(%)	30.79%	43.51%	9.30%	9.88%
归母净利（百万元）	2,309	4,645	5,197	6,826
净利润增长率(%)	34.89%	101.13%	11.89%	31.34%
摊薄每股收益（元）	1.45	2.93	3.27	4.30
市盈率（PE）	55.57	27.63	24.69	18.80

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,984	3,971	2,143	7,080	13,697
应收和预付款项	5,751	8,332	11,379	12,434	13,874
存货	8,455	14,602	16,141	19,268	21,227
其他流动资产	3,198	5,874	6,595	7,348	7,700
流动资产合计	24,387	32,780	36,259	46,130	56,498
长期股权投资	3,280	3,422	3,422	3,422	3,422
投资性房地产	254	51	51	51	51
固定资产	12,009	14,516	13,422	12,329	11,235
在建工程	2,989	1,677	1,677	1,677	1,677
无形资产开发支出	1,792	1,999	1,999	1,999	1,999
长期待摊费用	242	273	273	273	273
其他非流动资产	25,636	34,129	37,913	47,784	58,152
资产总计	46,201	56,067	58,757	67,535	76,809
短期借款	2,610	4,412	4,412	4,412	4,412
应付和预收款项	6,789	14,837	14,214	17,549	19,993
长期借款	6,078	2,866	2,866	2,866	2,866
其他负债	5,950	7,269	5,737	6,037	6,300
负债合计	21,427	29,384	27,229	30,864	33,571
股本	1,588	1,588	1,588	1,588	1,588
资本公积	6,641	6,651	6,651	6,651	6,651
留存收益	7,425	8,776	11,537	14,647	18,733
归母公司股东权益	15,829	17,202	19,954	23,065	27,151
少数股东权益	8,945	9,481	11,574	13,606	16,087
股东权益合计	24,774	26,683	31,528	36,671	43,238
负债和股东权益	46,201	56,067	58,757	67,535	76,809

现金流量表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	3,058	2,971	2,605	7,086	9,394
投资性现金流	-3,330	-1,892	-89	-63	-37
融资性现金流	2,682	-2,467	-4,325	-2,087	-2,740
现金增加额	2,429	-1,365	-1,828	4,937	6,616

利润表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	35,373	46,265	66,393	72,565	79,734
营业成本	28,981	37,984	53,699	59,182	63,014
营业税金及附加	238	401	206	218	255
销售费用	440	477	711	733	827
管理费用	1,070	1,167	1,527	1,625	1,977
财务费用	308	291	0	0	0
资产减值损失	-327	-356	0	0	0
投资收益	258	36	-66	-36	-32
公允价值变动	7	25	0	0	0
营业利润	3,205	4,102	8,213	8,721	11,120
其他非经营损益	-28	-40	-29	-32	3
利润总额	3,177	4,061	8,184	8,689	11,123
所得税	520	711	1,447	1,460	1,815
净利润	2,657	3,351	6,737	7,229	9,307
少数股东损益	945	1,041	2,092	2,032	2,481
归母股东净利润	1,712	2,309	4,645	5,197	6,826

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	18.07%	17.90%	19.12%	18.44%	20.97%
销售净利率	4.84%	4.99%	7.00%	7.16%	8.56%
销售收入增长率	-10.22%	30.79%	43.51%	9.30%	9.88%
EBIT 增长率	-3.27%	33.79%	88.71%	6.17%	28.01%
净利润增长率	6.89%	34.89%	101.13%	11.89%	31.34%
ROE	10.82%	13.43%	23.28%	22.53%	25.14%
ROA	6.22%	6.55%	11.73%	11.45%	12.90%
ROIC	7.35%	9.40%	16.65%	15.85%	17.84%
EPS (X)	1.08	1.45	2.93	3.27	4.30
PE (X)	74.96	55.57	27.63	24.69	18.80
PB (X)	8.11	7.46	6.43	5.56	4.73
PS (X)	3.63	2.77	1.93	1.77	1.61
EV/EBITDA (X)	7.95	12.63	14.56	13.31	10.12

资料来源：博宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。