

2025 年 04 月 01 日

# 西部超导 (688122. SH)

投资评级: 增持 (首次)

——超导+钛合金+高温合金共同驱动, 业绩或迎筑底反弹

## 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
张明磊  
SAC: S1350525010001  
zhangminglei@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
陈婉婷  
SAC: S1350524110006  
chenwanyu@huayuanstock.com

## 联系人

方皓  
fanghao@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 基本数据 2025 年 03 月 31 日

收盘价 (元)	46.35
一年内最高/最低 (元)	55.70/32.11
总市值 (百万元)	30,111.95
流通市值 (百万元)	30,111.95
总股本 (百万股)	649.66
资产负债率 (%)	44.15
每股净资产 (元/股)	10.04

资料来源: 聚源数据

## 投资要点:

- 国内超导龙头, 钛合金和高温合金重要供应商。公司是西北院旗下超导材料+钛合金棒丝材产业化平台, 2003 年成立以来先后构筑完成超导产品+高端钛合金+高性能高温合金的三位一体产品布局, 已成为我国新型战机、航空发动机、大飞机、能源、医疗等领域的重要保障力量, 是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业、国内高端钛合金棒丝材主要供应商。
- 单季度业绩持续改善, 公司或迎筑底反弹。2020-22 年公司业绩受益于新型武器装备需求提升迎来快速增长期, 2024 年摆脱主机厂“清库存”影响有望迎来筑底反弹, 业绩快报显示 2024 全年公司预计实现营业收入 46.41 亿元, 同比+11.60%; 预计实现归母净利润 8.10 亿元, 同比+7.64%。分季度看, 24Q2、Q3 公司实现归母净利润 2.38、2.55 亿元, 分别环比增长 115.39%、7.22%, 连续实现环比增长并且单季度利润恢复至历史高位。考虑到当前终端主机厂订单开始陆续下达, 我们认为公司有望伴随产业链景气度提升迎来筑底反弹, 并在下游加速补库存过程中充分受益。
- 核聚变+半导体+医疗多重需求驱动, 超导线材产品有望实现加速放量。

**核聚变板块:** 中国核能行业协会副理事长兼秘书长张廷克在 2024 春季核能可持续发展国际论坛上表示, 预计 2035/2060 年核能发电量在中国电力结构中的占比将分别达到 10%/18%左右, 在碳中和及能源安全的大背景下核电新增装机及发电量有望维持高速增长。当前我国各可控核聚变项目进入加速建设阶段, 相应对 Nb<sub>3</sub>Sn 和 NbTi 等超导线材的需求也或将进入快速提升期。

**半导体板块:** MCZ (磁控直拉法) 是一种抑制单晶生长过程中的熔体对流、提高晶体品质的有效手段, 可以减少流体温度波动和晶体体内的缺陷, 从源头上降低杂质掺入进而提高晶体纯度, 并将直拉法的生产效率提高两倍, 具有广阔的应用前景。

**医疗板块:** 2022 年我国 MRI 设备人均保有量仅为 9.38 台/百万人, 远低于日本每百万人 57 台及美国、希腊、韩国等国家每百万人 30 台以上的水平, 我们认为当前我国 MRI 设备缺口较大, 随着 MRI 等高端医疗设备国产化的加速推进, 对 NbTi 超导线材的需求有望实现快速增长。

- 加快发展“新质战斗力”政策强导向, 军机提质补量需求驱动高端钛合金+高温合金市场迎来二次增长。“新质战斗力”此次被正式纳入政府工作报告, 标志着国家对于新技术和新装备的需求及应用迈入了一个新的发展阶段, 在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期, 相应对高端钛合金和高温合金的需求也有望维持高位。
- 盈利预测与评级: 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.10/9.69/12.01 亿元, 同比增速分别为 7.64%/19.69%/23.86%, 按 2025 年 3 月 31 日收盘价计算的 PE 为 37.18/31.07/25.08 倍。选择同为军用钛合金/高温合金核心供应商的西部材料、航材股份、图南股份作为可比公司, 鉴于公司超导板块业务具备较强成长性, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期的风险、客户集中度较高的风险、主要原材料价格波动的风险。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,227	4,159	4,641	5,791	6,854
同比增长率 (%)	44.41%	-1.62%	11.60%	24.79%	18.35%
归母净利润 (百万元)	1,080	752	810	969	1,201
同比增长率 (%)	45.65%	-30.34%	7.64%	19.69%	23.86%
每股收益 (元/股)	1.66	1.16	1.25	1.49	1.85
ROE (%)	18.01%	11.90%	11.89%	12.94%	14.31%
市盈率 (P/E)	27.88	40.02	37.18	31.07	25.08

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

预测公司 2024–2026 年分别实现营业收入 46.41/57.91/68.54 亿元，归母净利润分别为 8.10/9.69/12.01 亿元，EPS 为 1.25/1.49/1.85 元/股，按 2025 年 3 月 31 日收盘价计算的 PE 为 37.18/31.07/25.08 倍。

选择同为军用钛合金/高温合金核心供应商的西部材料、航材股份、图南股份作为可比公司，考虑到西部超导的超导板块业务具备较强成长性，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设

预测公司 2024–2026 年钛合金业务营收增速分别为 12.95%/18.00%/12.00%，毛利率分别为 35.50%/36.00%/37.00%；超导线材业务营收增速分别为 32.45%/38.00%/30.00%，毛利率分别为 34.40%/35.00%/36.00%；高温合金业务营收增速分别为 -40.23%/45.00%/25.00%，毛利率分别为 23.00%/26.00%/33.00%。

### 投资逻辑要点

**超导业务：**公司超导业务源于国家对 ITER 计划中 NbTi 和 Nb<sub>3</sub>Sn 超导线材产业化的战略需求，发展至今已成为目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际上唯一的 NbTi 铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业，在多个具体应用领域上具有较高的市场占有率，有望受益于核聚变+半导体+医疗板块共同放量，实现业绩加速增长。

**钛合金业务：**公司作为国内高端钛合金棒丝材主要供应商，实现了多种高端钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白，产品的“高均匀性、高纯净性、高稳定性”处于国内领先水平，推动了诸多钛合金材料技术标准的升级。我们认为，公司钛合金业务有望持续受益于我国军机的补量+提质进程，驱动公司业绩持续增长。

**高温合金业务：**公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商，陆续承担了国内重点装备用多个高温合金材料的研制任务，多个牌号高温合金大规格棒材获得发动机用料供货资格，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了发动机的长试考核并开始供货。我们认为，先进战机的更新迭代或将伴随着先进航空发动机的定型列装，叠加新版军事训练大纲要求的全员全装实战化演练后发动机损耗带来的后装维修+替换需求起量，对高性能高温合金的需求有望快速提升，公司有望从中持续受益。

### 核心风险提示

下游需求不及预期的风险、客户集中度较高的风险、主要原材料价格波动的风险。

## 内容目录

1. 国内超导龙头、钛合金和高温合金重要供应商，业务源于国家急需、成于技术领先..7	
1.1. 公司介绍：目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业.....7	7
1.2. 股权结构：控股股东为西北有色金属研究院.....7	7
1.3. 业务布局：源自国家急需，补齐关键短板.....8	8
1.4. 公司属性：技术驱动型特征显著.....9	9
2. 单季度业绩持续改善，公司有望迎来筑底反弹.....10	10
3. 核聚变+半导体+医疗多重需求驱动，超导线材产品有望实现加速放量.....13	13
4. “新质战斗力”强导向指引，军机提质补量需求驱动高端钛合金+高温合金市场增长17	
4.1. “新质战斗力”要求升级，军用航空市场有望持续高景气.....17	17
4.2. 钛合金：低密度高比强度的“太空及海洋金属”.....18	18
4.3. 高温合金：唯一可满足航发严苛要求的“超合金”.....20	20
5. 盈利预测与评级.....22	22
5.1. 盈利预测.....22	22
5.2. 相对估值.....23	23
6. 风险提示.....23	23

## 图表目录

图表 1: 公司主要发展历程.....	7
图表 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年三季报) .....	7
图表 3: 公司超导产品情况介绍 .....	8
图表 4: 公司高端钛合金产品情况介绍 .....	8
图表 5: 公司高温合金产品情况介绍 .....	9
图表 6: 公司形成了一系列先进的制备工艺和质量过程控制技术 .....	9
图表 7: 2020-2024 年公司营业收入波动上升 .....	10
图表 8: 2020-2024 年公司归母净利润波动上升 .....	10
图表 9: 24Q2 开始公司营业收入显著恢复 .....	10
图表 10: 24Q2 开始公司归母净利润显著恢复 .....	10
图表 11: 2019-2023 年公司分产品收入情况 (单位: 亿元) .....	11
图表 12: 2019-2023 年公司分产品毛利情况 (单位: 亿元) .....	11
图表 13: 2020-2024 年前三季度公司毛利率、净利率情况 .....	11
图表 14: 2019-2023 年公司分产品毛利率情况 .....	11
图表 15: 2020-2024 年前三季度公司销售、管理、财务三项费用占比波动下降 .....	12
图表 16: 2020-2024 年前三季度公司研发费用率维持高位 .....	12
图表 17: 截至 2024Q3 公司预收款+合同负债同比高增 .....	12
图表 18: 2020A-2024Q3 公司存货持续上升 .....	12
图表 19: 超导技术的应用领域介绍 .....	13
图表 20: 2012-2022 年我国核电装机容量持续快速增长 .....	13
图表 21: 2012-2022 年我国核电发电量持续快速增长 .....	13
图表 22: 我国可控核聚变商业化进程显著加速 .....	14
图表 23: 典型 CZ 系统结构图 .....	15
图表 24: 2022 年我国 MRI 设备人均保有量远低于西方发达国家 (单位: 台/百万人) .....	15
图表 25: 2019-2023 年公司超导线材产销量持续增加 (单位: 吨) .....	16
图表 26: 新质战斗力的基础支撑是新技术、新装备 (如新一代战斗机等) .....	17
图表 27: 截至 2023 年底我国军用飞机数量仍较美国有较大差距 (单位: 架) .....	17
图表 28: 钛及钛合金具有多项优良理化特性 .....	18
图表 29: 钛和钛合金具有广泛的应用场景, 全球层面上航空航天为最大的消费市场 ...	18

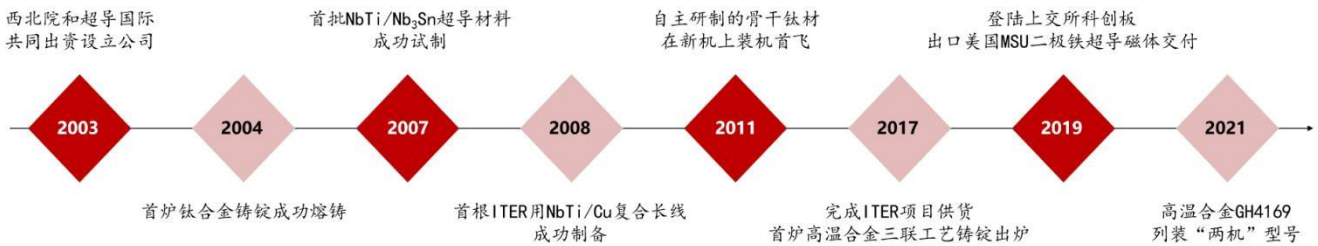
图表 30: 美国 F-22 战斗机中大量使用了钛合金 .....	18
图表 31: 2022 年我国钛加工材主要应用于化工领域, 航空航天占比仅为 23%.....	19
图表 32: 我国军机用钛量持续提升, 但相较美国先进水平仍有一定差距 .....	19
图表 33: 2019-2023 年公司钛合金产品产量持续增加 (单位: 吨) .....	19
图表 34: 高温合金在航空发动机中的应用位置示意 (图中红色部分) .....	20
图表 35: 随着技术的不断发展, 高温合金的耐热能力正不断提高 .....	21
图表 36: 2019-2023 年公司高温合金产品产销量持续增加 (单位: 吨) .....	21
图表 37: 公司业务拆分及预测 (单位: 亿元) .....	22
图表 38: 可比公司估值表 .....	23

## 1. 国内超导龙头、钛合金和高温合金重要供应商，业务源于国家急需、成于技术领先

### 1.1. 公司介绍：目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业

公司是国内超导线材龙头、钛合金棒丝材和变形高温合金/母合金重要供应商，于2003年2月由西北有色金属研究院与超导国际共同出资设立，2014年登陆新三板，2019年登陆上交所科创板。历经二十余年技术研发，公司先后构筑完成超导产品+高端钛合金+高性能高温合金的三位一体产品布局，是我国能源、医疗、交通、信息、新型战机、大飞机、直升机、航空发动机、舰船等领域发展急需的重要保障力量，也是目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业、国内高端钛合金棒丝材的主要供应商。

图表 1：公司主要发展历程

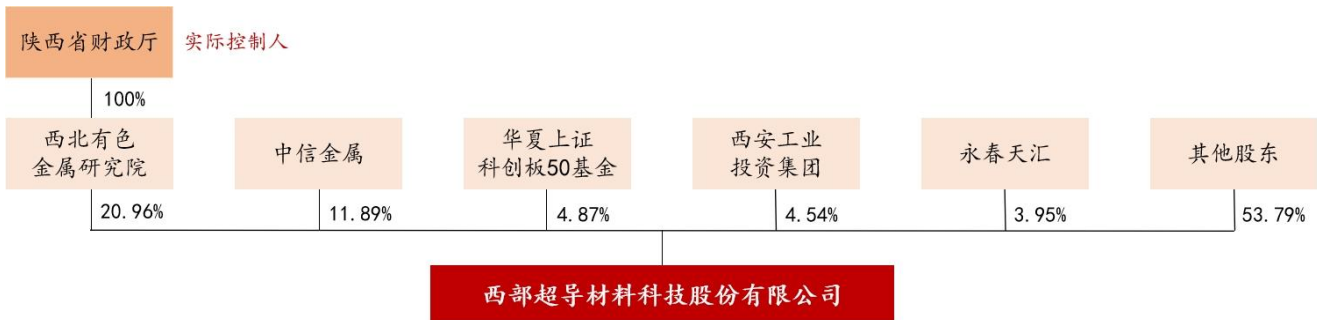


资料来源：公司官网，公司招股说明书，华源证券研究所

### 1.2. 股权结构：控股股东为西北有色金属研究院

西北院旗下超导材料+钛合金棒丝材产业化平台，技术优势+先发优势构筑强壁垒。据公司公告披露，公司实际控制人为陕西省财政厅，控股股东为西北有色金属研究院，截至2024年三季度其直接持有公司20.96%股份。我们认为，公司作为西北院旗下超导材料+钛合金棒丝材产业化平台，有望持续受益于西北院独特的产业地位和技术研发实力，同时由于西北院与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，或将进一步利好公司运营发展。

图表 2：公司股权结构图（截至2024年三季度报）



资料来源：Wind，公司2024年三季度报，华源证券研究所

### 1.3. 业务布局：源自国家急需，补齐关键短板

- **超导线材：**业务源于国家对 ITER 计划中 NbTi 和 Nb<sub>3</sub>Sn 超导线材产业化的战略需求。2003 年 1 月中国政府决定参加 ITER 计划( 国际热核聚变实验堆，全球范围内规模最大、影响最深远的国际科研合作项目之一 )，但当时我国并不具备相应超导线材的生产能力。面对这一迫切需求，公司于 2003 年 2 月正式成立并开始相应超导线材的产业化工作，现已成为目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，也是国际上唯一的 NbTi 铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业。





图表 3：公司超导产品情况介绍

类别	主要用途	图片示意
NbTi 超导线	磁共振成像仪、核磁共振谱仪、磁控直拉单晶硅、加速器、磁悬浮、核聚变、国防军工	
Nb <sub>3</sub> Sn 超导线	核磁共振谱仪、磁悬浮、核聚变、国防军工	
超导磁体	磁控直拉单晶硅、加速器、磁悬浮、国防军工	

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

- **高端钛合金：**业务源于国家对高性能航空用结构钛合金的战略需求+超导用 NbTi 合金制备技术的延申。2005 年以来，随着我国新型战机计划启动，更高的战机性能对航空用结构钛合金提出了苛刻的技术要求，当时此类钛合金材料尚属于国内空白产品。公司从 2005 年开始在所掌握的 NbTi 合金制备技术的基础上，开展了新型战机用高性能结构钛合金的研制并取得突破，实现了多种高端钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白，现已成为国内高端钛合金棒丝材的主要供应商。

图表 4：公司高端钛合金产品情况介绍

类别	主要用途	图片示意
高端钛合金大棒材	飞机结构件、航空发动机和燃气轮机部件、舰船、兵器	
高端钛合金小棒材	航空航天紧固件、航空发动机和燃气轮机部件	
高端钛合金丝材	航空航天紧固件和航空用焊丝	
高端钛合金锻坯	飞机结构件、航空发动机和燃气轮机部件	

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

- **高温合金：业务源于国家对“两机”重大专项的核心材料需求+高端钛合金业务建立起的完善体系。**依托于在高端航空钛合金产业化过程中形成的核心原材料和生产过程质量控制体系，公司从2014年开始开展高性能高温合金的工程化研究并实现量产应用，主要牌号通过多个“两机”型号和多个用户的产品认证，多个重点型号航空发动机高温合金材料通过发动机长试考核，并已开始供货。

**图表 5：公司高温合金产品情况介绍**

类别	主要用途	图片示意
变形高温合金、 高温合金母合金等	航空发动机和燃气轮机部件、 核电设备	

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

## 1.4. 公司属性：技术驱动型特征显著

公司坚持贯彻“生产一代、研发一代、储备一代”的技术研发方针，紧密围绕国家战略，坚持技术进步和市场需求的“双轮驱动”发展，坚持走实验室成果产业化的自主创新之路，通过加强贯彻技术创新机制和面向国家战略开展产品研发，保障公司持续保持并进一步扩大技术领先优势，技术驱动型企业特征显著。

**图表 6：公司形成了一系列先进的制备工艺和质量过程控制技术**

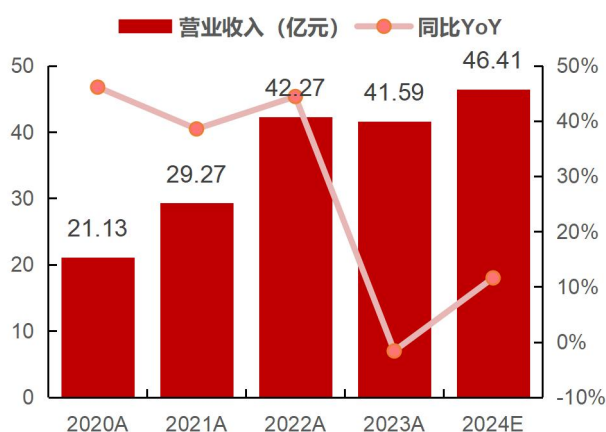
产品线	技术名称	技术详情
超导产品	低温超导 NbTi 合金 批量化技术	有效避免 Nb 不熔块的产生和气体杂质的引入，提高合金组织均匀性，为 NbTi 超导线材的批量化生产奠定了原料基础，成为 <b>世界上能够批量生产超导体 NbTi 合金的两家公司之一</b>
	NbTi 超导线材 工程化生产技术	生产出最大长度达到 9 万米的多芯 NbTi 超导线材，各项性能指标全部满足 ITER 项目技术要求；解决了长线性能和尺寸均匀性控制难题，实现高性能 MRI 用 NbTi 超导线材量产，已经为 GE、SIEMENS 批量供货， <b>打破了国际垄断</b>
	Nb <sub>3</sub> Sn 超导线材 工程化生产技术	实现了 ITER 用青铜法 Nb <sub>3</sub> Sn 超导线材长线连续加工 各项性能指标满足核聚变和高场核磁共振谱仪技术要求， <b>成功应用于中国首台 600MHZ NMR 制造</b>
	超导磁体制造技术	2011 年自主研发的 MCZ 磁体是国内第一台专门用于磁控直拉单晶硅的高磁场强度超导磁体-传导冷却类型 MCZ， <b>实现批量出口</b> ；为兰州重离子加速器、上海光源、广东电网超导限流器提供了核心的超导磁体， <b>保障了国家重点工程建设</b>
高端钛合金	损伤容限钛合金 制备技术	开发的高强、中强损伤容限钛合金 TC21、TC4-DT 等产品填补了国内空白 <b>成为我国多个新型航空型号项目的主干关键材料</b>
	易偏析钛合金大规格铸锭 熔炼技术	解决了 TC17、Ti1023、TC6 等易偏析钛合金大规格铸锭的成分均匀性控制难题 达到国内领先水平， <b>推动了国内多个重点装备型号用易偏析钛合金材料的技术标准的升级换代</b>
	大规格钛合金棒材 锻造技术	解决了多个牌号钛合金大规格棒材的组织均匀性差等难题，在国内率先成功制备出最大规格的 TC4-DT、TA15、TC17、TC18、TC4、Ti6Al4V、Ti6Al4VELI、Ti80 等钛合金棒材，钛合金棒材最大规格达到了Φ650mm，相关技术处于国内领先水平， <b>解决了若干重点装备研制用料</b>
	航空航天紧固件用 Ti45Nb 钛合金丝材制备技术	实现了 Ti45Nb 等合金材料完全国产化，解决了我国特种材料铆接用材料的“卡脖子”问题 <b>是国内唯一、全球批量化生产 Ti45Nb 钛合金材料的两家公司之一</b>
高性能 高温合金	高纯净度高温合金 熔炼控制技术	自主开发了特种中间合金并应用于熔炼过程 同时采用自主设计的合金熔液过滤系统，提高了高温合金的纯净度
	高温合金铸锭开坯 锻造技术	解决了 GH4720Li、GH738、FGH4096 等 <b>难变形高温合金铸锭开坯锻造难题</b>
	高均匀性高温合金 棒材锻造技术	采用“高低高”锻造技术、多向锻造技术、高频锻造技术 成功制备出晶粒度极差 2 级的 GH4169、GH907 及 GH738 合金棒材， <b>达到国内先进水平</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2. 单季度业绩持续改善，公司有望迎来筑底反弹

2020–22 年公司业绩受益于新型武器装备需求增长迎来快速增长长期，2024 年摆脱主机厂“清库存”影响或迎筑底反弹。据 Wind 数据，2020–2023 年间公司营业收入和归母净利润均波动上升，3 年 CAGR 分别为 25.32%、26.60%，其中 2023 年归母净利润出现同比下滑主要系受主机厂采购节奏调整影响，钛合金产品销售量及毛利率均同比降低所致。另据公司 2024 年业绩快报，2024 全年公司预计实现营业收入 46.41 亿元，同比+11.60%；预计实现归母净利润 8.10 亿元，同比+7.64%，我们判断系主机厂“清库存”影响消退所致，公司业绩有望迎来筑底反弹。

图表 7：2020–2024 年公司营业收入波动上升



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 8：2020–2024 年公司归母净利润波动上升



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

分季度看，24Q2 开始公司业绩持续改善。据 Wind 数据，24Q2、Q3 公司实现归母净利润 2.38、2.55 亿元，分别环比增长 115.39%、7.22%，连续两个季度实现环比增长并且单季度利润恢复至历史高位。考虑到当前终端主机厂订单开始陆续下达，我们认为公司有望伴随产业链景气度提升迎来困境反转，并在下游加速补库存过程中充分受益。

图表 9：24Q2 开始公司营业收入显著恢复



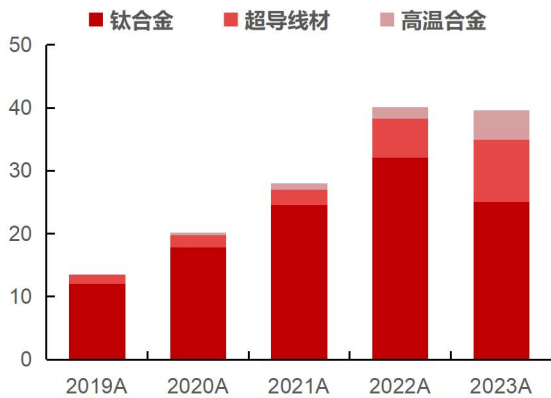
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：24Q2 开始公司归母净利润显著恢复

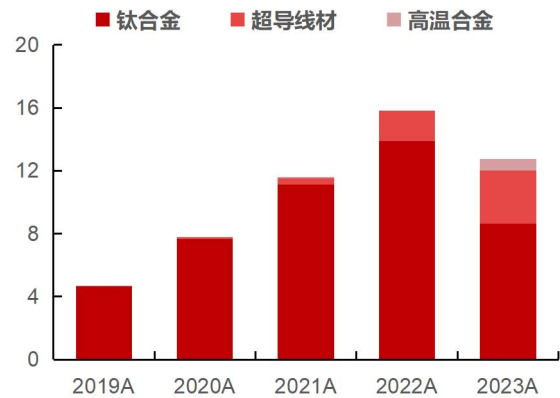


资料来源：Wind，华源证券研究所

分产品看，公司钛合金产品贡献主要营收和利润，超导线材和高温合金产品体量快速增加。据 Wind 数据，2019–2022 年间公司钛合金产品占营收和毛利润比重均超 80%，2023 年实现收入 25.05 亿元、毛利润 8.62 亿元，分别占比 63%/68%，为公司营收和利润的主要来源。2023 全年超导线材/高温合金实现收入 9.85 亿元/4.74 亿元，分别同比+58%/+162%，占收入比重为 25%/12%；实现毛利润 3.39 亿元/0.75 亿元，分别同比+78%/+1160%，占毛利润比重为 27%/6%，我们认为反映公司超导线材及高温合金两块业务已进入放量阶段，有望推动公司业绩持续快速增长，且未来规模效应逐渐体现后公司盈利能力有望进一步增加。

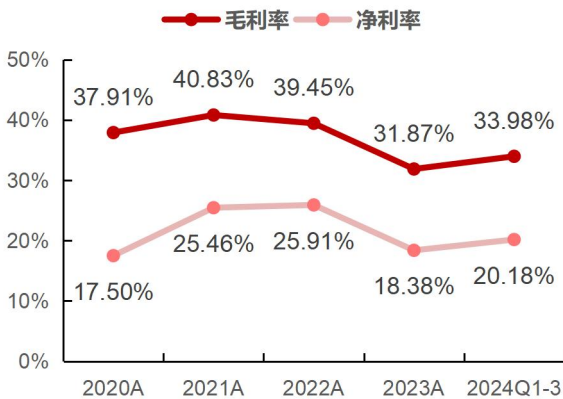
**图表 11：2019–2023 年公司分产品收入情况(单位:亿元)**


资料来源：Wind，华源证券研究所

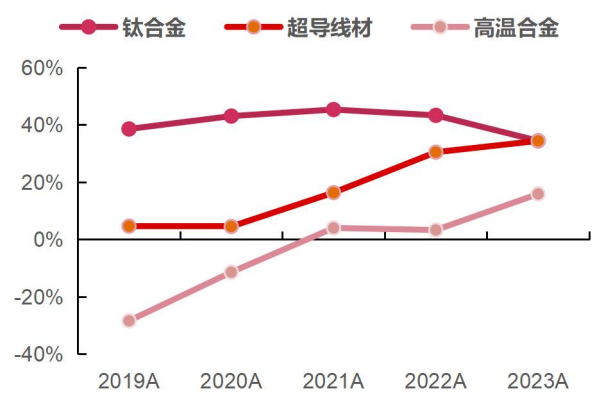
**图表 12：2019–2023 年公司分产品毛利情况(单位:亿元)**


资料来源：Wind，华源证券研究所

盈利能力方面，2023 年公司利润率受钛合金影响略有下滑，2024Q1–3 实现企稳反弹。据 Wind 数据，2023 年公司毛利率为 31.87%、净利率为 18.38%，分别同比下降 7.58/7.53pct，主要系占营收和毛利主体的钛合金业务毛利率同比下降 8.88pct 所致。2024Q1–3 公司毛利率为 33.98%、净利率为 20.18%，分别同比上升 0.78/0.43pct 实现企稳反弹，我们认为主要系钛合金产品结构优化+超导线材及高温合金规模效应逐渐体现，毛利率持续提升所致。

**图表 13：2020–2024 年前三季度公司毛利率、净利率情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

**图表 14：2019–2023 年公司分产品毛利率情况**


资料来源：Wind，华源证券研究所

报表端多项指标持续向好，公司业绩有望实现加速释放。

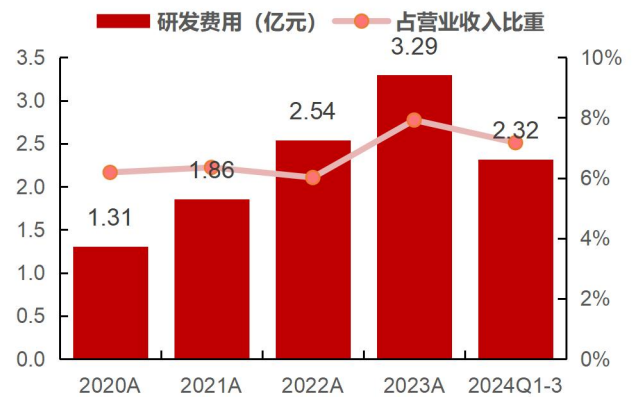
- **三项费用占比波动下降，提质增效成果显著助力公司利润释放。**公司自 2020 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2024Q1-3 指标为 5.89%，反映公司经营效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润。
- **研发费用率维持高位，技术驱动型企业特征显著。**公司自 2020 年起研发费用率持续维持在 6% 以上，2024Q1-3 指标为 7.17%，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

图表 15：2020-2024 年前三季度公司销售、管理、财务三项费用占比波动下降



资料来源：Wind，华源证券研究所

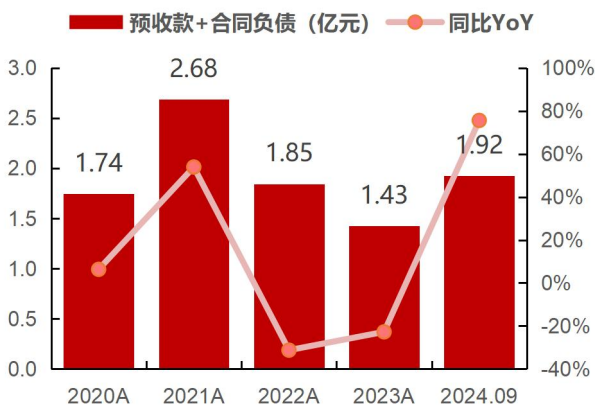
图表 16：2020-2024 年前三季度公司研发费用率维持高位



资料来源：Wind，华源证券研究所

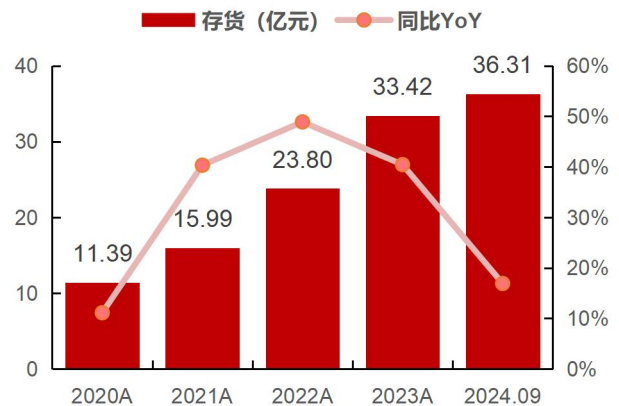
- **截至 2024Q3 预收款+合同负债同比高增，存货创历史新高，公司业绩有望随产品交付实现快速放量。**截至 2024Q3 公司预收款+合同负债为 1.92 亿元，同比+76%、相较 2023 年底+35%；自 2020 年起公司存货持续增长，截至 2024Q3 指标为 36.31 亿元创历史新高，我们认为预收款+合同负债及存货快速增长或表明公司在手订单充足，可能正处于积极产备货状态，业绩预计随产品交付有望实现快速放量。

图表 17：截至 2024Q3 公司预收款+合同负债同比高增



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2020A-2024Q3 公司存货持续上升



资料来源：Wind，华源证券研究所

### 3. 核聚变+半导体+医疗多重需求驱动，超导线材产品有望实现加速放量

超导材料具有常规材料所不具备的零电阻、完全抗磁性等宏观量子效应，是国际公认可引发产业变革的重大颠覆性技术方向。超导强电应用技术可实现常规技术无法实现的超强磁场、大容量输电储能等诸多颠覆性应用，一直是国际高技术竞争前沿，在能源、信息、医疗、环保、交通等领域都有广泛的应用，具体场景包括高能加速器、磁约束核聚变、医用磁共振成像仪（MRI）、核磁共振谱仪（NMR）、磁控直拉单晶硅（MCZ）、质子重离子加速器、超导储能、超导量子计算机等。

图表 19：超导技术的应用领域介绍

应用领域	介绍	所用材料
MRI 磁共振成像仪	MRI 是生物磁自旋成像技术，利用原子核自旋运动的特点，经射频脉冲激发后产生信号，最后获得图像	NbTi
MCZ 磁控直拉单晶硅	MCZ 技术的物理基础是通过磁场对导电硅流体的热对流形成抑制作用，抑制单晶硅生长过程中杂质和缺陷的产生，可实现高质量大尺寸单晶硅快速生长	NbTi
NMR 核磁共振谱仪	NMR 是利用不同元素原子核的核磁共振效应的差异分析物质的磁学式分析仪器，其广泛用于化合物的结构	主要是 Nb <sub>3</sub> Sn 部分是 NbTi
ITER 国际热核聚变实验堆	ITER 要把由氘、氚组成的上亿度高温等离子体约束在一个有限的空间里，实现聚变反应	Nb <sub>3</sub> Sn、NbTi
质子重离子加速器	利用超导磁体可以在很小的激磁功率下产生强大的约束磁场，可大大缩减加速器的尺寸	NbTi

资料来源：前瞻产业研究院，华源证券研究所

➤ **核聚变板块：核电作为一种对化石能源的有效替代，政策指引下未来装机量有望快速增长。**在全球能源危机不断加剧及环保要求日趋严格的大背景下，各地区能源转型之路不断加速，核电作为清洁的基荷电源，对“双碳”建设具有重要意义。中国核能行业协会副理事长兼秘书长张廷克在 2024 春季核能可持续发展国际论坛上表示，预计 2035/2060 年核能发电量在中国电力结构中的占比将分别达到 10%/18%左右。我们认为，在碳中和及能源安全的大背景下，核电新增装机及发电量有望维持高速增长。

图表 20：2012-2022 年我国核电装机容量持续快速增长



资料来源：国家能源局，华经产业研究院，华源证券研究所

图表 21：2012-2022 年我国核电发电量持续快速增长



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，华源证券研究所

随着高温超导技术和小型化可控核聚变装置技术的突破，紧凑型可控核聚变的商业化进程显著加速。根据华经产业研究院，目前可控核聚变装置正处于实验堆的工程可行性阶段，如 CFS 计划在 2030 年代完成可用于商业的 ARC 装置、Helion Energy 计划在 2027 年设计并建造一个稳态强磁场高温超导先进托卡马克、星环聚能计划在 2030 年代实现聚变产能，我国政府的 CFETR 工程堆将于 2030 年代建造完成。我们认为，当前我国各可控核聚变项目进入加速建设阶段，相对应 Nb<sub>3</sub>Sn 和 NbTi 等超导线材的需求也或将进入快速提升期。

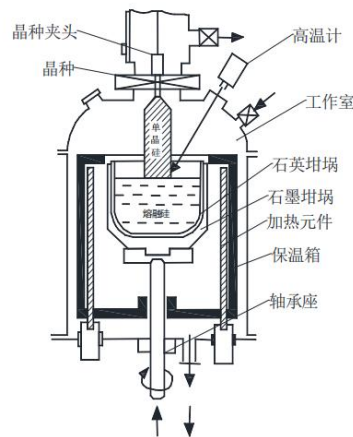
图表 22：我国可控核聚变商业化进程显著加速

时间节点	商业化项目	政府项目
2020 年	-	实验装置 EAST、HL-2A/M；稳态高约束实验，先进偏滤器、高参数实验
2023 年	能量奇点：建成验证性全高温超导托卡马克洪荒 70，点亮等离子体 星环聚能：完成 SUNIST-2 实验装置建设，验证磁重联加热技术并实现 1700 万度聚变等离子体温度	-
2024 年	能量奇点：研制出磁场强度超过 20T 的托卡马克 TF 磁体	-
2025 年	-	ITER 建成：I 期：Q=10400s，500MW，D-T 燃烧等离子体实验；II 期：Q=53000s，350MW，长脉冲燃烧等离子体
2027 年	能量奇点：建成下一代高参数稳态装置洪荒 200，氦氖等效能量增益因子 Q 达到 10	-
2030 年	星环聚能：最终实现聚变产能	工程示范堆 CFETR：I 期：工程验证，Q=1-5，稳态，200MW，10dpa；II 期：示范验证，Q>10，稳态，1000MW，10dpa
2050 年	-	原型电站 PFPP：1GWe 并网安全可靠高效

资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

- **半导体板块：MCZ（磁控直拉法）**是一种抑制单晶生长过程中的熔体对流、提高晶体品质的有效手段，应用前景广阔。根据《直拉式单晶硅生长炉超导磁体研究》，CZ直拉法具有生长设备与工艺简单、易于控制、效率高等优势，是超过80%的单晶硅生产所用方法，但随着对硅单晶直径要求的提升以及投料量的增加，大熔体对流问题的出现使得其生产品质难以保证。通过在单晶炉外加入一定强度磁场，MCZ法可以减少流体温度波动和晶体体内的缺陷，从源头上降低杂质掺入进而提高晶体纯度，并将直拉法的生产效率提高两倍，具有广阔的应用前景。

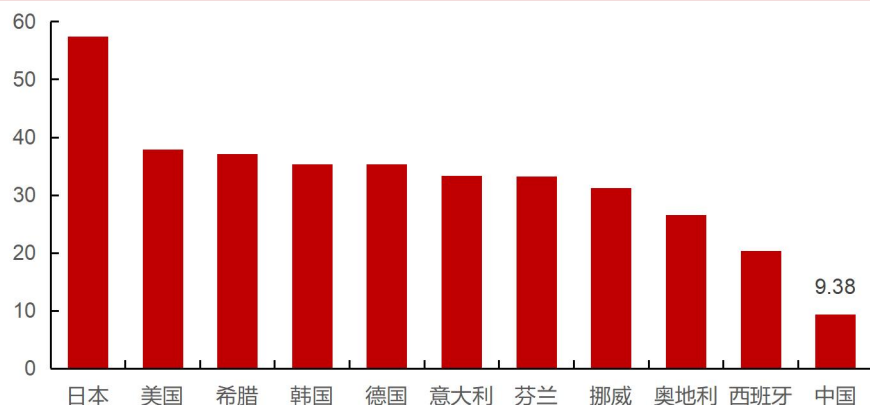
图表 23：典型 CZ 系统结构图



资料来源：《直拉式单晶硅生长炉超导磁体研究》吴小四，华源证券研究所

- **医疗板块：MRI（磁共振成像仪）**是一种不可或缺的重要医学影像诊断技术，国内市场空间较大。MRI是一种通过重建人体内氢质子在强磁场中的磁共振信号从而进行组织或器官成像的医学影像技术，无辐射影响且具有更高的软组织分辨率，因此尤其适用于脑组织成像，在帕金森氏症、阿尔茨海默氏症、癌症等疾病的诊断方面可发挥重要作用。据华经产业研究院数据，2022年我国MRI设备人均保有量仅为每百万人9.38台，远低于日本每百万人57台及美国、希腊、韩国等国家每百万人30台以上的水平。我们认为，当前我国MRI设备缺口较大，随着MRI等高端医疗设备国产化的加速推进，对NbTi超导线材的需求有望实现快速增长。

图表 24：2022 年我国 MRI 设备人均保有量远低于西方发达国家（单位：台/百万人）

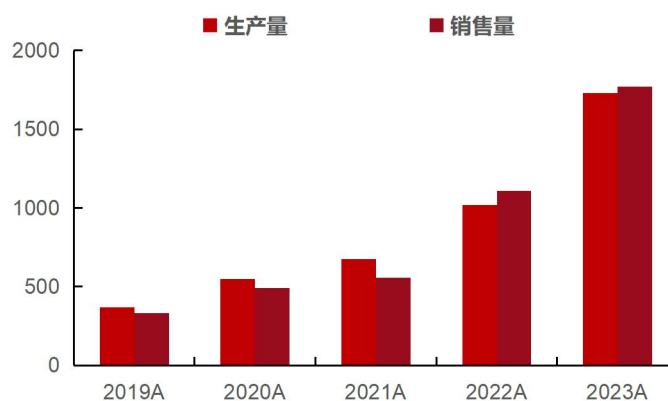


资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

公司超导业务源于国家对 ITER 计划中 NbTi 和 Nb<sub>3</sub>Sn 超导线材产业化的战略需求,发展至今已成为目前国内唯一实现超导线材商业化生产的企业,也是国际上唯一的 NbTi 铸锭、棒材、超导线材生产及超导磁体制造全流程企业,实现了多项核心技术的突破,在多个具体应用领域上具有较高的市场占有率,有望受益于医疗 MRI+单晶硅 MCZ+核聚变的共同推动实现加速放量。具体如下:

- 自主开发了全套低温超导产品的生产技术,代表我国完成了 ITER 项目的超导线材交付任务,实现了 MRI 超导线材的批量生产,低温超导线材批量化制备技术获中国工业大奖;
- 面向新一代聚变工程实验堆的高性能 Nb<sub>3</sub>Sn 线材取得重大突破,已具备批量生产能力;
- MCZ 磁体批量化制备技术成熟并稳定交付产品;
- 9.4T 高场强磁体用 NbTi 超导线获得客户认可且开始批量供应;
- 开发多种基体材料和不同形状的 MgB<sub>2</sub> 线材,为 MRI 未来应用积累了高温超导材料基础。

**图表 25: 2019-2023 年公司超导线材产销量持续增加 (单位: 吨)**



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

## 4. “新质战斗力”强导向指引，军机提质补量需求驱动高端钛合金+高温合金市场增长

### 4.1. “新质战斗力”要求升级，军用航空市场有望持续高景气

“新质战斗力”表述首次纳入政府工作报告，充分体现政策强烈导向性。2025年3月5日上午，国务院总理李强在政府工作报告中谈到国防和军队建设时表示，新的一年要深入推进练兵备战，加快发展“新质战斗力”，构建中国特色现代军事理论体系。“新质战斗力”自2014年起多次出现在《解放军报》上，此次被正式纳入政府工作报告标志着国家对于新技术和新装备的需求及应用迈入了一个新的发展阶段，以新一代战斗机为首的新型主战装备有望进入加速批产放量阶段，利好军用航空产业链相关企业。

图表 26：新质战斗力的基础支撑是新技术、新装备（如新一代战斗机等）

#### 定义

在新一轮科技革命、产业变革和军事变革加速演进的背景下  
以**新技术、新装备**、新力量、新领域、新战法等为支撑  
具有创新性、引领性、颠覆性特征，能够对传统战斗力形成质量优势的先进作战能力

#### 重点

运用前沿科技成果，重塑作战理念、作战方式、作战力量体系  
是推动军事发展、赢得未来战争的关键因素

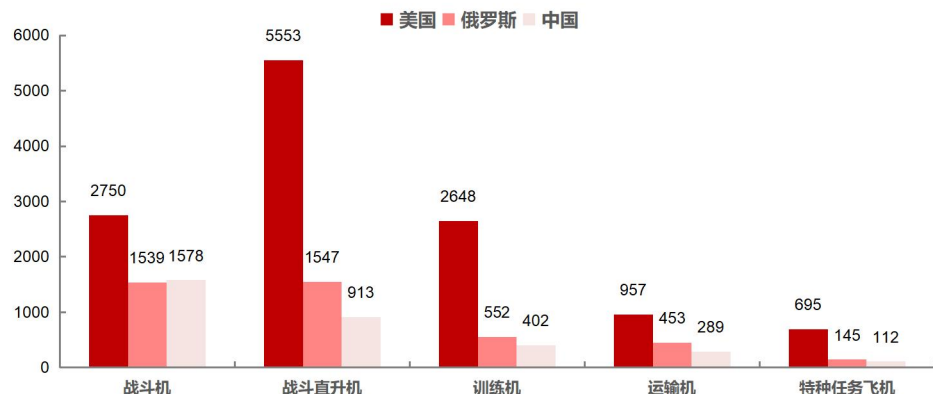
#### 要求

利用高新技术研发新的主战装备（航母、潜艇、**新一代战斗机**、无人机等）  
提高利用和驾驭新型武器装备进行防御作战的能力和水平

资料来源：北京日报客户端，华源证券研究所

我国军机数量与美国差距较大，战略看齐假设下增长空间明显。据《World Air Forces 2024》统计，截至2023年底我国在役军用飞机数量为3304架，远低于美国的13209架，同时在整体性能上亦和美国有一定差距。我们认为，长期来看我国军机无论是数量还是质量均要与美国看齐，在现有型号订单追加+新型号批量列装双需求下军用航空市场或将迎来快速发展期。

图表 27：截至2023年底我国军用飞机数量仍较美国有较大差距（单位：架）



资料来源：《World Air Forces 2024》，Cirium fleets，华源证券研究所

## 4.2. 钛合金：低密度高比强度的“太空及海洋金属”

钛及钛合金理化性能优异，国防装备战略资源属性凸显。钛具有密度小、比强度大、抗腐蚀性好、温度适应范围广、无磁性、高韧性、可焊接等突出特性，是被公认的替代钢、不锈钢、铜及其合金、铅、镍、锌、石墨、岩石等金属与非金属材料从而有效解决设备腐蚀问题的理想的金属结构材料，拥有“太空金属”、“海洋金属”等美誉。

图表 28：钛及钛合金具有多项优良理化特性

特性	具体说明
密度小、比强度大	钛的密度约 4.51g/cm <sup>3</sup> ，仅为钢的 60%、铜的 50%； 拉伸强度为 70-120kg/mm <sup>2</sup> ，是比强度最大的材料
抗腐蚀性好	在含氧环境中能够形成氧化物薄膜，对于工业腐蚀气氛具有极为突出的耐蚀性能， 是对盐水的耐蚀性能最强的材料
温度适应范围广	可在 600℃ 温度下工作，并能短时间耐受 760℃ 的高温； 含间隙元素特低的 TA-5Al-2.5Sn 钛合金能在 -252.7℃ 温度下使用
高韧性	在 -60 ~ 20℃ 范围内进行冲击韧性试验，本身不存在脆性转变点， 韧性强于铝合金和钢铁

资料来源：《钛合金的性能及应用》郎雪琴等，《钛及钛合金在船舶中的应用》夏申琳等，华源证券研究所

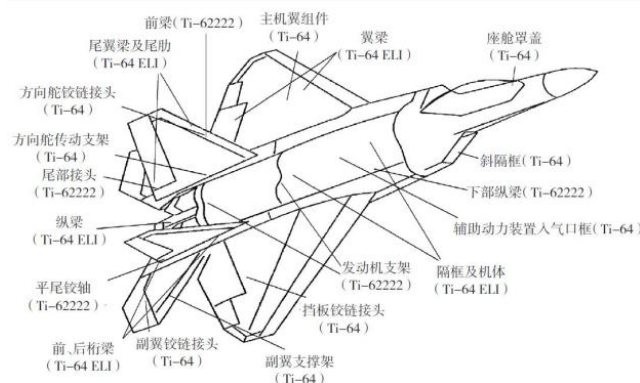
钛合金被广泛应用于国民经济的众多领域，航空航天及军工为其主要应用市场。钛合金作为一种战略物资，已被世界多个军事强国列为重点发展的 21 世纪具有战略意义的新型结构金属材料，以商用航空为代表的航空航天和军工市场是钛材应用的最主要终端市场，中研网数据显示 2019 年上述市场钛材消费量在全球的占比达到了 53%，在美俄等国家中航空钛材消费占比甚至超过了 70%。

图表 29：钛和钛合金具有广泛的应用场景，全球层面上航空航天为最大的消费市场

应用领域	具体应用位置
航空航天	压气机和风扇叶片、盘，机匣，起落架，襟翼，发动机舱，翼梁等
舰船及海洋工程	潜艇耐压壳体，螺旋桨，舰船泵，海洋石油钻探用泵、阀、管件等
化学、石油化工和一般工业	电解槽，反应器，蒸馏塔，浓缩器，分离器，热交换器，管道，电极等
生物医疗	人工关节，人工植牙和正牙，心脏起搏器，心血管支架，手术器械等
体育器械	高尔夫球头，网球拍，羽毛球拍，台球杆，登山棍，滑雪杖，冰刀等

资料来源：智研咨询，华源证券研究所

图表 30：美国 F-22 战斗机中大量使用了钛合金

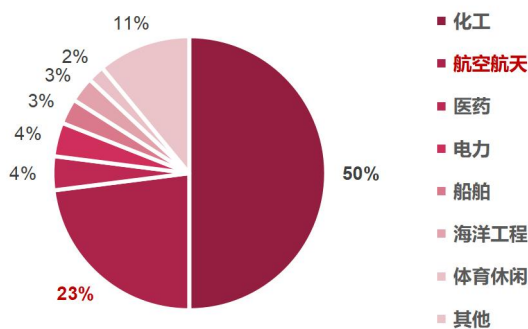


资料来源：《关于先进战斗机结构制造用钛概述》刘志成等，华源证券研究所

我国钛材消费结构有望向发达国家靠拢，高端军用钛材领域增长空间广阔。据中国有色金属工业协会钛锆钎分会数据，2022 年我国钛加工材下游应用主要集中在中低端传统化工领域，占整体比重达到 50%，航空航天领域应用占比仅 23%，远低于美俄等发达国家 70% 左右的应用占比水平。我们认为，当前我国对钛材的应用水平仍较为初级，看齐假设下航空航天等高端领域钛材需求有望实现快速提升。

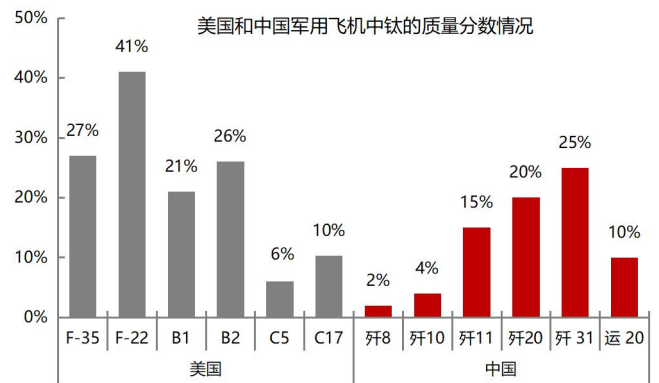
我国军机用钛比例相较美国仍有一定差距，军用航空钛材需求或持续增长。钛合金可大幅度提高结构减重效果和安全可靠性，其应用水平是影响军用飞机战技性能的重要因素。根据《航空钛合金的应用及发展趋势》李毅等，国外第三代战斗机用钛量占机体结构总质量的 20-25%，美国第五代战斗机用钛量达到 27%，F-22 系列战机钛合金用量更是高达 41%，是目前用钛含量最高的飞机。我们认为，伴随我国军用飞机的更新换代及先进战机的单机用钛量提升，军用航空领域对高端钛材的需求有望持续增长。

图表 31：2022 年我国钛加工材主要应用于化工领域，航空航天占比仅为 23%



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钎分会，中商产业研究院，华源证券研究所

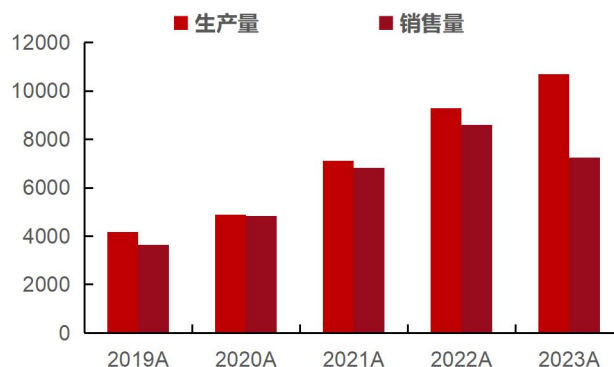
图表 32：我国军机用钛量持续提升，但相较美国先进水平仍有一定差距



资料来源：《航空钛合金的应用及发展趋势》李毅等，华源证券研究所

公司作为国内高端钛合金棒丝材主要供应商，产品以“国际先进、国内空白、解决急需”为定位，制备工艺和质量过程控制技术的研究成果丰硕，自主建立了一套内控技术标准体系，实现了多种高端钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白，产品的“高均匀性、高纯净性、高稳定性”处于国内领先水平，推动了诸多钛合金材料技术标准的升级。我们认为，公司钛合金业务有望持续受益于我国军机的补量+提质进程，驱动公司业绩持续增长。

图表 33：2019-2023 年公司钛合金产品产量持续增加（单位：吨）



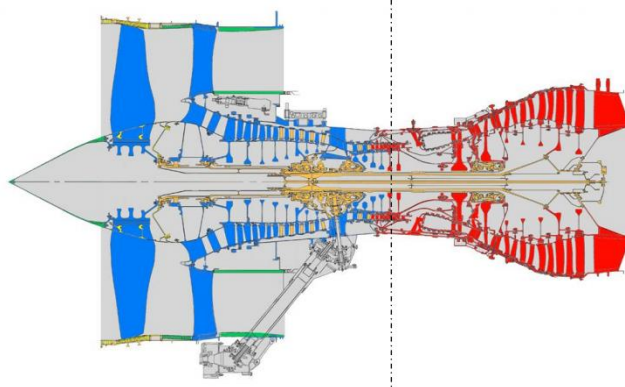
资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 4.3. 高温合金：唯一可满足航发严苛要求的“超合金”

具备长期服役于高温高应力环境的独特能力，高温合金拥有广泛应用场景。高温合金是指以铁、镍或钴为基体，加入多种合金元素进行强化，在 650℃ 以上的高温环境里能够承受极端的应力并且长期服役的一类合金，又被称为“超合金”，具有优异的高温强度、良好的抗氧化和抗热腐蚀性能、良好的疲劳性能和断裂韧性，被广泛应用于航空航天、核电、汽车工业、燃气轮机、石油化工等领域。

多项优异特性集于一身，高温合金是现代航空航天发动机的基石。航空发动机是世界制造业皇冠上的明珠，其性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。航空发动机是航空工业中技术含量最高、难度最大的部件之一，要求金属结构材料同时具备轻质、高强、高韧、耐高温、抗氧化、耐腐蚀等性能，目前仅高温合金可以满足这一几乎是结构材料中最高性能要求，在先进的航空发动机中高温合金用量占发动机总重量的 40%–60%。

图表 34：高温合金在航空发动机中的应用位置示意（图中红色部分）

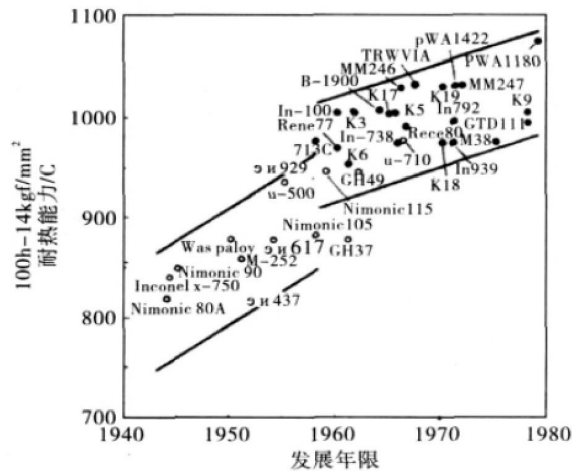


资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

根据《镍基高温合金的发展综述》李重阳等，高温合金又按照成形工艺分为变形高温合金（70%）、铸造高温合金（20%）、新型的粉末高温合金（10%），其中粉末高温合金和铸造高温合金中的单晶高温合金是时下应用最前沿的两类镍基高温合金。

- **变形高温合金**：通过铸造-变形工艺生产，包括盘、板、棒、丝、带、管等产品，通常以字母“GH”表示，典型的牌号有 GH4169、GH3128 等。
- **铸造高温合金**：采用铸造工艺生产，部分复杂腔体、空心结构的部件需要采用精密铸造工艺，通常以字母“K”表示，典型的牌号有 K4169、K403 等。根据制备工艺又可细分为等轴晶、定向柱晶和单晶，其中采用定向凝固技术制备生产的单品高温合金发展尤为迅速，已成为航空发动机叶片的首选材料。
- **粉末高温合金**：通过将铸锭尺寸降到微米级的方式，避免了传统铸锭冶金偏析严重、组织不均匀、性能不稳定的缺陷，因此主要用于生产要求最严苛的高性能航空发动机涡轮盘等热端部件，粉末涡轮盘的使用已成为先进航空发动机的重要标志。

图表 35：随着技术的不断发展，高温合金的耐热能力正不断提高

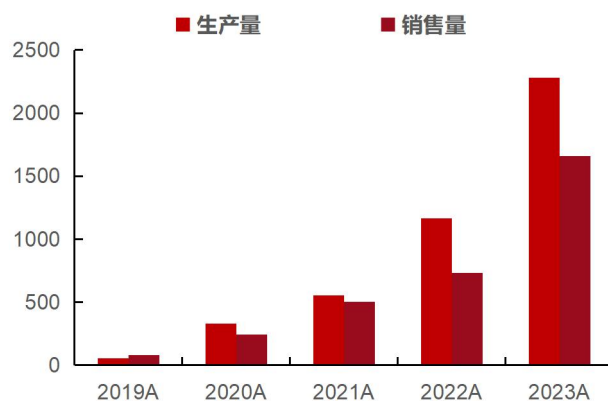


资料来源：《镍基高温合金的发展综述》李重阳等，华源证券研究所

公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商，陆续承担了国内重点装备用多个高温合金材料的研制任务，多个牌号高温合金大规格棒材获得发动机用料供货资格，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了发动机的长试考核并开始供货。此外，公司突破了高温合金返回料处理技术，自主设计建设一条高温合金返回料处理线并已投入试生产，有助于进一步降低高温合金棒材生产成本，有助于公司提升市场竞争力并获取更多订单份额。

我们认为，先进战机的更新迭代或将伴随着先进航空发动机的定型列装，叠加新版军事训练大纲要求的全员全装实战化演练后发动机损耗带来的后维修+替换需求起量，对高性能高温合金的需求有望快速提升，公司有望从中持续受益。

图表 36：2019-2023 年公司高温合金产品产销量持续增加（单位：吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1. 盈利预测

综上所述我们认为,公司超导业务有望受益于核聚变+半导体+医疗带来的材料需求增长,钛合金和高温合金业务有望受益于军机现有型号订单追加+新型号批量列装带来的材料需求增长,最终共同驱动公司业绩加速释放。

预测公司 2024–2026 年分别实现营业收入 46.41/57.91/68.54 亿元,归母净利润分别为 8.10/9.69/12.01 亿元, EPS 为 1.25/1.49/1.85 元/股,按 2025 年 3 月 31 日收盘价计算的 PE 为 37.18/31.07/25.08 倍。

图表 37: 公司业务拆分及预测 (单位: 亿元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>钛合金</b>	<b>32.09</b>	<b>25.05</b>	<b>28.29</b>	<b>33.38</b>	<b>37.39</b>
YoY	30.56%	-21.96%	12.95%	18.00%	12.00%
毛利润	13.89	8.62	10.04	12.02	13.83
毛利率	43.29%	34.41%	35.50%	36.00%	37.00%
<b>超导线材</b>	<b>6.23</b>	<b>9.85</b>	<b>13.04</b>	<b>18.00</b>	<b>23.39</b>
YoY	160.85%	57.94%	32.45%	38.00%	30.00%
毛利润	1.90	3.39	4.49	6.30	8.42
毛利率	30.44%	34.39%	34.40%	35.00%	36.00%
<b>高温合金</b>	<b>1.81</b>	<b>4.74</b>	<b>2.84</b>	<b>4.11</b>	<b>5.14</b>
YoY	78.38%	161.79%	-40.23%	45.00%	25.00%
毛利润	0.06	0.75	0.65	1.07	1.70
毛利率	3.29%	15.86%	23.00%	26.00%	33.00%
<b>其他</b>	<b>2.13</b>	<b>1.95</b>	<b>2.24</b>	<b>2.42</b>	<b>2.62</b>
YoY	65.88%	-8.47%	15.00%	8.00%	8.00%
毛利润	0.82	0.50	0.72	0.78	0.84
毛利率	38.70%	25.58%	32.00%	32.00%	32.00%
<b>营业收入 (总)</b>	<b>42.27</b>	<b>41.59</b>	<b>46.41</b>	<b>57.91</b>	<b>68.54</b>
YoY	44.41%	-1.62%	11.60%	24.79%	18.35%
营业成本	25.59	28.33	30.51	37.75	43.75
毛利润	16.68	13.26	15.90	20.16	24.79
毛利率	39.45%	31.87%	34.26%	34.81%	36.17%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

## 5.2. 相对估值

选择同为军用钛合金/高温合金核心供应商的西部材料、航材股份、图南股份作为可比公司，考虑到西部超导的超导板块业务具备较强成长性，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 38：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）			PE		PB	
		2025/3/31	24E	25E	26E	24E	25E	26E		
002149.SZ	西部材料	20.01	0.40	0.62	0.83	50.63	32.52	24.13	3.37	
688563.SH	航材股份	51.10	1.48	1.77	2.17	34.59	28.84	23.50	2.22	
300855.SZ	图南股份	22.51	0.90	1.14	1.46	24.98	19.78	15.40	4.60	
<b>平均 PE</b>							<b>39.74</b>	<b>27.04</b>	<b>21.01</b>	
688122.SH	西部超导	46.35	1.25	1.49	1.85	37.18	31.07	25.08	4.66	

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，西部材料、航材股份、图南股份盈利预测来自 Wind 一致预期，西部超导盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 Wind

## 6. 风险提示

**下游需求不及预期的风险：**近年来国际形势严峻，国家对飞机的需求旺盛，但是未来国家对飞机的具体需求及生产规划存在不确定性，如果未来国家飞机的产量发生周期性波动甚至大幅下降，可能导致公司业绩发生较大波动。

**客户集中度较高的风险：**公司来自前五大客户的销售收入占比较高，如果未来主要经营策略或采购计划发生重大调整、公司产品或技术如不能持续满足客户需求，或公司与上述客户的合作关系受到重大不利影响，则可能导致公司面临流失重要客户的风险。

**主要原材料价格波动的风险：**公司主要原材料包括海绵钛、铌锭、金属镍、无氧铜材及各类中间合金等，当上述金属及合金价格出现大幅波动时，可能会对公司经营造成不利影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,482	1,300	1,274	1,371
应收票据及账款	3,344	4,069	4,760	5,633
预付账款	44	49	61	72
其他应收款	3	3	4	5
存货	3,342	3,599	4,454	5,161
其他流动资产	1,278	1,288	1,314	1,338
<b>流动资产总计</b>	<b>9,493</b>	<b>10,308</b>	<b>11,867</b>	<b>13,580</b>
长期股权投资	188	193	197	202
固定资产	1,410	1,559	1,782	2,073
在建工程	536	624	512	300
无形资产	291	285	286	294
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	166	205	226	240
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,591</b>	<b>2,866</b>	<b>3,004</b>	<b>3,109</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,084</b>	<b>13,174</b>	<b>14,871</b>	<b>16,689</b>
短期借款	728	682	614	567
应付票据及账款	1,857	2,000	2,475	2,868
其他流动负债	839	912	1,130	1,317
<b>流动负债合计</b>	<b>3,423</b>	<b>3,594</b>	<b>4,219</b>	<b>4,752</b>
长期借款	1,553	1,970	2,334	2,675
其他非流动负债	371	371	371	371
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,925</b>	<b>2,341</b>	<b>2,705</b>	<b>3,046</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,348</b>	<b>5,935</b>	<b>6,924</b>	<b>7,798</b>
股本	650	650	650	650
资本公积	3,577	3,577	3,577	3,577
留存收益	2,098	2,584	3,263	4,163
归属母公司权益	6,325	6,811	7,489	8,390
少数股东权益	411	428	458	501
<b>股东权益合计</b>	<b>6,736</b>	<b>7,239</b>	<b>7,947</b>	<b>8,891</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,084</b>	<b>13,174</b>	<b>14,871</b>	<b>16,689</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	765	718	938	1,202
折旧与摊销	144	180	207	240
财务费用	47	80	90	99
投资损失	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	-796	-782	-891	-1,037
其他经营现金流	7	122	69	47
<b>经营性现金净流量</b>	<b>162</b>	<b>314</b>	<b>408</b>	<b>546</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-383</b>	<b>-464</b>	<b>-348</b>	<b>-345</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-229</b>	<b>-33</b>	<b>-86</b>	<b>-104</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-449</b>	<b>-183</b>	<b>-25</b>	<b>97</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4,159</b>	<b>4,641</b>	<b>5,791</b>	<b>6,854</b>
<b>营业成本</b>	<b>2,833</b>	<b>3,051</b>	<b>3,775</b>	<b>4,375</b>
税金及附加	24	26	32	37
销售费用	31	37	46	53
管理费用	194	216	268	315
研发费用	329	369	458	541
财务费用	47	80	90	99
资产减值损失	-23	-35	-43	-51
信用减值损失	-7	-11	-14	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
公允价值变动损益	39	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
其他收益	156	118	65	43
<b>营业利润</b>	<b>870</b>	<b>940</b>	<b>1,136</b>	<b>1,414</b>
营业外收入	3	1	1	1
营业外支出	5	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>868</b>	<b>939</b>	<b>1,135</b>	<b>1,413</b>
所得税	104	112	136	169
<b>净利润</b>	<b>765</b>	<b>826</b>	<b>999</b>	<b>1,244</b>
少数股东损益	12	17	30	44
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>752</b>	<b>810</b>	<b>969</b>	<b>1,201</b>
EPS(元)	1.16	1.25	1.49	1.85

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-1.62%	11.60%	24.79%	18.35%
营业利润增长率	-29.69%	7.99%	20.91%	24.49%
归母净利润增长率	-30.34%	7.64%	19.69%	23.86%
经营现金流增长率	-45.85%	94.48%	29.86%	33.82%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.87%	34.26%	34.81%	36.17%
净利率	18.38%	17.81%	17.25%	18.15%
ROE	11.90%	11.89%	12.94%	14.31%
ROA	6.23%	6.15%	6.52%	7.19%
<b>估值倍数</b>				
P/E	40.02	37.18	31.07	25.08
P/S	7.24	6.49	5.20	4.39
P/B	4.76	4.42	4.02	3.59
股息率	1.51%	1.08%	0.97%	1.00%
EV/EBITDA	34	27	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。