

西部超导（688122.SH）

军工材料龙头崛起，多业务协同开启成长新周期

2026 年 03 月 18 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

王加煨（分析师）

马智焱（联系人）

wangjiawei2@kysec.cn

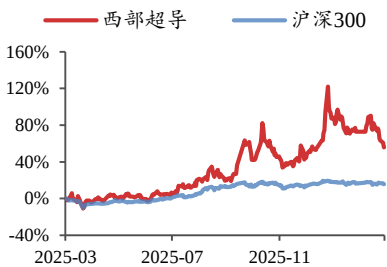
mazhiyan@kysec.cn

证书编号：S0790525070009

证书编号：S0790125090030

日期	2026/3/17
当前股价(元)	74.46
一年最高最低(元)	110.00/41.21
总市值(亿元)	483.74
流通市值(亿元)	483.74
总股本(亿股)	6.50
流通股本(亿股)	6.50
近 3 个月换手率(%)	210.38

股价走势图



数据来源：聚源

● “两机专项”与核聚变发展催化公司三大业务营收增长

西部超导深耕高端钛合金与超导材料领域二十余载，已完成从科研院所技术储备到规模化产业应用的跨越。高端钛合金材料作为公司立身之本，受益于“两机专项”攻坚及国产大飞机 C919 批产提速，有望跟随航空发动机及飞机放量重回增长通道。超导材料业务打造第二增长曲线，公司作为国内唯一实现 NbTi、Nb₃Sn 超导线材全流程自主可控的供应商，深度绑定 ITER 及 CFETR 等国内外核聚变核心项目，有望持续受益于我国核聚变产业工程化落地。同时，公司高温合金业务受益于“两机专项”推进及国产航发列装加速，有望打造第三增长极。我们预计公司 2025 年至 2027 年的归母净利润为 8.40/10.75/13.00 亿元，EPS 为 1.29/1.65/2.00 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 57.6/45.0/37.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 高端钛合金业务有望跟随航空发动机及飞机放量重回增长通道

西部超导是国内航空发动机钛合金棒丝材的核心供应商，产品技术路线获得权威认可，配套关系持续稳固。当前，2025 年“两机专项”进入攻坚期，国产大飞机 C919 批产提速，成飞、西飞等主机厂产能扩张，带动上游材料需求进入放量周期。我国航空发动机推重比持续提升，钛合金用量占比从第三代发动机的 15% 提升至第四代发动机的 25% 以上，单机价值量显著增长。公司作为高端钛合金材料的核心供应商，有望充分受益于航空装备升级带来的材料需求增长。

● 超导材料业务有望受益于核聚变产业及医疗影像市场快速扩容

全球核聚变技术突破加速，商业化进程超预期。超导磁体是托卡马克装置的核心部件，超导线材成本占比最高。西部超导作为 ITER 项目低温超导线材的中国唯一供应商，已完成全部交付任务，技术实力获得国际认可。中国聚变工程实验堆（CFETR）及紧凑型聚变能实验装置（BEST）启动，催生百亿级超导材料市场。我们估算，未来 10 年中国聚变装置建设有望带来超 200 亿元的超导材料市场空间。公司积极布局 MgB₂ 高温超导线材及 REBCO 涂层导体技术，为下一代聚变堆及高场磁体应用储备技术，超导材料业务有望进入快速发展阶段。

● **风险提示：**军品审价后价格下降导致业绩波动、核聚变装置建设进度不及预期、高温合金产能释放及客户拓展进度不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,159	4,612	5,237	6,679	8,129
YOY(%)	-1.6	10.9	13.5	27.5	21.7
归母净利润(百万元)	752	801	840	1,075	1,300
YOY(%)	-30.3	6.4	4.9	28.0	20.9
毛利率(%)	31.9	33.6	34.3	33.5	34.1
净利率(%)	18.1	17.4	16.0	16.1	16.0
ROE(%)	11.4	12.1	11.8	14.0	15.3
EPS(摊薄/元)	1.16	1.23	1.29	1.65	2.00
P/E(倍)	64.3	60.4	57.6	45.0	37.2
P/B(倍)	7.6	7.2	6.8	6.3	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、西部超导：高端钛合金与超导材料双轮驱动的行业领军者	3
1.1、 公司概况：二十余年技术积淀，打造高端材料自主可控标杆	3
1.2、 主营业务：三大战略材料协同，赋能高端装备发展	3
1.3、 财务表现：高端材料需求回暖驱动业绩修复，盈利能力持续优化	4
1.4、 股权架构：国有核心引领，多元协同筑牢根基	5
2、 高端钛合金与超导材料：航空装备升级与核聚变产业双轮驱动	7
2.1、 高端钛合金业务有望跟随航空发动机及飞机放量重回增长通道	7
2.2、 超导材料业务有望受益于核聚变产业及医疗影像市场快速扩容	8
2.3、 高温合金业务有望受益于“两机专项”及国产航发产业链成熟	10
2.4、 2024 年至 2027 年西部超导高端材料营收复合增速有望超 25%	10
2.5、 产品结构优化与规模效应释放，毛利率有望维持高位稳定	10
3、 盈利预测与投资建议	12
3.1、 盈利预测关键假设	12
3.2、 估值与评级	13
4、 风险提示	14
附：财务预测摘要	15

图表目录

图 1：西部超导发展历程与关键节点	3
图 2：公司三大主营业务协同	4
图 3：公司 2025 年 Q1-Q3 营收同比增长 23.30%	5
图 4：2023-2025 年公司净利润保持稳定	5
图 5：2024 年营业收入高端钛合金材料占比 62.79%	5
图 6：2025 年前三季度研发费用同比增速回暖	5
图 7：公司股权架构相对集中	6
图 8：2010-2021 年中国航空航天用钛材消费量持续增长	7
图 9：ITER 超导磁体系统	8
图 10：托卡马克装置结构示意图	8
图 11：NbTi 超导线和 Nb3Sn 超导线结构	9
图 12：超导磁体产品图	9
图 13：公司核心产品盈利结构持续优化	11
表 1：公司主要高端钛合金产品及应用领域	7
表 2：多款航空发动机将实现国产替代	8
表 3：公司主要超导产品及应用领域	9
表 4：公司营收及毛利率预测	12
表 5：公司 PE 估值低于可比公司平均	13

1、西部超导：高端钛合金与超导材料双轮驱动的行业领军者

1.1、公司概况：二十余年技术积淀，打造高端材料自主可控标杆

西部超导深耕高端钛合金与超导材料领域二十余载，已完成从科研院所技术储备到规模化产业应用的跨越。公司核心团队源自西北有色金属研究院，继承了在稀有金属复合材料及超导技术方面的深厚基因。经过二十余年发展，西部超导已建立起覆盖熔炼、锻造、轧制、热处理的全链条技术能力，产品广泛应用于航空发动机、飞机结构件、核聚变装置及医疗影像等高端领域，技术实力处于国际领先水平。

技术传承与自主创新并重，构建完整产品体系。2003年，公司成立于西安经开区，2004年11月，西部超导一期项目正式投产，标志着我国低温超导材料正式拉开了产业化的序幕。2011年，公司自主研发的钛合金实现新机装机首飞，成功拓展业务至高端钛合金领域。2014年突破高性能高温合金工程化技术难关。2019年作为首批企业之一，在上交所科创板上市。2021年高温合金实现列装，完成进口替代。公司历经二十余年发展，从超导材料起步，已逐步形成超导、钛合金、高温合金三大核心业务布局，构建起完整产业体系，成为我国高端材料国产化的关键力量。

图1：西部超导发展历程与关键节点



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、主营业务：三大战略材料协同，赋能高端装备发展

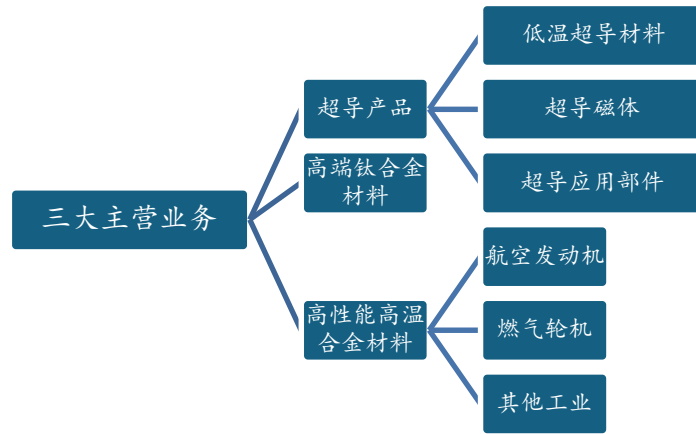
公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售，是目前国内能够批量供应航空用高端钛合金棒材和丝材及低温超导线材的领先企业。其中，高端钛合金材料是公司的立身之本，贡献主要营收与利润。高端钛合金是航空发动机、飞机机身及舰船的关键结构材料，其性能直接决定装备的推重比、疲劳寿命及可靠性。西部超导的钛合金产品覆盖 TC21、TC4-DT、Ti45Nb 等多个牌号规格，广泛应用于发动机盘件、叶片、机匣及飞机框梁等主承力部件。2024年，高端钛合金材料业务营收占比达 62.79%，是公司业绩的压舱石。

超导材料业务打造第二增长曲线。除钛合金外，公司积极拓展超导材料业务，包括 NbTi、Nb₃Sn 低温超导线材及 MgB₂ 高温超导线材。该业务主要面向核聚变装置、高能物理加速器、医疗影像及磁悬浮等战略新兴领域。2024年，超导材料业务营收占比达 29.74%，同比增速超过 40%，展现出强劲的增长势头。公司通过参与国际大科学工程（ITER、CEPC）实现技术背书，有效打开了民用高端装备市场，增强了整体抗风险能力。

高性能高温合金业务布局未来增量。公司依托钛合金技术协同优势，积极拓展高温合金业务，主要面向航空发动机燃烧室、涡轮叶片等热端部件。该业务目前处

于产能爬坡期，2024 年营收占比 7.47%，随着“两机专项”推进及国产航发列装加速，有望成为公司第三增长极。

图2：公司三大主营业务协同



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务表现：高端材料需求回暖驱动业绩修复，盈利能力持续优化

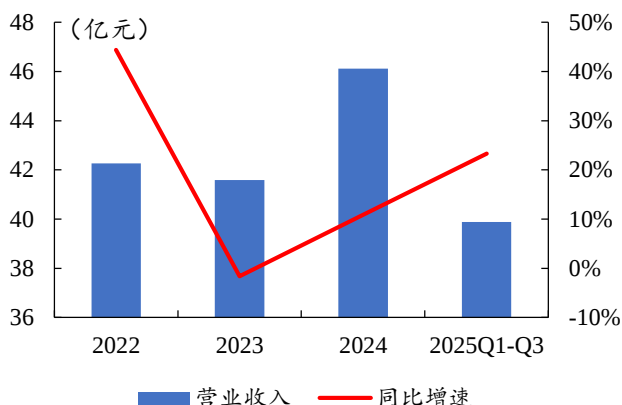
业绩阶段性筑底，2025 年迎来确定性复苏。2022 年，受益于航空装备批产加速及 ITER 项目集中交付，公司营业收入增长至 42.27 亿元，年均复合增长率超 40%；归母净利润从增长至 10.8 亿元，年均复合增长率 45%。2023 年起，受市场需求波动影响，高端钛合金材料收入下滑拖累整体营收，叠加公司研发投入持续加码增加财务负担，公司业绩进入调整期。2024 年行业景气度回升，公司依托高端钛合金产品结构优化，叠加超导材料、高温合金业务放量形成的规模效应，实现营收与盈利同步上涨，财务状况重回复苏通道。2025 年增长动能进一步强化，前三季度营收已达 39.89 亿元，为全年业绩增长奠定坚实基础。

产品结构优化对冲价格压力，毛利率韧性凸显。尽管 2024 年高端钛合金收入占比从 80%降至 75%，但高附加值的棒材、锻件占比提升，带动钛合金板块毛利率维持在 36.5%，同比仅下滑 1.2 个百分点。超导材料业务受益于 ITER 尾单交付及国内聚变装置预研订单，毛利率逆势提升至 47.3%，收入占比从 12%提升至 18%，有效平滑了钛合金业务的周期波动。高温合金业务虽尚处产能爬坡期，但已通过多家航发主机厂认证，2024 年毛利率转正至 15.6%，规模效应释放后盈利弹性可观。

经营性现金流显著改善，产能布局前瞻有序。2024 年经营活动现金流净额达 8.7 亿元，同比增长 156%，回款质量提升印证下游需求景气回暖。资本开支方面，公司 2023-2024 年累计投入 12.4 亿元用于高温合金及超导材料产能建设，2025 年起进入产出期，折旧摊销压力边际递减。截至 2025 年三季度末，公司合同负债金额达 2.39 亿元，订单储备充足，公司业绩确定性显著增强。

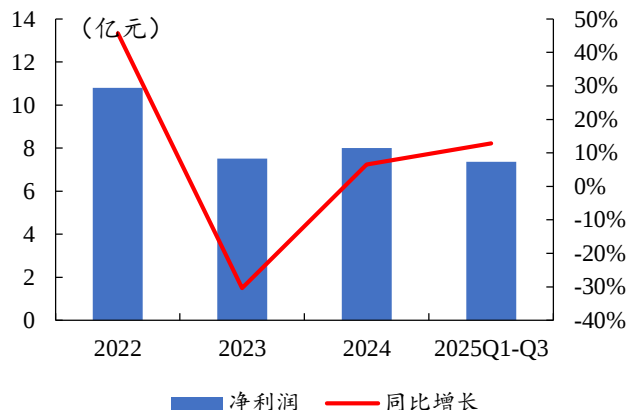
研发投入强度行业领先，技术储备支撑长期溢价。2024 年研发费用 3.51 亿元，研发投入总额占营业收入比例 7.42%；2025 年前三季度公司研发费用 2.65 亿元，研发投入总额占营业收入比例 8.76%，相比于 2024 年研发投入力度上升。近年来，公司累计获得授权专利数百项，主持或参与制定多项国家/行业标准，技术话语权持续巩固产品溢价能力。

图3：公司 2025 年 Q1-Q3 营收同比增长 23.30%



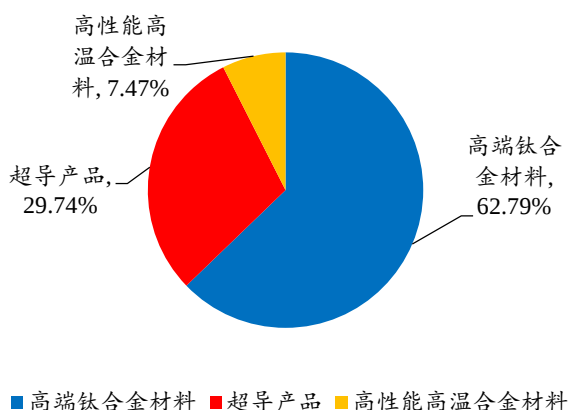
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023-2025 年公司净利润保持稳定



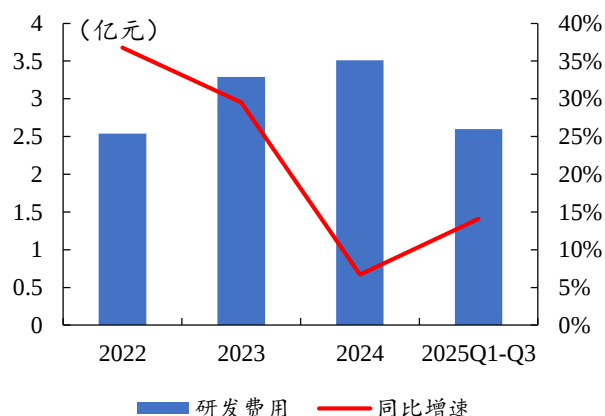
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年营业收入高端钛合金材料占比 62.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年前三季度研发费用同比增速回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、股权架构：国有核心引领，多元协同筑牢根基

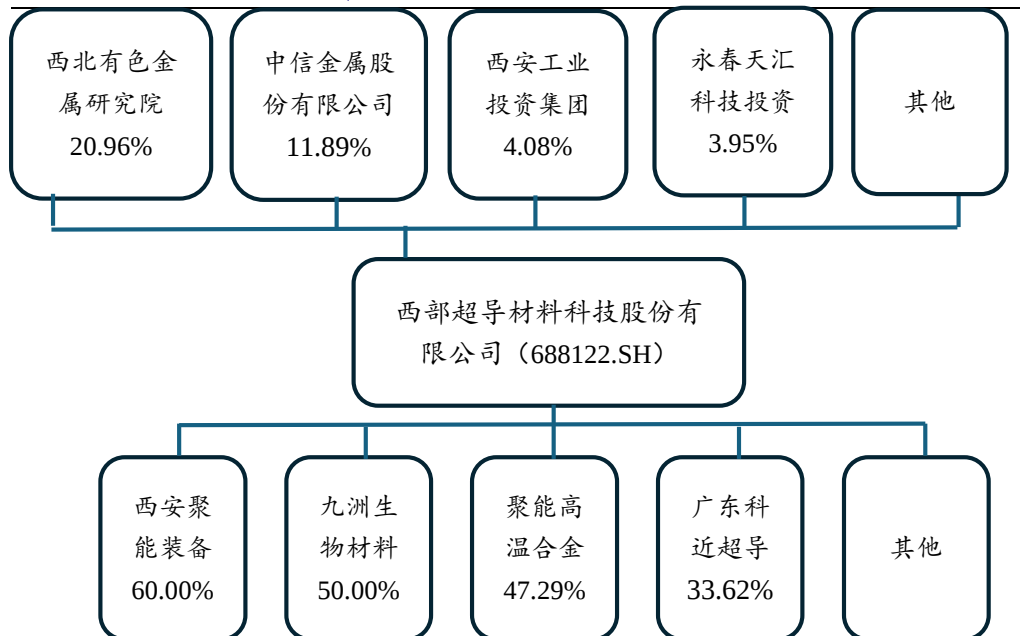
西部超导的股权结构呈现“国有资本主导、机构与产业资本多元参与”的特征，前两大国有股东合计持股超 32%，奠定股权稳定性基础，同时机构投资者与产业布局形成协同补充。公司的实际控制人为陕西省财政厅，其通过控股西北有色金属研究院间接实现对公司的控制，截至 2025 年第三季度报告，西北有色金属研究院的直接持股比例达 20.96%。作为国内高端材料领域的顶尖科研机构，西北有色金属研究所的持股既为公司筑牢了军工材料所需的技术积淀与资质壁垒，陕西省财政厅的实际控制也进一步串联起原材料供应、区域产业政策等资源。

除控股股东外，公司股东涵盖高端装备产业资本、专业机构投资者等多元主体，形成差异化资源赋能体系多元股东的协同赋能既巩固了股权结构稳定性，又为公司技术研发、产能扩张、市场拓展注入全方位动力。

公司对核心子公司的高比例持股，同步推动了主业协同与第二成长曲线的拓展。

从股权布局看，公司对西安聚能超导磁体、高温合金材料等子公司保持超 33%的持股比例，同时子公司核心团队与公司形成了利益绑定。这种架构既强化了主业协同，也为高温合金高端化、超导材料民用扩容等新业务提供了灵活载体，通过子公司层面的团队绑定，加速了新场景的技术落地与市场渗透。

图7：公司股权架构相对集中



资料来源：Wind、开源证券研究所。（注：截至 2025 年半年报）

2、高端钛合金与超导材料：航空装备升级与核聚变产业双轮驱动

2.1、高端钛合金业务有望跟随航空发动机及飞机放量重回增长通道

西部超导是国内航空发动机钛合金棒丝材的核心供应商，在发动机零件用钛合金领域市场份额领先。公司生产的高端钛合金材料，包括棒材、丝材、锻坯等，主要用于航空（包括飞机结构件、紧固件和发动机部件等）、舰船、兵器等高端装备领域。公司自主研发并批量生产的多种新型钛合金填补了国内多项空白，保障了国家急需关键材料供应，其中三种主要牌号新型钛合金已成为我国航空结构件、紧固件用主干钛合金，为我国新型战机、运输机的首飞和量产提供了关键材料支撑。公司生产的高端钛合金材料打破了欧美发达国家对我国航空、舰船、兵器用关键钛合金材料的技术封锁，实现了进口替代。

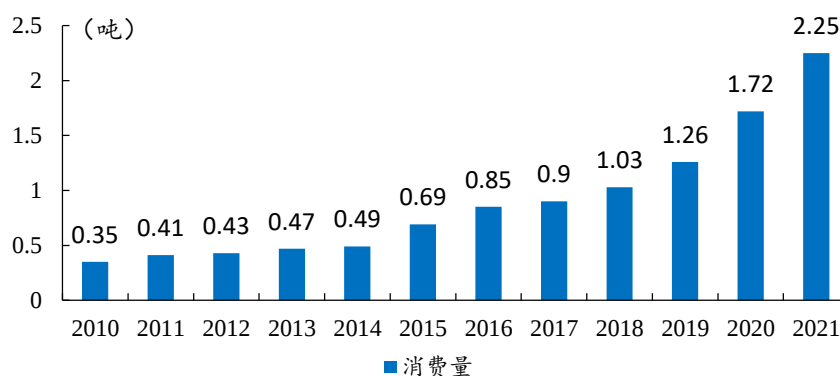
表1：公司主要高端钛合金产品及应用领域

类别	主要用途
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：公司招股书

当前，国防现代化建设与民用航空复苏正共同推动中国高端钛合金迈入新发展阶段。政策层面，2025年“两机专项”（航空发动机与燃气轮机）进入攻坚期，国产大飞机C919批产提速，为高端钛合金需求提供强力支撑。技术层面，我国航空发动机推重比持续提升，钛合金用量占比从第二代发动机的13%-15%提升至第三代发动机的25%，单机价值量显著增长。产业层面，成飞、西飞等主机厂产能扩张，带动上游材料需求进入放量周期。西部超导作为高端钛合金材料的核心供应商，产品技术路线获得权威认可，配套关系持续稳固，有望充分受益于航空装备升级带来的材料需求增长。

图8：2010-2021年中国航空航天用钛材消费量持续增长



数据来源：中金企信国际咨询、开源证券研究所

航空发动机是高端钛合金的核心应用场景，国产替代空间广阔。航空发动机被誉为“工业皇冠上的明珠”，其性能直接决定战机的机动能力与作战半径。钛合金具有比强度高、耐腐蚀、耐高温等优异性能，是发动机风扇、压气机叶片、盘件及机匣等关键部件的首选材料。以美国 F-22 战机采用的 F119 发动机为例，钛合金用量占比达 40%。我国现役第三代航空主力发动机 WS-10、WS-15 钛合金用量占比约 20%-25%，随着推重比提升及寿命延长要求，高端钛合金需求将持续增长。

表2：多款航空发动机将实现国产替代

飞机类型	使用发动机型号	预计国产替代
运-20	俄罗斯 D-30 发动机	WS-18/WS-20
教练-10	乌克兰 AI-222-25 发动机	-
FC-31	俄罗斯 RD-93 发动机	WS-13
歼-10	俄罗斯 AL-31F 发动机/WS-10	WS-10
C919	美国 GE 的 LEAP-1C	CJ-1000A

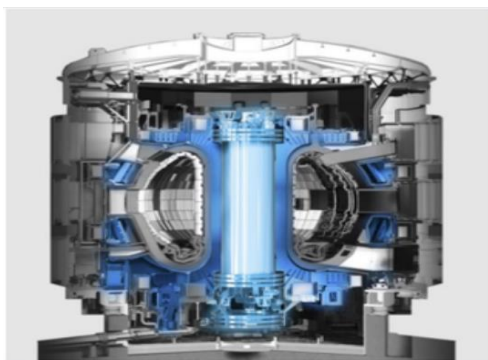
资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

2.2、超导材料业务有望受益于核聚变产业及医疗影像市场快速扩容

全球核聚变技术突破加速，商业化进程超预期。核聚变能因其燃料储量丰富、清洁无污染、安全性高等特点，被视为人类终极能源解决方案。近年来，随着高温超导带材技术突破、人工智能等离子体控制技术成熟，大量资本涌入，核聚变商业化进程显著提速。

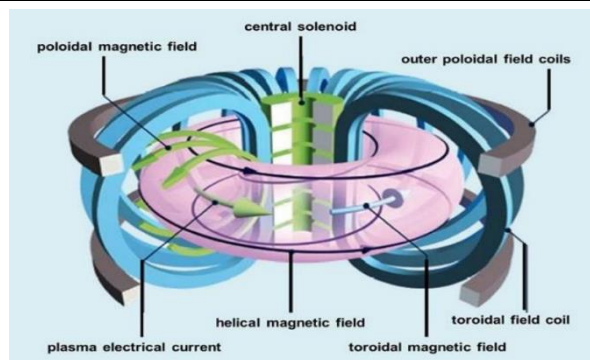
超导磁体是托卡马克装置的核心部件，超导线材成本占比最高。核聚变装置需要产生数特斯拉的强磁场来约束上亿度的高温等离子体，超导磁体是实现这一目标的关键。国际热核聚变实验堆（ITER）项目是目前全球最大的核聚变工程，总投资约 200 亿欧元，需消耗超 400 吨线材，若将专为 ITER 生产的 Nb3Sn 线材首尾相连，其长度足以绕地球赤道两圈。西部超导作为 ITER 项目低温超导线材的中国唯一供应商，已完成全部交付任务，技术实力获得国际认可。

图9：ITER 超导磁体系统



资料来源：ITER 官网

图10：托卡马克装置结构示意图

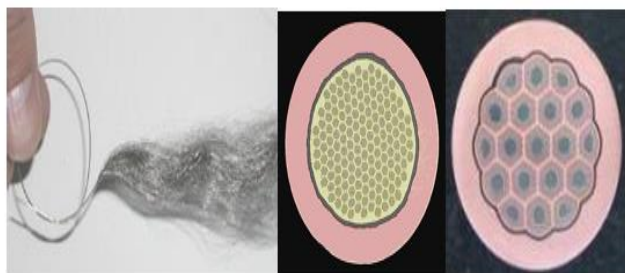


资料来源：美国能源部 DOE 官网

中国聚变工程实验堆（CFETR）及紧凑型聚变能实验装置（BEST）启动，催生百亿级超导材料市场。CFETR 是我国自主设计的下一代聚变堆，第一阶段到 2021 年开始立项建设；第二阶段到 2035 年，计划建成聚变工程实验堆，开始大规模科学实验；第三阶段到 2050 年，聚变工程实验堆实验成功，建设聚变商业示范堆，完成人类终极能源。作为下一代聚变堆，CFETR 需要承受的磁场强度更高、装置规模更大。目前，项目已进入快速发展期。2026 年被视为招标大年，大规模采购已启动，仅加热系统招标额即超 15 亿元。此外，2025 年 5 月，BEST 的总装工作正式启动，预计将在两年后建成，将采用全高温超导磁体路线。我们估算，未来 10 年中国聚变装置建设有望带来超百亿元的超导材料市场空间。

西部超导在超导材料领域具备全链条竞争优势，深度绑定国内外核心客户。公司是国内唯一实现 NbTi、Nb₃Sn 超导线材全流程自主可控的供应商，产品性能达到国际领先水平，已批量供应 ITER、中科院合肥物质科学研究院等国内外客户。同时，公司积极布局 MgB₂ 高温超导线材及 REBCO 涂层导体技术，为下一代聚变堆及高场磁体应用储备技术。随着核聚变产业从实验堆向工程堆跨越，公司超导材料业务增长动能充足，具备较好增长潜力。

图11: NbTi 超导线和 Nb₃Sn 超导线结构



资料来源：公司招股书

图12: 超导磁体产品图



资料来源：公司招股书

医疗影像（MRI/NMR）及科学仪器市场为超导材料提供稳定基本盘。MRI 设备年出货量约 6000 台，每台需 1-3 吨 NbTi 超导线材，市场规模约 30 亿元。公司作为国内少数通过 GE、飞利浦等国际巨头认证的供应商，医疗影像业务有望保持稳定增长。此外，公司积极拓展核磁共振谱仪（NMR）、磁悬浮、超导储能等新兴应用，进一步拓宽超导材料的市场空间。

表3: 公司主要超导产品及应用领域

类别	主要用途
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 ₃ 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：公司招股书、开源证券研究所

2.3、高温合金业务有望受益于“两机专项”及国产航发产业链成熟

航空发动机热端部件材料升级，高温合金需求持续增长。航空发动机涡轮前温度每提高 100℃，推重比可提升约 10%，但这对材料的耐高温、抗氧化性能提出极高要求。高温合金是制造燃烧室、涡轮叶片、导向器等热端部件的关键材料，其用量占发动机总重量的 40%-60%。随着我国 WS-15、CJ-1000A 等新一代发动机研制推进，单晶高温合金、粉末高温合金等高端产品需求快速增长。

西部超导高温合金业务处于产能爬坡期，有望打造第三增长极。公司依托钛合金熔炼及变形加工的技术协同优势，2014 年开始启动高温合金项目，目前已经实现量产应用。产品覆盖变形高温合金棒材、锻件及盘件，主要面向中国航发、中航工业等客户。随着未来子公司产能释放，公司高温合金业务有望从跟研试制向定型批产转型，单机价值量及市场份额持续提升。

2.4、2024 年至 2027 年西部超导高端材料营收复合增速有望超 25%

公司三大业务形成良好协同效应，共同驱动公司进入高确定性增长通道。高端钛合金业务受益于军机放量与民机复苏，超导材料业务受益于核聚变产业发展，高温合金业务受益于“两机专项”推进。结合行业景气度及公司经营情况，我们预计 2024 年至 2027 年公司营收复合增速有望超过 25%，其中超导材料业务增速相对较高，高端钛合金贡献主要营收增量，高温合金业务逐步实现规模放量。

这一增长预期建立在公司稳固的竞争壁垒之上。军品供应具有严格的资质要求，且批产必须从预研阶段开始参与，研发周期长、前期投入大，一旦形成配套关系，客户为保障装备技术性能和供应链安全通常不会轻易更换供应商。公司自 2004 年起即承担航空发动机钛合金材料研制任务，与航发集团、航空工业等核心客户建立了深度配套关系，市场份额具有高度确定性。同时，公司依托西北有色金属研究院的技术基因，在稀有金属材料的熔炼、加工、热处理等核心工艺环节具备深厚积淀，持续跟进型号需求迭代，从 TC4、TC11 等成熟牌号向超高强度、超高韧性新型钛合金升级，从 NbTi 低温超导向 MgB₂、Bi-2223 高温超导拓展，技术路线与装备发展方向高度一致，配套份额稳中有升。

产能布局与市场需求形成良好匹配，支撑业务规模跨越式增长。公司近年来持续加大高温合金及超导材料产能建设投入，随着新建产能陆续投产，折旧摊销压力有望边际递减。从订单情况看，公司合同负债 2.39 亿元，订单储备充裕，生产计划饱满，为后续业绩提供支撑。高端钛合金产能持续优化，超导材料产能快速扩张，高温合金产能逐步释放，产能释放节奏与“十五五”装备列装周期、核聚变装置建设进度高度契合，有望实现产能利用率与盈利能力的同步提升。

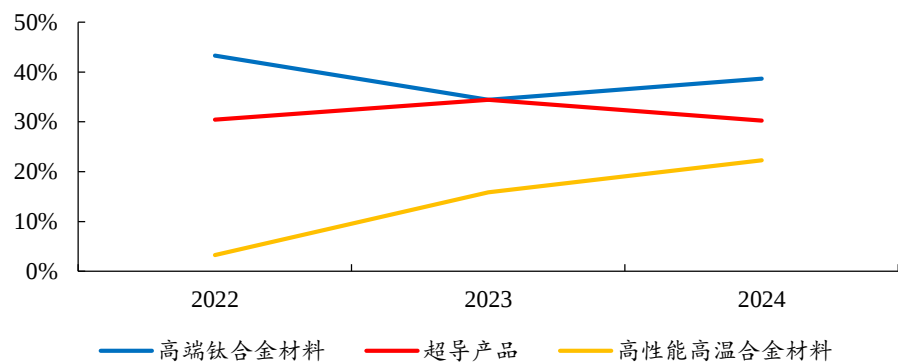
2.5、产品结构优化与规模效应释放，毛利率有望维持高位稳定

公司毛利率韧性凸显，具备维持 35%-40% 较高水平的支撑条件。高端钛合金业务方面，尽管 2024 年收入占比从 2022 年的 80% 降至 63%，但高附加值的棒材、锻件占比提升，带动板块毛利率维持在 38.67%，同比仅下滑约 5 个百分点。2023 年超导材料业务受益于 ITER 尾单交付及国内聚变装置预研订单，毛利率逆势提升至 34.39%，收入占比从 25% 提升至 30%，有效平滑了钛合金业务的周期波动。高温合

金业务虽尚处产能爬坡期，但已通过多家航发主机厂认证，2024 年毛利率转正至 22.25%，规模效应释放后盈利弹性可观。

军品定价机制与供应链优势进一步锁定合理利润空间。公司军品销售遵循成熟的定价议价规则，基于制造成本、期间费用等因素向下游客户提交报价，经双方协商后确定暂定价格，并据此签约交付，最终结算价格待军方审价后追溯调整。该机制通过可预期的定价流程，有效保障了公司合理且稳定的利润空间，显著降低价格波动风险。同时，公司依托西北有色金属研究院的资源优势，在原材料供应、技术研发等方面具备显著的成本优势，为毛利率稳定提供坚实支撑。随着三大业务协同发展、产品结构持续优化，公司整体盈利能力有望保持稳健。

图13：公司核心产品盈利结构持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、盈利预测关键假设

公司目前主要业务分为高端钛合金材料、超导材料和高性能高温合金材料三大板块，其中高端钛合金材料是公司主要收入与利润来源。我们认为未来随着航空装备升级与核聚变产业发展，公司高端钛合金材料主业有望重回增长通道，同时超导材料业务受益于 ITER 尾单交付及国内聚变装置预研订单实现快速放量，高温合金业务随产能爬坡逐步贡献增量。我们预计 2025/2026/2027 年公司整体收入预计实现 52.4 亿元/66.8 亿元/81.3 亿元，整体毛利率预计为 34.3%/33.5%/34.1%。公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

高端钛合金材料：高端钛合金是航空发动机、飞机机身及舰船的关键结构材料，公司作为国内航空发动机钛合金棒丝材的核心供应商，产品技术路线获得权威认可，配套关系持续稳固。随着“两机专项”进入攻坚期及国产大飞机 C919 批产提速，高端钛合金需求进入放量周期。我们预计 2025-2027 年高端钛合金材料业务收入分别为 31.9 亿元、38.9 亿元、45.9 亿元，毛利率分别为 38%、36%、35%；

超导材料：超导材料业务打造公司第二增长曲线，公司是国内唯一实现 NbTi、Nb3Sn 超导线材全流程自主可控的供应商。随着核聚变产业从实验堆向工程堆跨越，ITER 尾单交付及 CFETR、BEST 等国内聚变装置建设推进，公司超导材料业务有望迎来高速增长。我们预计 2025-2027 年超导材料业务收入分别为 17.2 亿元、23.4 亿元、30.4 亿元，毛利率分别为 30%、32%、35%；

高性能高温合金材料：公司依托钛合金技术协同优势，积极拓展高温合金业务，主要面向航空发动机燃烧室、涡轮叶片等热端部件。该业务目前处于产能爬坡期，随着子公司产能释放，有望从跟研试制向定型批产转型。我们预计 2025-2027 年高温合金材料业务收入分别为 3.2 亿元、4.4 亿元、4.9 亿元，毛利率分别为 20%、20%、20%。

表4：公司营收及毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
高端钛合金材料（亿元）	27.52	31.92	38.94	45.95
YOY	10%	16%	22%	18%
毛利率	39%	38%	36%	35%
超导产品（亿元）	13.04	17.21	23.41	30.43
YOY	32%	32%	36%	30%
毛利率	30%	30%	32%	35%
高性能高温合金材料（亿元）	3.27	3.24	4.44	4.91
YOY	5%	-1%	37%	10%
毛利率	22%	20%	20%	20%

资料来源：Wind、开源证券研究所

3.2、估值与评级

综上，我们预计 2025-2027 年公司的营收分别为 52.37、66.79、81.29 亿元，归母净利润分别为 8.40、10.75、13.00 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 57.6/45.0 /37.2 倍。考虑到主业的相似性，选取图南股份、中航高科、钢研高纳作为可比公司，均属于高端金属材料及航空发动机材料领域。根据 2026 年 3 月 17 日收盘价，可比公司 2025-2027 年 PE 均值分别为 57.6 倍、41.3 倍、34.2 倍。

公司 PE 估值高于可比公司平均，考虑到公司积极拓展产品品类，并积极布局发动机新型材料，未来预期增速较高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司 PE 估值低于可比公司平均

证券代码	可比公司	收 盘 价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300855.SZ	图南股份	38.40	0.56	0.99	1.33	68.4	38.6	28.9
600862.SH	中航高科	23.04	0.74	0.94	1.06	31.1	24.6	21.7
300034.SZ	钢研高纳	19.51	0.27	0.32	0.38	73.2	60.6	51.9
平均						57.6	41.3	34.2
688122.SH	西部超导	74.46	1.29	1.65	2.00	57.6	45.0	37.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：西部超导盈利预测取自开源证券研究所；其余可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测；选取 2026 年 3 月 17 日收盘价进行计算）

4、风险提示

- (1) 军品审价后若价格下调，可能引发公司营收及毛利率波动；
- (2) 军品订单交付与收入确认高度依赖下游客户的装备列装及验收节奏，若客户验收推迟，将导致业绩确认时点延后；
- (3) 若预研及小批量试产阶段的产品定型批产进程不及预期，可能导致营收增速低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9493	10600	11441	14659	15926	营业收入	4159	4612	5237	6679	8129
现金	1482	1513	1718	2191	2666	营业成本	2833	3065	3443	4439	5357
应收票据及应收账款	3331	4197	4465	6295	6028	营业税金及附加	24	31	38	44	53
其他应收款	3	6	4	9	7	营业费用	31	28	65	96	139
预付账款	44	52	57	83	87	管理费用	194	195	257	315	401
存货	3342	3860	4231	5104	6162	研发费用	329	351	424	509	616
其他流动资产	1291	971	965	978	976	财务费用	47	37	44	15	2
非流动资产	2591	3009	3155	3611	4034	资产减值损失	-23	-39	-40	-42	-57
长期投资	188	191	199	205	213	其他收益	156	161	117	126	133
固定资产	1406	2062	2191	2580	2940	公允价值变动收益	39	26	25	29	30
无形资产	291	328	331	341	352	投资净收益	4	5	5	2	4
其他非流动资产	705	428	433	485	530	资产处置收益	-0	0	1	0	0
资产总计	12084	13609	14595	18270	19960	营业利润	870	1007	1049	1340	1622
流动负债	3423	4956	5576	8638	9489	营业外收入	3	1	1	2	2
短期借款	728	779	2468	3703	4921	营业外支出	5	2	3	2	3
应付票据及应付账款	1857	2653	2414	4118	3765	利润总额		1006	1047	1339	1621
其他流动负债	839	1524	694	817	804	所得税	104	130	128	163	199
非流动负债	1925	1387	1256	1237	1171	净利润	765	876	919	1176	1422
长期借款	1553	905	774	755	690	少数股东损益	12	75	79	101	122
其他非流动负债	371	482	482	482	482	归属母公司净利润	752	801	840	1075	1300
负债合计	5348	6342	6832	9875	10661	EBITDA	1112	1232	1316	1720	2109
少数股东权益	411	583	662	763	885	EPS(元)	1.16	1.23	1.29	1.65	2.00
股本	650	650	650	650	650	主要财务比率					
资本公积	3577	3647	3647	3647	3647	成长能力					
留存收益	2078	2359	2775	3331	3969	营业收入(%)	-1.6	10.9	13.5	27.5	21.7
归属母公司股东权益	6325	6684	7102	7633	8415	营业利润(%)	-29.7	15.7	4.2	27.7	21.1
负债和股东权益	12084	13609	14595	18270	19960	归属于母公司净利润(%)	-30.3	6.4	4.9	28.0	20.9
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	162	446	195	423	463	毛利率(%)	31.9	33.6	34.3	33.5	34.1
净利润	765	876	919	1176	1422	净利率(%)	18.1	17.4	16.0	16.1	16.0
折旧摊销	142	165	191	226	274	ROE(%)	11.4	12.1	11.8	14.0	15.3
财务费用	47	37	44	15	2	ROIC(%)	9.1	9.5	9.0	10.2	10.9
投资损失	-4	-5	-5	-2	-4	偿债能力					
营运资金变动	-796	-670	-953	-1000	-1249	资产负债率(%)	44.3	46.6	46.8	54.0	53.4
其他经营现金流	9	45	-1	8	18	净负债比率(%)	23.6	22.2	28.3	35.5	39.8
投资活动现金流	-383	-20	-306	-651	-662	流动比率	2.8	2.1	2.1	1.7	1.7
资本支出	409	352	328	677	689	速动比率	1.8	1.3	1.3	1.1	1.0
长期投资	-17	300	-8	-6	-7	营运能力					
其他投资现金流	43	32	30	32	34	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
筹资活动现金流	-229	-437	-873	-534	-542	应收账款周转率	2.5	1.9	2.3	2.3	2.4
短期借款	-254	51	1690	1235	1217	应付账款周转率	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
长期借款	375	-648	-131	-19	-65	每股指标(元)					
普通股增加	186	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.16	1.23	1.29	1.65	2.00
资本公积增加	-154	71	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.69	0.30	0.65	0.71
其他筹资现金流	-381	90	-2432	-1750	-1694	每股净资产(最新摊薄)	9.74	10.29	10.93	11.75	12.95
现金净增加额	-449	-8	-985	-762	-742	估值比率					
						P/E	64.3	60.4	57.6	45.0	37.2
						P/B	7.6	7.2	6.8	6.3	5.7
						EV/EBITDA	44.2	40.4	38.3	29.8	24.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn