

## 隆达股份 (688231.SH)

## 高温合金核心供应商，两机、民品及国际市场全面布局

公司是我国民营高温合金核心供应商之一，形成两机、民品及国际市场全面布局，持续加快市场开拓及牌号导入，有望核心受益于下游需求增长及渗透率提升。首次给予“强烈推荐”评级。

□ **公司营收快速提升，高温合金贡献主要增速。** 1) 营收端：2021-2023年公司营收保持快速增长态势，高温合金业务贡献主要增速。2021-2023年CAGR达到30%以上，主要系公司高温合金业务快速拓展所致；2024Q1，公司实现营收3.17亿，同比提升30.54%，高增速保持，其中高温合金产品实现营收2.06亿，同比提升43.75%。2) 利润端：归母净利润于23年出现下滑，24Q1剔除股份支付费用影响后恢复高增速。公司归母净利润自2019-2022年快速提升，高温合金销售放量且毛利率有所保持。2023年度公司归母净利润出现下滑，降至0.55亿，主要系受原材料价格波动影响，计提存货跌价准备，股份支付、研发费用与导入验证费用比上年同期增加等因素影响。2024Q1，公司实现归母净利润0.28亿，同比提升7.15%，剔除股份支付费用影响，实现归母净利润0.39亿，同比提升49.19%，恢复高增速。

□ **高温合金行业供不应求，市场空间保持增长。** 高温合金是航空航天等战略性产业的关键战略材料，不仅有优良的高温强度、良好的抗氧化和耐腐蚀性能，而且还有良好的综合性能，如蠕变性能、疲劳性能、断裂韧性、组织稳定性、工艺性能等。**供不应求：**高温合金供不应求情况凸显，供给缺口逐年扩大：根据观研产业研究院数据，2022年高温合金产量为4.2万吨，需求量则达到了7.0万吨，缺口扩大至2.8万吨，持续呈现增长态势。**市场空间广阔：**根据QYresearch数据，2023年全球高温合金市场销售额达到了696亿元，预计2030年将达到1080亿元，年复合增长率(CAGR)为6.4%(2024-2030)。根据前瞻产业研究院整理，预计到十四五期间我国高温合金市场规模将保持年化9.4%以上的增速，到2026年达到约342亿元左右。

□ **高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局。** 公司自2015年开始布局高温合金业务，铸造高温合金母合金先行布局，变形高温合金打开更广阔空间。

- **市场开拓：两机、民品及国际市场全面布局，国际市场有望实现快速增长。** 1)国内市场：①国内军用航空航天领域：已形成多牌号的铸造及变形高温合金的导入和考核，②民用航空：已进入长江系列发动机产品供应商选用目录；③国内燃机领域：公司批量供应多个燃机热端部件供应商。2)国际市场：加快布局，全面发力导入全球知名的航空、燃机、油气行业客户，国际业务实现快速增长。其中，国际民航领域，公司已与多家国际知名发动机公司对公司开展了供应商准入与审核工作，为罗罗的全球锻件供应商批量供货，同时与赛峰、霍尼韦尔、柯林斯宇航等展开合作。
- **技术端：处于国内领先水平。** 公司铸造高温合金母合金及变形高温合金技术处于国内领先水平，能够采用国际成熟、国内先进的“真空感应+电渣重熔+真空自耗”三联熔炼工艺生产变形高温合金。

## 强烈推荐（首次）

中游制造/军工  
目标估值：NA  
当前股价：16.88元

## 基础数据

总股本 (百万股)	247
已上市流通股 (百万股)	123
总市值 (十亿元)	4.2
流通市值 (十亿元)	2.1
每股净资产 (MRQ)	11.4
ROE (TTM)	2.0
资产负债率	16.4%
主要股东	浦益龙
主要股东持股比例	35.8%

## 股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

王超 S1090514080007  
wangchao18@cmschina.com.cn  
战泳壮 研究助理  
zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

- 产能端：高产能为需求放量做足准备。根据公司《2023 年年度报告》，公司具有高温耐蚀合金总产能 8000 吨，其中铸造高温合金及镍基耐蚀合金产能 3000 吨、变形高温合金产能 5000 吨。
- 竞争格局：行业技术水平要求高，壁垒相对较高，国内外竞争格局较为稳定。
- **股权激励推动公司提质增效，充分彰显增长信心。**公司于 2023 年 8 月发布股权激励草案，拟向 53 名激励对象首次授予 550.00 万股（占总股本 2.23%）第二类限制性股票，授予价格均为每股 12.08 元。2023 年 9 月，公司首次授予 480.20 万股（占总股本 1.95%）。解锁条件方面，首次授予部分以 2022 年高温合金营收为基期，2023-2025 年高温合金营收相比基期增速目标值分别为 50%/100%/150%。股权激励计划的推出将有助于保持管理层和核心骨干员工长期持续的积极性，也彰显了公司对高温合金业务快速拓展的信心。
- **盈利预测：**预测 2024-2026 年归母净利润预测分别为 0.90 亿、1.36 亿和 1.78 亿元，对应估值 46/31/23 倍。剔除股权支付费用影响后，归母净利润预测分别为 1.21 亿、1.48 亿和 1.82 亿元，对应估值 34/28/23 倍，首次给予“强烈推荐”评级！
- **风险提示：**市场开拓不及预期、原材料价格波动风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	952	1208	1692	2146	2622
同比增长	31%	27%	40%	27%	22%
营业利润(百万元)	60	55	90	136	179
同比增长	-9%	-8%	64%	51%	31%
归母净利润(百万元)	94	55	90	136	178
同比增长	35%	-41%	63%	51%	31%
每股收益(元)	0.38	0.22	0.36	0.55	0.72
PE	44.1	75.2	46.3	30.7	23.4
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、隆达股份基本情况 .....	5
1、公司发展沿革回顾 .....	5
2、公司财务分析 .....	5
3、公司主营业务及产品 .....	6
二、高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局 .....	8
1、高温合金行业供不应求，市场空间保持增长 .....	8
(1) 高温合金行业简述 .....	8
(2) 高温合金供不应求情况凸显，市场空间保持快速增长 .....	10
2、高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局 .....	10
三、合金管材业务保持稳定发展 .....	14
1、合金管材行业简述 .....	14
2、公司合金管材业务保持稳定发展 .....	16
四、股权激励推动公司提质增效 .....	16
五、投资建议 .....	18
六、盈利预测 .....	19
七、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：隆达股份股权结构 .....	5
图 2：隆达股份发展沿革 .....	5
图 3：公司近年营收情况 .....	6
图 4：公司近年归母净利润情况 .....	6
图 5：公司盈利能力情况 .....	6
图 6：公司各业务毛利率情况 .....	6
图 7：近年公司收入组成情况及增速（万元） .....	8
图 8：2023 年公司收入构成情况 .....	8
图 9：高温合金化学元素构成 .....	8
图 10：高温合金按材料成型方式分类及应用 .....	9
图 11：不同制备工艺的高温合金市场份额 .....	9

图 12: 我国高温合金存在严重“供不应求” .....	10
图 13: 我国高温合金市场规模预测（单位: 亿元） .....	10
图 14: 变形高温合金三联工艺 .....	11
图 15: 高温合金在航空发动机上的应用 .....	12
图 16: 公司国际营收 23 年实现翻倍增长 .....	13
图 17: 中国 2023 年钢管材产量 .....	15
图 18: 公司近年合金管材业务保持稳定发展 .....	16
图 19: 首次授予限制性股票业绩考核目标 .....	17
图 20: 预留授予限制性股票业绩考核目标 .....	17
图 21: 隆达股份历史 PE Band .....	20
图 22: 隆达股份历史 PB Band .....	20
表 1: 公司主营业务产品 .....	7
表 2: 高温合金应用领域 .....	9
表 3: IPO 募投项目情况（单位: 万元） .....	11
表 4: 国内高温合金应用拓展情况 .....	12
表 5: 同行业各公司情况 .....	14
表 6: 激励对象获授的限制性股票分配情况 .....	17
表 7: 本计划授予的限制性股票解除限售期公司层面归属比例 .....	18
表 8: 首次授予的第二类限制性股票对各期会计成本的影响（单位: 万元） .....	18
表 9: 销售收入结构预测 .....	20

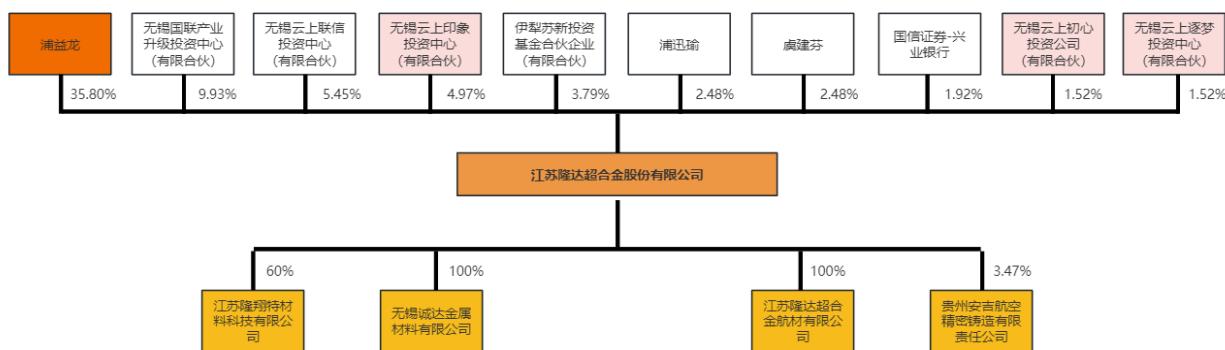
## 一、隆达股份基本情况

### 1、公司发展沿革回顾

江苏隆达超合金股份有限公司成立于 2004 年，是一家专业从事合金材料研发、生产和销售的高新技术企业，业务由合金管材（铜基合金）向镍基耐蚀合金、高温合金逐步拓展。公司合金管材业务产品主要有铜镍合金管、高铁地线合金管等，主要用于船舶、石油化工、电力、轨道交通和制冷等领域。公司高温合金业务包括铸造高温合金和变形高温合金，下游领域应用广泛，包括航空航天、能源电力、油气石化、船舶、汽车等行业。

公司建有江苏省院士工作站、江苏省博士后创新实践基地和江苏省工程技术研究中心等，先后承担了国家科技支撑计划、工业强基工程、江苏省重大成果转化、江苏省战略性新兴产业发展专项等项目。借助承担和参与国家重大专项的机遇不断自主创新，形成了国内先进的技术体系。

图 1：隆达股份股权结构



资料来源：Wind、招商证券

图 2：隆达股份发展沿革



资料来源：Wind、招商证券

### 2、公司财务分析

公司营收快速增长态势持续，利润端 23 年出现下滑。

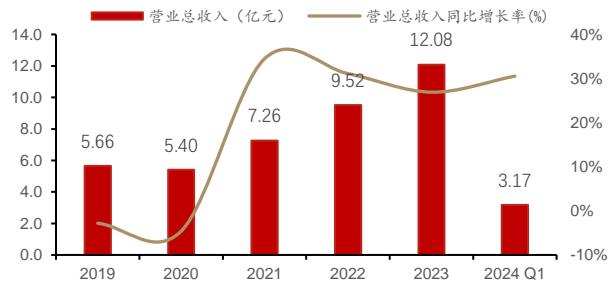
➤ **营收端：**2021-2023 年公司营收保持快速增长态势，高温合金业务快速拓展。

2021-2023 年 CAGR 达到 30%以上，主要系公司高温合金业务快速拓展所致；2024Q1，公司实现营收 3.17 亿，同比提升 30.54%，高增速保持，其

中高温合金产品实现营收 2.06 亿，同比提升 43.75%。

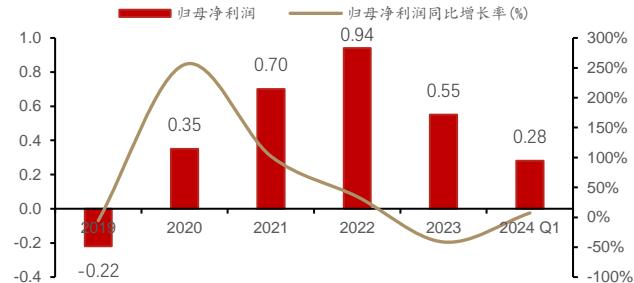
- **利润端：**归母净利润于 23 年出现下滑，24Q1 剔除股份支付费用影响后恢复高增速。公司归母净利润自 2019-2022 年快速提升，高温合金销售放量且毛利率有所保持。2023 年度公司归母净利润出现下滑，降至 0.55 亿，主要系受原材料价格波动影响，计提存货跌价准备，股份支付、研发费用与导入验证费用比上年同期增加等因素影响。2024Q1，公司实现归母净利润 0.28 亿，同比提升 7.15%，剔除股份支付费用影响，实现归母净利润 0.39 亿，同比提升 49.19%，恢复高增速。

图 3：公司近年营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 4：公司近年归母净利润情况（单位：亿元）

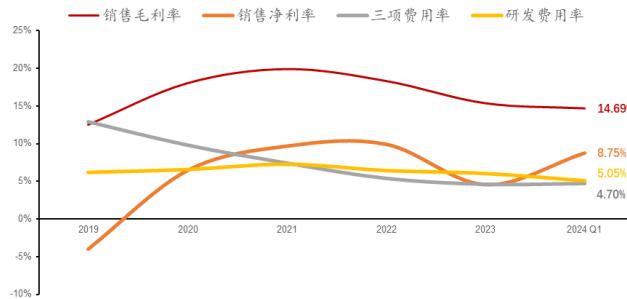


资料来源：Wind、招商证券

公司近期毛利率有所下降，三项费率控制良好。

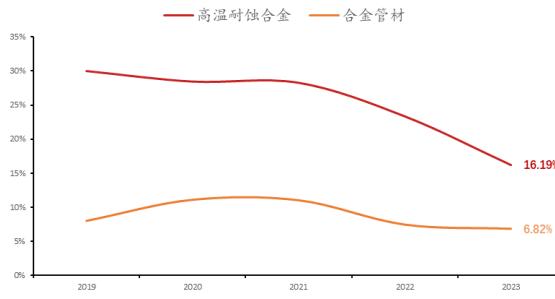
- **毛利率：**自 2022 年开始，公司整体毛利率有所下滑，从产品品类上主要是高温耐蚀合金业务毛利率下降所致，主要原因系产品原材料价格波动，以及公司加大产能建设、固定成本有所增加。
- **费用率：**公司三项费用率自 2019 年保持下降态势，由 2019 年的 12.87% 下降到 2023 年的 4.61%，公司营收规模不断扩大，费用管理成效斐然。
- **净利率：**2023 年公司净利率出现较大波动，主要原材料价格波动影响毛利率，计提存货跌价准备直接影响净利率。24Q1，公司净利率向上恢复。

图 5：公司盈利能力情况



资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司各业务毛利率情况



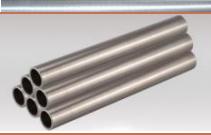
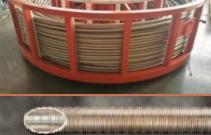
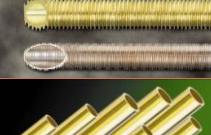
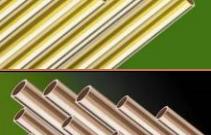
资料来源：Wind、招商证券

### 3、公司主营业务及产品

公司主营业务由合金管材、高温耐蚀合金等构成。公司合金管材业务产品主要有铜镍合金管、高铁地线合金管、高效管、黄铜管、紫铜管，主要用于船舶、石油化工、电力、轨道交通和制冷等领域。公司高温合金业务包括铸造高温合金和变

形高温合金，下游领域应用广泛，包括航空航天、能源电力、油气石化、船舶、汽车等行业，铸造高温合金专注“两机领域”（特指应用在上述相关行业中的航空发动机和燃气轮机设备），包括民用和军用。

表 1：公司主营业务产品

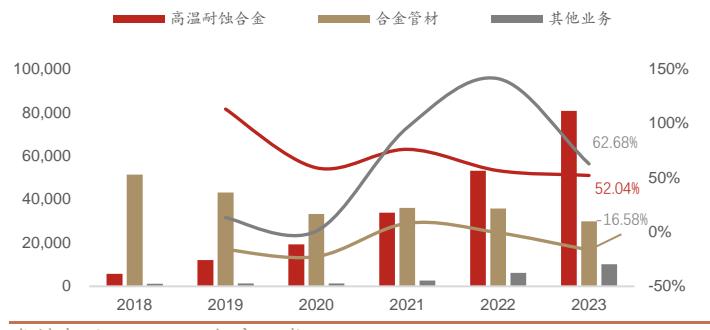
产品类别	细分产品名称	主要用途/应用领域	图片示例
	铸造高温合金母合金	航空航天、燃气轮机、核电、汽车涡轮、医疗器械等	
高温耐蚀合金	变形高温合金	航空航天、燃气轮机、能源、石油、化工、核工业	
	镍基耐蚀合金	船舶、电力、石油化工	
	铜镍合金管	船舶、石油化工、能源电力	
	高铁地线合金管	轨道交通	
合金管材	高效管	船舶、石油化工、能源电力	
	黄铜管	船舶、海水淡化、航空、卫浴五金	
	紫铜管	船舶、电力、家电	

资料来源：公司招股书、公司公告、招商证券

公司战略重心转向高温合金业务，高速增长推动业绩提升。

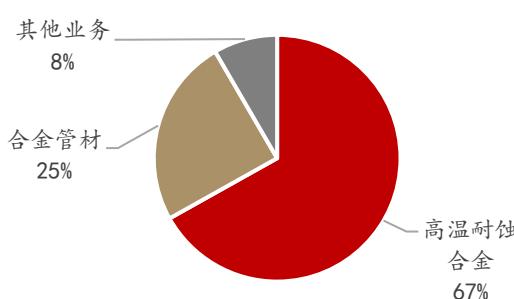
- **高温合金业务：**公司自 2015 年涉足高温合金领域，并将“两机”高品质高温合金作为公司战略重心，持续加大高温合金领域的固定资产投资、研发和市场研发投入，近年高温合金业务持续高速增长，CAGR 达到 50%以上。
- **合金管材业务：**公司采取收缩优化布局策略，主动收缩其中附加值较低的紫铜管业务，该业务重心转向附加值较高的铜镍合金管和高铁地线合金管。近年营收贡献相对稳定，存在小幅波动，平均保持在 3 亿左右。

图 7：近年公司收入组成情况及增速（万元）



资料来源：iFinD、招商证券

图 8：2023 年公司收入构成情况



资料来源：iFinD、招商证券

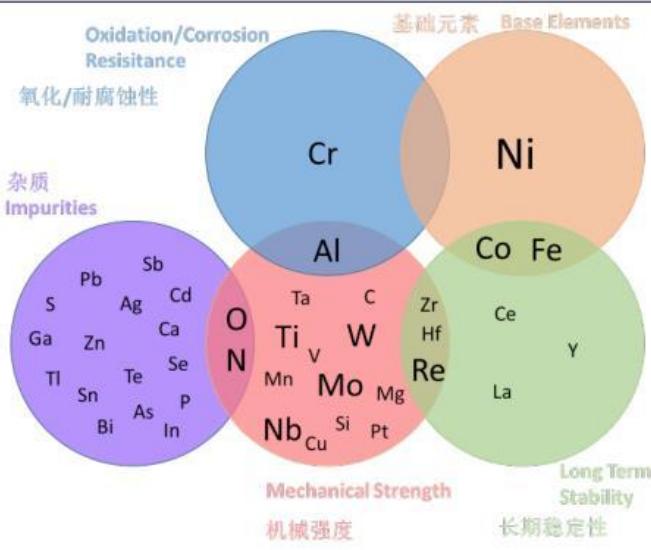
## 二、高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局

### 1、高温合金行业供不应求，市场空间保持增长

#### (1) 高温合金行业简述

**高温合金——航空航天等战略性产业的关键战略材料。**高温合金是以铁、镍、钴为基体元素，能在 600℃以上的高温环境下抗氧化或耐腐蚀，并能在一定应力作用下长期工作的一类金属材料。高温合金不仅有优良的高温强度、良好的抗氧化和耐腐蚀性能，而且还有良好的综合性能，如蠕变性能、疲劳性能、断裂韧性、组织稳定性、工艺性能等。基于上述性能特点，且高温合金的合金化程度较高，又被称为“超合金”，是广泛应用于航空、航天、石油、化工、舰船的一种重要材料，是国防建设、航空航天、能源、船舶等战略性产业的关键战略材料。

图 9：高温合金化学元素构成



资料来源：图南股份招股书、招商证券

**分类：**按制备工艺，高温合金可分为铸造高温合金、变形高温合金和粉末高温合金。铸造高温合金强化相数量较多，不易变形加工，因此重熔高温合金母合金，在铸造型腔内浇注为铸件，通常用于制造航空航天发动机和燃气轮机等先进动力装备的关键热端部件，其需求量约 20%；按结晶方式可细分为等轴、定向以及单

晶铸造高温合金。变形高温合金的热加工塑性较好，可以在锻轧机械的外力作用下塑性变形为特定形状和尺寸的锻件和型材，在固溶、时效状态下的高温强度优异，其需求量约占高温合金的 70%。其余 10%需求量为粉末高温合金。

图 10：高温合金按材料成型方式分类及应用



资料来源：图南股份招股书、招商证券

**高温合金核心应用于航空航天领域，军民用范围广泛。**长期以来，高温合金核心应用在航空航天领域，近几年已逐步延伸至许多民用领域。

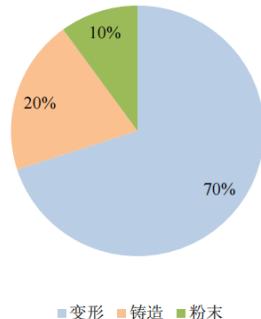
- **军用领域：**目前镍基高温合金是现代航空发动机、航天器和火箭发动机以及舰船和工业燃气轮机的关键热端部件材料（如涡轮叶片、导向器叶片、涡轮盘、燃烧室等），也是核反应堆、化工设备、煤转化技术等方面需要的重要高温结构材料。
- **民用领域：**高温合金的应用涉足石油化工、电力、核工程等多个工业行业，如工业用燃气轮机、蒸汽轮机、车用涡轮增压器、石油化工能源转换装置等，近年来耐高温耐腐蚀合金在石油化工、玻璃和玻纤以及机械制造等行业的应用呈现明显突破，高温合金的使用正在逐步替代传统的不锈钢，行业发展前景广阔。

表 2：高温合金应用领域

行业	部位	行业需求	当前应用材料
航空发动机	燃烧室	1: 燃烧室壁材料需承受 800-900℃的高温，局部甚至高达 1100℃以上; 2: 还应能承受周期性点火启动导致的急剧热疲劳应力和燃气的冲击力	变形高温合金、结构钢及不锈钢
	导向器	1: 材料工作温度最高可达 1100℃以上; 2: 承受较大的热冲击，但承受的应力比较低，一般低于 70MPa	精密铸造镍基高温合金
	涡轮叶片	1: 其所承受温度低于相应导向叶片 50-100℃; 2: 在高速转动时，叶身部分所受应力高达 140MPa，叶根部分达 280-560MPa	精密铸造镍基高温合金
燃气轮机	涡轮盘	1: 所占质量最大，是航空发动机上的重要转动部件 2: 一般轮缘为 550-750℃，轮心为 300℃左右 3: 盘件径向的热应力大，特别是盘件在正常高速转动时，因质量重达几十至几百千克，且带着叶片旋转，要承受极大的离心力作用	屈服强度很高、细晶粒的变形高温合金和粉末高温合金
	涡轮盘	1: 工作环境需要承受高硫燃气和海水盐分的腐蚀 2: 工作寿命要求达到 50000-100000 小时 3: 涡轮盘在工作时转数接近 10000 转/分钟 4: 要求材料耐用温度达到 600℃以上	镍基高温合金
火箭发动机	燃烧室	1: 工作温度在 3000-4000℃以上、20MPa 高压 2: 2500-5000m/s 高流速燃气冲刷	镍基高温合金
	涡轮泵	1: 超低温液氧和燃料的冲刷 2: 转速高、压力大、密封性要求高	GH4586、K4169 及 GH420

敬请阅读末页的重要说明

图 11：不同制备工艺的高温合金市场份额



资料来源：公司招股书、招商证券

行业	部位	行业需求	当前应用材料
汽车	涡轮增压器	1: 工作温度在 600℃以上 2: 抗热冲击性能强，耐腐蚀性能好	镍基高温合金
核电	燃料机组、控制棒 驱动机构、压力容器、蒸发器、燃料棒定位格架、高温气体炉热交换器	1: 承受 600-800℃的高温 2: 排气温度	In 718
煤电	过热器、再热器	1: 温度在 500-750℃ 2: 酸性蒸汽	GH2948
石油	注射阀、气体升举阀、双制化学注射阀、安全阀	1: 酸性环境，耐 H2S 腐蚀，泥沙冲击 2: 温度在 0-218℃	In 718
机械	熔炼炉、机械手臂	1: 温度在 200-1200℃ 2: 腐蚀性气体	镍基高温合金
化工	化工裂解炉	1: 温度在 1000-1100℃ 2: 酸碱腐蚀气体	Inconel625、

资料来源：《航空材料技术》，《航空航天用先进材料》，招商证券

## (2) 高温合金供不应求情况凸显，市场空间保持快速增长

高温合金供不应求情况凸显，供给缺口逐年扩大。根据观研产业研究院数据，2022 年高温合金产量为 4.2 万吨，需求量则达到了 7.0 万吨，缺口扩大至 2.8 万吨，持续呈现增长态势。

高温合金市场空间广阔。根据 QYresearch 数据，2023 年全球高温合金市场销售额达到了 696 亿元，预计 2030 年将达到 1080 亿元，年复合增长率 (CAGR) 为 6.4% (2024-2030)。根据前瞻产业研究院整理，预计到十四五期间我国高温合金市场规模将保持年化 9.4%以上的增速，到 2026 年达到约 342 亿元左右。

图 12：我国高温合金存在严重“供不应求”

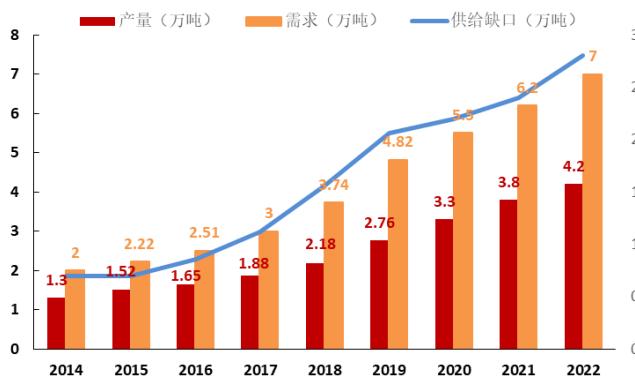
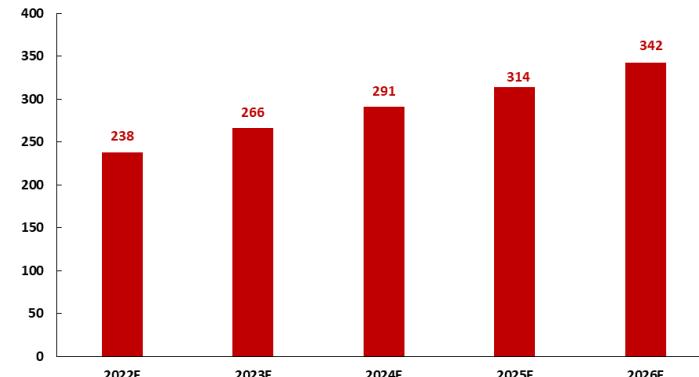


图 13：我国高温合金市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源：中国产业信息网、观研产业研究院、招商证券

资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

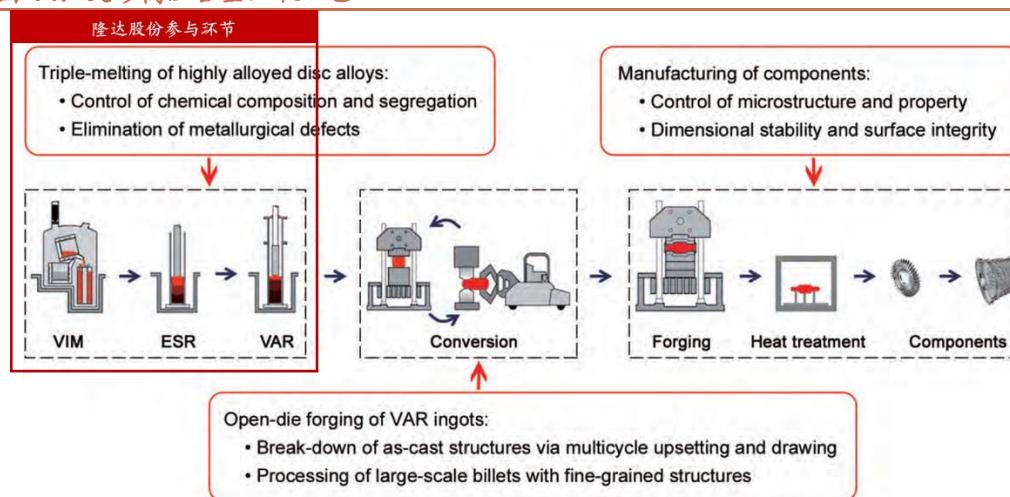
## 2、高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局

2015 年开始布局，铸造高温合金母合金先行，变形高温合金打开更广阔空间。

- 铸造高温合金母合金: 2015 年投资建设了铸造高温合金母合金生产线，2016 年底完成安装和调试，2017 年投产。其中，核心生产和检测设备主要有从美国康萨克定制的真空感应熔炼炉和德国赛默飞的辉光放电质谱仪等。

- **变形高温合金:** 2018 年, 公司投资建设了变形高温合金生产线(2019 年被立项为江苏省战略性新兴产业发展专项), 2020 年末试产。**生产工艺:** 部分采用“真空感应+电渣重熔/真空自耗”两联熔炼工艺生产, 部分采用国际成熟、国内先进的“真空感应+电渣重熔+真空自耗”三联熔炼工艺生产。其中, 核心生产设备主要有从美国康萨克定制的 8T 真空感应熔炼炉、8T 真空自耗熔炼炉、8T 保护气氛电渣重熔炉等冶炼设备, 从德国辛北尔康普定制的高频高速智能控制 45MN/50MN 快锻机, 从以色列 EEM 电炉有限公司和德国施拉格工业炉有限公司引进了符合 AMS2750E 要求的高精度加热炉和热处理炉, 从 GE 公司引进了大规格棒材水浸分区探伤设备。

图 14: 变形高温合金三联工艺



资料来源: 《变形高温合金盘材及其制备技术研究进展》、招商证券

**产能端:** 高温耐蚀合金总产能 8000 吨, 高产能为需求放量做足准备。根据公司《2023 年度报告》, 公司具有高温耐蚀合金总产能 8000 吨, 其中铸造高温合金及镍基耐蚀合金产能 3000 吨、变形高温合金产能 5000 吨。公司 2022 年 9 月启动募投项目, 经过 2023 年从上到下各部门的配合努力, 一期厂房全部竣工, 部分主要设备正在安装、调试; 二期厂房主体结构正在建设。

表 3: IPO 募投项目情况 (单位: 万元)

序号	具体建设内容	投资总额	拟使用募集资金	建设期
1	新增年产 1 万吨航空级高温合金的技术改造项目	85,546.06	85,530.00	3 年
2	新建研发中心项目	8,470.71	8,470.71	3 年
3	补充流动资金	6,000.00	6,000.00	-
	合计	100,016.77	100,000.00	-

资料来源: 公司招股书、招商证券

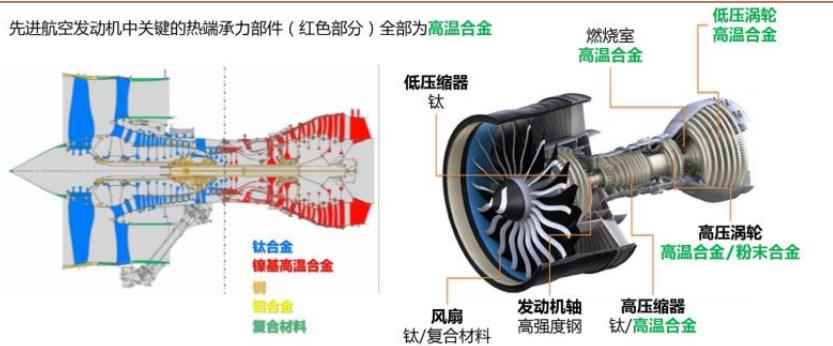
**技术端:** 处于国内领先水平。公司牵头承担了 2 项与高温合金相关的国家重大科技专项项目, 项目类型分别为“航空发动机及燃气轮机重大专项基础研究项目”和“大型飞机材料研制与应用研究项目”; 公司牵头承担了 1 项与高温合金相关的国家重大项目, 项目类型为“工业强基工程”; 公司牵头承担了重大技术攻关、重大成果转化和战略性新兴产业发展专项等多项省级重大项目。

- **铸造高温合金:** 公司单晶铸造高温合金、等轴晶铸造高温合金已批量用于“两机”热端部件的制造和研发, 部分牌号已用于热端部件(燃烧室、涡轮部件)中要求最高、代表材料先进技术水平的转动作件。公司可提供单晶高温合金和

热端部件暨转动件用高温材料显示公司在铸造高温合金行业处国内领先水平。

- **变形高温合金:** 公司主要采用的三联工艺路线为国际公认的生产航空转动件用大规格变形高温合金棒材的路线, 显示公司在变形高温合金行业处国内领先水平。

**图 15: 高温合金在航空发动机上的应用**



资料来源: 材料人论坛、招商证券

**市场开拓:** 形成以大客户为主战场, 两机、民品及国际市场全面布局的新格局, 国际市场实现快速增长。

- 1) **国内市场:** 两机市场不断导入。根据公司《2023 年年度报告》, ①**国内军用航空航天领域:** 公司已形成多牌号的铸造及变形高温合金的导入和考核, ②**民用航空:** 已进入长江系列发动机产品供应商选用目录; ③**国内燃机领域:** 公司批量供应多个燃机热端部件供应商, 呈现快速发展趋势。

**表 4: 国内高温合金应用拓展情况**

应用领域	军用/民用	高温合金类型	应用拓展详情
航空航天领域	军用	铸造高温合金	已有多个牌号完成某批产主力发动机型号的装机考核认证, 产品批量供货用于发动机叶片生产; 多个牌号产品用于发动机结构件生产; 某牌号用于批产发动机型号叶片生产完成了部件试验, 准备进行试车考核, 在某型号预研发动机也已开展该合金的产品验证工作
		变形高温合金	公司在多个型号批产及预研发动机上完成了多个牌号产品的导入和考核工作。在役主力型号中, 多个牌号多个规格的产品已完成了试车考核, 进入合格供方名录, 具备批产供应资质。预研型号中, 多个牌号已供货进行部件生产和装机。尤其公司参与了某型号发动机涡轮盘用合金的研发工作, 标志着公司产品已进入发动机核心转动件应用领域
燃气轮机	民用	铸造高温合金、变形高温合金	围绕国内民用航空发动机高品质的材料需求, 公司完成了铸造高温合金多个牌号、变形高温合金多个牌号二十多个规格的产品认证, 已进入长江系列发动机产品供应商选用目录, 批量应用于民用航空发动机零部件生产
		铸造高温合金	铸造高温合金若干牌号供应江苏永瀚、万泽、安徽应流、哈尔滨鑫润等公司, 用于批量生产国内外燃气轮机热端部件, 其中包括中国航发燃气轮机有限公司、龙江广瀚燃气轮机有限公司、哈尔滨汽轮机有限公司、中国东方电气集团有限公司重型燃机、中国联合重燃重型燃机项目等
	民用	铸造高温合金、变形高温合金	在某燃机公司批量出口业务中, 公司提供的 K452、K435 合金用于燃机叶片的生产, GH4169 合金用于燃机涡轮盘件的生产, 且未来会有持续稳定的需求, 为市场业绩提供强有力的支持

资料来源: 公司年报、招商证券

- 2) **国际市场:** 加快布局, 全面发力导入全球知名的航空、燃机、油气行业客户, 国际业务实现快速增长。

➤ **国际民用航空领域:** 多家国际知名发动机公司对公司开展了供应商准入与审核工作, 为罗罗的全球锻件供应商批量供货, 同时与赛峰、霍尼韦尔、柯林斯宇航等展开合作, 扩大国际市场份额。

- ✓ **罗罗公司:** 2023 年批量为罗罗发动机公司的全球锻件供应商提供 IN718、C263 等牌号产品, 并启动了按企标供货的 IN909、Wasplay 等核心零部件用产品的试制工作。
- ✓ **赛峰公司:** 2023 年供货 MM509 铸造母合金, 开展了产品认证, 为后续更多产品的开发打开局面。
- ✓ **柯林斯宇航:** 与柯林斯宇航发动机公司签订了长期供货协议, 为未来几年国际发动机业务提升奠定了基础和保障。
- ✓ **霍尼韦尔:** 与霍尼韦尔发动机公司开展了 2 个铸造母合金产品和 3 个变形合金产品的导入认证工作, 通过后可具备向其全球供应商供货的资格。

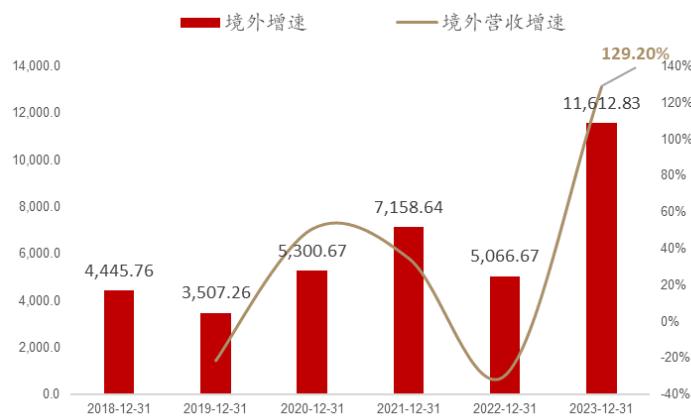
#### ➤ 国际燃气轮机领域:

- ✓ 为西门子、贝克休斯等批量供货, 用于涡轮盘等部件的生产。
- ✓ 向国内某锻件厂批量交付 IN718 等产品, 用于涡轮盘等部件的生产, 最终应用于国际重型燃气轮机, 成为国内首家进行燃机高温合金转动件认证的公司。
- ✓ 与国内某锻件厂联合开发 GH706 高难度大锭型棒材, 用于韩国斗山燃气轮机的涡轮盘生产, 未来市场前景广阔。

#### ➤ 国际油气领域:

- ✓ 公司通过卡麦龙及 API 产品的认证工作, 已进入卡麦龙的全球供应商名录, 并开始向全球机加工供应商供货
- ✓ 与全球三大油服公司: 斯伦贝谢、贝克休斯、哈里伯顿在钻井和完井领域使用的 IN718 材料开启首件验证和供应商准入工作, 为后续业务的持续发展提供强有力的支持。

图 16: 公司国际营收 23 年实现翻倍增长 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

**竞争格局:** 行业技术水平要求高, 壁垒相对较高, 国内外竞争格局较为稳定。

➤ **国际:** 高温合金产业呈现明显的寡头垄断结构, 全球从事高温合金材料的制

造商不到 50 家，包括 Precision Castparts Corporation(“PCC”)、Carpenter Technology Corporation (“卡朋特”)、ATI、Haynes International, INC (“哈氏合金”) 等公司，主要分布在美、英、德、法、俄、日等国。

- **国内：**我国高温合金及高性能合金材料研制和生产主要为特钢企业、科研院所及其下属企业。由于进入门槛较高，我国生产高温合金及高性能合金的企业数量有限，从目前来看，高温合金及高性能合金企业主要分为三类，包括**特钢企业、科研院所及其下属企业以及民企**。特钢企业以抚顺特钢为代表，其特点是产能大、产品种类较多。科研院所及下属企业主要有北京航空材料研究院（621 所）、中国科学院金属所、西部超导和钢研高纳，其特点为技术实力出众，产品覆盖范围广。民企包括图南股份、隆达股份、四川六合等，民企体制灵活，企业分别都有各自的特点及优势领域。

**表 5：同行业各公司情况**

公司名称	公司简介	产能 (吨)	23 年产量/销量	23 年高温合金营收/毛利率
抚顺特钢	始建于 1937 年，主要从事特殊钢和合金材料的研发和制造，主要产品为合金结构钢、工模具钢、不锈钢和高温合金。	10000 (在建)	0.82 万吨 / 0.80 万吨	18.22 亿 / 24.09%
隆达股份	成立于 2004 年，专注于航空航天和燃气轮机等领域用高品质高温合金业务，产品分为铸造高温合金母合金和变形高温合金。	变形 5000 吨，铸造 3000 吨；未来：变形 13000 吨；铸造 5000 吨	3,128.84 吨 / 3,065.58 吨	7.24 亿 / 17.20%
西部超导	成立于 2003 年 2 月，主要从事高端钛合金材料、高性能高温合金材料、超导材料的研发、生产和销售。	6000 (在建)	2,280.46 吨 / 1,660.24 吨	4.74 亿 / 15.86%
图南股份	成立于 1991 年 5 月，主要从事高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及其制品的研发、生产和销售。	—	- / 合计 3693.85 吨	10.65 亿 / 36.81%
中航上大	成立于 2007 年 8 月，主要从事高温合金、耐蚀合金、超高强合金、精密合金、特种不锈钢、高档工模具材料、汽轮机叶片钢、燃气轮机用钢、超临界电站用材料等高档特种合金材料的研发、生产和销售。	—	(2022 年) 1658.66 吨 / 1626.57 吨	(2022 年) 3.88 亿 / 38.45%
宝钢特钢	成立于 1958 年，主要从事特殊钢材的研发、生产和销售，主要产品为高温合金、钛合金、不锈钢、高强结构钢、轴承钢。	—	—	—
长城特钢	成立于 1965 年，主要从事特殊钢材的研发、生产和销售，主要产品为碳结钢、高温合金、耐蚀合金、精密合金等。	—	—	—
四川六合	成立于 2004 年 4 月，专业生产航空、舰船、核电、燃机等高端重大装备用材及零部件。	—	—	—

资料来源：各公司公告、各公司官网、招商证券

### 三、合金管材业务保持稳定发展

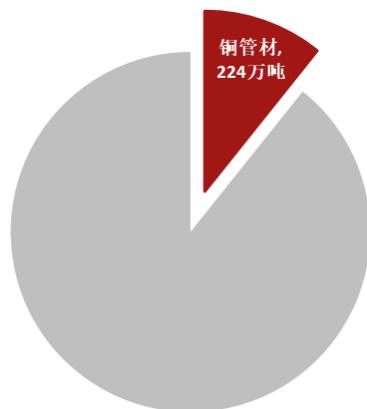
#### 1、合金管材行业简述

铜是重要金属资源，在国民经济和国防建设中有着广泛用途，也是高技术发展的

基本支撑材料。铜加工是指将铜及其合金进行各种加工处理，以满足不同行业对铜制品的需求。铜加工产品具备优良的导电性、导热性、耐腐蚀性、可再生性等特点，目前已广泛应用于电力、家用电器、汽车、建筑、电子仪器仪表、国防、交通运输、海洋工程等领域。按现有统计方式，以形状划分，在中国有色金属工业协会（CNIA）统计口径下，国内铜加工材产品主要包括板材、带材、排材、管材、棒材、箔材、线材等七大类。

根据 CNIA 的数据，2023 年我国全年实现铜加工材综合产量 2,085 万吨，同比增长 3.0%，高于 2022 年 1.8% 的同比增速，总体呈现稳中有增的高质量发展趋势。其中钢管材 224 万吨，同比增长 5.7%；铜棒材 201 万吨，同比增长 1.5%；铜箔材 89 万吨，同比增长 11.3%。

图 17：中国 2023 年钢管材产量



资料来源：CNIA、招商证券

**钢管材的下游应用：**主要为制冷行业、海洋工程、船舶、石油化工、轨道交通等

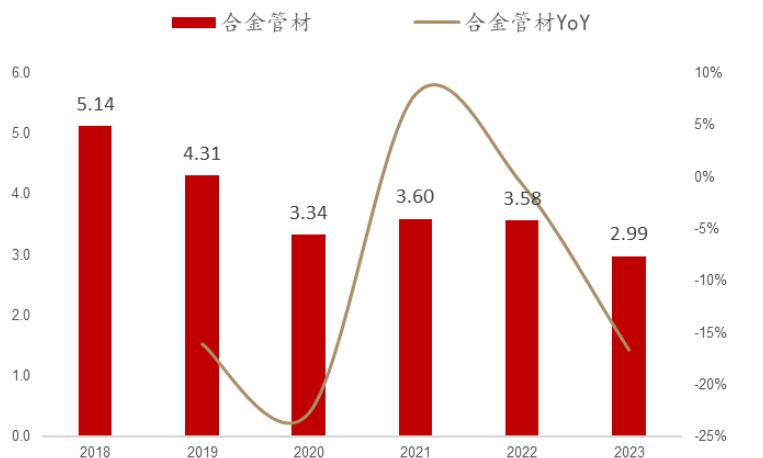
- **制冷行业：**我国钢管约有 75% 应用于制冷行业。钢管产品钢管由于其柔韧性、导热性以及耐腐蚀性优异等特点，被广泛应用于空调与冰箱、冰柜等设备的蒸发器、冷凝器、连接管、配管、管件等领域，其中空调是主要下游。
- **海洋工程和船舶行业：**据产业信息网测算，在一般军用和商用船上，铜及铜合金的用量可占到舰船自重的 2%-3%。在海洋工程中，由于铜合金冷凝管具有导电性、导热性以及耐腐蚀等优良性能，应用前景广阔。舰船冷凝器是保证舰船动力装置正常运转所不可缺少的重要组成部件。对于海水淡化设备和大面积浸泡于海水受海水腐蚀的船舶领域，大量使用 BFe10-1-1 和 BFe30-1-1 牌号的白钢管作为冷凝管。
- **石油化工行业：**铜换热管是换热压力容器（又称热交换器）的组成部分，后者广泛应用于石油化工行业。石油消费量的稳步增长将促进石油化工设备制造业的长期发展，从而带动石油化工行业对铜换热管的需求。
- **轨道交通行业：**贯通地线是一种铁路信号设备，通常在铁路信号系统轨道电路区段与电缆同沟敷设，由绞合铜导体和外护套构成。其中，外护套的核心指标主要是机械物理性能（体积电阻率、抗拉强度、断裂伸长率）、环保性能（有害物质含量）和耐腐蚀性能等。根据中国国家铁路集团有限公司发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，2035 年我国高铁里程预计达到 7 万公里，是 2019 年末的 2 倍。这意味着，我国在较长一段时间内对信号控制用高铁贯通地线有较大规模的需求。

## 2、公司合金管材业务保持稳定发展

随着公司战略转型，公司合金管材业务向高性能产品发展，预计保持稳定发展。对于合金管材业务，公司主动收缩低附加值紫铜管业务规模，铜镍合金管（按成分为白铜管）和高铁地线合金管（按成分为黄铜管）附加值较高，预计保持稳定发展。通过研发新技术、开发新产品、优化生产工艺实现了向高性能高附加值产品的迭代：

- 公司承担了 2017 年度国家工业强基工程“高强耐磨耐蚀特种铜合金材料”项目，自主研发了大型舰船用高强耐蚀铜合金无缝管制造技术，并应用于铜镍合金管的生产制造。该核心技术产品的下游领域主要为船舶、石油化工、能源电力等。
- 公司自主研发了高铁贯通地线用铜合金无缝盘管制造技术，并应用于高铁地线合金管（即“高铁贯通地线铜合金无缝盘管”）的生产制造。因无焊缝而避免了焊缝裂纹引起的安全隐患，符合 2018 年实施的铁道行业标准，得到了下游用户的认可，市场份额第一。
- 公司自主研发了化工装备降膜用纯镍管制造技术和镍基耐蚀合金管材的生产工艺，并应用于镍基耐蚀合金的生产制造。该核心技术产品的下游应用领域主要是船舶、电力、石油化工等。

图 18：公司近年合金管材业务保持稳定发展（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

## 四、股权激励推动公司提质增效

公司于 2023 年 8 月发布《江苏隆达超合金股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 53 名激励对象首次授予 550.00 万股（占总股本 2.23%）第二类限制性股票，授予价格均为每股 12.08 元。2023 年 9 月，公司发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，首次授予 480.20 万股（占总股本 1.95%）。该激励计划有效期自限制性股票首次授予之日起至激励对象获授的限制性股票全部归属或作废失效之日止，最长不超过 60 个月。

表 6：激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票的数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
<b>一、董事、高级管理人员</b>				
浦益龙	董事长、总经理	118.7	21.58%	0.48%
浦燕	董事、副总经理、财务总监	42.6	7.75%	0.17%
浦迅瑜	董事	10.2	1.85%	0.04%
钱建国	董事(换届离任), 仍在职	29.0	5.27%	0.12%
陈义	董事	15.2	2.76%	0.06%
蒲锦瑜	副总经理	41.2	7.49%	0.17%
顾振	副总经理	12.7	2.31%	0.05%
黄伟	副总经理(换届新聘任为高管)	9.0	1.64%	0.04%
周向东	副总经理、核心技术人员	22.7	4.13%	0.09%
王世普	副总经理、核心技术人员	12.7	2.31%	0.05%
<b>二、核心技术人员</b>				
王博	核心技术人员	11.7	2.13%	0.05%
李亚峰	核心技术人员	12.7	2.31%	0.05%
梁岩	核心技术人员	7.3	1.33%	0.03%
<b>三、其他激励对象</b>				
技术(业务)骨干人员(40人)		134.5	24.45%	0.55%
预留部分		69.8	12.69%	0.28%
<b>合计</b>		550.00	100.00%	2.23%

资料来源：公司公告，招商证券

- **归属条件：**1) 首次授予部分：本激励计划首次授予部分考核年度为2023-2025年三个会计年度，每个会计年度考核一次。根据每个考核年度业绩完成度的达成情况，确定公司层面归属比例(X)；2) 预留授予部分：本激励计划预留部分限制性股票未在2023年三季度报告披露前授出，业绩考核目标主要在2024及2025两个年度。

图 19：首次授予限制性股票业绩考核目标

归属期	考核年度	考核年度公司高温合金营业收入相比于2022年增长率(A)	
		触发值(An)	目标值(Am)
第一个归属期	2023	40%	50%
第二个归属期	2024	80%	100%
第三个归属期	2025	120%	150%

资料来源：公司公告、招商证券

图 20：预留授予限制性股票业绩考核目标

归属期	考核年度	考核年度公司高温合金营业收入相比于2022年增长率(A)	
		触发值(An)	目标值(Am)
第一个归属期	2024	80%	100%
第二个归属期	2025	120%	150%

资料来源：公司公告、招商证券

根据公司每年实际业绩完成情况，公司层面归属比例安排如下：

表 7：本计划授予的限制性股票解除限售期公司层面归属比例

考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)
考核年度公司高温合金营业收入相比于 2022 年增长率 (A)	$A \geq A_m$	$X_1=100\%$
	$A_n \leq A < A_m$	$X_1=A/A_m$
	$A < A_n$	$X_1=0\%$

资料来源：公司公告，招商证券

- 费用端影响：本激励计划的股份支付费用将在本激励计划的实施过程中按归属安排的比例摊销。由本激励计划产生的激励成本将在经常性损益中列支。其中首次授予的第二类限制性股票预计摊销的总费用将达到 6045.72 万元。考虑激励计划对公司发展产生的正向作用，由此激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低委托代理成本，激励计划带来的公司业绩提升将高于因其带来的费用增加。

表 8：首次授予的第二类限制性股票对各期会计成本的影响（单位：万元）

首次授予限制性股票数量(万股)	需摊销的总费用(万元)	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
480.20	6,045.72	1,295.74	3,102.25	1,230.27	417.45

资料来源：公司公告，招商证券

## 五、投资建议

### 1、公司营收快速提升，高温合金贡献主要增速。

1) 营收端：2021-2023 年公司营收保持快速增长态势，高温合金业务贡献主要增速。2021-2023 年 CAGR 达到 30%以上，主要系公司高温合金业务快速拓展所致；2024Q1，公司实现营收 3.17 亿，同比提升 30.54%，高增速保持，其中高温合金产品实现营收 2.06 亿，同比提升 43.75%。2) 利润端：归母净利润于 23 年出现下滑，24Q1 剔除股份支付费用影响后恢复高增速。公司归母净利润自 2019-2022 年快速提升，高温合金销售放量且毛利率有所保持。2023 年度公司归母净利润出现下滑，降至 0.55 亿，主要系受原材料价格波动影响，计提存货跌价准备，股份支付、研发费用与导入验证费用比上年同期增加等因素影响。2024Q1，公司实现归母净利润 0.28 亿，同比提升 7.15%，剔除股份支付费用影响，实现归母净利润 0.39 亿，同比提升 49.19%，恢复高增速。

### 2、高温合金行业供不应求，市场空间保持增长。

高温合金是航空航天等战略性产业的关键战略材料，不仅有优良的高温强度、良好的抗氧化和耐腐蚀性能，而且还有良好的综合性能，如蠕变性能、疲劳性能、断裂韧性、组织稳定性、工艺性能等。**供不应求：**高温合金供不应求情况凸显，供给缺口逐年扩大：根据观研产业研究院数据，2022 年高温合金产量为 4.2 万吨，需求量则达到了 7.0 万吨，缺口扩大至 2.8 万吨，持续呈现增长态势。**市场空间广阔：**根据 QYresearch 数据，2023 年全球高温合金市场销售额达到了 696 亿元，预计 2030 年将达到 1080 亿元，年复合增长率 (CAGR) 为 6.4% (2024-2030)。根据前瞻产业研究院整理，预计到十四五期间我国高温合金市

场规模将保持年化 9.4%以上的增速，到 2026 年达到约 342 亿元左右。

### 3、高温合金核心供应商之一，两机、民品及国际市场全面布局。

公司自 2015 年开始布局高温合金业务，铸造高温合金母合金先行布局，变形高温合金打开更广阔空间。

➤ 市场开拓：两机、民品及国际市场全面布局，国际市场有望实现快速增长。

**1)国内市场：**①国内军用航空航天领域：已形成多牌号的铸造及变形高温合金的导入和考核，②民用航空：已进入长江系列发动机产品供应商选用目录；③国内燃机领域：公司批量供应多个燃机热端部件供应商。**2)国际市场：**加快布局，全面发力导入全球知名的航空、燃机、油气行业客户，国际业务实现快速增长。其中，国际民航领域，公司已与多家国际知名发动机公司对公司开展了供应商准入与审核工作，为罗罗的全球锻件供应商批量供货，同时与赛峰、霍尼韦尔、柯林斯宇航等展开合作。

➤ 技术端：处于国内领先水平。公司铸造高温合金母合金及变形高温合金技术处于国内领先水平，能够采用国际成熟、国内先进的“真空感应+电渣重熔+真空自耗”三联熔炼工艺生产变形高温合金。

➤ 产能端：高产能为需求放量做足准备。根据公司《2023 年年度报告》，公司具有高温耐蚀合金总产能 8000 吨，其中铸造高温合金及镍基耐蚀合金产能 3000 吨、变形高温合金产能 5000 吨。

➤ 竞争格局：行业技术水平要求高，壁垒相对较高，国内外竞争格局较为稳定。

### 4、股权激励推动公司提质增效，充分彰显增长信心。

公司于 2023 年 8 月发布《江苏隆达超合金股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划(草案)》，拟向 53 名激励对象首次授予 550.00 万股(占总股本 2.23%)第二类限制性股票，授予价格均为每股 12.08 元。2023 年 9 月，公司发布《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》，首次授予 480.20 万股(占总股本 1.95%)。解锁条件方面，首次授予部分以 2022 年高温合金营收为基期，2023-2025 年高温合金营收相比基期增速目标值分别为 50%/100%/150%。股权激励计划的推出将有助于保持管理层和核心骨干员工长期持续的积极性，也彰显了公司对高温合金业务快速拓展的信心。

## 六、盈利预测

公司是我国民营高温合金核心供应商之一，紧抓全球先进航空发动机和燃气轮机市场持续增长、国内市场整体稳定增长的机遇，多点发力开拓市场，新牌号的持续导入大力提升高温合金产品的产量和销量。

➤ 高温合金业务：公司战略重心集中于高温合金业务，持续加快市场开拓，形成两机、民品及国际市场全面布局。国内市场持续牌号导入，国外市场在航发、燃机及油气领域客户中快速开拓，预计将保持高增速。盈利能力方面，国外市场的毛利率较高，预计随着国外市场的开拓，毛利率预计提升。

➤ 合金管材业务：公司主动收缩低附加值紫铜管业务规模，铜镍合金管（按成分属于白铜管）和高铁地线合金管（按成分属于黄铜管）附加值较高，预计保持稳定发展。

公司 2024-2026 年归母净利润预测达到分别为 0.90 亿、1.36 亿和 1.78 亿元。

**表 9：销售收入结构预测**

报告期		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
收入	百万元	952	1208	1692	2146	2622
成本	百万元	777	1022	1415	1781	2165
毛利	百万元	174	186	277	365	457
毛利率		18.3%	15.4%	16.4%	17.0%	17.4%
高温耐蚀合金						
收入	百万元	531	804	1241	1643	2059
成本	百万元	407	674	1031	1359	1699
毛利	百万元	124	130	210	284	360
毛利率		23.3%	16.2%	16.9%	17.3%	17.5%
合金管材						
收入	百万元	358	302	317	333	350
成本	百万元	331	282	296	310	326
毛利	百万元	27	21	22	23	24
毛利率		7.4%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
其他主营业务						
收入	百万元	62	101	134	170	213
成本	百万元	39	66	88	112	140
毛利	百万元	24	35	46	58	73
毛利率		37.8%	34.3%	34.3%	34.3%	34.3%

资料来源：公司公告、招商证券

## 七、风险提示

- 1、市场开拓不及预期风险。
- 2、上游原材料供求关系变动、价格波动，影响公司盈利能力。
- 3、行业估值波动。军工行业整体估值于 A 股二级市场中偏高。

**图 21：隆达股份历史 PE Band**



资料来源：公司数据、招商证券

**图 22：隆达股份历史 PB Band**



资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1932	1561	1930	2428	2956
现金	916	297	170	206	251
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	109	143	200	254	310
应收款项	340	417	585	742	906
其它应收款	6	2	3	4	5
存货	466	630	872	1096	1331
其他	95	70	98	124	151
<b>非流动资产</b>	1236	1795	1836	1875	1912
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	483	544	599	648	694
无形资产商誉	66	82	74	66	60
其他	687	1168	1164	1161	1158
<b>资产总计</b>	<b>3168</b>	<b>3356</b>	<b>3766</b>	<b>4303</b>	<b>4867</b>
<b>流动负债</b>	255	440	790	1218	1646
短期借款	30	117	399	733	1062
应付账款	141	221	306	385	467
预收账款	9	13	18	23	28
其他	75	88	66	77	89
<b>长期负债</b>	113	133	133	133	133
长期借款	29	55	55	55	55
其他	84	79	79	79	79
<b>负债合计</b>	<b>368</b>	<b>573</b>	<b>923</b>	<b>1351</b>	<b>1779</b>
股本	247	247	247	247	247
资本公积金	2375	2388	2388	2388	2388
留存收益	179	145	206	315	452
少数股东权益	0	3	3	2	2
归属于母公司所有者权益	2801	2780	2841	2950	3087
<b>负债及权益合计</b>	<b>3168</b>	<b>3356</b>	<b>3766</b>	<b>4303</b>	<b>4867</b>

## 利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	952	1208	1692	2146	2622
营业成本	777	1022	1414	1777	2157
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	17	25	31	34	38
管理费用	34	56	73	89	103
研发费用	61	73	95	114	134
财务费用	1	(25)	11	23	36
资产减值损失	(16)	(36)	(10)	(5)	(5)
公允价值变动收益	(10)	0	0	0	0
其他收益	31	28	28	28	28
投资收益	(5)	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	60	55	90	136	179
营业外收入	11	3	3	3	3
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	70	56	91	137	180
所得税	(25)	1	1	1	2
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>94</b>	<b>55</b>	<b>90</b>	<b>136</b>	<b>178</b>

## 主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业收入	31%	27%	40%	27%	22%
营业利润	-9%	-8%	64%	51%	31%
归母净利润	35%	-41%	63%	51%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.3%	15.4%	16.5%	17.2%	17.7%
净利率	9.9%	4.6%	5.3%	6.3%	6.8%
ROE	5.7%	2.0%	3.2%	4.7%	5.9%
ROIC	4.3%	1.0%	3.2%	4.5%	5.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.6%	17.1%	24.5%	31.4%	36.5%
净负债比率	1.9%	6.1%	12.0%	18.3%	22.9%
流动比率	7.6	3.5	2.4	2.0	1.8
速动比率	5.8	2.1	1.3	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	2.2	1.9	1.9	1.8	1.8
应收账款周转率	2.8	2.4	2.5	2.4	2.4
应付账款周转率	5.7	5.6	5.4	5.1	5.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.38	0.22	0.36	0.55	0.72
每股经营净现金	-1.31	-0.82	-1.09	-0.74	-0.57
每股净资产	11.34	11.26	11.51	11.95	12.50
每股股利	0.36	0.12	0.11	0.17	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	44.1	75.2	46.3	30.7	23.4
PB	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	51.7	69.6	30.8	22.3	17.6

## 现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	(322)	(202)	(268)	(182)	(141)
净利润	94	55	90	136	178
折旧摊销	40	50	58	61	64
财务费用	12	(19)	11	23	36
投资收益	5	(9)	(36)	(36)	(36)
营运资金变动	(449)	(280)	(404)	(378)	(395)
其它	(25)	1	13	12	12
<b>投资活动现金流</b>	(1201)	(32)	(65)	(65)	(65)
资本支出	(386)	(108)	(102)	(102)	(102)
其他投资	(815)	76	36	36	36
<b>筹资活动现金流</b>	1885	77	207	283	252
借款变动	(302)	132	248	334	329
普通股增加	62	0	0	0	0
资本公积增加	2141	13	0	0	0
股利分配	0	(89)	(30)	(27)	(41)
其他	(15)	20	(11)	(23)	(36)
<b>现金净增加额</b>	<b>362</b>	<b>(158)</b>	<b>(126)</b>	<b>36</b>	<b>45</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。