

核心技术获得特等奖，下游需求复苏与核聚变项目推进下各业务有望同步迎来增量

核心观点

事件：公司的 EAST 大科学装置千秒级稳态高参数等离子体关键技术及工程应用成果获得安徽省科学技术进步奖特等奖。

- 超导材料业务全球领先，多项目实现批量供货。**公司参与了 EAST 装置超导磁体馈线系统性能升级，为项目提供高性能低温超导线材，有力支撑了 EAST 装置千秒级稳态高参数运行模式新世界记录的突破，对我国自主建设聚变工程堆具有重要意义；24 年来看，公司完成了国内核聚变 CRAFT 项目用超导线材的交付任务，并开始为 BEST 聚变项目批量供货；同时积极推进高温超导材料的研发和生产，发明了分步法合成元素掺杂粉末、芯部增强导体结构，制出长度达到百米量级的带材和线材，为相关应用领域积累了高温超导材料基础；MRI 用超导线材中，公司拥有全球唯一铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产线，具有较强超导产品影响力。
- 高性能高温合金技术创新实现多项关键突破。**公司 24 年高温合金二期熔炼生产线建成投产，自主设计的返回料处理线成功突破返回料处理技术，多个主要牌号通过“两机”、航天型号等用户产品认证，行业竞争力显著提升；在其他材料研发上，公司成功攻克航空结构件用某高强度大规格棒材稳定性控制技术，性能优异并获得型号供货资格，超超临界燃煤发电站用高温合金基本完成应用考核评价。通过自主开发新技术、新工艺，引进国际先进装备等，未来将持续提升高温合金质量稳定性，进一步降低产品成本，推动我国高温合金产业向更高水平发展。
- 高端钛合金市场不断拓展。**24 年公司成功制备出国内最大规格的耐蚀高韧钛合金锻坯，新型高温钛合金锻坯、板坯及丝棒材研发取得进展，海洋、兵器、核工业等领域的钛合金研制任务稳步推进，获得多个型号供货资格；同时开发出多个牌号钛合金循环利用全套熔炼技术，循环利用处理线和丝棒材连轧线建设顺利推进。作为我国高端钛合金棒丝材主要研发生产基地，公司自主研发多项关键技术，满足高端市场需求，批量生产的新型钛合金填补国内空白，保障国家关键材料供应。

盈利预测与投资建议

- 根据行业需求情况下调营收与毛利率，调整 25、26 年 EPS 为 1.60、1.97 元（前值为 1.92、2.49 元），新增 27 年 EPS 为 2.41 元。参考可比公司 25 年估值水平，对应 25 年 42 倍 PE，目标价 67.20 元，维持买入评级。

风险提示：行业需求不及预期；产品价格下降风险。

公司主要财务信息

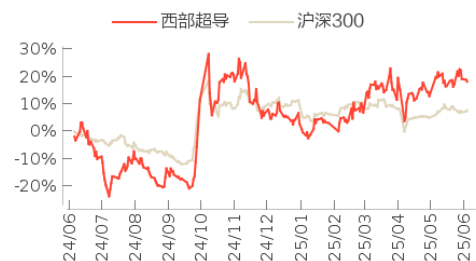
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,159	4,612	6,028	7,337	8,839
同比增长(%)	-1.6%	10.9%	30.7%	21.7%	20.5%
营业利润(百万元)	870	1,007	1,318	1,633	2,001
同比增长(%)	-29.7%	15.7%	30.9%	23.9%	22.5%
归属母公司净利润(百万元)	752	801	1,042	1,282	1,567
同比增长(%)	-30.3%	6.4%	30.1%	23.0%	22.3%
每股收益(元)	1.16	1.23	1.60	1.97	2.41
毛利率(%)	31.9%	33.6%	33.9%	34.7%	35.4%
净利率(%)	18.1%	17.4%	17.3%	17.5%	17.7%
净资产收益率(%)	12.2%	12.3%	14.9%	16.8%	18.5%
市盈率	42.4	39.8	30.6	24.9	20.3
市净率	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年06月04日）	49.08 元
目标价格	67.20 元
52 周最高价/最低价	55.57/31.44 元
总股本/流通 A 股（万股）	64,966/64,966
A 股市值（百万元）	31,886
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2025 年 06 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.67	4.65	3.17	18.37
相对表现%	-4.52	2.05	3.59	11.37
沪深 300%	0.85	2.6	-0.42	7



证券分析师	
罗楠	021-63325888*4036 luonan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518100001
冯函	021-63325888*2900 fenghan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070002

联系人	
鲍丙文	baobingwen@orientsec.com.cn

相关报告	
Q2 业绩环比改善，钛合金业务有望见底回升	2024-09-02
超导、高温合金增长强劲，钛合金静待需求复苏	2024-04-02
高端钛合金龙头步入高速发展通道，高温合金+低温超导蓄力新腾飞	2023-12-17

附录

表 1：西部超导可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元) 2025/6/4	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
西部材料	002149	18.54	0.32	0.62	0.83	0.81	57.36	30.02	22.24	22.97
钢研高纳	300034	16.11	0.31	0.33	0.41	0.47	51.63	48.45	39.03	34.15
图南股份	300855	22.05	0.68	0.88	1.14	1.26	32.66	25.20	19.41	17.46
华秦科技	688281	54.78	1.52	1.77	2.14	2.62	36.07	31.00	25.65	20.93
中航西飞	000768	24.81	0.37	0.43	0.51	0.60	67.42	57.72	48.51	41.53
铂力特	688333	57.79	0.38	0.76	1.11	1.68	150.38	76.09	52.10	34.36
	调整后 平均							42	34	28

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,482	1,513	1,507	1,834	2,210	营业收入	4,159	4,612	6,028	7,337	8,839
应收票据、账款及款项融资	3,331	4,203	5,492	6,684	8,053	营业成本	2,833	3,065	3,985	4,792	5,712
预付账款	44	52	69	83	101	销售费用	31	28	38	46	55
存货	3,342	3,860	5,019	6,035	7,193	管理费用	194	195	252	306	368
其他	1,293	972	980	988	996	研发费用	329	351	423	511	613
流动资产合计	9,493	10,600	13,067	15,624	18,553	财务费用	47	37	108	141	170
长期股权投资	188	191	191	191	191	资产、信用减值损失	30	92	56	51	53
固定资产	1,406	2,062	2,085	2,071	2,034	公允价值变动收益	39	26	26	26	26
在建工程	536	232	188	166	155	投资净收益	4	5	5	5	5
无形资产	291	328	302	277	252	其他	133	130	121	112	102
其他	169	196	163	163	163	营业利润	870	1,007	1,318	1,633	2,001
非流动资产合计	2,591	3,009	2,930	2,869	2,795	营业外收入	3	1	1	1	1
资产总计	12,084	13,609	15,997	18,493	21,348	营业外支出	5	2	2	2	2
短期借款	728	779	1,834	2,719	3,665	利润总额	868	1,006	1,317	1,633	2,000
应付票据及应付账款	1,857	2,653	3,449	4,147	4,943	所得税	104	130	170	211	258
其他	839	1,524	1,569	1,609	1,656	净利润	765	876	1,147	1,422	1,742
流动负债合计	3,423	4,956	6,851	8,475	10,264	少数股东损益	12	75	105	140	175
长期借款	1,535	887	887	887	887	归属于母公司净利润	752	801	1,042	1,282	1,567
应付债券	18	18	18	18	18	每股收益（元）	1.16	1.23	1.60	1.97	2.41
其他	371	482	270	270	270	主要财务比率					
非流动负债合计	1,925	1,387	1,176	1,176	1,176		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	5,348	6,342	8,027	9,651	11,440	成长能力					
少数股东权益	411	583	688	828	1,003	营业收入	-1.6%	10.9%	30.7%	21.7%	20.5%
实收资本（或股本）	650	650	650	650	650	营业利润	-29.7%	15.7%	30.9%	23.9%	22.5%
资本公积	3,577	3,647	3,647	3,647	3,647	归属于母公司净利润	-30.3%	6.4%	30.1%	23.0%	22.3%
留存收益	2,078	2,359	2,978	3,711	4,602	获利能力					
其他	20	28	6	6	6	毛利率	31.9%	33.6%	33.9%	34.7%	35.4%
股东权益合计	6,736	7,267	7,970	8,842	9,908	净利率	18.1%	17.4%	17.3%	17.5%	17.7%
负债和股东权益总计	12,084	13,609	15,997	18,493	21,348	ROE	12.2%	12.3%	14.9%	16.8%	18.5%
现金流量表						ROIC	8.8%	9.4%	11.5%	12.3%	13.1%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	765	876	1,147	1,422	1,742	资产负债率	44.3%	46.6%	50.2%	52.2%	53.6%
折旧摊销	132	140	191	205	217	净负债率	18.4%	15.7%	27.6%	31.2%	33.6%
财务费用	47	37	108	141	170	流动比率	2.77	2.14	1.91	1.84	1.81
投资损失	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)	速动比率	1.77	1.36	1.17	1.13	1.11
营运资金变动	(838)	(424)	(1,632)	(1,491)	(1,710)	营运能力					
其它	61	(177)	(227)	(26)	(26)	应收账款周转率	2.5	1.9	1.9	1.9	1.9
经营活动现金流	162	446	(418)	245	388	存货周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(795)	(510)	(143)	(144)	(144)	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
长期投资	(33)	(4)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	445	493	31	31	31	每股收益	1.16	1.23	1.60	1.97	2.41
投资活动现金流	(383)	(20)	(113)	(113)	(113)	每股经营现金流	0.25	0.69	-0.64	0.38	0.60
债权融资	536	(53)	0	0	0	每股净资产	9.74	10.29	11.21	12.34	13.71
股权融资	31	71	0	0	0	估值比率					
其他	(796)	(455)	525	195	100	市盈率	42.4	39.8	30.6	24.9	20.3
筹资活动现金流	(229)	(437)	525	195	100	市净率	5.0	4.8	4.4	4.0	3.6
汇率变动影响	2	3	-0	-0	-0	EV/EBITDA	30.8	27.3	20.0	16.3	13.5
现金净增加额	(449)	(8)	(6)	327	376	EV/EBIT	35.3	31.0	22.7	18.2	14.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。