

再论龙头还有哪些预期差？

——久立特材深度之二

核心观点

- **高质量、高速度的成长力，优秀的预期管理，铸就股价显著超额。**久立特材是具有全球竞争力的高端材料技术企业。近 10 年公司销量、营收、主业归母净利润复合增速分别达 8.5%、14.2%、22.3%。近 5 年公司市场预期管理优秀，股价显著跑赢沪深 300ETF。然而公司 PE 估值仍没有脱离 13-15X 的波动中枢。**市场在担忧什么？公司哪些潜力没有被市场充分预期？**
- **主业的认知偏差：全球酸性和深海油气是大势所趋，公司相对油气周期有自身 alpha。**24 年公司油气领域营收占比约 63%，市场不乏对公司产品需求市场或萎缩的担忧。**从材料体系看**，公司产品为不锈钢管和镍基合金管，主要面向深海和酸性油气。**深海油气方面**，中东陆地、深海油田在全球待开采资源中成本最低，未来深海和超深海油气产量或不断提升，且油井深度逐步增加；**酸性油气方面**，全球油气酸性程度或逐年加重，中东油气同时含有硫化物和 CO₂，工况更为复杂，阿联酋也正在开发世界最大之一的海上超酸性气田项目。酸性和深海油气市场主要在海外，公司海外业务持续发力，高水平的国际化有望部分抵消油气资本开支周期波动。
- **成长的预期偏差：油气只是基础，公司或成长为镍基材料平台，未来在航空和核电领域或还有更多惊喜。**一代材料，一代装备，公司高水平建设合金公司以保障高端镍基材料供给，且经营情况良好；引入中国工程院院士加盟建立研发体系，建设高端材料系列试验平台，公司未来有望成长为镍基先进材料平台。公司产品深度参与国内三代、四代核电技术，核聚变领域有望成为新增量；公司产品可用于民用航空发动机附件外部管路等部件，发展空间较大。
- **商业模式认知偏差：公司管理层奉行不内卷、向外看、高端化、长期主义的经营战略，打造百年久立。**高端产品久立特材后来者居上，产品档次与海外龙头企业如 ALLEIMA 的差距或将不断缩小；公司秉持低杠杆的稳健运营策略，后续高附加值、高技术含量产品营收和占比或将不断提升，高端产品或加速放量；公司自由现金流和现金储备充裕，公司通过分红+回购回报资本市场力度不断加大，未来高股息可期。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2025-2027 年每股收益为 1.75、1.93 和 2.14 元。以 DCF 法进行估值，目标价 32.36 元，维持买入评级。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、能源价格大幅波动风险、假设条件变化影响测算结果的风险。

公司主要财务信息

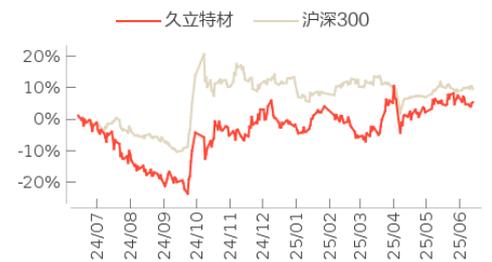
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,568	10,918	13,106	13,729	14,554
同比增长(%)	31.1%	27.4%	20.0%	4.8%	6.0%
营业利润(百万元)	1,734	1,813	2,037	2,240	2,492
同比增长(%)	24.8%	4.6%	12.4%	9.9%	11.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,489	1,490	1,709	1,884	2,095
同比增长(%)	15.6%	0.1%	14.7%	10.2%	11.2%
每股收益(元)	1.52	1.53	1.75	1.93	2.14
毛利率(%)	26.2%	27.6%	26.5%	26.2%	26.9%
净利率(%)	17.4%	13.7%	13.0%	13.7%	14.4%
净资产收益率(%)	22.1%	19.7%	19.0%	17.8%	18.2%
市盈率	15.8	15.8	13.8	12.5	11.3
市净率	3.3	3.0	2.3	2.1	2.0

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13日)	24.14 元
目标价格	32.36 元
52 周最高价/最低价	25.52/17.4 元
总股本/流通 A 股 (万股)	97,717/95,476
A 股市值 (百万元)	23,589
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2025 年 06 月 15 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.63	-0.21	8.1	5.38
相对表现%	0.88	0.61	9.31	-4.21
沪深 300%	-0.25	-0.82	-1.21	9.59



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

相关报告

业绩超预期，分红创新高：——久立特材 2025-04-13
2024 年报点评
高端化持续发力，质量回报双提升：久立特材 2024 年三季度报点评 2024-11-03
高端化喜获丰收，Q3 业绩超预期：——久立特材 2023 年三季度报点评 2023-11-02

目录

1、价值体现：估值是否已反映公司的高成长力？	6
1.1 市场表现：高质量、高速度的成长力，获得显著超额	6
1.2 估值抬升：预期管理优秀，估值或仍有空间	7
2、主业的认知偏差：深海和酸性油气大势所趋，高等级材料需求强度提升 ...	9
2.1 深海油气：中东、南美深海和超深海油气产量或不断提升	9
2.2 酸性油气：全球油气酸性程度或逐年加重，中东或是增量大市场	11
2.3 “真”国际化：面向深海和酸性油气，开启高水平国际化	12
3、成长的预期偏差：先进镍基材料平台，民用航发、先进核电提供广阔舞台	15
3.1 民用航发：附件管路不锈钢单台价值不容低估，国产替代和全球市场空间广阔	15
3.2 先进核电：三代核电批建常态化、四代核电方兴未艾，核聚变或成新热点	19
3.3 成长目标：全产业布局或成为先进镍基材料平台，未来或有更多惊喜	26
4、商业模式：长期主义、后发优势、稳健运营、高分红潜质	29
4.1 企业精神：坚持长期主义，不内卷、向外看	29
4.2 时间在我：后来者居上，高端化、国际化空间广阔，未来或有更多“久立方案”	29
4.3 创新驱动：低杠杆运营，利润率驱动的 ROE 提升	32
4.4 分红潜力：自由现金流和现金储备充沛，或进入高分红时代	33
盈利预测与投资建议	35
盈利预测	35
投资建议	36
风险提示	37

图表目录

图 1: 2024 年久立特材营收行业分布	6
图 2: 久立特材不锈钢管生产流程示意图	6
图 3: 久立特材营业收入和产品销量不断增长	6
图 4: 久立特材主业利润稳步增长	6
图 5: 久立特材吨售价和吨毛利的历史变化情况	7
图 6: 久立特材主业 ROE 和毛利率的历史变化情况	7
图 7: 2020 年以来久立特材和沪深 300 指数和申万钢铁指数的走势对比	7
图 8: 久立特材 EPS (元) 的公布值、Wind 一致预测值对比	8
图 9: 2020 年以来久立特材 PE-band	8
图 10: 强化政策情景下中国能源消费构成	9
图 11: 既定政策情形下全球能源消费构成	9
图 12: 全球存量原油资源供应成本曲线: 中东陆地、深海油田在待开采资源中成本最低	10
图 13: 中东陆地、海上大陆架和深海油田产量占比将提升: 成本位于行业曲线 50% 以下分位 ..	10
图 14: 2000 米以上的深海和超深海油气产量或大幅提升	10
图 15: 预计 23-30 年深海油气产量年均复合增速或达 3.5%	10
图 16: 除 2020 年极端情况外, 16-23 年全球深海和超深海油气勘探钻井数较为平稳, 受油价影响较小	11
图 17: 全球陆上和海上油气绿地项目资本开支 (亿美元)	11
图 18: 酸性油气在全球分布广泛, 其中北美和中东地区油气同时含有硫化物和 CO ₂	11
图 19: 墨西哥、沙特、科威特、阿联酋、伊朗、阿曼等国油气为含硫化物较高的重质油气	11
图 20: 美国炼厂入厂原油含硫量不断提升	12
图 21: 阿布扎比国家石油公司 Hail 和 Ghasha 海上超酸性天然气项目示意图	12
图 22: 深海油气天普遍面临高温、高压等恶劣环境	12
图 23: 酸性油气高腐蚀工况对油气装备材料要求愈发苛刻	12
图 24: 久立特材海外业务持续发力	13
图 25: 久立特材与常宝股份海外营收占比更高	13
图 26: 久立特材主营业务毛利率 (%) 更为稳定	13
图 27: GENx 系列发动机各部件材料应用情况	15
图 28: CF6 发动机中各类型材料重量占比	15
图 29: 某商用航空发动机的外部管路分布	16
图 30: 某军用航空发动机的外部管路分布	16
图 31: CFM56-5B 型发动机空气管路部件图	16
图 32: CFM56-5B 型发动机滑油管路部件图	16
图 33: CFM56-5B 型发动机燃油管路部件图	17

图 34: CFM56-5B 型发动机涡轮冷却空气管路部件图	17
图 35: CFM56-5B 型发动机涡轮冷却空气管路部件图 2	17
图 36: CFM56-5B 型发动机燃烧器燃油管路部件图	17
图 37: 2023-2033 年全球民用客机新交付量预测	17
图 38: 2023-2033 年全球民用客机新交付市场份额预测	17
图 39: 民用航空发动机产业链示意图	18
图 40: 国内三代核电核准机组数量(台)	19
图 41: 全球年度新建三代核电机组数量(台)	19
图 42: 全球核聚变企业股权投资快速增长	23
图 43: 商业可控核聚变公司并网发电预期时间	23
图 44: 全球商业可控核聚变公司预估 2040 年后才能并网发电的比例	24
图 45: TF、PF、CS 线圈示意图 1	24
图 46: TF、PF、CS 线圈示意图 2	24
图 47: ITER 项目投资占比	25
图 48: TF 和 PF 导管的制造过程	25
图 49: 合金公司真空感应炉	27
图 50: 合金公司电渣重熔炉	27
图 51: 合金公司营业收入和净利润快速增长	28
图 52: 合金公司经营活动现金流量快速增长	28
图 53: 久立特材金属材料研究院外景	28
图 54: 高温持久蠕变试验机示意图	28
图 55: 久立特材与全球主要竞争对手营收变化情况	30
图 56: 久立特材与全球主要竞争对手 EBITDA 变化情况	30
图 57: 久立特材与全球主要竞争对手 EBITDA 利润率情况	30
图 58: 2023 年久立特材员工数量首次超越 Alleima	30
图 59: 久立特材与 ALLEIMA 人均创收对比 (万元/人)	31
图 60: 久立特材与 ALLEIMA 人均 EBITDA 对比 (万元/人)	31
图 61: Alleima 产品单吨售价明显高于久立特材不锈钢无缝管 (单位: 元/吨)	32
图 62: 久立特材高附加值、高技术产品营收和占比变化	32
图 63: 久立特材吨折旧摊销变化情况(元/吨)	32
图 64: 久立特材 ROE 和毛利率的历史变化情况	33
图 65: 久立特材资产负债率和有息负债率的历史变化情况	33
图 66: 久立特材折旧摊销 VS 资本开支 (单位: 亿元)	33
图 67: 久立特材企业自由现金流量 FCFF(亿元)	33
图 68: 公司分红+回购总额占主业归母净利润比例和股息率	34
图 69: 久立特材未分配利润和现金储备情况	34

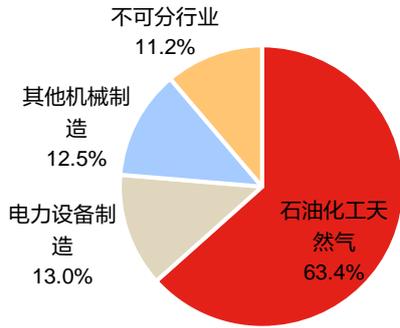
表 1: 三代核电不锈钢及其以上管材用量	20
表 2: 核电不锈钢及其以上管材用量.....	21
表 3: 合肥紧凑型聚变能实验装置 (BEST) 项目部分招标信息 (截止自 2025 年 5 月)	26
表 4: 合金公司主要合金材料牌号	27
表 5: DCF 估值模型假设	36
表 6: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析.....	36

1、价值体现：估值是否已反映公司的高成长力？

1.1 市场表现：高质量、高速度的成长力，获得显著超额

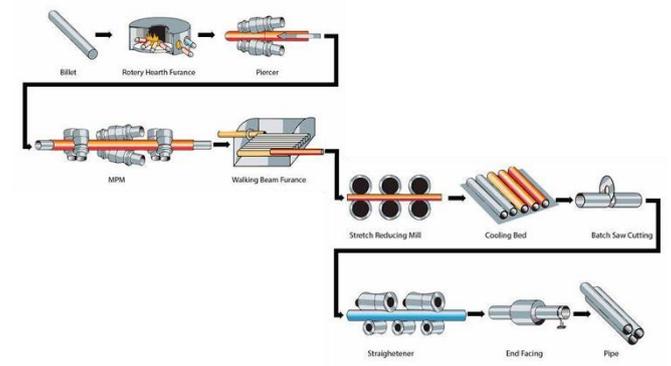
久立特材创始于 1987 年，成立至今已有 30 余年，公司下游为石油、化工、天然气和电力设备制造等企业。根据久立特材 2024 年年报，公司 2024 年营业收入中石油化工天然气占比 63.4%，电力设备制造占比 13.0%，其他机械制造占比 12.5%，不可分行业占比 11.2%。公司目前产品主要分为不锈钢管无缝管、不锈钢焊接管、复合管和管件等。

图 1：2024 年久立特材营收行业分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

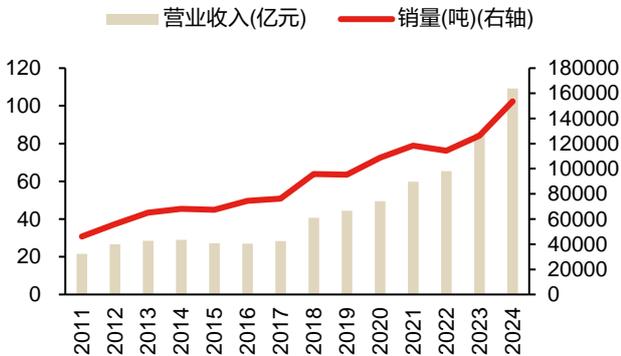
图 2：久立特材不锈钢管生产流程示意图



数据来源：The Metallic Metals Group，东方证券研究所

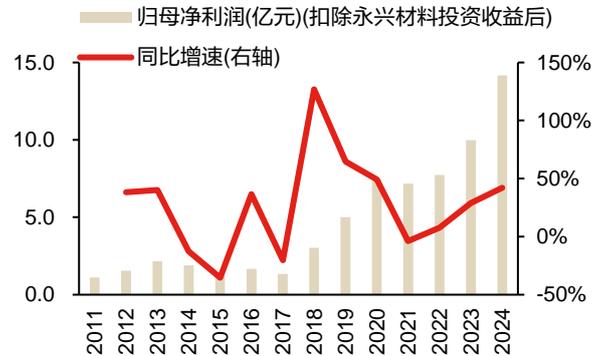
公司在规模和盈利水平上均展现了高质量、高速度的成长力，销量、营收、主业归母净利润（即扣除永兴材料投资收益后）近十年复合增速分别达 8.5%、14.2%、22.3%。2024 年公司不锈钢管销量为 15.4 万吨，为 2014 年的 2.3 倍，十年复合增长率达 8.5%。公司营收和净利润随产量提升也实现了快速增长，2024 年营收规模首超 100 亿元，达 109.2 亿元，约为 2014 年 29.0 亿元营收的 3.8 倍，十年复合增长率达 14.2%。主业归母净利润方面，公司 2024 年主业归母净利润达 14.2 亿元，十年复合增长率达 22.3%。

图 3：久立特材营业收入和产品销量不断增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：久立特材主业利润稳步增长

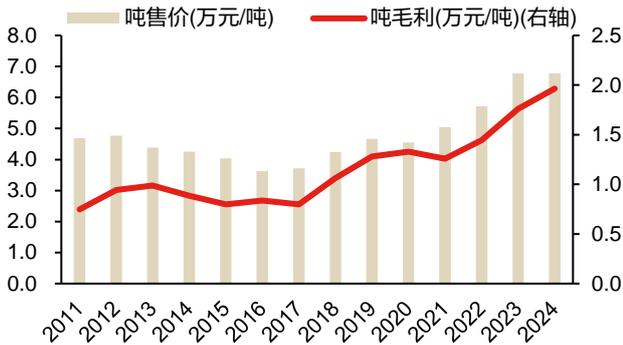


数据来源：公司公告，东方证券研究所

近十年，久立特材经历了业务结构不断提升的高质量增长。近十年公司利润增速远超营收增速，而营收增速也显著高于销量增速，体现出公司近十年在经历业务结构不断提升的高质量增长。从有关分析师的申明，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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

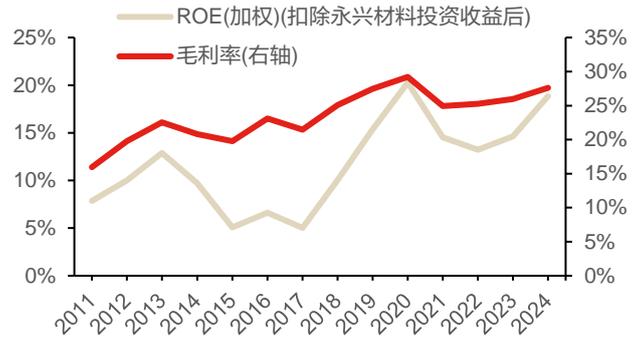
吨售价和吨毛利看，从2014年到2024年，公司产品的吨售价由4.3万元/吨增长至2024年的6.8万元/吨，吨毛利由0.9万元/吨增长到2.0万元/吨，十年复合增长率达8.3%。公司产品毛利率由2014年的20.8%提升至2024年的27.6%，主业ROE（加权，且扣除永兴材料投资收益后）由9.7%提升至18.9%。

图5：久立特材吨售价和吨毛利的历史变化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图6：久立特材主业ROE和毛利率的历史变化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

高质量的业务表现，也带来了高质量的超额市场表现。2020年以来，公司股价（前复权）由8.1元/股上涨至2025年5月26日的24.8元/股，区间涨幅达204.5%。而沪深300指数和申万钢铁指数的区间涨幅分别仅为-7.4%和-1.0%，公司股价获得了显著的超额收益。

图7：2020年以来久立特材和沪深300指数和申万钢铁指数的走势对比



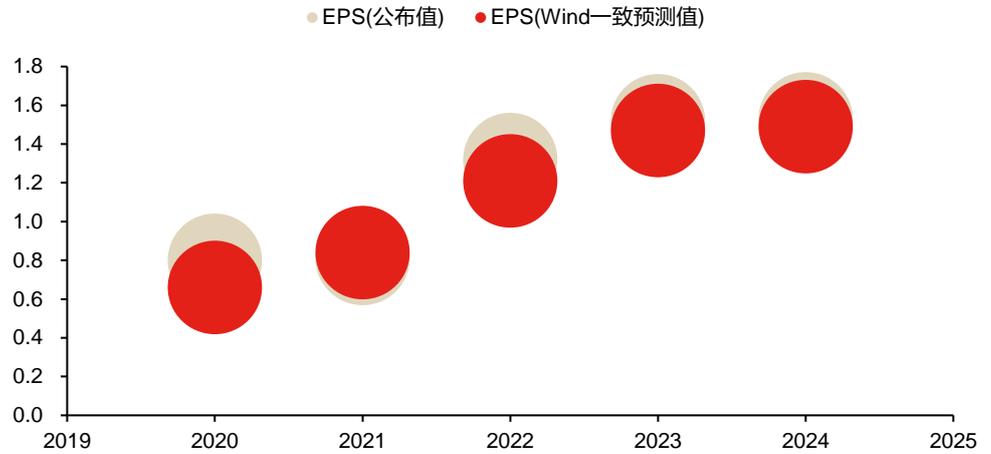
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 估值抬升：预期管理优秀，估值或仍有空间

久立特材出色的市场超额表现也离不开公司有效的预期管理。根据Wind数据，除2021年公司受到出口退税政策突发取消的影响导致盈利承压之外，近5年久立特材业绩的预期管理较为有效，最终业绩公布值普遍高于市场预测值。

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。

图 8：久立特材 EPS（元）的公布值、Wind 一致预测值对比

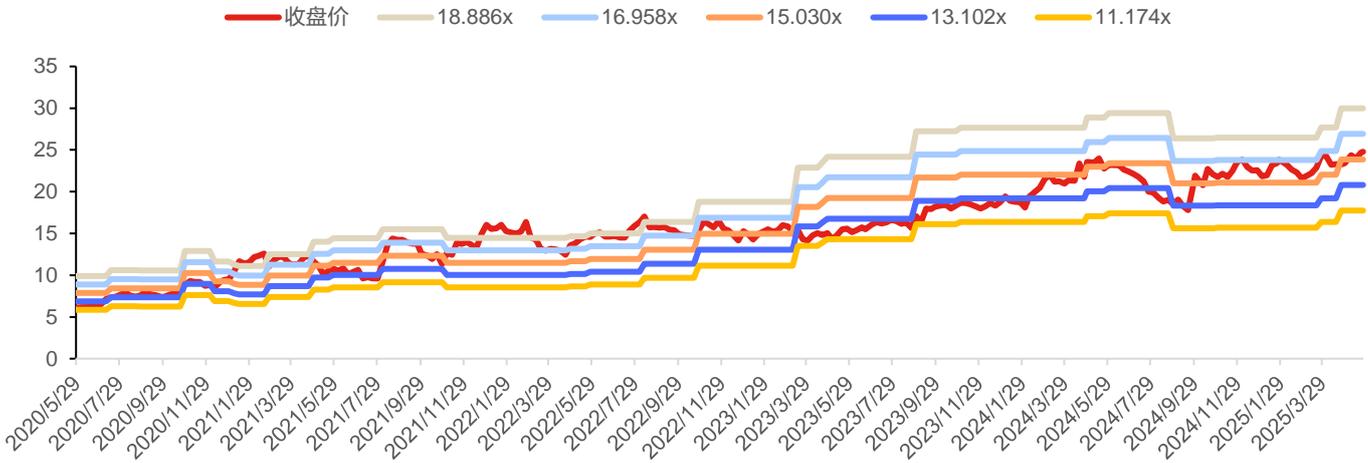


数据来源：Wind，东方证券研究所

备注：Wind 一致预期值引用自 Wind 中“预测 surprise”数据

尽管近十年公司销量、营收、主业归母净利润复合增速分别达 8.5%、14.2%、22.3%，同时近 5 年公司市场预期管理成效显著，然而回顾公司 2020 年以来的估值表现，可以看到公司 PE 估值仍然没有脱离 13-15X 的波动中枢。市场在担忧什么？公司哪些潜力没有被市场充分预期？

图 9：2020 年以来久立特材 PE-band

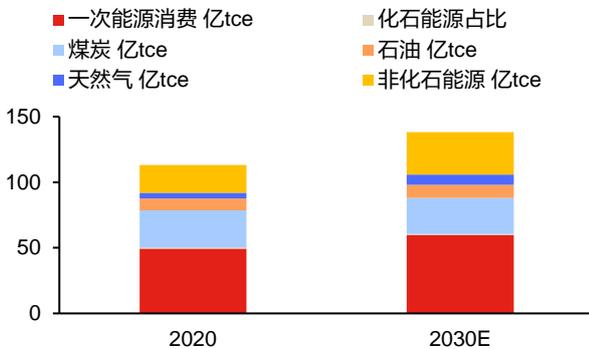


数据来源：Wind，东方证券研究所

2、主业的认知偏差：深海和酸性油气大势所趋，高等级材料需求强度提升

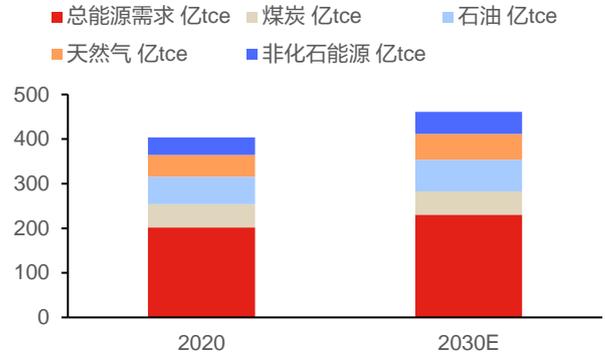
“双碳”目标下化石能源面临下行压力，但存在结构性机会，天然气需求有望逆势增长，石油或将小幅增长。2024年公司产品应用在石油化工天然气领域的占比约63%，为公司产品第一大应用领域，所以“双碳”目标提出后，市场上也不乏对公司产品需求市场或萎缩的担忧。我们认为“双碳目标”毫无疑问将压缩化石能源在能源结构中的占比，但也需认识到，从“达峰”到“中和”是循序渐进的过程，结合我国设定的目标，2020-2030年碳排放或处于峰值平台期，化石能源在一次能源消费占比将从85%下降至76%，但仍承担着基荷作用，结构上石油、天然气将替代煤，在化石能源中占据主导，仍有较大增长空间。

图 10：强化政策情景下中国能源消费构成



数据来源：清华大学课题组发布的《中国长期低碳发展战略与转型路径研究》，东方证券研究所

图 11：既定政策情形下全球能源消费构成



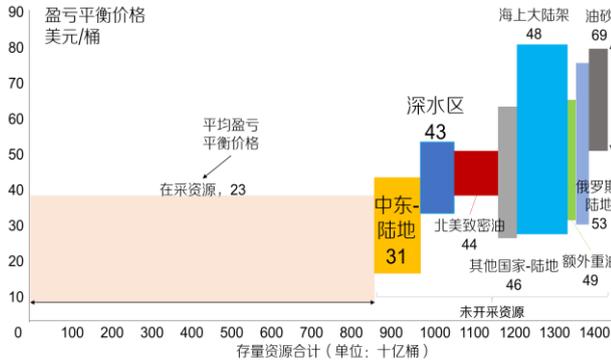
数据来源：IEA《Net Zero by 2050》，东方证券研究所

从材料体系看，久立特材面向油气领域的产品主要为不锈钢管和镍基合金管，主要面向深海油气和酸性油气。与普通的 API 和非 API 合金钢管不同，不锈钢管和镍基合金管主要用于有腐蚀性杂质如 H₂S 和 CO₂ 的酸性油气，或处于高温、高压等恶劣环境下运行的油气开采/输运（如深海油气等）。

2.1 深海油气：中东、南美深海和超深海油气产量或不断提升

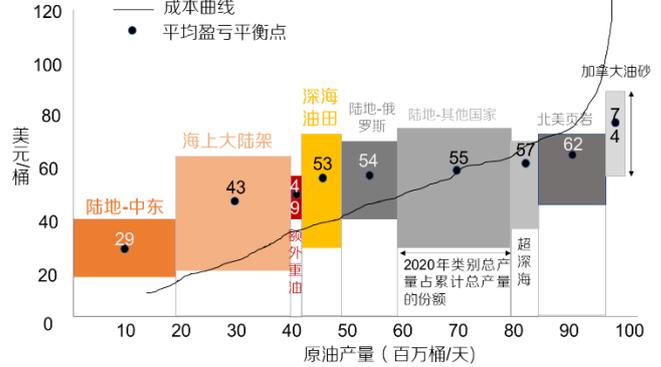
中东陆上、海上大陆架以及南美的深水作业油气产量占比或将提升。根据东方有色钢铁组发布的《久立特材首次覆盖报告：三十而立，何以久立》报告，Rystad Energy 预计与以往北美页岩行业引领产量增长不同，由于北美页岩油对石油价格更为敏感，在油价难以回到并维持在历史高位预期下，或对资本开支持保守态度，未来中东的陆上和海上大陆架以及南美的深水作业将成为未来石油增长的主要驱动力。

图 12：全球存量原油资源供应成本曲线：中东陆地、深海油田在待开采资源中成本最低



数据来源：Rystad Energy, 东方证券研究所

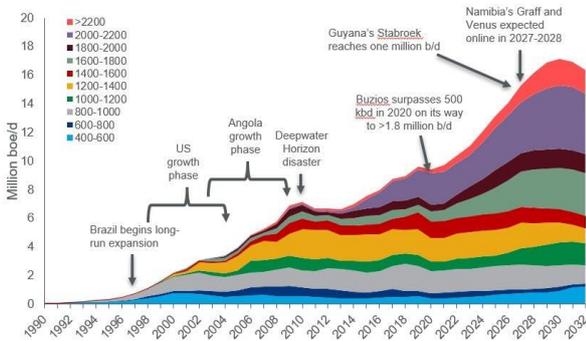
图 13：中东陆地、海上大陆架和深海油田产量占比将提升：成本位于行业曲线 50% 以下分位



数据来源：TMK 公司公告, 东方证券研究所

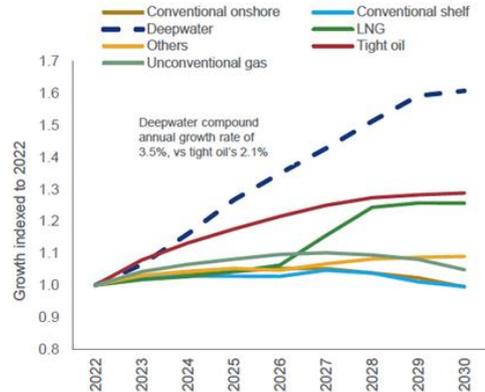
未来深海和超深海油气产量或不断提升，且油井深度逐步增加。根据 WoodMac 发布的《Global Deepwater 2022—State of the Industry》预测，受巴西、圭亚那和莫桑比克油田开发拉动，到 2030 年全球深海油气产量或将提升至 1700 万桶/天，占全球油气供应量的比重由 6% 提升至 8%，2023-2030 年全球深海油气产量年均复合增速或达 3.5%。另外，预计 2024 年 1500 米以上的超深海油气产量将首次超过 400-1500 米深海油气产量。

图 14：2000 米以上的深海和超深海油气产量或大幅提升



数据来源：WoodMac, 东方证券研究所

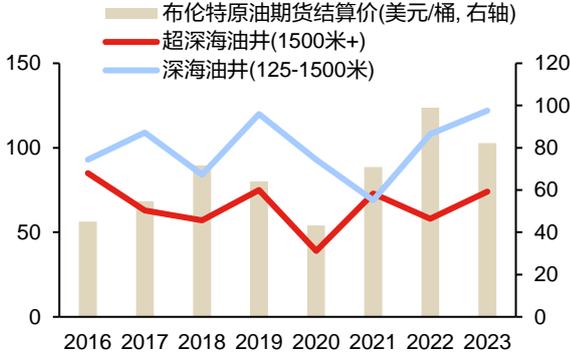
图 15：预计 23-30 年深海油气产量年均复合增速或达 3.5%



数据来源：WoodMac, 东方证券研究所

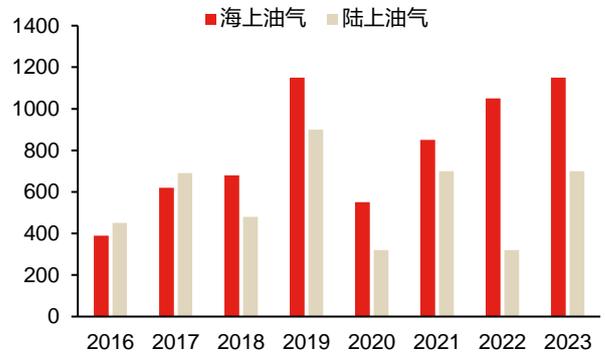
除 2020 年极端油价情况外，2016-2023 年全球海上油气绿地项目资本开支增长显著。根据 Rystad Energy 2023 年发布的数据，除 2020 年极端油价情况外，16-23 年全球深海和超深海油气勘探钻井数较为平稳，受油价影响较小，尤其是 1500 米+的超深海油井。而同样根据 Rystad Energy 2023 年发布的数据，全球海上油气绿地项目年度资本开支整体呈现逐年增长态势，2023 年达 1150 亿美元，相比于 2017 年的 620 亿美元接近翻倍。而 2023 年全球陆上油气绿地项目年度资本开支约 700 亿美元，仅和 2017 年水平相当。

图 16：除 2020 年极端情况下，16-23 年全球深海和超深海油气勘探钻井数较为平稳，受油价影响较小



数据来源：Rystad Energy, 东方证券研究所

图 17：全球陆上和海上油气绿地项目资本开支（亿美元）

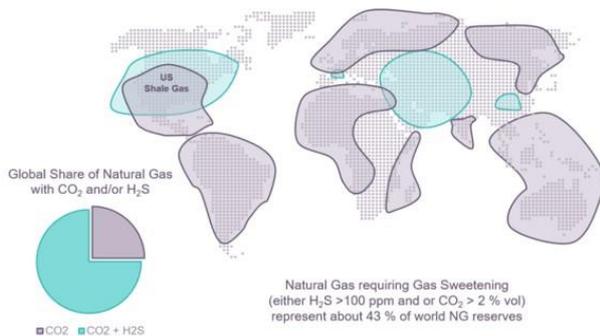


数据来源：Rystad Energy, 东方证券研究所

2.2 酸性油气：全球油气酸性程度或逐年加重，中东或是增量大市场

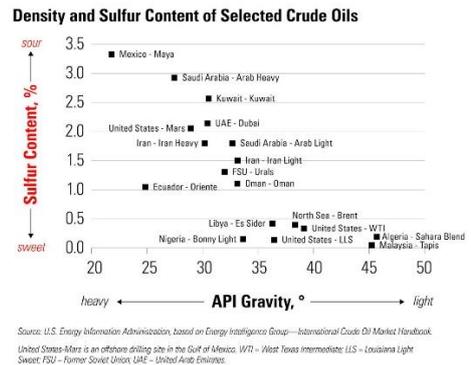
酸性油气在全球分布广泛，其中北美和中东地区油气同时含有硫化物和 CO₂，工况更为复杂。根据 Axens 数据，全球需要净化处理（Sweetening）的天然气（H₂S 大于 100ppm 和/或 CO₂ 大于 2% 体积分数）占全球天然气储量的 43%。中东、拉美是酸性、高硫油气的主要分布地区，其硫化物含量一般在 140psi 以上。根据 EIA 数据，墨西哥、沙特阿拉伯、科威特、阿联酋、伊朗、阿曼等国油气也多为含硫化物较高的重质油气。

图 18：酸性油气在全球分布广泛，其中北美和中东地区油气同时含有硫化物和 CO₂



数据来源：Axens, 东方证券研究所

图 19：墨西哥、沙特、科威特、阿联酋、伊朗、阿曼等国油气为含硫化物较高的重质油气

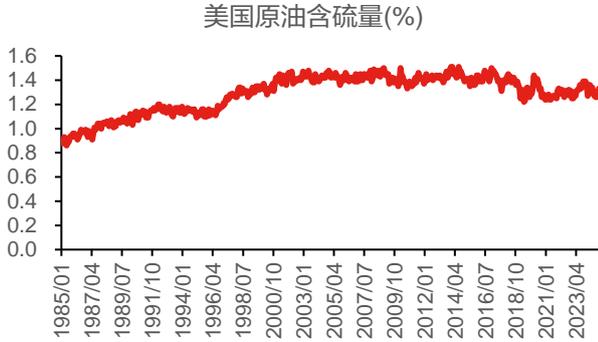


数据来源：美国能源信息署（EIA），东方证券研究所

全球油气酸性程度或逐年加重，中东地区也正在开发目前世界最大之一的海上超酸性气田项目。根据 EIA 数据，美国炼厂入厂原油含硫量由 80 年代的不足 1% 提升至目前的 1.4% 左右，含硫量提升导致炼厂装置和管线不得不面临更严峻的酸性腐蚀问题。阿布扎比国家石油公司（ADNOC）正在开发 Hail 和 Ghasha 海上超酸性天然气项目，该项目是目前世界上最大的海上酸气处理项目之一。

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。

图 20：美国炼厂入厂原油含硫量不断提升



数据来源：EIA，东方证券研究所

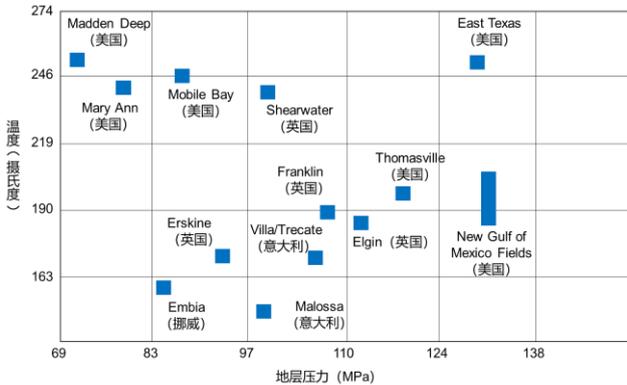
图 21：阿布扎比国家石油公司 Hail 和 Ghasha 海上超酸性天然气项目示意图



数据来源：ADNOC，东方证券研究所

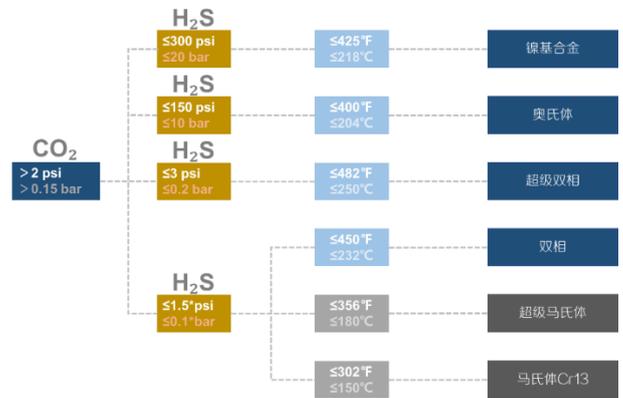
综上所述，深海和酸性油气项目的开发越来越广泛、资本开支不断提升或是全球油气未来大趋势，油气装备材料的服役环境愈来愈苛刻。深海油田一般面临高温（140-250℃）、高压（70-150Mpa）等恶劣环境，镍基合金油井管是这类超深油井的必然选择，需求量或将进一步提升。同时，在世界范围内，随着高含 H₂S/CO₂ 的酸性油气田的开发越来越广泛，高腐蚀工况使得油气装备材料的服役环境愈来愈苛刻，管线腐蚀问题越来越突出，特别是由 H₂S 导致的应力腐蚀开裂，双相不锈钢、超级双相不锈钢、镍基合金等材料油井管和管线管成为必然选择。

图 22：深海油气普遍面临高温、高压等恶劣环境



数据来源：山特维克，东方证券研究所

图 23：酸性油气高腐蚀工况对油气装备材料要求愈发苛刻



数据来源：新日铁住金，东方证券研究所

2.3 “真”国际化：面向深海和酸性油气，开启高水平国际化

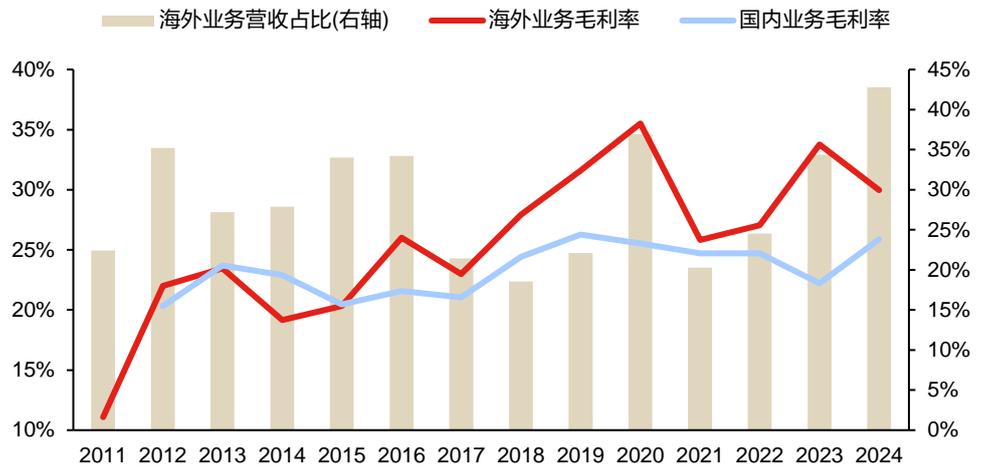
根据上文所述，久立特材在油气领域的主要产品为面向酸性、深海油气的不锈钢管、镍基合金管、复合管等，而酸性、深海油气的主要增长潜力在海外，尤其是中东、美洲。因此不断拓展海外业务是公司主业增长的源泉。

久立特材海外业务持续发力。2024 年，得益于公司子公司德国 EBK 收入贡献，公司海外业务营收比重首次超过 40%，达 43%。2017 年后，公司海外业务毛利率持续攀升，2020 年超 35%，尽管 2021 年管材出口退税取消影响了公司海外业务毛利率，但公司迅速消化不利影响，2022 年后

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。

不断回升。根据公司 2017 年年报披露，2017 年公司以优异的口碑获得了沙特阿美石油公司的认可并再次获得订单，充分体现了公司产品卓越的市场竞争力。由此可见，正是得益于公司在海外业务特别是中东地区等大客户开拓的进展，公司 2017 年后海外业务毛利率水平与国内业务毛利率水平开始显著脱离。

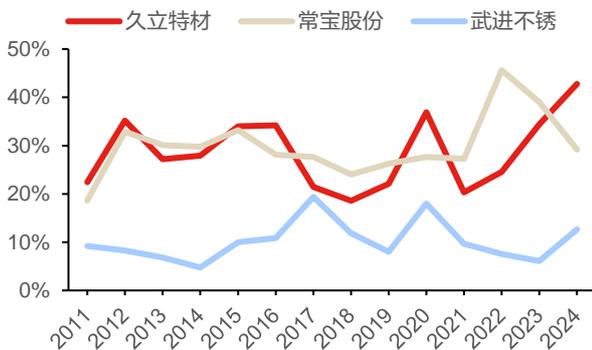
图 24：久立特材海外业务持续发力



数据来源：公司公告，东方证券研究所

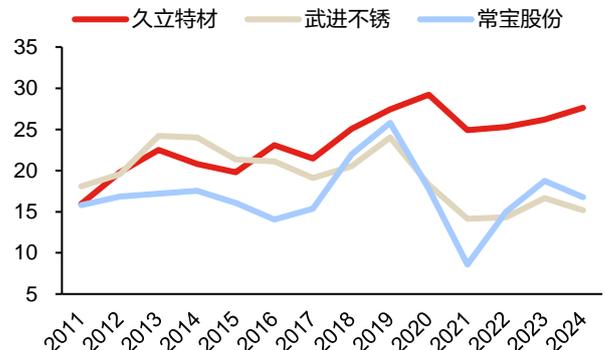
久立特材的产品结构和国际化水平优于竞争对手，使得公司综合毛利率相对更为稳定。（1）产品结构。久立特材产品主要面向海外深海和酸性油气的不锈钢和镍基材料，而常宝股份产品主要为面向普通油气开采的合金钢油井管，常宝股份受到油气资本开支的周期性影响相对更大；（2）国际化水平。受益于持续推进海外客户认证和对海外市场的重视，久立特材与常宝股份的海外业务占比显著高于武进不锈。根据久立特材 2024 年年报，公司与沙特阿美（Aramco）、英荷壳牌（Shell）、埃克森美孚（ExxonMobil）、英国石油（BP）和道达尔能源（TotalEnergies）等世界 500 强企业建立长期合作伙伴关系，并与海外多家企业签订长期框架协议。

图 25：久立特材与常宝股份海外营收占比更高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：久立特材主营业务毛利率（%）更为稳定



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2023 年公司成功并购德国 EBK，全球化再下一城。根据久立特材 2023 年年报，2023 年 5 月，公司通过久立欧洲收购德国 EBK 的资产和负债。德国 EBK 在冶金复合管领域拥有较强的实力，是德国百年企业。2023 年 9 月，公司子公司久立欧洲之全资子公司 EBK 公司，与阿布扎比国家石油公司签订总长度约 92 公里的管线钢管供应合同，合同总价（含税）约为 5.92 亿欧元（折算为人民币约 46 亿元），合同工期为自合同签订日期起至 2025 年 9 月，本次 EBK 公司中标的管线钢管将为 ADNOC 气田开发提供支持。

尽管公司已经在出口和国际化方面取得了很大进展，但公司仍然在继续强化全球化布局。根据公司 2024 年年报，公司首次在年报中将“全球化战略部署：建设国际化团队”作为未来核心工作之一。具体而言：

（1）考虑设立海外区域总部，并派驻专业团队，深入研究区域政策环境，精准把握客户需求。公司将组建本土化的销售团队，深入了解当地文化、商业习惯和市场特点，提升客户服务的专业性和针对性，从而增强客户满意度和市场影响力。

（2）优化高端产品出口战略。公司将持续加大对高端产品的研发投入，进一步推动高端产品出口，打造国际竞争力强的产品矩阵。同时，在高附加值领域加强战略布局，提升公司在全球细分市场的影响力。通过参加国际展会、与国际化认证机构合作，提升产品的国际认可度和品牌知名度。公司也将加强售后服务体系建设，提升客户满意度，从而实现国际市场份额的稳步提升。

（3）加强复合型人才队伍建设。公司将进一步加大人才引进和培养力度，着力建设一支具备国际化视野和跨文化管理能力的专业团队，以更好地应对复杂的国际环境和挑战。同时，通过加强跨文化管理培训，提升员工在多元文化背景下的沟通与协作能力，为国际化战略提供坚实的人才支撑。此外，公司还将设立专属的国际化人才发展通道，通过激励机制鼓励员工参与国际项目，拓展全球视野。最后，完善法律合规体系，确保公司在全球市场经营活动的合法合规，为国际化战略的有效实施提供坚强保障。

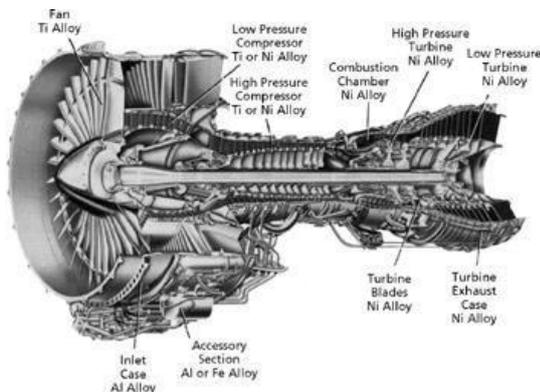
3、成长的预期偏差：先进镍基材料平台，民用航发、先进核电提供广阔舞台

3.1 民用航发：附件管路不锈钢单台价值不容低估，国产替代和全球市场空间广阔

镍基高温合金、钛材为航空发动机主体各部件的主要材料，而不锈钢管为航空发动机附件外部管路的主要用材。TAKEHIRO OKURA 于 2015 年发表于 ASEN 5063 Aircraft Propulsion Final Report 的论文《Materials for Aircraft engines》对 GE 公司的 GEnx 系列发动机各部件材料进行了详细梳理。（1）风扇：风扇负责将空气压入发动机，其对材料高温性能要求较低，故风扇叶片、风扇机匣多采用 Ti-Al 合金或复合材料以在保证强度的同时尽量降低重量；（2）压气机：压气机负责将风扇吸入的空气进行压缩，包括低压压气机和高压压气机两级。低压压气机和高压压气机的前几级对温度要求不高，其多采用 Ti-Al 合金材料，而剩余几级的高压压气机面临高压高温环境，故多采用镍基高温合金材料；（3）燃烧室：燃烧室负责将压缩空气和燃油进行混合并点燃，从而驱动后续涡轮旋转。由于面临高温高压环境，故燃烧室部件均采用钴基或镍基合金材料；（4）涡轮：涡轮负责将高温高压燃气能量转换为旋转动能，驱动发动机运转，分为低压涡轮和高压涡轮部分，涡轮盘上嵌有叶片。由于涡轮面对着最为恶劣的高温高压环境，其涡轮盘和叶片均采用镍基高温合金制成。根据 2017 年哈尔滨工业大学乔勇硕士学位论文《航空发动机用 1Cr18Ni9Ti 不锈钢/高温合金管路高温钎焊工艺研究》，1Cr18Ni9Ti 不锈钢/高温合金管路是航空发动机上应用最广泛的管路。而根据图南股份招股说明书，公司特种不锈钢管材产品也主要应用于航空发动机的各类导管、输油管线，以及飞机机身的液压管线等部件的制造。

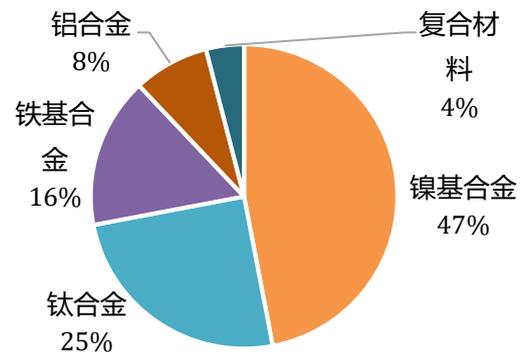
商用航空发动机中不锈钢用量占比或达 16%，单台体量价值不容低估。根据 TAKEHIRO OKURA 于 2015 年发表于 ASEN 5063 Aircraft Propulsion Final Report 的论文《Materials for Aircraft engines》，在 GE 公司生产的 CF6 发动机中（配套波音 747、A330 等），铁基合金的重量占比达 16%，仅次于镍基合金（47%）和钛合金（25%）。

图 27：GEnx 系列发动机各部件材料应用情况



数据来源：TAKEHIRO OKURA 于 2015 年发表于 ASEN 5063 Aircraft Propulsion Final Report 的论文《Materials for Aircraft engines》，东方证券研究所

图 28：CF6 发动机中各类型材料重量占比



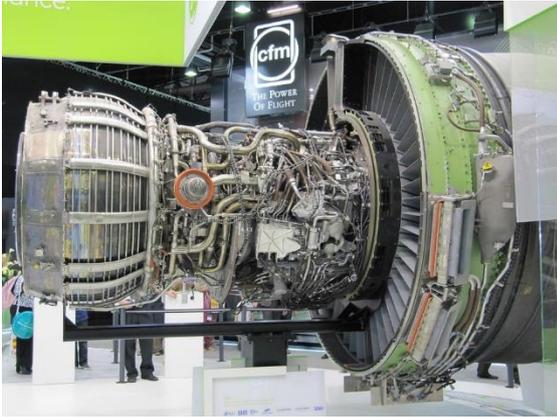
数据来源：TAKEHIRO OKURA 于 2015 年发表于 ASEN 5063 Aircraft Propulsion Final Report 的论文《Materials for Aircraft engines》，东方证券研究所

航空发动机外部管路是发动机的“血管”和“神经”，为关键部件。根据张香华等于 2018 年发表于《中国新技术产品》期刊的论文《航空发动机管路设计研究》，航空发动机外部管路是发动

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

机和飞机的一个重要的组成部分，主要是用来为发动机输送燃油、滑油、液压油、冷气等工作介质。任何一根导管出现断裂故障都会造成严重的事故，重者甚至会导致机毁人亡。由于导管安装位置苛刻，温度、压力不断变化，其受力较复杂。航空发动机导管工作的可靠性对发动机性能，寿命至关重要。

图 29: 某商用航空发动机的外部管路分布



数据来源: CFM 官网, 东方证券研究所

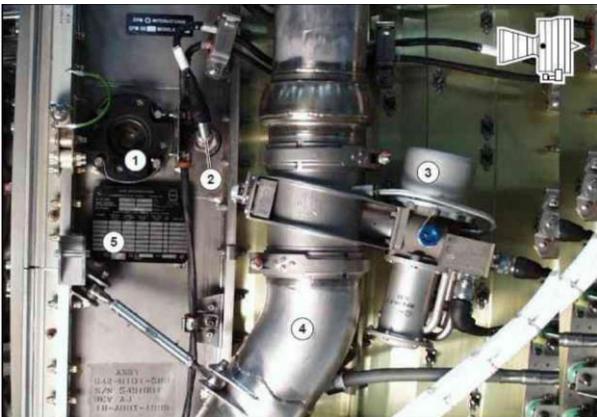
图 30: 某军用航空发动机的外部管路分布



数据来源: GE 官网, 东方证券研究所

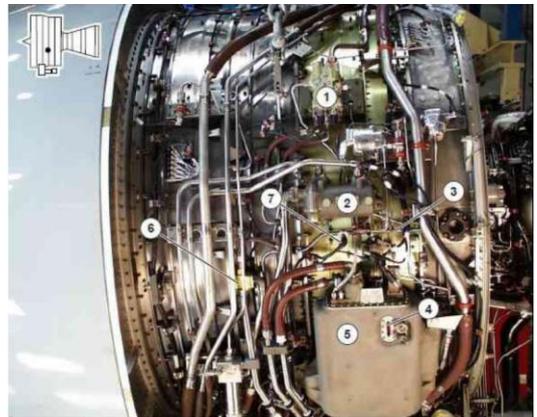
商用航空发动机空气管路、滑油管路、燃油管路和冷却空气管路各司其职，类型、形态和分布繁杂。在此我们以 CFM56-5B 航空发动机为例。该型发动机为美国 GE 与法国 SNECMA 公司合资的 CFM 公司生产的 CFM56 系列发动机之一，主要装备于空客 A319-A320-A321 系列飞机上，是应用最为广泛的商用发动机系列之一，具有很强的代表性。商用航空发动机空气管路、滑油管路、燃油管路和冷却空气管路各司其职，类型、形态和分布繁杂。（备注：图 31 中 4 号部件为风扇空气管路，负责将空气导入起动机；图 32 中 5 号部件及其附属管道为滑油箱及滑油管道，负责发动机各部件的润滑；图 33 中 7 号部件及其附属管道为燃油泵及燃油管道，负责燃油的输送；图 34 和图 35 中各管道部件为高压涡轮、低压涡轮冷却空气管路，负责对涡轮部件进行强制冷却；图 36 中 3 号部件及其附属管道为燃烧室分段活门及燃油管道，负责将燃油分配到 10 个燃油喷嘴）。

图 31: CFM56-5B 型发动机空气管路部件图



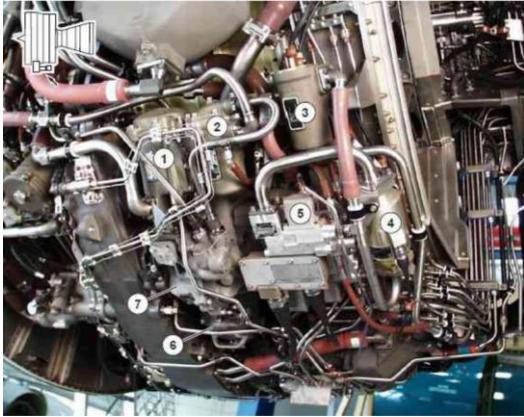
数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

图 32: CFM56-5B 型发动机滑油管路部件图



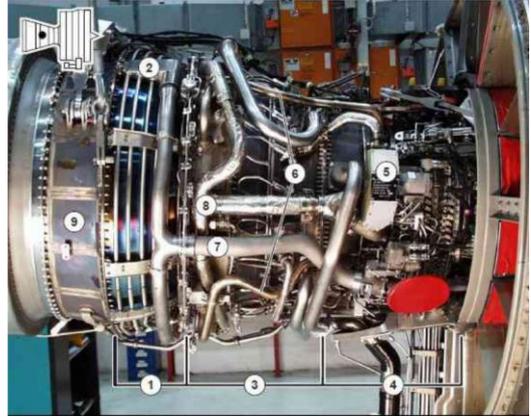
数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

图 33: CFM56-5B 型发动机燃油管路部件图



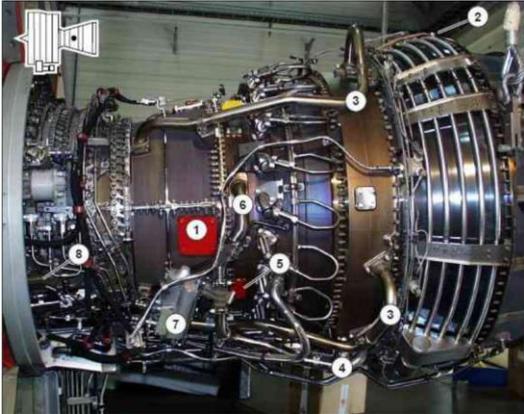
数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

图 34: CFM56-5B 型发动机涡轮冷却空气管路部件图



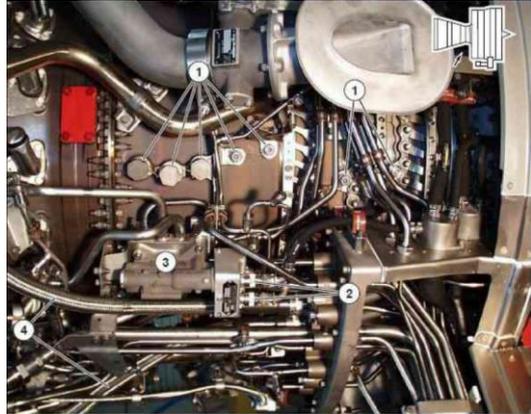
数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

图 35: CFM56-5B 型发动机涡轮冷却空气管路部件图 2



数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

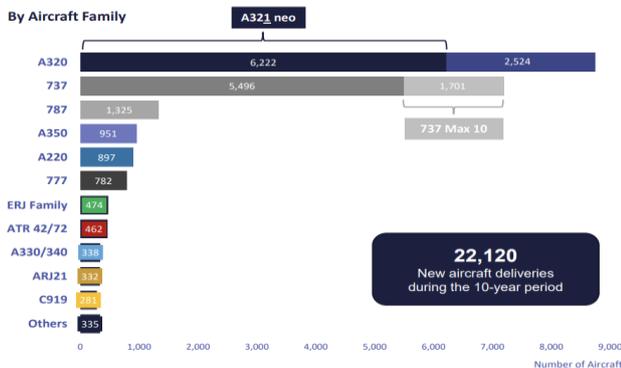
图 36: CFM56-5B 型发动机燃烧器燃油管路部件图



数据来源: 中国南方航空, 东方证券研究所

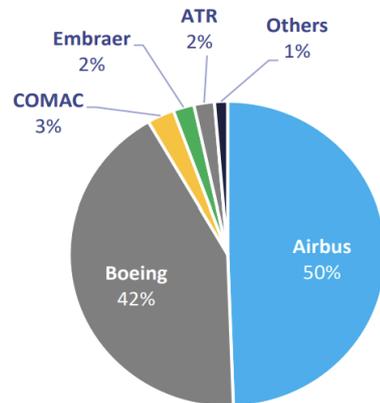
根据 Aviation Week 发布的《2024 Commercial Aviation Fleet&MRO Forecast》，预计 2023-2033 年全球共将交付超 22000 架新客机，即年均交付新客机或超 2200 架/年。假设每架客机平均配备 3 台发动机（1 台备用），则全球每年商用客机发动机产量或超 6000 台/年。

图 37: 2023-2033 年全球民用客机新交付量预测



数据来源: Aviation Week Network 《2024 Commercial Aviation Fleet & MRO Forecast》，东方证券研究所

图 38: 2023-2033 年全球民用客机新交付市场份额预测



数据来源: Aviation Week Network 《2024 Commercial Aviation Fleet & MRO Forecast》，东方证券研究所

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。

国产商用客机进展顺利，订单饱满。根据东方证券军工行业于 2021 年 3 月发布的研究报告《C919 全球首单正式落地，万亿干线客机市场迎来中国力量》，2021 年 3 月 1 日，C919 全球首单正式落地，首批 5 架，首架力争年内交付。2021 年 3 月 1 日，东方航空与中国商飞正式签署了 C919 大型客机购机合同，这是国产大飞机 C919 在全球的首个正式购机合同，首批引进 5 架。根据澎湃新闻 2025 年 5 月 28 日《国产大飞机 C919 迎来商业运营两周年》报道，截至 2025 年 5 月 27 日，东航 C919 已累计安全飞行超 2.8 万小时，执行商业航班超 1.14 万班、承运旅客突破 157 万人次；据不完全统计，截至 2025 年 2 月，中国商飞累计获得 C919 订单近 1500 架，其中确认订单累计近 1000 架。

C919 配套国产发动机正在研制。根据中国商发官网信息，中国航发商发首先启动了针对 C919 飞机发动机的研发，目前已完成验证机全部设计工作，正在开展零部件试制和试验工作。该发动机是一型双轴大涵道比直驱涡扇发动机，由 1 级风扇、3 级增压级、10 级高压压气机、单环形燃烧室、2 级高压涡轮及 7 级低压涡轮组成，采用全三维气动设计、贫油预混燃烧、主动间隙控制等先进技术，以及宽弦空心风扇叶片、整体叶盘、新一代单晶、粉末冶金等先进材料工艺，具有高效率、低燃油消耗，低排放、低噪音，高可靠性、长使用寿命，低维护成本、良好的维修性等产品特性。

产业链及主要竞争对手：商用航空发动机产业链较长，包含材料供应商、管道/部件加工商、部件集成供应商以及发动机制造商四级。其中材料供应商为美国 ATI、德国的 VDM 等，也是久立在该领域的主要竞争对手。

2021 年久立特材发布公告，公司可转换公司债券募集资金投资项目“年产 1000 吨航空航天材料及制品项目”主体设备及生产线于近日建成并达到可使用状态。

图 39：民用航空发动机产业链示意图



数据来源：各公司官网，东方证券研究所

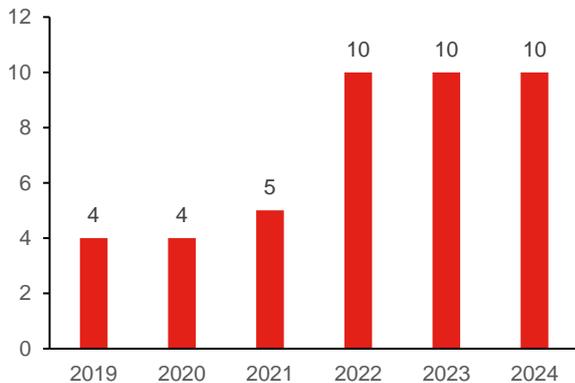
3.2 先进核电：三代核电批建常态化、四代核电方兴未艾，核聚变或成新热点

3.2.1 三代核电：国内三代核电审批常态化，全球核电或逐步进入复苏周期，久立特材是国内唯一具备三代堆 U 形传热管生产资质的企业

根据中国经济周刊 2025 年 5 月 16 日发布的《核电“上新”：向民企抛出“橄榄枝”》一文，2025 年 4 月 27 日，国务院常务会议决定核准浙江三门三期工程，福建霞浦压水堆 1、2 号机组等 5 个核电项目共 10 台核电机组。从 2019 年开始，国内核电审批节奏明显加快，2019—2021 年分别核准核电机组 4 台、4 台、5 台。自 2022 年以来，我国已连续 4 年每年核准 10 台及以上核电机组。

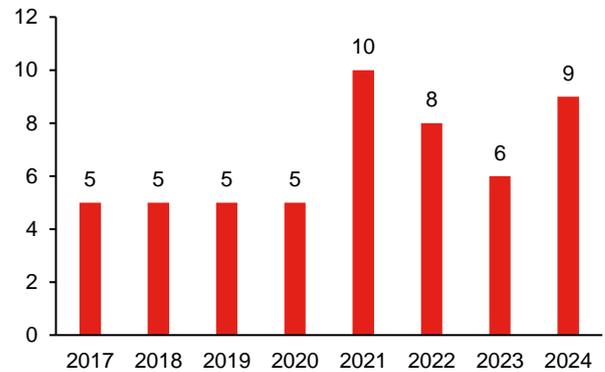
全球核电或逐步进入复苏周期。根据中国经济周刊 2025 年 5 月 16 日发布的《核电“上新”：向民企抛出“橄榄枝”》一文，截至 2024 年，全球在运核电机组达 417 台，年发电量达 2.8 万亿度创新高，占全球总发电量的 9%；在建机组 65 台，规模为 1990 年以来最高水平。《中国核能科技创新发展报告（2025）》显示，核电在全球呈现加快复苏态势，传统核能大国也明确了核能复兴计划。美国提出 2030 年启动先进核能的商业化部署计划，到 2050 年建成 2 亿千瓦核电。俄罗斯计划到 2035 年新投运 12 台核电机组，到 2045 年建成 29 台核电机组，届时核能在其能源结构中占比达 25%。法国宣布将新建 6~14 座反应堆。英国提出到 2050 年核电容量增加两倍、核能占比扩大到 25%。德国于 2025 年 5 月 19 日表示将在欧盟提案中支持给予核电与其他可再生能源同等地位，这一表态改变了此前的反对立场。比利时议会于 5 月 15 日以 102 票同意、8 票反对、31 票弃权通过决议，推翻了此前于 2003 年制定的核电到 2025 年全部退役并禁止新增的法案。

图 40：国内三代核电核准机组数量(台)



数据来源：中国经济周刊，东方证券研究所

图 41：全球年度新建三代核电机组数量(台)



数据来源：IEA《Global Energy Review 2025》，东方证券研究所

久立特材是国内唯一具备三代堆 U 形传热管生产资质的企业。根据东方有色钢铁组发布的《久立特材首次覆盖报告：三十而立，何以久立》报告，久立特材是国内唯一具备三代堆 U 形传热管生产资质的企业，具备较强的订单获取实力。公司的三代核电用高性能不锈钢管在国产和国外核电机组上已经得到广泛应用，如 690 镍基合金、800 镍基合金蒸汽发生器 U 形传热管、O 形密封环用 718 合金管、TP439 高加换热器管、凝汽器钛焊管、堆内构件用管、核级仪表管等，其 690 合金传热管就应用在“华龙一号”机型。预计未来国内核电站每年开工量仍在 6-8 台，U 型核蒸发器管年市场规模约 8.8-17.5 亿元，公司有望占据一半市场。除 U 型管外，单台核电机组还需要用到大量其他管材，单个百万千瓦机组不锈钢管消耗量或在 1419-2119 吨，核电用管市场空间较大。

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。

表 1：三代核电不锈钢及其以上管材用量

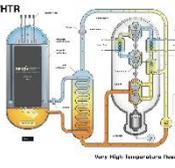
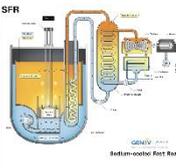
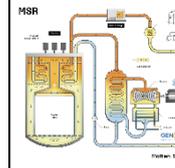
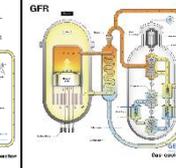
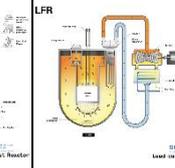
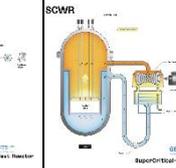
部件	牌号	单台用量 (吨)	AP1000 堆型单个 机组用量 (吨)	CPR1000 堆型单 个机组用量 (吨)
蒸发器 U 形管	Inconel 690/800	100	200	300
堆内构件	AISI 316	9	9	9
控制棒用管	AISI 410	10	10	10
冷却水管	SISI 304	320	640	960
冷却水加热器	AISI 304	230	460	690
辅助热交换器	AISI 304	50	100	150
合计			1419	2119

数据来源：宝钢集团，谷力功在《2007 中国钢铁年会论文集》发布的《核电站用管现状》，东方证券研究所

3.2.2 四代核电：方兴未艾，久立特材在高温气冷堆、钠冷快堆和熔盐堆均有产品序列

根据国家能源局官网，未来新一代先进核能系统，无论是在反应堆还是在燃料循环方面都有重大的革新和发展。第四代核能系统的发展目标是增强能源的可持续性，核电厂的经济竞争性、安全和可靠性，以及防扩散和外部侵犯能力。第四代核能系统国际论坛（GIF）推荐的 6 种典型四代堆型分别为气冷快堆（GFR）、铅冷快堆（LFR）、钠冷快堆（SFR）、熔盐堆（MSR）、超临界水冷堆（SCWR）和超高温气冷堆（VHTR）。我国主要布局了高温气冷堆、钠冷快堆和钍基熔盐堆三种堆型。

表 2：核电不锈钢及其以上管材用量

四代堆堆型	高温气冷堆 (VHTR)	钠冷快堆 (SFR)	熔盐堆 (MSR)	气冷快堆 (GFR)	铅冷快堆 (LFR)	超临界水堆 (SCWR)
堆型						
冷却剂	氦气	金属钠	熔盐	氦气/CO ₂	铅/铅铋	水
燃料循环模式	开式循环	闭式循环	闭式循环	闭式循环	闭式循环	开式/闭式循环
特点	高压 900-1000℃	常压 500-550℃	常压 700-1000℃	高压 850℃	常压 480-570℃	高压 510-625℃
主要应用	发电	发电	发电	发电	发电	发电
	制氢		制氢	制氢	制氢	
		核废料处理	核废料处理	核废料处理		
我国进展	2023 年 12 月，华能石岛湾高温气冷堆核电站完成 168 小时连续运行考验，正式投入商业运行	中核霞浦核电 600 兆瓦示范快堆工程 1 号机组于 2017 年开工建设，2 号机组于 2021 年开工建设	2024 年底全球唯一的钍基熔盐堆已在甘肃省武威市民勤县建成运行	/	/	/

数据来源：国家能源局、人民网、中国核工业、澎湃新闻、Gen4 International Forum，东方证券研究所

(1) 高温气冷堆。高温气冷堆是指具有高温特征、使用气体进行堆芯冷却的核反应堆技术。根据国家能源局官网，石岛湾高温气冷堆示范工程于 2012 年 12 月正式开工，由中国华能、清华大学、中核集团共同建设，具有完全自主知识产权。2023 年 12 月，华能石岛湾高温气冷堆核电站完成 168 小时连续运行考验，正式投入商业运行。这是我国具有完全自主知识产权的国家重大科技专项标志性成果，也是全球首座第四代核电站，标志着我国在第四代核电技术领域达到世界领先水平。根据中国核电网新闻，2024 年 8 月 19 日，国务院常务会议决定核准江苏徐圩一期核电项目，项目规划分期建设合计 4 台“华龙一号”压水堆机组+2 台 HTR-PM600S 高温气冷堆机组及其配套设施，标志着高温气冷堆项目加速推进。

久立特材或已布局高温气冷堆关键设备——蒸汽发生器换热管技术。根据中央纪委国家监委网站 2024 年 3 月 4 日发布的报道《走近大国重器 | 不会熔毁的核反应堆》一文，蒸汽发生器在业内被称为“核电之肺”，是高温气冷堆核电系统中的关键设备之一，其作用是将核反应堆产生热量“加热”的水转换成接近 600 摄氏度的水蒸气，从而推动汽轮发电机组发电。高温气冷堆的蒸汽发生器采用螺旋管换热结构。而根据专利之星检索系统，2024 年 5 月，久立特材申请一项名为“用于高温气冷堆蒸汽发生器的换热管的高温氧化成膜工艺”发明专利，公开号 CN202410637404.5。

(2) 钠冷快堆。钠冷快堆技术可将天然铀资源利用率从目前的约 1%提高至 60%以上，并实现放射性废物最小化，可解决铀矿资源枯竭、核材料利用率低和核废料难以处理等问题。中国示范快

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。

堆工程是国家批复的重大核能科技工程，采用快中子反应堆，该机型已成为第四代先进核能系统主力堆型之一。根据人民网新闻，位于福建宁德市霞浦县的中核霞浦核电 600 兆瓦示范快堆工程，是中国首个钠冷快堆示范工程，该项目 1 号机组已于 2017 年开工建设；2021 年 2 月，该项目 2 号机组正式开工建设。

久立特材或已掌握快堆燃料组件用包壳管制造技术。快堆燃料包壳材料是决定整个快堆经济上是否可行的关键材料。根据湖州市人民政府官网于 2018 年 12 月 11 日发布的《产学研合作助久立精益求精》一文，久立特材和中国原子能科学研究院合作研发的“核电快堆包壳管关键技术”项目历经 4 年成功研发投产，已产生销售额达数千万元，摆脱了我国核电快堆燃料组件所需包壳管对国外的依赖，填补了国内空白。该项目成果主要包括奥氏体型包壳管、外套管、中间套管、棒材及丝材制造技术，可应用于钠冷快堆组件结构材料制造。此项目通过热挤压工艺、冷加工强化技术、热处理工艺、超声波探伤技术研究等，试制出外形尺寸、化学成分、力学性能、显微组织、表面质量、无损检测等，均满足国际先进水平技术标准的快堆燃料组件用包壳管，全面掌握快堆燃料组件用包壳管的制造技术，并形成相关领域自主知识产权，建立快堆燃料组件用包壳管的专业生产体系，并建成一条专业化的快堆燃料组件包壳管生产线。

久立特材获中国原子能科学研究院 CN 不锈钢唯一制造授权。根据天眼查 2024 年 11 月 29 日公布的《2024-中核北方-CN 系列不锈钢单一来源公示》，中国原子能工业有限公司启动 2025 年 CN 系列不锈钢材料采购工作，本次采购 CN 系列不锈钢棒材约 33000kg，管材约 71461 支，丝材约 236612 米。CN 系列不锈钢是中国原子能科学研究院研制的专用不锈钢材料，拥有该牌号不锈钢制造的专有技术，且唯一授权浙江久立特材科技股份有限公司制造并供应。根据示范快堆燃料组件技术要求，正式入堆的示范快堆燃料组件必须使用浙江久立特材科技股份有限公司生产的 CN 系列不锈钢。

(3) 熔盐堆。熔盐堆是指燃料和（或）冷却剂为熔盐的核裂变反应堆，是第四代先进核能系统的 6 种候选之一，具有高固有安全性、核废料少、防扩散性能和经济性更好等特点。根据生态环境部官网，2023 年 6 月，位于甘肃省武威市的 2 兆瓦级钍基熔盐实验堆获得国家核安全局颁发的运行许可证，标志着中国成为全球首个实现该技术突破的国家，自主第四代先进核能研发迎来重要节点。根据国际原子能机构官网，中国将于 2025 年在 2 兆瓦级钍基熔盐实验堆附近新建一座 10 兆瓦级熔盐堆，这将是首座商用钍基熔盐堆，预计将于 2029 年竣工并进行运行部署。

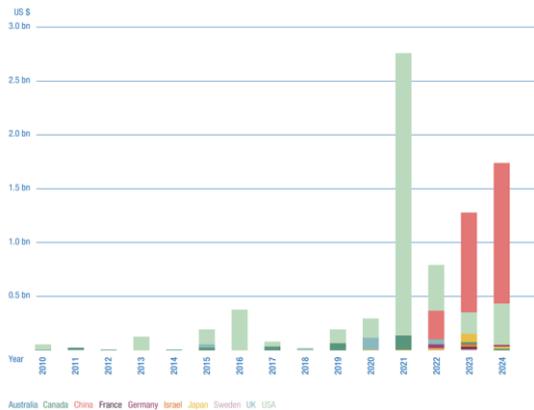
久立特材或已布局钍基熔盐堆用关键材料——GH3535 及相应无缝管技术。久立特材俱启亮等人于 2018 年 10 月在《热加工工艺》期刊上发表《熔盐堆用 GH3535 合金无缝管的研发》论文，钍基熔盐堆最大的特点是采用熔盐燃料及钍 232 作为增殖原料，系统的关键部件受到熔融氟化钠的强腐蚀环境、650~850℃高温以及辐照的交互影响，因此系统中反应系统管道、堆芯包壳和结构组件的选材十分关键和苛刻。GH3535 是专为熔盐堆研发的一种 Ni-Cr-Mo 系高温合金。公司采用 VIM+VAR 及双真空方式熔炼出的 GH3535 合金和无缝管性能均完全满足 ASME SB366 标准要求，试制出的无缝管完全可以替代进口产品。

3.2.3 核聚变：可控核聚变成新热点，未来发展可期，久立布局 TF/PF 导管用方圆管产品

可控核聚变是指通过人工控制条件，使轻原子核（如氘、氚）在超高温高压环境下发生核聚变反应，释放巨大能量并实现持续稳定输出的技术。国际热核聚变实验堆（ITER）是一个能产生大规模核聚变反应的托卡马克装置，由欧盟、中国、美国、日本、韩国、印度和俄罗斯等共同资助，位于法国南部。ITER 计划从 1985 年倡议提出、2006 年条约签署，到 2007 年装置建造开始、2010 年场地建设开工、2020 年重大工程安装启动，该计划参与方并肩携手，奋力前行。根据央广网 2025 年 5 月 2 日新闻报道，ITER 组织官网 4 月 30 日宣布，经过数十年努力，ITER 已完成其“电磁心脏”——世界最大、最强的脉冲超导电磁体系统的全部组件建造。该成果被 ITER 称为“里程碑式的成就”，标志着人类向实现可控核聚变能源迈出关键一步。

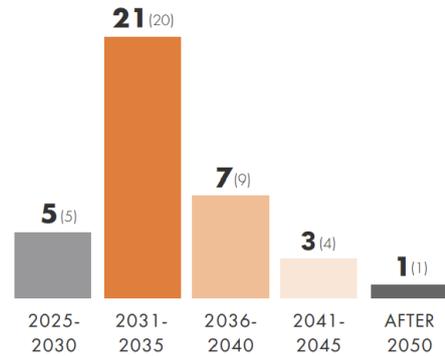
全球可控核聚变商业资本快速推进落地，且并网发电预期时间不断提前。根据 IAEA 发布的《World Fusion Outlook 2024》，2021 年以来全球核聚变企业股权投资快速增长，2024 年达 18 亿美金，累计吸引投资达 73 亿美金。同时，商业可控核聚变公司的并网发电预期时间不断提前。根据 Fusion Industry Association 发布的《Annual Report 2024》，商业可控核聚变公司并网发电预期时间主要集中在 2031-2035 年，且预估 2040 年后才能并网发电的比例由 2021 年的 21% 下降到 2024 年的 11%。

图 42：全球核聚变企业股权投资快速增长



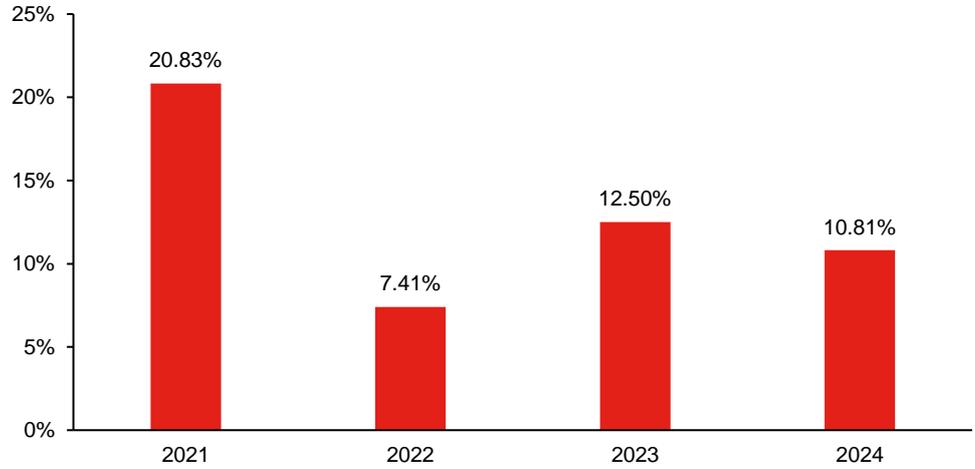
数据来源：IAEA《World Fusion Outlook 2024》，东方证券研究所

图 43：商业可控核聚变公司并网发电预期时间



数据来源：Fusion Industry Association《Annual Report 2024》，东方证券研究所

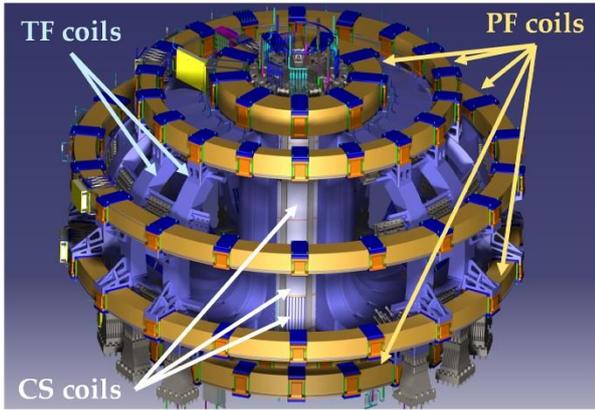
图 44：全球商业可控核聚变公司预估 2040 年后才能并网发电的比例



数据来源：Fusion Industry Association 《Annual Report 2021-2024》，东方证券研究所

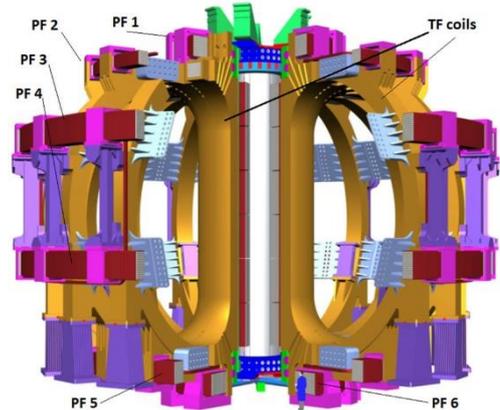
磁体是可控核聚变装置中的关键部件，主要通过强磁场对高温等离子体进行约束，以实现可控核聚变反应。典型托卡马克装置的磁体核心结构包括纵场（TF）线圈、极向场（PF）线圈和中心螺线管（CS）线圈和校正场线圈（CC）。其中 TF 是 ITER 等托卡马克装置中产生主要磁场的核心部件。以 ITER 为例，其磁体系统包括 18 个纵场线圈（TF）、6 个极向场线圈（PF）、18 个校正线圈（CC）以及中心螺线管（CS）。根据 Neil Mitchell 等人 2021 年发表在《Superconductor Science and Technology》的论文《Superconductors for fusion: a roadmap》，ITER 项目投资中，磁体占比最高，达 28%，其次为堆内构件和基建支出。

图 45：TF、PF、CS 线圈示意图 1



数据来源：Tomas Markovic 论文《Measurement of Magnetic Fields on GOLEM Tokamak》，东方证券研究所

图 46：TF、PF、CS 线圈示意图 2



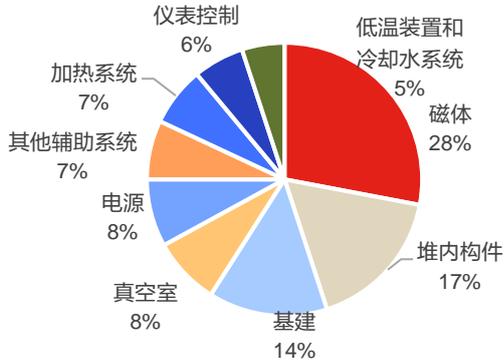
数据来源：Piergiorgio Aprilì 等《Toward completion and delivery of the first EU ITER magnets》，东方证券研究所

TF/PF 导管用方圆管是托卡马克装置中磁体部分的关键部件，久立特材已多年稳定供货。根据中国国际核聚变能源计划执行中心（ITER China）官网，ITER 每个 TF 线圈由 7 根完整连续的基于 Nb3Sn 超导线的铠装导体（CICC）绕制而成，与环向场线圈导体类似，PF 线圈导体为 NbTi 基超导铠装导体，TF/PF 导体内通有 4.2K（-269℃）的液氦。磁体支撑构件和螺栓制作材料为 316LN 不锈钢。根据《不锈：市场与信息》期刊 2012 年第 8 期，2012 年湖州市经信委于 2012 年 3 月 3 日组织召开了由浙江久立特材科技股份有限公司承担的浙江省省级工业新产品开发项目

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。

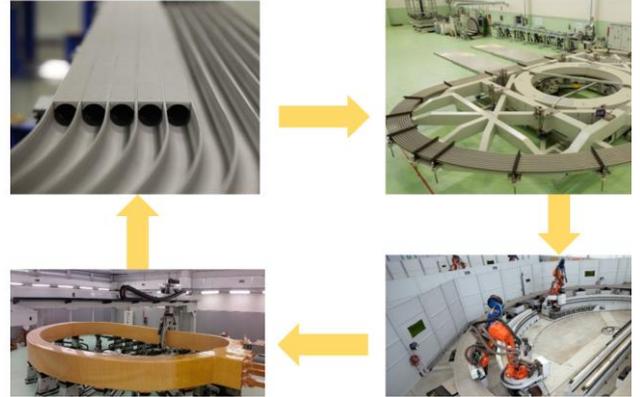
“核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管” 鉴定会，久立特材是目前国内唯一一家能满足 ITER 项目要求的 PF 导体铠甲供应商。而根据公司 2025 年 4 月 3 日在投资者关系平台上的答复，公司自主研发并生产的 TF/PF 导管是 ITER 等核聚变项目的关键部件，已连续多年稳定供货。

图 47: ITER 项目投资占比



数据来源：Neil Mitchell 等人论文《Superconductors for fusion: a roadmap》，东方证券研究所

图 48: TF 和 PF 导管的制造过程



数据来源：Piergiorgio Aprii 等《Toward completion and delivery of the first EU ITER magnets》，东方证券研究所

BEST 项目中 PF/TF 不锈钢铠甲材料预算金额达 6939 万元，在已招标采购项目中金额较大。 2025 年 5 月 1 日，合肥紧凑型聚变能实验装置（BEST）项目工程总装工作正式启动，较原计划提前两个月，标志着这一世界级科研设施的建设进入了全面加速阶段。BEST 项目由中国科学院等离子体所研制，总计划投资 85 亿元，占地面积约 15 万平方米，将首次实现聚变能发电演示，推动燃烧等离子物理研究，为我国聚变能发展提供开创性支持。该项目基于 EAST 技术积累，体积缩小 40%，但通过全超导磁体和高温超导材料优化，等离子体约束效率显著提升。BEST 预计 2027 年建成，其目标是实现 $Q>1$ （净能量输出），并计划在 2035 年建成聚变工程示范堆（CFETR），比 ITER 同类计划提前 10 年。根据采招网信息，中科院合肥等离子体物理研究所通过合肥聚能电物理高技术开发有限公司招标采购的 TF/PF 不锈钢铠甲预算金额达 7010 万元，在已招标采购项目中金额较大。另外，PF 磁体终端箱&磁体支撑夹具&接头夹具用不锈钢零部件采购预算金额也达 1234 万元。

表 3：合肥紧凑型聚变能实验装置（BEST）项目部分招标信息（截止自 2025 年 5 月）

序号	招标主体	采购项目	预算金额（万元）	
			包 1	包 2
1	中科院合肥等离子体物理研究所	不锈钢铠甲	包 1	6026
			包 2	984
PF 磁体终端箱&磁体支撑夹具&接头夹具用不锈钢零部件		1234		
2		TF 绕组绕制	4634.2	
3		高温超导 3U 下线圈用子缆制造	3600	
4		上偏滤器靶板单元	包 1	3200
			包 2	565
			包 3	235
5		CRAFT 低温综合测试平台及透平测试冷箱	3500	
6		TF 磁体焊后机加工及配套服务	2950	
	磁体性能研究平台终端阀箱及传输线设计制造	1925		
	TF 绕组端子制造	1479		
7	磁体测试传输线	1385		
8	电子束焊接平台	1050		
	聚变点火装置氢同位素滞留特性测试分析	320		
9	中科院合肥物质科学研究院	中压高纯氦气纯化器	468	
10		磁体性能研究平台终端阀箱低温控制阀	390	

数据来源：采招网、中国科学院合肥等离子体物理研究所、中国科学院合肥物质科学研究院，东方证券研究所（注：本表为招标不完全统计）

3.3 成长目标：全产业布局或成为先进镍基材料平台，未来或有更多惊喜

一代材料，一代装备。

海外主要不锈钢管材龙头企业均是材料-制管全产业链一体化企业。根据东方有色钢铁组发布的《久立特材首次覆盖报告：三十而立，何以久立》报告，高端特材对上游钢坯质量稳定性以及交货期管理要求非常高，并且高端特钢和特殊合金材料的多样化和迭代创新也主要是从原料开始。山特维克、Tubacex、SMST、日本住友等海外高端特材企业也均是上中下游全产业链一体化企业，上游原材料的质量和供应管理对这一行业的重要性可见一斑。

2014 年久立特材与永兴材料成立合金公司，保障高端原料供应和新产品研发，避免被高端原材料“卡脖子”。截止至 2024 年年报，公司持股比例为 68.5%。合金公司主要从事高端领域用耐腐蚀合金、高温合金和特种不锈钢的研发及生产，公司拥有国际先进冶炼装备和锻造装备如真空感应炉（VIM）、电渣重熔炉（ESR）、真空自耗炉（VAR）、35MN 快锻机、18MN SMX900 径锻机等。冶炼工艺可实现双联（VIM+ESR/VAR）工艺和三联（VIM+ESR+VAR）工艺；锻造工艺可实现单锻（快锻、径锻）和快锻+径锻联合锻。高精度冶炼成分控制和智能化锻造，确保工艺执行的一致性和产品质量的稳定性。公司获评浙江省高新技术企业、专精特新“小巨人”企业等。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 49：合金公司真空感应炉



数据来源：公司展会信息，东方证券研究所

图 50：合金公司电渣重熔炉



数据来源：公司展会信息，东方证券研究所

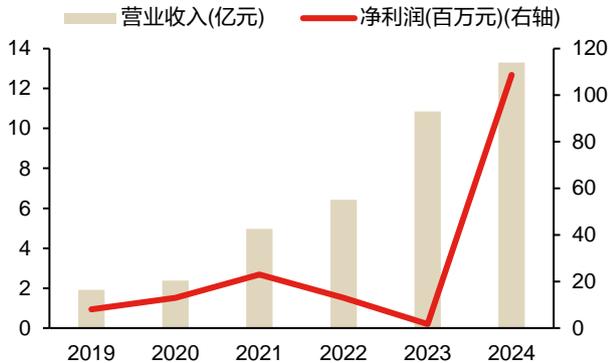
合金公司的材料牌号主要面向油气、核电、航空航天、精密仪器、精密机械部件等方向，未来有望助力公司管材更好地拓展下游客户。合金公司主要合金材料种类包括耐蚀合金、高温合金、高强度钢、精密合金、特种不锈钢等，下游应用领域主要涵盖公司有传统优势的油气、核电领域，另外，航空航天、精密仪器方向也是公司未来发展的重点行业。

表 4：合金公司主要合金材料牌号

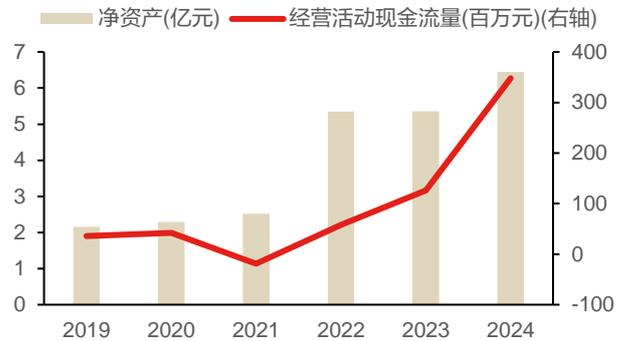
材料种类	材料牌号	应用领域
耐蚀合金	N06600、N06625、N06690、N08800、N08825、N08120、N08028、哈氏合金、蒙乃尔合金等	油气、核电
高温合金	GH2132、GH3625、GH4080A、GH4133	航空航天
高强度钢	18Ni 系列、AF1410、15-5PH、17-4PH	航空航天
精密合金	4J32、4J36、4J40 等	精密仪器
特种不锈钢	316LVM、N50、316L (UHP)、S-465、316Ti 等	机械等

数据来源：公司展会信息，东方证券研究所

合金公司经营业绩拐点浮现，前景可期。合金公司近年来产能不断释放，营收和净利润实现快速增长。根据公司 2024 年年报，2024 年合金公司实现营业收入 13.3 亿元，2019-2024 年年均复合增速达 47%；实现净利润 1.09 亿元，2019-2024 年年均复合增速达 69%。

图 51：合金公司营业收入和净利润快速增长


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 52：合金公司经营活动现金流量快速增长


数据来源：公司公告，东方证券研究所

2021年久立特材引进中国工程院院士刘正东领衔的技术团队加盟，目标瞄准关键战略新材料。根据南太湖先锋公众号 2021 年 4 月 7 日文章《刘正东院士聘任暨共建久立金属材料研究院签约仪式举行》，刘正东院士是我国超超临界火电站、核电站等工程用钢及其冶金制造领域的主要学术带头人之一。此次入职久立，计划通过重大技术攻关，实现高参数先进核电、火电关键材料及部件的国产化，解决“卡脖子”问题。接下来，刘正东院士领衔的科研团队将紧紧围绕特殊合金关键战略新材料产业发展急需解决的重大关键技术瓶颈，加大科研投入，升级企业创新平台，重点发展核电、火电、油气、海洋、航空、氢能源等行业的特种合金产品，实现腐蚀环境、高低温环境、特殊承压环境及复合环境特种材料及产品的国产化、自主化研究开发及供应。

建设高端材料系列试验平台，未来或还有更多惊喜。根据久立特材官网信息，久立集团及特材拥有浙江省重点院士工作站、博士后科研工作站，是 CNAS 认可钢铁实验室。久立特材研究院（金属材料研究院）建有一期、二期各类研发平台，引进了国际先进水平的透射电镜、X 射线衍射分析仪、热模拟试验机、高温显微镜、高温蠕变持久试验机等大中型检验检测设备 350 余台套。根据石油石化物资采购网招标信息，2021 年久立特材公开招标采购一批高温持久蠕变试验机，拟采购机械式试验机 170 台，电子式试验机 130 台。高温持久蠕变试验机是用于测试材料在高温环境下力学性能的仪器，能够进行拉伸、压缩持久、蠕变、松弛以及低周疲劳和蠕变疲劳试验。久立特材高端系列产品都要经过高温持久蠕变试验机的试验以积累原始实验数据，才能获得客户认可。

图 53：久立特材金属材料研究院外景


数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 54：高温持久蠕变试验机示意图


数据来源：公司官网，东方证券研究所

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

4、商业模式：长期主义、后发优势、稳健运营、高分红潜质

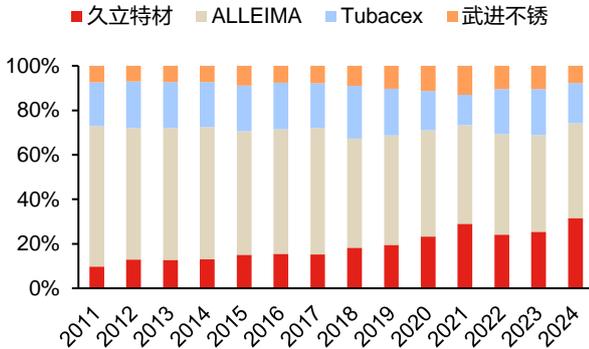
4.1 企业精神：坚持长期主义，不内卷、向外看

不内卷，向外看，高端化，长期主义，打造百年久立。根据久立特材官网 2014 年 6 月发布的《久立：以百年为愿景全方位打造国际化不锈钢企业》一文，久立特材现任董事长李郑周先生指出，“5 年、10 年后，国内产品是否依然能够依靠低廉的劳动力成本保持自己的市场竞争力，是现在大部分制造型企业所面临的挑战。久立今后的发展将不再是简单的产能的扩张，更是结构的调整，自动化程度的提升”“大家也看到了近 15 年来久立明显的进步，我们的团队也通过这些年的历练，独当一面，做好了接下来 10 年的准备。我们也希望再过 10 年，20 年，甚至 100 年之后，那时久立不但是百年老店、管道领域的专家，还能够提供管道在内的各项一站式解决方案，为用户奉献更多、更好、更为人性的服务”。另外，根据久立特材官网 2017 年 3 月发布的《浙江省副省长梁黎明一行莅临久立考察指导》一文，公司较早提出了“用国际化的思维、全球化的理念、现代化的管理，为全球高端装备提供安全可靠的产品”的战略思路。而久立特材高端化思维也由来已久。根据“湖州统战”公众号 2025 年 5 月发布的《实业报国，造出顶天立地的“中国制造”——记久立集团股份有限公司董事局主席周志江》一文，2004 年，经过两年论证筹备，久立特材创始人周志江力排众议，决定投入 3 亿余元资金引进挤压机。2006 年 10 月，国内民企首条挤压生产线投产，推动久立跻身全球不锈钢管产业第一梯队。

4.2 时间在我：后来者居上，高端化、国际化空间广阔，未来或有更多“久立方案”

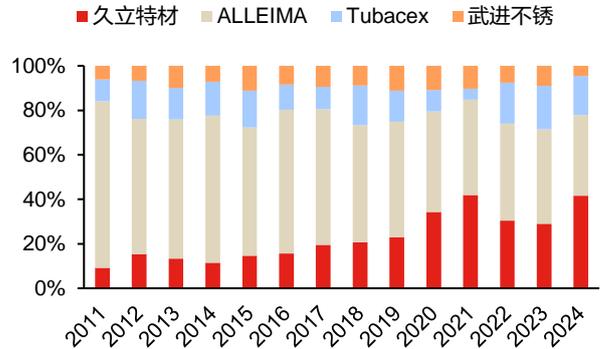
近年来久立特材来发展速度和盈利能力显著高于竞争对手，且周期性更弱。我们于 2021 年 6 月发布的深度报告《久立特材首次覆盖报告：三十而立，何以久立》以及 2022 年 8 月发布了深度报告《对标 Alleima，看久立空间几何》，久立特材主要海外竞争对手包括瑞典山特维克（合瑞迈/ALLEIMA）、西班牙 Tubacex、日本住友、德国沙士基达曼内斯曼等；国内竞争对手包括武进不锈、常熟华新、宝钢银环等。横向比较，近年来久立特材来发展速度和盈利能力显著高于竞争对手。根据各公司公告，2024 年久立特材的营收规模、EBITDA 规模已分别达到行业龙头合瑞迈（ALLEIMA）的 74%和 115%，而 10 年前也就是 2014 年，久立特材营收规模、EBITDA 规模分别仅相当于 ALLEIMA 的 22%和 17%。久立特材营收规模在 2020 年也超越了西班牙 Tubacex。从 EBITDA 利润率来看，2020 年后久立特材与主要竞争对手拉开了显著差距，且周期性更弱，2024 年久立特材 EBITDA 利润率分别高于 Tubacex、ALLEIMA 和武进不锈 5.2pct、6.9pct 和 10.5pct。

图 55：久立特材与全球主要竞争对手营收变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

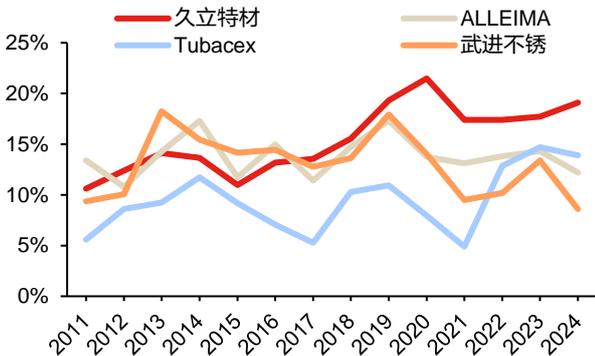
图 56：久立特材与全球主要竞争对手 EBITDA 变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

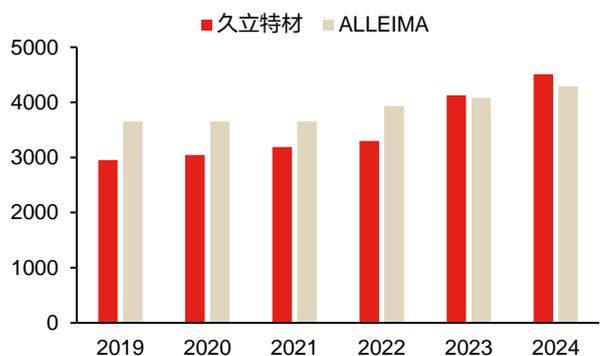
久立特材在业务体量方面已经逐步接近甚至超越行业龙头 Alleima。作为全球高等级不锈钢、特种合金的制造商，山特维克材料科技始终是久立特材在全球高端化市场的主要竞争对手之一，其于 2022 年 8 月 31 日在斯达克斯德哥尔摩证券交易所独立上市，上市之后公司和品牌名将变更为 Alleima（合瑞迈）。久立特材在员工数量、人均创收和人均 EBITDA 方面均逐步接近或超越了 Alleima。2023 年久立特材员工数量首次超越 Alleima，同时，人均创收水平尽管仍有一定差距，但 2024 年久立特材人均 EBITDA 已经反超 Alleima。根据我们 2022 年 8 月发布的深度报告《对标 Alleima，看久立空间几何》，Alleima 在盈利能力方面弱于久立的原因主要在于其成本管控、人员效率弱于久立特材，并且折旧摊销更大。

图 57：久立特材与全球主要竞争对手 EBITDA 利润率情况



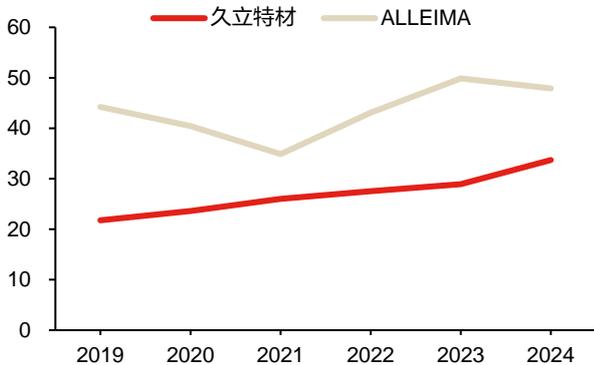
数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 58：2023 年久立特材员工数量首次超越 Alleima



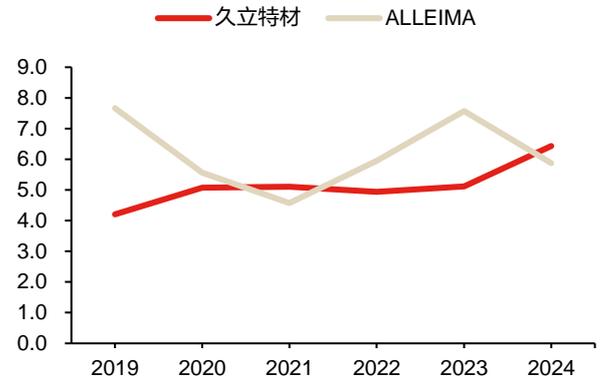
数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 59：久立特材与 ALLEIMA 人均创收对比（万元/人）



数据来源：Wind、公司公告，东方证券研究所

图 60：久立特材与 ALLEIMA 人均 EBITDA 对比（万元/人）



数据来源：Wind、公司公告，东方证券研究所

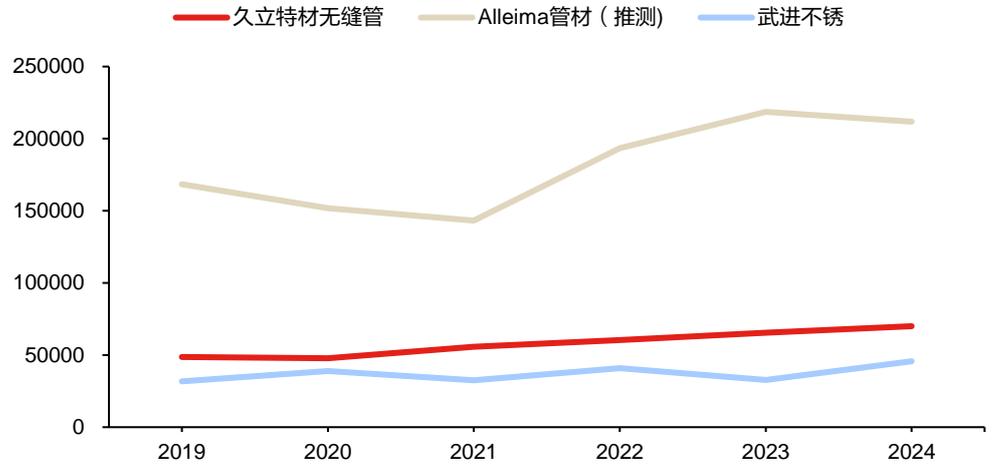
然而，在产品附加值方面，Alleima 产品单吨售价明显高于久立特材，久立特材产品高端化前景仍然非常广阔。由于 Alleima 未披露其管材产能和产量，根据我们于 2021 年 6 月发布的《久立特材：三十而立，何以久立》的预计，Alleima 管材产量在近年或未超过 5 万吨，其 2024 年不锈钢无缝管吨售价或在 21 万元/吨以上，同期久立特材不锈钢无缝管吨售价为 7 万元/吨，虽然已经远超国内主要竞争对手，但与 Alleima 差距仍非常显著。同时，也说明久立特材在海外高端化产品前景方面仍然非常广阔。

时间优势在久立特材，后来者居上，久立特材产品档次与海外企业的差距或将不断缩小。根据我们于 2021 年 6 月发布的《久立特材：三十而立，何以久立》深度报告，久立特材产品为高等级的特种不锈钢，不仅工艺难度大，时间壁垒也极高。高端产品一般用在使用寿命长达 10-30 年的大型工程上，运行工况也比较特殊，主要在高压或高温、低温或在有腐蚀介质的条件下运行，对性能要求极高。油气、核电、国防相关产品在应用之前不仅需要国家级的准入资质，还要通过下游企业的认证，两项认证可能就至少需要 2-3 年时间。并且在认证之前需要有庞大的试验数据做支撑，一般需在模拟工况下连续运行 10000 小时（416 天），国外最长的需要 10 万小时（相当于 10.6 年）指标记录。所以高端产品从产品研发、到通过认证、到试用、再到订单收获的整个周期需要投入极高的时间成本。在高端产品领域，过去主要是国外老牌企业引领技术创新，国内企业很长时间都是亦步亦趋，产品即使研发成功，由于在试验时间和应用记录上不及海外老牌企业，在产品推广上面临更大的阻力。公司开发的高端产品随着时间沉淀，与海外企业的差距或将不断缩小。

“供给创造需求”。以 EBK 复合管为例。根据前文所述，2023 年 5 月公司并购德国百年企业 EBK，涉足冶金复合管领域。EBK 在 2023 年 9 月即与阿布扎比国家石油公司签订总长度约 92 公里的管线钢管供应合同，合同总价（含税）约为 5.92 亿欧元（折算为人民币约 46 亿元），是久立特材历史上最大金额的单一订单。这一巨型订单的获得，得益于久立特材强大的海外销售团队以及优秀的财务背书。根据久立特材 2023 年 9 月 13 日公告，公司为 EBK 向银行申请开具合同所规定的银行预付款保函和履约保函并提供担保，担保额度累计不超过人民币 180,000 万元。

未来随着久立特材高端化、国际化的进程深入发展，或许未来将有更多“供给创造需求”的案例出现。

图 61: Alleima 产品单吨售价明显高于久立特材不锈钢无缝管 (单位: 元/吨)



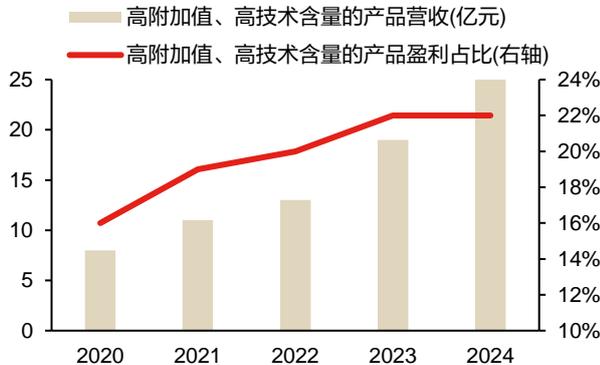
数据来源: Wind、公司公告, 东方证券研究所

4.3 创新驱动: 低杠杆运营, 利润率驱动的 ROE 提升

久立特材高附加值、高技术含量产品营收和占比不断提升, 后续高端产品或加速放量。根据公司公告, 2024 年久立特材高附加值、高技术含量的产品营收已达 25 亿元, 是 2020 年的 3 倍; 营收占比达 22%, 较 2020 年提升 3pct。考虑到高端产品利润率或更高, 因此 2024 年久立特材高附加值、高技术含量的产品的盈利占比或应超过 22%。公司自上市以来就前瞻性布局高端产品, 高端产品或开始加速放量。

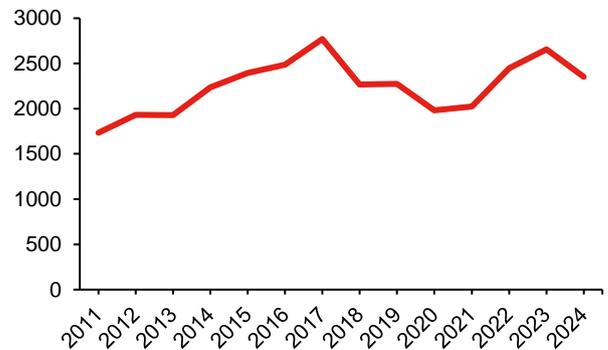
久立特材前期对高端产品的高强度投资或逐步进入收获期, 单吨折旧开始下滑, 吨毛利有望进一步提升。根据我们于 2021 年 6 月发布的《久立特材: 三十而立, 何以久立》深度报告, 公司单吨产量折旧金额在 2017 年达到第一阶段高点后开始下滑, 这与公司 2006 年底建成投产挤压机和 10 年设备折旧期相吻合; 公司在 2013-2016 年也陆续投入了大量资金对挤压机组生产能力升级改造及大修, 同时合金公司也投建了年产 1 万吨高品质特种合金材料项目, 核电精密管智能化及技术改造项目也陆续转固, 这些项目预计在近两三年将折旧完毕, 折旧强度的下降有望进一步提升公司盈利水平。

图 62: 久立特材高附加值、高技术产品营收和占比变化



数据来源: Wind, 公司公告, 东方证券研究所

图 63: 久立特材吨折旧摊销变化情况(元/吨)

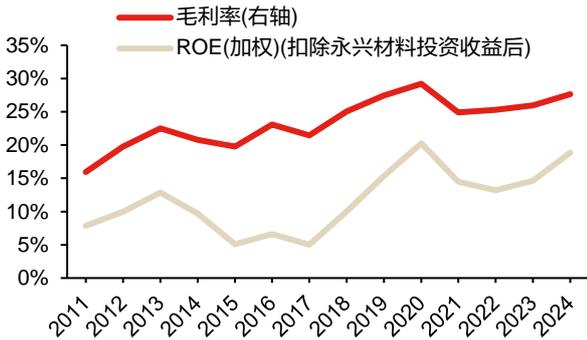


数据来源: Wind, 公司公告, 东方证券研究所

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。

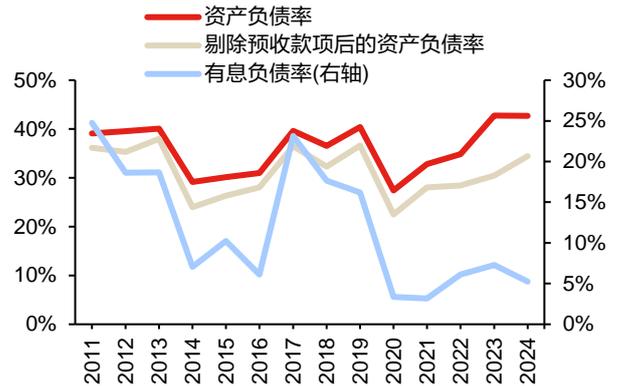
久立特材盈利能力的提升主要基于产品创新和高端化，而非投资杠杆。久立特材 2024 年毛利率已达 27.6%，带动 ROE 升至 18.9%，均仅次于 2020 年（2021 年后出口退税取消影响利润）。近年来公司资产负债率基本稳定在 30-40% 之间，特别是有息负债率波动下降，2024 年仅为 5.3%，较 2011 年的 24.8% 下降 19.5pct。由此可见，公司秉持低杠杆的稳健运营策略，主要通过提升产品档次和净利率水平来提升 ROE 水平。

图 64：久立特材 ROE 和毛利率的历史变化情况



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 65：久立特材资产负债率和有息负债率的历史变化情况

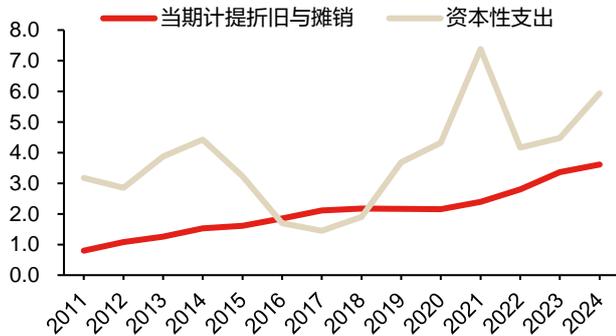


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

4.4 分红潜力：自由现金流和现金储备充沛，或进入高分红时代

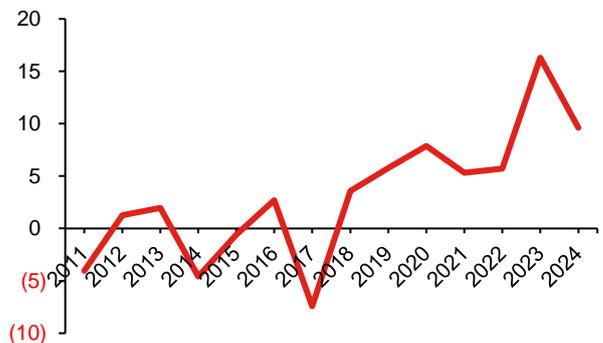
近 3 年来久立特材自由现金流水平再上台阶。回顾公司自有现金流的历史状态，大致可以分为三个阶段。阶段 1（2011-2017 年），公司自由现金流基本在 0 轴附近波动，核心原因是该阶段公司盈利能力一般，叠加高端化前期资本开支投资较大导致；阶段 2（2018-2022 年），公司自由现金流上一台阶，主要得益于公司内部改革，着力改善应收账款状态；阶段 3（2023 年至今），受益于高端产品放量和国际化进程顺利，公司盈利能力大幅改善，自由现金流再上台阶。在经济下行周期中，充裕的自由现金流是公司偿还债务的直接保障，可降低财务风险，也是公司提升分红率的动力源泉。我们预计，随着公司在新领域的不断开拓和产品结构的不断高端化，公司自由现金流水平有望继续保持高位。

图 66：久立特材折旧摊销 VS 资本开支（单位：亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 67：久立特材企业自由现金流量 FCFF(亿元)

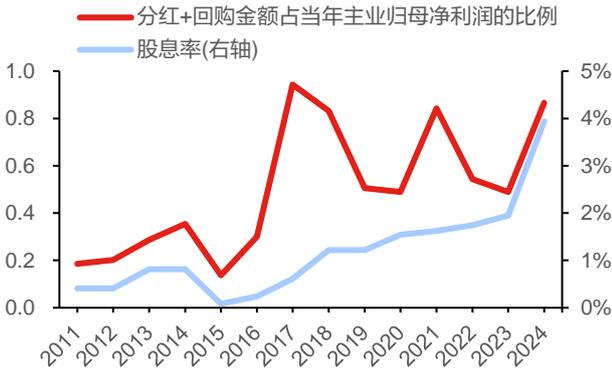


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

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。

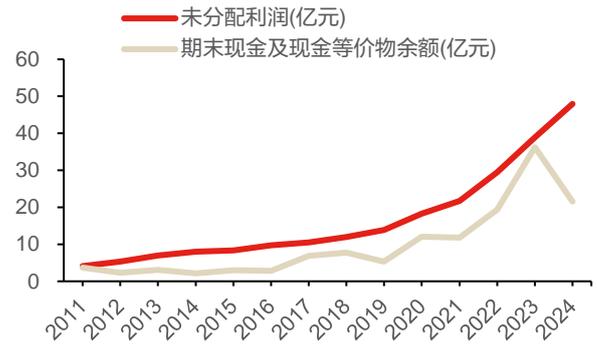
分红+回购，公司回报资本市场力度不断加大，未来高股息可期。2017年后，随着公司自由现金流的大幅改善，公司随即加大了分红力度，分红+回购金额占当年主业归母净利润的比例最低均在48%以上；根据公司2024年年报，公司2024年现金分红金额达9.2亿元，叠加当期回购金额3.05亿元，合计达12.25亿元，占当年主业归母净利润的86.5%，股息率近4%。2024年公司未分配利润近48亿元，现金储备充裕，我们预计公司或将不断加大资本市场回报力度，未来高股息可期。

图 68：公司分红+回购总额占主业归母净利润比例和股息率



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 69：久立特材未分配利润和现金储备情况



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 复合管大订单交货高峰导致公司 2025 年营业收入大幅增长。公司于 2023 年 9 月与阿布扎比国家石油公司签订管线钢管供应合同，合同总价（含税）约为 5.92 亿欧元（折算为人民币约 46 亿元），合同工期为自合同签订日期起至 2025 年 9 月，2025 年是交货高峰期，因此 2025 年公司营收将出现大幅增长。
- 2) 公司 25-27 年综合毛利率分别为 26.5%、26.2%和 26.9%。尽管 25-27 年无缝管的毛利率由于高端产品占比不断提升而逐步增加，但由于复合管毛利率相对较低因而拖累了公司整体毛利率的抬升。
- 3) 公司 25-27 年销售费用率为 4.4%、4.3%和 4.3%，管理费用率为 3.7%、3.7%和 3.7%，财务费用率为-0.4%、-0.6%、-0.6%，研发费用率为 3.4%、3.5%、3.5%。

盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
不锈钢无缝管					
销售收入（百万元）	4,022.2	4,283.6	4,571.1	4,644.3	4,918.9
增长率	24.7%	6.5%	6.7%	1.6%	5.9%
毛利率	28.4%	33.3%	33.8%	33.9%	34.0%
不锈钢焊接管					
销售收入（百万元）	2,289.3	1,944.8	1,944.8	1,944.8	1,944.8
增长率	11.2%	-15.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	24.8%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	1,364.3	1,591.5	1,691.5	1,741.5	1,791.5
增长率	66.3%	16.7%	6.3%	3.0%	2.9%
毛利率	21.6%	20.1%	19.6%	19.1%	24.4%
管件					
销售收入（百万元）	561.8	784.0	898.4	898.4	898.4
增长率	30.0%	39.5%	14.6%	0.0%	0.0%
毛利率	19.0%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
复合管					
销售收入（百万元）	330.7	2,314.4	4,000.0	4,500.0	5,000.0
增长率		599.8%	72.8%	12.5%	11.1%
毛利率	39.9%	25.5%	22.0%	22.0%	22.0%
合计					
销售收入	8,568.4	10,918.3	13,105.8	13,729.0	14,553.6
增长率	31.1%	27.4%	20.0%	4.8%	6.0%
综合毛利率	26.2%	27.6%	26.5%	26.2%	26.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们看好公司高端产品持续发力、国际化加速布局的前景，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.09、18.84、20.95 亿元，EPS 分别为 1.75、1.93 和 2.14 元。我们按照 DCF 法进行估值，给予公司目标价 32.36 元，维持买入评级。

表 5: DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	1.00%
无风险利率 Rf	1.64%
无杠杆影响的 β 系数	0.86
考虑杠杆因素的 β 系数	0.99
市场收益率 Rm	8.58%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.51%
债务比率 D/(D+E)	15.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	7.68%

数据来源: wind, 东方证券研究所

表 6: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	32.36	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	5.68%	38.25	41.29	45.64	52.35	64.06
	6.18%	35.51	37.96	41.35	46.37	54.54
	6.68%	33.14	35.13	37.82	41.67	47.60
	7.18%	31.07	32.70	34.87	37.87	42.31
	7.68%	29.24	30.59	32.36	34.74	38.14
	8.18%	27.61	28.75	30.19	32.11	34.77
	8.68%	26.16	27.12	28.32	29.88	31.99
	9.18%	24.86	25.67	26.67	27.95	29.66
	9.68%	23.68	24.37	25.21	26.28	27.67

数据来源: 东方证券研究所

风险提示

募投项目进展不及预期：如募投项目投产进度不及预期，则存在对公司的规模和盈利水平产生不利影响的风险。

产品升级不及预期：如高端产品研发、量产、市场开发不及预期，则存在公司吨毛利下滑的风险。

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，或导致下游需求不及预期，则公司产品需求或将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

能源价格大幅波动：若全球油气等能源价格大幅波动，则公司产品下游需求将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

假设条件变化影响测算结果：若复合管交货周期、公司产品高端化进展、深海和酸性油气发展进程、核电政策和技术路线等假设条件出现变化，则可能影响文中的测算结果，并存在公司盈利不及预期的风险。

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	4,313	2,721	5,483	5,954	7,326	营业收入	8,568	10,918	13,106	13,729	14,554
应收票据、账款及款项融资	1,580	1,744	2,094	2,193	2,325	营业成本	6,325	7,902	9,639	10,125	10,634
预付账款	222	189	227	238	252	销售费用	364	496	572	594	624
存货	2,442	3,413	4,164	4,374	4,594	管理费用	367	436	490	507	532
其他	81	148	148	148	148	研发费用	339	362	441	479	508
流动资产合计	8,638	8,216	12,115	12,906	14,645	财务费用	(42)	(77)	(56)	(89)	(91)
长期股权投资	1,106	1,061	1,211	1,313	1,436	资产、信用减值损失	58	81	86	12	14
固定资产	2,577	2,748	2,840	3,148	3,412	公允价值变动收益	(7)	(26)	(14)	(14)	(14)
在建工程	248	330	607	634	667	投资净收益	523	38	73	102	123
无形资产	372	382	370	358	347	其他	61	81	44	52	50
其他	75	1,430	112	112	112	营业利润	1,734	1,813	2,037	2,240	2,492
非流动资产合计	4,378	5,950	5,140	5,566	5,974	营业外收入	15	3	6	8	6
资产总计	13,016	14,166	17,255	18,472	20,619	营业外支出	6	4	6	5	5
短期借款	706	735	735	735	1,641	利润总额	1,743	1,811	2,038	2,243	2,492
应付票据及应付账款	1,380	2,299	2,804	2,946	3,094	所得税	251	291	295	321	355
其他	3,071	2,634	2,960	3,062	3,197	净利润	1,492	1,520	1,743	1,921	2,137
流动负债合计	5,158	5,668	6,499	6,742	7,931	少数股东损益	3	30	34	38	42
长期借款	68	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,489	1,490	1,709	1,884	2,095
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.52	1.53	1.75	1.93	2.14
其他	338	381	381	381	381						
非流动负债合计	406	381	381	381	381	主要财务比率					
负债合计	5,564	6,049	6,880	7,123	8,312		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	207	237	272	309	351	成长能力					
实收资本(或股本)	977	977	977	977	977	营业收入	31.1%	27.4%	20.0%	4.8%	6.0%
资本公积	1,763	1,389	1,860	1,860	1,860	营业利润	24.8%	4.6%	12.4%	9.9%	11.3%
留存收益	4,529	5,558	7,267	8,203	9,119	归属于母公司净利润	15.6%	0.1%	14.7%	10.2%	11.2%
其他	(25)	(44)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,452	8,117	10,375	11,349	12,307	毛利率	26.2%	27.6%	26.5%	26.2%	26.9%
负债和股东权益总计	13,016	14,166	17,255	18,472	20,619	净利率	17.4%	13.7%	13.0%	13.7%	14.4%
						ROE	22.1%	19.7%	19.0%	17.8%	18.2%
						ROIC	18.8%	16.9%	17.0%	15.9%	15.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	42.7%	42.7%	39.9%	38.6%	40.3%
净利润	1,492	1,520	1,743	1,921	2,137	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	318	326	340	402	482	流动比率	1.67	1.45	1.86	1.91	1.85
财务费用	(42)	(77)	(56)	(89)	(91)	速动比率	1.19	0.85	1.21	1.26	1.26
投资损失	(523)	(38)	(73)	(102)	(123)	营运能力					
营运资金变动	875	(394)	(397)	(89)	(97)	应收账款周转率	8.3	9.3	9.6	8.9	8.9
其它	(360)	(505)	1,462	27	28	存货周转率	2.8	2.7	2.5	2.3	2.3
经营活动现金流	1,759	831	3,020	2,070	2,336	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
资本支出	(437)	(572)	(694)	(726)	(768)	每股指标(元)					
长期投资	173	44	(150)	(102)	(123)	每股收益	1.52	1.53	1.75	1.93	2.14
其他	453	(1,399)	59	88	109	每股经营现金流	1.80	0.85	3.09	2.12	2.39
投资活动现金流	189	(1,927)	(785)	(740)	(782)	每股净资产	7.41	8.06	10.34	11.30	12.23
债权融资	28	(239)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(24)	(374)	471	0	0	市盈率	15.8	15.8	13.8	12.5	11.3
其他	(291)	197	56	(859)	(182)	市净率	3.3	3.0	2.3	2.1	2.0
筹资活动现金流	(286)	(416)	527	(859)	(182)	EV/EBITDA	10.7	10.4	9.3	8.4	7.5
汇率变动影响	19	38	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.7	12.4	10.9	10.0	9.0
现金净增加额	1,682	(1,473)	2,762	471	1,373						

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。