

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：吴雁宇

执业证书编号：S1410124010015

投资评级：持有（首次）

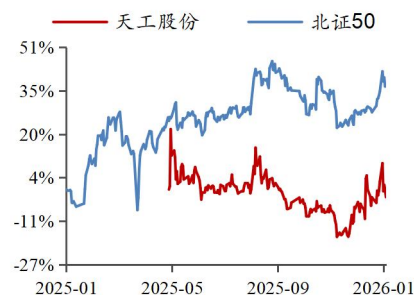
当前价格：19.52元

### 市场数据

总股本(百万股)	655.60
A股股本(百万股)	655.60
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	9.56
12个月最高/最低(元)	26.52/16.46
第一大股东 江苏天工投资管理有限公司	
第一大股东持股比例(%)	67.63
上证综指/沪深300	4101.91/4731.87

数据来源：聚源 注：2026年1月16日数据

### 近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-6.25	-0.19	-
绝对收益	1.88	2.47	-

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

### 相关研究报告

天工股份 920068.BJ

有色金属行业

## 静待需求回暖，积极扩充产能

### 投资要点：

◆公司股权结构较为集中，实控人合计持有公司股权比例为69.84%。截至2025年三季报，公司控股股东为江苏天工投资管理有限公司，公司实控人为朱小坤先生、于玉梅女士与朱泽峰先生，朱泽峰为朱小坤与于玉梅之子。江苏天工投资管理有限公司直接持有公司股权比例为67.63%，朱小坤先生直接持有公司股权比例为2.21%；故公司实控人合计控制公司股权比例为69.84%。公司拥有2家控股子公司，公司分别持有江苏天工索罗曼合金材料有限公司55%股权和江苏天工钛晶新材料有限公司60%股权。公司核心管理层以80、90后为主，整体教育背景良好，普遍具备丰富的行业经验。

◆钛及钛合金产品在消费电子产品应用渗透率逐步提升。钛工业产业链分为钛材工业条线、钛白粉工业条线。钛材工业条线上游以钛矿制备海绵钛，中游将海绵钛熔铸成锭并加工成钛材及钛构件，下游为化工、航空航天等领域应用，通过加工工艺，将钛材制造成各类钛零件。在整个钛材工业条线中，海绵钛产量反映原料生产能力，钛材产量反映深加工能力。特别的，我们关注钛及钛合金在消费电子领域的应用。得益于其高强度、优异耐蚀性及独特表面质感，钛及钛合金已成为便携式电子产品外壳的理想材料，应用范围已由手机外壳扩展至照相机、笔记本电脑等多品类。钛行业发展趋势是资源为王、高端化、国际化。

◆公司收入主要来自于钛及钛合金产品，存在第一大客户依赖风险。公司主要从事钛及钛合金材料的研发、生产与销售，将原材料海绵钛（或添加其他金属元素）通过配比、熔炼、锻造及各种精加工手段，制作成板材、管材、线材等产品，下游应用包括化工、消费电子等领域。2022-2024年，公司第一大客户为常州索罗曼及其关联公司，其收入占比分别为27.88%、83.45%、71.72%，公司存在较大单一客户依赖风险。

◆估值和投资建议：预计公司2025-2027年营业收入分别为6.78、10.07、11.56亿元，同比增长率分别为-15.35%、48.48%、14.81%；归母净利润分别为1.05、1.85、2.53亿元，同比增长率分别为-39.34%、76.68%、36.83%；EPS分别为0.16、0.28、0.39元/股，对应PE分别为122.35、69.25、50.61倍。考虑公司业绩回暖尚需等待需求回暖，估值较高；首次覆盖，给予持有评级。

◆风险提示：原材料价格波动风险、大客户依赖风险、关联交易风险、竞争加剧风险、市场空间较小风险、毛利率下降风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,035.11	801.25	678.27	1,007.10	1,156.22
增长率(%)	170.05%	-22.59%	-15.35%	48.48%	14.81%
归母净利润(百万元)	169.75	172.42	104.59	184.80	252.86
增长率(%)	142.57%	1.57%	-39.34%	76.68%	36.83%
ROE(%)	20.14%	16.66%	9.21%	14.04%	16.07%
EPS最新摊薄(元/股)	0.26	0.26	0.16	0.28	0.39
P/E(倍)	75.39	74.22	122.35	69.25	50.61
P/B(倍)	15.05	12.47	11.32	9.73	8.16

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

## 正文目录

1 公司简介	1
1.1 公司股权结构	1
1.2 公司核心管理层	2
2 钛行业分析	3
2.1 钛及钛合金的性质与应用	3
2.2 钛工业产业链	3
2.3 钛加工材产量及销量	5
2.4 我国钛材料应用分布	5
2.5 钛行业加工技术	6
2.6 钛行业发展趋势	6
3 主营业务分析	7
3.1 公司产能、产量、销量情况	7
3.2 公司收入拆分	8
3.3 公司主要客户	9
3.4 公司主要供应商	10
3.5 公司 IPO 募投项目	10
4 公司财务分析	11
4.1 公司收入和归母净利润有望恢复增长	11
4.2 公司毛利率先升后降	11
4.3 公司资产负债率较低	12
4.4 公司期间费用率较低	13
5 盈利预测及估值	13
5.1 盈利预测	13
5.2 估值及建议	15
6 风险提示	16

## 图表目录

图 1、公司股权结构	1
图 2、钛工业产业链	4
图 3、钛及钛合金在消费电子产品的应用	4
图 4、钛加工材产量及销量（吨）	5
图 5、2024 年我国钛材料下游应用分布	5
图 6、公司营业收入及同比增速	11
图 7、公司扣非归母净利润及同比增速	11
图 8、公司毛利率先升后降	12
图 9、公司资产负债率较低	13
表 1、公司核心管理层	2
表 2、公司主要产品	7
表 3、公司主要产品产能、产量、销量情况	8
表 4、公司收入按业务拆分（亿元）	8

---

表 5、公司收入按地区拆分（亿元） .....	9
表 6、公司 2022-2024 年前五大客户 .....	9
表 7、公司 2022-2024 年前五大供应商 .....	10
表 8、公司期间费用率 .....	13
表 9、公司收入结构预测 .....	15
表 10、可比公司估值 .....	16

## 1 公司简介

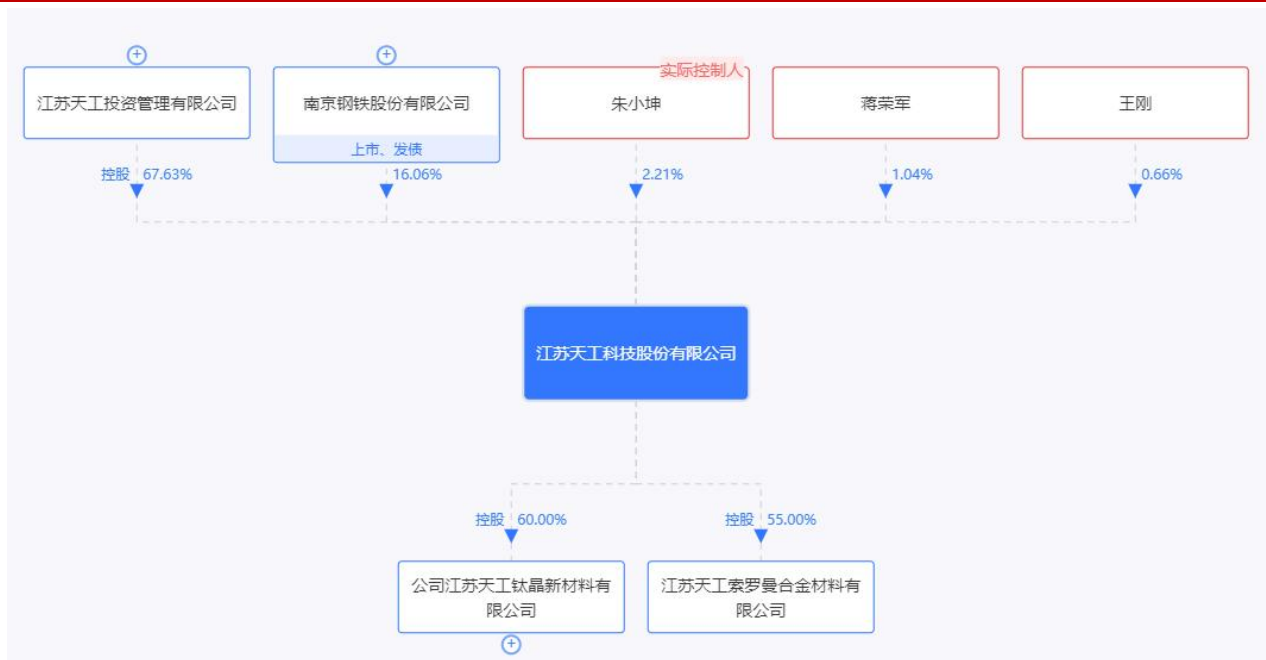
江苏天工科技股份有限公司成立于2010年1月,总部位于江苏省镇江市;2025年5月,公司在北京证券交易所上市,股票代码为920068.BJ。公司主营业务是钛及钛合金材料的研发、生产与销售,主要产品是线材、板材、管材。

### 1.1 公司股权结构

截至2025年三季报,公司控股股东为江苏天工投资管理有限公司,公司实控人为朱小坤先生、于玉梅女士与朱泽峰先生,朱泽峰为朱小坤与于玉梅之子。江苏天工投资管理有限公司直接持有公司股权比例为67.63%,朱小坤先生直接持有公司股权比例为2.21%;故公司实控人合计控制公司股权比例为69.84%。南京钢铁股份有限公司持有公司股权比例为16.06%,是公司第二大股东。蒋荣军是公司总经理,直接持有公司股权比例为1.04%;王刚是公司董事,直接持有公司股权比例为0.66%。

公司拥有2家控股子公司,公司分别持有江苏天工索罗曼合金材料有限公司55%股权和江苏天工钛晶新材料有限公司60%股权。江苏天工索罗曼合金材料有限公司55%股权主营业务是银亮材加工业务,是公司和第一大客户索罗曼常州共同出资设立。江苏天工钛晶新材料有限公司于2025年8月22日设立,主营业务是新材料技术研发及增材制造等。

图 1、公司股权结构



资料来源: iFinD, 公司公告, 江海证券研究发展部 (截至2025年三季报)

## 1.2 公司核心管理层

公司核心管理层以 80、90 后为主，整体教育背景良好，普遍具备丰富的行业经验。朱泽峰先生担任公司董事长职务，其具备海外教育背景，且已在公司工作多年。蒋荣军先生担任公司总经理职务，其具备丰富的制造业从业经验。

表 1、公司核心管理层

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
朱泽峰	董事长	2022-11-21	男	加拿大	本科	1982	加拿大国籍，2008 年毕业于加拿大德恒学院，获得商业运营管理学高级文凭。2009 年至 2015 年，就职于 Top Tech Tool Manufacturing Inc，任营运经理；2016 年 1 月至今，就职于天工国际，历任管理实习生、首席投资官、行政总裁、执行董事；2017 年 3 月至今，就职于天工投资，任董事兼总经理；2019 年 4 月至 2021 年 5 月，就职于江苏伟建，任董事长。2020 年 10 月至 2022 年 11 月，任江苏天工科技股份有限公司董事，2022 年 11 月至今，任江苏天工科技股份有限公司董事长。
蒋荣军	总经理	2015-08-01	男	中国	高中	1969	无境外永久居留权。1985 年至 1991 年，就职于丹阳市天线厂，历任车间主任、科长；1991 年 8 月至 2000 年 6 月，就职于江苏天工实业总公司，历任外贸部经理、总经理助理、副总经理；2000 年 7 月至 2009 年 12 月，就职于天工工具，任副总经理；2010 年 1 月至今，任江苏天工科技股份有限公司董事兼总经理。
戴凌飞	财务负责人	2025-08-26	男	中国	本科	1989	无境外永久居留权，中国注册会计师。2011 年 9 月至 2015 年 2 月，就职于德勤华永会计师事务所南京分所，任高级审计员；2015 年 2 月至 2018 年 5 月，就职于南京鲜道一番餐饮管理有限公司，任财务总监；2018 年 6 月至 2018 年 11 月就职于江苏益客食品集团股份有限公司，任副总裁助理兼财务总监；2018 年 11 月至 2021 年 12 月，就职于北京乐学创想教育科技有限公司，任华东区域财务总监；2021 年 12 月至 2024 年 1 月，就职于诺得网络科技股份有限公司，历任总裁助理、董事会秘书；2024 年 1 月至 2025 年 1 月，任江苏天工精密工具有限公司财务总监；2025 年 1 月至 2025 年 8 月，任江苏天工工具新材料股份有限

							公司董事会秘书兼财务总监；2025年8月至今，任江苏天工钛晶新材料有限公司财务负责人。
梁巍浩	董事会秘书	2022-02-09	男	中国	硕士	1993	无境外永久居留权。2018年至2021年，就职于花王生态工程股份有限公司，任证券事务专员；2021年8月至2022年1月，就职于天工工具，任证券事务代表。2022年2月至今，任江苏天工科技股份有限公司董事会秘书。

资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

## 2 钛行业分析

### 2.1 钛及钛合金的性质与应用

钛（化学符号 Ti，原子序数 22）位于元素周期表第 IVB 族，属银白色过渡金属，具有重量轻、强度高、金属光泽，耐湿氯气腐蚀等特点。自然界中钛分布分散、提取困难，但丰度较高；因其性能优异且储量可观，重要性仅次于铁、铝，被誉为新兴的“第三金属”。

钛合金是以钛为基体，添加铝、锡、钒、钼等元素而成的合金材料，具有密度低、强度高、热强度高、耐腐蚀性好、耐热性高等优良性能。钛作为结构材料的高水平力学性能，是通过精确控制杂质含量并合理添加合金元素实现的。

钛及钛合金化学性质稳定，耐高低温、抗强酸碱，已广泛应用于化工能源、消费电子、航空航天、海洋工程及生物医学等领域。

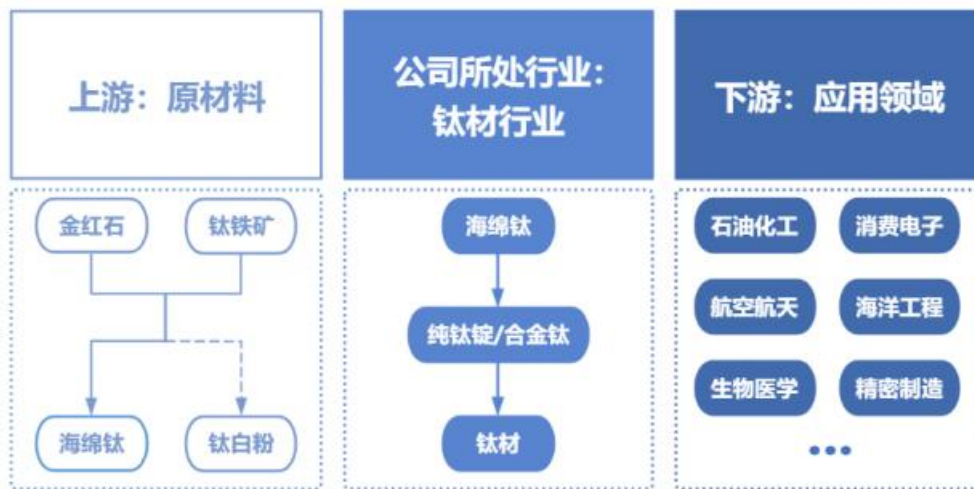
### 2.2 钛工业产业链

钛工业产业链分为钛材工业条线、钛白粉工业条线。

钛材工业条线：上游以钛矿制备海绵钛，中游将海绵钛熔铸成锭并加工成钛材及钛构件，下游为化工、航空航天等领域应用，通过加工工艺，将钛材制造成各类钛零件。在整个钛材工业条线中，海绵钛产量反映原料生产能力，钛材产量反映深加工能力。

钛白粉工业条线：上游对钛铁矿和金红石进行采选，并以化学工艺制得中间产品钛白粉，下游主要应用于涂料、塑料和造纸等行业。

图 2、钛工业产业链



资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

特别的，我们关注钛及钛合金在消费电子领域的应用。得益于其高强度、优异耐蚀性及独特表面质感，钛及钛合金已成为便携式电子产品外壳的理想材料，应用范围已由手机外壳扩展至照相机、笔记本电脑等多品类。目前，钛材已获多家全球知名电子厂商高度关注，钛制外壳、内饰及关键配件已被系统纳入产品设计方案。然而，受限于现阶段相对较高的成本，钛材仍集中应用于高端手机、高端笔记本电脑及高端相机等精密电子产品；随着产业规模扩张及加工工艺持续优化带来的成本下探，钛材在消费电子市场的渗透率有望进一步提升。

图 3、钛及钛合金在消费电子产品的应用

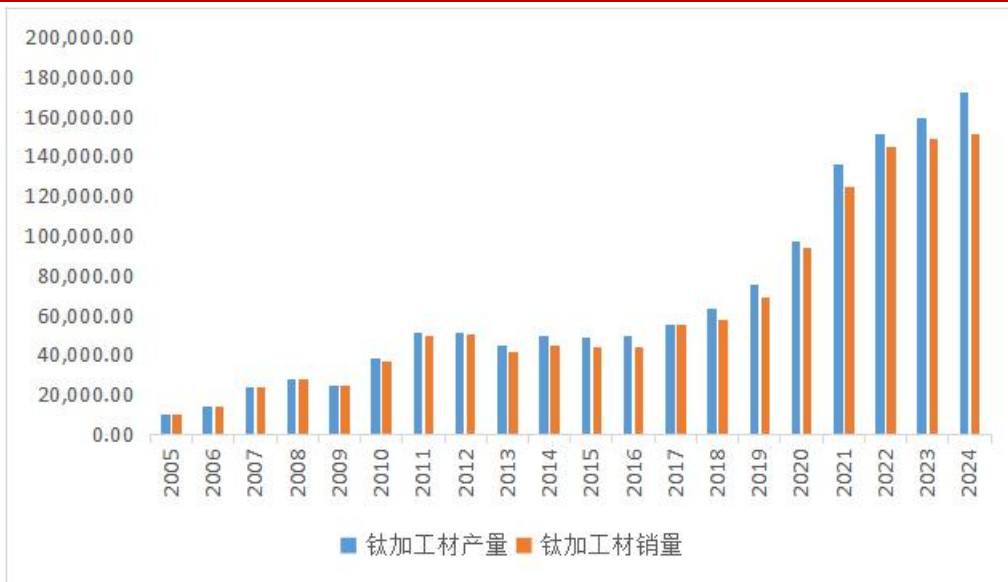


资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

## 2.3 钛加工材产量及销量

近年来，我国钛加工材产量及销量保持稳定增长。2005 年中国钛加工材产量为 1.01 万吨，2024 年增长至 17.20 万吨；2005 年中国钛加工材销量为 1.01 万吨，2024 年增长至 15.09 万吨。

图 4、钛加工材产量及销量（吨）

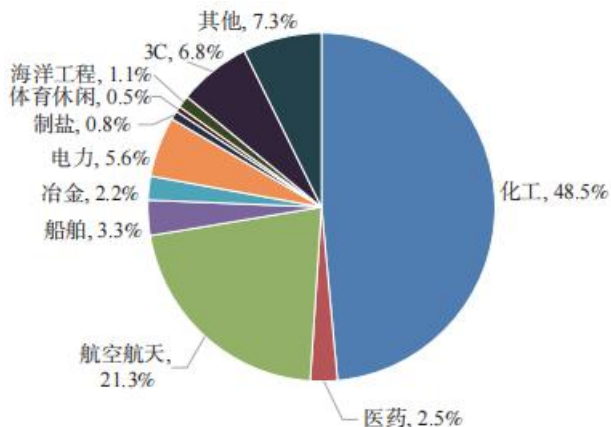


资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

## 2.4 我国钛材料应用分布

2024 年，我国钛材料下游应用分布中，化工、航空航天占比分别为 48.5%、21.3%；其次，3C、电力占比分别为 6.8%、5.6%；其他行业占比则均不超过 5.0%。

图 5、2024 年我国钛材料下游应用分布



资料来源：中国有色金属工业协会钛锆钪分会，江海证券研究发展部

## 2.5 钛行业加工技术

当前，钛行业加工技术主要包括真空熔炼技术、等温锻造技术、冷成型技术、长材连轧技术等。

真空熔炼技术以真空冶炼炉为装置，借炉内涡流加热熔化钛合金，全过程于真空环境中完成，可有效隔绝空气杂质，获得高纯净度合金。

等温锻造技术将模具预热至坯料变形温度，并以低应变速率完成模锻；该工艺与热机械处理耦合，可制备综合力学性能最优的钛合金等温锻件。然其模具材料、制造及加热装置投入显著高于常规锻造，目前主要用于航空零部件制造。

冷成型技术于室温下对钛及钛合金实施冲剪、弯曲、拉伸等成形操作，具有节材、降耗、组织细化等优势，可制备性能优异、构型复杂的长材及薄壁零件。

长材连轧技术通过过程可控、稳定的连轧关系，制备组织、性能与表面质量均达标的长棒线材，技术难度较高；其合格产品广泛应用于消费电子、生物医药及紧固件等领域，可显著提升材料利用率并降低生产成本。

## 2.6 钛行业发展趋势

**资源为王：**为确保产品质量，钛及钛合金材料尤其是高端钛材对原料品质提出了较高要求。全球钛资源虽总量丰富，但优质金红石占比不足 10%，资源稀缺特征显著；我国金红石钛资源尤为匮乏，对外依存度居高不下。同时，稳定获取高端海绵钛已成为钛及钛合金材料生产企业的竞争关键要素。因此，生产企业与上游资源开发企业协同整合、获取并控制优质钛资源，具有重要的战略意义，并将成为行业未来发展的重要趋势之一。

**高端化：**高端钛材应用覆盖面广，国内市场需求规模庞大。其所涉行业既属一带一路倡议重点支持的“走出去”行业，也是“中国制造 2025”着力突破的关键领域，将持续获得国家政策支持。当前，我国已成为全球钛及钛合金材料主要产销国，但化工、冶金、传统电力等传统应用已进入成熟期，增量空间受限。伴随国民经济战略性调整与产业转型升级，航空航天、消费电子、生物医疗、休闲生活等技术壁垒较高的新兴领域对高端钛材的需求有望快速释放，行业未来发展高地将集中于高端钛材。


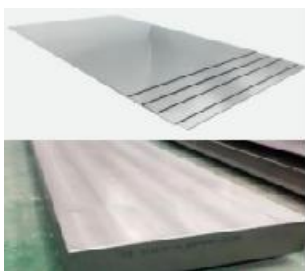

**国际化：**由于一带一路的深入推进，东西方贸易往来增多，东西方市场融合，正在形成统一的世界；目前我国钛材生产厂商除了满足国内市场，走向国际市场是行业发展必由之路。

### 3 主营业务分析

公司主要从事钛及钛合金材料的研发、生产与销售，将原材料海绵钛（或添加其他金属元素）通过配比、熔炼、锻造及各种精加工手段，制作成板材、管材、线材等产品，下游应用包括化工、消费电子等领域。

公司产品按形状可分为线材、板材、管材，具体情况如下：

表 2、公司主要产品

主要产品	产品图片	主要功能	应用领域
线材		耐腐蚀、低密度、高比模量及高比强度的材料	消费电子产品、3D 打印、医疗器械、休闲生活、化工等行业
板材		容器的壳体材料、搁架材料、网板材料	化工、能源、冶金及民用产品制造等行业
管材		用于耐腐蚀材料的管道、热交换器、冷凝器	石化、制盐、近海工业、能源发电等行业

数据来源：公司公告，江海证券研究发展部

#### 3.1 公司产能、产量、销量情况

2022-2024 年，公司钛及钛合金材料产能分别为 5,000、7,000、7,000 吨，产量分别为 3,592、5,672、6,146 吨，销量分别为 3,523、5,869、6,402 吨，产能利用率分别为 71.84%、87.27%、87.80%，产销率分别为 98.08%、

103.47%、104.17%。

2022年，公司产能利用率偏低，主要原因是产品以低附加值的钛板为主；2022年下半年，公司战略增加用于消费电子领域的钛及钛合金线材的生产规模，2023年公司产能利用率得以明显提升。

表 3、公司主要产品产能、产量、销量情况

时间	产品名称	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产能利用率	产销率
2022 年	钛及钛合金材料	5,000	3,592	3,523	71.84%	98.08%
2023 年	钛及钛合金材料	7,000	5,672	5,869	87.27%	103.47%
2024 年	钛及钛合金材料	7,000	6,146	6,402	87.80%	104.17%

数据来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

### 3.2 公司收入拆分

公司收入可按业务拆分，又可按地区拆分。

公司收入按业务拆分，可分为钛及钛合金产品收入、销售材料及废料收入、提供劳务收入。2022年-2025年1-6月，公司钛及钛合金产品收入占比分别为94.78%、93.33%、94.76%、95.62%，公司销售材料及废料收入占比分别为3.66%、5.60%、4.62%、3.56%，公司提供劳务收入占比分别为1.83%、1.06%、0.62%、0.55%；可知公司主要收入来自于钛及钛合金产品。

表 4、公司收入按业务拆分 (亿元)

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
钛及钛合金产品	3.63	9.66	7.59	3.49
钛及钛合金产品收入占比	94.78%	93.33%	94.76%	95.62%
销售材料及废料	0.14	0.58	0.37	0.13
销售材料及废料收入占比	3.66%	5.60%	4.62%	3.56%
提供劳务	0.07	0.11	0.05	0.02
提供劳务收入占比	1.83%	1.06%	0.62%	0.55%
合计	3.83	10.35	8.01	3.65

数据来源：iFinD，公司年报，江海证券研究发展部

公司收入按地区拆分，可分为国内收入和国外收入。2022年-2025年1-6月，公司国内收入占比分别为98.69%、99.23%、98.88%、99.45%，公司国外收入占比分别为1.31%、0.77%、1.12%、0.55%；可知公司收入主要来自于国内。

表 5、公司收入按地区拆分 (亿元)

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
国内收入	3.78	10.27	7.92	3.63
国内收入占比	98.69%	99.23%	98.88%	99.45%
国外收入	0.05	0.08	0.09	0.02
国外收入占比	1.31%	0.77%	1.12%	0.55%
合计	3.83	10.35	8.01	3.65

数据来源：iFinD，公司年报，江海证券研究发展部

### 3.3 公司主要客户

2022-2024 年，公司前五大客户收入占比合计分别为 58.95%、92.07%、89.94%；其中，第一大客户为常州索罗曼及其关联公司，其收入占比分别为 27.88%、83.45%、71.72%。

2022 年第四季度，公司向常州索罗曼供应消费电子用线材产品，销售收入占比大幅增加，常州索罗曼成为公司 2022 年度的第一大客户。2023 年，公司来自常州索罗曼销售收入占比进一步大幅增加。2024 年，公司来自常州索罗曼销售收入占比小幅下降，主要系用于下游终端客户 A 公司的线材收入减少所致。

综上所述，公司存在较大单一客户依赖风险。

表 6、公司 2022-2024 年前五大客户

时间	排名	客户	收入占比
2024 年	1	常州索罗曼及其关联公司	71.72%
	2	圣珀新材及其关联公司	8.66%
	3	中源钛业	7.40%
	4	常熟市异型钢管有限公司	1.14%
	5	凯利特	1.03%
	合计		
2023 年	1	常州索罗曼及其关联公司	83.45%
	2	凯利特	3.54%
	3	圣珀新材及其关联公司	2.70%
	4	中源钛业	1.55%
	5	力泰金属	0.83%
	合计		
2022 年	1	常州索罗曼	27.88%
	2	圣珀新材及其关联公司	17.40%
	3	宝杰钛业及其关联公司	5.12%
	4	巨成钛业	4.40%
	5	维诺金属	4.15%
	合计		

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

### 3.4 公司主要供应商

2022-2024 年，公司前五大供应商年度采购占比合计分别为 88.42%、87.74%、92.67%；其中，2022 年向 TOHO 采购金额占比为 42.70%，2022-2024 年向龙佰集团采购占比分别为 24.02%、50.13%、54.92%。

说明公司前五大供应商较为集中，来自单一供应商龙佰集团采购金额较大。据公司招股说明书披露，海绵钛市场供货充足且供应商众多，公司为发挥规模采购优势，将海绵钛的采购份额集中于个别高性价比的优质供应商，公司不存在对 TOHO 或龙佰集团的依赖。故我们认为，公司供应商集中度高的风险整体可控。

表 7、公司 2022-2024 年前五大供应商

时间	排名	供应商	采购金额占比	采购内容	是否存在关联交易
2024 年	1	龙佰集团	54.92%	海绵钛	否
	2	天工国际及其关联公司	17.90%	加工服务、辅材	是
	3	新疆湘润	8.65%	海绵钛	否
	4	宝鸡嘉诚	5.62%	中间合金	否
	5	海汇源	5.59%	海绵钛	否
	合计			92.67%	
2023 年	1	龙佰集团	50.13%	海绵钛	否
	2	天工国际及其关联公司	21.69%	加工服务、辅材	是
	3	宝鸡嘉诚	6.25%	中间合金	否
	4	朝阳金达	5.05%	海绵钛	是
	5	立中集团	4.63%	中间合金	否
	合计			87.74%	
2022 年	1	TOHO	42.70%	海绵钛	否
	2	龙佰集团	24.02%	海绵钛	否
	3	宝鸡嘉诚	11.29%	中间合金	否
	4	天工国际及其关联公司	6.36%	加工服务	是
	5	新疆湘润	4.05%	海绵钛	否
	合计			88.42%	

资料来源：公司招股说明书，江海证券研究发展部

### 3.5 公司 IPO 募投项目

据公司招股说明书，公司本次拟募集资金 3.60 亿元，用于投资年产 3,000 吨高端钛及钛合金棒、丝材生产线建设项目，项目总投资金额 4.00 亿元，建设周期 2 年。

我们认为，本次 IPO 募投项目意义重大，可有力提升公司产能规模，增加公司销售收入。

## 4 公司财务分析

### 4.1 公司收入和归母净利润有望恢复增长

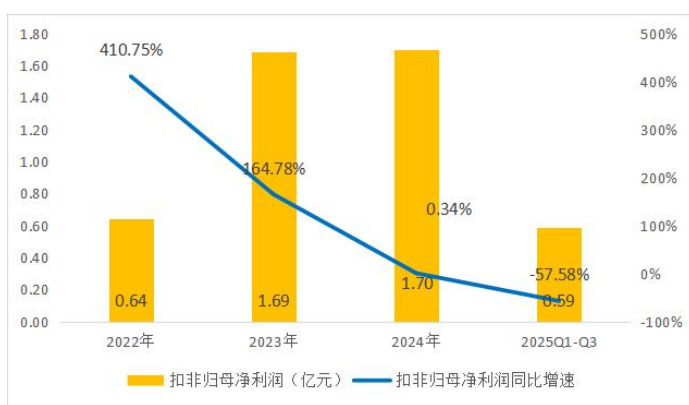
2022年-2025年Q1-Q3，公司营业收入分别实现3.83、10.35、8.01、4.47亿元，对应同比增速分别为35.65%、170.05%、-22.59%、-25.56%；公司扣非归母净利润分别实现0.64、1.69、1.70、0.59亿元，对应同比增速分别为410.75%、164.78%、0.34%、-57.58%。2022年及2023年，公司营业收入和净利润大幅增长的原因是公司进入消费电子业务，钛及钛合金产品销量大幅增长。2024年，公司收入同比下滑，主要系受EB炉建设周期等因素影响，线材销售规模下降。2025年前三季度，公司业绩下滑主要原因是消费电子客户需求阶段性减少所致。我们认为，随着下游大客户需求回暖，公司业绩有望逐步恢复增长。

图 6、公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

图 7、公司扣非归母净利润及同比增速

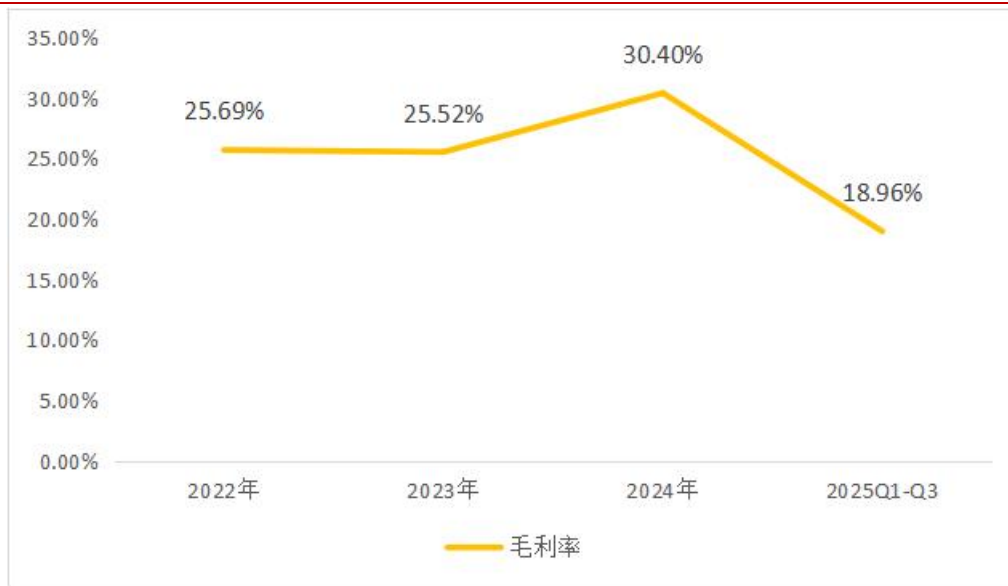


数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

### 4.2 公司毛利率先升后降

2022年-2025年Q1-Q3，公司毛利率分别为25.69%、25.52%、30.40%、18.96%，呈先升后降趋势。2022年公司毛利率较2021年上升明显，主要是公司盈利能力强的产品销量占比大幅提升；2023年，公司毛利率和2022年基本持平；2024年，公司毛利率进一步提升，主要是原材料价格下降及工艺路线优化带来加工成本下降所致；2025年前三季度，公司毛利率下降明显主要是公司产品结构调整、原材料单位成本上升所致。我们认为，公司毛利率下降受下游大客户需求阶段性减少影响，预计未来有望逐步修复。

图 8、公司毛利率先升后降



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

### 4.3 公司资产负债率较低

2022年-2025年Q1-Q3，公司资产负债率分别为17.98%、24.07%、13.94%、12.01%。观察公司资产负债表可知，公司总负债金额较低，且没有有息负债。2022年，公司为确保订单及时性，扩大采购原材料合金及海绵钛，应付账款大幅增加；导致公司资产负债率同比大幅增加；2023年，公司扩大业务规模导致应付账款同比大幅增加，公司资产负债率进一步攀升；2024年及2025年前三季度，公司应付账款绝对金额较2023年下降明显，带来公司资产负债率持续下降。我们认为，公司资产负债表较为健康，未来资产负债率有望维持较低水平。

图 9、公司资产负债率较低



数据来源：iFinD，江海证券研究发展部

#### 4.4 公司期间费用率较低

2022年-2025年Q1-Q3,公司期间费用率分别为7.10%、5.52%、6.35%、6.27%。2022年,公司管理费用率较高主要是公司规模扩充带来管理人员增加,公司研发费用率较高主要是新增研发项目。2023年,公司期间费用率下降主要是营业收入大幅增长。2024年,公司期间费用率增长主要是营业收入下降。2025年前三季度,公司期间费用率基本和2024年持平,无明显变化。我们认为,公司四项费用率变化不明显,未来期间费用率有望维持较低水平。

表 8、公司期间费用率

	2022年	2023年	2024年	2025Q1-Q3
销售费用率	0.28%	0.17%	0.15%	0.26%
管理费用率	2.73%	1.86%	2.25%	2.97%
研发费用率	4.49%	3.68%	4.29%	3.88%
财务费用率	-0.40%	-0.18%	-0.34%	-0.85%
期间费用率合计	7.10%	5.52%	6.35%	6.27%

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

## 5 盈利预测及估值

### 5.1 盈利预测

公司各年报披露口径不一致,为简化,我们把公司主营业务分为钛及钛合金产品、提供劳务、销售材料及废料。

**1) 钛及钛合金产品：**2025 年半年报披露公司钛及钛合金产品收入同比下滑 9.66%，主要原因是下游消费电子客户需求阶段性减少；考虑 2026 年消费电子客户需求逐步回暖，以及公司 IPO 募投产能 3,000 吨逐步释放；假设 2025-2027 年公司钛及钛合金产品收入同比增速分别为-15.00%、50.00%、15.00%。2025 年半年报披露，公司产品结构调整、原材料成本上升导致毛利率下降；考虑公司下游需求回暖、成本传导等因素，假设 2025-2027 年公司钛及钛合金产品毛利率分别为 22.00%、26.00%、30.00%。

**2) 提供劳务：**2025 年上半年公司提供劳务收入同比增速为 5.54%，考虑公司该业务收入占比极小；简化假设 2025-2027 年公司提供劳务收入同比增速分别为 5.00%、10.00%、10.00%，毛利率均为 35.00%。

**3) 销售材料及废料：**2025 年上半年公司销售材料及废料收入同比增速为-25.44%，观察公司该业务毛利率基本在 0.00%附近，即该业务基本不贡献毛利；考虑公司下游需求逐步回暖，故简化假设 2025-2027 年公司销售材料及废料收入同比增速分别为-25.00%、20.00%、10.00%，毛利率均为 0.00%。

表 9、公司收入结构预测

业务	科目	2022 年报	2023 年报	2024 年报	2025 年半年报	2025E	2026E	2027E
钛及钛合金产品	营业收入 (万元)	36,252.69	96,598.72	75,943.19	34,940.02	64,551.71	96,827.57	111,351.70
	YOY	37.77%	166.46%	-21.38%	-9.66%	-15.00%	50.00%	15.00%
	营业成本 (万元)	26,596.93	70,299.36	51,740.43	27,085.48	50,350.33	71,652.40	77,946.19
	毛利率	26.63%	27.23%	31.87%	22.48%	22.00%	26.00%	30.00%
提供劳务	营业收入 (万元)	681.21	1,115.12	464.29	213.18	487.50	536.25	589.88
	YOY	69.36%	63.70%	-58.36%	5.54%	5.00%	10.00%	10.00%
	营业成本 (万元)	430.55	950.77	293.96	89.34	316.88	348.57	383.42
	毛利率	36.80%	14.74%	36.69%	58.09%	35.00%	35.00%	35.00%
销售材料及废料	营业收入 (万元)	1,396.34	5,797.12	3,717.61	1,349.85	2,788.21	3,345.85	3,680.43
	YOY		315.17%	-35.87%	-25.44%	-25.00%	20.00%	10.00%
	营业成本 (万元)	1,457.42	5,842.24	3,733.33	1,350.05	2,788.21	3,345.85	3,680.43
	毛利率	-4.37%	-0.78%	-0.42%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	营业收入 (万元)	38,330.23	103,510.96	80,125.08	36,503.05	67,827.42	100,709.67	115,622.02
	YOY	35.65%	170.05%	-22.59%	-10.29%	-15.35%	48.48%	14.81%
	营业成本 (万元)	28,484.90	77,092.37	55,767.72	28,524.87	53,455.42	75,346.81	82,010.05
	毛利率	25.69%	25.52%	30.40%	21.86%	21.19%	25.18%	29.07%

数据来源：iFinD，公司公告，江海证券研究发展部

## 5.2 估值及建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.78、10.07、11.56 亿元，同比增长率分别为-15.35%、48.48%、14.81%；归母净利润分别为 1.05、1.85、2.53 亿元，同比增长率分别为-39.34%、76.68%、36.83%；EPS 分别为 0.16、0.28、0.39 元/股，对应 PE 分别为 122.35、69.25、50.61 倍。

选取宝钛股份、金天钛业为可比公司，可比公司 2025-2027 年 PE 算术平均值分别为 40.86、31.87、25.25 倍。公司估值显著高于可比上市公司。

考虑公司业绩回暖尚需等待需求回暖，估值较高；首次覆盖，给予持有评级。

表 10、可比公司估值

证券名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600456.SH 宝钛股份	38.50	1.21	1.48	1.65	1.76	31.82	26.01	23.33	21.88
688750.SH 金天钛业	20.61	0.33	0.37	0.51	0.72	62.45	55.70	40.41	28.63
算术平均值						47.14	40.86	31.87	25.25
920068.BJ 天工股份	19.52	0.26	0.16	0.28	0.39	74.22	122.35	69.25	50.61

数据来源：iFinD，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于iFinD一致预期，截至2026年1月16日数据）

## 6 风险提示

**原材料价格波动风险：**公司生产钛及钛合金的原材料主要是海绵钛，如未来海绵钛价格大幅上涨，可能会侵蚀公司盈利能力，从而对公司经营业绩造成不利影响。

**大客户依赖风险：**受益于钛及钛合金材料在消费电子行业的应用，常州索罗曼 2022-2024 年占公司收入比重分别为 27.88%、83.45%、71.72%，成为公司第一大客户。公司产品结构以高附加值的线材产品为主，如未来常州索罗曼对公司产品需求减少，将对公司经营业绩产生重大不利影响。

**关联交易风险：**公司与关联方存在采购、销售、租赁等关联交易情形，2022-2024 年，公司从关联公司经常性关联采购金额分别为 2,147.89 万元、16,729.32 万元及 8,903.10 万元，占当期营业成本比例分别为 7.54%、21.70%和 15.96%；公司向关联公司销售货物金额分别为 11.90 万元、0.00 万元和 0.00 万元，占当期营业收入比例分别为 0.03%、0.00%和 0.00%。公司预计未来仍将存在一定的关联交易，若公司未来无法持续、有效控制各类关联交易规模，可能会出现关联方利用关联交易损害公司及中小股东利益的风险。

**竞争加剧风险：**当前我国钛及钛合金材料行业存在结构性产能过剩的问题，高端产品产能不足、供不应求，中低端产品竞争激烈、产品同质化明显。如未来行业竞争进一步加剧，公司面临市占率下降风险，可能对公司业绩产生不利影响。

**市场空间较小风险：**自 2023 年 9 月苹果发布钛合金手机以来，消费电子钛材市场仍处快速成长期，尚无权威规模数据；该新兴领域体量长期小于化工、航天等传统应用。若未来消费者偏好、潮流或技术路线变化致钛材应用降温，公司成长空间将受限。

**毛利率下降风险：**2022 年-2025 年 Q1-Q3，公司毛利率分别为 25.69%、25.52%、30.40%、18.96%，呈先升后降趋势。如公司下游需求下降或原材料价格大幅上涨，将使得公司毛利率下降，从而对公司业绩产生不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>935</b>	<b>983</b>	<b>1164</b>	<b>1399</b>	<b>1587</b>
现金	151	412	757	858	1090
应收票据及应收账款	513	254	33	222	39
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	50	0	4	3
存货	209	152	308	233	367
其他流动资产	62	116	65	81	88
<b>非流动资产</b>	<b>210</b>	<b>234</b>	<b>168</b>	<b>244</b>	<b>258</b>
长期股权投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	155	181	125	191	200
无形资产	23	23	25	27	29
其他非流动资产	32	30	19	27	29
<b>资产总计</b>	<b>1145</b>	<b>1217</b>	<b>1333</b>	<b>1643</b>	<b>1845</b>
<b>流动负债</b>	<b>267</b>	<b>162</b>	<b>170</b>	<b>293</b>	<b>237</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	187	98	113	193	161
其他流动负债	80	64	57	100	76
<b>非流动负债</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	9	8	8
<b>负债合计</b>	<b>276</b>	<b>170</b>	<b>179</b>	<b>301</b>	<b>246</b>
少数股东权益	19	21	23	27	31
股本	587	587	587	587	587
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	263	436	542	730	987
归属母公司股东权益	850	1026	1131	1316	1568
<b>负债和股东权益</b>	<b>1145</b>	<b>1217</b>	<b>1333</b>	<b>1643</b>	<b>1845</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>302</b>	<b>284</b>	<b>180</b>	<b>251</b>
净利润	175	174	106	188	257
折旧摊销	20	25	22	27	35
财务费用	-2	-3	-18	-24	-29
投资损失	0	0	-1	-0	-0
营运资金变动	-193	109	172	-15	-14
其他经营现金流	3	-3	3	4	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-69</b>	<b>-36</b>	<b>44</b>	<b>-103</b>	<b>-48</b>
资本支出	71	39	-39	103	48
长期投资	0	0	1	0	0
其他投资现金流	2	4	5	0	-1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>29</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	-5	17	23	29
<b>现金净增加额</b>	<b>-65</b>	<b>261</b>	<b>346</b>	<b>101</b>	<b>232</b>

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1035</b>	<b>801</b>	<b>678</b>	<b>1007</b>	<b>1156</b>
营业成本	771	558	535	753	820
营业税金及附加	4	5	3	5	6
销售费用	2	1	1	2	2
管理费用	19	18	15	21	26
研发费用	38	34	28	41	48
财务费用	-2	-3	-18	-24	-29
资产和信用减值损失	-10	3	-4	-4	-2
其他收益	8	10	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	0	0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>202</b>	<b>201</b>	<b>118</b>	<b>214</b>	<b>290</b>
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>118</b>	<b>214</b>	<b>290</b>
所得税	26	26	11	26	34
<b>净利润</b>	<b>175</b>	<b>174</b>	<b>106</b>	<b>188</b>	<b>257</b>
少数股东损益	5	2	2	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>170</b>	<b>172</b>	<b>105</b>	<b>185</b>	<b>253</b>
EBITDA	219	223	122	217	297
EPS (元)	0.26	0.26	0.16	0.28	0.39

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	170.1	-22.6	-15.3	48.5	14.8
营业利润(%)	178.3	-0.6	-41.3	81.8	35.7
归属于母公司净利润(%)	142.6	1.6	-39.3	76.7	36.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.5	30.4	21.2	25.2	29.1
净利率(%)	16.9	21.8	15.7	18.7	22.2
ROE(%)	20.1	16.7	9.2	14.0	16.1
ROIC(%)	20.2	16.7	8.0	12.7	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.1	13.9	13.5	18.3	13.3
净负债比率(%)	-16.5	-38.7	-65.0	-63.5	-67.8
流动比率	3.5	6.1	6.8	4.8	6.7
速动比率	2.7	4.8	5.0	3.9	5.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.7	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	6.1	3.7	7.0	8.0	9.0
应付账款周转率	5.8	3.9	5.1	4.9	4.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.26	0.16	0.28	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.46	0.43	0.27	0.38
每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.57	1.72	2.01	2.39
<b>估值比率</b>					
P/E	75.4	74.2	122.4	69.3	50.6
P/B	15.1	12.5	11.3	9.7	8.2
EV/EBITDA	51.6	49.6	87.9	48.9	35.1

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

## 分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

## 免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。