

2026年05月08日

证券研究报告·公司研究报告

超卓航科(688237)国防军工

当前价: 55.69元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

冷喷涂增材制造技术全球领先，业绩有望改善

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司控股股东将变更为湖北交投，湖北交投产业资源优势明显；2) 公司冷喷涂固态增材制造技术处于全球领先地位，拥有设备种类及专家团队均居国际前列；3) 2026年第一季度公司实现营业收入1.03亿元，同比增长30.95%，归母净利润369.16万元，同比增长76.01%，重回上升轨道。
- 深耕二十年，国内冷喷涂固态增材制造领军企业。** 2006年，公司董事长李光平创立超卓航科，2015年，李光平之子李羿含将冷喷涂增材制造技术引进回国，2022年公司在上海证券交易所科创板成功上市，自此，公司进入快速发展期。2023年，公司全资收购成都鹏华科技有限公司，致力成为国产大飞机零部件制造供应商。2025年公司宣布与湖北交投签署股份转让协议。时至今日，公司的冷喷涂固态增材制造技术处于全球领先地位，拥有的设备种类及专家团队均居国际前列，并在国内率先掌握并实现该技术及其产业化应用。
- 航空维修市场整体容量持续扩张，军机发展空间巨大。** 2023年全球航空维修业市场规模达到939亿美元，创下历史新高，至2034年有望增长到1,241亿美元，其中中国航空维修业市场规模预计将达到151亿美元。2026年全国一般公共预算安排国防支出1.94万亿元，军机装备是我国武器装备建设中的重要组成部分，2024年我国空军机队规模达3309架，但在机队存量上与传统的欧美军事强国相比仍有差距。截至2024年，美国军用飞机总数占全球24.8%，而我国占比为6.3%。未来，我国空军建设战略目标的不断升级将促进我国军机数量规模增长，也将为我国军用航空维修与再制造市场的发展提供广阔的市场空间。
- 以冷喷涂固态增材制造技术为核心，可提供多款产品和综合解决方案。** 公司建立了冷喷涂固态增材制造技术体系，并将该技术成功应用于机体结构再制造领域。公司持续开发和拓展以冷喷涂为主的增材制造技术的应用场景和下游市场，研发出了适用于电子器件领域的靶材、适用于多种型号飞机的航空零部件、新能源汽车热管理系统零部件和多晶硅生产设备内壁热反射涂层制备等产品。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2026/27/28年营收分别为4.6、5.9、8.0亿元，归母净利润分别为0.3、0.5、0.8亿元，EPS分别为0.31、0.57、0.91元，对应PE分别为178、98、61倍。我们看好公司作为国内冷喷涂固态增材制造领军企业，业绩有望持续改善，首次覆盖，建议关注。
- 风险提示:** 市场竞争风险、技术人员流失风险、股权变更事项不确定性风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	388.82	460.88	586.03	796.85
增长率	-3.66%	18.53%	27.16%	35.97%
归属母公司净利润(百万元)	12.66	28.01	51.04	82.03
增长率	-2.48%	121.16%	82.24%	60.72%
每股收益EPS(元)	0.14	0.31	0.57	0.91
净资产收益率ROE	1.05%	2.27%	4.04%	6.37%
PE	394	178	98	61
PB	4.13	4.06	3.95	3.88

数据来源: Wind, 西南证券

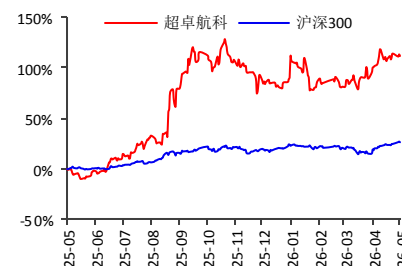
西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

联系人: 戚欣龙
邮箱: qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.90
流通A股(亿股)	0.90
52周内股价区间(元)	23.71-62.48
总市值(亿元)	49.94
总资产(亿元)	15.76
每股净资产(元)	13.53

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕二十年，国内冷喷涂固态增材制造领军企业	1
2 航空维修市场：整体容量持续扩张，军机发展空间巨大	3
3 主营业务：以冷喷涂固态增材制造技术为核心，可提供多款产品和综合解决方案	5
4 期间费用率持续下降，近五年资产负债率均低于 30%	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年 Q1)	1
图 3: 公司 2025 年主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2025 年主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2022 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2022 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 航空维修市场.....	3
图 8: 2018-2034 年全球航空维修业市场规模 (亿美元)	3
图 9: 2024 年全球航空维修业细分市场结构.....	3
图 10: 2018-2034 年中国航空维修业市场规模及全球市场份额.....	4
图 11: 2024 年中国航空维修业细分市场结构.....	4
图 12: 中央一般公共预算安排国防支出 (亿元)	4
图 13: 各国军用飞机总数占比.....	4
图 14: 冷喷涂技术原理示意图.....	5
图 15: 公司航空航天零部件及耗材增材制造营业收入及增速.....	6
图 16: 公司航空航天零部件及耗材增材制造毛利率.....	6
图 17: 公司新能源汽车零部件制造营业收入及增速.....	7
图 18: 公司新能源汽车零部件制造毛利率.....	7
图 19: 公司机载设备维修营业收入及增速.....	7
图 20: 公司机载设备维修毛利率.....	7
图 21: 公司销售毛利率和销售净利率.....	8
图 22: 公司期间费用率.....	8
图 23: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入.....	8
图 24: 公司资产负债率.....	8

表 目 录

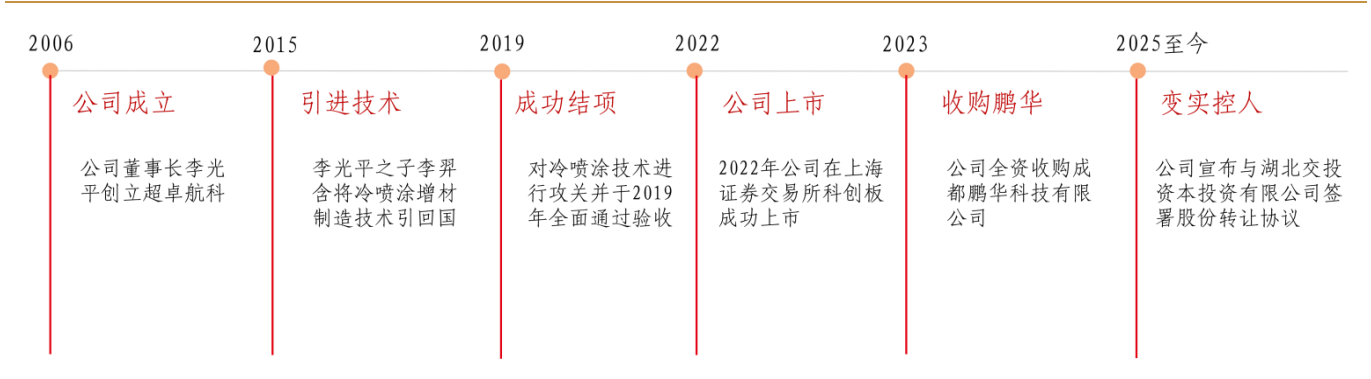
表 1: 分业务收入及毛利率.....	9
表 2: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	11

1 深耕二十年，国内冷喷涂固态增材制造领军企业

早在 2000 年，美国的制造与后勤技术研究所等机构，就已系统性地开展冷喷涂技术在海军装备防腐、耐磨涂层上的应用研究，将其视为维持军事装备寿命、降低维护成本的关键技术之一。2006 年，公司董事长李光平创立超卓航科，2015 年，李光平之子李羿含将冷喷涂增材制造技术引进回国。2015 年到 2019 年，公司对冷喷涂技术进行技术攻关并于 2019 年全面通过验收。2022 年公司研发的“先进高机动飞机延寿工程”获得国防科学技术进步奖三等奖，同年 7 月 1 日，超卓航科在上海证券交易所科创板成功上市。自此，公司进入快速发展期。2023 年，公司全资收购成都鹏华科技有限公司，成功地将业务边界从“维修服务”拓展至“核心制造”，致力成为国产大飞机零部件制造供应商。2025 年，面对航空产业的高速发展，公司实控人选择了和当地国企深度合作，公司与湖北交投资本投资有限公司签署股份转让协议，主动让渡控制权。

时至今日，公司冷喷涂固态增材制造技术处于全球领先地位，拥有设备种类及专家团队均居国际前列，并在国内率先掌握并实现该技术及其产业化应用。公司创新研发的移动冷喷涂增材制造平台，填补了金属增材制造冷喷涂行业技术空白，整体技术达到了国际先进水平。

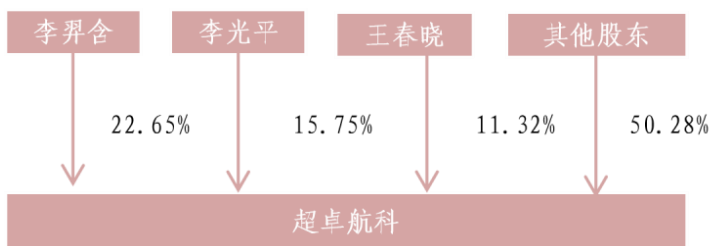
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

拟变更实控人为湖北省国资委。截至 2026 年 Q1，公司的实控人仍为李羿含、李光平、王春晓，但现实控人已经与湖北交投资本签署《股份转让协议》，因此，待交易完成后公司控股股东将变更为湖北交投资本，实控人变更为湖北省国资委。湖北交投作为省属大型国有企业，产业资源优势明显，有望保持战略定力，关注企业的长期价值增长。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 Q1）

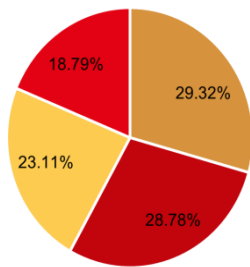


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司主营业务结构：公司以金属增、减材制造和再制造技术为依托，专注于定制化增材制造、机载设备维修、航空零部件研发制造，致力为高端制造领域提供解决方案，已经建立集工艺研发、技术攻关、产品定制、设备供应于一体的发展模式，业务覆盖航空航天、电力电气、海洋防腐、汽车工业、新能源等众多领域。营收方面，2025 年公司的营收主要来自**航空航天零部件及耗材增材制造**，占比约为 29.32%，其次是新能源汽车零部件制造，占比约 28.78%；毛利贡献方面，**航空航天零部件及耗材增材制造**所贡献的毛利占比最高，约为 38.98%，其次为板带成型加工精密设备及零件制造，占比约为 31.89%。

图 3：公司 2025 年主营业务结构情况

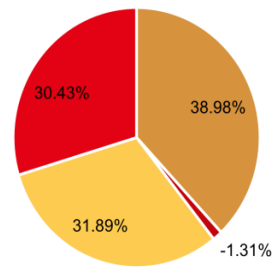
■ 航空航天零部件及耗材增材制造 ■ 新能源汽车零部件制造
 ■ 板带成型加工精密设备及零件制造 ■ 其他



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2025 年主营业务毛利情况

■ 航空航天零部件及耗材增材制造 ■ 新能源汽车零部件制造
 ■ 板带成型加工精密设备及零件制造 ■ 其他



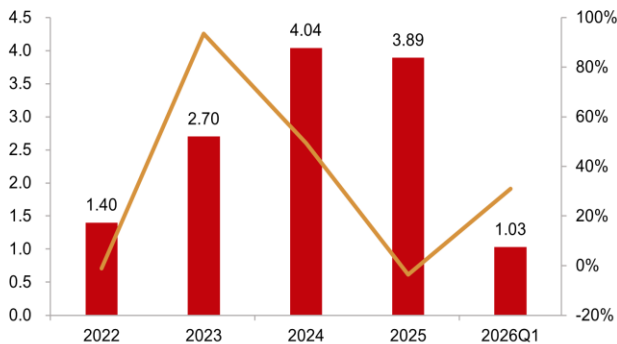
数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：2023 年公司积极开发冷喷涂技术新的应用场景加之收购了成都鹏华，使得全年营收同比增长超过 90%，但由于公司在 2022 年发生的 5995 万元存款被划转这一刑事案件在 2023 年时仍在侦察过程中，具体可收回金额暂时无法确定，因此，公司在 2023 年度对 5995 万元全额确认为损失，导致公司全年归母净利润出现亏损。

2024 年以来，由于公司机体结构再制造业务正处于从进口机型向国产机型过渡阶段，因此虽然公司新布局了新能源汽车、工业装备、光伏等多个民用业务领域，并加速向中高端产品转型，但以上业务对整体营收的贡献仍然有限，导致公司净利润相对 2022 年有所下滑。2026 年第一季度公司积极拓展民用航空维修市场，有效带动公司营收提升，实现营业收入 1.03 亿元，同比增长 30.95%，归母净利润 369.16 万元，同比增长 76.01%，重回上升轨道。

图 5：公司 2022 年以来营业收入及增速

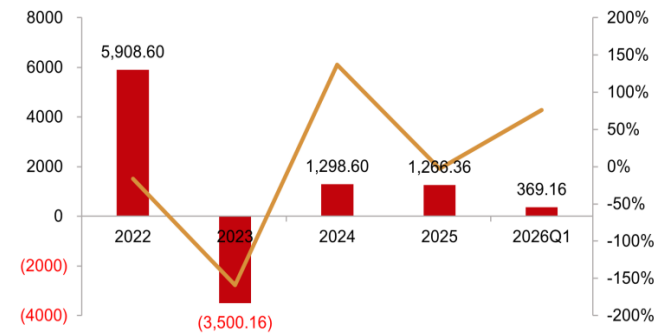
■ 营业总收入 (亿元) ■ 增速 (%)



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：公司 2022 年以来归母净利润及增速

■ 归母净利润 (万元) ■ 增速 (%)



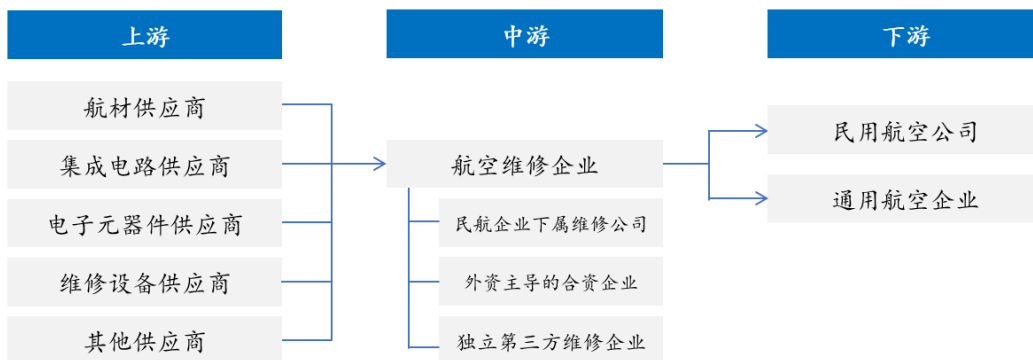
数据来源：iFinD，西南证券整理

2 航空维修市场：整体容量持续扩张，军机发展空间巨大

航空维修（MRO），其缩写 MRO 具体是指 Maintenance（维护）、Repair（维修）和 Overhaul（大修），即对飞机及其上的技术装备进行的维护和修理，以确保飞行安全。航空维修是飞机正常运行的前提和必要条件，亦为航空产业的重要组成部分。

根据不同的维修对象，航空维修可划分为机体维修、发动机维修、机载设备维修和航线维护等细分类别。其中，机体维修主要面向机身、机翼、尾翼等机体结构和部件，发动机维修是指针对飞机发动机进行的修理和改装，也称动力装置维修，机载设备维修涵盖的领域较为广泛，涉及机载电子设备和机械设备等部附件，航线维护是指在飞机执行任务前、过站短停时对飞机总体情况进行的例行检查和维护。

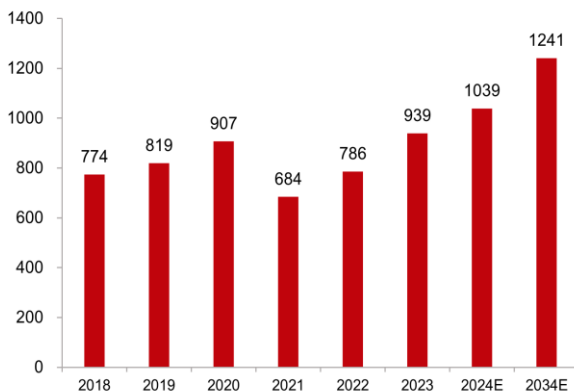
图 7：航空维修市场



数据来源：《中航材利顿航空科技股份有限公司公开转让说明书》，西南证券整理

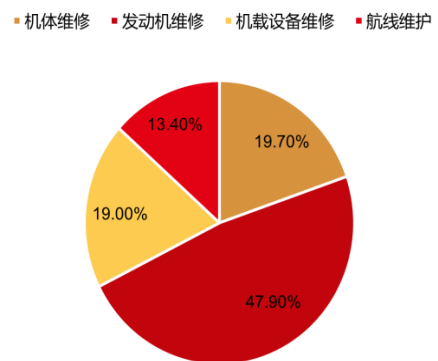
近年来，全球航空维修业的市场规模整体呈现增长态势。根据 Oliver Wyman 发布的《Global Fleet and MRO Market Forecast》，2023 年全球航空维修业市场规模达到 939 亿美元，创下历史新高，同比增长 19.5%，2024 年市场规模预计将达到 1039 亿美元，同比增长 10.6%，至 2034 年有望增长到 1241 亿美元，2024-2034 年复合增长率约为 1.8%。市场结构方面，发动机维修领域的规模最大，2024 年在全球航空维修业的市场份额约为 47.9%，机体维修、机载设备维修、航线维护的市场份额将分别达到 19.7%、19.0%和 13.4%。

图 8：2018-2034 年全球航空维修业市场规模（亿美元）



数据来源：《中航材利顿航空科技股份有限公司公开转让说明书》、Oliver Wyman，西南证券整理

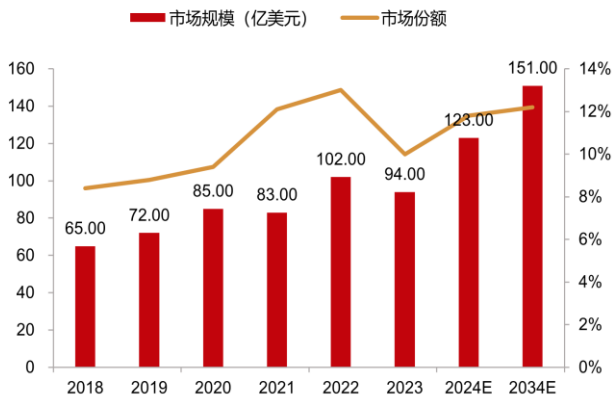
图 9：2024 年全球航空维修业细分市场结构



数据来源：《中航材利顿航空科技股份有限公司公开转让说明书》、Oliver Wyman，西南证券整理

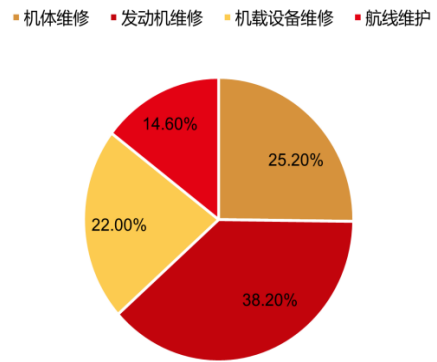
伴随国内民航业运输需求的快速回暖以及机队规模的持续扩张，我国航空维修业的发展势头良好，并且在全球市场中的比重稳步提升。在 2018-2024 年间，国内航空维修业的市场规模将从 65 亿美元增长至约 123 亿美元，在全球市场中的份额将从 8.4% 提升至约 11.8%。未来，中国航空维修业的增长速度将略高于全球市场，至 2034 年市场规模预计将达到 151 亿美元，2024-2034 年复合增长率约为 2.0%。与全球市场相似，在国内航空维修业中，目前发动机维修领域是规模最大的细分市场，2024 年的市场份额约为 38.2%；其后依次是机体维修、机载设备维修和航线维护，市场份额分别约为 25.2%、22.0% 和 14.6%。

图 10：2018-2034 年中国航空维修业市场规模及全球市场份额



数据来源：《中航材利顿航空科技股份有限公司公开转让说明书》、Oliver Wyman，西南证券整理

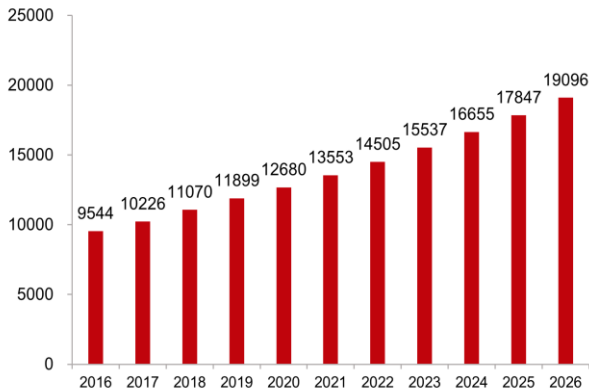
图 11：2024 年中国航空维修业细分市场结构



数据来源：《中航材利顿航空科技股份有限公司公开转让说明书》、Oliver Wyman，西南证券整理

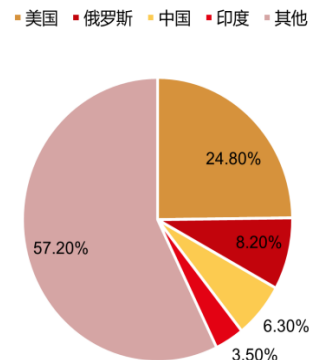
国防军费的投入是军工发展的基础，2026 年全国一般公共预算安排国防支出 1.94 万亿元，比上年执行数增长 6.9%，其中，中央本级支出 1.91 万亿元，比上年执行数增长 7%。军机装备是我国武器装备建设中的重要组成部分，也是国防安全的重要保障力量。据《World Air Forces 2025》数据，2024 年我国空军机队规模达 3309 架，体现出持续增长的装备实力，但我国在机队存量上与传统的欧美军事强国相比仍有差距。截至 2024 年，美国军用飞机总数占据全球 24.8% 的份额，俄罗斯占比为 8.2%，而我国占比为 6.3%，在全球位列第三。未来我国空军建设战略目标的不断升级将促进我国军机数量的规模增长，亦将为我国军用航空维修与再制造市场的发展提供广阔的市场空间。

图 12：中央一般公共预算安排国防支出（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 13：各国军用飞机总数占比



数据来源：商启产业研究院、《World Air Forces 2025》，西南证券整理

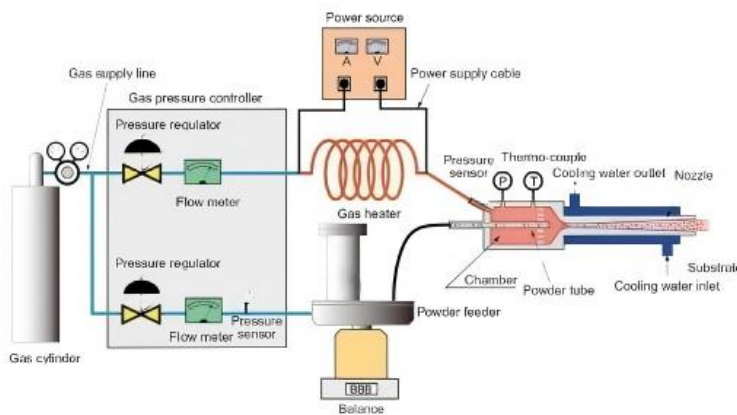
3 主营业务：以冷喷涂固态增材制造技术为核心，可提供多款产品和综合解决方案

公司设立初期主要从事航空器气动附件、液压附件、燃油附件和电气附件的维修业务，主要专注于航空机载设备的维修。经过多年研发创新，公司实现了多种金属材料的高强度沉积，建立了冷喷涂固态增材制造技术体系，并将该技术成功应用于机体结构再制造领域。基于对冷喷涂等增材制造技术的成熟运用，公司持续开发和拓展以冷喷涂为主的增材制造技术的应用场景和下游市场，研发出了适用于电子器件领域的靶材、适用于多种型号飞机的航空零部件、新能源汽车热管理系统零部件及多晶硅生产设备内壁热反射涂层制备等产品和服务。

冷喷涂固态增材制造技术是一种将粉末粒子加速到超音速并以固态形式碰撞基体后产生剧烈的塑性变形而形成涂层的沉积技术。由于冷喷涂的沉积可以实现连续堆积而逐层增厚，从而使该技术从一种单纯涂层加工技术发展成为一种快速的增材制造技术。在冷喷涂过程中，预热的高压惰性气体携带粉末颗粒经具有收缩扩张结构的喷嘴加速后，以超音速撞击基体，颗粒发生剧烈的塑性变形与基体结合沉积形成涂层。随着航空领域的迅速发展，航空器构造也逐步向高性能和复杂结构方向迈进，这对配套的机载设备以及机体结构维修再制造技术提出了更高要求。长期以来，对机体结构和机载设备的损伤修复主要依赖传统技术，如焊接、铆接加强块、复合材料胶接等。然而，这些传统技术对飞机复杂机体结构的可达性差，修复铝镁合金等材料时易氧化且容易产生焊接裂纹，其较大的热应力也会对基体造成变形和热损伤，修复后的抗疲劳性能、结合强度也难以满足关键主承力结构的载荷要求。

从全球范围来看，冷喷涂技术在飞机修复领域得到了广泛应用，可用于修复飞机机体结构燃油系统等环境控制系统附件、飞机起飞着陆装置、飞行操控系统部件、电源电器仪表部件等。在国外军工领域，一些公司已经成功使用冷喷涂技术修复 UH-60 黑鹰直升机的减速器、尾桨减速器、附件传动箱，以及 F15、F16、F18 战斗机进气口和制动器等部位的气动磨损，以及 B1-b 轰炸机的蒙皮磨损。与传统维修技术相比，冷喷涂固态增材制造过程中修复的结构件始终处于低温状态，避免了焊接高温等方式对基体材料的热损伤，也避免了铆接和打孔破坏等方式对基体造成的附加损伤。与复合材料胶接等方式相比，冷喷涂技术具有更强的涂层强度，同时在修复过程中不产生高温，可适应多种修复场景。

图 14：冷喷涂技术原理示意图



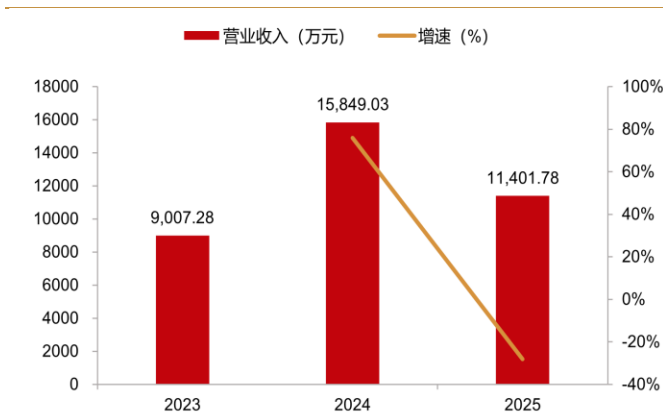
数据来源：公司2025年年报，西南证券整理

公司是国内少数掌握冷喷涂固态增材制造技术并将其应用于航空器维修再制造领域的企业之一。公司凭借丰富的行业经验和卓越的技术团队，通过多年技术攻关，率先实现了低压冷喷涂固态增材制造技术成果的突破。2017年，针对航空装备承力结构件疲劳裂纹的修复参数要求，公司在低压冷喷涂固态增材制造技术基础上，自主研发了高强铝合金高压冷喷涂固态增材制造技术。公司凭借冷喷涂技术在增材强度、喷涂质量稳定性、喷涂体疲劳性能上的综合优势，在国内多家科研机构 and 高等院校中脱颖而出，赢得中央某委某型飞机延寿重大课题项目，正式打开冷喷涂制造市场的大门，奠定了公司冷喷涂固态增材制造技术在行业应用中的先发优势和领先地位。目前公司是中国某甲方下属 A、B、C 基地级大修厂多型飞机起落架大梁疲劳裂纹修复再制造的唯一供应商。

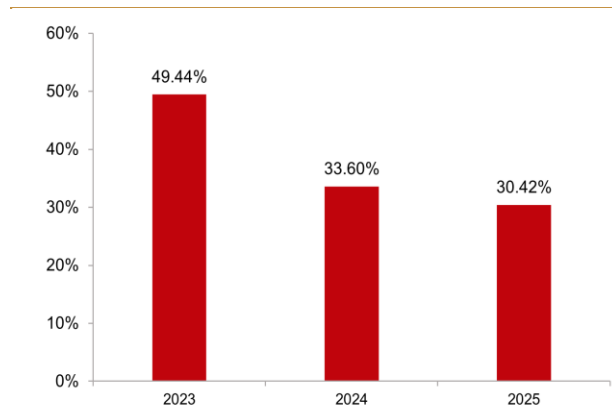
国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会于 2025 年 8 月 1 日发布了《增材制造 冷喷涂工艺规范》(GB/T45858-2025)，**公司是该项国家标准的主要起草单位之一**，该项国家标准已于 2025 年 11 月正式实施。通过参与该关键领域国家标准制定，有效提升了公司品牌影响力与行业标杆形象，进一步巩固公司在冷喷涂固态增材制造领域的核心竞争优势。

公司生产的航空零部件在耐腐蚀能力、耐磨强度等方面具有一定的优势，解决了钛合金、铝合金、高温镍基合金等各种难加工材料的复杂结构曲面的加工难题，已广泛应用于我国多型号飞机、无人机、运输机、压力与运输容器。溅射靶材作为镀膜产业的主要原材料，其制作工艺大类上主要分为熔炼浇铸和粉末冶金法，对于金属及合金靶材常用熔炼浇铸工艺。熔炼浇铸工艺虽然流程短、成本低，但靶材的均匀性和晶粒尺寸等不容易控制，粉末冶金成型工艺对粉体的粒度要求较为严格。公司利用冷喷涂固态增材制造技术制备的大型靶材，可快速在靶材背衬上喷涂成型铝等靶材材料。冷喷涂技术直接成型靶材的生产效率高，与背衬的结合好，与铸造相比晶粒更细小，相较于传统工艺在成本等性能方面也存在较强的优势。

2025 年，受飞机维修周期影响，公司航空航天零部件及耗材增材制造业务量有所下降，2025 年公司航空航天零部件及耗材增材制造业务实现营业收入 1.14 亿元，同比下降 28%，毛利率为 30.42%，同比下降 3.18pp。但与此同时，同年针对某新型国产飞机起落架大梁疲劳裂纹修复，公司基于往年的研发、验证，继续配合相关主机研究所进行维修的可靠性验证工作。**目前公司已完成某新型国产飞机起落架大梁疲劳裂纹修复的工艺验证评审和该型号首架飞机试修工作**，后续公司将持续进行设备和工艺的升级，以满足不同产品在成本和性能等多方面的更高需求，努力实现多款发动机零件、机身构件和飞机部附件产品维修业务的放量。

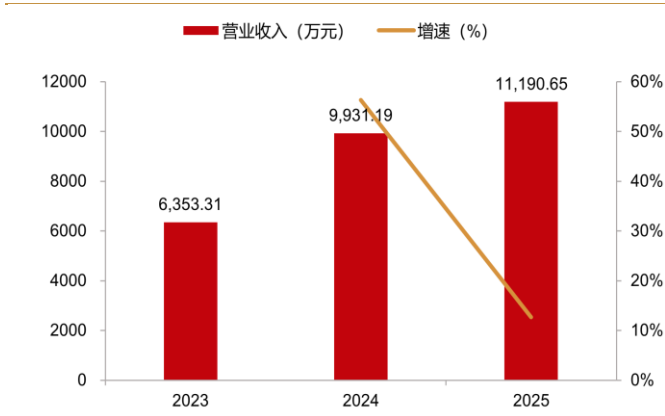
图 15：公司航空航天零部件及耗材增材制造营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

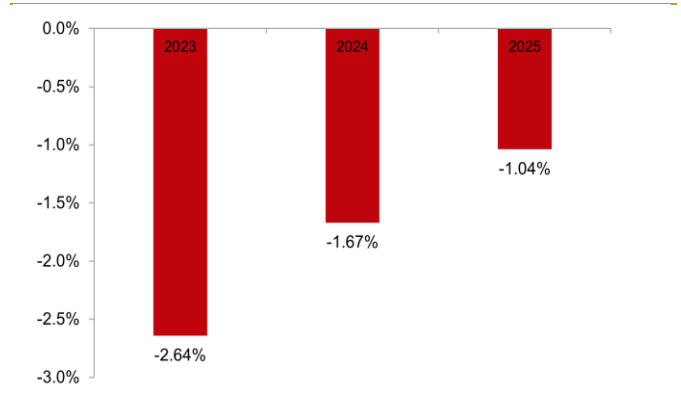
图 16：公司航空航天零部件及耗材增材制造毛利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司沿着已拓展的新的业务线稳步推进，同时利用冷喷涂技术在多金属结合、原位修复等场景的优势，积极探索以冷喷涂为主的增材制造技术在热传递、导电、反射、减磨耐磨等功能涂层的制备、维修及其他领域的新的应用场景。公司基于冷喷涂技术的特点和新能源汽车部分零部件的性能需求，研发出了电池框梁、热管理系统零部件等产品的新一代产品，性能具有显著的优越性。公司通过利用冷喷涂等增材制造技术在零部件表面形成金属涂层，可以更加高效地解决铜、铝合金等多金属结合的难题，在提升力学性能的基础上，实现了高耐磨性、导热性等需求。2025 年，公司新能源汽车零部件制造业务实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 13%，毛利率为-1.04%，同比上升 0.63pp。

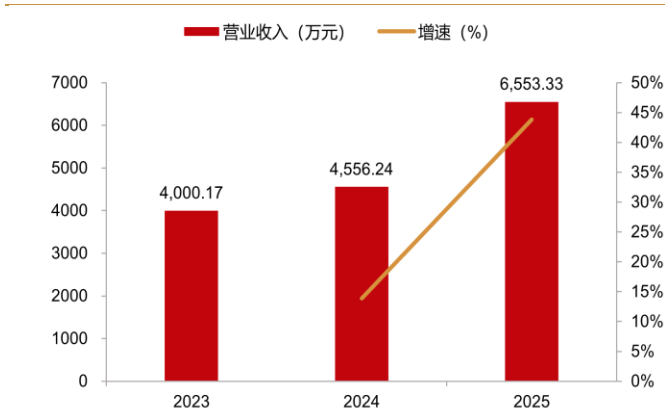
图 17：公司新能源汽车零部件制造营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

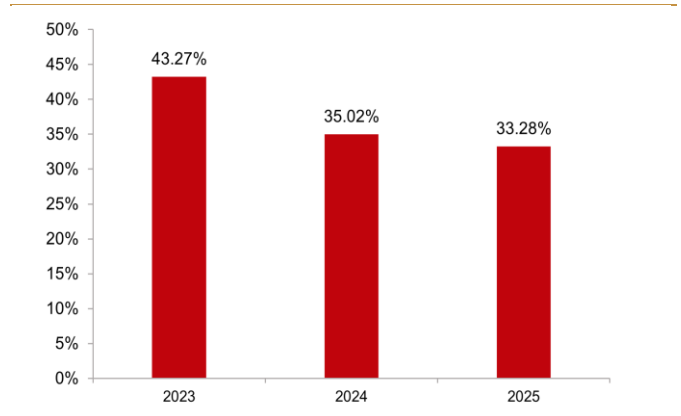
图 18：公司新能源汽车零部件制造毛利率


数据来源：iFinD，西南证券整理

在特殊航空机载设备维修领域，公司自 2010 年开始取得行业资质，长期服务于某甲方下属大修厂等。在民用航空机载设备维修领域，OEM 厂商依靠原厂维修服务的技术优势作为国内机载设备维修领域的主要参与者，第三方维修企业依靠市场灵敏度高、机制灵活、性价比高等特点，已形成了一定的规模和影响力，是我国机载设备维修领域中最活跃的市场参与者。由于机载设备种类繁多，业务相对分散，目前国内机载设备维修领域市场竞争充分，但是公司已成长为国内航空机载设备维修领域综合实力较强的第三方维修企业，航空机载设备维修覆盖气动、液压、电气、燃油等主要附件。2025 年公司机载设备维修业务实现营收 6553.33 万元，同比增长 44%，毛利率为 33.28%，同比下降 1.74pp。

图 19：公司机载设备维修营业收入及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 20：公司机载设备维修毛利率


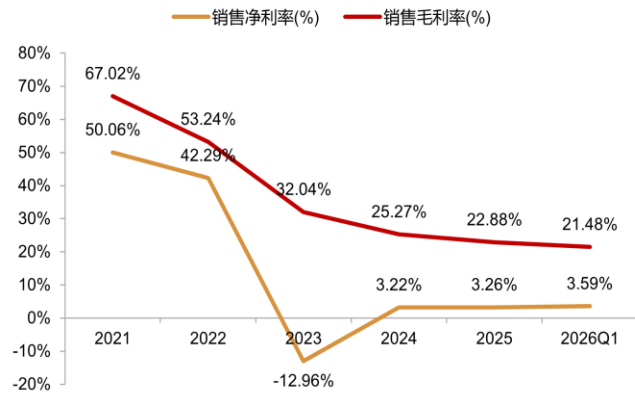
数据来源：iFinD，西南证券整理

4 期间费用率持续下降，近五年资产负债率均低于 30%

2021 年以来，受市场环境变动带动产品结构调整，叠加航材等核心原材料采购价格同比上行等综合影响，公司销售毛利率整体呈现下降态势，由 2021 年底的 67.02% 回落至 2025 年底的 22.88%，创下近五年新低。2026 年以来，公司的销售毛利率仍然保持下降态势，由 2025 年一季度的 23.04% 小幅下降 1.56pp 至 2026 年一季度的 21.48%。

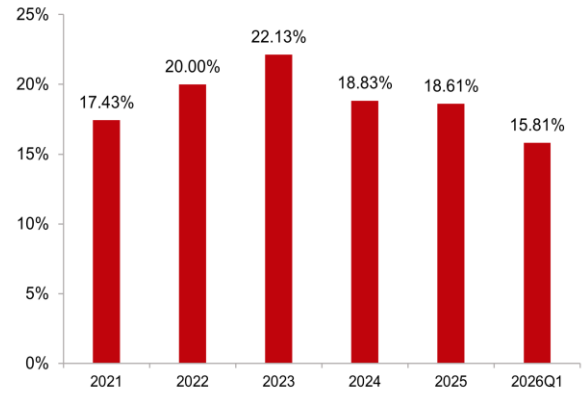
公司持续加大研发投入，强化自主创新能力，致力于推动核心技术的突破与提升，在冷喷涂固态增材制造设备领域，公司取得了关键进展。2025 年下半年，经过多轮试验与优化，公司自研冷喷涂设备顺利通过内部验证，标志着公司在设备研发和应用领域迈出了重要步伐，也为未来产品的产业化应用及市场拓展提供了有力支撑。同时，公司其他费用管控成效明显，公司 2025 年销售期间费用率同比下降 0.22pp 至 18.61%，而 2026 年一季度公司销售期间费用率达 15.81%，较 2025 年一季度的 20.46% 大幅下降 4.65pp，处于历史低位。

图 21：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

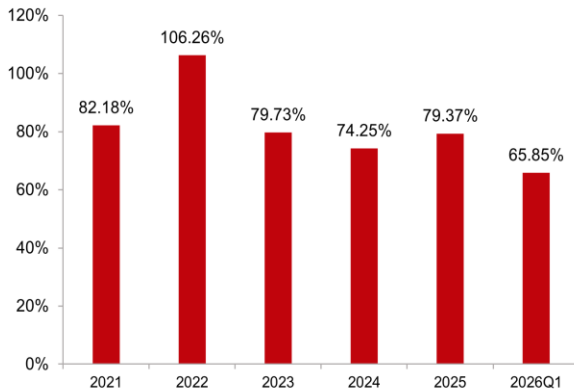
图 22：公司期间费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

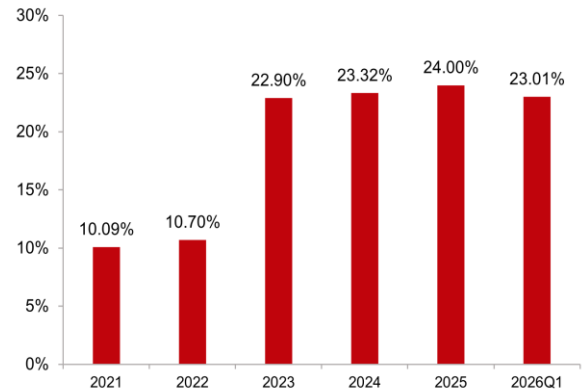
截至 2026 年一季度，公司无逾期银行借款、无欠息、无失信被执行记录，近五年资产负债率均低于 30%，处于行业较低水平，同时公司财务杠杆使用保守，长短期债务偿付压力可控。综合来看，公司仅存在阶段性经营性现金流波动，整体资金储备充足、债务结构健康，未来公司将继续采取的措施以改善经营性现金流表现，合理控制营运资金占用。

图 23：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 24：公司资产负债率



数据来源：iFinD，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 航空航天零部件及耗材增材制造方面，考虑到目前公司已完成某新型国产飞机起落架大梁疲劳裂纹修复的工艺验证评审和该型号首架飞机试修工作，加之公司已取得 CAAC 维修许可资质，在许可范围内具备对 3,000 余项、15,000 余个件号机载设备的维修能力，预计 2026-2028 年公司航空航天零部件及耗材增材制造业务营业收入同比+15%、+20%、+25%，随着营收规模扩大毛利率也有望改善，预计 2026-2028 年毛利率分别为 31%、32%、33%；

2) 新能源汽车零部件制造等其他业务方面，公司有望持续拓展多家特殊应用领域客户，着力培育新的利润增长点，预计未来公司在电力、光伏及半导体等民用领域的应用拓展可形成规模收入，预计 2026-2028 年新能源汽车零部件制造等其他业务营业收入同比+20%、+30%、+40%，毛利率分别为 20%、21%、22%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	388.8	460.9	586.0	796.8
	YoY	-3.66%	18.53%	27.16%	35.97%
	营业成本	299.9	354.3	445.7	599.9
	毛利率	22.88%	23.13%	23.95%	24.72%
航空航天零部件 及耗材增材制造业务	营业收入	114.0	131.1	157.3	196.7
	YoY	-28.06%	15.00%	20.00%	25.00%
	营业成本	79.3	90.5	107.0	131.8
	毛利率	30.42%	31.00%	32.00%	33.00%
新能源汽车零部件制造 等其他业务	营业收入	274.8	329.8	428.7	600.2
	YoY	12.12%	20.00%	30.00%	40.00%
	营业成本	220.5	263.8	338.7	468.1
	毛利率	19.75%	20.00%	21.00%	22.00%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2026/27/28 年营收分别为 4.6、5.9、8.0 亿元，归母净利润分别为 0.3、0.5、0.8 亿元，EPS 分别为 0.31、0.57、0.91 元，对应 PE 分别为 178、98、61 倍。我们选取航空航天行业中的航发动力和航发科技作为可比公司，两家公司 2026 年平均 PE 为 178 倍，看好公司作为国内冷喷涂固态增材制造领军企业业绩有望持续改善，首次覆盖，建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600893.SH	航发动力	50.1	0.24	0.23	0.3	0.39	209	218	167	128
600391.SH	航发科技	42.57	0.18	0.31	0.45	0.61	237	137	95	70
平均值							223	178	131	99
688237.SH	超卓航科	55.69	0.14	0.31	0.57	0.91	394	178	98	61

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

市场竞争风险、技术人员流失风险、股权变更事项不确定性风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	388.82	460.88	586.03	796.85	净利润	12.66	28.01	51.04	82.03
营业成本	299.86	354.28	445.66	599.91	折旧与摊销	31.07	30.79	30.79	30.79
营业税金及附加	3.91	3.98	5.50	7.46	财务费用	-3.28	-7.33	-5.66	-5.08
销售费用	11.83	15.57	15.38	24.25	资产减值损失	-1.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	36.65	62.57	62.31	75.10	经营营运资本变动	-62.28	-43.21	-77.75	-181.22
财务费用	-3.28	-7.33	-5.66	-5.08	其他	-18.86	-3.06	6.88	12.61
资产减值损失	-1.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-41.78	5.20	5.30	-60.86
投资收益	0.35	0.79	1.02	1.33	资本支出	-17.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	3.60	0.00	0.00	0.00	其他	-13.46	194.24	84.45	88.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-30.57	194.24	84.45	88.51
营业利润	14.77	32.59	63.88	96.54	短期借款	-11.97	-0.53	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.56	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.21	32.59	63.88	96.54	股权融资	2.68	0.00	0.00	0.00
所得税	1.55	4.59	12.84	14.51	支付股利	-30.06	-6.15	-18.13	-58.66
净利润	12.66	28.01	51.04	82.03	其他	11.24	3.40	3.94	2.96
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-28.12	-3.28	-14.20	-55.70
归属母公司股东净利润	12.66	28.01	51.04	82.03	现金流量净额	-100.46	196.16	75.56	-28.05
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	64.91	261.07	336.63	308.57	成长能力				
应收和预付款项	320.16	380.82	471.34	651.28	销售收入增长率	-3.66%	18.53%	27.16%	35.97%
存货	142.40	175.04	199.11	284.92	营业利润增长率	-26.55%	120.64%	95.98%	51.13%
其他流动资产	336.30	224.40	270.79	286.67	净利润增长率	-2.48%	121.16%	82.24%	60.72%
长期股权投资	4.31	4.31	4.31	4.31	EBITDA 增长率	9.52%	31.72%	58.77%	37.34%
投资性房地产	118.81	118.81	118.81	118.81	获利能力				
固定资产和在建工程	382.04	354.30	326.55	298.80	毛利率	22.88%	23.13%	23.95%	24.72%
无形资产和开发支出	173.83	171.78	169.73	167.68	三费率	11.63%	15.36%	12.29%	11.83%
其他非流动资产	48.71	-47.35	-172.22	-266.25	净利率	3.26%	6.08%	8.71%	10.29%
资产总计	1591.48	1643.17	1725.05	1854.80	ROE	1.05%	2.27%	4.04%	6.37%
短期借款	28.53	28.00	28.00	28.00	ROA	0.80%	1.70%	2.96%	4.42%
应付和预收款项	77.20	110.54	127.03	171.75	ROIC	1.45%	2.87%	5.86%	8.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.95%	12.16%	15.19%	15.34%
其他负债	276.24	273.27	305.75	367.42	营运能力				
负债合计	381.97	411.81	460.79	567.17	总资产周转率	0.24	0.28	0.35	0.45
股本	89.68	89.68	89.68	89.68	固定资产周转率	1.28	1.47	2.05	3.09
资本公积	1004.41	1004.41	1004.41	1004.41	应收账款周转率	1.78	1.87	1.98	2.03
留存收益	142.41	164.27	197.17	220.54	存货周转率	2.33	2.20	2.35	2.45
归属母公司股东权益	1209.50	1231.36	1264.26	1287.63	销售商品提供劳务收到现金营业收入	79.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1209.50	1231.36	1264.26	1287.63	资产负债率	24.00%	25.06%	26.71%	30.58%
负债和股东权益合计	1591.48	1643.17	1725.05	1854.80	带息债务/总负债	7.47%	6.80%	6.08%	4.94%
					流动比率	3.44	3.66	3.81	3.45
					速动比率	2.87	3.04	3.22	2.81
					股利支付率	237.39%	21.96%	35.53%	71.51%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.31	0.57	0.91
					每股净资产	13.49	13.73	14.10	14.36
					每股经营现金	-0.47	0.06	0.06	-0.68
					每股股利	0.34	0.07	0.20	0.65
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	42.56	56.06	89.01	122.25					
PE	394.39	178.33	97.86	60.89					
PB	4.13	4.06	3.95	3.88					
PS	12.85	10.84	8.52	6.27					
EV/EBITDA	101.06	77.57	49.22	36.51					
股息率	0.60%	0.12%	0.36%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn