下载日志已记录，仅供内部参考

久立特材(002318) 钢铁 | **发布时间：2026-09-29**

证券研究报告 / 公司深度报告

开辟航空领域新市场、参与可控核聚变

增持

首次覆盖

报告摘要：

开辟航空领域新市场。当前公司航发热端管材正处于“十五五”期间逐步起量阶段。在国产大飞机领域，公司与中国航发集团多个发动机设计所、中国航发商发等开展了 CJ1000 及 CJ2000 发动机以及多个型号高性能先进国产发动机有关叶片的研发与供应。公司在商发管件领域有较高价值量。公司产品已覆盖赛峰 LEAP 及 CFM56、GE 航空的 CF34 及 LMS-100 等、中国航发商发的 CJ1000/2000 等主流发动机机型。此外，公司积极推进航空扩证及体系认证工作。新增 AS9100 认证（民用航空航天金属管道制造），这是国际航空航天行业的质量管理体系认证。产品已通过航空工业、中国航发等客户认证并批量应用于多型号装备。

公司积极参与可控核聚变。公司是 ITER（国际热核聚变实验堆）中国工作组的重要供货商之一。公司开发的核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管通过省级工业新产品鉴定，成为目前国内唯一满足 ITER 项目要求的 PF 导体铠甲供应商。公司研发的 ITER 装置用 TF 导体铠甲（被称为“磁笼”的“人造太阳”核心部件），通过中科院合肥物质科学研究院鉴定，纳入 ITER 采购包。在超导磁体系统中，铠甲是磁体系统的主要承载部件，公司专注特殊管材三十余年，具备 ITER 装置用 TF/PF 导管的供货能力。公司研发并生产的 TF/PF 导管已连续多年稳定供货。

产品结构不断升级、高端产品占比提升。公司是全球不锈钢管领先企业。公司高度重视研发投入，改善生产工艺，优化产品结构，推进产品转型升级，攻破多项核心关键技术，填补国内多项不锈钢管领域空白，打破国外垄断格局，九个产品创下替代“第一”。公司产品销售中核电、航空航天和高端油气管等高端领域占比逐渐增长，高端收入占比稳步递增。

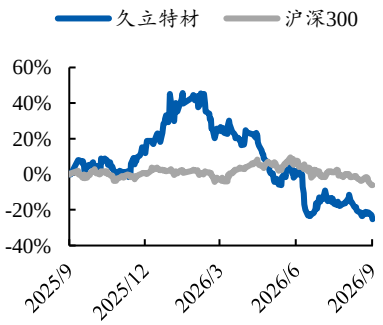
盈利预测与投资评级：预计 2026-2028 年公司营业收入为 91.08/ 103.15/ 115.61 亿元，归母净利润分别为 8.63/10.06/12.57 亿元,首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：经营业绩波动风险；原材料价格及供应风险；税收与补贴政策变动风险；业绩预测和估值不达预期。

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,918	12,059	9,108	10,315	11,561
(+/-)%	27.42%	10.44%	-24.47%	13.26%	12.08%
归属母公司净利润	1,490	1,509	863	1,006	1,257
(+/-)%	0.12%	1.27%	-42.83%	16.55%	24.99%
每股收益（元）	1.55	1.59	0.88	1.03	1.29
市盈率	15.10	18.21	19.84	17.02	13.62
市净率	2.90	3.29	2.01	1.93	1.84
净资产收益率(%)	19.85%	19.04%	10.12%	11.33%	13.48%
股息收益率(%)	4.02%	3.44%	3.25%	3.79%	4.74%
总股本（百万股）	977	977	977	977	977

股票数据	2026/09/29
6 个月目标价（元）	/
收盘价（元）	17.52
12 个月股价区间（元）	17.52~35.54
总市值（百万元）	17,120.03
总股本（百万股）	977
A 股（百万股）	977
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	7

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-12%	-25%	-25%
相对收益	-6%	-13%	-19%

相关报告

《联科科技（001207）：高压电缆用纳米炭黑进入放量期》

--20250728

《传统业务稳步增长、特种炭黑逐步放量》

--20250829

证券分析师：赵丽明
执业证书编号：S0550521100004
010-63210892 zhaolm@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

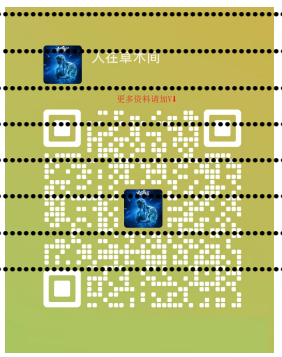
1. 公司概况 4
1.1. 发展路程 4
1.2. 公司产品结构多样化发展 5
1.3. 财务分析 7
1.4. 装备体系、质保体系与产业链体系同步发展 10
2. 开辟航空领域新市场 11
2.1. 航空发动机中管材的应用 11
2.1.1. 航空发动机基本结构 11
2.1.2. 航空发动机管路系统 11
2.2. 公司在航空领域业务布局 13
2.2.1. 承接两机专项，叶片材料批量应用 13
2.2.2. 布局航空发动机领域 13
2.2.3. 年产千吨项目投产，布局商业航天 14
2.3. 航空发动机行业分析 14
2.3.1. 海外市场发展概况 14
2.3.2. 国内行业发展概况 16
3. 不锈钢材跨越技术壁垒，迈向海外广阔市场 17
3.1. 技术与时间壁垒筑起特种不锈钢材护城河 17
3.2. 向内行业领先，向外逐渐抢夺话语权 20
3.2.1. 国内行业发展情况 20
3.2.2. 海外行业发展情况 20
4. 高端产品矩阵扩容，打开成长天花板 22
4.1. 合金公司材料升级为公司发展提供助力 22
4.1.1. 高端产品开拓市场，高端管材发展前景广阔 24
4.1.2. 能源消费结构转型推进需求增长 24
4.1.3. 打破双金属复合管技术壁垒，市场前景广阔 26
4.1.4. 核裂变重启，核三、核四用管需求增长 26
4.1.5. 参与可控核聚变 29
5. 盈利预测，估值及投资建议 30
6. 风险提示 31

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司发展主要时间节点 4
图 2：公司股权结构以及主要控股公司（2026 年半年度报告） 4
图 3：公司所处产业链环节 6
图 4：公司营业收入及同比增长率 8
图 5：公司归母净利润及同比增长率 8
图 6：公司国内外营收情况（单位：亿元） 8
图 7：公司分产品毛利率 8
图 8：分产品营收（亿元） 8
图 9：分行业营收（亿元） 8
图 10：公司 2021-2025 年三费情况 9
图 11：研发人员占比（人） 10
图 12：公司研发费用及其同比增长 10
图 13：公司完善的质检体系 11
图 14：中国不锈钢行业产量及同比增长 18
图 15：不锈钢进出口量 18
图 16：不锈钢行业细分占比情况 19
图 17： Sandvik 营收及 EBITDA（MSEK，%） 21
图 18： Sandvik 产品应用 21
图 19： Tubacex 营收及 EBITDA（€m，%） 22
图 20： Tubacex 产品应用 22
图 21：Salzgitter Mannesmann 营收及 EBITDA（€m，%） 22
图 22：Salzgitter Mannesmann 产品应用 22
图 23：公司无缝管和焊接管原材料成本（亿元）及占总成本比重 23
图 24：合金公司营收（亿元） 24
图 25：合金公司股权图 24
图 26：合金公司资产变化（亿元） 24
图 27：合金公司净利润（百万元） 24
图 28：按地区能源终端消费量（艾焦） 25
图 29：2025 年中国能源消费结构 25
图 30：一次能源燃料结构（%） 25
图 31：双金属复合管分类图 26
图 32：2025 年全国发电量统计分布 27

表 1：公司重要子公司业务经营情况 5
表 2：国产化产品，替代进口 7
表 3：航空发动机零部件价值量占比（%） 12
表 4：几种典型航空发动机按部件价值拆分 13
表 5：航空发动机制造商 15
表 6：海外航空发动机用管主要供应商 16
表 7：2025 年全球高温合金领域领先企业及其产品或业务布局情况 17
表 8：公司工艺技术水平对标 18
表 9：工业用不锈钢管检测项目多，执行标准高 19
表 10：公司国内主要竞争对手介绍 20
表 11：公司国外主要竞争对手介绍 21
表 12：2025 年 1-12 月运行核电机组电力生产情况统计表 28
表 13：盈利预测 31



下载日志已记录，仅供内部参考

1. 公司概况

1.1. 发展路程

浙江久立特材科技股份有限公司，前身为成立于 1987 年的湖州金属型材厂；1996 年以来，公司中、大口径不锈钢焊接管项目顺利投产；1993 年，公司受社会主义市场经济大背景影响，成功改制，走多元化发展道路；1998 年，亚洲经历金融危机，公司兼并湖州钢铁厂，同时提出专业化战略发展目标，剔除非钢业务；2004 年，“久立不锈钢工业园”建设启动，其中公司投资 3 亿元引入 3500 吨热挤压机，于两年后投产，解决了公司装备差、不锈钢质量低的问题；2008 年，公司开始布局“一带一路”沿线国家，业务向海外拓展；2009 年，公司成功在深圳证券交易所挂牌上市。历经多年发展，公司已经成为研、产、供、销为一体的行业内领先企业。

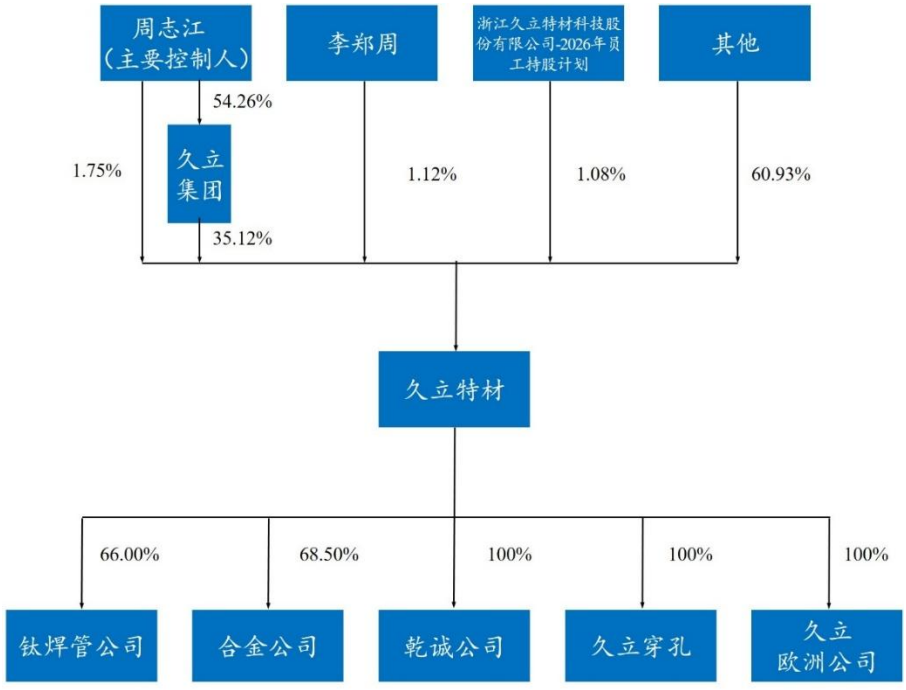
图 1：公司发展主要时间节点



数据来源：公司公告，东北证券

公司实际控制人为周志江，重要子公司业务多元化发展。久立集团股份有限公司持有公司 35.12%的股份，为公司第一大股东。周志江持有久立集团 1.70%的股份，是久立集团实际控制人。李郑周为公司董事长，持有久立集团 1.08%的股份。当前公司两期员工持股计划已落地，锁定核心团队长期利益，市场关注度进一步提升。

图 2：公司股权结构以及主要控股公司（2026 年半年度报告）



数据来源：公司公告，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

久立特材的子公司体系围绕其核心的不锈钢及特种合金管材制造主业，向上下游及周边领域延伸布局。制造加工方面，公司控股了乾诚、久立穿孔、久立材料、久立永兴合金、宝钛久立钛焊管及德国 Eisenbau Kramer 等子公司，分别负责基础管材、穿孔、原材料、高端合金、钛焊管及海外管道制造；贸易服务方向，子公司涵盖了上海、香港、欧洲公司及湖州久立供应链，负责开展全球销售与贸易，并由浙江久立金属材料研究院提供技术开发与咨询服务；投资管理方向，久立投资管理和久立安益合伙企业分别从事非证券投资咨询和私募股权投资，以实现资本运作协同。

表 1：公司重要子公司业务经营情况

子公司名称	主营业务
JIULI Europe GmbH	管道、管件、法兰、钣金制品、铁结构件、锅炉锻件和客户专用部件的制造、安装和研发，与同类公司进行业务往来，并提供服务和进行销售
湖州久立穿孔有限公司	黑色金属铸造，有色金属压延加工，新材料技术研发、推广服务，钢压延加工，金属丝绳及其制品制造，金属材料、仪器仪表、通信设备、冶金专用设备制造与销售，五金产品制造与批发，日用百货销售，货物技术进出口
湖州久立供应链有限公司	供应链管理服务；国内贸易代理；货物进出口；技术进出口；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）
湖州乾诚不锈钢管制造有限公司	不锈钢管材的制造、加工，金属材料及制品（除稀贵金属）的批发、零售货物的进出口（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
久立特材科技（上海）有限公司	材料、电子、信息科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务金属材料、不锈钢制品、金属管材、水暖器材的销售
久立特材科技（香港）有限公司	金属制品的贸易和销售
浙江久立金属材料研究院有限公司	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；新材料技术研发
浙江久立投资管理有限公司	非证券业务的投资管理咨询（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖州久立不锈钢材料有限公司	不锈钢盘圆、不锈钢钢丝、不锈钢焊丝、异型不锈钢丝、棒材、钢丝绳、钢钉的制造和销售；货物进出口（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖州久立永兴特种合金材料有限公司	高品质特种合金新材料的研发、生产和销售；货物及技术的进出口（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖州宝钛久立钛焊管科技有限公司	钛及钛合金焊接管、锆及锆合金焊接管、钛钢复合管的研发、生产、加工、销售、检测、技术开发、技术转让、技术咨询；不锈钢焊接管加工；货物进出口；仓储服务（除危险化学品）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
湖州久立安益企业管理合伙企业（有限合伙）	一般项目：企业管理咨询；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

数据来源：公司公告，东北证券

1.2. 公司产品结构多样化发展

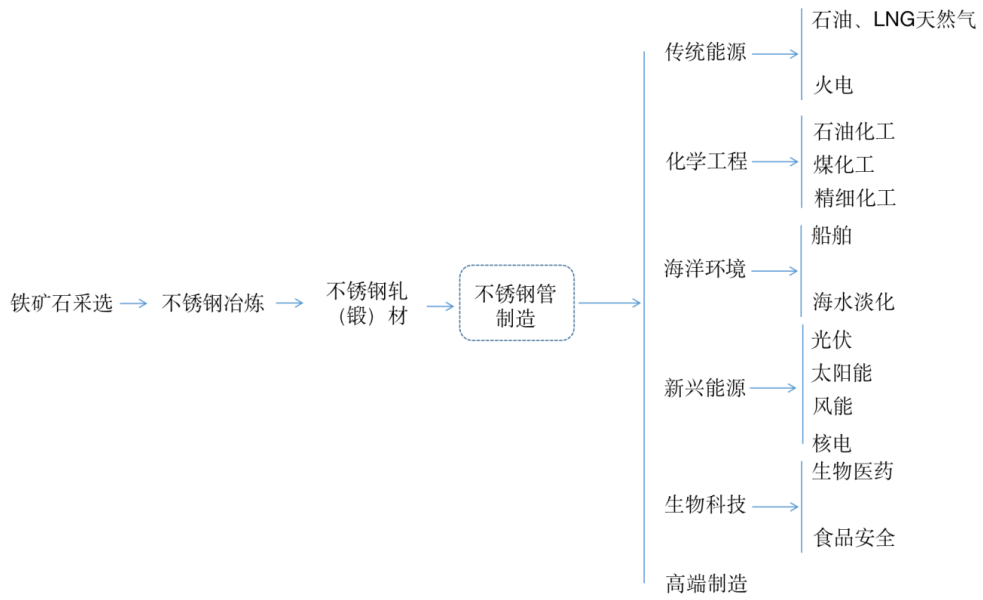
公司深耕工业用不锈钢管及特种合金制造，产品多元化发展。公司主要产品为工业用不锈钢管及特种合金的无缝管、焊接管、复合管以及管件、法兰、棒材及管道预制件。无缝管具有中空截面但周边没有接缝，是以不锈钢圆钢为原料，经热轧穿孔

下载日志已记录，仅供内部参考

或热挤压加工制成毛管，再经冷轧或冷拔而制成，其生产技术难度较大，但产品附加值极高，主要应用于高腐蚀、高温高压、低温高压环境。焊接管具有中空截面但周边有焊接缝，是以不锈钢板材（平板或卷板）为原料，经机组和模具卷曲成型后，再将接缝处加以焊接而成，与无缝管相比，生产工艺相对简单，但生产效率高，品种规格较多，同规格的制管成本较低，同时因为卷板长度较长，可以任意截取长度，主要应用于常温常压环境。公司目前已拥有多种工业用特种不锈钢、近百个品种的工业用不锈钢管产品，实现产品多元多样发展。

公司处于不锈钢管产业链中后端，下游多为国家重点领域，客户囊括世界巨头企业。公司上游为永兴材料、太钢不锈等不锈钢轧（锻）材生产商，下游为石油、化工、天然气和电力设备制造等领域。公司产品远销 70 多个国家和地区，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 强企业建立了长期合作伙伴关系。传统能源领域，石油天然气是国家重要的战略物资。公司主要客户包括中石油、中石化、中海油等国内巨头，以及沙特阿美等国际油气巨头。公司开发的镍基合金油井管（CRA-OCTG）为客户提供高耐腐蚀的石油用管，其年产 3000 吨镍基合金油井管项目已实现投产；天然气用管主要应用于 LNG 船、LNG 接收站等场景。2025 年，公司油气领域营收占比超过 60%。化学工程领域，公司产品广泛应用于乙烯裂解炉、热交换器、加氢脱硫等装置，客户覆盖中石化、中石油、中海油等重要国企，以及英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油等世界级知名企业。新兴能源领域，公司成功生产核电蒸汽发生器用 690 镍基合金 U 形传热管，已应用于“华龙一号”机型。公司是我国三代核电蒸发器 U 形传热管的关键供应商，并在四代核电领域前瞻布局了高温气冷堆、钠冷快堆等技术。高端制造领域，公司在航空航天方向持续发力。公司投资建设的年产 1000 吨航空航天材料及制品项目已实现投产；年产 20000 吨核能及油气用高性能管材项目、EBK 公司升级改造等在建工程稳步推进，面向“十五五”将助力公司切入航空、医疗、半导体等领域。此外，公司已参与 ITER（国际热核聚变实验堆）、BEST 等重大核聚变装置，为未来发展开拓了新的空间。

图 3：公司所处产业链环节



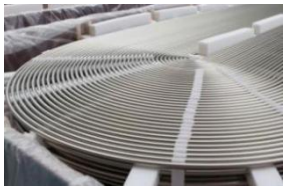
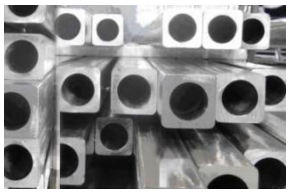
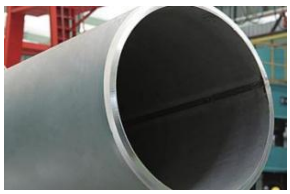
数据来源：公司官网，东北证券

目前公司已具备年产 20 万吨成品管材（含不锈钢管、复合管及部分特殊碳钢管）、1.5 万吨管件、2.6 万吨合金材料的生产能力。多年来，公司高度重视研发投入，改善生产工艺，优化产品结构，推进产品转型升级，攻破多项核心关键技术，填补国

下载日志已记录，仅供内部参考

内多项不锈钢管领域空白，打破国外垄断格局，九个产品创下替代“第一”，分别为：低温乙烯大口径焊接管、国产化电站用 U 型小口径焊接管、天然气净化处理用双相不锈钢无缝管、火力发电用超超临界高压锅炉无缝管、镍基合金油井管、液化天然气（LNG）用不锈钢焊接管、超长、中大口径油气输送直缝焊接管、核电蒸汽发生器用 800 合金 U 型传热管、国际热核聚变（ITER）项目装置用 PF/TF 导管。产品替代涵盖石油、天然气、电力设备、核电、火力发电等重要下游应用领域。

表 2：国产化产品，替代进口

产品	视图	关键技术	现状
镍基合金核电蒸汽发生器用 U 形传热管		自主设计建造世界一流的专用生产线；材料化学成份、均匀性和纯净度指标等的设计；精细化表面处理；精准的热处理技术。	产品填补了国内空白，成功应用于华龙一号，AP1000，CAP1400 等堆形。
核聚变 ITER 用 PF 导体铠甲（方圆管）		稳定精准的热挤压技术，解决异型断面成型问题；受截面高精度冷加工技术；精细化表面处理技术；一体化工模具设计及制造技术。	ITER 计划是为解决人类未来能源问题而开展的，是目前全球规模最大、影响最深的国际科研合作项目，其 PF/TF 铠甲制造技术国际极少数企业掌握。
（超）超临界锅炉用管		材料成份和性能符合性设计，解决材料高温性能和高温蒸汽腐蚀问题；高精度热挤压技术；双曲线大变形冷加工技术；精准的热处理技术。	2006 年开始，经过 3 年多时间的研制开发，国内第一家实现了国产化。
TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管（OCTG）		低塑性、高抗力材料热挤压技术，解决了镍基耐蚀合金挤压成型、分层、开裂等技术问题；高强度大变形冷轧技术，解决了高钢级强度问题。	成功应用于油气井深度 4000-6500m，高含 H2S 和 CO2 环境下，实现了国产化。
液化天然气用中大口径厚壁管		突破中大口径厚壁板材成型技术；突破厚壁焊接技术；解决了热处理变形的难关。	壳牌、德希尼布和三星重工集团联合打造的世界首艘 FLNG；沪东 LNG 船国产化；LNG 接收站。

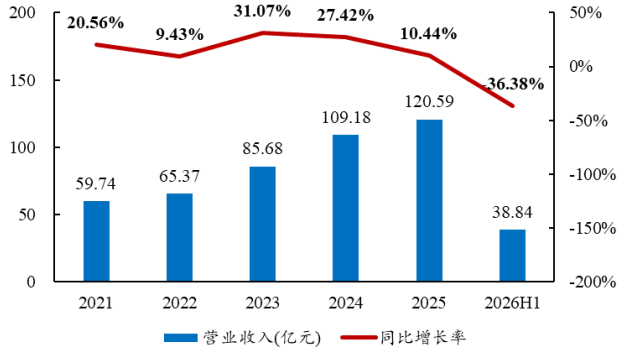
数据来源：公司官网，东北证券

1.3. 财务分析

公司盈利能力较强，经营收入体现出稳健性增长。2021-2025 年，久立特材营业收入累计实现翻倍增长，由 59.74 亿元增至 120.59 亿元，归母净利润由 7.94 亿元升至 15.09 亿元，累计增长约 90%。2026 年上半年公司营收为 38.84 亿元，归母净利润为 3.93 亿元。

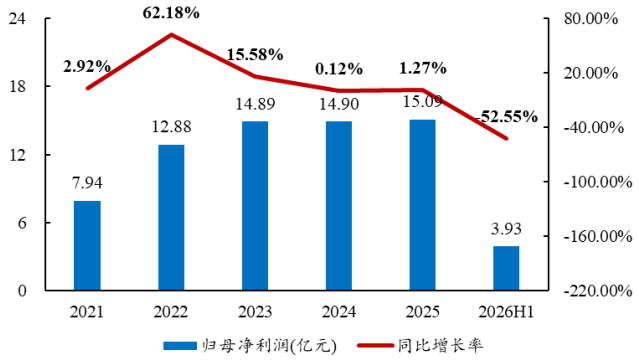
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：公司营业收入及同比增长率



数据来源：公司公告、东北证券

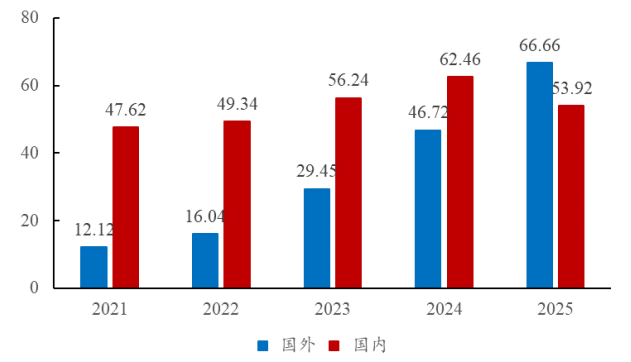
图 5：公司归母净利润及同比增长率



数据来源：公司公告、东北证券

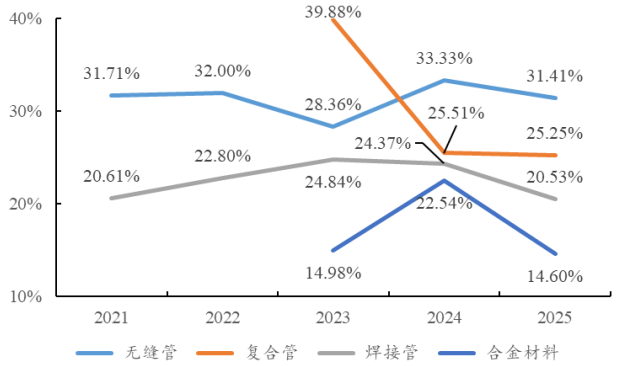
公司无缝管、复合管产品是主要利润来源。从不同产品的毛利表现来看，无缝管始终是核心利润支撑，毛利率长期在 28%-34%的高位区间运行，2021 年为 31.7%，2024 年达 33.33%的峰值，2025 年虽回落至 31.41%，但仍领跑全产品线；焊接管毛利率多在 20%-25%之间波动；复合管则作为新兴增长极快速崛起，2023 年毛利率一度高达 39.9%，2024 年与 2025 年随着收入规模大幅放量（2025 年同比大增 75%至 40.59 亿元，营收占比升至 33.66%），毛利率稳定在 25.25%左右。

图 6：公司国内外营收情况（单位：亿元）



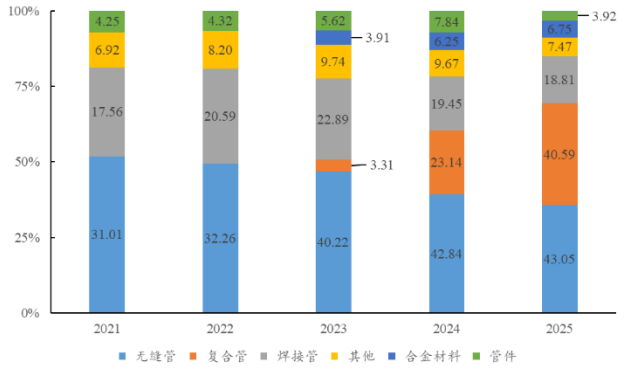
数据来源：公司公告，东北证券

图 7：公司分产品毛利率



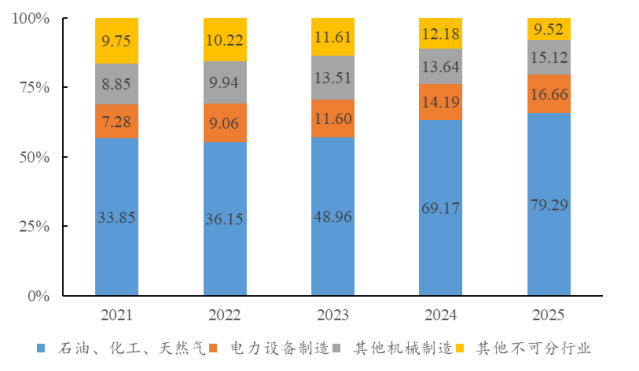
数据来源：公司公告，东北证券

图 8：分产品营收（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 9：分行业营收（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

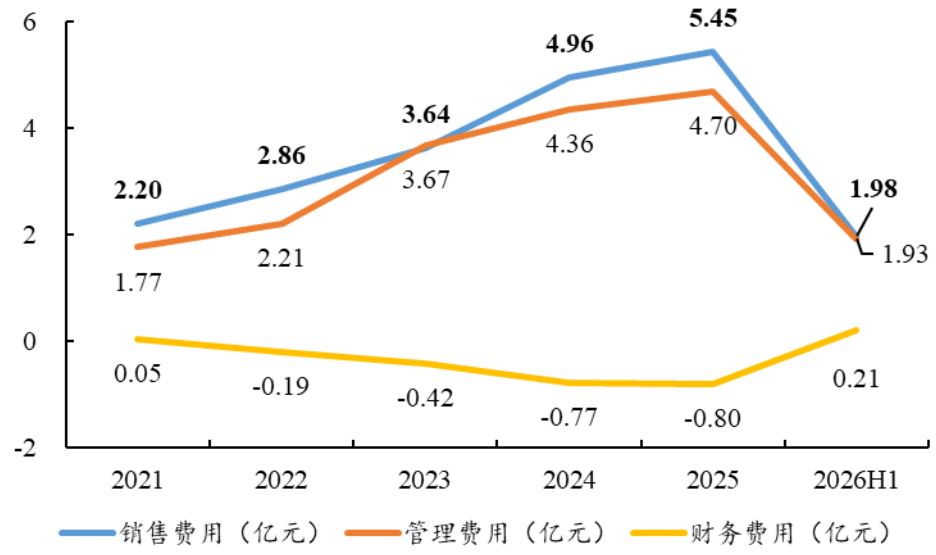
下载日志已记录，仅供内部参考

公司境内营收保持稳定，境外收入和毛利出现较大幅度增长。境内市场依托油气及电力设备基本盘维持稳定，近五年始终保持在 50-60 亿元规模水平。境外收入占比从 2021 年的约两成提升至 2025 年的 55.28%，拓展海外市场的成效显著：2023 年境外营收达至 29.45 亿元，同比大增 83.62%，2025 年境外营收进一步增至 66.66 亿元，历史性超越境内营收，且境外毛利率多数年份高于国内，表明海外高端市场已成为驱动公司规模扩张与盈利提升的核心引擎。

分产品看，无缝管和焊接管是公司主营业务。其中无缝管毛利率长期稳定维持在 30%左右，是利润的核心支撑，焊接管毛利率在 20%-25%之间小幅波动；复合管作为新兴增长极快速崛起，2025 年营收占比已升至 33.66%。分行业看，石油、化工、天然气行业始终是公司最主要的收入来源，营收占比从 2021 年的 53%提升至 2025 年的 65.75%，毛利率维持在 30%左右；电力设备制造领域毛利率最高，2025 年达 28.25%，是公司重要的利润支撑板块。从公司三费角度看，公司资金管理能力良好。期间费用率整体稳定在 12%左右，其中销售费用率约 5%，管理费用率约 4%，财务费用自 2022 年起持续为负。

公司费用管控优化，加大研发高附加值产品力度。公司投入 5000 万元的久立研发大楼于 2011 年启用。在持续研发投入下，公司逐步发展为拥有国家认定企业技术中心、博士后科研工作站、院士专家工作站等研发中心的高新技术企业。公司于 2021 年 4 月 6 日聘任刘正东院士，并签约共建久立金属材料研究院。刘正东院士主持创建了我国超超临界燃煤电站耐热无缝管冶金技术、构建了先进压水堆核电站核岛高质量大锻件冶金技术等，将带领公司重点发展核电、航空、海洋等行业特种合金产品。

图 10：公司 2021-2025 年三费情况

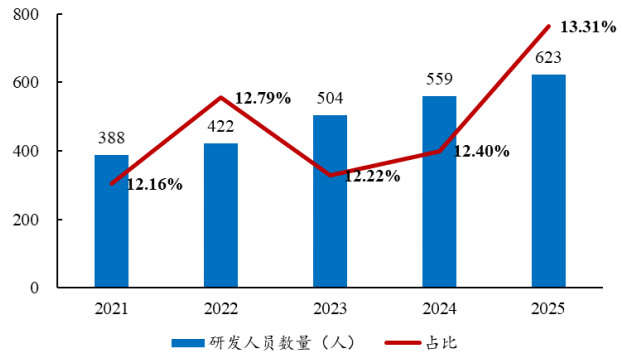


数据来源：公司公告，东北证券

公司研发投入持续增长，2025 年达 3.96 亿元，占营收 3.29%，同比增长 9.60%。研发费用率保持在 3%-4.5%之间，为产品高端化升级和进口替代提供了持续技术支撑。公司拥有研发人员 623 人，同比增长 11.45%，占员工总数的比例提升至 13.31%；有效授权专利 149 件，年内新增专利申请 34 项、专有技术 58 项。公司积极推进体系与产品认证，完成了无损检测、API 换证、航空扩证及核电取证等工作，持续提升公司在核电、航空航天等高门槛市场的准入能力。

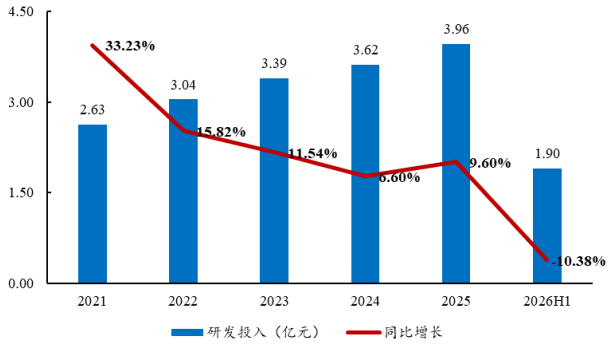
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：研发人员占比（人）



数据来源：公司公告，东北证券

图 12：公司研发费用及其同比增长



数据来源：公司公告，东北证券

1.4. 装备体系、质保体系与产业链体系同步发展

高端加工领域往往需要更高性能的金属材料，加工工艺的差异性将直接影响材料内部组织变化，进而表现出物理化学方面的差异性。热挤压工艺管材以其独特的工艺，在高端领域发挥了重大作用。2004 年公司正式采购 3500t 热挤压机并于 2006 年投产。挤压机等高端先进的生产设备是公司开拓中高端产品市场的基础。公司大部分先进生产设备为非标准化设备，公司会对部分生产设备进行研发、定制，对制造工艺进行升级改造，在此过程中公司积累了丰富的生产实践和设备改造经验。由于行业市场需求的变化以及技术的更新，为保证技术、工艺的先进性，公司对生产工艺和设备选型进行了仔细斟酌、不断优化，部分设备改为进口，目的都是为了充分释放了高端先进设备的潜力，生产出有市场竞争力的产品。

全流程质量监管，确保产品符合“高精尖”要求。公司建有完善的质保体系，从 1997 年导入 ISO9001 质保体系，通过致力于体系的有效实施，包括不断改进质量体系，以确保符合客户、法规和监管的要求等过程，提升客户对企业的满意度。公司检测中心配有国际先进水平的扫描电子显微镜、电制冷射线能谱仪、高温持久试验机、应力环测试系统、静态/动态高温高压釜腐蚀测试系统、高温高压慢应变速率腐蚀试验机、电感耦合等离子发射光谱仪、直读光谱仪、离子色谱仪等上百台套科研检测仪器，以完善的检测设施确保产品质量安全可靠。公司还对生产过程实行严格的全程管控，确保产品质量满足用户要求是久立服务用户的宗旨。射线探伤、超声波探伤、涡流检测、水压试验、100%PMI 检测，公司通过实行专检、互检、抽检（巡检）相结合，保证产品在生产过程中的质量始终处于受控状态。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：公司完善的质检体系



体系健全



检测完善



管控全程

数据来源：公司官网，东北证券

2. 开辟航空领域新市场

2.1. 航空发动机中管材的应用

2.1.1. 航空发动机基本结构

航空发动机是一种高度复杂和精密的热力机械，作为飞机的心脏，不仅是飞机飞行的动力，也是促进航空事业发展的推动力，人类航空史上的每一次变革都与航空发动机的技术进步密不可分。因此，航空发动机被称为“工业之花”，也被誉为“工业皇冠上的明珠”。

航空发动机可分为三种类型：活塞式发动机、燃气涡轮发动机和冲压发动机。活塞式发动机是最早应用的航空发动机，二战后随着燃气涡轮发动机的发展，活塞式发动机逐步退出主要航空领域，目前仅在功率需求较低的小型低速通用飞机上使用。燃气涡轮发动机是当前应用最广的航空发动机，包括涡轮喷气发动机、涡轮风扇发动机、涡轮螺旋桨发动机和涡轮轴发动机，都具有压气机、燃烧室和燃气涡轮。其中涡轮风扇发动机产量占比较高，是应用最广、最为核心的航空发动机。冲压发动机的特点是无压气机和燃气涡轮，不能自行气动且低速性能不好，仅适用于高速高空飞行。

涡扇发动机由风扇、压气机、燃烧室、导向叶片、高压涡轮盘及叶片、低压涡轮盘及叶片、加力燃烧室、尾喷管八部分组成。在发动机工作过程中，风扇将空气吸入，一部分被吸入的空气进入低压压气机，经加压加速后吹入燃烧室中，作为氧化剂与燃料混合后进行燃烧。从燃烧室出来的气流，经过导向叶片后，以最合适的角度吹向高压涡轮叶片，带动高压涡轮盘及涡轮轴转动，进而带动高压压气机转动。此后，气流流经低压涡轮叶片，带动低压涡轮盘和涡轮轴转动，从而引起低压压气机和风扇转动。之后气流进入加力燃烧室，重新燃烧并从尾喷管喷出来，产生推力推动飞机前进。

推重比是指飞机发动机推力与发动机重力之比，表示飞机发动机单位重力所产生的推力，是衡量发动机性能的重要技术指标。鉴于当前可实现涡前燃气温度高于涡轮叶片承载温度，使用高性能叶片材料可以提高涡轮进口温度，使航空发动机在重量不变的情况下获得更大的推力，从而提高推重比。相关研究显示，涡轮进口温度每提高 100℃，航空发动机的推重比能够提高 10%左右。现有推重比 10 一级的发动机涡轮进口平均温度达到 1600℃，预计未来新一代发动机的涡轮进口温度有望达到 1800℃左右。

2.1.2. 航空发动机管路系统

发动机管路系统具有以下特征：①零部件数量众多、结构特征多样，难以形成统一的动力学建模方法；②管路系统安装在机匣上，承受来自发动机不同区域的不同性质载荷激励，如发动机高低压转子不平衡激励、叶片气流扰动激励、燃烧脉冲激励、齿轮啮合激励、燃油泵/滑油泵输出流体脉动激励；③发动机管路通过卡箍、支架等结构件相连，存在大量结构耦合。

下载日志已记录，仅供内部参考

与其他航天器相比，航空发动机外部管路系统有以下特点：数量多且空间小。航空发动机外部庞大的管路数量和狭小的敷设空间一直是外部管路设计的主要矛盾之一，对于军用发动机该矛盾则更为突出。外部管路既要保持不超过发动机舱的限制轮廓，又要在发动机自身附件之间和夹缝中穿行，管路间的距离往往以几毫米计算。这样的敷设环境导致管路上的弯曲数量多，转弯半径小。对于延展性和塑性大大低于普通不锈钢材料的钛合金管材来说，如何确定转弯数量及弯曲半径是钛合金结构设计中的难点之一。

20 世纪 80 年代开始，国外先进航空制造企业逐步将管路数字化设计、制造技术用于飞机的研制中。如美国波音公司在 1986 年开始采用三维数字化技术对管路系统进行设计，并成功将管路数字化制造应用到波音 777 飞机项目中。目前，国外先进航空制造企业在管路制造中广泛采用管路 CAD/CAM 一体化制造技术，以 CATIA 三维设计软件为平台，结合虚拟装配和数控弯管技术，实现导管制造全过程的数字量传递，并逐步取代管路取样这一传统方式。在国外飞机三维数字化设计、制造技术的带动下，国内各飞机制造企业通过引进数控折弯机、数控测量仪等先进设备，使得我国的管路数字化制造技术得到迅速发展。

表 3：航空发动机零部件价值量占比（%）

零部件类别	大型涡扇（运输机）	小型涡轴（直升机）	加力式涡扇（战斗机）
盘轴件（压气机、涡轮）	16	18	16
叶片（压气机、涡轮）	29	17	14
框架、油箱、油池	19	16	16
机匣及其外部配件	14	7	10
燃烧室	2	3	1
加力喷管	0	1	19
控制系统、附件传动装置	7	24	10
成型配件	3	4	4
其他组件、隔板、罩类零件	10	10	10
合计	100	100	100

数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

商用航空发动机管材价值量从结构与维修方面进行分析。1）核心环节定权重：民航主流大涵道比涡扇发动机涵盖风扇、压气机、燃烧室、涡轮等模块，热端是制造和后期更换的核心，FADEC 控制系统是主流。2）维修：主制造商主导，全生命周期价值占比高。根据罗罗介绍，售后收入可达初始售价 4 倍，主制造商主导维修市场，售后市场是商发市场不能忽视的利润和现金流来源。

温度、压力、振动环境复杂。航空发动机本身为高温、高压和高振动部件，其外部管路承载介质的压力、温度均较高，且发动机自身运转时形成的高频振动对管路系统的振动特性会产生明显影响，加之与管路内流动介质形成的流固耦合现象以及管路间的相互交联，使管路系统的振动更为复杂。对于缺口敏感性较高的钛合金材料、如何解决管路的振动问题是外部管路结构设计的另一必须考虑因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：几种典型航空发动机按部件价值拆分

发动机 部件及系统	J79 涡喷	F100 涡扇 （战斗机）	F101 涡扇 （战斗机）	TF39 涡扇 （运输机）	T700 涡轴 （直升机）
风扇	无	6.3	7.9	19.4	无
压气机	29	18.7	9.8	10.9	3.8
燃烧室	2.8	3.1	4.3	3.3	8.1
高压涡轮	16.2	10.4	14.3	11.8	12.5
低压涡轮	无	5.1	7.5	13.2	9.8
加力燃烧室和 喷管	13.4	26	22.7	无	无
机匣 及外部构件	6.5	7.8	7.3	15.9	9.4
控制系统 及附件	16.5	11.5	14.3	3.8	22.5
轴承及传动	5.9	3.1	2.3	5.2	8.3
其他及装配	9.7	8	9.6	16.5	25.6 （含减速装置）
合计	100	100	100	100	100

数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

发动机的推重比是衡量发动机综合性能的重要指标。为减轻发动机重量，各个部件均需发展轻比重、高比强材料。一般现役航空涡扇发动机上外部管路系统重量占发动机外部结构总重量较大比例，随着新一代航空发动机对推重比要求的提高，减轻外部管路重量以减轻发动机重量变得更加迫切和意义重大。

2.2. 公司在航空领域业务布局

2.2.1. 承接两机专项，叶片材料批量应用

公司以聚焦高端，打造第三增长曲线为战略定位，将航空航天列为“十五五”期间公司重点发展方向。核心业务聚焦于工业用不锈钢管及特种合金管材、管件、法兰、棒材、丝材等产品的研发、生产与销售，致力于服务油气、核电、火电、航空等国家战略新兴产业。公司明确将加快核电、航空航天、半导体等高端领域国产替代，打造第二、第三增长曲线。未来将从材料冶炼、锻造、热加工、冷加工等全流程入手，通过严格的生产控制，确保航空航天产品质量的稳定性。

公司积极打造核心技术能力，深耕航空发动机热端部件。公司是国内为数不多同时生产航空级铸造高温合金和航空级变形高温合金材料的企业。公司是国家“两机重大专项”关键材料研制任务的承接单位之一，承担了 2 项国家重大科技专项项目及多项国家级、省级重大科研攻关任务，参与我国先进航空发动机和燃气轮机热端部件用高温材料的研制工作。公司具备第二代单晶高温合金母合金制备及产业化能力，掌握变形高温合金国际先进的正三联熔炼工艺，核心技术居行业前列，相关产品覆盖飞机发动机用管、飞机主机用管等航空产业配套用管，已批量应用于航空发动机最关键的涡轮叶片、导向叶片等。

2.2.2. 布局航空发动机领域

截至 2025 年，公司已投产年产 1000 吨项目。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”主体设备及生产线已建成并达到可使用状态。该项目主要是为航空产业配套各种航空用管，包括飞机发动机用管、飞机主机用管等。项目投产后将为我国航空航天产业的重点领域建设提供帮助。该项目实

下载日志已记录，仅供内部参考

现净利润 0.62 亿元。公司关注到商业航天快速发展所带来的高温材料需求潜在增长空间，将积极捕捉未来潜在的发展机遇。

当前公司航发热端管材正处于“十五五”期间逐步起量阶段。在国产大飞机领域，公司与中国航发集团多个发动机设计所、中国航发商发等开展了 CJ1000 及 CJ2000 发动机以及多个型号高性能先进国产发动机有关叶片的研发与供应。公司产品已覆盖赛峰 LEAP 及 CFM56、GE 航空的 CF34 及 LMS-100 等、中国航发商发的 CJ1000/2000 等主流发动机机型。此外，公司积极推进航空扩证及体系认证工作，新增 AS9100 认证（民用航空航天金属管道制造）。产品已通过航空工业、中国航发等客户认证并批量应用于多型号装备。随着 CJ-1000A 等国产发动机量产推进、全球航空市场持续扩容，公司航空发动机业务有望成为继核电、油气之后的重要增长极。公司后续有望通过收并购加速切入全球民机市场。能在全球民机市场实现核心供应的中国公司本就稀缺，后续空间规模巨大。未来公司将持续聚焦核电、航空航天等高端制造领域，强化产业链协同，优先投向高附加值赛道，匹配“进口替代+国际化”战略，加速实现高端材料自主可控。

2.2.3. 年产千吨项目投产，布局商业航天

公司在商业航天领域实现核心卡位，是蓝箭航天 2024 年度优秀供应商。公司“年产 1000 吨航空航天材料及制品” 项目已于 2021 年 12 月完工，主要产品包括航空油路管、高温合金高强度管道、燃气回路管道等。航空发动机的机械系统包括传动、润滑、密封和主轴轴承系统 4 大部分。 该系统具有结构复杂、故障多发、牵涉的学科多、国内基础相对薄弱等特点。国内外出现的机械系统故障主要包括设计、制造、装配、使用及试验验证等方面。

从中国现役发动机的故障统计来看，机械系统的故障始终居高不下，包含其接触副摩擦磨损易发、零组件数量多等结构特点因素；设计水平偏低、制造水平跟不上、试验装配手段落后等客观事实。航空航天用管未来发展空间值得期待。《中国制造 2025》已经将航空航天装备列入十大发展领域，并对加快推进大型飞机研制，完善航空航天产业链进行具体部署。伴随航空航天产业的发展，预计航天材料需求会持续上升。于此同时，合金公司二期项目已经完工，公司将加速推进合金公司项目建设，引入国际先进技术优势的高端设备，形成数字化生产的高性能合金材料生产线，进一步提高成材率和经济效益。

2.3. 航空发动机行业分析

2.3.1. 海外市场发展概况

航空发动机被誉为现代工业“皇冠上的明珠”，是一个国家科技实力和工业基础的重要标志。全球航空发动机市场保持较快增长态势。

在大型民用飞机发动机领域，英国罗罗公司、美国普惠公司和通用电气公司处于行业领先地位，几乎垄断了大型宽体客机发动机市场。通用电气公司与斯奈克玛公司合资的 CFMI 公司、美国普惠公司及其控股的合资公司 IAE 公司占据了几乎所有的单通道大型民用飞机发动机市场。赛峰和 MTU 位列第二梯队，靠合作与细分赛道立足，与第一梯队“竞争少、合作多”。随着环保法规趋严和技术革新加速，新的竞争焦点已经出现：2025 年的数据显示，采用先进复合材料燃烧室的新型涡扇发动机已覆盖大部分的新增窄体客机订单;混合电推进系统、陶瓷基复合材料、数字孪生故障预测等技术，成为各大巨头的研发重点。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：航空发动机制造商

GE Aerospace	隶属于通用电气集团，是世界领先的商用飞机喷气发动机、零部件和集成系统供应商。其推出了多种创新型发动机产品，包括 GEnx 和 GE9X 系列、CFMLEAP 系列、GEHonda HF120 和 Passport 公务喷气发动机以及 Catalyst 涡轮螺旋桨发动机。目前，GE 航空发动机广泛应用于航空领域。
Pratt Whitney（普惠）	全球知名航空发动机生产商，隶属于 RTX 集团，专注于飞机发动机、燃气涡轮及航天推进系统的设计、制造与全生命周期服务，已研发了 GTF 发动机、F135 发动机、PW800 发动机、PT6E 系列发动机、PW127XT 发动机等系列，涵盖商用发动机、直升机发动机、通用航空发动机等，业务覆盖民用航空、通用航空及工业动力领域。
Rolls-Royce（罗尔斯-罗伊斯）	创建于 1906 年，全球知名发动机制造商，世界喷气发动机的专业生产厂家，业务涵盖民用航空和动力系统两大板块，主要提供航空发动机、船舶发动机以及核动力潜艇的核动力装置等产品，客户遍布全球 150 多个国家。Rolls-Royce 在建立了广泛的供应商网络，在中国宽体客机市场拥有较高的份额。
CFM	全球知名民用航空发动机制造商，是由法国 SNECMA 赛峰公司和美国 GE 公司于 1974 年联合成立的合资公司，专注于研发、生产和销售 CFM56 及 LEAP 系列航空发动机，旗下 CFM56 系列发动机广泛应用于民航与特种飞机领域，已成为全球窄体客机发动机领域的佼佼者。
SAFRAN 赛峰	创建于 1896 年法国，全球知名飞机发动机制造商，专注于航空发动机的设计、研发与制造，产品包括飞机发动机、传动系统、短舱、着陆系统、电气系统、航电设备、发动机测试单元、航空系统设备和产品等，业务体系主要涵盖航空(推进、设备和内装)、防务和航天领域，业务遍及全球，在中国拥有 20 多家实体单位，覆盖航空领域各细分市场。
IAE（国际航空发动机公司）	创建于 1983 年，是一家专注于民用航空发动机研发、制造与售后服务的国际合资企业，专注于单通道窄体客机细分市场，专业生产 V2500 系列航空发动机，在全球窄体客机发动机市场中占有重要份额，业务遍布全球 80 个国家和地区。

数据来源：各公司公告，东北证券

高温合金是航空发动机的刚需材料，在全球先进发动机中，高温合金材料用料已占发动机总重量较大比例，其成本约占发动机总材料成本较高。高温合金作为航空发动机热端部件的核心材料，需求持续攀升。

在全球航空发动机高温合金产业的金字塔式竞争格局中，市场主导权由少数实现全产业链布局与技术高度垂直整合的巨头牢牢掌握。以 PCC、ATI、钢研高纳、航材股份为代表的少数顶尖企业，实现了对变形、铸造、粉末三大主流技术的全覆盖，构筑了极高的技术壁垒。部分管件供应企业具体布局情况如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：海外航空发动机用管主要供应商

名称	核心产品	技术优势
Tubacex	航空发动机精密管材——发动机外部管路、燃油系统、滑油系统、液压系统、气动及仪表管线等	垂直一体化模式，覆盖从合金设计、冶炼、管材制造到高精度管材交付全价值链；覆盖普惠 GTF、CFM LEAP、V2500、TP400（A400M）、PW800 等主流发动机机型,产品规格外径 0.125″－2.00″（3.175mm－50.8mm）
Superior Tube	航空发动机精密管材——燃油输送、灭火系统管路、排放管路、引气系统等	拥有 NADCAP 认证；曾为协和号超音速客机、F-15/F-16 战斗机提供高压钛合金管材；波音公司军民机合格供应商；产品外径 0.250 英寸（6.35mm）至 1.5 英寸（38.1mm），覆盖不锈钢、镍合金、钛合金、锆合金
Fine Tubes	航空发动机精密管材、热交换器管（发动机冷却系统）、液压系统管材	超 75 年航空管材研发生产历史；空客、波音、GE 航空、罗罗、赛峰等 OEM 认证供应商；连续 20 年保持 NADCAP 认证；产品外径 0.25mm 至 38.10mm，覆盖无缝、焊接及焊接再拉拔管；曾为 EF2000 战斗机液压系统及 EJ200 发动机供应钛合金管材

数据来源：各公司公告，东北证券

2.3.2. 国内行业发展概况

中国是全球航空发动机用管增速最快、国产替代空间最大的市场。2025 年中国航空发动机市场规模较大。考虑到民用和军用市场需求增加，未来 20 年我国航空发动机及燃气轮机需求还会有所增长。在政策层面，我国在《2026 年工作报告》中新增“航空”表述，定位升级为“新兴支柱产业”。国产大飞机 C919 已进入批量交付阶段，目前配套采用进口 LEAP 发动机。国产商用航空发动机 CJ-1000A 已进入适航取证关键阶段，预计 2026 年完成取证工作，2027 年取得中国民航局(CAAC)适航认证并实现批量装机，到 2030 年将全面投入商业运营。届时，国产发动机的大规模应用将进一步释放对高性能高温合金的本土化需求，为民用航空高温合金产业链提供长期、可靠的增长动能。

随着 C919 增产及波音 737 系列恢复交付推进，2030 年该领域需求将大幅增加。中国航发商发的 CJ-1000A（配装 C919）和 WS-15（配装歼-20）等发动机进入量产阶段，预计 2030 年国内航空发动机高温合金需求将显著增长。当前，商用航空发动机仍为国产大飞机最核心的“卡脖子”环节之一，“十五五”期间有望实现从 0 到 1 的突破。国产发动机 2026 年正式进入关键攻坚阶段，并有望在 2027 年迎来适航取证。国内航空发动机管材的供应，形成了以少数国有大型企业为牵引，多家“专精特新”上市公司为核心供应商的格局。以下是几家核心的代表性企业：

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：2025 年全球高温合金领域领先企业及其产品或业务布局情况

企业名称	核心业务	市场地位
图南股份	高温合金、特种不锈钢等高性能合金材料及制品；产品包括飞机、航空发动机用高温合金和特种不锈钢无缝管材	公司官方披露为国内飞机、航空发动机用高温合金和特种不锈钢无缝管材的主要供应商；产品主要面向航空航天等高端装备领域
隆达股份	铸造高温合金、变形高温合金、镍基耐蚀合金等高性能合金材料；产品应用于航空航天、燃气轮机等领域	2025 年公司航空航天业务收入约 6.35 亿元，同比增长 45.98%；燃机业务收入约 3.75 亿元，同比增长 40.59%；公司披露产品在国内外重要主机厂及锻铸件厂供货量整体显著增加
抚顺特钢	高温合金、超高强度钢、特种不锈钢、高档工模具钢等特殊钢产品；拥有 5400 多个牌号	公司形成高温合金、超高强度钢、特种不锈钢、高档工模具钢等重点产品体系；抚顺市政府公开资料披露，公司高温合金在航空航天市场占有率 80%以上，超高强度钢市场占有率 95%以上
钢研高纳	高温合金、铝镁钛轻质合金、耐蚀合金、金属间化合物等高端金属材料，涵盖铸造、变形、新型高温合金等产品及工艺	形成以北京为总部的“七市十厂”产业布局；具备年产 5000 吨航空航天用高温合金母合金、1000 余吨变形合金原材料、10000 余件航空航天用盘环类锻件的生产能力

数据来源：各公司公告，东北证券

3. 不锈钢材跨越技术壁垒，迈向海外广阔市场

3.1. 技术与时间壁垒筑起特种不锈钢材护城河

工业用不锈钢管是技术密集型产品，公司专注生产高附加值产品。例如，无缝管根据生产方法可以分为热轧管、冷轧管、冷拔管、挤压管、顶管等，生产工艺可分为热轧和冷轧，冷轧无缝钢管的生产工序比热轧复杂，包括坯料准备、酸洗润滑、冷轧（拔）、热处理、矫直、精整以及检验，其中坯料定切长度、酸洗强度、钻孔技术、热处理温度等各环节细微差别均会对成品管规格质量产生较大影响，这对生产设备和技术都提出了极高要求。公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压工艺和穿孔工艺进行生产的企业，先进的装备和工艺提高了原材料成材率和产品品质，可以直接挤压出成品管。

不锈钢管行业市场量级小，产品单价值量高，进出口产品结构有待优化。不锈钢行业可细分为原料、板材、管材、型材、带材、制品。其中管材占比较低，工业用管和非工业用管比例相当，以焊接管、无缝管为主。不锈钢管市场是非常细分的子行业，占比很小，但附加值极高，单吨价格以 10 倍级增长。从进出口产品均价看，无缝不锈钢管进口均价仍比出口均价高，高端不锈钢管产品进口依赖格局尚未根本改变，国产替代空间依然广阔。

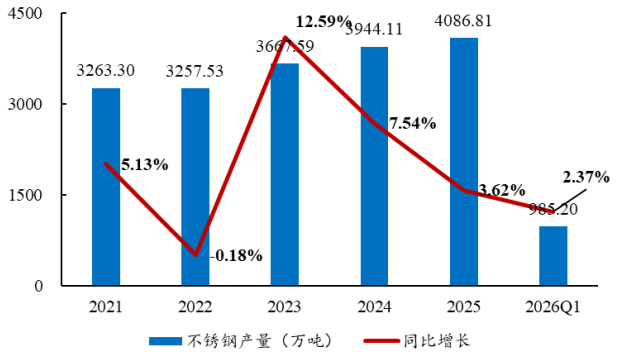
下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：公司工艺技术水平对标

工艺	国内水平	国外先进水平	发行人水平
无缝管母（毛）管制造	主要采用穿孔工艺，难以满足高档产品苛刻的品质要求。仅有少数厂商具备挤压生产能力	广泛采用挤压工艺，对于变形抗力大的不锈钢管可以获得较好的金相组织和内外管面质量	能够同时采用挤压工艺和穿孔工艺生产母（毛）管，并已建成目前国内最大，单台挤压能力全球第六的钢挤压机组
无缝管成品管制造	仅有少数厂商能拥有挤压设备，能利用挤压设备生产成品管的厂商则更少	广泛采用挤压工艺，并且既能利用挤压设备挤压出母管，也可挤压出成品管	既能利用设备生产母管，也可以直接挤压出成品管，特别是难变形的材料制成的厚壁、超长无缝管
焊接管成型	采用辊式成型法，当规格改变时，需要更换轧辊，存在换辊时间长、成材率低的问题	普遍采用连续成型法或 JCOE 成型，部分采用 FFX 柔性成型法、FCF 成型法，变换产品规格时无需换辊，可节省时间	采用国际先进的 FFX 柔性成型技术，提高了成型效率
焊接	采用单阴极钨极氩弧焊接法，组合焊接法、激光焊接法等焊接方法	采用多阴极钨极氩弧焊接法，组合焊接法、激光焊接法等焊接方法	采用带有焊缝自动跟踪和恒电压控制系统的多阴极钨极氩弧焊接法，提高了焊接效率

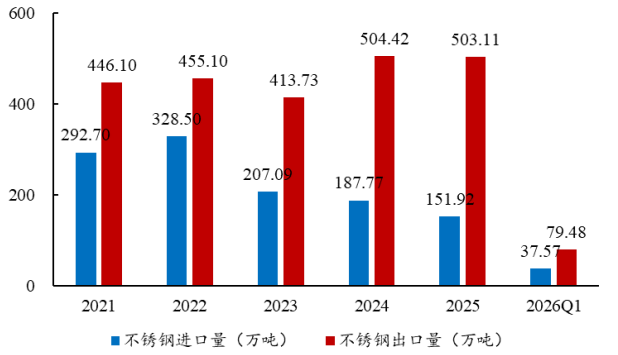
数据来源：公司招股说明书，东北证券

图 14：中国不锈钢行业产量及同比增长



数据来源：中国钢铁工业协会不锈钢分会，东北证券

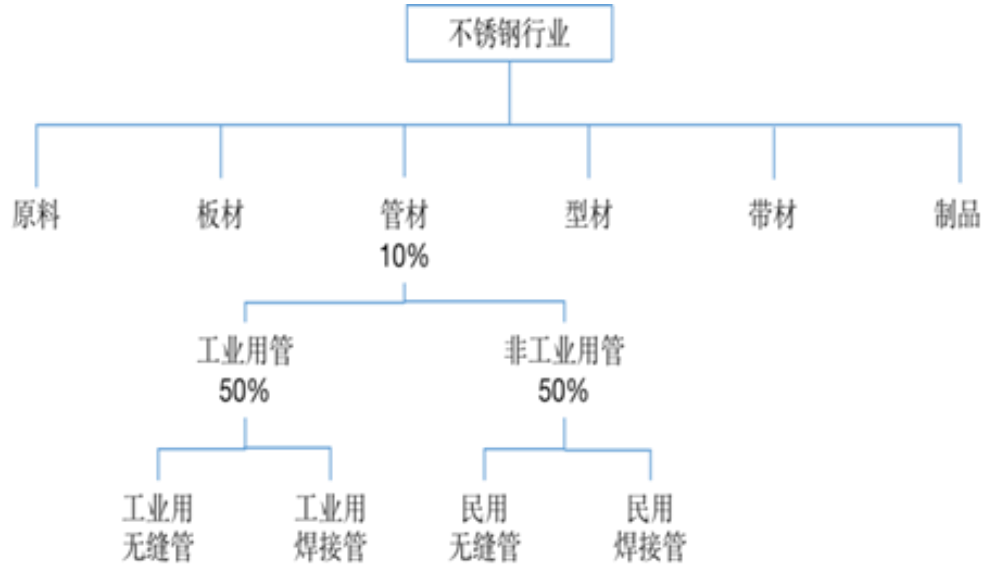
图 15：不锈钢进出口量



数据来源：中国钢铁工业协会不锈钢分会，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：不锈钢行业细分占比情况



数据来源：公司公告，51 不锈钢，东北证券

技术壁垒高，公司已完成多项验证，具有先发优势。公司产品常应用于高温、高压、深冷、高真空、强腐蚀、易燃易爆等复杂工况下，对产品性能要求极高。由于工业用不锈钢管在特殊行业安全生产和运行中的重要作用，我国设置了生产许可制度，根据《特种设备安全监察条例》以及《关于将石油天然气工业用焊接钢管等 5 类工业产品实行特种设备制造许可证管理的通知》等规定，国家质量监督检验检疫总局按专业类别制定了特种设备行政许可规则和相关技术规范，规定属于压力管道元件的工业用不锈钢管企业必须获得相应的特种设备制造许可证。同时，几乎所有的大型工业客户都会对工业用不锈钢管的供应商实施严格的筛选程序，制定了合格供应商资格认定制度，并且只从获得合格供应商资格的企业中选择供应商。高端产品从研发设计到通过认证、到试用推广、再到转换为订单的整个周期需要 10 年以上。检测认证前还需要庞大的实验数据支撑，投入时间成本极高。公司目前资质齐全，通过了 API、ASME、壳牌等认证，先后取得中国、美国等多国船级社工厂认可证书。公司上市至今 10 余年，高端管材产品开始投入使用，预计短中期国内难出现有力竞争者。

表 9：工业用不锈钢管检测项目多，执行标准高

项目	化学成分	拉伸实验	耐腐蚀试验	压扁试验	扩口试验	展平试验	弯曲试验	卷边试验
工业用不锈钢管	√	√	√	√	√	√	√	√
民用不锈钢管	√	√	无	√	√	无	√	无
项目	奥氏体晶粒度	液压试验	涡流探伤	射线探伤	超声波探伤	外观表面	尺寸	粗糙度
工业用不锈钢管	√	√	√	√	√	√	√	√
民用不锈钢管	无	无	无	无	无	√	√	√

数据来源：公司招股说明书，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 向内行业领先，向外逐渐抢夺话语权

3.2.1. 国内行业发展情况

国内不锈钢生产起步较晚，国内工业用不锈钢管市场经 50 年发展，形成国有企业、民营企业和外资企业并存的竞争格局。小型不锈钢管企业缺乏创新，技术停滞不前，在竞争中被淘汰。公司主要竞争对手包括三类：一是以公司、江苏武进不锈股份有限公司、中兴能源装备股份有限公司等后发民营企业为代表的工业用不锈钢管主流生产企业。二是以常熟华新特殊钢有限公司等为代表的外资企业。三是以宝钢特钢有限公司、攀钢集团江油长城特殊钢有限公司等老牌国有企业为代表的不锈钢及不锈钢制品制造企业。

表 10：公司国内主要竞争对手介绍

公司名称	简介
江苏武进不锈股份有限公司	创建于 1970 年 12 月，自 20 世纪 70 年代起生产不锈钢管产品，90 年代跻身全国不锈钢管主要生产企业行列，公司产品广泛用于石油、化工、天然气、电力设备制造以及机械设备制造等行业。
中兴能源装备股份有限公司	由前身南通特钢于 2007 年通过整体改制方式成立，现为南方风机股份有限公司旗下全资子公司，主要从事能源工程特种管件的开发、生产、销售，为石化、核电、煤制油等能源工程重要装置提供各种规格和品种的大口径厚壁不锈钢、合金钢管配件高端产品。
常熟华新特殊钢有限公司	成立于 1998 年，是一家专业生产无缝管的企业，主要产品有精密仪表管、换热管用不锈钢无缝钢管、锅炉用无缝钢管、流体输送用不锈钢无缝管、U 型无缝管、核一、二、三级核电用管、耐腐蚀耐高温合金管等。

数据来源：各公司公告，东北证券

3.2.2. 海外行业发展情况

国外不锈钢管行业经过近百年的发展，出现更多制造巨头，主要竞争对手分布德国、日本、瑞典等地。

公司在海外市场份额逐渐升高，无缝管产量已位居全球第一。2008 年以来久立特材在不锈钢无缝管和不锈钢焊接管市占率均明显提升，但与其他行业领先企业的市占率相比，仍有较大提升空间。公司不锈钢无缝管产量排名由 2008 年的全球第 6 名上升至 2020 年第 1 名。

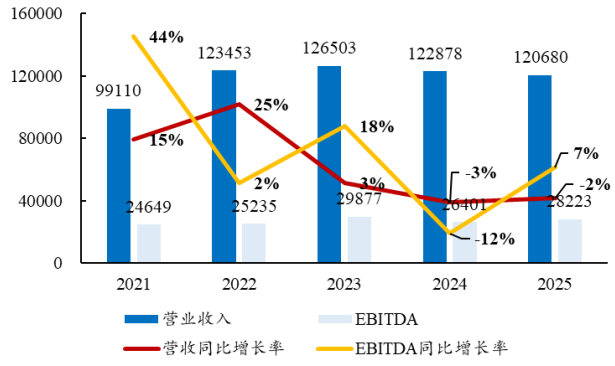
下载日志已记录，仅供内部参考

表 11：公司国外主要竞争对手介绍

公司名称	简介
Sandvik（山地维克）	Sandvik 成立于 1862 年，历史上拥有不锈钢及高合金钢管业务；Sandvik Materials Technology 于 2022 年从 Sandvik 分拆并更名为 Alleima，产品包括能源、化工、航空航天用无缝钢管
Salzgitter Mannesmann（沙士基达曼内斯曼）	Mannesmann 管材业务历史可追溯至 19 世纪，1890 年成立 Deutsch-Österreichische Mannesmannröhren-Werke AG；目前 Salzgitter 旗下 Mannesmann 业务涵盖无缝及焊接精密管、管线管等，应用于汽车、能源、油气、机械工程等领域
Butting（步廷恩）	1777 年成立于 Crossen an der Oder，1945 年迁至 Knesebeck，目前总部位于 Knesebeck；主要生产不锈钢焊管、复合管及相关部件，产品应用于工业、能源及航空航天等领域
Tubacex（土巴塞克斯）	1963 年成立于西班牙 Llodio，主要生产不锈钢及高镍合金无缝管；拥有从冶金研发、炼钢到管材制造的纵向一体化产业链，产品销往 60 多个国家

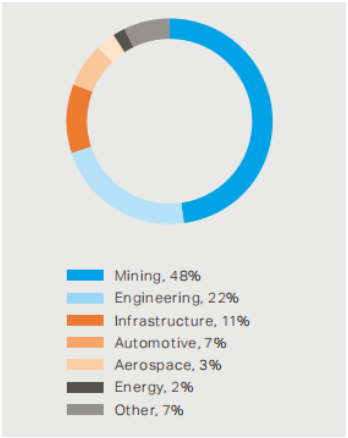
数据来源：各公司公告，东北证券

图 17： Sandvik 营收及 EBITDA（MSEK，%）



数据来源：东北证券、公司公告

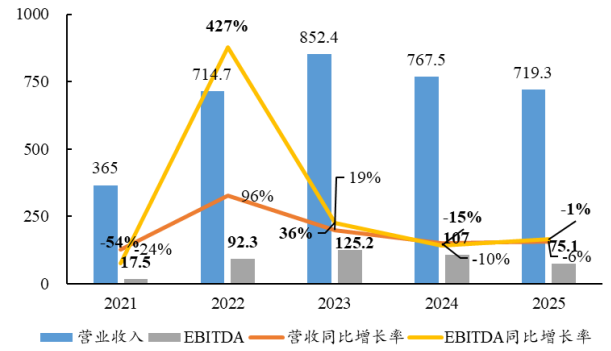
图 18： Sandvik 产品应用



数据来源：东北证券、公司公告

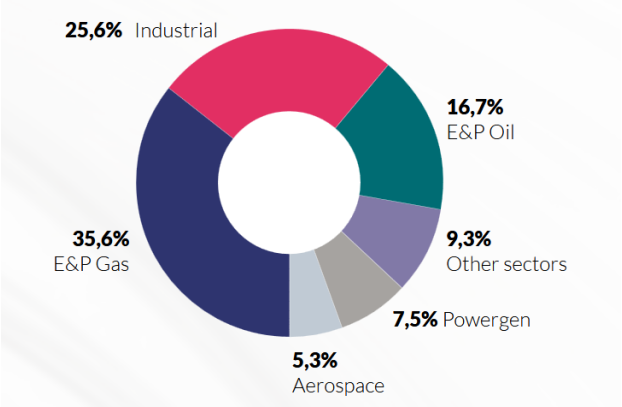
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19： Tubacex 营收及 EBITDA（€m，%）



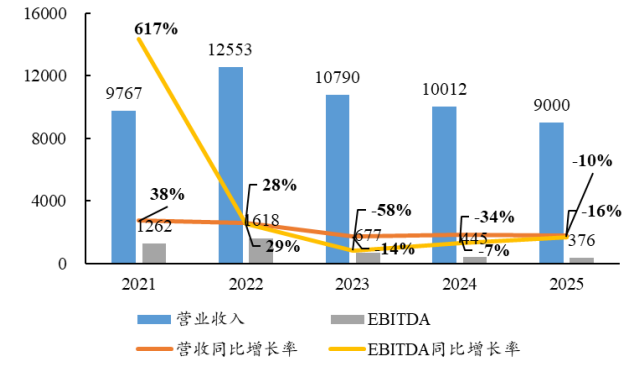
数据来源：东北证券、公司公告

图 20： Tubacex 产品应用



数据来源：东北证券、公司公告

图 21：Salzgitter Mannesmann 营收及 EBITDA（€m，%）



数据来源：东北证券、公司公告

图 22：Salzgitter Mannesmann 产品应用



数据来源：东北证券、公司公告

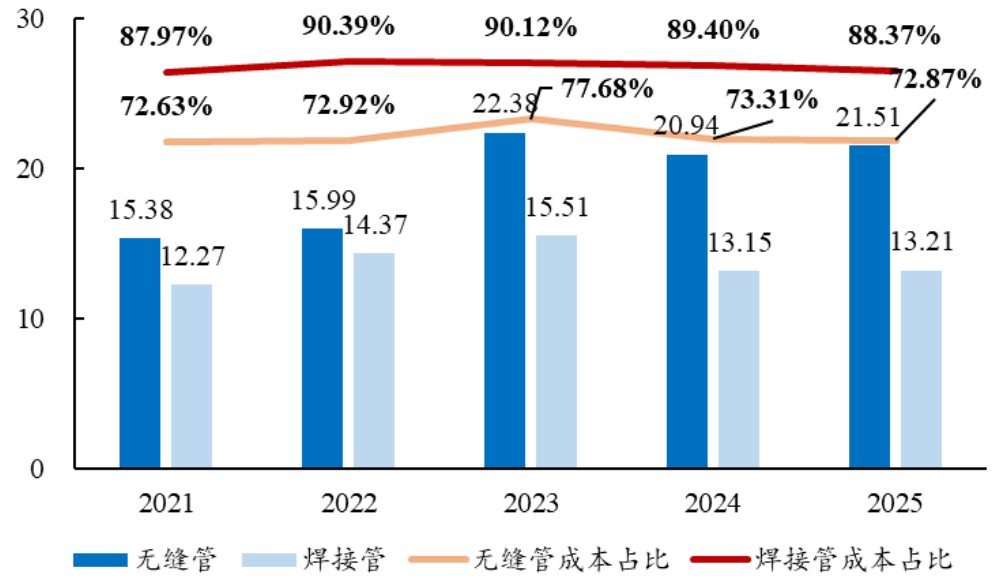
4. 高端产品矩阵扩容，打开成长天花板

4.1. 合金公司材料升级为公司发展提供助力

原材料成本占比较高，产品创新依赖材料革新。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，从源头管理原材料质量至关重要。公司产品成本中原材料占比较高，无缝管成本中原材料占比较高，焊接管成本中原材料占比更高。公司镍基合金管原料主要为镍，镍的价格上下浮动较大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：公司无缝管和焊接管原材料成本（亿元）及占总成本比重



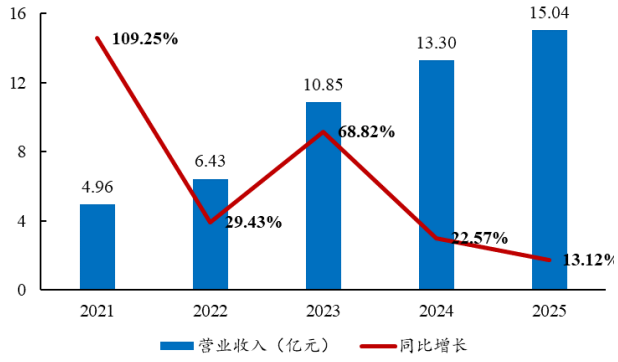
数据来源：公司公告，东北证券

成立合金公司，全产业链一体发展，从原材料端为公司发展提供助力。公司为优化上游原材料供应链管理体系，降低成本，控制原材料价格波动影响，促使资源有效配置。公司于 2014 年成立湖州久立永兴特种合金材料有限公司，进行高品质特种合金新材料的研发、生产和销售。久立永兴合金公司位于浙江省湖州市南太湖新区杨家埠工业园内，合金公司注册资本 3.89 亿元，占地约 183 亩，标准化厂房建筑面积约 40,000 多平方米，现拥有真空感应炉、 真空自耗炉、电渣重熔炉、35NM 快速锻压机，18NM 径向锻压机等国际先进设备。并于 2018 年由钢研总院、久立特材、永兴特钢、合金公司四方共同联合成立技术创新中心， 并以技术创新中心为平台，合金公司通过其开展以耐蚀合金、高温合金、特种不锈钢及高强钢材料的研发。根据浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局和浙江省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，公司及复合管公司、合金公司、华特钢管均被认定为高新技术企业。

合金材料业务被定位为公司向高端化转型的重点发力方向。控股子公司合金公司正积极推进高端材料的研发与产业化进程，目前相关产品在精度、强度及耐腐蚀等性能上取得了一定进展，可应用于油气、核电、航空、半导体等高端领域。公司将尽力在资金、技术及产业链协同等方面给予支持，力争推动该业务逐步成长为新的增长点。截至 2025 年，合金公司总资产规模达到 12.97 亿元，净资产 6.92 亿元。2025 年实现营业收入 15.04 亿元，净利润 4644.86 万元。随着合金公司对耐腐蚀合金、镍基合金等项目的开发，可以为公司产品创新提供助力。目前，公司高端原材料除部分向国外采购外，大部分均来自永兴材料、宝钢、太钢、抚顺特钢等国内大中型钢企。合金公司特冶一期项目完工，特冶二期项目开始施工，预期项目完工将增强公司高温合金材料生产能力。

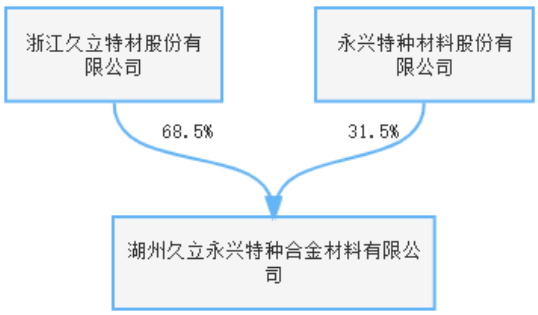
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：合金公司营收（亿元）



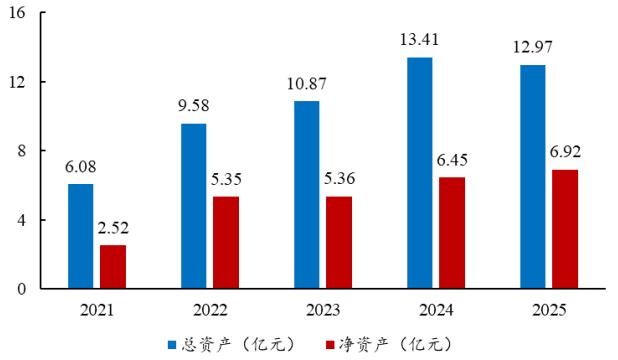
数据来源：公司公告，东北证券

图 25：合金公司股权图



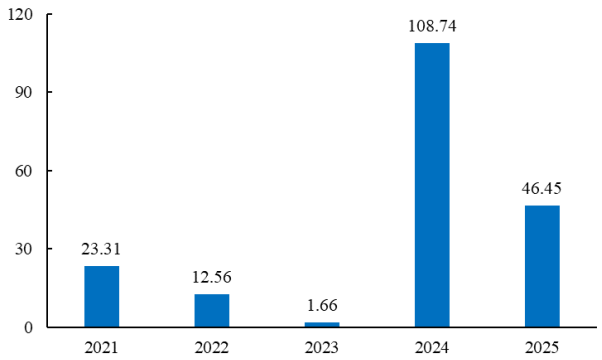
数据来源：公司公告、东北证券

图 26：合金公司资产变化（亿元）



数据来源：公司公告，东北证券

图 27：合金公司净利润（百万元）



数据来源：公司公告、东北证券

4.1.1. 高端产品开拓市场，高端管材发展前景广阔
4.1.2. 能源消费结构转型推进需求增长

据 BP 世界能源统计数据显示，本十年剩余时间内，全球石油需求大致趋于平稳，随后进一步下降，主要是由于路面交通石油使用量下降。在展望期前半期，石油在全球能源体系中仍发挥关键作用。本十年剩余时间内，液化天然气贸易快速增长，但 2030 年之后的液化天然气贸易前景取决于能源转型的速度。

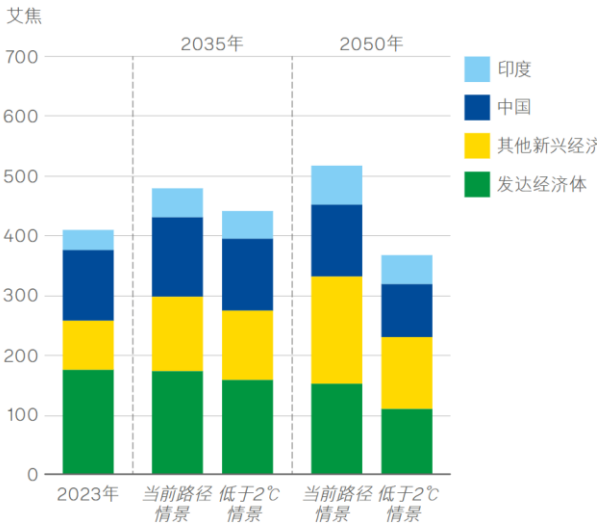
国内石油、天然气逆向形成正增长，风电、太阳能、核电等新能源虽然发展迅速，但是目前发电量占比较低，主要仍以火力发电为主。在双碳政策大背景下，国内碳使用比率将在未来五年内快速降低，因此火力发电主要燃料将由石油和天然气替代，石油天然气将在 2030 年碳达峰前作为主要能源，占比较高。中石油于 2020 年 7 月 23 日将所持有的主要油气管道、部分储气库、LNG 接收站及铺底油气等相关资产（包括所持公司股权）出售给国家管网集团，更加聚焦上游油气勘探开发。

全球原油需求量稳定增长，国内油气管道总规模快速跃升。据国际能源署测算显示，宣布的承诺情景 （APS）下，各国的净零承诺导致石油需求在 2024 年达到峰值。在既定政策情景（STEPS）中，尽管价格高企，但全球石油需求反弹，在 2035 年后

下载日志已记录，仅供内部参考

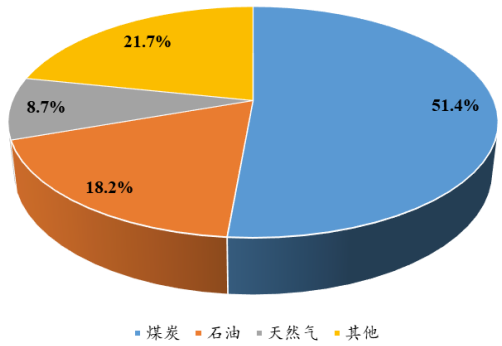
见顶并趋于平稳。

图 28：按地区能源终端消费量（艾焦）



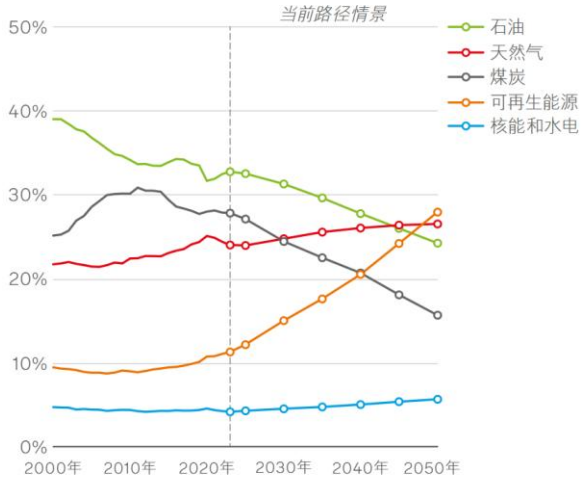
数据来源：BP 世界能源，东北证券

图 29：2025 年中国能源消费结构



数据来源：国家统计局，东北证券

图 30：一次能源燃料结构（%）



数据来源：BP 世界能源，东北证券

镍基合金油井管具有较大利润空间，将成为公司短期重要增长点。油气开采端的镍基合金油井管毛利率高于 30%，主要用于高含硫油气田，全球只有 5 家企业有能力制造。21 世纪之初，中石化和中石油相继在四川东北地区发现普光、龙港、罗家寨等特大型整装海相气田，但这些气田普遍高含 H2S、CO2、Cl-、单质 S 等强腐蚀介质，常规的低合金钢、马氏体不锈钢、双相不锈钢难以满足井下服役要求，需要采用镍基合金油套管。镍基合金油井管的制造技术长期以来被国外少数钢铁制造商所垄断，2006 年，宝钢在国内率先开展 G3 镍基合金油井管的国产化攻关工作，经过课题组成员的共同努力，产品于 2007 年 7 月首次试制成功，并于 2009 年 6 月首次在中石化普光气田成功下井，打破了该领域长期被国外厂商垄断的局面。久立特材“3000 吨镍基合金油井管”项目 2011 年投产后，成为了国内第二家具备镍基合金油井管生产能力的企业。公司从 2012 年开始供应镍基合金管，产品已经在客户经过 14 年的验证。

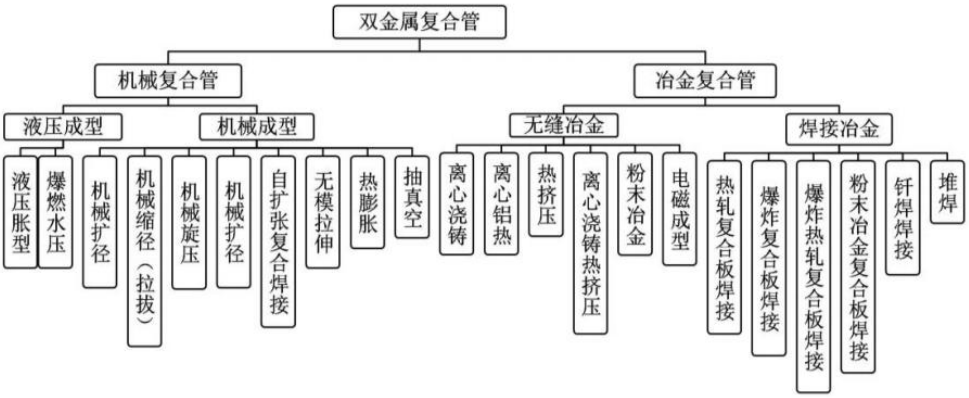
下载日志已记录，仅供内部参考

随着我国乃至全球油气开采向深地、深海、非常规等苛刻工况环境发展，急需进一步提升油井管的环境适应性能。以市场需求为导向，开发适应特定工况环境产品是油井管升级方向。油井管目前主要的发展方向有三种：一是超深复杂井开发用管材，深层油气资源开发工况环境恶劣，随井深增加对油井管的力学性能、耐腐蚀性能以及轻量化技术提出极高要求。二是非常规油气开发用管材，如可燃冰等主要分布在地质复杂的高压深水区和永久冻土带的开发管材、解决微生物腐蚀的耐微生物腐蚀管等管材。三是氢能储运用管材，氢能全产业链均需高性能、经济型管材支撑，涵盖输氢管道、高压储氢管材和地下储氢用井筒等。

4.1.3. 打破双金属复合管技术壁垒，市场前景广阔

双金属复合管是由内层衬管和外层的基管通过强力嵌合在一起的新型复合管材，它保留了两种不同材料内在的优点，外层基管能够承受内压作用，衬管对内腐蚀有一定的防护作用。双金属复合管的制造工艺目前主要有两种：机械复合和冶金复合。目前国内的机械复合方法以水压复合和爆炸复合工艺为主。机械复合法由于衬管和基管通过机械方式挤压结合，交界面结合不紧密，容易产生分层而导致失效。冶金复合法通过机械挤压、化学沉淀、喷射成型、电磁成型等方法将衬管和基管结合在一起，这种方法界面结合力更强，但是成本较高。2014 年，久立特材爆炸轧制复合板+JCO 成型+焊接制成复合管，规格Φ168～1620mm 投产打破冶金复合管的技术壁垒。公司收购的 EBK 公司在冶金复合管线管方面有年产近 5 万吨左右的生产能力，进一步提升公司在双金属复合管领域的竞争实力。

图 31：双金属复合管分类图



数据来源：知网，东北证券

受国际节能要求以及油气作业环境恶化的影响，国内外耐蚀合金复合管的应用日趋广泛，并向着多元化方向发展根据 NACE MR 0175/ISO 15156-2： 2003 标准的材质选择方案，油气田及高温、高压、高腐蚀性工况环境将是未来耐蚀合金复合管的主要应用领域。

4.1.4. 核裂变重启，核三、核四用管需求增长

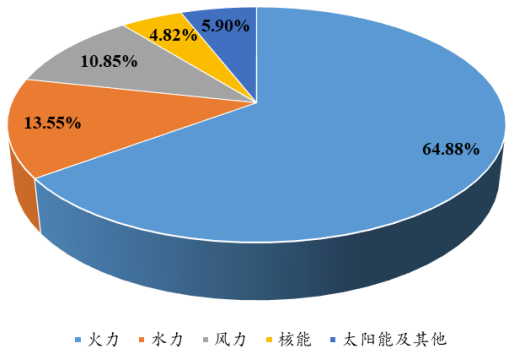
核电领域高速发展，或将成为未来长期增长点。公司在 2007 年就已经开始向核电领域扩展，成为国家 183 家为核工业配套的核一级资质队伍一员；2012 年，公司成功研发出核电蒸汽发生器 U 形传热管，圆满履行了为我国首台援外核电项目提供质量可靠的蒸发器传热管的合同，实现了核电蒸汽发生器 U 形传热管的国产化。公司

下载日志已记录，仅供内部参考

作为国内三代核电蒸发器 U 型传热管等关键材料的主要供应商之一，目前已具备较为完备的核级（1/2/3 级）资质与配套能力。电力板块（含核电）营收占比近 15%，是公司利润构成的重要部分。

2025 年 1-12 月，全国累计发电量为 97015.8 亿千瓦时，运行核电机组累计发电量为 4670.19 亿千瓦时，占全国累计发电量的 4.82%。

图 32：2025 年全国发电量统计分布



数据来源：国家核安全局，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：2025 年 1-12 月运行核电机组电力生产情况统计表

核电厂/机组 \ 项目		装机容量 (MWe)	发电量 (亿千瓦时)	上网电量 (亿千瓦时)	利用小时数 (h)	机
秦山核电厂	1 号机组	350	25.95	24.13	7414.11	
秦山第二核电厂	1 号机组	670	55.16	51.80	8233.17	
	2 号机组	708	50.92	47.80	7357.49	
	3 号机组	670	58.04	54.44	8662.11	
	4 号机组	670	53.27	50.00	7951.27	
秦山第三核电厂	1 号机组	728	59.10	54.55	8117.88	
	2 号机组	728	62.14	57.33	8535.65	
大亚湾核电厂	1 号机组	984	83.73	80.22	8509.63	
	2 号机组	1026	81.71	78.29	7963.79	
岭澳核电厂	1 号机组	990	79.37	76.07	8017.57	
	2 号机组	990	85.92	82.33	8679.24	
	3 号机组	1086	86.67	81.67	7981.01	
	4 号机组	1086	85.22	80.24	7846.71	
田湾核电厂	1 号机组	1060	90.18	84.24	8507.98	
	2 号机组	1060	79.89	74.86	7536.86	
	3 号机组	1126	87.79	81.33	7796.76	
	4 号机组	1126	83.96	77.69	7456.91	
	5 号机组	1118	88.60	83.23	7924.95	
	6 号机组	1118	86.74	81.26	7758.06	
红沿河核电厂	1 号机组	1118.79	83.93	78.84	7501.84	
	2 号机组	1118.79	92.38	87.00	8257.08	
	3 号机组	1118.79	86.73	81.44	7751.84	
	4 号机组	1118.79	82.66	77.88	7388.70	
宁德核电厂	1 号机组	1089	91.71	86.06	8421.36	
	2 号机组	1089	85.99	80.84	7896.00	
	3 号机组	1089	84.23	79.17	7734.96	
	4 号机组	1089	88.32	82.90	8110.05	
福清核电厂	1 号机组	1089	86.85	81.69	7975.55	
	2 号机组	1089	92.60	87.13	8503.20	
	3 号机组	1089	90.35	85.07	8297.02	
	4 号机组	1089	94.78	89.26	8703.14	
	5 号机组	1161	99.40	93.26	8561.70	
	6 号机组	1161	82.95	77.83	7144.53	
阳江核电厂	1 号机组	1086	88.41	83.23	8140.43	
	2 号机组	1086	83.89	79.02	7724.90	
	3 号机组	1086	93.85	88.28	8642.25	
	4 号机组	1086	83.96	78.97	7730.95	
	5 号机组	1086	85.47	80.32	7870.53	
	6 号机组	1086	94.40	88.93	8692.87	
方家山核电厂	1 号机组	1089	84.66	79.51	7774.45	

下载日志已记录，仅供内部参考

	2 号机组	1089	81.30	83.13	7465.51
三门核电厂	1 号机组	1250	97.31	90.81	7784.84
	2 号机组	1250	96.62	90.21	7729.76
海阳核电厂	1 号机组	1253	104.86	97.81	8368.92
	2 号机组	1253	97.53	91.01	7783.89
台山核电厂	1 号机组	1750	104.14	97.40	5950.71
	2 号机组	1750	130.84	122.36	7476.76
昌江核电厂	1 号机组	650	52.27	48.34	8042.01
	2 号机组	650	47.87	44.33	7364.45
防城港核电厂	1 号机组	1086	85.97	80.16	7915.91
	2 号机组	1086	82.46	77.45	7592.94
	3 号机组	1188	82.62	77.45	6954.89
	4 号机组	1188	78.48	73.60	6606.14
石岛湾高温气冷堆核电站	0 号机组	150	6.83	5.76	4552.18
漳州核电厂	1 号机组	1212	102.12	95.00	8425.63
国核示范工程	1 号机组	1534	/	/	/
	2 号机组	1534	/	/	/

数据来源：国家核安全局，东北证券

核电装机时间较长，久立提前布局占据半壁江山。根据世界核协会统计，中国已公布在建核电装机容量达 2.7 万 MWe，平均建设时间约 6 年，时间跨度较大，久立作为第一批进入核电不锈钢管领域的企业将享受先发优势。久立与宝银是目前国内是唯二具备三代堆 U 形传热管生产资质的企业，新提出的国家项目预计两者各分一半。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“华能一号”机型和巴基斯坦恰希玛核电站。与此同时，公司在核四代技术研发上也取得了新的进展，其在某四代技术路线使用的新型核电用管已于 2014 年 4 月通过专家鉴定，久立特材自此成为国内唯一该四代技术路线新型核电用管的供应商，公司在核电领域用管的地位得到进一步巩固。

4.1.5. 参与可控核聚变

公司是 ITER（国际热核聚变实验堆）中国工作组的重要供货商之一。公司开发的核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管通过省级工业新产品鉴定，成为目前国内唯一满足 ITER 项目要求的 PF 导体铠甲供应商。公司研发的 ITER 装置用 TF 导体铠甲（被称为“磁笼”的“人造太阳”核心部件），通过中科院合肥物质科学研究院鉴定，纳入 ITER 采购包。在超导磁体系统中，铠甲是磁体系统的主要承载部件，公司专注特殊管材三十余年，具备 ITER 装置用 TF/PF 导管的供货能力。公司研发并生产的 TF/PF 导管已连续多年稳定供货。

公司作为国内少数具备核级（1/2/3 级）资质且拥有配套能力的企业之一，已在核电蒸发器管等关键材料领域积累了丰富的项目经验。公司电力设备制造板块（含核电）营收占比近 15%，这也成为公司利润构成的重要组成部分。未来，公司将紧跟国家产业政策导向，积极把握核电建设及国产替代的战略窗口期，持续关注新型核电技术发展动向，力争在后续项目中获取更多优质订单。

下载日志已记录，仅供内部参考

在国内核聚变装置领域，公司同样积极布局。2025 年 5 月，公司中标中科院合肥物质科学研究院不锈钢铠甲项目，金额 5816.8 万元。2026 年 8 月，公司中标中科院合肥物质科学研究院不锈钢铠甲及冷却管采购项目，金额 3459.82 万元。公司在核聚变用真空室等部件领域市占率较高。位于合肥的紧凑型聚变能实验装置（BEST）杜瓦底座已成功落座，BEST 预计将于 2027 年建成，有望成为人类历史上首个实现核聚变发电的装置。2026 年 1 月，在合肥举办的核聚变能科技与产业大会上，多个重大采购项目集中签约，久立特材作为重点产业链公司参与其中。

在可控核聚变产业链中，安泰科技与久立特材功能互补，分别处于核心材料供应与关键结构件供应的不同定位。安泰科技与合肥综合性国家科学中心能源研究院共建“先进偏滤器联合实验室”，聚焦高功率偏滤器部件、面向等离子体部件性能评价及修复等关键技术进行联合攻关。其自主研发的钨铜复合材料使偏滤器靶板使用寿命较国际同类产品明显提升，并在 BEST 项目中将靶板寿命大幅提升，制造成本大幅降低。

安泰科技聚焦钨铜偏滤器等面向等离子体的热端部件，其产品直接承受亿度级等离子体的冲击，技术壁垒体现在钨基材料的制备与复合连接工艺；而久立特材则聚焦超导磁体系统的 TF/PF 导管与不锈钢铠甲，产品承载超导电流并保护磁体结构，技术壁垒体现在高精度特种管材的成型与焊接工艺。

5. 盈利预测，估值及投资建议

公司是全球不锈钢管领先企业。公司高度重视研发投入，改善生产工艺，优化产品结构，推进产品转型升级，攻破多项核心关键技术，填补国内多项不锈钢管领域空白，打破国外垄断格局，九个产品创下替代“第一”。公司产品销售中核电、航空航天和高端油气管等高端领域占比逐渐增长，高端收入占比稳步递增。

当前公司航发热端管材正处于“十五五”期间逐步起量阶段。在国产大飞机领域，公司与中国航发集团多个发动机设计所、中国航发商发等开展了 CJ1000 及 CJ2000 发动机以及多个型号高性能先进国产发动机有关叶片的研发与供应。公司在商发管件领域有较高价值量。公司产品已覆盖赛峰 LEAP 及 CFM56、GE 航空的 CF34 及 LMS-100 等、中国航发商发的 CJ1000/2000 等主流发动机机型。此外，公司积极推进航空扩证及体系认证工作。新增 AS9100 认证（民用航空航天金属管道制造），这是国际航空航天行业的质量管理体系认证。产品已通过航空工业、中国航发等客户认证并批量应用于多型号装备。

公司是 ITER（国际热核聚变实验堆）中国工作组的重要供货商之一。公司开发的核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管通过省级工业新产品鉴定，成为目前国内唯一满足 ITER 项目要求的 PF 导体铠甲供应商。公司研发的 ITER 装置用 TF 导体铠甲（被称为“磁笼”的“人造太阳”核心部件），通过中科院合肥物质科学研究院鉴定，纳入 ITER 采购包。在超导磁体系统中，铠甲是磁体系统的主要承载部件，公司专注特殊管材三十余年，具备 ITER 装置用 TF/PF 导管的供货能力。公司研发并生产的 TF/PF 导管已连续多年稳定供货。

盈利预测与投资评级：预计 2026-2028 年公司营业收入为 91.08/ 103.15/ 115.61 亿元，归母净利润分别为 8.63/10.06/12.57 亿元,首次覆盖给予公司“增持”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 13：盈利预测

		2026	2027	2028
无缝管	收入（百万元）	4421.64	4863.81	5350.19
	毛利（百万元）	1282.28	1410.50	1551.56
	毛利率（%）	29.00	29.00	29.00
焊管	收入（百万元）	1735.84	1909.43	2100.37
	毛利（百万元）	260.38	381.89	420.07
	毛利率（%）	15.00	20.00	20.00
复合管	收入（百万元）	957.40	1053.14	1158.46
	毛利（百万元）	95.74	157.97	231.69
	毛利率（%）	10.00	15.00	20.00
管件	收入（百万元）	548.55	658.26	691.17
	毛利（百万元）	179.21	215.05	225.81
	毛利率（%）	32.67	32.67	32.67
合金材料	收入（百万元）	539.81	755.74	906.89
	毛利（百万元）	67.53	94.54	113.45
	毛利率（%）	12.51	12.51	12.51
其他业务	收入（百万元）	821.60	903.76	994.14
	毛利（百万元）	74.52	81.97	90.17
	毛利率（%）	9.07	9.07	9.07
航空用管	收入（百万元）	24.81	136.44	300.16
	毛利（百万元）	12.40	68.22	150.08
	毛利率（%）	50.00	50.00	50.00
可控核聚变用管	收入（百万元）	58.17	34.60	60.00
	毛利（百万元）	29.09	17.30	30.00
	毛利率（%）	50.00	50.00	50.00
合计	收入（百万元）	9107.83	10315.17	11561.38
	毛利（百万元）	2001.15	2427.45	2812.83

数据来源：东北证券

6. 风险提示

1、经营业绩波动风险

公司主营业务涵盖工业用不锈钢管及特种合金的管材、管件、法兰、棒材、线材、丝材及管道预制件的研发、生产与销售，产品广泛应用于石油、天然气、电力设备制造、化工等重点领域，服务于国内外大中型建设项目，并与国家能源安全及先进装备制造等重要领域紧密关联。因此，公司经营业绩可能受到国内外宏观经济形势的系统性影响，宏观经济波动、行业周期调整、市场需求变化等因素，均可能对公司未来经营业绩产生潜在影响。

2、原材料价格及供应风险

公司不锈钢产品的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢卷板和不锈钢平板，是产品成本的主要构成部分。其中，Ni、Cr、Mo 等金属的价格走势是不锈钢及特种合金价格变化的重要因素。特别是公司专注于生产高端不锈钢管及特种合金管材，此类产品需具备耐强腐蚀、耐高（低）温、耐高压等优异性能，对原材料中合金元素的含量和纯度有严格要求，因此合金元素价格的波动对公司生产经营的影响较为重要。若

下载日志已记录，仅供内部参考

原材料价格持续上涨，公司流动资金将主要投向原材料采购环节，从而增加资金周转压力；反之，若原材料价格持续下行，公司将面临库存管理难度加大、库存周转效率下降的问题，可能产生存货跌价损失。此外，公司高端不锈钢管及特种合金材料的生产对原材料的及时供应和质量稳定性有较高要求，若出现原材料供应短缺或质量不达标等情况，将影响生产进度与产品品质，进而影响市场交付与客户合作。

3、税收与补贴政策变动风险

根据浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、国家税务总局浙江省税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，久立特材及子公司乾诚公司、合金公司、久立材料被认定为高新技术企业，可依法享受相应的高新技术企业税收优惠政策。上述四家企业同属先进制造业企业，本期可按当期可抵扣进项税额加计 5%抵减应纳增值税额。此外，子公司久立穿孔作为民政福利企业，享受增值税即征即退政策，增值税退税额按实际残疾人数实行限额退还；其支付给残疾人的实际工资可在企业所得税前据实扣除，并按实际工资的 100%加计扣除。未来，若公司及下属相关主体不再符合高新技术企业认定条件，或相关税收优惠、政府补助政策发生重大调整，可能对公司的经营成果产生一定影响。

4、业绩预测和估值不达预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,209	2,263	2,740	3,346
交易性金融资产	200	280	360	440
应收款项	1,736	1,307	1,475	1,650
存货	2,867	2,163	2,329	2,521
其他流动资产	993	1,193	1,193	1,193
流动资产合计	**8,470**	**8,609**	**9,532**	**10,616**
可供出售金融资产				
长期投资净额	294	294	294	294
固定资产	2,793	3,006	3,006	2,881
无形资产	373	364	355	345
商誉	2	2	2	2
非流动资产合计	**5,447**	**4,319**	**4,155**	**3,949**
资产总计	**13,917**	**12,928**	**13,687**	**14,565**
短期借款	429	429	429	429
应付款项	2,229	1,743	1,935	2,146
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	5	6	6	6
流动负债合计	**4,660**	**3,758**	**4,148**	**4,565**
长期借款	2	2	2	2
其他长期负债	388	377	377	377
长期负债合计	**390**	**379**	**379**	**379**
负债合计	**5,049**	**4,137**	**4,527**	**4,944**
归属于母公司股东权益合计	8,611	8,524	8,880	9,326
少数股东权益	256	267	280	296
负债和股东权益总计	**13,917**	**12,928**	**13,687**	**14,565**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**12,059**	**9,108**	**10,315**	**11,561**
营业成本	9,085	7,107	7,888	8,749
营业税金及附加	64	48	55	61
资产减值损失	-66	-85	-85	-85
销售费用	545	455	516	578
管理费用	470	519	516	520
财务费用	-80	-31	-32	-41
公允价值变动净收益	44	0	0	0
投资净收益	250	455	309	347
营业利润	**1,949**	**1,117**	**1,301**	**1,625**
营业外收支净额	-6	-6	-6	-6
利润总额	**1,943**	**1,111**	**1,295**	**1,619**
所得税	415	237	276	346
净利润	1,528	874	1,019	1,273
归属于母公司净利润	**1,509**	**863**	**1,006**	**1,257**
少数股东损益	19	11	13	16

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**1,528**	**874**	**1,019**	**1,273**
资产减值准备	63	90	90	90
折旧及摊销	389	478	527	569
公允价值变动损失	-44	0	0	0
财务费用	-23	13	13	13
投资损失	-250	-455	-309	-347
运营资本变动	217	-2	-52	-56
其他	12	-3	6	7
经营活动净现金流量	**1,893**	**994**	**1,294**	**1,549**
投资活动净现金流量	**-893**	**34**	**-155**	**-118**
融资活动净现金流量	**-995**	**-899**	**-663**	**-825**
企业自由现金流	**-556**	**-73**	**1,100**	**1,384**

财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益（元）	1.59	0.88	1.03	1.29
每股净资产（元）	8.81	8.72	9.09	9.54
每股经营性现金流量（元）	1.94	1.02	1.32	1.59
成长性指标				
营业收入增长率	10.4%	-24.5%	13.3%	12.1%
净利润增长率	1.3%	-42.8%	16.6%	25.0%
盈利能力指标				
毛利率	24.7%	22.0%	23.5%	24.3%
净利润率	12.5%	9.5%	9.8%	10.9%
运营效率指标				
应收账款周转天数	40.10	50.75	40.93	41.01
存货周转天数	124.43	127.41	102.52	99.80
偿债能力指标				
资产负债率	36.3%	32.0%	33.1%	33.9%
流动比率	1.82	2.29	2.30	2.33
速动比率	0.93	1.06	1.14	1.23
费用率指标				
销售费用率	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用率	3.9%	5.7%	5.0%	4.5%
财务费用率	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
分红指标				
股息收益率	3.4%	3.3%	3.8%	4.7%
估值指标				
P/E（倍）	18.21	19.84	17.02	13.62
P/B（倍）	3.29	2.01	1.93	1.84
P/S（倍）	2.35	1.88	1.66	1.48
净资产收益率	19.0%	10.1%	11.3%	13.5%

资料来源：东北证券

股息收益率 =（ 年度每股现金红利总和 / 年末收盘价 ）*100%。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

赵丽明：北京科技大学材料学博士，现任东北证券新材料行业首席分析师。曾在新时代证券、宏源证券、四川信托投资部、中航基金和华夏久盈先后担任研究员和投资经理，2008 年以来具有 18 年证券研究从业经历。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630