仅供内部参考，请勿外传



国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES



# 国产高端锻件龙头，航空航天与燃气轮机双轮驱动

**派克新材(605123)**

资本货物/工业

■ 派克新材首次覆盖报告


| 姓名 | 电话 | 邮箱 | 登记编号 |
|---|---|---|---|
| 宋博(分析师) | 010-83939829 | songbo3@gtht.com | S0880522120007 |
| 杨天昊(分析师) | 010-83939791 | yangtianhao@gtht.com | S0880523080010 |


**本报告导读：**

**公司是国内高端特种锻件领域标杆企业，实控人为宗丽萍，核心产品覆盖航空航天、能源装备等多领域，受益于航空航天行业高景气与产业链自主可控，业绩有望稳步提升。**

**投资要点：**

- **首次覆盖给予“增持”评级，目标价 123.5 元。**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 3.94/4.98/5.87 亿元，对应 EPS 分别为 3.25/4.11/4.84 元。基于可比公司 PE/PB 估值方法，结合公司在高温合金领域的龙头地位、技术壁垒与成长确定性，审慎性考虑，取 PE/PB 较低值，按照 2026 年 38 倍 PE，给予公司目标价 123.5 元，给予“增持”评级。
- **深耕高端特种锻件领域，航空航天配套实力强劲。**公司长期深耕国防科技工业及高端制造领域，主营业务涵盖环形锻件、自由锻件、精密模锻件等品类，产品广泛应用于航空、航天、舰船、核电、燃气轮机、风电等国家重点领域及高端装备制造等民用领域。依托齐全的产品品类、优质的客户资源与成熟的工艺技术体系，公司在特种锻件细分领域占据领先地位，是国内航空航天、能源装备领域核心锻件配套企业。
- **航发、燃机双轮驱动，行业景气度具备较强韧性。**在国防预算稳步增长、航空航天装备持续升级的背景下，高端特种锻件作为航空发动机、各类航空器等核心装备的关键基础部件，长期需求基本面稳固。同时，燃气轮机、核电、新能源、高端装备制造等下游市场同步向好，叠加国产大飞机交付提速、燃气轮机国产化落地、商业航天蓬勃发展，为高端锻件行业打开结构性增长空间，有效对冲单一行业周期波动风险。
- **深耕高端锻件技术研发，强化工艺积淀与产学研融合，构筑核心竞争优势。**公司持续加码研发投入，依托多元研发体系、产学研合作平台与专业技术团队，攻坚特种锻件关键工艺与技术难点，以技术创新巩固核心实力，着力打造国内领先的高端锻件研发制造标杆企业。
- **催化剂：**航空航天装备订单放量、民用航空及燃气轮机需求超预期增长。
- **风险提示：**公司研发进展不及预期风险；下游需求不及预期的风险。

| 财务摘要(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 3,213 | 3,543 | 4,371 | 5,350 | 6,506 |
| (+/-)% | -11.2% | 10.3% | 23.4% | 22.4% | 21.6% |
| 净利润(归母) | 264 | 252 | 394 | 498 | 587 |
| (+/-)% | -46.4% | -4.4% | 56.1% | 26.3% | 17.9% |
| 每股净收益(元) | 2.18 | 2.08 | 3.25 | 4.11 | 4.84 |
| 净资产收益率(%) | 6.0% | 5.5% | 8.2% | 9.7% | 10.7% |
| 市盈率(现价&最新股本摊薄) | 45.22 | 47.29 | 30.29 | 23.98 | 20.34 |

**资料来源**：Wind，国泰海通证券研究

| | |
|---|---|
| **首次覆盖** | |
| **评级** | **增持** |
| **目标价格(元):** | **123.50** |
| 当前价格：(元) | 103.21 |

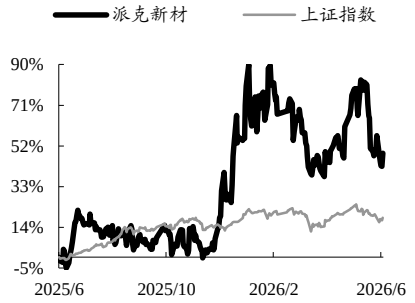
**交易数据**

| | |
|---|---|
| 52 周内股价区间(元) | 63.60-126.40 |
| 总市值(百万元) | 11,935 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 121/121 |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0/0 |

**资产负债表摘要(LF)**

| | |
|---|---|
| 股东权益(百万元) | 4,660 |
| 每股净资产(元) | 38.46 |
| 市净率(现价) | 2.6 |
| 净负债率 | -23.06% |

**52周股价走势图**




| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 绝对升幅 | -16% | -9% | 48% |
| 相对指数 | -12% | -7% | 30% |

仅供内部参考，请勿外传



## 财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1,291 | 2,082 | 1,990 | 2,832 | 3,943 |
| 交易性金融资产 | 687 | 130 | 180 | 300 | 500 |
| 应收账款及票据 | 1,860 | 1,750 | 2,238 | 2,790 | 3,295 |
| 存货 | 1,078 | 1,302 | 1,408 | 1,772 | 2,234 |
| 其他流动资产 | 345 | 464 | 597 | 672 | 810 |
| **流动资产合计** | **5,260** | **5,728** | **6,413** | **8,365** | **10,783** |
| 长期投资 | 0 | 0 | 3 | 4 | 4 |
| 固定资产 | 1,122 | 1,463 | 1,387 | 1,304 | 1,227 |
| 在建工程 | 363 | 631 | 731 | 791 | 831 |
| 无形资产及商誉 | 170 | 209 | 197 | 181 | 181 |
| 其他非流动资产 | 318 | 188 | 325 | 315 | 329 |
| **非流动资产合计** | **1,974** | **2,490** | **2,643** | **2,595** | **2,573** |
| **总资产** | **7,234** | **8,219** | **9,056** | **10,960** | **13,355** |
| 短期借款 | 410 | 510 | 770 | 1,220 | 1,780 |
| 应付账款及票据 | 1,696 | 2,193 | 2,347 | 2,978 | 3,780 |
| 一年内到期的非流动负债 | 89 | 29 | 10 | 10 | 10 |
| 其他流动负债 | 281 | 204 | 245 | 323 | 404 |
| **流动负债合计** | **2,477** | **2,937** | **3,372** | **4,531** | **5,974** |
| 长期借款 | 0 | 140 | 340 | 730 | 1,315 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 租赁负债 | 56 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 其他非流动负债 | 287 | 517 | 512 | 512 | 512 |
| **非流动负债合计** | **344** | **708** | **903** | **1,293** | **1,878** |
| **总负债** | **2,821** | **3,645** | **4,275** | **5,824** | **7,852** |
| 实收资本(或股本) | 121 | 121 | 121 | 165 | 165 |
| 其他归母股东权益 | 4,292 | 4,453 | 4,660 | 4,971 | 5,338 |
| **归属母公司股东权益** | **4,413** | **4,574** | **4,781** | **5,136** | **5,503** |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **股东权益合计** | **4,413** | **4,574** | **4,781** | **5,136** | **5,503** |
| **总负债及总权益** | **7,234** | **8,219** | **9,056** | **10,960** | **13,355** |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 594 | 829 | 36 | 428 | 577 |
| 投资活动现金流 | -865 | -174 | -348 | -232 | -307 |
| 筹资活动现金流 | -50 | 161 | 259 | 646 | 840 |
| 汇率变动影响及其他 | -9 | 19 | -40 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -330 | 836 | -92 | 842 | 1,111 |
| 折旧与摊销 | 148 | 179 | 163 | 173 | 147 |
| 营运资本变动 | 143 | 387 | -572 | -336 | -224 |
| 资本性支出 | -593 | -737 | -152 | -111 | -110 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **3,213** | **3,543** | **4,371** | **5,350** | **6,506** |
| 营业成本 | 2,613 | 2,985 | 3,630 | 4,400 | 5,510 |
| 税金及附加 | 16 | 23 | 24 | 31 | 38 |
| 销售费用 | 63 | 64 | 80 | 99 | 119 |
| 管理费用 | 85 | 87 | 109 | 134 | 163 |
| 研发费用 | 149 | 168 | 207 | 252 | 307 |
| **EBIT** | **280** | **238** | **448** | **586** | **709** |
| 其他收益 | 29 | 58 | 61 | 75 | 93 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 8 | 6 | 15 | 14 | 18 |
| 财务费用 | -10 | -37 | 7 | 30 | 54 |
| 减值损失 | -38 | -35 | -40 | -55 | 0 |
| 资产处置损益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| **营业利润** | **299** | **281** | **442** | **557** | **657** |
| 营业外收支 | -2 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 所得税 | 33 | 28 | 47 | 59 | 69 |
| **净利润** | **264** | **252** | **394** | **498** | **587** |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 264 | 252 | 394 | 498 | 587 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| ROE(摊薄,%) | 6.0% | 5.5% | 8.2% | 9.7% | 10.7% |
| ROA(%) | 3.8% | 3.3% | 4.6% | 5.0% | 4.8% |
| ROIC(%) | 5.0% | 4.0% | 6.7% | 7.3% | 7.3% |
| 销售毛利率(%) | 18.7% | 15.8% | 17.0% | 17.8% | 15.3% |
| EBIT Margin(%) | 8.7% | 6.7% | 10.3% | 11.0% | 10.9% |
| 销售净利率(%) | 8.2% | 7.1% | 9.0% | 9.3% | 9.0% |
| 资产负债率(%) | 39.0% | 44.3% | 47.2% | 53.1% | 58.8% |
| 存货周转率(次) | 2.6 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 2.8 |
| 应收账款周转率(次) | 2.4 | 2.5 | 2.8 | 2.8 | 2.8 |
| 总资产周转周转率(次) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 净利润现金含量 | 2.3 | 3.3 | 0.1 | 0.9 | 1.0 |
| 资本支出/收入 | 18.5% | 20.8% | 3.5% | 2.1% | 1.7% |
| EV/EBITDA | 13.51 | 26.92 | 18.19 | 14.63 | 13.01 |
| P/E(现价&最新股本摊薄) | 45.22 | 47.29 | 30.29 | 23.98 | 20.34 |
| P/B(现价) | 2.70 | 2.61 | 2.50 | 2.32 | 2.17 |
| P/S(现价) | 3.72 | 3.37 | 2.73 | 2.23 | 1.83 |
| EPS-最新股本摊薄(元) | 2.18 | 2.08 | 3.25 | 4.11 | 4.84 |
| DPS-最新股本摊薄(元) | 0.78 | 0.78 | 1.22 | 1.54 | 1.81 |
| 股息率(现价,%) | 0.8% | 0.8% | 1.2% | 1.6% | 1.8% |

**资料来源**：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传



# 目录

1. 盈利预测与估值 ..... 4
1.1. 盈利预测 ..... 4
1.2. 估值分析 ..... 4
2. 派克新材：高端锻件核心供应商 ..... 5
2.1. 产业布局聚焦高端锻件 ..... 5
2.2. 营收重回增长区间，盈利水平边际承压 ..... 7
2.3. 多线业务分化演进，电力赛道强势引领增长 ..... 8
3. 行业需求扩容：航空、航天与能源装备共振 ..... 9
3.1. 航空发动机更新换代强化需求 ..... 9
3.2. 国产大飞机规模化与动力国产化，打开航空发动机千亿蓝海 ..... 11
3.3. AI 数据中心引爆燃气轮机需求，航天火箭领域拓展空间广阔 ..... 13
4. 核心竞争优势：工艺、资质与研发三重壁垒 ..... 14
4.1. 多工艺高端锻件产品，覆盖航空航天、燃机多产业链 ..... 14
4.2. 公司认证优势明显，具备专业配套资质 ..... 15
4.3. 研发投入加码，人才创新双轮驱动 ..... 15
5. 风险提示 ..... 16



仅供内部参考，请勿外传



# 1. 盈利预测与估值

## 1.1. 盈利预测

**首次覆盖给予“增持”评级，目标价 123.5 元。**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 3.94/4.98/5.87 亿元，对应 EPS 分别为 3.25/4.11/4.84 元。基于可比公司 PE/PB 估值方法，结合公司在高温合金领域的龙头地位、技术壁垒与成长确定性，审慎性考虑，取 PE/PB 较低值，按照 2026 年 38 倍 PE，给予公司目标价 123.5 元，给予“增持”评级。

关键假设：

- 航空发动机、航天装备、燃气轮机等下游需求持续景气，海外市场拓展稳步推进，驱动高端锻件业务营收稳步增长。
- 公司产能有序释放、高附加值产品占比提升，锻件业务毛利率持续改善，整体盈利能力上行。
- 特种合金等原材料价格保持平稳，各项成本及外部扰动因素可控，成本端未出现大幅波动。
-

按产品划分：1）电力锻件：作为公司传统基本盘业务，受益于能源装备升级、军民融合下的多场景应用拓展，业务进入稳步放量期。预计 2026-2028 年营收增速为 21.56%/24.33%/28.10%，毛利率随规模效应与产品结构升级逐步优化。2）航空航天锻件：作为公司核心成长赛道与高价值主力业务，国产替代空间大，受益于全球航空发动机更新换代、国产大飞机 C919 产业链放量及航空装备配套需求稳步增长，以及航天领域国家级重大工程任务的发展，业务规模持续扩张。预计 2026-2028 年营收增速为 17.24%/17.92%/19.20%。3）石化锻件：受市场需求结构变化影响，预计 2026-2028 年营收增速为-7.26%/-1.96%/0.80%。

**表1：主营业务拆分**

| 单位：百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 总营收 | 3212.71 | 3542.86 | 4371.00 | 5350.00 | 6506.00 |
| yoy | -11.21% | 10.28% | 23.37% | 22.40% | 21.61% |
| 毛利率 | 18.68% | 15.76% | 27.93% | 38.02% | 46.05% |
| | | 按产品划分（营收） | | | |
| 电力锻件 | 1108.31 | 1389.45 | 1689.00 | 2100.00 | 2690.00 |
| yoy | 28.60% | 25.37% | 21.56% | 24.33% | 28.10% |
| 毛利率 | 12.82% | 14.38% | 11.78% | 9.05% | 7.81% |
| 航空航天锻件 | 840.24 | 904.09 | 1060.00 | 1250.00 | 1490.00 |
| yoy | -25.55% | 7.60% | 17.24% | 17.92% | 19.20% |
| 毛利率 | 34.17% | 24.52% | 26.42% | 28.00% | 28.19% |
| 石化锻件 | 617.44 | 549.95 | 510.00 | 500.00 | 504.00 |
| yoy | -33.55% | -10.93% | -7.26% | -1.96% | 0.80% |
| 毛利率 | 15.44% | 7.42% | 2.35% | 2.40% | 3.57% |

数据来源：国泰海通证券研究

## 1.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。

可比公司选取：选取中航重机、三角防务、航宇科技作为可比公司。

中航重机坚定航空通用基础结构制造“新生态、新业态、新平台”战略，大力培育发展高端锻造、铸造，先进液压、环控等核心业务，实施以党建工程为引领的重点型号工程、商用航空工程、民用产业工程的“四大工程”，坚决扛起“锻铸行业的引领者、主机发展的服务者、航空通用基础结构制造主力军”的新时代航空强国使命，向着加快建设世界一流企业勇毅前行。

航宇科技主要从事航空难变形金属材料环形锻件研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品为航空发动机环形锻件。此外，公司产品亦应用于航天、

仅供内部参考，请勿外传



燃气轮机、能源、水下深潜器、核电等高端装备领域。公司已建成了专业齐备、来源广泛、梯度合理的人力资源团队，致力于特种合金精密环锻件的研究和探索，在新材料应用、近净成形先进制造工艺、数字仿真工艺设计制造一体化、智能制造技术应用等方面持续创新。公司已成为我国国产航空发动机环形锻件的主研制单位之一，全面参与国内航空发动机环锻件研制，也是全球商用航空发动机机匣及环形锻件在亚太地区的主要供应商之一。

三角防务是一家研制生产航空航天、船舶等恒业锻件的高新技术企业，公司生产的特种合金锻件，主要用于制造飞机机身结构件及航空发动机盘件。公司目前已进入国内各大主机厂的供应商名录，主要产品参与空军、海军重要装备的设计定型，已成为主要的零部件供应商。公司产品目前已应用在新一代战斗机、新一代运输机及新一代直升机中，并为各类型国产航空发动机供应主要锻件。

PE 估值法：可比公司 2026 年平均 PE 估值 31.73 倍，派克新材深耕高端锻件领域，核心专注于高温合金、钛合金、铝合金等特种合金环形锻件、自由锻件及精密模锻件的研发、生产与销售，产品广泛配套航空发动机、运载火箭、核电装备、风电设备等高端装备。可比公司中航重机、航宇科技、三角防务在高端锻件核心赛道与公司高度契合，均聚焦航空航天、军工及能源装备等高端领域；中航重机为航空锻件全产业链龙头、航宇科技擅长航空发动机环锻件、三角防务以大型航空结构模锻件见长，三者与派克新材在产品结构、技术路径、下游客户层面可比性强。综合考虑公司在锻件行业的龙头地位、核心技术壁垒及成长确定性，以及全球航空发动机更新换代、国产大飞机产业链放量、商业航天以及燃气轮机发展带来的增长空间，结合可比公司 2026 年平均 PE（31.73 倍）及行业估值溢价，给予派克新材 2026 年 38 倍 PE，对应每股价值 123.5 元。

PB 估值法：同理，可比公司 2026 年平均 PB 估值为 3.00 倍，给予公司 2026 年 4 倍 PB，我们预计 2026 年派克新材每股净资产（BPS）为 39.46 元，对应每股价值 157.84 元。

综合两种估值方法，审慎性考虑，取 PE/PB 较低值，按照 2026 年 38 倍 PE，给予公司目标价 123.5 元，给予“增持”评级。

**表2：可比公司估值表**

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价 | 总市值（亿元） | EPS（元） | | | PE | | | BPS（元） | | | PB | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2026/6/15 | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 600765.SH | 中航重机 | 14.07 | 218.44 | 0.48 | 0.59 | 0.72 | 29.34 | 23.91 | 19.59 | 9.68 | 10.22 | 10.84 | 1.45 | 1.38 | 1.30 |
| 300775.SZ | 三角防务 | 23.22 | 127.14 | 0.73 | 1.00 | 1.35 | 31.70 | 23.24 | 17.18 | - | - | - | - | - | - |
| 688239.SH | 航宇科技 | 54.35 | 103.76 | 1.59 | 2.16 | 2.90 | 34.16 | 25.16 | 18.73 | 11.93 | 13.83 | 16.38 | 4.56 | 3.93 | 3.32 |
| | 平均值 | | | | | | 31.73 | 24.10 | 18.50 | | | | 3.00 | 2.65 | 2.31 |
| 605123.SH | 派克新材 | 96.33 | 116.72 | 3.25 | 4.11 | 4.84 | 29.62 | 23.46 | 19.89 | 39.46 | 42.39 | 45.42 | 2.44 | 2.27 | 2.12 |

数据来源：Wind，国泰海通证券研究（可比公司 PE、PB 来自 Wind 一致预测，时间选取 6 月 15 日收盘价）

# 2. 派克新材：高端锻件核心供应商

## 2.1. 产业布局聚焦高端锻件

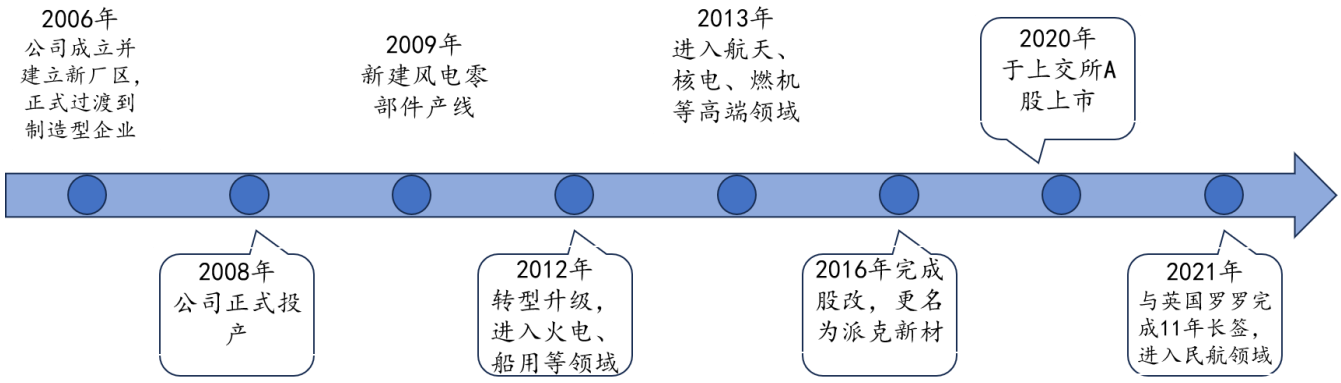
**派克新材始于2008年正式投产，专注于金属锻造成形业务，产品广泛应用于航空、航天、石油化工、能源电力等行业领域。**公司成立于2006年，是一家专业从事金属锻件研发、生产和销售的高新技术企业。公司的主营业务包括各类环形锻件、自由锻件以及模锻件的研发、生产、销售，涉及高温合金、钛合金、铝合金、不锈钢等多种材料类型。公司产业立足中国、布局全球。

仅供内部参考，请勿外传



公司已进入国内航空航天、能源装备、船舶重工等龙头企业的供应链体系，并通过了罗罗、GE、西门子、三菱电机等国际巨头的全球供应链认证。

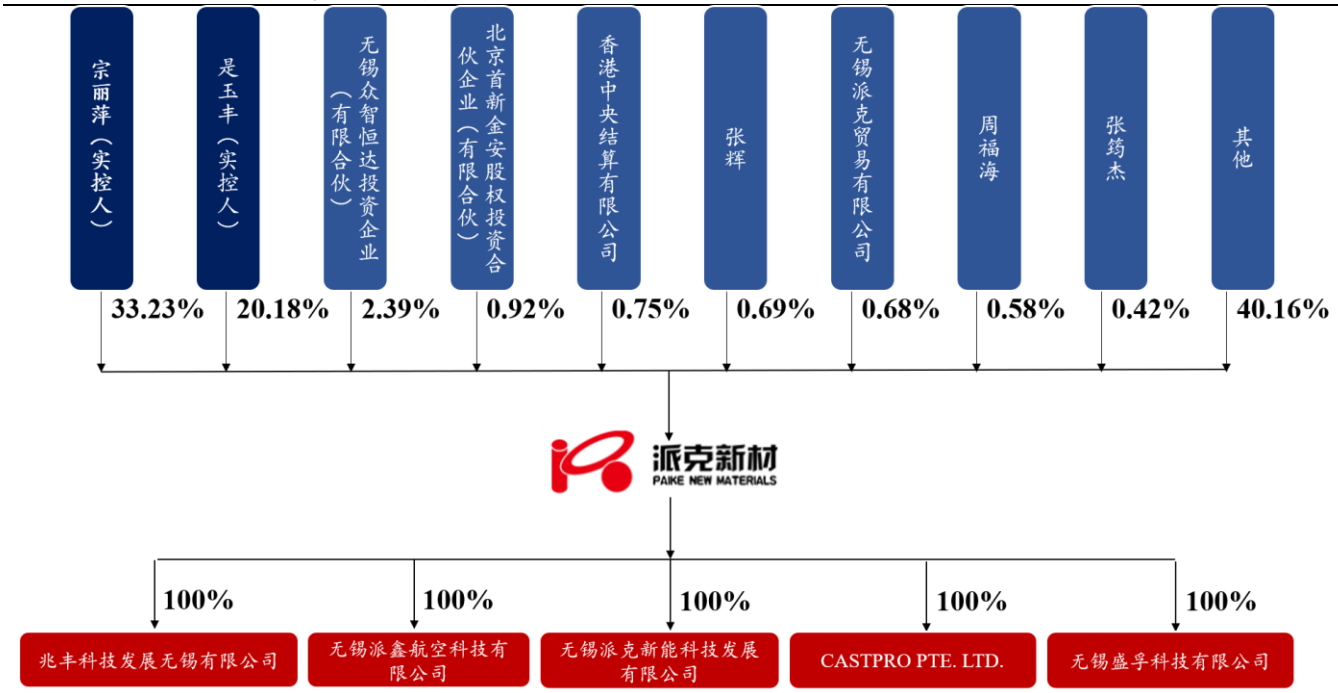
**图1：公司 2008 年正式投产，目标成为全球领先的材料方案解决者。**




资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

**实际控制人是宗丽萍、是玉丰。**截至 2026 年 3 月，宗丽萍持有派克新材 33.23%股权，是玉丰持有派克新材 20.18%股权，持有无锡众智恒达投资企业（有限合伙）34.83%股权，持有无锡市派克贸易有限公司 90%股权，共计持股公司 21.62%股权，与宗丽萍同为公司实际控制人，宗丽萍为最终受益人。

**图2：公司实控人为宗丽萍、是玉丰**




资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**公司是高端装备核心锻件军民融合供应商。**公司专业从事金属锻件研发、生产和销售，具备完整的锻件制造流程和跨行业、多规格、大小批量业务承接能力，产品涵盖辗制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等，可加工各类普通钢材及高温合金、钛合金等特种合金。公司自 2013 年进入军工领域以来，坚持"军品民品协调发展、高端领域重点突破"，已成为国内少数可供应航空、航天、舰船等高端领域环形锻件的企业之一：航空领域覆盖多型军用及民用航空发动机；航天领域配套长征系列运载火箭及多型陆基、空基、海基导弹；舰船领域参与某型舰用燃气轮机配套。同时，公司产品广泛应用于电力、石化等民用领域。

仅供内部参考，请勿外传



**图3：公司主要产品应用于航空航天、能源电力及石油化工等领域**

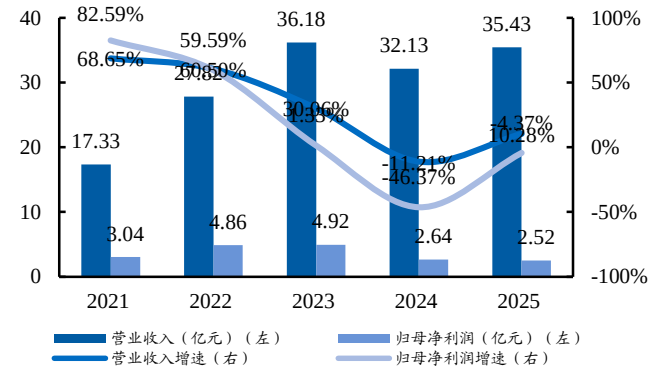



资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

## 2.2. 营收重回增长区间，盈利水平边际承压

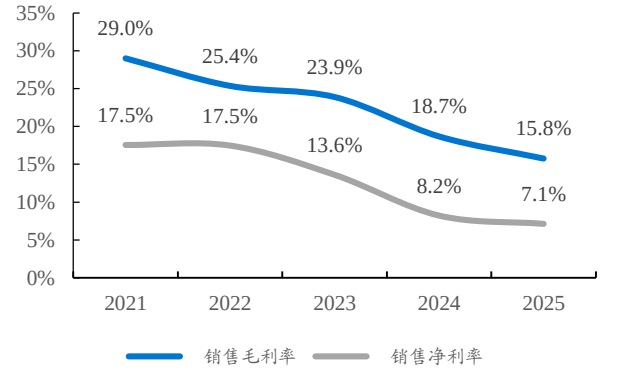
**公司营收规模稳步回升，盈利水平边际承压。**1）2025 年，公司实现营业收入 35.43 亿元，同比增长 10.28%，营收重回正增长区间，经营规模有所修复。2）归属于上市公司股东的净利润为 2.52 亿元，同比小幅下滑 4.37%，盈利端略有承压，营收实现增长但利润端走弱，或系前期规模扩张带来的成本、费用刚性上涨所致。

**图4：公司营收利润稳步回升**




数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**图5：公司利润率波动下滑**



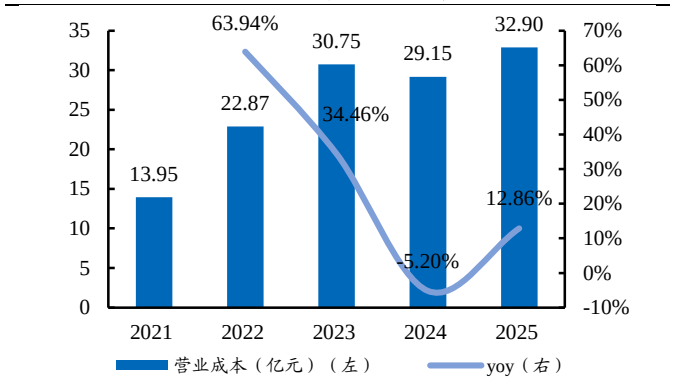

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**成本端有所抬升，研发投入维持高位，期间费用整体可控。**1）2025 年，公司营业成本达 32.90 亿元，同比上升 12.86%，随营收规模扩张同步增加。2）期间费用方面，2025 年销售费用 0.64 亿元；管理费用 0.87 亿元；研发费用为 1.68 亿元，持续保持高位投入；财务费用为-0.37 亿元，受益于资金结构优化，整体期间费用结构稳健合理。

仅供内部参考，请勿外传

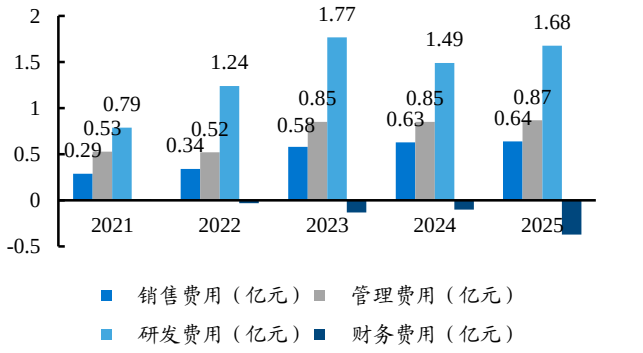


**图6：公司营业成本 2025 年同比回升**




数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**图7：公司研发费用呈波动上升趋势**

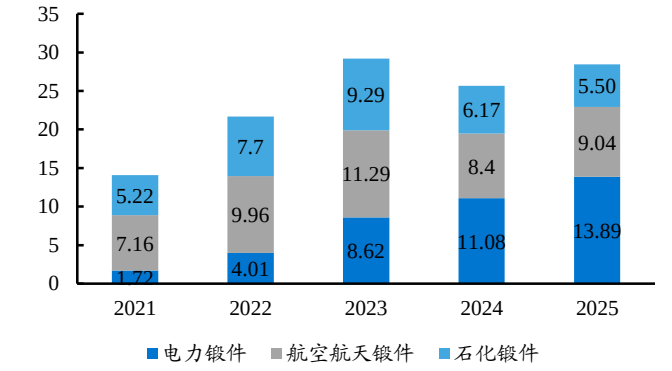



数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

## 2.3. 多线业务分化演进，电力赛道强势引领增长

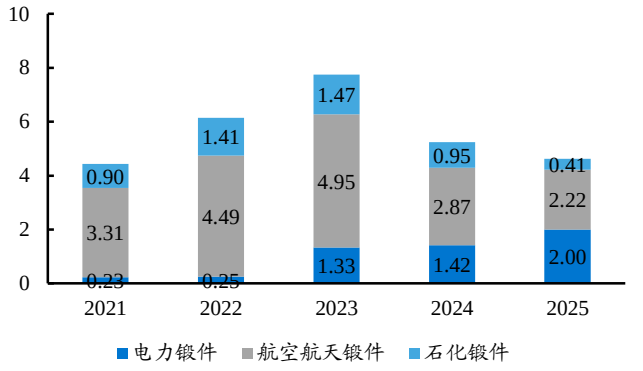
**分产品来看，电力锻件业务高速放量，航空航天锻件业务稳健修复，石化锻件业务规模有所收缩。**1）2025 年，电力锻件营业收入达 13.89 亿元，规模持续高速扩张，成为公司第一大收入来源；航空航天锻件营业收入 9.04 亿元，较上年小幅回升，下游需求保持稳定；石化锻件营业收入 5.50 亿元，规模有所回落。2）盈利端，电力锻件毛利 2.00 亿元，随营收同步快速增长；航空航天锻件毛利 2.22 亿元，为主要盈利板块；石化锻件毛利 0.41 亿元，有所下滑。整体呈现电力赛道强势领跑、航空航天基本盘稳固、石化业务承压调整的格局。

**图8：25 年电力赛道引领增长，航空航天基本盘稳固（单位：亿元）**




数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**图9：电力锻件毛利大幅提升，整体盈利结构分化（单位：亿元）**



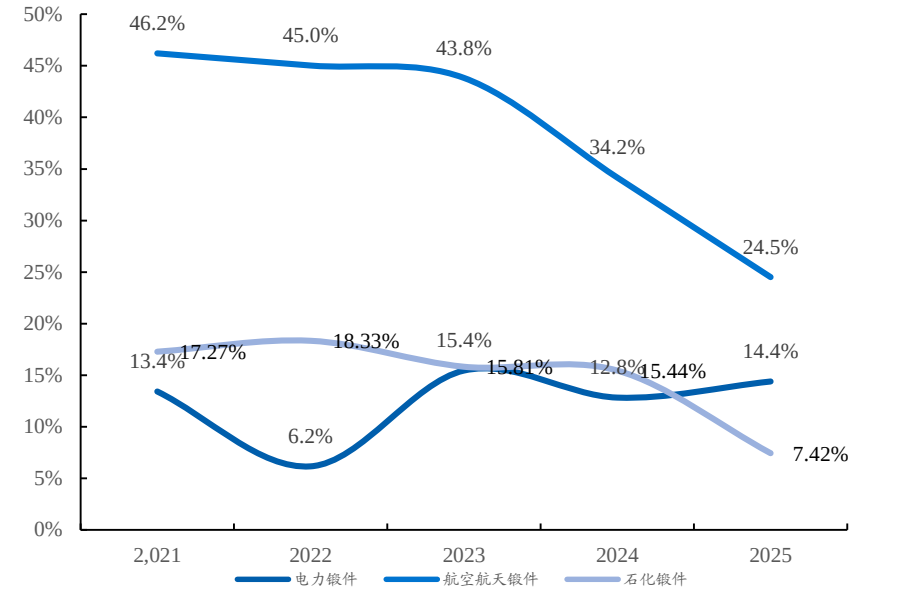

数据来源：公司年报，国泰海通证券研究

**各板块毛利率走势分化明显。**2025 年公司各锻件板块毛利率呈现显著分化态势，电力锻件毛利率维持稳健上行态势，达 14.38%，盈利韧性持续凸显；航空航天锻件毛利率大幅回落至 24.52%，虽仍保持最高水平，但盈利空间明显收缩；石化锻件毛利率大幅下滑至 7.42%，盈利水平承压显著，整体盈利结构受航空航天、石化板块拖累有所弱化。

**图10：各板块毛利率走势分化明显。**

仅供内部参考，请勿外传





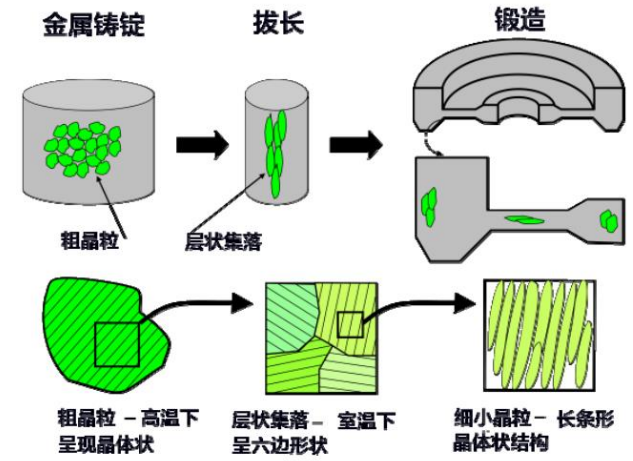

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

# 3. 行业需求扩容：航空、航天与能源装备共振

## 3.1. 航空发动机更新换代强化需求

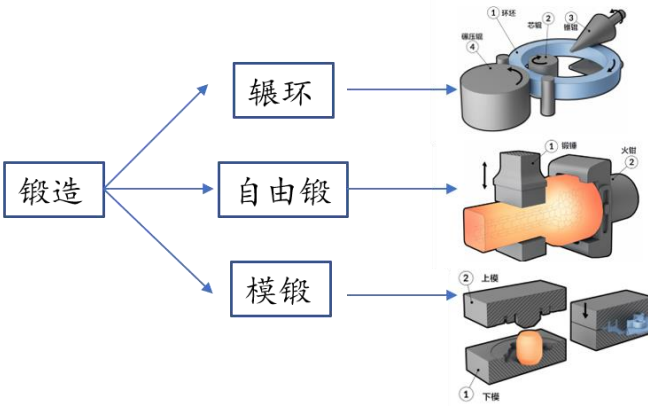
**锻件广泛地应用于国民经济和国防工业的各个领域。**锻造是在加压设备及工（模）具的作用下，使坯料或铸锭产生局部或全部的塑性变形，以获得一定几何尺寸、形状的零件（或毛坯）并改善其组织和性能的加工方法。金属材料经过锻造加工后，形状、尺寸稳定性好，组织均匀，纤维组织合理，具有最佳的综合力学性能。机械装备中的主承力结构或次承力结构件一般都是由锻件制成的。锻造实质是利用金属的塑性变形使金属毛坯改变形状和性能而成为合格锻件的加工过程，其根本目的是利用外加载荷（冲击载荷或静载荷）通过锻压设备或模具使金属毛坯产生塑性变形，从而获得所需形状和尺寸的锻件。根据锻件的尺寸和形状、采用的工装模具结构和锻造设备的不同，锻造主要可分为自由锻、模锻、辗环。

**图11：锻造实质是利用塑性变形使金属毛坯改变形状和性能**




数据来源：公司招股说明书

**图12：锻造主要可分为自由锻、模锻、辗环。**




数据来源：公司招股说明书

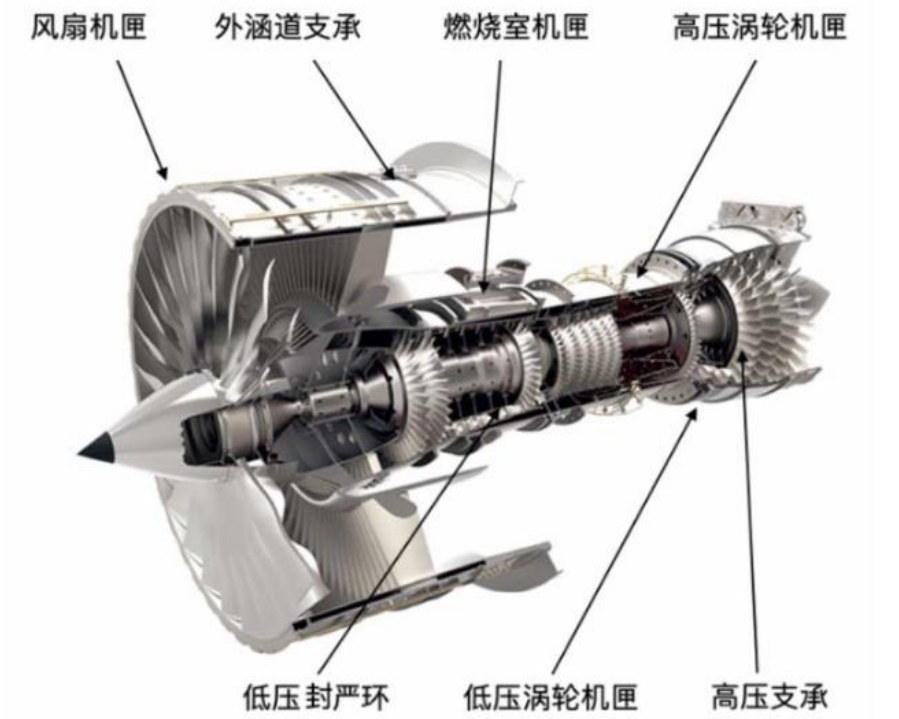
**锻件在航空工业领域应用广泛**，主要用于制造飞机、发动机承受交变载荷和集中载荷的关键零件和重要零件。如飞机机体中的框、梁、起落架、接头，发动机中的盘、轴、叶片、环等。所使用的金属材料主要是铝合金、钛合金、高温合金、超高强度合金结构钢、不锈钢等。锻件制成的零件重量约占飞机

仅供内部参考，请勿外传



机体结构重量的 20%一 35%和发动机结构重量的 30%一 45%，是决定飞机和发动机的性能、可靠性、寿命和经济性的重要因素之一。

**图13：锻件在航空发动机中的典型应用**




数据来源：公司招股说明书

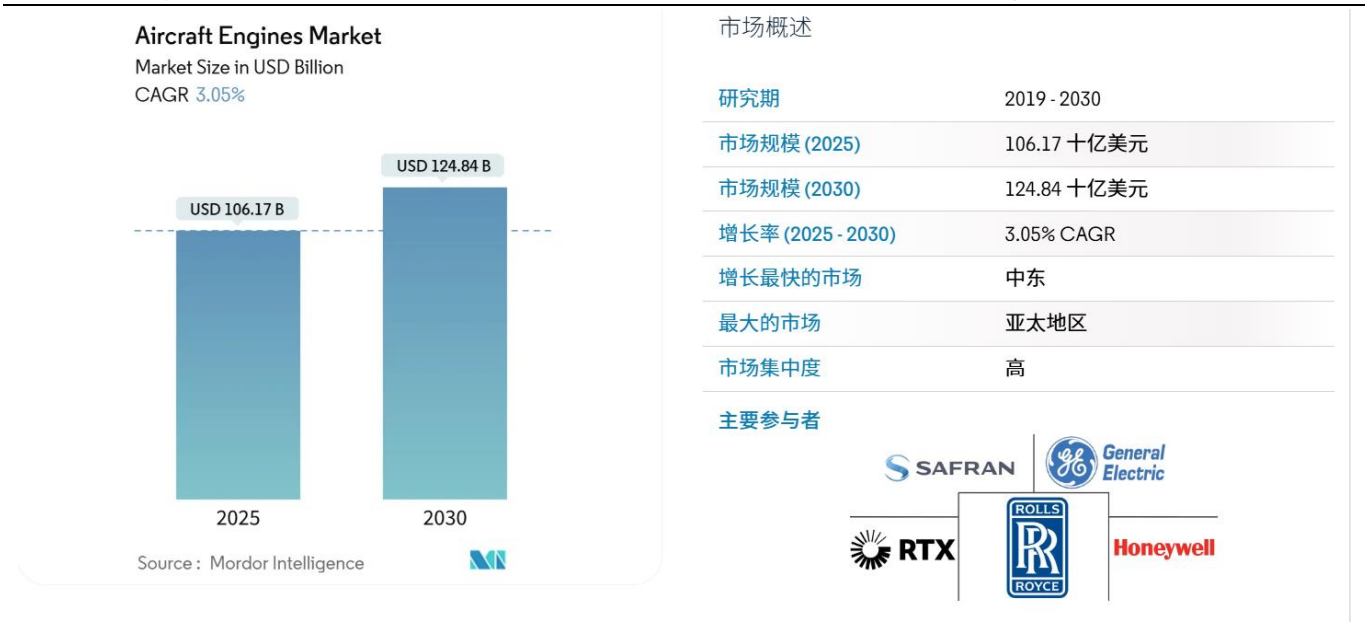
**全球飞机发动机市场规模在 2025 年达到 1,061.7 亿美元**，预计到 2030 年将达到 1,248.4 亿美元，以 3.05%的复合年增长率扩张。长航程商业项目的需求恢复、窄体飞机订单的恢复以及军用加油机升级，结合整个机队的可持续发展目标，维持了这种温和的扩张。双通道生产在疫情暂停后正在正常化。与此同时，航空公司加快了用燃油高效的 LEAP 和 GTF 型号替换旧发动机的步伐，以控制运营成本并达到排放目标。亚太地区仍是主要增长引擎，中东航空公司推动了最快的区域增长轨迹，中国飞机发动机市场预计在亚太飞机发动机行业预测期内以 10.3%的复合年增长率增长。铸件和锻件的供应链瓶颈仍是限制因素，但对增材制造和双重采购的定向投资已开始缓解最紧张的约束。

全球航空发动机巨大的市场需求量为航空发动机锻件提供了巨大的市场空间，而随着国际航空发动机制造商的锻件采购逐步向中国转移，国内航空发动机锻件生产企业将迎来更大的发展机遇。

仅供内部参考，请勿外传



**图14：2025 年全球飞机发动机市场规模为 1061.7 亿美元，预计以 3.05%复合增长率扩张**




数据来源：Mordor Intelligence

## 3.2. 国产大飞机规模化与动力国产化，打开航空发动机千亿蓝海

**未来国产商用航空发动机市场有望释放巨大的增长潜力。**国内商用航空发动机环形锻件市场主要源于国产商用航空发动机研制的锻件产品需求，中长期市场增长主要依托于 C919 等国产商用客机的规模化交付以及国产商用客机的航空发动机国产化替代，商用航空发动机市场未来增长潜力巨大。如果中长期商用航空发动机国产化进程实施顺利，国产大飞机和国产商用航空发动机实现规模化交付，未来国产商用航空发动机市场有望释放巨大的增长潜力。

**2026 年商用飞机市场规模达 2828 亿美元。**预计到 2031 年将增长至 3568 亿美元，2026-2031 年预测期内的复合年增长率为 4.76%。这一增长势头主要源于三大核心因素：航空公司加速淘汰老旧喷气机以降低燃油消耗，监管机构收紧碳排放法规以推动下一代动力装置的研发与应用，以及低成本航空公司借助单通道机型的运力优势，以更低的时段费用开拓次要机场航线。

仅供内部参考，请勿外传



**图15：2026 年商用飞机市场规模达 2828 亿美元**




数据来源：Mordor Intelligence

**受益于产业政策大力支持、全球交通网络稳步发展及国产大飞机项目迅速推进，呈现出广阔的下游市场空间。**根据《中国商飞公司市场预测年报(CMF)(2025–2044)》，预计到 2044 年，中国航空市场将拥有 10,175 架客机，其中单通道喷气客机 7,639 架，双通道喷气客机 1,750 架，喷气支线客机 786 架。中国航空市场将成为全球最大单一航空市场，引领未来全球航空市场增长。未来二十年，预计将有 9,736 架飞机交付中国市场，其中单通道喷气客机 7,250 架，占二十年交付总量的 74.46%；双通道喷气客机 1,703 架，占总交付量的 18.71%，其余为喷气支线客机，二十年间将交付 783 架。

**图16：锻件在航空发动机中的典型应用**




数据来源：公司招股说明书

其中，单通道喷气客机即窄体机，通常配备两台发动机，则未来 20 年中国市场交付的 7250 架窄体机需要装配 14500 台发动机，参考海航控股采购窄体机常用 LEAP-1B 发动机时公告的目录价格，即 1670 万美元/台可测算得，未来 20 年我国新交付窄体机配套发动机市场规模将达 2421.5 亿美元。

同理，双通道喷气客机即宽体机体机，则未来 20 年中国市场交付的 1703 架

仅供内部参考，请勿外传

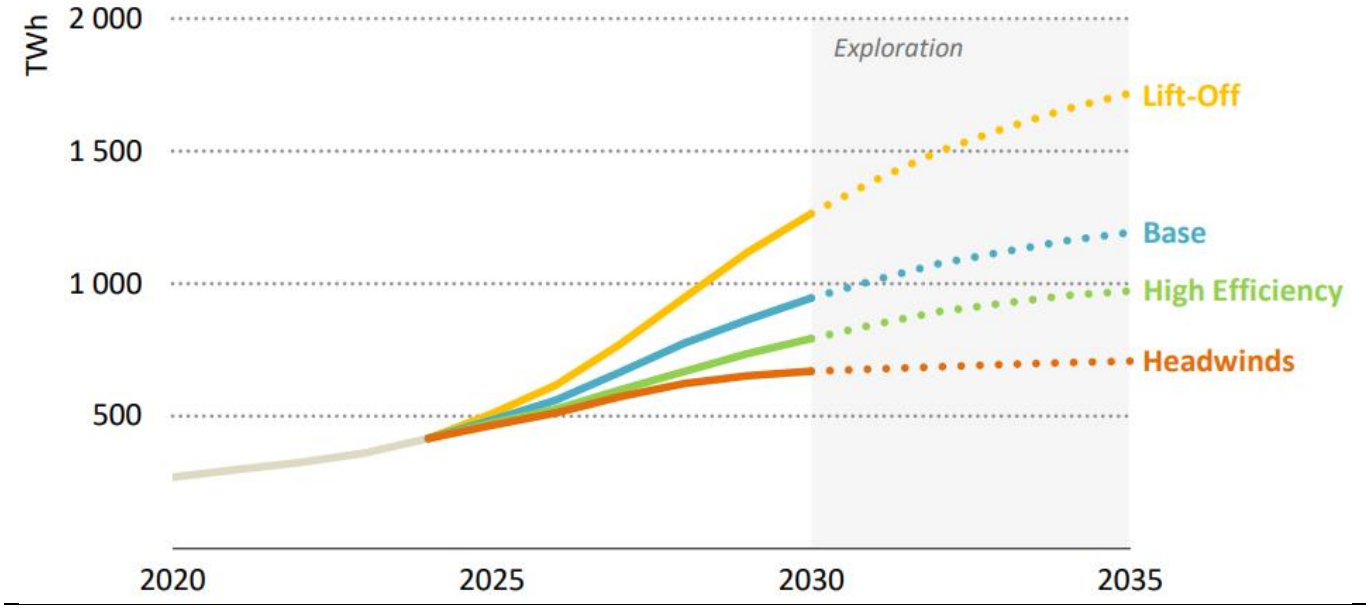


宽体机需要装配 3406 台发动机，参考海航控股采购宽体机常用 Trent 系列发动机时公告的目录价格，即 3929 万美元/台可测算得未来 20 年我国新交付窄体机配套发动机市场规模将达 1338.1 亿美元。则我国航发市场规模总和为 3759.6 亿美元。

### 3.3. AI 数据中心引爆燃气轮机需求，航天火箭领域拓展空间广阔

**全球数据中心用电量在 AI 驱动下将呈现显著增长，燃气轮机或成最佳供电选择。**根据 IEA《EnergyandAI》报告的预测，2030 年基准情景下将翻倍至约 945TWh，2030-2035 年不同情景下的用电规模差异极大：Lift-Off 情景下 AI 超高速普及，2035 年用电量将飙升至超 1700TWh；Base 情景延续当前趋势，2035 年约 1200TWh；HighEfficiency 情景通过软硬件能效提升抑制增长，2035 年约 970TWh，较基准情景低超 15%；Headwinds 情景受供应链瓶颈、AIadoption 放缓等因素影响，2035 年用电量仅约 700TWh，较基准情景低超 40%，整体凸显 AI 发展速度与能效水平是决定未来数据中心电力需求的核心变量。AI 需求爆发带来数据中心巨大供电缺口，燃气轮机可快速可靠上网并根据实际需要调整供应电力，且多方面优于柴油发电机组，短期内或成为 AIDC 供电的最佳选择。

**图17：全球数据中心用电量在 AI 驱动下将呈现显著增长**




数据来源：IEA《EnergyandAI》

2025 年全球燃气轮机市场规模达到约 425 亿美元，较 2020 年复合增长率为 4.7%。中国作为全球第二大燃气轮机消费市场，2025 年市场规模突破 96 亿美元，占全球份额的 22.6%。在发电领域，燃气轮机凭借快速启停、低碳排放等特性，已成为碳中和目标下天然气调峰电站与分布式能源系统的核心装备。2025 年全球新增燃气轮机装机容量约 82 吉瓦，其中亚太地区贡献了 37%的增量，中国单年新增装机超过 15 吉瓦，较 2023 年提升近 20%。

**航天火箭是卫星、空间站、载人航天与探月工程等航天工程顺利实施的重要载体。**近年来，我国航天工业发展迅速，具有自主知识产权的“长征”系列运载火箭已具备发射低、中、高不同轨道、不同类型卫星的能力。我国商业航天处于发展初期，国内商业火箭公司尚处于试飞阶段，因此目前国内商业发射主要依靠“国家队”火箭所能提供的“搭车”机会，但这些机会难以满足当前市场需求。根据中国长城工业集团有限公司官网披露的信息，2021 年长征运载火箭共有约 12 次搭载发射机会，共有 10 次搭载机会公布了可搭载余量，其中 8 次可搭载余量在 1,000kg 以下。根据公司招股书说明，未来几年国内的卫星发射需求超过 2,700 颗，如果按照平均每颗卫星 100kg 计算，总共发射需求将超过 270 吨；按照每箭 10 颗卫星估算，需要超过 270

仅供内部参考，请勿外传



次商业发射机会。2018 年后，蓝箭航天、星际荣耀和零壹空间先后发射了商业火箭，确立了商业火箭的第一梯队地位。

# 4. 核心竞争优势：工艺、资质与研发三重壁垒

## 4.1. 多工艺高端锻件产品，覆盖航空航天、燃机多产业链

**公司具备行业领先的装备与工艺优势，**拥有 3600T 油压机、3150T 快锻机、多台精密数控辗环机及近 400 台配套设备，可加工从普通碳钢到高温合金、钛合金等多种材质；同时通过优化加工参数有效提升产品质量与成品率，为参与市场竞争奠定了坚实的硬件与工艺基础。

**图18：公司主要产品介绍**

| 产品分类 | 用途 | 示意图 | 代表客户 |
| --- | --- | --- | --- |
| 航空锻件 | 航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位；机身连接部件等 |  | 中国航发集团、航空工业集团、无锡润和、英国罗罗 |
| 航天锻件 | 火箭及导弹壳体、火箭发动机机匣、燃料储存箱、卫星支架、整流罩等承力部件 |  | 航天科技集团、航天科工集团、陕西蓝箭、北京星际荣耀 |
| 船舶锻件 | 舰用燃气轮机机匣、叶环、法兰；民用船舶舵系锻件、锚系锻件、轴系锻件等 |  | 中国航发集团、中船重工、中国船舶、瓦锡兰、麦基嘉、振华集团 |
| 电力锻件 | 汽轮机阀碟、阀杆、进气接管、进气插管、静叶持环、护环、汽机环、盘；核电堆内构件；风电齿轮、齿圈等 |  | 上海电气、东方电气、哈电集团、南京汽轮机、德国西门子、日本三菱电机 |
| 石化锻件 | 石化设备管道用法兰及锻件和金属压力容器用连接法兰、换热器所需的各种管板、加氢反应器所用的筒节等 |  | 中石化、双良集团、森松工业、无锡化工装备 |
| 其他锻件 | 回转支承套圈、传动齿坯、筒体以及其他自由锻件 |  | 福伊特、中铁工业、内蒙一机、豪迈科技、纽威阀门 |

数据来源：公司招股说明书，国泰海通证券研究

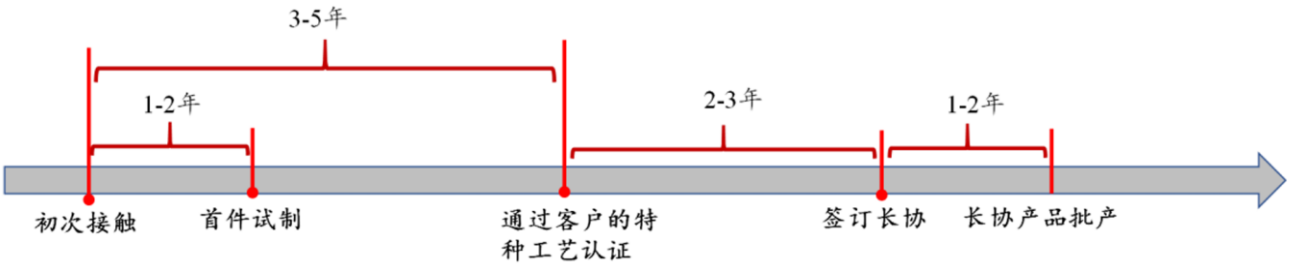
仅供内部参考，请勿外传



## 4.2. 公司认证优势明显，具备专业配套资质

**公司具备认证优势。**由于航空锻造行业存在明显的市场进入壁垒，行业新入者需要具备成熟的技术工艺、取得行业第三方认证并进入客户的供应商目录、从参与产品研制至产品批产，均需要较长的周期，因此公司具备明显的市场先入优势。一般而言，参与航空发动机的研制是未来承担航空发动机批产任务的先决条件。据统计，全新研制一型跨代航空发动机比全新研制同一代飞机时间长一倍。新进入的企业从参与预研到达到批产，需要较长的周期。在国际商用航空发动机市场，从初期接触到通过终端客户的资格认证，通常需要 3-5 年；而在通过了客户的资格认证后，下游客户还会通过单件首件包审核等方式逐步考察供应商的持续供货能力和质量保证能力，之后才会与供应商就部分航空发动机型号签订长期协议，长协签订后一般 1-2 年实现长协项目产品的批量交付，全过程周期较长。

**图19：国外典型航空客户认证过程**




数据来源：航宇科技公司招股说明书，国泰海通证券研究

**公司在专业领域先后取得多项权威资质认证：**已通过 ISO9001 质量管理体系、AS9100D 航空航天质量管理体系、GB/T24001 环境管理体系及 GB/T45001 职业健康安全管理体系认证；相继取得世界 9 大主要船级社工厂认证、AD2000 认证、民用核安全设备制造许可证、特种设备制造许可证等行业准入资质；并拥有 NADCAP 锻造、NADCAP 热处理、NADCAP 无损检测及试验室认证等多项高端专项认证，综合技术能力获得国际权威机构广泛认可。

**图20：公司获得齐备的军工配套业务资质**




数据来源：公司官网，国泰海通证券研究

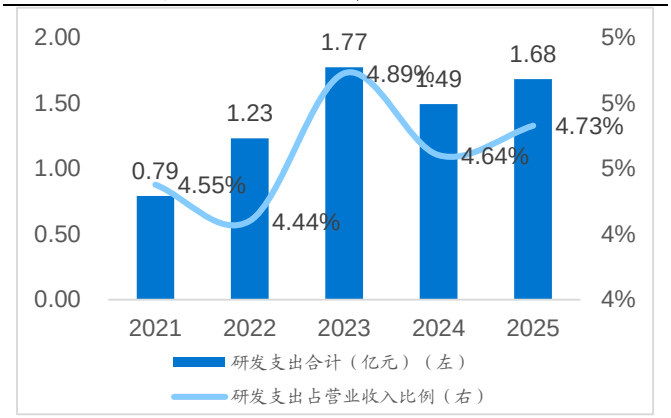
## 4.3. 研发投入加码，人才创新双轮驱动

仅供内部参考，请勿外传



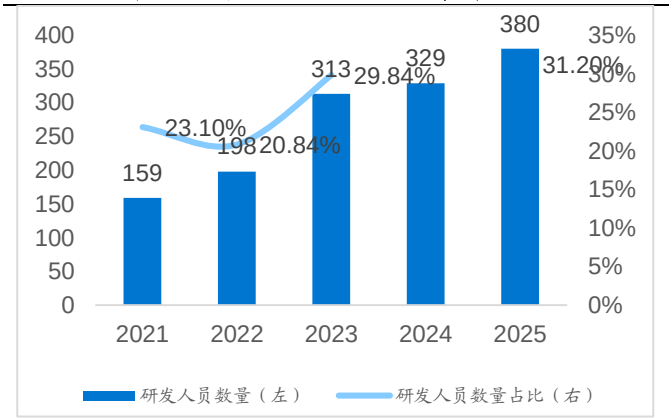
**技术创新与研发投入持续加强，推动产品竞争力提升。**公司以"科技创新"为核心战略，构建了包括国家级企业技术中心、博士后科研工作站及多个省级研发平台在内的完善科研体系，并与西工大、上海交大等顶尖高校院所深度合作，核心团队曾获嫦娥四号工程突出贡献表彰；凭借这一创新优势，企业已获评国家专精特新"小巨人"、单项冠军示范企业、5G 工厂等多项国家级荣誉，持续以智能制造和核心技术攻关推动航天航空等高端制造领域发展。

**图21：公司研发支出波动上升**




资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**图22：25 年公司研发人员数量大幅攀升**




资料来源：Wind，国泰海通证券研究

**研发创新优势显著，专利成果丰硕。**公司拥有专利授权 105 项（含发明专利 58 项），2025 年申请专利 29 项（含发明专利 18 项），并参与起草 6 项已实施标准；公司建有博士后科研工作站、企业研究生工作站，与多所高校院所开展产学研合作，2021 年联合南工大共建"轻量化材料与构件"国家重点实验室，2022 年入驻中国航发四川燃气涡轮研究院"科创中心"；先后获评制造业单项冠军示范企业、国家级企业技术中心、国家级专精特新"小巨人"企业等荣誉，核心研发人员曾获嫦娥四号工程"突出贡献者"称号。

## 5. 风险提示

**1）新型号研制与交付不及预期风险**

**2）军品采购政策与订单波动**

仅供内部参考，请勿外传



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| | 无评级 | 对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

## 国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666