商发产业化拐点临近，看好单元体及热端件供应商

大飞机系列报告二

核心观点

- **国家安全需求倒逼供应链韧性提升，商用发动机攻坚有望全面提速。**C919 采用全球航空制造通用的“主制造商+供应商”模式搭建供应链，由于近年来海外发动机产能高度紧张，叠加国外对发动机等出口态度的反复，我国 C919 曾受到供应链扰动而导致交付不及预期。当前市场对顶层加快供应链建设和加速发动机等核心环节攻坚的决心认知不足，2026 年长江发动机研制已进入关键攻坚阶段，将以战时机制、战时作风、战时纪律、战时政策狠抓落实，确保任务目标务期必成，坚决打赢型号研制攻坚战。我们认为以商用发动机为代表的核心攻坚已提速，一旦取得重要里程碑式突破，会带来大飞机交付速度在预期层面的明显变化。
- **适航取证是发动机转批产的关键节点，长江发动机进入关键攻坚阶段。**CJ-1000A 已进入适航认证冲刺阶段，并有望在 2027 年迎来适航取证。发动机适航取证与飞机适航取证分别依据 CCAR-33 和 CCAR-25 执行。从民机适航取证流程看，发动机必须先独立完成适航取证后才能装机，飞机装上发动机后需验证二者的兼容性，完成飞机的适航取证，最终才能对客户进行交付。参考 CFM 首款 发动机 CFM56-2 的取证和放量历史，该型发动机于 1979 年 11 月完成取证，适配的 DC-8-71 于 1981 年 4 月完成飞机取证，两者间隔 17 个月。此后，CFM56 系列发动机在 1984、1991 年分别取得 300、900 台的年交付量，实现跨越式增长。DC-8-71 换发从取证到放量的过程，为 C919 和 CJ-1000 提供了可复制的经验路径。我们认为，CJ-1000A 目前已临近类似 1981 年 CFM56-2 的关键时刻，一旦取证成功有望迎来量产拐点。
- **单元体环节看好核心机，技术密集度高、派生发展潜力大。**如果说发动机是飞机的“心脏”，那么核心机就是发动机的“心脏”，它是整个发动机中技术最密集、工作环境最严酷的部分，其性能直接决定了发动机的推力和效率。核心机“派生发展”是一种被国际证明非常高效的研发和制造模式。通过在一个成熟的核心机上，配装不同的风扇、低压涡轮、加力燃烧室等部件，就可以快速派生出一系列不同用途的发动机，覆盖军用、民用、燃气轮机等多个领域。GE 的 eCore 核心机就是 LEAP 系列发动机派生发展的基石。我们认为市场对核心机供应商的重要性、产业链地位和派生价值认知不够充分，CJ-1000A 可能只是其第一个商业应用分支。
- **零部件环节看好涡轮叶片，难度大、壁垒高且稀缺性强。**发动机的各类零部件中，涡轮叶片具备技术难度大、进入壁垒高、扩产速度慢的特点。同时，由于苛刻的工况（极限高温+离心应力），涡轮叶片是典型的时寿件，“蠕变”变形达极限 80%-90%便强制更换，因此叶片具备比前市场规模更大的后市场价值。本轮由燃机到航发的全球供给困境，主要瓶颈就在于涡轮叶片供给的刚性约束。目前市场对叶片环节的关注更多集中在燃气轮机领域，由于航发与燃机供应链高度重合，导致叶片等紧缺环节发生产能争夺，当前发动机生产进度越来越慢于飞机机身。我们认为随着商发批产节点的临近，涡轮叶片环节的供需矛盾进一步强化，看好相关供应商订单收入比和议价能力的持续提升。

投资建议与投资标的

商发批产节点临近，看好单元体和零部件环节。

单元体相关标的：航发动力(600893，买入)、航发科技(600391，未评级)等。

零部件相关标的：万泽股份(000534，买入)、图南股份(300855，未评级)、航亚科技(688510，未评级)、华秦科技(688281，增持)、航宇科技(688239，未评级)、中航高科(600862，买入)、航发控制(000738，未评级)等。

风险提示

适航认证不及预期；大飞机交付进度不及预期

行业评级	看好（维持）
国家/地区	中国
行业	国防军工行业
报告发布日期	2026 年 06 月 24 日



证券分析师

罗楠 执业证书编号：S0860518100001
香港证监会牌照：BXQ804
luonan@orientsec.com.cn
021-63326320

冯函 执业证书编号：S0860520070002
fenghan@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

鲍丙文 执业证书编号：S0860124070016
baobingwen@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

看好两机龙头出海提速及商业航天反弹	2026-06-21
燃机核心零部件出海再次提速，看好全球份额及 ASP 的双提升	2026-06-18
SpaceX 市值持续创新高，国内产业发展加速共振	2026-06-17

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

第一章 海外发动机等环节扰动曾影响 C919 的供应链安全 4

第二章 适航取证是研发转批产的关键节点，国产动力已蓄势待发 5

2.1 CJ1000 取证助力国产大飞机把握关键战略窗口，任务目标务期必成 5
2.2 参考海外经验发动机适航取证是型号转批产的重要节点 7

第三章 重点看好核心机及热端零件供应商 10

3.1 单元体环节看好核心机，技术密集度高、派生发展潜力大 10
3.2 零部件环节看好涡轮叶片，难度大、壁垒高且稀缺性强 12

第四章 核心标的梳理 14

3.1 发动机相关标的汇总 14
3.2 航发动力：长江系列发动机“最主要的配套商” 14
3.3 万泽股份：十年磨一剑，全球稀缺的涡轮叶片供应商 15
3.4 华秦科技：新一代耐高温材料 CMC 主导者 16
3.5 中航高科：被低估的发动机碳纤维复材供应商 17

投资建议 18

风险提示 18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：受供应链困难影响，LEAP 系列发动机 24 年交付量（台）下滑 5
图 2：中国航发商发公司股权结构 5
图 3：“长江”系列发动机技术特点 6
图 4：航空发动机型号合格证取证流程 8
图 5：CFM 公司首款发动机从研发到取证到批产的历史节点 9
图 6：CFM56 前市场生命周期高达 40 年 10
图 7：发动机短舱结构示意图 11
图 8：CFM56-7 结构示意图 11
图 9：发动机成本构成 12
图 10：涡轮叶片熔模铸造流程复杂且技术难度高 13
图 11：燃机结构示意图 (以 GE Vernova 9HA 型号为例) 13
图 12：航发结构示意图 (以 Rolls-Royce Trent 1000 型号为例) 13
图 13：航发动力与商发公司同属于航发集团 14
图 14：万泽股份高温合金业务发展历史 15
图 15：公司 24 年与商发合资成立上发复材公司从事发动机风扇制造 17

表 1：美国对于 LEAP-1C 发动机出口态度的多次反复带来了 919 交付的不确定性 4
表 2：长江系列发动机在核心性能参数上具备国际竞争力 6
表 3：CJ-1000 发动机已进入适航取证关键攻坚阶段 7
表 4：商用发动机主制造商-供应商模式 10
表 5：发动机链核心标的汇总 14
表 6：CMC 材料在航发中的应用 16

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

第一章 海外发动机等环节扰动曾影响 C919 的供应链安全

航空发动机的稳定供应是国产大飞机能够按计划量产交付并具备商业竞争力的核心保障。现役 C919 使用的是来自 CFM 国际的 LEAP1-C 发动机，CFM 由美国 GE 公司和法国 SAFRAN 公司分别持股 50%。在 C919 取证前夕（2020 年）和批产交付第 3 年（2025 年）分别经历了一次出口风波，美国对于 LEAP-1C 发动机出口态度的多次反复对 C919 的量产和交付计划均产生了一定的扰动。

第一次事件：2020 年 2 月，据《华尔街日报》等外媒报道，美国政府内部正在考虑一项提案，计划取消通用电气（GE）向中国出口 LEAP-1C 发动机的许可证。同年 4 月，通用电气公司发言人确认，已从特朗普政府获得出口许可，允许向中国商飞 C919 客机出口航空发动机。

第二次事件：2025 年 5 月，据《纽约时报》报道，美国已暂停向中国出售部分关键技术，其中包括喷气发动机相关技术。禁令持续约 2 个月，至 7 月初解除。

表 1：美国对于 LEAP-1C 发动机出口态度的多次反复带来了 919 交付的不确定性

时间	事件
2020 年 2 月	据《华尔街日报》等外媒报道，美国政府内部正在考虑一项提案，计划取消通用电气（GE）向中国出口 LEAP-1C 发动机的许可证
2020 年 2 月	美国总统特朗普在社交媒体上公开表态，反对政府内部限制通用电气向中国出口发动机的提议
2020 年 4 月	通用电气公司发言人确认，已从特朗普政府获得出口许可，允许向中国商飞 C919 客机出口航空发动机
2025 年 5 月	美国商务部通过“告知函”形式，通知通用电气（GE）等航空发动机制造商，暂停向中国出口发动机部件
2025 年 7 月	中美伦敦经贸会谈取得进展，美国商务部通知相关企业，解除对华航空发动机的出口限制

数据来源：观察网，凤凰网，东方证券研究所

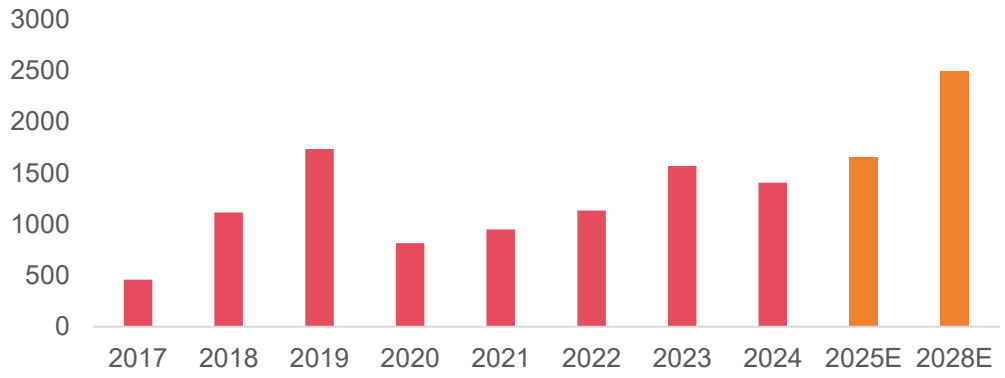
商飞在 2025 年共向客户交付了 15 架 C919，较年初设立的目标差距较大。截至 2025 年 2 月，C919 累计订单接近 1500 架，目前主要压力在供给端，交付量的爬坡速度低于预期。根据《南华早报》，中国商飞在 2025 年共向客户交付了 15 架 C919，低于年初设定的 75 架目标。其中，有 8 架集中在 11 和 12 月交付，反映 5 到 7 月发动机暂停出口对 C919 交付产生的不利影响。

航发与燃机供应链高度重合，航发紧缺的问题由于燃机需求的爆发进一步加剧。由于燃机与航发在工作原理上几乎一致且核心结构高度同构，因此两者在关键材料、加工工艺与供应链（叶、盘、环）上重合度高，产能互通。自生成式 AI 浪潮兴起以来，燃机需求爆发，在中上游紧缺环节与航发产生了产能争夺，导致近几年航发出货量恢复一直不及预期。以全球主力单通道客机发动机 LEAP 系列为例，该型号产品的交付启动元年为 2016 年，经过三年爬坡达到 2019 年的 1736 台，2020~2022 期间由于疫情影响年交付量出现较大幅度下滑，2023 年有所恢复但 2024 年由于供应链困难交付量又出现了 10%的下滑。根据 Safran 年报，2025 年交付量有望回升 15~20%，但供应链困难的情况持续存在。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：受供应链困难影响，LEAP 系列发动机 24 年交付量（台）下滑



数据来源：VMR，东方证券研究所

由于发动机紧缺，全球飞机订单积压已超过 17000 架，供需结构性矛盾在 2031 年至 2034 年之前难以恢复正常。根据 Safran 年报，截止 2024 年末 LEAP 系列发动机在手订单已超过 11500 台。若按照 2024 年 1407 台的交付速度，在手订单需 8 年时间才能交完。国际航协理事长威利·沃尔什接受采访时表示，当前飞机机身生产进度越来越快于发动机产能，大量新下线的机身因缺乏配套发动机只能露天停放，等待装配。目前全球机队平均机龄已升至 15.1 年，老旧机队直接导致燃油效率下降和维修成本上升。

第二章 适航取证是研发转批产的关键节点，国产动力已蓄势待发

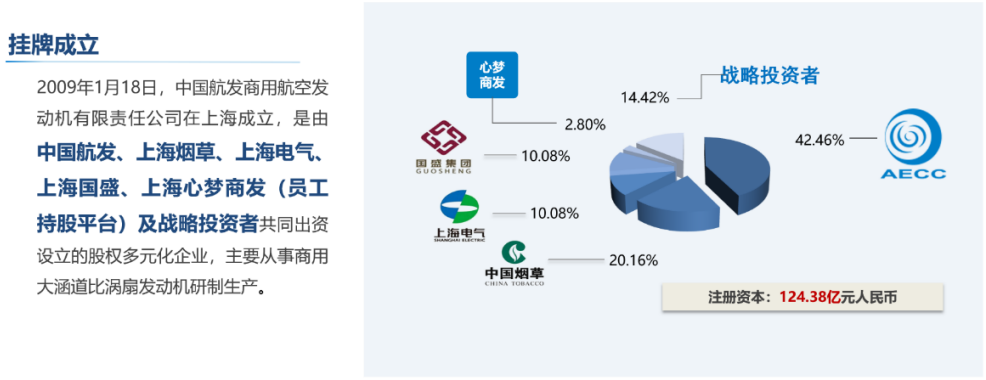
2.1 CJ1000 取证助力国产大飞机把握关键战略窗口，任务目标务期必成

长江系列发动机由中国航发商发承担总设计和总承制，中国航发商发自 2009 年成立以来已构建起完整的商用航空发动机研制体系。中国航发商用航空发动机有限责任公司（简称商发公司）是国产民机动力系统的研制主体。该公司由中国航发集团联合上海烟草集团、上海电气集团、国盛集团、心梦商发及 12 家战略投资者共同出资组建，注册资本 124.38 亿元，下设 37 个部门、1 个全资子公司和 1 个参股子公司，在闵行和临港建成两个研发制造基地，致力于在上海打造世界级的商用航空发动机产业基地。公司核心在研产品包括适配 C919 窄体客机的长江-1000（CJ-1000A）和面向宽体客机的长江-2000（CJ-2000）。

图 2：中国航发商发公司股权结构

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

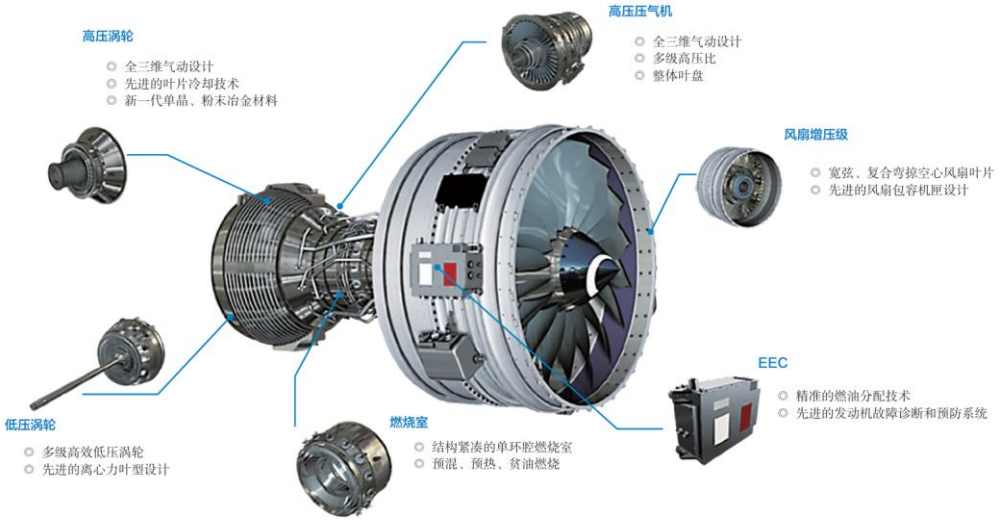
下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：商发公司官网，东方证券研究所

CJ-1000A 发动机主要配套 C919，在核心性能参数上具备与 LEAP-1C 相当的竞争力。 CJ1000A 发动机是我国第一个具有完全自主知识产权，严格按照民航适航要求研制的大涵道比涡扇发动机，也是 C919 的唯一国产动力装置。根据航空产业网，CJ-1000A 设计起飞推力不小于 14000kgf，级别持平 LEAP-1C，在推重比指标上 CJ-1000A 达到 4.5，优于 LEAP-1C，主要得益于材料应用的差异。LEAP-1C 受美国政策限制核心部件采用传统高温合金和钛合金，导致其整体重量增加，成为 LEAP 系列中推重比最低的型号。而 CJ-1000A 则采用创新材料体系，突破多项叶片技术，有效减轻重量并提升抗冲击性。

图 3：“长江”系列发动机技术特点



数据来源：《“长江”系列发动机取得阶段性进展》—中国航发商发，东方证券研究所

CJ-2000 发动机主要配套 C929，其各方面性能指标已跻身国际先进水平。 CJ2000 是以配装双通道远程宽体客机为目标的大涵道比涡扇发动机，具有低燃油消耗、低排放、低噪音、高可靠性、长使用寿命、低维护成本的产品技术特点。CJ2000 起飞推力不小于 35000kgf，且耗油率低于现役同类型先进发动机产品。根据航空产业网，CJ2000 采用 12:1 大涵道比双转子结构、树脂基复合材料风扇叶片、3D 打印燃烧室以及单晶涡轮叶片和陶瓷基复合材料等耐高温技术，实现了高性能与轻量化。

表 2：长江系列发动机在核心性能参数上具备国际竞争力

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

商发型号	CJ-1000A	CJ-2000
配套机型	C919	C929
推力	不小于 14000kgf	不小于 35000kgf
海外竞品	LEAP-1C	GEnx-1B、Trent 1000
竞品推力	14061kgf	31751kgf

数据来源：CFM、航空产业网等，东方证券研究所

国产商用航发长江-1000A 预计 2027 年取证，中国力量正在崛起。2025 年 8 月 1 日，中国工程院院士张彦仲在央视 4 频道播出的《鲁健访谈》节目中，提到了国产飞机发动机问题，对外透露长江-1000A 发动机“大概很快能解决”。中国航发集团董事史坚忠表示，这款发动机试运行表现“远超预期”，展现了中国航空发动机产业的巨大潜力。根据《航空知识》，长江-1000A 发动机已进入适航取证阶段，预计 2027 年获民航局（CAAC）适航认证。

表 3：CJ-1000 发动机已进入适航取证关键攻坚阶段

时间	进展
2011 年	商发公司正式将国产大飞机发动机命名为“CJ-1000A”，它也成为我国第一款商用航空发动机产品，装配国产大飞机的唯一国产动力
2012 年	CJ-1000 全尺寸模型亮相珠海航展
2017 年	首台整机完成装配
2018 年	首台验证机点火成功
2019 年	开始全面地面航发测试，碳纤维复合材料风扇叶片等关键技术取得突破
2022 年	商发公司组织召开加速推进 CJ-1000 适航取证工作动员会，计划尽快开展 CJ-1000 装机试飞和认证
2023 年	长江-1000A 被安装在运-20 运输机上作为飞行试验平台，开展飞行测试
2025 年	CJ-1000 发动机已进入适航取证阶段
2026 年	已进入关键攻坚阶段，将以战时机制、战时作风、战时纪律、战时政策狠抓落实，确保任务目标务期必成
2027 年	预计 2027 年获民航局（CAAC）适航认证

数据来源：人民网、澎湃新闻、航空知识等，东方证券研究所

市场对顶层全力推动商发取证的决心认知不足，2026 年将全面按战时作风狠抓落实，确保任务目标务期必成。2025 年 3 月，中国航空发动机集团宣布，国产大涵道比涡扇发动机 CJ2000 顺利完成 3000 小时的极限耐久性测试。这一里程碑标志着我国航空动力技术实现重大突破，并向全球领先行列迈出关键一步。2026 年 1 月，中国航发商发副总经理、党委委员邱超表示，2026 年长江发动机研制已进入关键攻坚阶段，将以战时机制、战时作风、战时纪律、战时政策狠抓落实，确保任务目标务期必成，坚决打赢型号研制攻坚战。

CJ1000 取证保障发动机的稳定供给，助力国产大飞机把握关键战略窗口。当前全球民航飞机供需失衡，而导致飞机产能紧张的核心原因在于发动机供应能力受限，且这一状况可能延续至 2034 年。国产大飞机迎来了重要的战略发展机遇期，但市场对国产大飞机预期并不高：因为虽然 C919 已经于 2022 年取证，但由于依赖进口的核心系统无法获得稳定供给，导致 3 年来整体交付爬坡进度始终不及预期。我们认为变化已经开始出现，核心在于国产发动机 2026 年已进入关键攻坚阶段，有望在 2027 年迎来适航取证。供应链扰动影响有望消除，助力大飞机把握关键战略窗口。一旦国产发动机出现突破进展，供应链扰动问题的影响有望消除，国产大飞机交付有望迎来全面提速。

2.2 参考海外经验发动机适航取证是型号转批产的重要节点

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

型号合格证（TC）是民用航空发动机安全性的“准生证”，CJ-1000A 已进入适航认证冲刺阶段。基于 CJ-1000A 型发动机型号设计特征，中国民航局于 2023 年 4 月针对该型发动机颁发三份专用条件，广泛征求行业和社会意见。专用条件的形成是由于当前适航规章没有包括适当或足够的安全要求，源于民用航空产品具有新颖或独特的设计特点。CJ-1000A 的适航符合性验证涵盖全包线安全、可靠性、耐久性、环境和维护要求，需要证明发动机在全生命周期内满足设计目标和安全标准。截至 2025 年末 CJ-1000A 已完成高原、高温、高寒等极端环境测试，累计极限测试 6142 小时，目前处于适航认证冲刺阶段。

图 4：航空发动机型号合格证取证流程



数据来源：《航空发动机适航规定》—中华人民共和国交通运输部，东方证券研究所

从民机适航取证流程看，发动机必须先独立完成适航取证（TC+PC）后才能装机，飞机装上发动机后需验证二者的兼容性，再次完成飞机的适航取证，最终才能对客户进行交付。二者分别依据 CCAR-33 部和 CCAR-25 部执行。具体来看，发动机适航取证的对象是航空发动机（如 CJ-1000A），其关键条款包括 33.4（持续适航文件）、33.7（额定值）和 33.15（安全分析），验证方法主要依靠地面台架试验、挂飞测试和数值模拟；在取证后，发动机需申请生产许可证（PC）并获得适航标签，方可装机。而飞机适航取证的对象是运输类飞机（如C919），其关键条款涵盖 25.1529（维修要求）、25.735（刹车限制）和 25.1301（设备安装），验证方法则需通过全机静/动强度试验和审定试飞；取证后同样需申请 PC 实现量产，最终每架飞机获得适航证后交付客户运营。

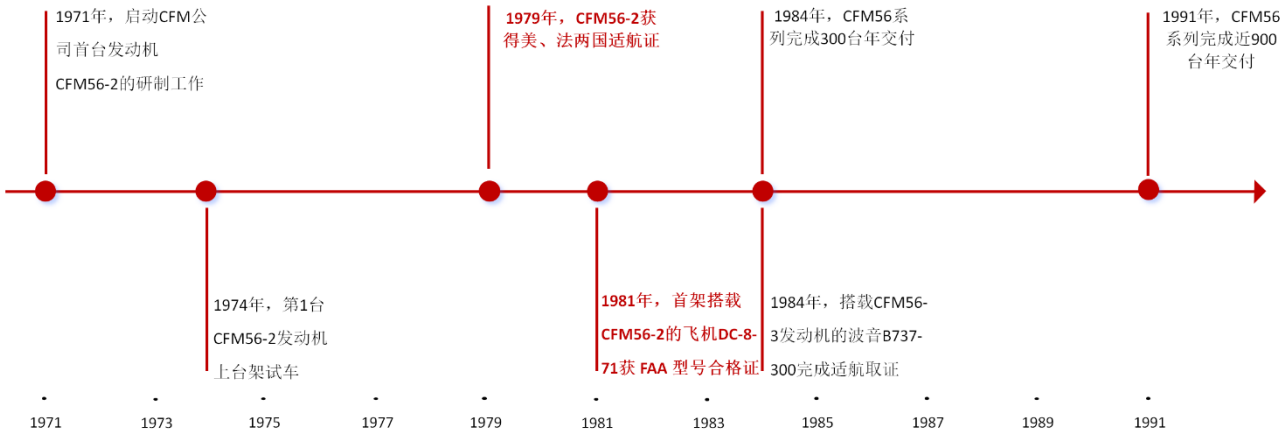
CFM56-2 从发动机取证到飞机取证间隔 17 个月，此后产量实现跨越式增长，为 CJ-1000 提供了可复制的成功路径。CFM56 系列由 CFM 国际开发，CFM56-2 是该公司成立后的第一款发动机型号，主要配套麦道 DC-8-70 系列，用于替换普惠的 JT3D 发动机，由于较好的效能提升，此后又被美军用于 KC-135/C-135FR 加油机及 E-3/E 6 预警机。CFM56-2 的研制工作始于 1971 年 11 月，第 1 台发动机于 1974 年 6 月底上台架试车，1979 年 11 月获得美、法两国适航证。时隔 17

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

个月后，首款搭载 CFM56-2 的飞机 DC-8-71 于 1981 年 4 月获 FAA 型号合格证，该机型于 1982 年 5 月 首架正式投入商业运营。此后，搭载 CFM56-3 发动机的波音 B737-300 于 1984 年 11 月完成适航取证，并于月底投入运营。1984 年（取证后第 5 年），CFM56 系列完成 300 台年交付量，1991 年完成近 900 台年交付，产量实现跨越式增长。

图 5：CFM 公司首款发动机从研发到取证到批产的历史节点



数据来源：SP's aviation，东方证券研究所

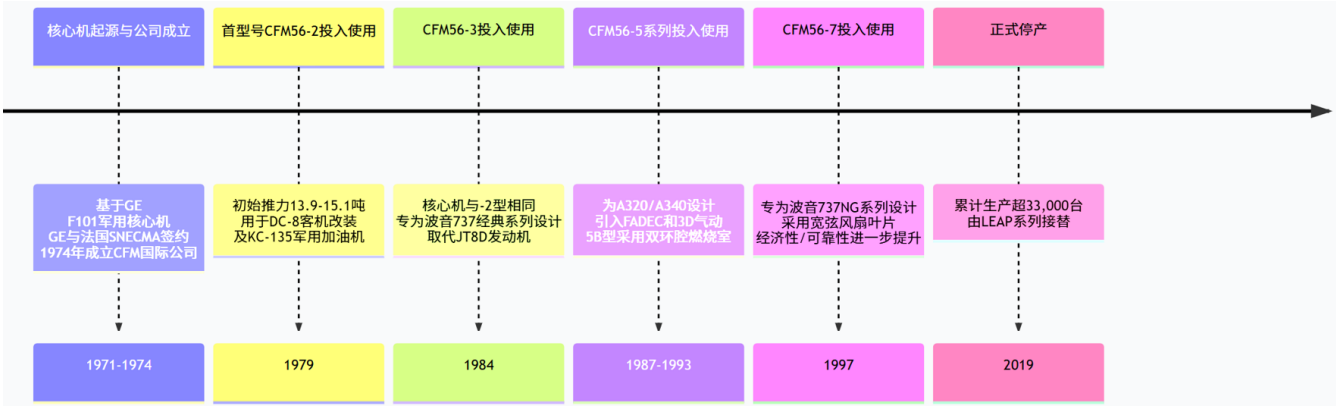
取证后产量快速提升的逻辑在于多重机制联动：首先，发动机 TC 与 PC 获批后，制造工艺从原型验证转为批量合格，允许全供应链并行投产；其次，飞机型号证书确认集成兼容性，运营安全性，航空公司可启动航线运营并产生真实需求，订单转化为实际产量和交付。 CFM56 案例中，取证前仅限于少量测试交付，取证后第 5 年内即实现 300 台销售规模，10 年后逼近 900 台，充分证明适航认证节点是产能从"科研"向"商业"转化的关键。

参考 CFM56 系列经验，一款成功商用发动机通过迭代改型生命周期可超过 40 年。CFM56 系列自 1982 年投入运营至 2019 年停产，全生命周期累计交付超过 33400 台，整个交付曲线从起步阶段逐步攀升到高峰，体现了核心机一旦成熟后所能释放的长期商业价值。虽然 CFM56 已停产，但由于其巨大的存量和极高的可靠性，它仍在全球客运和货运市场发挥着中流砥柱的作用，短期内难以被大规模替代。截至 2026 年初，在空客 A320 系列飞机中，CFM56 仍占约 42%的份额，该系列产品从诞生至今已达 44 年。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：CFM56 前市场生命周期高达 40 年



数据来源：CFM International，东方证券研究所

虽然 CFM56 已退出前市场，但依然在后市场领域为 CFM 带来持续的利润支撑。值得注意的是，哪怕在 2016 年后 CFM56 系列逐步被 LEAP 系列替代，CFM56 依然为 CFM 公司带来了可观的后市场收入，尤其是疫情期间对冲了前市场阶段性的收入下滑。截至 2024 年，全球仍有超过 24000 台 CFM56 在役，年飞行小时数维持高位，催生长周期换发和维修需求。赛峰集团财报显示，2024 年上半年民用售后市场收入增长 29.9%，其中 CFM56 备件销售和按飞行小时付费（RPFH）合同贡献显著。

CJ-1000A 目前已来到与 1978 年 CFM56 相似的关键时刻。中国航发集团明确将 2026 年定为"关键攻坚之年"，以"战时机制"推动型号冲刺，CJ-1000A 即将迎来从科研试制为主的阶段向批量生产过渡的临界点。参考 CFM56 经验，CJ-1000 完成适航取证是型号批产前最重要也是难度最高的环节，应高度重视这一关键节点对 C919 实现交付规模放量的重大意义。

第三章 重点看好核心机及热端零件供应商

3.1 单元体环节看好核心机，技术密集度高、派生发展潜力大

长江系列发动机由中国航发商发承担总设计和总承制，并实行“主制造商-供应商”模式进行供应体系搭建。主制造商指的是生产批准证件的申请人或持证人，以及在型号合格审定过程中开展试验件及原型机生产制造的型号合格证申请人；供应商则指的是向主制造商提供单元体、零部件、原材料等环节配套的单位。单元体层级一般包括风扇、高/低压压气机、高/低压涡轮、燃烧室和控制系统，有时候短舱也算作单元体。涡轮模块因极限高温的工作环境涉及高温合金、陶瓷基复合材料（CMC）的应用及结构复杂性，成为最昂贵的核心模块，制造成本占比达 30~35%。压气机模块占比 20~25%，核心需求为多级叶片/盘的精密制造。风扇模块占比 15~20%，复合材料宽弦叶片是成本主要驱动因素。控制系统占比 10~15%，依托全权限数字控制等高精度电子/液压系统实现对发动机工作状态的精确控制。燃烧室模块占比 8~12%，低排放设计与耐高温衬里是技术关键。短舱作为额外模块，价值量占比 15~25%，是发动机与机身连接的关键气动壳体系统。

表 4：商用发动机主制造商-供应商模式

供应层级	定位	代表企业	主要职责

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

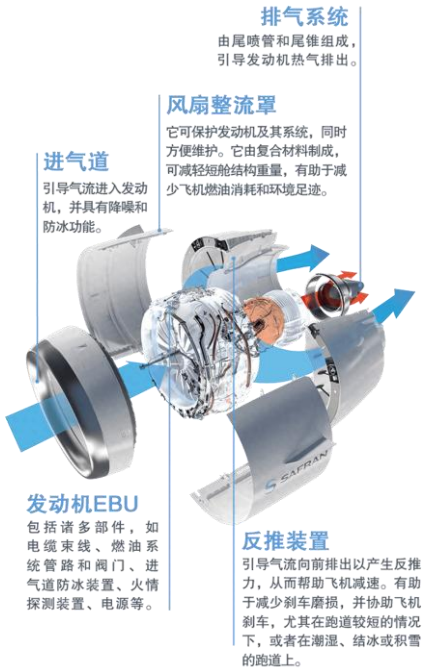
下载日志已记录，仅供内部参考

主制造商	产业链链长与规则制定者	商发公司	负责发动机的总体设计、总装集成、试验验证和适航取证。作为型号合格证的持有者，它们主导技术标准与商业模式
一级供应商	关键子系统/单元体的集成商	航发动力 航发控制 航发科技	直接向主制造商提供完整的功能模块，如风扇单元体、压气机、燃烧室、涡轮、控制系统 等。它们具备强大的工程设计、系统集成和测试能力
二级供应商/三级供应商	专业化的零部件/原材料制造商	万泽股份 中航高科 华秦科技 图南股份	构成产业链的基础。二级供应商为一级供应商提供高精度的复杂零部件（如叶片、盘轴、锻铸件）；三级供应商则提供基础原材料（高温合金、钛合金、复合材料等）和标准件（紧固件、轴承等）

数据来源：ASAP，东方证券研究所

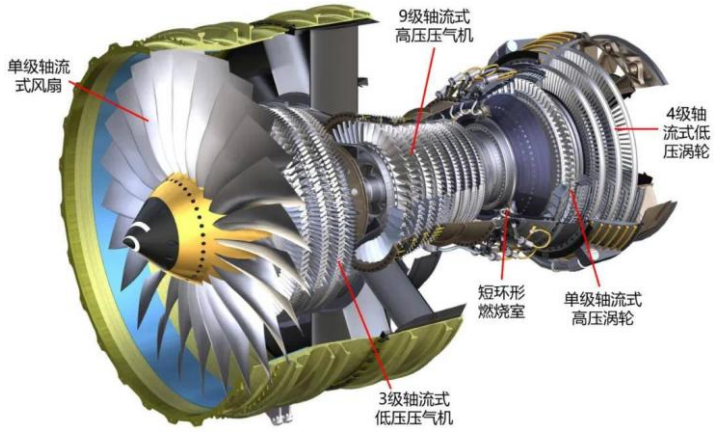
单元体环节看好核心机供应商。如果说发动机是飞机的“心脏”，那么核心机就是发动机的“心脏”，核心机主要由高压压气机、燃烧室和高压涡轮三部分构成，是整个发动机中技术最密集、工作环境最严酷的部分，其性能直接决定了发动机的推力和效率。同时，核心机“派生发展”是一种被国际证明非常高效的研发和制造模式。通过在一个成熟的核心机上，配装不同的风扇、低压涡轮、加力燃烧室等部件，就可以快速派生出一系列不同用途的发动机，覆盖军用、民用、燃气轮机等多个领域。GE 的 eCore 核心机就是 LEAP 系列发动机派生发展的基石。我们认为，市场对核心机供应商的重要性、产业链地位和派生价值认知相对不够充分，CJ-1000A 可能只是其第一个商业应用的分支。

图 7：发动机短舱结构示意图



数据来源：搜狐网，东方证券研究所

图 8：CFM56-7 结构示意图



数据来源：搜狐网，东方证券研究所

GE9 的演进路径清晰地展现了优秀的核心机从军用到民用、从小涵道比到大涵道比的多型号衍生潜力。本处我们依然以 CFM56 的核心机 GE9 举例。

第一阶段：GE9 的技术起源要追溯到 1960 年代中期，当时 GE 接受美国空军委托开展了编号为 GE9 的“第二代先进涡轮发动机核心机”的发展工作。之后 GE 在该核心机的基础上安装 2 级风扇、2 级低压涡轮与加力燃烧室研制了 F101 发动机，该型发动机于 1976 年完成定型，于 1986

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

年配套 B-1B 轰炸机交付美国空军。1980 年代初，GE 利用 F101 的核心机 GE9，风扇级数由 2 级增加为 3 级，发展了用于 F-15、F-16 的 F110 发动机，该型发动机于 1985 年定型。

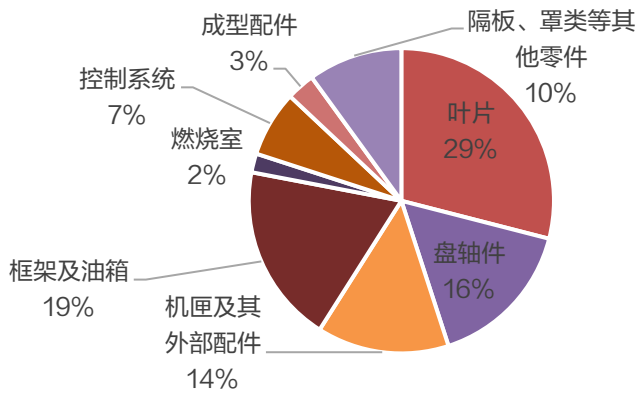
第二阶段：1971 年底，法国 SAFRAN 与美国 GE 合作，在采用 GE9 核心机的基础上联合研制大涵道比涡轮风扇发动机。1974 年两公司按投资比例各 50%组成了 CFM 国际公司，正式启动 CFM56 的研制工作。1979 年第一个型号 CFM56-2 同时取得美、法两国适航证，配套麦道公司的 DC-8-70。同时期 CFM56-2 还用于美国空军的 KC-135R、C-135FR 加油机，E-3、KE-3、E-6 预警机上。

第三阶段：GE9 商用衍生的黄金期始于 1984 年，该年 CFM56-3 配套 B737-300 开始对客户进行交付。后又发展了用于 A320、A340 客机的 CFM56-5 型以及用于 B737-600、B737-700、B737-800 的 CFM56-7 型。CFM56 系列自 1982 年投入运营至 2019 年停产，全生命周期累计交付超过 33400 台。哪怕在 2016 年后 CFM56 系列逐步被 LEAP 系列替代，CFM56 依然在持续为 CFM 公司带来可观的后市场收入贡献。

3.2 零部件环节看好涡轮叶片，难度大、壁垒高且稀缺性强

航空发动机核心零组件的制造成本价值量分布高度集中于核心承力与功能部件。叶片涵盖风扇、压气机、涡轮叶片，核心功能是实现（高）温（高）压气动能量与机械能之间的转化，价值量占比达 29%。盘轴类零件（压气机/涡轮盘）主要承担承载叶片、传递扭矩的作用，依托粉末冶金高温盘技术，价值量占比 16%。环/机匣类部件（风扇机匣、承力环等）负责承力与密封，依赖大型精密锻环、焊接机匣工艺，价值量占比 14%。这些核心零组件是构成航空发动机单元体的关键，具备种类多、材料加工难、结构复杂、精度要求高等特征。

图 9：发动机成本构成



数据来源：中航工业发展研究中心，东方证券研究所

零部件环节看好涡轮叶片，难度大、壁垒高，全球供给高度紧张。发动机的各类零部件中，涡轮叶片具备技术难度大、进入壁垒高、扩产速度慢的特点。同时，由于涡轮区域苛刻的工况（极限高温+离心应力），涡轮叶片是典型的时寿件，“蠕变”变形达极限 80%-90%便强制更换，因此叶片具备比前市场规模更大的后市场价值。当前全球仅少数企业具备批量生产涡轮叶片的能力，并且受人口老龄化与技能断层影响，海外铸造熟练技工持续短缺，大量经验工人退休离场而难以补位。在 2020~2023 年疫情冲击下，全球涡轮叶片龙头 PCC 裁员约三分之一，Howmet 也裁掉接近 20%员工。此外，欧洲能源危机推高用电成本，多家金属冶炼与铸造企业被迫大幅减产甚至

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

面临关停。在商发需求复苏与数据中心能源项目拉动背景下，欧美锻铸环节的“人+产能”缺口短时间内仍难以修复。

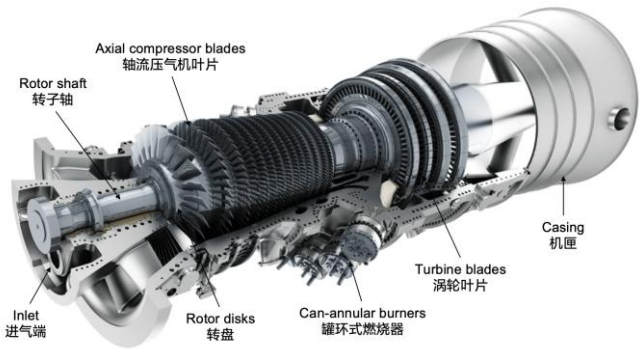
图 10：涡轮叶片熔模铸造流程复杂且技术难度高



数据来源：腾讯网，东方证券研究所

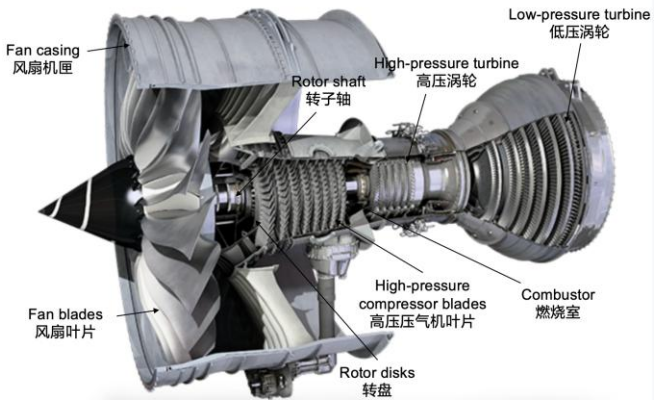
航发及燃机共享供应链，两者抢夺核心零件产能，本轮由燃机到航发的全球供给困境，主要瓶颈就在于涡轮叶片供给的刚性约束。从产品零部件构成看，航发与地面燃机在核心结构上高度同构：均由动/静叶片（压气机、涡轮）、转盘、机匣（压气机/燃烧室/涡轮段外壳）构成主干，并以转子轴、轴承与密封、燃烧室及冷却/耐热涂层体系形成完整气路与力路。由此，两机在关键材料、加工工艺与供应链（叶片—盘—机匣）上高度共用，产能互通且存在竞争。全球头部供应商 Howmet 在航空发动机与工业燃机领域均布局核心部件制造；国内的应流集团与万泽股份同样在高温合金叶片环节具备批量化生产能力，面向航发与燃机双市场协同发展。由于叶片等紧缺环节的产能争夺，当前发动机生产进度越来越慢于飞机机身。我们认为随着商发批产节点的临近，涡轮叶片环节的供需矛盾可能进一步强化，看好相关供应商订单收入比和议价能力的持续提升。

图 11：燃机结构示意图 (以 GE Vernova 9HA 型号为例)



数据来源：GE Vernova，东方证券研究所

图 12：航发结构示意图 (以 Rolls-Royce Trent 1000 型号为例)



数据来源：Rolls-Royce，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

第四章 核心标的梳理

3.1 发动机相关标的汇总

表 5：发动机链核心标的汇总

代码	公司	相关业务
600893.SH	航发动力	航空发动机单元体及零部件研制
000738.SZ	航发控制	航空发动机控制系统研制生产
600391.SH	航发科技	航空发动机机匣及短仓零件的生产制造
000534.SZ	万泽股份	涡轮叶片及其他发动机铸件
603308.SH	应流股份	涡轮叶片及其他发动机铸件
600765.SH	中航重机	大飞机用梁、框、接头、吊挂、起落架等结构件，航空发动机和燃机用盘、轴等转动件和机匣、安装边等静止件制造
600862.SH	中航高科	发动机风扇叶片、复材结构件、飞机碳刹车等研制生产
688281.SH	华秦科技	陶瓷基复材零件研发与生产
688510.SH	航亚科技	航空发动机压气机叶片等结构件研制生产
688239.SH	航宇科技	航空发动机各类环形件生产制造
300855.SZ	图南股份	航空发动机高温合金材料及各类铸件研制生产
688563.SH	航材股份	航空发动机高温合金材料、钛合金机匣，机身透明件及橡胶件。
605123.SH	派克新材	航空发动机各类环形件生产制造
300034.SZ	钢研高纳	航空发动机高温合金材料及盘件研制生产

数据来源：公司公告，东方证券研究所

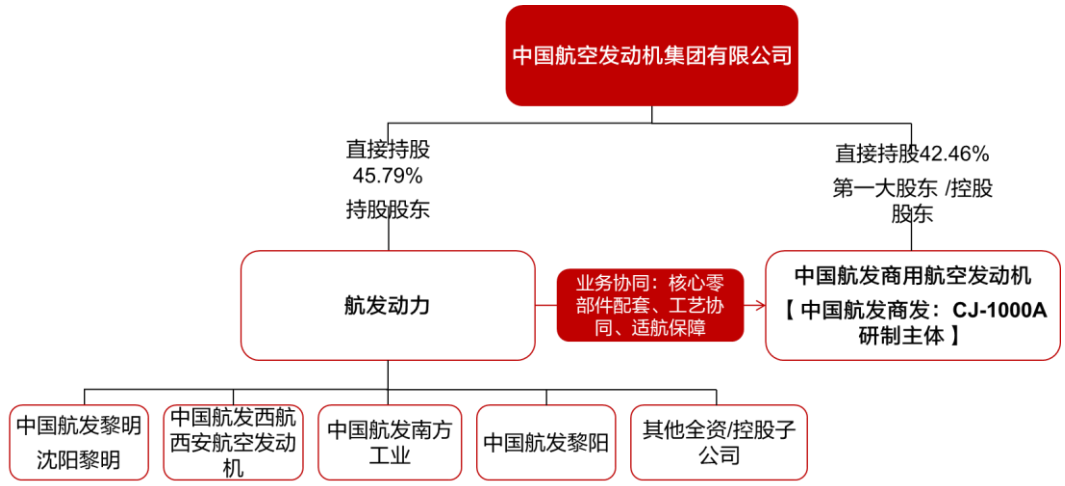
3.2 航发动力：长江系列发动机“最主要的配套商”

航发动力与商发公司均由航发集团直接控股，在长江系列发动机上两者形成了高度的业务协同关系。商发公司是长江系列民用发动机的主制造商，由航发集团控股 42.46%，主要承担总装集成职能。航发动力是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，由航发集团控股45.79%，是商发公司的兄弟单位。但由于商发公司相对更侧重研发与集成，而航发动力旗下子公司具备从子系统/单元体到各类关键零部件的生产制造能力，因此在长江系列发动机上，两者具备极强的业务定位互补关系，在生产制造端航发动力承担关键的职能。

图 13：航发动力与商发公司同属于航发集团（截至 2026 年 3 月 31 日）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司公告，东方证券研究所

航发动力承担长江系列发动机部分单元体及零部件的制造任务，层级高且覆盖深，是“最主要的配套商”。长江系列发动机由中国航发商发承担总设计和总承制，并实行“主制造商-供应商”模式进行供应体系搭建。主制造商指的是生产批准证件的申请人或持证人，以及在型号合格审定过程中开展试验件及原型机生产制造的型号合格证申请人；供应商则指的是向主制造商提供单元体、零部件、原材料等环节配套的单位。根据公司在交易所互动平台的回复，航发动力承担了长江系列发动机的部分单元体和零部件配套研制任务。根据2024年年报，公司“深度”参与国产商用发动机的研制，是长江系列发动机“最主要的配套商”。

从军发单一增长牵引逐步形成商发、燃机、军贸三足鼎立业务结构，商业模式走向成熟，航发动力在本轮全球动力系统紧缺浪潮中的成长性有望超预期。由于需求的优先级和产品的成熟度等原因，军发在过去一直是拉动公司增长的核心业务单元。市场认可公司地位高、技术强、空间大，但科研型号多批产型号少、前后市场及军民收入比例不合理等问题导致公司盈利水平波动较大，形成了强预期、弱现实的市场感受。我们认为新的变化正在发生：1）长江 1000 发动机即将取证并转批产；2）国产燃机出海及两机出口转包加速；3）国产战机出海打开军贸市场，上述变化将给公司带来更全面和健康的业务结构。同时，按照典型的“刀架+刀片”商业模式，随着近年来后市场收入的不断提升，公司整体商业模式将逐步走向成熟，并最终带动盈利能力发生根本性变化，公司在本轮全球动力系统紧缺浪潮中的成长性有望超预期。

3.3 万泽股份：十年磨一剑，全球稀缺的涡轮叶片供应商

卡位稀缺涡轮叶片环节，顶尖研发团队赋能，公司高温合金业务有望全面进入高增长通道。公司是国内极少数具备从高温合金材料研发到部件制备全流程研制能力的民营企业，并与国内部分科研院所和企业建立了长期稳定的合作关系，公司所生产的定向、单晶及等轴晶叶片产品已先后在我国多型号航空发动机、燃气轮机等装备中获得应用。公司于2014年注册成立深圳万泽中南研究院有限公司，致力于高温合金研发。中南研究院核心研发团队专家组成员均曾在国内外航空发动机公司及其供应商长期从事研发和产业化工作，是高温合金研发、精密铸造领域顶尖级主任工程师，是目前我国高温合金领域为数不多达到国际一流水平的研发团队

图 14：万泽股份高温合金业务发展历史

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司公告、公司官网，东方证券研究所

市场对涡轮叶片环节的重要性和商业价值认知相对不够充分，上海万泽作为商发低涡叶片核心供应商，有望随着 CJ1000 取证批产迎来重要成长拐点。公司子公司上海万泽是商发大涵道商用涡扇发动机低压涡轮叶片的主要承制单位，承接了低压涡轮导向叶片三联整铸等高难度研制任务，在保障两型发动机顺利通过适航认证的过程中发挥着重要作用。公司凭借持续稳定的供应能力，荣获中国航发商发“2024 年度金牌供应商”及“长江项目一期突出贡献优秀集体”称号。我们认为市场对公司在商用发动机产业链的重要性认知相对不够充分，全球范围内能稳定批量供应涡轮叶片的企业也屈指可数，在零件环节具备更高的附加值和后市场潜力。公司十年磨一剑，成功跻身发动机最核心环节供应商，随着商发取证并顺利放量，公司高温合金业务增速和市场地位有望再上一个台阶。

3.4 华秦科技：新一代耐高温材料 CMC 主导者

航空发动机的性能提升依赖更先进的高温材料，SiC 纤维增强 CMC 是最理想的选择。提高发动机推重比和降低燃油消耗主要依赖两点：1）提升涡轮前温度，涡轮前温度越高燃烧效率更高，推力越大；2）更轻的结构重量。目前先进航发的涡轮前进口温度已达 1650℃以上，而常用的镍、钴基高温合金无论是材料理化性能极限还是冷却成本都已经发展到了瓶颈。与传统高温合金相比，CMC 部件重量仅为镍基合金部件的 1/3，难融金属的 1/10；应用温度比镍基高温合金高 100-250℃。因此，80 年代开始，CMC 作为替代高温合金的新一代航发高温材料，各国展开了广泛的应用研究。

表 6：CMC 材料在航发中的应用

时间	发动机型号	装配机型	应用部位
1980s	M88-2	阵风	外调节片
1990s	F110-GE-129	F-15E、F-16	尾喷管调节片
	F100-PW-229	F-16	喷管部件
1995	Trent800	B777	涡轮外环
1996	XTE76/1 核心机	/	低压涡轮静子叶片
	XTC76/3 核心机	/	燃烧室火焰筒
	EJ200	EF2000	燃烧室、火焰稳定器、调节片
1998	F414	F/A-18E/F	燃烧室、调节片
2000s	XTC77/1 验证机	/	燃烧室火焰筒、高压涡轮静子叶片
2011	F136	/	涡轮 3 级导向叶片
2015	F414 验证机	/	低压涡轮叶片
	LEAP-1B	B737 MAX	涡轮罩环

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2018 年验证 2020 年服役	GE9X	B777X	燃烧室内/外衬、一级高压涡轮罩环、一级喷嘴、二级喷嘴以及低压涡轮转子叶片

数据来源：新一代发动机高温材料-陶瓷基复合材料的制备、性能及应用，西安鑫垚，东方证券研究所

GE、普惠高度重视陶瓷基复材在其新一代窄体客机发动机上的应用，陶瓷基复材渗透率或将持续提升。根据航空产业网，GE 近期将投入大量资源开发一款开放式风扇发动机演示样机，并将配备陶瓷基复材，其燃烧温度将高于传统涡扇核心；普惠也表示下一代单通道飞机的 GTF 发动机架构也将采用陶瓷基复材。国内发动机行业由于历史原因较海外有一定差距，但近年来整体技术水平进步较快；我们认为当前军民用航空发动机发展进入关键节点，陶瓷基复材作为新一代航空发动机性能提升关键的性能材料，有可能成为国内军民用发动机性能追赶海外先进水平的重要契机，应用节点应当高度重视，随着科研型号批产，其渗透率或将快速提升。

公司对外投资设立子公司上海瑞华晟，前瞻性卡位航发关键技术，陶瓷基业务“十五五”有望成为公司第二增长极。23 年公司与多方对外投资成立上海瑞华晟，主要实施中国工程院院士董绍明先生及其团队的科技成果产业化，即航空发动机用陶瓷基复合材料研发与产业化项目。截至 25 年底，瑞华晟已在航空发动机、航空器机身及燃气轮机等方向向客户交付验证试验件，并积极参与**我国国产商用发动机的陶瓷基复合材料结构件的试制与验证工作。**近年来我国在结构陶瓷与陶瓷基复材领域的科技创新能力不断提升，但在材料体系建设、制备加工技术等方面与发达国家存在一定的差距，亟需解决关键核心材料与部件配套及产业链整合两大问题。我们认为前瞻性卡位将提高公司在新材料领域的竞争力，虽然目前该业务收入体量较小，但“十五五”有望成为公司业绩的第二增长极。

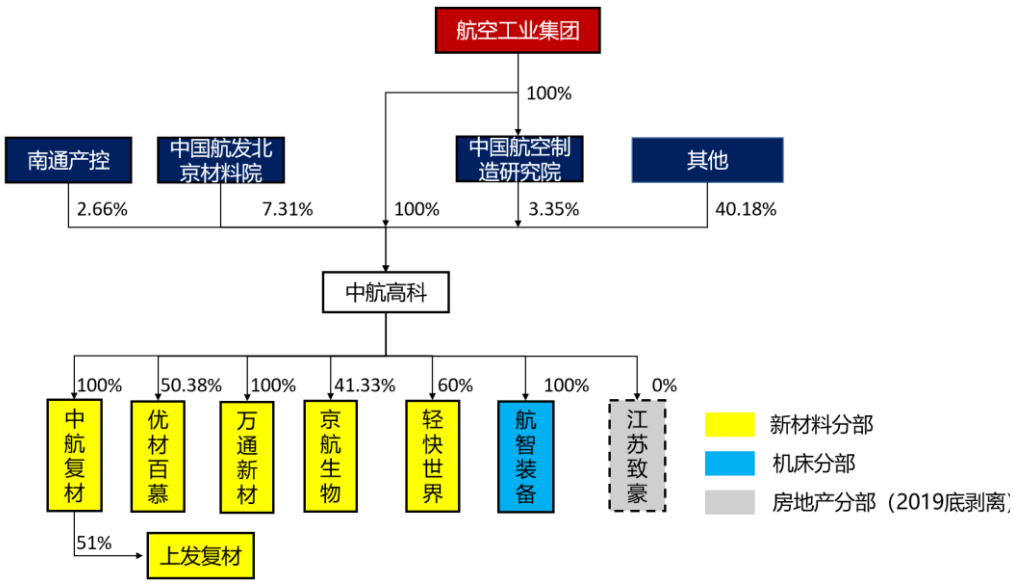
3.5 中航高科：被低估的发动机碳纤维复材供应商

公司主导国内航空预浸料市场，卡位复材关键环节，近年来重点发力民机板块，投入力度和业务进展超预期。公司下辖 7 家子公司，剥离地产业务后新材料业务已成为公司营收和利润主体。在过去较长时间军机市场是拉动复材需求的主要动力，公司判断航空复合材料当前市场的机遇来源于 C919 等国产客机项目带来的供应链本土化需求、无人机及 eVTOL 等新兴航空器市场的崛起，以及航空维修市场对复合材料修复技术的需求增长。

图 15：公司 24 年与商发合资成立上发复材公司从事发动机风扇制造

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：公司公告，东方证券研究所

大飞机板块，公司除机体结构复材配套外，近年来针对商用发动机风扇叶片和飞机刹车盘副进行了重点布局，后者市场认知相对有限。市场对公司传统主业预期过于悲观，而对近年来公司在民机领域的重大战略布局认知不够充分。2024 年子公司中航复材与商发公司合资设立上发复材，主要从事复材风扇叶片及机匣等关键零组件制造；2025 年公司自筹 9.2 亿元进行复材能力提升，上述投入均体现出公司民机战略布局的决心和力度。维修板块，子公司优材百慕全年新增 PMA 取证 145 项，民航飞机刹车盘副的国产化替代进度超预期。

关键分系统攻坚、航材 PMA 认证加速，大飞机及民机维修市场带来第二增长曲线的预期有望加强。市场普遍认为国产大飞机交付进度慢，存在长期空间极大但短期进展慢的矛盾，我们认为随着发动机等关键分系统重点攻坚，大飞机交付进度有望提速并带动本土复合材料需求全面释放。碳刹车盘副作为民机高频耗材（一年一换），国内航司长期采购国外原厂维修件。我们认为随着国内航材 PMA 认证加速，国产碳刹车盘副有望迎来份额提升拐点。

投资建议

商发批产节点临近，看好单元体和零部件环节。
单元体相关标的：航发动力(600893，买入)、航发科技(600391，未评级)等。
零部件相关标的：万泽股份(000534，买入)、图南股份(300855，未评级)、航亚科技(688510，未评级)、华秦科技(688281，增持)、航宇科技(688239，未评级)、中航高科(600862，买入)、航发控制(000738，未评级)等。

风险提示

适航认证不及预期：民用客机对航空发动机的安全性、可靠性及寿命有着极高要求，若国产分系统配套厂商研制定型适航认证不及预期，可能导致后续大规模批产阶段延后；

大飞机交付进度不及预期：大飞机对供应链的要求极高，若产业链的相关公司交付不及预期或出现配套质量问题，可能导致大飞机生产进度不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

两机龙头，全球动力系统紧缺下成长性有望超预期

核心观点

- **全球两机供需紧张持续时间可能超预期，两机动力龙头迎重要战略发展窗口。**目前市场对燃机的全球性紧缺有一定认知，但对航空发动机的紧缺性认知相对不足。根据 Safran 年报，LEAP 发动机订单已超过 12900 台，按当前产能需排至 2032 年后。我们认为燃机和航发的紧缺问题应当作一个整体去看待，由于两者在工作原理上几乎一致且核心结构高度同构，因此在关键材料、加工工艺与供应链上重合度高，产能互通。燃机和航发在中上游紧缺环节产生的产能争夺进一步加剧了供给的紧张，全球两机供需紧张的持续时间可能超预期。在此背景下，航发动力作为两机动力龙头，基于核心机关键技术，有望在商发和燃机领域迎来重要发展机遇。
- **长江发动机取证及国产燃机出海均有望推动市场上修公司成长性预期。**公司背靠航发集团，基于核心机及关键零部件能力，深度参与国产商用发动机的研制，是长江系列发动机“最主要的配套商”。当前市场对顶层加快商用发动机攻坚的决心认知不足，2026 年长江发动机研制已进入关键攻坚阶段，将以战时状态狠抓落实，确保任务目标务期必成。我们认为商用发动机一旦取得重要里程碑式突破，会带来交付速度在预期层面的明显变化。燃机领域，公司为航发燃机提供“太行”系列产品的核心机和关键零部件配套。我们观察到，随着全球燃机紧缺的持续强化，国产燃机已实现了从“零件出海”到“整机出海”的关键跨越，我们认为后者的市场预期差相对较大，国产燃机有望加速提升全球市场份额，并为公司带来重要的新增长极。
- **两机后市场空间大，商业模式好，公司军用发动机业务有望率先迎来后市场需求释放。**根据 2025 年年报，GE 航空接近 70%的收入来自于后市场服务业务，且后市场占比高的商发业务营业利润率明显更高。我们认为市场过于关注公司军品前装市场的景气节奏，而低估了后市场的增长潜力。以“太行”系列发动机为代表的我国主力军用发动机正逐步进入大修窗口期。随着存量发动机的基数不断扩张，实战化训练强度的持续提升，发动机的大修、换发需求或将进入集中释放阶段，军用 MRO 市场有望成为公司收入增长和盈利水平提升的重要拉动力量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年收入分别为 500.90、584.15、693.83 亿元，参考可比公司平均估值水平，我们认为公司的合理估值水平为 2026 年的 2.86 倍市销率，对应目标价为 53.77 元，首次给予买入评级。

风险提示

维修需求不及预期；新业务拓展不及预期；现金流及减值风险；费用支出超预期风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	47,880	46,331	50,090	58,415	69,383
同比增长(%)	*9.5%*	*-3.2%*	*8.1%*	*16.6%*	*18.8%*
营业利润(百万元)	1,083	963	822	1,471	2,427
同比增长(%)	*-35.7%*	*-11.1%*	*-14.6%*	*79.0%*	*64.9%*
归属母公司净利润(百万元)	860	634	533	1,067	1,858
同比增长(%)	*-39.5%*	*-26.3%*	*-16.0%*	*100.2%*	*74.2%*
每股收益（元）	0.32	0.24	0.20	0.40	0.70
毛利率(%)	10.1%	9.1%	9.9%	10.3%	10.7%
净利率(%)	1.8%	1.4%	1.1%	1.8%	2.7%
净资产收益率(%)	2.2%	1.6%	1.3%	2.6%	4.4%
市盈率	128.9	174.8	208.0	103.9	59.7
市净率	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入（首次）
股价（2026年06月22日）	41.6 元
目标价格	53.77 元
52 周最高价/最低价	63.78/34.36 元
总股本/流通 A 股（万股）	266,559/266,512
A 股市值（百万元）	110,889
国家/地区	中国
行业	国防军工
报告发布日期	2026 年 06 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	9.01	-9.19	-15.86	19.87
相对表现%	5.58	-13.62	-26.65	-11.66
沪深 300%	3.43	4.43	10.79	31.53



证券分析师

罗楠 执业证书编号：S0860518100001
香港证监会牌照：BXQ804
luonan@orientsec.com.cn
021-63326320

冯函 执业证书编号：S0860520070002
fenghan@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

鲍丙文 执业证书编号：S0860124070016
baobingwen@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

立足核心机关键技术，两机龙头成长性有望超预期 4

盈利预测与投资建议 7

盈利预测 7
投资建议 7

风险提示 8



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：航发动力、中国商发、航发燃机同属于航发集团 4
图 2：基于船用燃机派生发展的“太行 25” 5
图 3：基于航空发动机派生发展的“太行 15” 5
图 4：GE 航空商用发动机业务前后市场结构（百万美元） 5
图 5：GE 航空军用发动机业务前后市场结构（百万美元） 5
图 6：配装“太行”发动机发展型的歼 10B 推力矢量验证机 6
图 7：配装“太行”发动机的歼 11 6

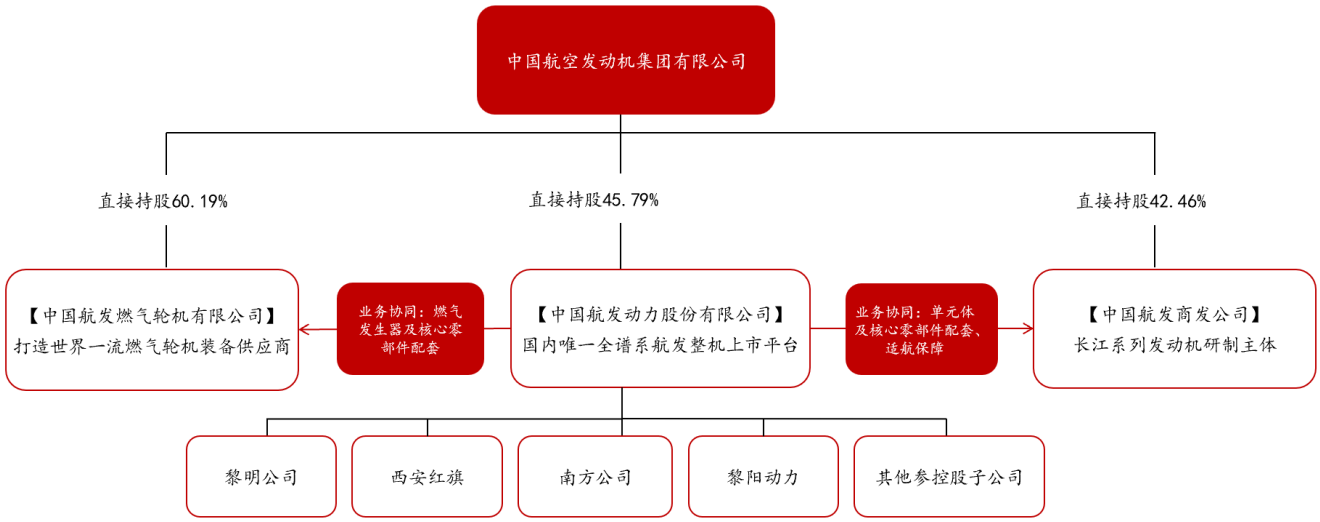
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

立足核心机关键技术，两机龙头成长性有望超预期

公司与中国商发、航发燃机均由航发集团直接控股，在长江系列发动机和民用燃机汽轮机领域形成了高度的业务协同关系。中国商发成立于 2009 年，是长江系列民用发动机的主制造商，由航发集团控股 42.46%，主要承担长江系列发动机的总装集成职能。航发燃机成立于 2019 年，由航发集团控股60.19%，整合了集团内民用燃气轮机产业资源，重点发展“三轻一重”等燃气轮机产品及业务。航发动力成立于 1993 年，由航发集团控股 45.79%，是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业。作为中国商发和航发燃机的兄弟单位，航发动力制造端能力更为突出，旗下子公司具备从子系统/单元体到各类关键零部件的生产制造能力，而中国商发和航发燃机则相对更侧重研发与集成。因此在长江系列发动机和太行系列燃气轮机等产品上，公司与中国商发、航发燃机具备极强的业务定位互补关系，在生产制造端承担了关键的职能。

图 1：航发动力、中国商发、航发燃机同属于航发集团（截止 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

航发动力承担长江系列发动机部分单元体及零部件的制造任务，层级高且覆盖深，是“最主要的配套商”。长江系列发动机由中国航发商发承担总设计和总承制，并实行“主制造商-供应商”模式进行供应体系搭建。主制造商指的是生产批准证件的申请人或持证人，以及在型号合格审定过程中开展试验件及原型机生产制造的型号合格证申请人；供应商则指的是向主制造商提供单元体、零部件、原材料等环节配套的单位。根据公司在交易所互动平台的回复，航发动力承担了长江系列发动机的部分单元体和零部件配套研制任务。根据2025年年报，公司“深度”参与国产商用发动机的研制，是长江系列发动机“最主要的配套商”。

燃气轮机领域，公司制造能力覆盖从中上游关键燃机零部件到下游燃气发生器（核心机）等产品。中上游产品主要以各类盘、环、槽形件、轴、机匣、整体叶盘、叶片等零部件的形式，配套 LM2500、LM6000 等海外主流燃气轮机型号。下游产品以燃气发生器（核心机）的形式，配套航发燃机的太行系列燃气轮机，以工业用途为主。根据 2025 年年报，配装公司 QD280 燃气轮机的太行 25 燃机发电机组助力国家能源局燃气轮机创新示范项目首次并网一次成功。而太行 7 则是一款基于新一代动力技术的轻型航改燃气轮机，继承了母型航空发动机的核心机和低压涡轮结构。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：基于船用燃机派生发展的“太行 25”



数据来源：航发集团，东方证券研究所

图 3：基于航空发动机派生发展的“太行 15”

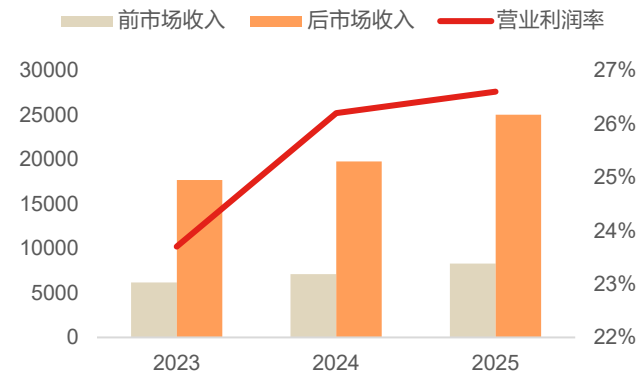


数据来源：航发集团，东方证券研究所

太行系列燃机已在国际市场取得 0-1 的突破，随着后续订单的持续落地，公司第二增长曲线预期有望强化。根据航发集团报导，1 月 15 日至 16 日，“太行 7”、“太行 15”、“太行 110”系列燃机成功完成国家能源局燃气轮机创新发展示范项目评估验收。评估验收完成，标志着航发集团已构建燃气轮机自主研发、设计、制造、试验、运行维护服务等全面自主化能力，将有力带动我国燃气轮机行业产业化、商业化发展。其中“太行 110”示范机组累计运行超 8400 当量小时，100%国产化，是目前国内功率最大的国产商业重型燃气轮机，已通过国家级产品验证鉴定并实现国际商业订单销售。3 月 31 日，中国航发燃机与瀚辰精英正式签署协议，瀚辰精英向中国航发燃机采购 5 台“太行 7”燃气轮机作为核心动力设备，应用于马来西亚国家石油公司 Sepat 综合再开发项目的浮式生产储卸油装置（FPSO）。此次项目选定“太行 7”作为核心动力设备，体现了对国产高端动力装备的认可与信心，也标志着国产燃气轮机首次进军国际高端 FPSO 市场。

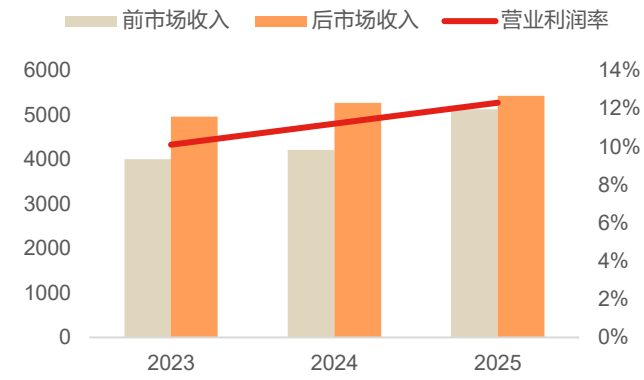
海外发动机厂商收入主要来自后市场，且盈利水平可能好于前市场。根据 GE 航空 2025 年年报，公司接近 70%的收入来自于后市场服务业务，其中商用发动机业务后市场收入占比 75%，军用发动机业务后市场收入占比 51%。考虑到后市场收入占比更高的商发业务营业利润率为 27%，后市场收入占比相对较低的军发业务营业利润率为 12%，我们认为后市场服务的盈利水平可能好于前市场。

图 4：GE 航空商用发动机业务前后市场结构（百万美元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：GE 航空军用发动机业务前后市场结构（百万美元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司军用发动机业务有望率先迎来后市场需求释放。以“太行”系列发动机为代表的我国主力军用发动机逐步进入大修窗口期。“太行”发动机是我国首个具有自主知识产权的高性能、大推力、加力式涡轮风扇发动机。该型发动机于 1987 年立项，2005 年设计定型，2016 年开始批量装备部队，目前“太行”发动机已走出了一条系列化发展和能力提升的路线，全面提升了我军战机的生存能力和作战能力。而随着新发动机的加速列装，存量发动机的基数不断扩张，实战化训练强度的持续提升又带来使用强度的大幅增长，发动机的大修、换发需求或将进入集中释放阶段，军用 MRO 市场有望成为公司收入增长和盈利水平提升的重要拉动力量。

图 6：配装“太行”发动机发展型的歼 10B 推力矢量验证机



数据来源：公司网站，东方证券研究所

图 7：配装“太行”发动机的歼 11



数据来源：公司网站，东方证券研究所

立足两机核心机关键技术，由军转民，从前市场到后市场，在本轮全球动力系统紧缺浪潮中公司成长性有望超预期。由于需求的优先级和产品的成熟度等原因，军发在过去一直是拉动公司增长的核心业务单元。市场认可公司地位高、技术强、空间大，但科研型号多批产型号少、前后市场及军民收入比例不合理等问题导致公司盈利水平波动较大，形成了强预期、弱现实的市场感受。我们认为新的变化正在发生：1）长江 1000 明年有望取得适航认证，为后续替代国外商发和进入商业运营奠定基础；2）国产燃机出海及两机出口转包加速；3）国产战机出海打开军贸市场，上述变化将给公司带来更全面和健康的业务结构。同时，按照典型的“刀架+刀片”商业模式，随着近年来后市场收入的不断提升，公司整体商业模式将逐步走向成熟，并最终带动盈利能力发生根本性变化，公司在本轮全球动力系统紧缺浪潮中的成长性有望超预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 收入的增长主要来自于航空发动机后市场需求的逐步释放，预计维修收入的比重在未来 3 年将有较大幅度的提升。

2) 公司 26-28 年毛利率分别为 9.9%、10.3%和 10.7%。公司新产品处于产量爬坡阶段，随着生产效率和熟练度的逐步提高，公司的毛利率将持续回升。

3) 公司 26-28 年管理费用率为 3.27%、2.86%和 2.45%。管理费用的下降主要考虑到公司新管理层强化内控以及销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
航发空发动机及衍生品					
销售收入（百万元）	44,994.1	43,476.3	47,235.0	55,560.0	66,528.2
增长率	10.0%	-3.4%	8.6%	17.6%	19.7%
毛利率	*9.5%*	8.5%	*9.3%*	*9.8%*	*10.3%*
外贸出口转包					
销售收入（百万元）	2,073.6	1,950.5	1,950.5	1,950.5	1,950.5
增长率	6.4%	-5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	*19.7%*	*20.6%*	*20.6%*	*20.6%*	*20.6%*
非航产品					
销售收入（百万元）	196.9	232.0	232.0	232.0	232.0
增长率	-24.9%	17.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	*18.4%*	*25.6%*	*25.6%*	*25.6%*	*25.6%*
其他业务					
销售收入（百万元）	615.2	672.7	672.7	672.7	672.7
增长率	-2.5%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	*13.1%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*	*10.3%*
合计	47,879.7	46,331.5	50,090.2	58,415.3	69,383.5
增长率	9.5%	-3.2%	8.1%	16.6%	18.8%
综合毛利率	*10.1%*	*9.1%*	*9.9%*	*10.3%*	*10.7%*

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年收入分别为 500.90、584.15、693.83 亿元，参考可比公司平均估值水平，我们认为公司的合理估值水平为 2026 年的 2.86 倍市销率，对应目标价为 53.77 元，首次给予买入评级。

表 1：航发动力可比公司估值

公司	代码		一致预期营业收入（百万元）	PS

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

		最新价格(元) 2026/6/22	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
中航沈飞	600760	41.80	44,656	48,954	54,606	61,667	2.65	2.42	2.17	1.92
中航成飞	302132	60.25	75,359	80,441	85,894	88,961	2.14	2.00	1.87	1.81
洪都航空	600316	27.73	7,449	10,471	14,698	19,042	2.67	1.90	1.35	1.04
航材股份	688563	50.65	2,858	3,125	3,505	3,969	7.97	7.29	6.50	5.74
航发控制	000738	19.24	5,172	5,445	5,822	6,313	4.89	4.65	4.35	4.01
航发科技	600391	35.30	4,323	4,905	5,817	7,281	2.70	2.38	2.00	1.60
	调整后平均						3.23	2.86	2.60	2.34

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

维修需求不及预期

发动机的维修需求取决于产品的使用强度，若飞行训练和实战演练强度下降，发动机的维修需求可能低于预期，影响盈利水平和估值。

新业务拓展不及预期

商发及燃机是复杂的系统工程，国内处于技术追赶状态，型号验证进度低于预期或产品的市场竞争力不及预期，均可能导致公司新业务拓展不及预期，影响盈利水平和估值。

现金流及减值风险

公司应收账款体量较大，若客户回款不及预期将影响正常经营所需现金流并推高负债，同时账期较长的应收账款可能产生减值导致公司盈利水平不及预期。

费用支出超预期风险

若公司客户回款滞后、新业务科研投入和销售费用增加较多，可能导致各项费用支出超预期增长对未来盈利造成负面影响

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,730	5,455	5,897	6,877	8,169
应收票据、账款及款项融资	40,608	49,477	53,491	62,381	74,094
预付账款	3,095	2,154	2,328	2,715	3,225
存货	31,699	32,196	34,525	40,084	47,392
其他	766	1,007	1,022	1,055	1,098
流动资产合计	**83,898**	**90,289**	**97,263**	**113,113**	**133,978**
长期股权投资	2,568	2,388	2,388	2,388	2,388
固定资产	22,537	23,410	24,173	25,151	26,200
在建工程	2,220	2,264	3,159	3,696	4,019
无形资产	2,568	2,578	2,380	2,182	1,983
其他	2,121	2,144	1,478	1,478	1,478
非流动资产合计	**32,015**	**32,783**	**33,578**	**34,894**	**36,067**
资产总计	**115,913**	**123,072**	**130,841**	**148,007**	**170,045**
短期借款	19,731	25,936	27,592	33,850	41,890
应付票据及应付账款	41,582	43,902	47,077	54,657	64,621
其他	9,297	8,256	8,702	9,690	10,992
流动负债合计	**70,610**	**78,093**	**83,371**	**98,197**	**117,503**
长期借款	822	679	679	679	679
应付债券	0	0	0	0	0
其他	(1,028)	(4,971)	(3,351)	(2,055)	(1,018)
非流动负债合计	**(206)**	**(4,291)**	**(2,672)**	**(1,376)**	**(339)**
负债合计	**70,404**	**73,802**	**80,699**	**96,821**	**117,164**
少数股东权益	5,633	9,079	9,198	9,335	9,492
实收资本（或股本）	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666
资本公积	27,452	27,343	27,343	27,343	27,343
留存收益	10,027	10,402	10,935	11,842	13,381
其他	(268)	(220)	0	0	0
股东权益合计	**45,509**	**49,270**	**50,142**	**51,186**	**52,881**
负债和股东权益总计	**115,913**	**123,072**	**130,841**	**148,007**	**170,045**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	983	738	652	1,204	2,016
折旧摊销	1,894	2,035	1,558	1,685	1,828
财务费用	457	627	1,044	1,189	1,453
投资损失	(165)	(349)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(10,653)	(7,799)	(2,911)	(6,301)	(8,307)
其它	(6,825)	330	211	8	8
经营活动现金流	**(14,309)**	**(4,418)**	**453**	**(2,315)**	**(3,103)**
资本支出	(2,755)	(2,653)	(3,001)	(3,002)	(3,002)
长期投资	(128)	193	320	0	0
其他	35	(843)	437	92	92
投资活动现金流	**(2,847)**	**(3,303)**	**(2,244)**	**(2,910)**	**(2,910)**
债权融资	(480)	(3,067)	1,620	1,296	1,037
股权融资	4	(109)	0	0	0
其他	16,959	8,647	613	4,909	6,267
筹资活动现金流	**16,483**	**5,471**	**2,233**	**6,205**	**7,304**
汇率变动影响	15	(10)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(658)**	**(2,260)**	**443**	**980**	**1,291**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**47,880**	**46,331**	**50,090**	**58,415**	**69,383**
营业成本	43,064	42,108	45,153	52,423	61,981
销售费用	293	308	334	371	415
管理费用	1,581	1,605	1,636	1,668	1,702
研发费用	995	773	773	802	833
财务费用	457	627	1,044	1,189	1,453
资产、信用减值损失	461	384	363	363	363
公允价值变动收益	(52)	(8)	(8)	(8)	(8)
投资净收益	165	349	100	100	100
其他	(58)	96	(57)	(220)	(303)
营业利润	**1,083**	**963**	**822**	**1,471**	**2,427**
营业外收入	85	37	37	37	37
营业外支出	32	93	93	93	93
利润总额	**1,136**	**907**	**767**	**1,416**	**2,371**
所得税	152	170	115	212	356
净利润	**983**	**738**	**652**	**1,204**	**2,016**
少数股东损益	123	103	119	137	157
归属于母公司净利润	**860**	**634**	**533**	**1,067**	**1,858**
每股收益（元）	0.32	0.24	0.20	0.40	0.70

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	9.5%	-3.2%	8.1%	16.6%	18.8%
营业利润	-35.7%	-11.1%	-14.6%	79.0%	64.9%
归属于母公司净利润	-39.5%	-26.3%	-16.0%	100.2%	74.2%
获利能力					
毛利率	10.1%	9.1%	9.9%	10.3%	10.7%
净利率	1.8%	1.4%	1.1%	1.8%	2.7%
ROE	2.2%	1.6%	1.3%	2.6%	4.4%
ROIC	2.2%	1.8%	2.0%	2.7%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	60.7%	60.0%	61.7%	65.4%	68.9%
净负债率	29.2%	44.7%	46.3%	55.7%	66.7%
流动比率	1.19	1.16	1.17	1.15	1.14
速动比率	0.74	0.74	0.75	0.74	0.74
营运能力					
应收账款周转率	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1
存货周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	0.32	0.24	0.20	0.40	0.70
每股经营现金流	-5.37	-1.66	0.17	-0.87	-1.16
每股净资产	14.96	15.08	15.36	15.70	16.28
估值比率					
市盈率	128.9	174.8	208.0	103.9	59.7
市净率	2.8	2.8	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	38.6	36.5	38.7	30.5	23.2
EV/EBIT	86.0	83.3	71.0	49.8	34.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

航发及燃机双轮驱动，全球稀缺的涡轮叶片供应商

核心观点

- **聚焦高温合金与医药双主业，医药稳增长夯实基本盘，高温合金高锐度成长性有望超预期。**医药业务：子公司内蒙双奇是国内唯一同时专注于消化及妇科两大人体微生态系统活菌产品的制药企业，壁垒高、盈利稳定。我们认为得益于临床诊疗抗生素减量，菌群微生态治疗方案渗透率提升，未来几年公司医药业务依然享有高于行业的增速。高温合金业务：公司以中南研究院、深圳万泽航空、上海万泽精铸三大平台为核心，卡位高难度的两机热端部件领域。随着核心件号陆续转批产，我们认为在本轮全球两机紧缺的大背景下，公司高温合金业务成长性有望超预期。
- **涡轮叶片全球紧缺，但海外扩产速度慢，中国企业有望把握机遇加速提升全球配套份额。**涡轮叶片作为热端关键部件，在很大程度上决定了整机功率、热效率与寿命，而材料、工艺、冷却三重约束的高度耦合又形成较高的技术和制造壁垒。全球范围内仅少数供应商具备涡轮叶片批产能力，并且受人口老龄化与技能断层影响，海外铸造熟练技工持续短缺，导致扩产速度慢。我们认为在全球两机紧缺背景下，国内涡轮叶片供应商迎来重要机遇，有望加速提升全球配套份额。
- **涡轮叶片存在高频次、高单价的刚性后市场需求，市场对该环节的商业价值认知不够充分。**涡轮叶片在高温与高转速耦合下长期承受极限热&力载荷，对接近损伤阈值的叶片实施定期检修与强制换件，形成高频次、高单价的刚性后市场需求。目前叶片市场空间和盈利水平的测算更多基于前市场，后市场的预期相对不够充分。
- **深度配套长江系列商用发动机，积极拓展燃机业务打造高温合金第二增长极。**子公司上海万泽是商发低压涡轮叶片的主要承制单位，荣获商发“2024 年度金牌供应商”及“长江项目一期突出贡献优秀集体”称号。我们认为随着商发取证转批产，公司高温合金业务有望迎来重要增长拐点。同时，公司积极拓展国内外燃机市场：国内与龙江广瀚、东方电气、联合重燃等深度合作，配套涡轮叶片等产品；海外取得多型燃气轮机叶片订单，与西门子能源形成战略协同并计划在海外投资建厂，布局后市场服务。我们认为燃机业务有望成为公司高温合金的第二增长极。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.58、0.86、1.28 元，考虑到高温合金业务 27 年盈利贡献提升较多，因此选择 2027 年可比公司平均估值作为参考，采用分部估值法对应目标价 40.09 元，首次给予买入评级。

风险提示

两机业务发展不及预期；高温合金盈利水平不及预期；医药业务增长不及预期

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,079	1,291	1,679	2,305	3,117
同比增长(%)	*9.9%*	*19.6%*	*30.1%*	*37.3%*	*35.2%*
营业利润(百万元)	223	199	337	512	763
同比增长(%)	*-8.4%*	*-10.9%*	*69.5%*	*51.6%*	*49.1%*
归属母公司净利润(百万元)	193	197	293	440	652
同比增长(%)	*9.2%*	*2.2%*	*48.8%*	*50.0%*	*48.3%*
每股收益（元）	0.38	0.39	0.58	0.86	1.28
毛利率(%)	75.0%	71.7%	68.9%	62.8%	58.1%
净利率(%)	17.9%	15.3%	17.5%	19.1%	20.9%
净资产收益率(%)	15.0%	13.3%	15.0%	17.5%	21.3%
市盈率	83.4	81.6	54.8	36.6	24.7
市净率	11.8	10.0	7.0	5.9	4.7

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级

买入（首次）

股价（2026年06月22日）	31.54 元
目标价格	40.09 元
52 周最高价/最低价	49.14/12.87 元
总股本/流通 A 股（万股）	50,955/50,091
A 股市值（百万元）	16,071
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 06 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.34	-12.17	-23.87	141.1
相对表现%	-0.09	-16.6	-34.66	109.57
沪深 300%	3.43	4.43	10.79	31.53



证券分析师

罗楠 执业证书编号：S0860518100001
香港证监会牌照：BXQ804
luonan@orientsec.com.cn
021-63326320

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

冯函 执业证书编号：S0860520070002
fenghan@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

鲍丙文 执业证书编号：S0860124070016
baobingwen@orientsec.com.cn
021-63326320

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

十年磨一剑，全球稀缺的涡轮叶片供应商.....4

盈利预测与投资建议.....9

盈利预测.....9
投资建议.....10

风险提示.....10

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：万泽股份深耕高温合金业务数十年 4
图 2：万泽股份依托三大平台构建了高温合金系统性竞争优势 5
图 3：涡轮叶片熔模铸造流程复杂且技术难度高 6
图 4：全球数据中心所需电力（GW）持续扩张 7
图 5：中东、北美、欧洲相较于我国，天然气发电占比较高 7
图 6：相较核电煤电等，气电建设与运行成本更低 7

表 1：医药业务市场占有率高 8
表 2：万泽股份可比公司估值 10
表 3：2027 年分部估值结果 10

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

十年磨一剑，全球稀缺的涡轮叶片供应商

多轮战略蜕变，聚焦高温合金与医药双主业。1）万泽股份前身为汕头电力发展股份有限公司，成立于 1992 年，1994 年 1 月以“汕电力”为股票简称登陆深交所，系粤东地区首家上市公司；2006 年，万泽集团通过收购原控股股东所持 29%股权成为公司第一大股东，2009 年推动公司完成更名，自此确立新的发展主体。2）2013 年，公司与中南大学展开战略合作，正式切入高温合金材料与构件赛道，2016 年进入产业化阶段；2022 年，深汕高温合金一期工程完工并实现批量生产，高温合金业务迈入新发展阶段。3）2019 年，公司完成重大资产置换，将房地产业务整体置出，同步引入内蒙双奇医药优质资产，由此形成高温合金制品与医药（微生态活菌产品）并驾齐驱的双主业格局。

卡位稀缺涡轮叶片环节，顶尖研发团队赋能，公司高温合金业务有望全面进入高增长通道。公司是国内极少数具备从高温合金材料研发到部件制备全流程研制能力的民营企业，并与国内部分科研院所和企业建立了长期稳定的合作关系，公司所生产的定向、单晶及等轴晶叶片产品已先后在我国多型号航空发动机、燃气轮机等装备中获得应用。公司于 2014 年注册成立深圳万泽中南研究院有限公司，致力于高温合金研发。中南研究院核心研发团队专家组成员均曾在国内外航空发动机公司及其供应商长期从事研发和产业化工作，是高温合金研发、精密铸造领域顶尖级主任工程师，是目前我国高温合金领域为数不多达到国际一流水平的研发团队。

图 1：万泽股份深耕高温合金业务数十年



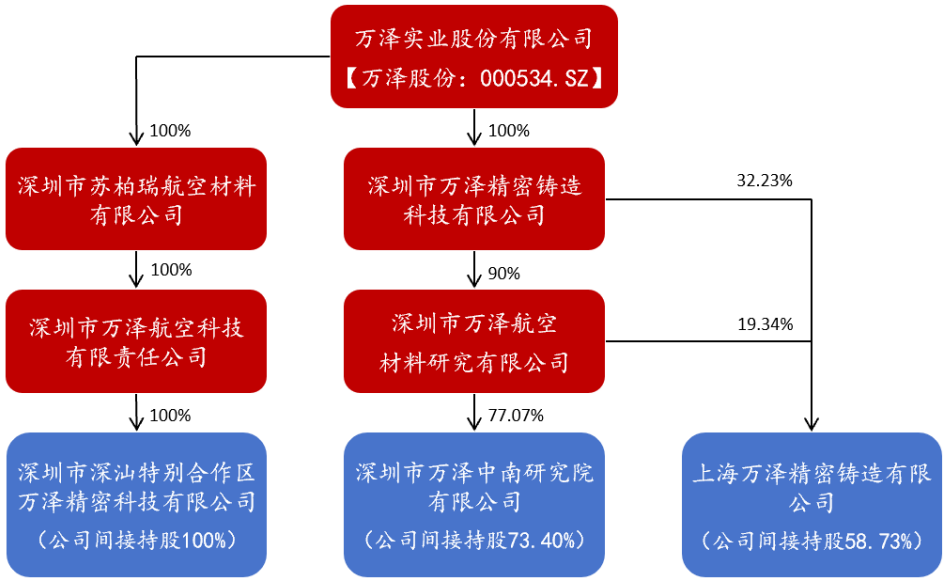
数据来源：公司官网，东方证券研究所

万泽股份是国内极少数兼具高温合金材料研发与全流程生产制造能力的稀缺民营企业。公司以万泽中南研究院、深圳万泽科技、上海万泽精铸三大平台为核心，分别承担技术研发攻关、粉末盘件批产、精密叶片铸造等职能，三者协同贯通，共同构建起完整的一体化产业链。公司在航空发动机与燃气轮机配套商中卡位难度较高的热端部件领域，具备较高的稀缺性和系统性竞争优势。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：万泽股份依托三大平台构建了高温合金系统性竞争优势（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

涡轮叶片是航空发动机/燃气轮机最核心部件，制造难度大、技术壁垒高。叶片涵盖风扇、压气机与涡轮叶片三大类，其中涡轮叶片作为热端关键部件，在很大程度上决定整机功率、热效率与寿命。涡轮叶片制造壁垒源于材料、工艺、冷却三重约束的高度耦合——国际先进重型燃机涡轮前进口温度已达 1350~1500℃并向 1700℃演进，显著逼近镍基高温合金承温极限，须依靠单晶/定向合金、复杂气膜冷却与热障涂层协同支撑。随着重型燃机叶片尺寸增大和冷却通道结构日趋复杂，定向凝固、液态金属冷却等工艺窗口持续收紧，研制与放量呈现周期长、验证环节多的固有特征，共同构成显著的供给侧壁垒。

涡轮叶片后市场空间大，市场对叶片环节的商业价值认知相对不够充分。涡轮叶片在高温与高速旋转耦合下长期承受热–力载荷（极限高温+离心应力），薄壁区域蠕变形变持续累积，工程实践中通常依据材料持久曲线与蠕变变形容限设定寿命裕度，对接近损伤阈值的叶片实施定期检修与强制换件，形成高频次、高单价的刚性后市场需求。在航发和燃机等领域，涡轮叶片的后市场价值往往高于前市场价值。

涡轮叶片全球供给高度紧张，中国制造有望把握战略窗口切入全球配套。发动机的各类零部件中，涡轮叶片具备技术难度大、进入壁垒高、扩产速度慢的特点。当前全球仅少数企业具备批量生产涡轮叶片的能力，并且受人口老龄化与技能断层影响，海外铸造熟练技工持续短缺，大量经验工人退休离场而难以补位。在 2020~2023 年疫情冲击下，全球涡轮叶片龙头 PCC 裁员约三分之一，Howmet 也裁掉接近 20%员工。在商发需求复苏与数据中心能源项目拉动背景下，欧美锻铸环节的“人+产能”缺口短时间内仍难以修复。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：涡轮叶片熔模铸造流程复杂且技术难度高



数据来源：腾讯网，东方证券研究所

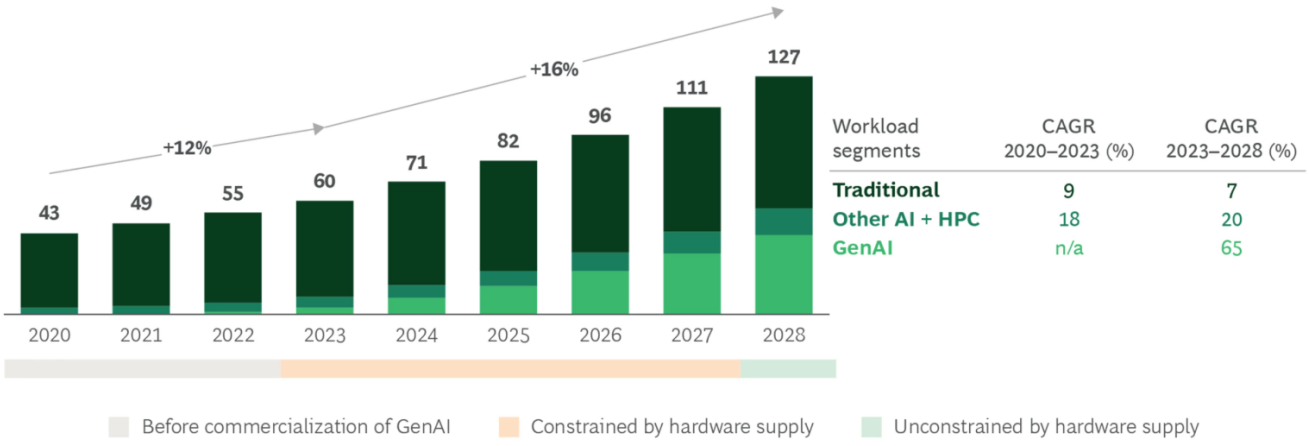
上海万泽作为商发低涡叶片核心供应商，有望随着 CJ1000 取证批产迎来重要成长拐点。公司子公司上海万泽是商发大涵道商用涡扇发动机低压涡轮叶片的主要承制单位，承接了低压涡轮导向叶片三联整铸等高难度研制任务，在保障两型发动机顺利通过适航认证的过程中发挥着重要作用。公司凭借持续稳定的供应能力，荣获中国航发商发“2024 年度金牌供应商”及“长江项目一期突出贡献优秀集体”称号。我们认为市场对公司在商用发动机产业链的重要性认知相对不够充分，全球范围内能稳定批量供应涡轮叶片的企业也屈指可数，在零件环节具备更高的附加值和后市场潜力。公司十年磨一剑，成功跻身发动机最核心环节供应商，随着商发取证并顺利放量，公司高温合金业务增速和市场地位有望再上一个台阶。

2023 年开始人工智能算力扩张对能源系统需求侧带来显著拉动效应。根据 BCG 预测，自 2023 年生成式人工智能开始商业化后，数据中心建设迎来高速增长，在 2023~2028 年期间将带来约 67GW 的新增电力需求，并预计在 2028 年硬件供给限制解除后会进一步加速。而根据 IEA（国际能源署）的预测，到 2030 年全球数据中心电力需求预计将增长一倍以上，将达到约 945TWh，显示出人工智能算力扩张对能源系统需求侧的显著拉动效应。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：全球数据中心所需电力（GW）持续扩张

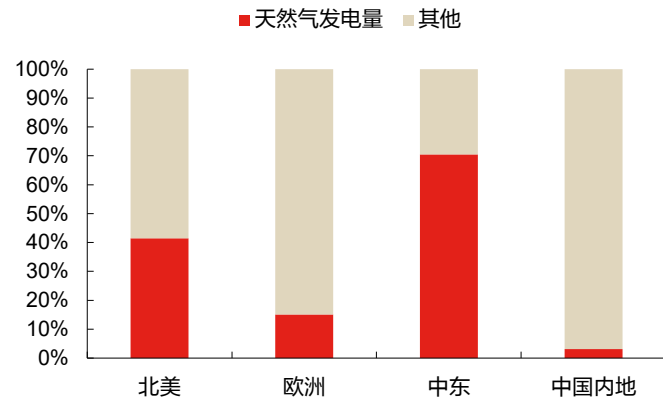


数据来源：BCG，东方证券研究所

北美、欧洲、中东相较于我国，天然气（燃机发电）占比较高。北美、欧洲、中东天然气供电占比分别为 41.51%、15.14%、70.49%。由于电力需求持续增长，而可再生能源替代仍处于起步阶段，天然气依然是主要的能源支撑。北美凭借成熟的页岩气开采技术，天然气供应充裕且价格相对低廉；中东作为全球天然气资源最为丰富的地区之一，产业体系完善；欧洲则更加重视天然气在电力系统中快速响应负荷变化的特性，将其视为实现能源转型过程中的关键调节能源。

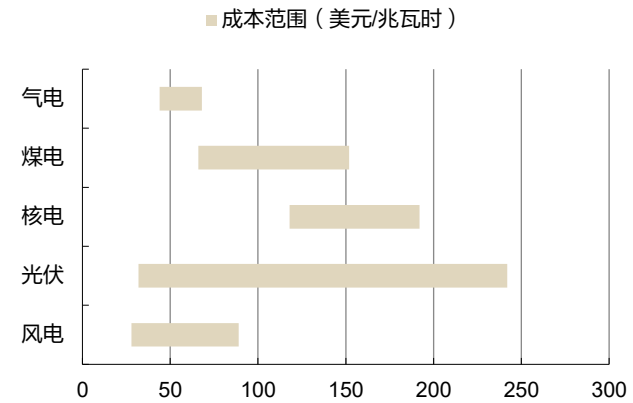
燃机发电是当前最契合数据中心的供电方式。燃机发电技术成熟、供电稳定且部署灵活，能够高效满足数据中心对可靠与可扩展电力的需求。气电项目建设周期显著短于其他常规电源。单循环气电仅需约 10–12 个月，联合循环也仅 16–20 个月即可投运；相比之下，核电反应堆建设平均耗时约 7.5 年，周期远超气电，凸显气电在应对电力负荷增长及电源建设不确定性方面的灵活优势。同时，相较风电、光伏、核电与煤电，气电建设与运行成本更低，具备经济性优势。

图 5：中东、北美、欧洲相较于我国，天然气发电占比较高



数据来源：世界能源统计年鉴，东方证券研究所

图 6：相较核电煤电等，气电建设与运行成本更低



数据来源：Lazard，东方证券研究所

叶片环节产能扩建难度高、周期长，欧美锻铸环节“人+产能”缺口短时间内仍难以修复。相比于整机装配环节，中上游由于重资产属性，产能扩建难度高、周期长。中上游扩产普遍需 3–4 年、动辄数十亿元资本开支，供给弹性释放较慢，成为产业链阶段性瓶颈。同时，欧洲发达国家熟练锻铸造工人短缺且短期难以培养。欧洲金属加工等重工业领域受人口老龄化与技能断层影响，熟练技工持续短缺，大量经验工人退休离场而难以补位。与此同时，在 2020~2023 年疫情冲击下，Precision Castparts 裁员约三分之一，竞争对手 Howmet 也裁掉接近 20%员工，原有高技能铸锻产能被一次性“砍掉”。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

中国供应商迎来战略发展机遇期，积极切入海外航空发动机和燃气轮机产业链。近年来，国内航发产业取得了长足进步，围绕涡轮叶片、压气机叶片、环件以及壳体类关键部件，已培养出一批具备国际对标能力的优质锻造及高温合金供应商。同时，这些企业过去数年相继通过 IPO、定增等方式加速扩产，在高温合金母材、精密锻件以及单晶/定向叶片等领域形成规模化供给能力。随着产业链协同效率提升与国产化替代加速，国内燃机与航发核心零部件供应体系正进入战略发展机遇期。

公司积极拓展燃机业务，有望成为收入第二增长极。公司作为国内燃气轮机零部件重要供应商，积极拓展国内外市场，当前与多家海外能源公司就深化合作达成共识，并正进一步扩展燃气轮机零部件的后服务市场。1）在中小型燃机方面，公司的高温合金产品获得了龙江广瀚的高度认可并获得“金牌供应商”称号，承接了龙江广瀚从 2MW 到 40MW 的全系列燃机高温合金叶片；2）在中重型燃气轮机方面，先后与上海电气、联合重燃等国内主机厂进行合作，并成功进入东方电气、杭汽等主机厂供应商体系，跻身国内核心供应商；3）在燃气轮机海外市场，公司也取得了多型燃气轮机叶片订单，覆盖了 6MW、32MW、50MW 以及 480MW 多型燃气轮机叶片；4）计划在海外投资建厂，实现供应链本地化、降低成本，满足客户所在地区域对能源装备零部件日益增长的需求。我们认为燃气轮机作为启动快、高效稳定的发电设备将充分受益于 AI 数据中心需求增长，公司作为核心供应商，燃机业务有望成为收入第二增长极。

医药业务持续稳定发展。子公司内蒙双奇是国内唯一同时专注于消化及妇科两大人体微生态系统的制药企业。旗下核心品种"金双歧"（双歧杆菌乳杆菌三联活菌片）主要用于肠道菌群失调所致腹泻及便秘的治疗，"定君生"（阴道用乳杆菌活菌胶囊）则是国内唯一采用阴道原籍菌株的妇科微生态活菌药品——两款产品均以人体原籍菌为活菌来源，具备较高的技术门槛与竞争壁垒，在细分赛道内均属稀缺品种，并连续多年纳入国家医保目录，市场知名度与占有率持续领先。展望未来，凭借产品的稀缺性属性、医保目录的长期支撑以及持续强化的全国营销渠道体系，公司医药板块有望在竞争格局相对稳定的前提下，维持较为可观的收入增速。

表 1：医药业务市场占有率高

产品	图片	功能
金双歧 (双歧杆菌乳杆菌三联活菌片)		主要用于治疗肠道菌群失调弓起的腹泻及便秘
定君生 (阴道用乳杆菌活菌胶囊)		国内唯一治疗妇科感染的阴道微生态活菌药品
今日益菌、三联益生菌粉 (益生菌新赛道)		今日益菌：膳食补充剂 三联益生菌粉：为便秘人群提供微生态解决方案

数据来源：公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

1) 26-28 年收入增长的主要增量来自于高温合金业务的快速发展，预计燃机、商发需求在未来 3 年将成为拉动该板块的主要力量。高温合金材料销售 26-28 年毛利率分别为 30.0%、31.0%、32.0%。毛利率上升主要得益于燃机和商发销售规模提升带来产能利用率和生产熟练度的提升.

2) 26-28 年医药业务增长基本保持在 10~20%区间，主要得益于临床诊疗抗生素减量，菌群微生态治疗方案的渗透率持续提升。毛利率基本保持稳定，主要得益于金双岐和定君生稳固的市场地位，属于独家新药品种，目前不受带量集中采购的影响。

3) 公司 26-28 年毛利率分别为 68.9%、62.8%、58.1%。毛利率下降原因：毛利率低相对低的高温合金业务增速更快，占比提升。

4) 公司 26-28 年销售费用率为 24.77%、20.46%、17.10%。销量费用主要来自于医药业务，高温合金业务占比的快速提升将摊薄公司整体销售费用率水平。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
高温合金材料销售					
销售收入（百万元）	235.7	333.5	584.9	1,062.4	1,716.1
增长率	-7.3%	41.5%	75.4%	81.6%	61.5%
毛利率	*28.0%*	*20.9%*	*30.0%*	*31.0%*	*32.0%*
金属检测					
销售收入（百万元）	10.8	5.0	5.5	6.1	6.7
增长率	*207.1%*	*-53.2%*	*10.0%*	*10.0%*	*10.0%*
毛利率	55.5%	40.7%	40.7%	40.7%	40.7%
金双岐					
销售收入（百万元）	536.7	602.0	674.2	748.4	823.2
增长率	6.4%	12.2%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利率	88.6%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
定君生					
销售收入（百万元）	267.1	323.3	388.0	461.7	544.8
增长率	36.8%	21.1%	20.0%	19.0%	18.0%
毛利率	92.2%	93.0%	93.0%	93.0%	93.0%
微生态大健康产品					
销售收入（百万元）	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
增长率	34.7%	-4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	40.6%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
其他业务					
销售收入（百万元）	27.6	25.7	25.7	25.7	25.7
增长率	19.2%	-7.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.4%	45.5%	45.5%	45.5%	45.5%
合计	1,078.9	1,290.5	1,679.3	2,305.2	3,117.5

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

增长率	9.9%	19.6%	30.1%	37.3%	35.2%
综合毛利率	75.0%	71.7%	68.9%	62.8%	58.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.58、0.86、1.28 元，参考 2027 年可比公司平均估值，采用分部估值法对应目标价 40.09 元，首次给予买入评级。

表 2：万泽股份可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/6/22	每股收益（元）				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
医药板块										
科拓生物	300858	15.40	0.36	0.41	0.55	0.81	42.93	37.40	27.79	19.09
蔚蓝生物	603739	12.22	0.28	0.35	0.37	0.39	44.29	35.27	32.90	31.19
技源集团	603262	30.44	0.33	0.34	0.49	0.70	91.08	89.63	62.56	43.73
广誉远	600771	13.45	0.13	0.25	0.30	0.37	104.43	53.74	44.19	35.88
	调整后平均						67.69	45.57	38.54	33.53
高温合金板块										
应流股份	603308	69.26	0.51	0.92	1.37	2.02	134.90	75.18	50.61	34.29
航发科技	600391	35.30	0.18	0.32	0.47	0.65	191.43	109.36	75.12	53.99
航发动力	600893	41.60	0.24	0.23	0.30	0.37	174.79	182.54	139.83	111.02
航宇科技	688239	58.49	0.97	1.58	2.15	2.88	60.05	37.10	27.23	20.28
	调整后平均						154.85	92.27	62.87	44.14

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：2027 年分部估值结果

业务分部	EPS（元）	可比公司平均估值水平	对应目标价（元）
医药	0.59	39	23.17
高温合金	0.27	63	16.91
分部估值结果			40.09

数据来源：东方证券研究所

风险提示

两机业务发展不及预期

两机业务的推进取决于商发批产进度和燃机客户件号验证进度，若商发取证进度、燃机件号验证低于预期，公司两机业务发展速度可能低于预期，影响盈利水平和估值。

高温合金盈利水平不及预期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司 26~28 年高温合金销售收入占比分别为 34.83%、46.09%、55.05%，毛利占比分别为 15.16%、22.77%、30.32%。涡轮叶片技术难度高、良率控制不易，公司下游型号开拓和件号验证较多，若新品生产效率不及预期可能影响高温合金盈利水平，从而影响盈利水平和估值。

医药业务增长不及预期

公司菌群微生态产品增长主要受益于临床诊疗方案的转变，医疗技术变革可能导致菌群微生态使用率下降，以及带量集中采购可能导致公司产品增长不及预期。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	381	313	555	473	576
应收票据、账款及款项融资	438	566	737	1,011	1,368
预付账款	5	5	6	9	12
存货	344	455	652	1,072	1,631
其他	65	88	90	92	95
流动资产合计	**1,233**	**1,427**	**2,040**	**2,657**	**3,681**
长期股权投资	10	11	11	11	11
固定资产	763	832	1,366	1,782	2,097
在建工程	1,095	1,359	1,131	984	857
无形资产	399	375	360	345	330
其他	470	586	560	535	532
非流动资产合计	**2,737**	**3,163**	**3,428**	**3,657**	**3,827**
资产总计	**3,970**	**4,590**	**5,468**	**6,313**	**7,508**
短期借款	372	570	570	570	570
应付票据及应付账款	301	424	607	998	1,518
其他	315	354	365	382	405
流动负债合计	**988**	**1,348**	**1,542**	**1,950**	**2,493**
长期借款	1,099	1,141	1,141	1,141	1,141
应付债券	0	0	0	0	0
其他	334	332	332	332	332
非流动负债合计	**1,433**	**1,473**	**1,473**	**1,473**	**1,473**
负债合计	**2,421**	**2,821**	**3,015**	**3,424**	**3,967**
少数股东权益	188	165	160	157	157
实收资本（或股本）	510	510	510	510	510
资本公积	(86)	(16)	380	380	380
留存收益	937	1,110	1,403	1,842	2,494
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	**1,549**	**1,768**	**2,453**	**2,890**	**3,541**
负债和股东权益总计	**3,970**	**4,590**	**5,468**	**6,313**	**7,508**

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	187	170	288	437	652
折旧摊销	96	109	116	154	164
财务费用	38	40	39	38	38
投资损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(280)	(125)	(176)	(291)	(378)
其它	74	(79)	(1)	0	0
经营活动现金流	**114**	**113**	**266**	**339**	**476**
资本支出	(574)	(372)	(381)	(383)	(334)
长期投资	(17)	(2)	0	0	0
其他	130	(17)	0	0	0
投资活动现金流	**(461)**	**(391)**	**(381)**	**(383)**	**(333)**
债权融资	554	67	0	0	0
股权融资	13	70	396	0	0
其他	(98)	68	(39)	(38)	(38)
筹资活动现金流	**469**	**205**	**357**	**(38)**	**(38)**
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**123**	**(73)**	**243**	**(83)**	**104**

利润表

单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,079**	**1,291**	**1,679**	**2,305**	**3,117**
营业成本	269	365	522	859	1,306
销售费用	269	362	416	472	533
管理费用	137	134	146	160	176
研发费用	173	211	246	285	313
财务费用	38	40	39	38	38
资产、信用减值损失	(1)	22	11	11	11
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资净收益	1	0	0	0	0
其他	29	42	38	31	23
营业利润	**223**	**199**	**337**	**512**	**763**
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	**225**	**198**	**337**	**511**	**762**
所得税	38	29	49	74	110
净利润	**187**	**170**	**288**	**437**	**652**
少数股东损益	(6)	(27)	(5)	(3)	0
归属于母公司净利润	**193**	**197**	**293**	**440**	**652**
每股收益（元）	0.38	0.39	0.58	0.86	1.28

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	9.9%	19.6%	30.1%	37.3%	35.2%
营业利润	-8.4%	-10.9%	69.5%	51.6%	49.1%
归属于母公司净利润	9.2%	2.2%	48.8%	50.0%	48.3%
获利能力					
毛利率	75.0%	71.7%	68.9%	62.8%	58.1%
净利率	17.9%	15.3%	17.5%	19.1%	20.9%
ROE	15.0%	13.3%	15.0%	17.5%	21.3%
ROIC	7.9%	6.0%	8.1%	10.4%	13.5%
偿债能力					
资产负债率	61.0%	61.5%	55.1%	54.2%	52.8%
净负债率	79.1%	88.1%	53.6%	48.4%	36.6%
流动比率	1.25	1.06	1.32	1.36	1.48
速动比率	0.90	0.72	0.90	0.81	0.82
营运能力					
应收账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.1	3.0
存货周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	0.38	0.39	0.58	0.86	1.28
每股经营现金流	0.22	0.22	0.52	0.66	0.93
每股净资产	2.67	3.15	4.50	5.36	6.64
估值比率					
市盈率	83.4	81.6	54.8	36.6	24.7
市净率	11.8	10.0	7.0	5.9	4.7
EV/EBITDA	49.1	50.4	35.6	24.9	18.2
EV/EBIT	67.1	73.4	46.6	31.9	21.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。