

万泽股份（000534）

医药业务筑牢业绩压舱石，航发国产化+数据中心建设助力高温合金快速发展

买入（首次）

2026 年 07 月 28 日

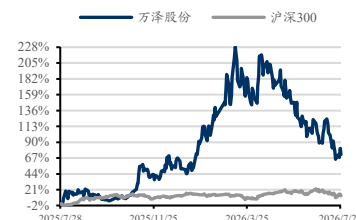
证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,079	1,291	2,139	3,291	5,570
同比（%）	9.93	19.62	65.79	53.84	69.22
归母净利润（百万元）	192.74	197.02	355.37	454.90	662.84
同比（%）	9.17	2.22	80.37	28.01	45.71
EPS-最新摊薄（元/股）	0.38	0.39	0.70	0.89	1.30
P/E（现价&最新摊薄）	66.04	64.61	35.82	27.98	19.20

股价走势



投资要点

- **高温合金+微生物药品，凭技术和产品优势快速拓展业务范围：高温合金业务方面：**2025 年高温合金业务受益于航空航天、核电等下游领域需求复苏，叠加产能持续释放，实现快速增长，成为业绩增长的核心引擎。公司凭借成熟的研发技术与稳定的产品质量，持续斩获下游核心客户订单，2025 年高温合金业务实现营业收入 3.39 亿元，占总营收比重达 26.24%，较上年同期有大幅提升。**微生物药品方面：**整合活体生物创新药（LBP）的自主研发与产业转化平台，掌握从“菌”到“药”全链条核心技术。同时公司聚焦微生态制剂领域，布局益生菌、益生元等特色产品，培育新的盈利增长点。
- **万泽股份两大核心产业在各自产业链中均占据核心枢纽位置，依托独特的竞争壁垒，深度契合行业政策导向与发展趋势：**高温合金产业作为连接上游基础材料与下游高端装备应用的核心纽带，精准承接国产替代与高端装备升级政策红利，契合高温合金行业向高端化、一体化发展的趋势。微生物药品业务以全资子公司内蒙双奇为核心，形成了两大具有独家竞争壁垒的产品，凭借 30 年积累的独家菌种库，形成了难以突破的竞争壁垒，2025 年公司微生物药品业务整体毛利率高达 90.97%，显著领先于同行，盈利质量优异。
- **两机专项+高端装备放量+能源转型三重共振。**高温合金产品深度契合国家最新政策需求，有望深度受益：万泽股份高温合金业务迎来政策、高端装备放量、能源转型三重共振。两机专项助力我国大幅提升航空发动机和燃气轮机自主研发能力，众多订单持续落地筑牢政策底座，国产大飞机、低空经济带航空端需求高增。2026 年受 AI 基础设施建设推动，燃机装机扩容打开第二增长曲线。当前我国民用航发国产化率仍处于低位，国产替代空间广阔，在下游需求持续高增的背景下，具备核心制备技术壁垒、稳定规模化量产能力、已进入下游龙头企业供应链的头部厂商，将持续享受行业高景气红利，业绩兑现确定性强。
- **盈利预测与投资评级：**公司医药稳定发展，高温合金在航发国产化和 AI 数据中心建设拉动下快速起量，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 21.4/32.9/55.7 亿元；归母净利润 3.55/4.55/6.63 亿元；对应 PE 分别为 36/28/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**两机客户集中度过高风险；上游材料涨价风险；生产安全风险。

市场数据

收盘价(元)	24.98
一年最低/最高价	14.18/49.14
市净率(倍)	7.41
流通 A 股市值(百万元)	12,553.40
总市值(百万元)	12,728.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.37
资产负债率(% ,LF)	64.38
总股本(百万股)	509.55
流通 A 股(百万股)	502.54

相关研究

内容目录

1. 集中力量深耕主业，医药合金板块双驱动	4
1.1. 聚焦高温合金与生物医药	4
1.2. 踩准时代节拍，谋求战略转型	4
1.3. 股权结构稳定，子公司业务分工明确	5
1.4. 公司经营业绩持续增长，净利润水平稳健提升	5
1.5. 股权激励绑定核心人才，长效机制赋能经营提质	7
2. 高温合金业务：全球高端制造供应链自主化，航空发动机与燃气轮机“心脏材料”核心支撑	8
2.1. 多核心产品优势，高温合金产品全流程能力突出	8
2.2. 军民市场用途广泛，高温合金发展迅速	9
2.3. 核心增量市场爆发，引爆燃气轮机产量需求	10
2.4. 技术+资质+量产三重壁垒，领跑国内高端航空叶片赛道	11
2.5. 海外布局提速，国际化业务开辟新局面	12
3. 微生物药品业务：独家品种垄断细分市场，稳定现金流的核心压舱石	13
3.1. 双品独家筑壁垒，深耕微生态获认可	13
3.2. 三力驱动需求升，市场扩容显韧性	14
3.3. 医药健康板块稳步推进	15
3.4. 新布局谋增长	15
4. 盈利预测与投资评级	16
4.1. 业务拆分	16
4.2. 估值评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

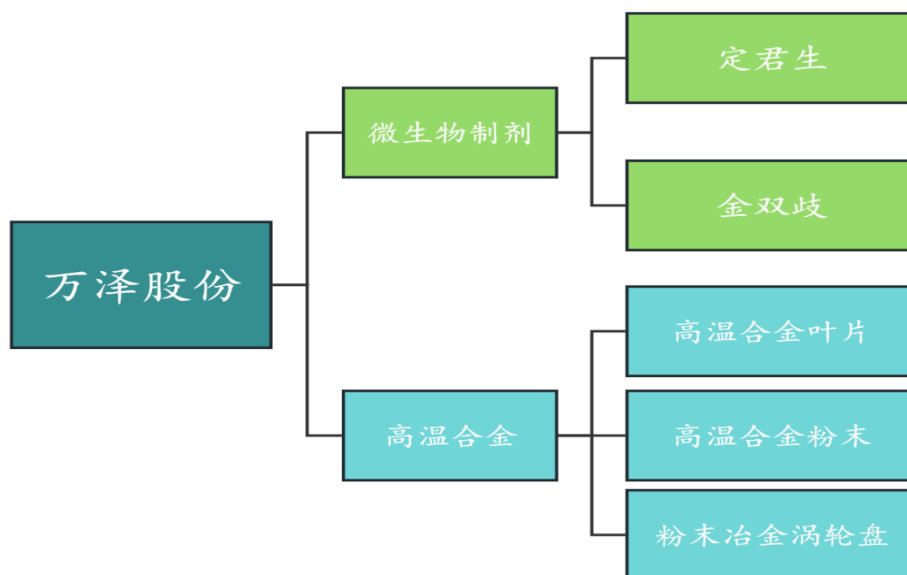
图 1: 万泽股份具体业务板块.....	4
图 2: 万泽股份发展历程.....	5
图 3: 万泽股份股权结构及主要子公司（截至 2026Q1）	5
图 4: 2021-2026Q1 万泽股份总营收及同比增长率.....	6
图 5: 2021-2026Q1 万泽股份归母净利润及同比增长率.....	6
图 6: 2021-2025 医药制造业主营收入与毛利率.....	7
图 7: 2021-2025 合金制造业主营收入和毛利率.....	7
图 8: 万泽股份营收比例分布图.....	7
图 9: 万泽高温合金核心产品样图.....	8
图 10: 高温合金用途.....	9
图 11: 高温合金在航空发动机中的应用.....	10
图 12: 燃气轮机示意图.....	10
图 13: 数据中心规模分布预测与趋势展望.....	11
图 14: 参与第十二届航空动力与燃气轮机聚焦展.....	13
图 15: 万泽股份与西门子合作.....	13
图 16: 万泽股份与沙特工业和矿产资源部达成合作.....	13
图 17: 万泽股份医药产品.....	14
图 18: 肠道微生物制剂各种菌类消费额占比.....	15
图 19: 万泽股份与厌氧生物合作.....	16
图 20: 万泽股份业务拆分.....	17
图 21: 可比公司估值（截至 2026/7/24）	18
 表 1: 高温合金叶片赛道国内国际竞争格局.....	 11

1. 集中力量深耕主业，医药合金板块双驱动

1.1. 聚焦高温合金与生物医药

万泽股份深耕高温合金材料与生物医药双主业，构建“技术壁垒+市场刚需”双轮驱动格局。公司是国内少数具备高温合金材料研发能力及精密构件全流程产业化能力的民营企业，产品深度融入航空发动机、燃气轮机等国家重大装备供应链；同时作为微生态制剂细分领域领军企业，“金双歧”“定君生”等核心产品连续十余年稳居细分品类前列，双主业共同实现“材料硬科技”与“生物制药”双开花。公司正处于战略转型成长期，高温合金业务产业化正在加速建设阶段，在高温合金产业化全面达产前，公司主要依靠较为稳定的微生态活菌产品业务支撑公司盈利。

图1：万泽股份具体业务板块

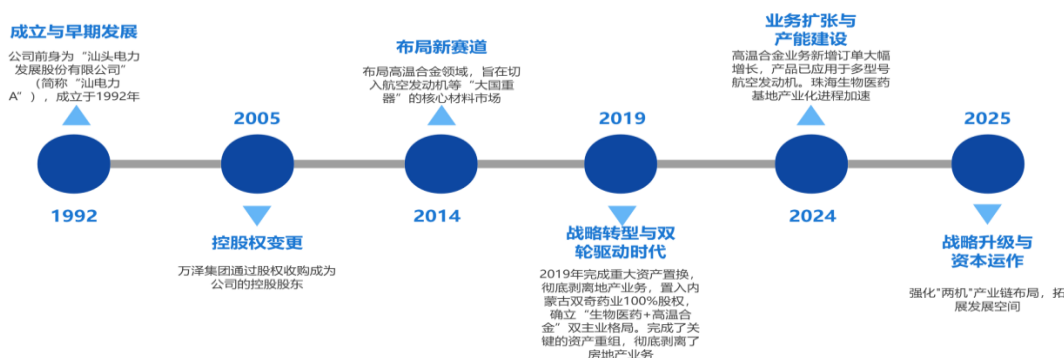


数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

1.2. 踩准时代节拍，谋求战略转型

1992年，公司前身“汕头电力发展股份有限公司”成立，开启早期发展；2005年，万泽集团通过股权收购成为公司控股股东，开启战略调整新篇章；2014年，公司布局高温合金新赛道，切入航空发动机等核心材料市场；2019年，公司完成重大资产置换，彻底剥离房地产业务，置入内蒙古双奇药业100%股权，正式确立“生物医药+高温合金”双主业格局；2024年，高温合金业务新增订单大幅增长，产品已应用于多型号航空发动机，同时珠海生物医药基地产业化进程加速；2025年，公司进一步强化“两机”产业链布局，通过资本运作拓展发展空间，实现了从地方电力企业到专注高科技高温合金材料与生物医药的民营企业的成功蜕变。

图2：万泽股份发展历程



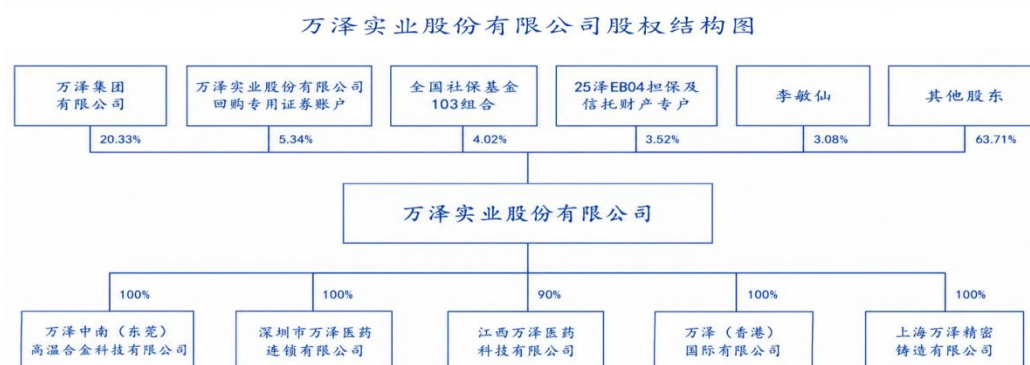
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.3. 股权结构稳定，子公司业务分工明确

根据万泽股份披露的股权及子公司架构信息，截至 2026 年一季报，公司第一大股东为万泽集团有限公司，持股比例为 20.33%；公司回购专用证券账户持股 5.34%，全国社保基金 103 组合持股 4.02%，25 泽 EB04 担保及信托财产专户持股 3.52%，自然人股东李敏仙持股 3.08%，其他股东合计持股 63.71%。

公司旗下拥有多家全资及控股子公司，分别承担不同职能及业务种类，业务分工明确。公司通过“母公司统筹+子公司专业化运营”模式，布局多家全资/控股及参股子公司，核心子公司聚焦“高温合金”与“医药健康”两大主业，业务分工明确，起到了财务层面的风险对冲与稳定作用。2026 年一季度子公司运营稳步推进，为母公司业绩增长提供有力支撑。

图3：万泽股份股权结构及主要子公司（截至 2026Q1）

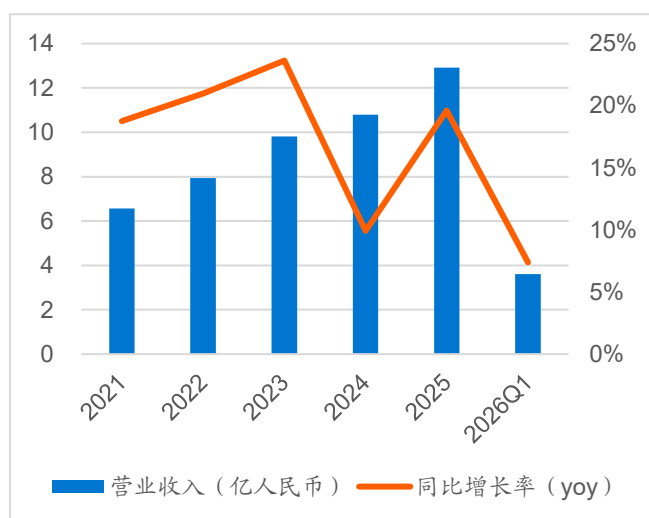


数据来源：公司 2026 年一季报、东吴证券研究所

1.4. 公司经营业绩持续增长，净利润水平稳健提升

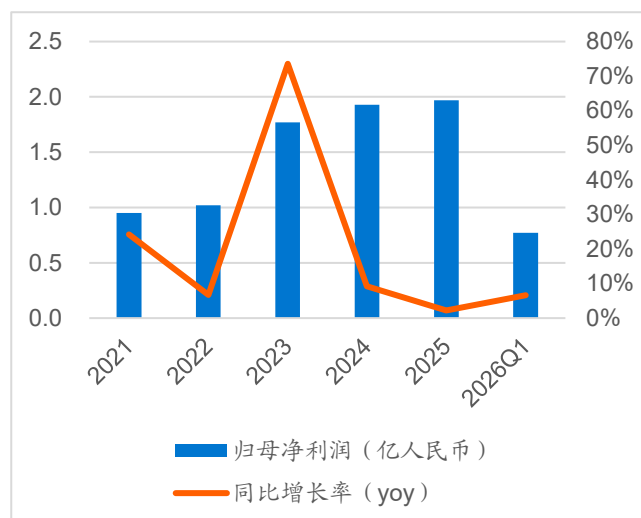
万泽股份 2021—2025 年营业收入由 6.56 亿人民币增长至 12.91 亿人民币，年均复合增速约 18.44%，整体保持较快扩张。2021—2025 年公司营收同比增速分别为 18.77%、20.97%、23.63%、9.93%、19.62%，其中 2023 年增速达到阶段高点，2024 年有所回落，2025 年再次恢复到接近 20% 的增长水平。2026 年一季度公司实现营业收入 3.60 亿人民币，同比增长 7.39%，但短期增速较 2025 年全年有所放缓。归母净利润方面，公司 2021—2025 年由 0.95 亿人民币增长至 1.97 亿元人民币，年均复合增速约 20.00%；2021—2025 年归母净利润同比增速分别为 24.20%、6.74%、73.57%、9.17%、2.22%。2023 年利润释放较为明显，2024—2025 年利润继续增长但增速趋缓。2026 年一季度归母净利润为 0.77 亿人民币，同比增长 6.58%。

图4：2021—2026Q1 万泽股份总营收及同比增长率



数据来源：Choice、公司公告、东吴证券研究所

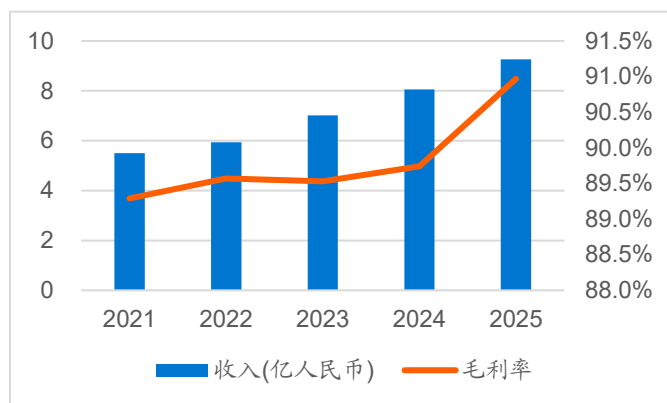
图5：2021—2026Q1 万泽股份归母净利润及同比增长率



数据来源：Choice、公司公告、东吴证券研究所

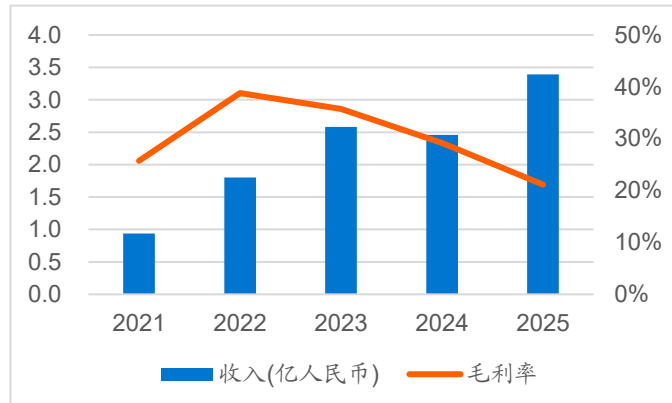
医药制造业和合金制造业是万泽股份的两大主要收入来源，其中医药制造业仍是公司利润贡献的核心板块。2021—2025 年，医药制造业收入由 5.50 亿人民币增长至 9.26 亿人民币，毛利率长期维持在 89.29%—90.97% 的高水平，盈利质量较强，是公司整体毛利和净利润的重要支撑。2021—2025 年，合金制造业收入则由 0.94 亿人民币增长至 3.39 亿人民币，收入规模扩张较快。合金制造业板块正在跨过盈亏平衡点，毛利率波动较大，2021—2025 年分别为 25.73%、38.79%、35.76%、29.21%、21.15%。

图6：2021-2025 医药制造业主营收入与毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

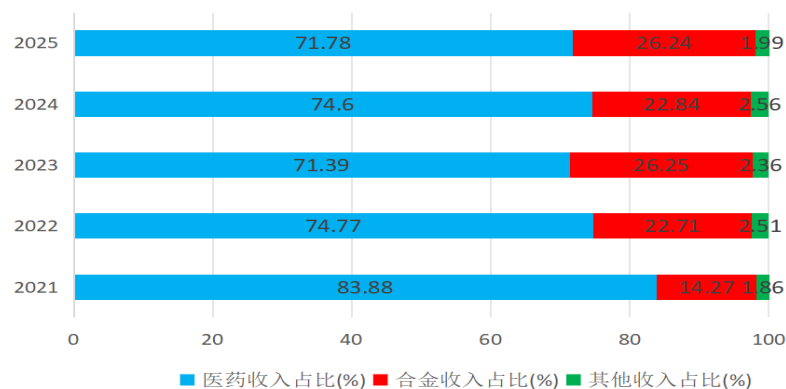
图7：2021-2025 合金制造业主营收入和毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

万泽股份业务集中度较高，收入主要集中在医药制造业和合金制造业两大板块。2021—2025 年，医药制造业收入占比分别为 83.88%、74.77%、71.39%、74.60%、71.78%，始终处于绝对主导地位，是公司收入结构的核心。合金制造业收入占比由 2021 年的 14.27%提升至 2025 年的 26.24%，虽然中间有所波动，但整体占比明显提高，说明高温合金业务在公司双主业布局中的地位逐步增强。其他业务收入占比较低，2021—2025 年维持在 1.86%—2.56%之间，对整体收入结构影响较小。整体来看，公司收入结构清晰，形成了以医药制造业为主要盈利来源、以合金制造业为第二增长曲线的双主业发展格局。

图8：万泽股份营收比例分布图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.5. 股权激励绑定核心人才，长效机制赋能经营提质

万泽股份于 2025 年 7 月 15 日通过限制性股票激励计划，拟授予不超过 600 万股 A 股普通股，授予价格 7.35 元人民币/股，实际首次授予 571.35 万股，覆盖董事、高管及核心技术与业务骨干 208 人，激励对象不包含大股东、实控人及其近亲属，计划有效期最长不超过 48 个月。该计划以股权为纽带，将核心员工利益与公司长期发展深度绑定，既提升了核心团队的归属感，稳定关键人才队伍，又通过中长期限售与解锁安排，

引导团队聚焦技术创新、市场开拓与运营效率提升。预留股份的设置也为后续引育优秀人才预留空间，进一步健全长效激励约束机制，有效激发组织活力与内生动力，持续提升公司经营管理水平与核心竞争力，为业绩稳健增长与高质量发展提供重要支撑。

2. 高温合金业务：全球高端制造供应链自主化，航空发动机与燃气轮机“心脏材料”核心支撑

2.1. 多核心产品优势，高温合金产品全流程能力突出

万泽股份的高温合金业务聚焦“核心部件+基础原料”全链条布局，形成了覆盖高端装备核心场景的完善产品体系，其中单晶/定向晶叶片作为核心产品，主要包括镍基单晶高温合金叶片与定向凝固高温合金叶片两类，是航空发动机与燃气轮机的“热端核心部件”，价值量高。

与之配套的粉末冶金盘件，作为镍基粉末高温合金制成的关键承力部件，能够承载航空发动机高转速、高负荷工况下的大应力。此外，公司生产的 GH4033、GH4049 等牌号高温母合金及高温合金粉末，作为下游精密铸造的基础原料，既保障了公司自有核心部件生产的成分纯度与性能一致性，也通过对外销售补充了收入来源，形成了“原料-部件”的全流程供应能力。

图9：万泽高温合金核心产品样图

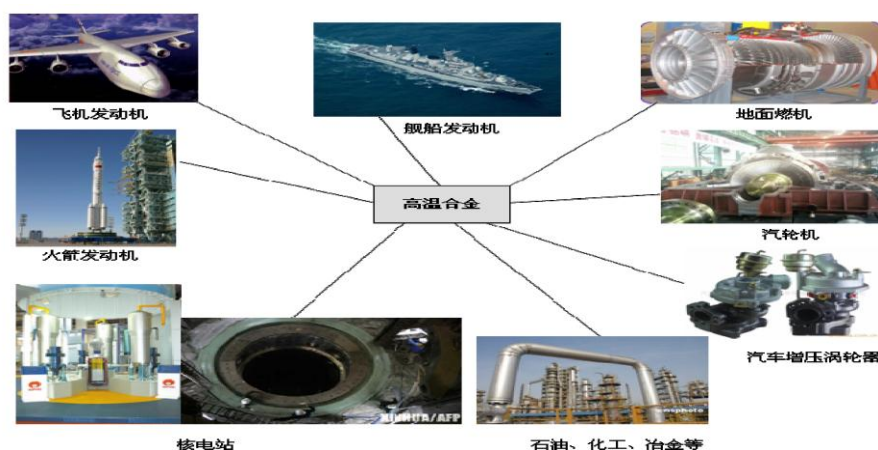


数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2. 军民市场用途广泛，高温合金发展迅速

高温合金是支撑“大国重器”在极端工况下可靠运行的核心基础材料，广泛应用于飞机发动机、火箭发动机等航空航天装备的热端部件，保障其在超高温、高速旋转环境下的性能稳定；同时在舰船发动机、地面燃气轮机、汽轮机及核电站等能源动力领域，以及汽车增压涡轮器、石油化工冶金等工业场景中，凭借优异的耐高温、抗腐蚀与抗蠕变性能，成为关键部件的首选材料，是现代高端装备实现高效、长寿命运行的关键保障。

图10：高温合金用途



数据来源：钢研高纳招股书、东吴证券研究所

从市场前景来看，高温合金作为“大国重器”的基础材料，其需求增长受到政策支持、高端装备放量与能源转型三重核心因素的共同驱动。政策层面，“两机专项”（航空发动机和燃气轮机重大专项）的持续落地为行业发展提供了坚实保障，直接拉动高端高温合金的刚性需求。高端装备放量方面，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的 40%—60%。发动机的性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。国产大飞机 C919 已进入量产周期，其配套的“长江-1000A”发动机单台需消耗大量高温合金，带动航空发动机领域高温合金需求年均持续增长。低空经济的快速崛起则让军用无人机、通航飞行器成为新的需求增长点，2025 年低空装备市场规模突破千亿元人民币，配套小型涡喷/涡轴发动机的高温合金需求同步高增。

图11：高温合金在航空发动机中的应用

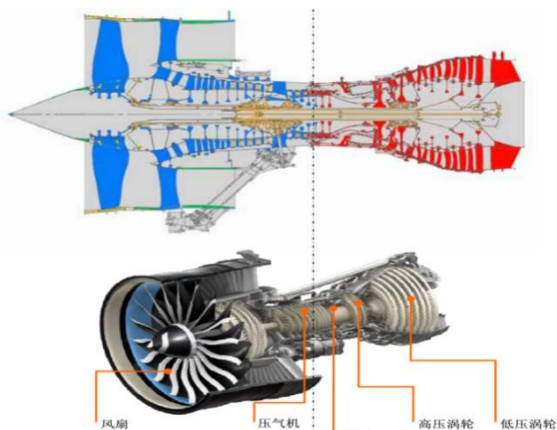


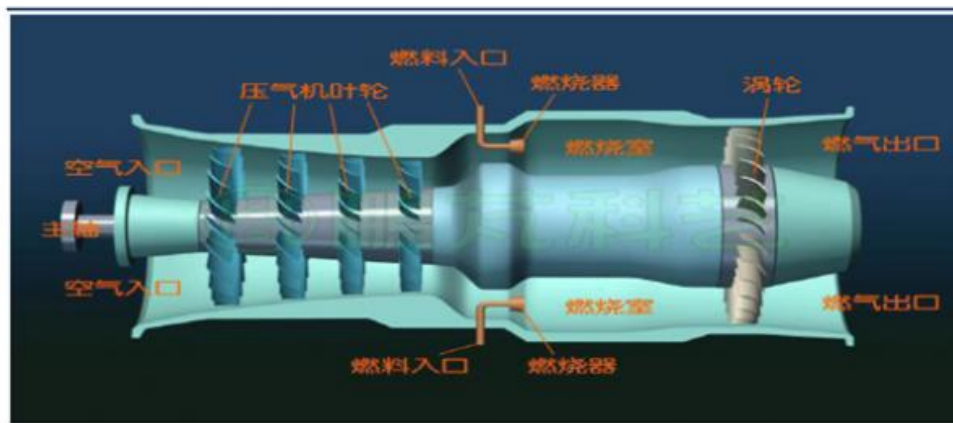
图 6-5 先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）全部为高温合金

数据来源：钢研高纳招股书、东吴证券研究所

2.3. 核心增量市场爆发，引爆燃气轮机产量需求

数据中心建设带来的刚性供电需求，为燃气轮机创造了全新的规模化增量市场，从根本上拉动了全球燃气轮机总需求与总产量的跃升。

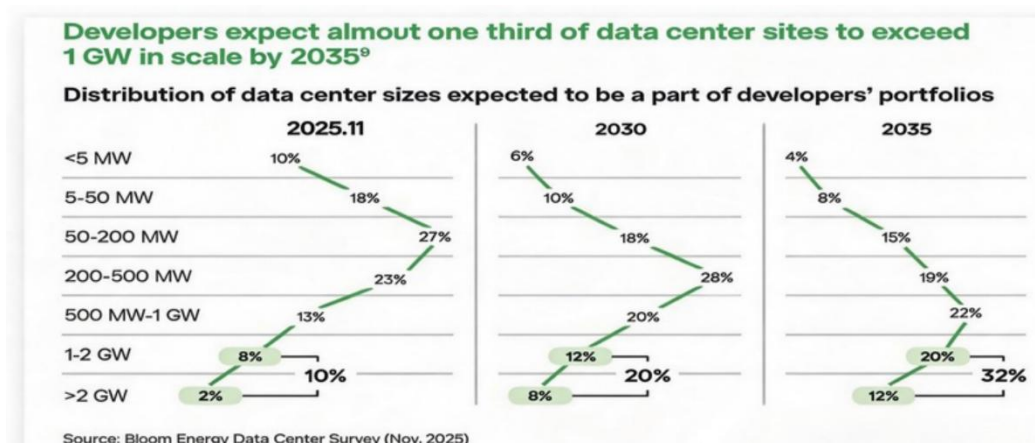
图12：燃气轮机示意图



数据来源：智研咨询、东吴证券研究所

单项目装机需求指数级增长：AI 数据中心已进入 GW 级功率时代，据 Bloom Energy 调研数据，到 2035 年全球近三分之一的数据中心站点规模将超过 1GW，其中>2GW 的站点占比将从 2025 年 11 月年的 2% 升至 12%，1-2GW 站点占比从 8% 至 20%。单站点功率的跨越式提升，直接带来单个项目燃气轮机装机需求的大幅增长，为产量提升提供了基础需求支撑。

图13：数据中心规模分布预测与趋势展望



数据来源：Bloom Energy Data Center Survey、东吴证券研究所

2.4. 技术+资质+量产三重壁垒，领跑国内高端航空叶片赛道

航空发动机涡轮叶片（尤其是单晶涡轮叶片）是航空发动机、燃气轮机的核心热端部件，被誉为“工业皇冠上的明珠”，是我国高端装备制造领域最核心的“卡脖子”环节之一。涡轮叶片的性能上限，本质是材料-工艺-检测-装备全链条的协同能力，单一环节的短板就会导致产品失效，这也是该领域长期被海外巨头垄断的核心原因。

表1：高温合金叶片赛道国内国际竞争格局

公司名称	主要产品	市场地位	技术实力
万泽股份	航空发动机、燃气轮机用全谱系高温合金涡轮叶片，全面覆盖等轴晶、定向晶、单晶三大类产品，同步配套自研的超高纯度镍基高温母合金、高温合金粉末、粉末涡轮盘等热端核心部件	国内极少数具备从高温合金材料研发到叶片精密制造全链条闭环能力的民营企业，是国产航空发动机、燃气轮机自主可控进程中的核心配套企业	已建立完整的自主知识产权体系，掌握超高纯度高温合金熔炼、涡轮叶片无余量精密铸造等核心技术，可实现叶片型面微米级精度控制，单晶叶片良品率接近国际龙头水平
应流股份	覆盖航空发动机、重型燃气轮机用等轴晶、定向晶、单晶全系列高温合金涡轮叶片，同步配套航空发动机机匣、燃烧室等核心热端部件，产品适配F级、H级高端重型燃机	国内两机，高温合金叶片民营龙头，全球高端燃机叶片核心第三方供应商，深度绑定西门子能源、GE、安萨尔多等全球前五燃机厂商，同时进入其供应链体系	掌握高温合金定向凝固、LMC单晶叶片研发制造等核心工艺，产品可耐受1600℃极端高温，技术水平对标全球龙头Howmet、Doncasters
航宇科技	燃气轮机用高温合金锻造叶片为核心，业务覆盖从环锻件延伸至锻造叶片、后端精密加工及一体化转子组件装配，其核心基础产品为航空发动机用高	全球一流的高端装备精密锻造解决方案供应商，同时获得GE航空、普惠、赛峰、罗罗等全球六大商用航空发动机公司全资质认证的环锻件企	掌握高温合金等温锻造、精密轧制等核心工艺，创新研发的NISP技术大幅提升材料利用率，荣获GE航空全球创新奖项，具备锻造叶片

	温合金、钛合金环形锻件，是叶片配套机匣、涡轮盘等核心部件的关键基础件	业，同时是国内燃机锻造叶片领域的新兴核心供应商	全流程精密加工能力
通用电气 (GE Vernova)	覆盖全谱系军民用航空发动机、重型燃气轮机用定向晶、单晶高温合金涡轮叶片，同时是全球率先实现陶瓷基复合材料（CMC）叶片商业化量产的企业，既是全球最大的高温合金叶片自研自产企业，也是全球高端叶片市场最大的采购方之一	全球航空发动机、高温合金叶片赛道的龙头与技术标准制定者，旗下 GE 航空航天以 40% 的全球市场份额稳居商用航空发动机行业第一，其自研自产的高温合金叶片核心供应自有航发、燃机机型，同时主导全球高端叶片供应链体系	掌握全球顶尖的单晶叶片精密铸造、复杂气膜冷却、热障涂层全链条核心技术；率先实现 CMC 叶片工业化量产，持有数百项高温合金叶片相关核心专利，持续引领全球高温合金叶片行业的技术迭代方向

数据来源：公司官网、公司公告、中集天达招股说明书、东吴证券研究所

万泽股份是国内极少数具备从高温合金母合金自主熔炼，到涡轮叶片精密铸造、全流程检测全链条闭环研制能力的民营企业，打破了海外企业在核心材料与工艺上的垄断。公司子公司万泽航空已一次性通过 AS9100D 航空航天质量管理体系认证、NADCAP 航空航天特殊工艺认证、GJB9001C 军工质量管理体系认证，同时具备装备承制单位资格，是国内少数同时具备国内军用、民用航发及国际巨头供应链准入资质的民营企业。

公司在深圳、上海等地建成了专业化、智能化的叶片生产线，具备单晶及定向叶片、等轴叶片的成熟产能，截至 2025 年末，公司已具备高温合金单晶及定向叶片 60,000 件/年、等轴叶片 307,000 件/年生产能力，投产后将进一步提升产能规模，可满足主机厂大批量、高稳定性的供货需求，是国内民营航发叶片领域产能规模、工程化能力领先的企业。

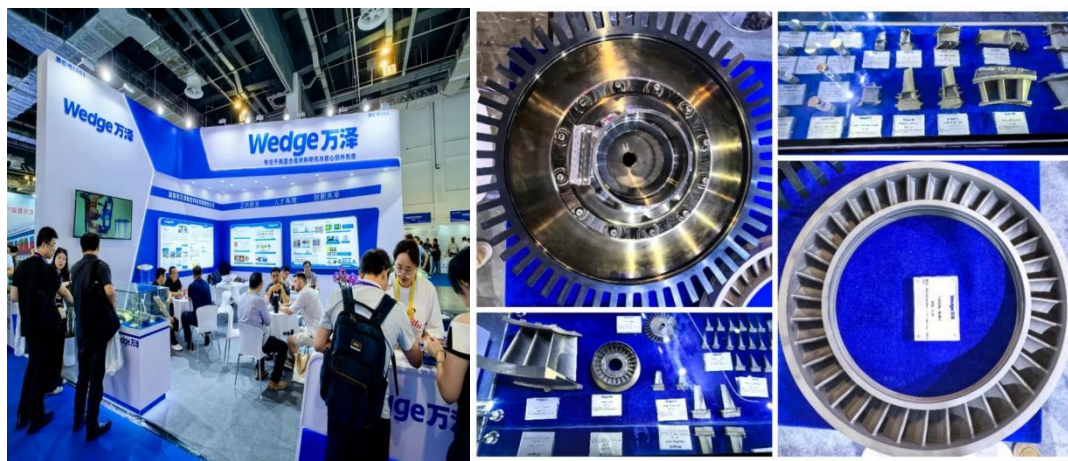
2.5. 海外布局提速，国际化业务开辟新局面

在高温合金原材料领域，万泽股份以万泽（香港）国际为核心，持续推进国际化布局，聚焦高温合金原材料采购与海外市场拓展，实现“资源整合+市场开拓”双向突破，为业绩增长注入新动力。原材料采购端，万泽（香港）国际与全球多家核心高温合金原材料供应商签订长期合作协议，锁定镍、钴等关键原材料供应，有效规避原材料价格波动风险，降低采购成本。通过国际航空航天展会推广，已在欧洲、东南亚及中东达成多项重大合作。欧洲市场方面，公司与德国西门子能源签订三年框架采购协议，成为中国大陆燃烧室结构部件核心供应商，供应 10 余种高温合金精密铸件，年订单量快速增长。

在燃机领域，万泽航空科技实现了国外燃机订单“从零到一”的突破，海外市场拓展进入实质性落地阶段。2025 年 12 月，子公司上海万泽与欧洲客户签署燃气轮机叶片技术协议，锁定该地区约 2 亿美元/年的燃机叶片后市场供应权；同时与瑞士 Garrett Motion SARL 达成合作，其涡轮增压器高温合金叶轮及航空 APU 部件已实现批量发货。

东南亚市场，公司与新加坡、马来西亚等多家航空维修及零部件企业达成合作意向，切入区域航空维修替换件赛道。此外，公司与沙特工业和矿产资源部达成战略合作，计划在沙特建立燃机维修基地，切入中东燃机后装市场。

图14：参与第十二届航空动力与燃气轮机聚焦展



数据来源：万泽股份微信公众号、东吴证券研究所

图15：万泽股份与西门子合作



数据来源：万泽股份微信公众号、东吴证券研究所

图16：万泽股份与沙特工业和矿产资源部达成合作



数据来源：万泽股份微信公众号、东吴证券研究所

3. 微生物药品业务：独家品种垄断细分市场，稳定现金流的核心压舱石

3.1. 双品独家筑壁垒，深耕微生态获认可

万泽股份的全资子公司——内蒙古双奇药业股份有限公司是专注于“消化+妇科”双微生态系统的国家级高新技术企业，其微生物药品业务以全资子公司内蒙双奇为核心，深耕行业 30 年，行业认可度领先，形成了两大具有独家竞争壁垒的核心产品——“金双歧”和“定君生”，其中金双歧产品上市近 25 年临床处方近亿盒。公司与全国 3000 多家等级医院、10 万余家终端社会药房建立合作，具备覆盖全国的全渠道营销体系；公

公司与多家三甲医院开展金双歧和定君生临床研究，推动微生态诊疗方案进入行业共识和学科指南。

金双歧（双歧杆菌乳杆菌三联活菌片）作为国内首批获批的微生态制剂，同时拥有“临床处方（RX）+非处方药（OTC）”双认证的活菌药品，核心功能是调节肠道菌群平衡，专门用于治疗肠道菌群失调引起的腹泻、便秘与消化不良，广泛应用于儿科、消化科、老年科及ICU等多个科室，且因安全性评级达到Ⅰ级，孕妇与婴幼儿均可使用，市场适用性极强。定君生（阴道用乳杆菌活菌胶囊）则用于妇科感染的阴道微生态活菌药品，填补了妇科微生态疗法的市场空白，通过补充阴道内的优势乳杆菌恢复阴道菌群平衡，替代传统抗生素治疗细菌性阴道病、老年性阴道炎等疾病，从根源上避免了抗生素滥用导致的耐药性问题，临床渗透率持续提升。

图17：万泽股份医药产品



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.2. 三力驱动需求升，市场扩容显韧性

微生态制剂作为“后抗生素时代”的重要替代方向，其需求增长受到居民健康意识提升、政策引导与人口结构变化三大因素的共同推动。随着居民对肠道健康与妇科微生态健康的重视度不断提升，微生态制剂的终端消费需求保持持续增长，成为医药领域的高景气赛道。

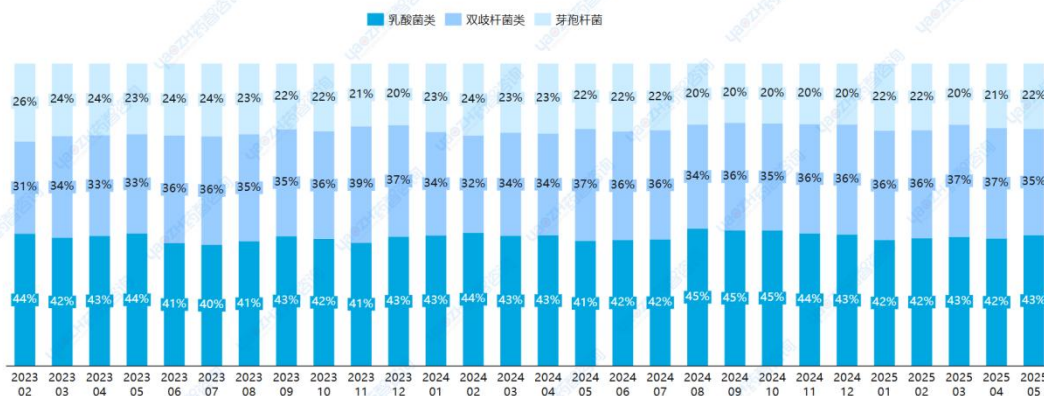
卫健委《抗菌药物临床应用管理办法》对 antibiotics 滥用的严格限制，让微生态制剂作为安全有效的替代方案，在基层医疗的渗透率稳中有升。

肠道微生态系统最重要且复杂，占人体总细菌量的80%左右。当人体受年龄、环境、饮食、用药、疾病等因素影响时，肠道微生态失衡，又称为肠道菌群失衡。肠道微生态失衡可导致代谢性疾病、炎症性肠病、肿瘤、内源性感染等疾病的发生、发展。肠道微生态制剂是微生态学发展的重要成果，它应用益生菌及其代谢产物或促进有益菌生长的

制品，以调节人体与肠道微生态间的平衡。

2023-2025 年的统计周期内，全国零售药店端的肠道微生态制剂品类结构整体高度稳定，仅存在内部占比的小幅变化：乳酸菌类的市场份额持续小幅提升，芽孢杆菌的份额缓慢收缩，双歧杆菌类则始终维持稳定的中间占比，整体市场格局固化、波动幅度极小。

图18：肠道微生物制剂各种菌类消费额占比



数据来源：药智网、东吴证券研究所

3.3. 医药健康板块稳步推进

医药健康板块作为公司第二增长曲线，2025 年前三季度依托研发、生产、销售全链条布局，实现稳健增长，有效对冲单一业务风险，与高温合金板块形成协同发展格局。研发与生产端，江西万泽医药科技持续推进中药饮片、化药制剂的研发迭代。同时，公司聚焦微生态制剂领域，布局益生菌、益生元等特色产品，贴合大健康消费升级趋势，培育新的盈利增长点。

渠道端，深圳市万泽医药连锁持续完善华南地区终端布局，同时拓展线上销售渠道，实现线上线下一体化运营，处方药配送业务覆盖华南地区多个城市，终端渗透率持续提升。

3.4. 新布局谋增长

对于未来发展，万泽股份在微生物药品业务上产品端和渠道端同时发力。

产品端，KAL-001 是全球首个阴道用四联活菌制剂，内蒙双奇拥有大中华区独占许可，III 期临床于 2026 年 2 月启动、6 月完成首例入组；金双歧为国家一类新药，公司 2025 年已启动“金双歧变更规格研究”项目，推进核心产品改良升级。

渠道端，公司积极布局微生物大健康产品，目前销售尚处于起步阶段。已有万泽双奇益生菌固体饮料、益生菌牙膏、益生菌护手霜等益生菌大健康产品上市销售，通过天

猫、京东等电商渠道销售，形成“药品+大健康”的协同发展格局。

2025 年 2 月 27 日，四川厌氧生物科技有限责任公司与万泽股份全资子公司内蒙古双奇药业股份有限公司）正式签署《四川厌氧生物科技有限责任公司与内蒙古双奇药业股份有限公司之许可协议》，就临床阶段微生态活体生物创新药（阴道用四联乳杆菌活菌胶囊，项目代号“KAL-001”）在大中华区的产业化及商业化独占权益达成合作，这是国内首个关于微生态活体生物创新药的交易。

图19：万泽股份与厌氧生物合作



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 业务拆分

万泽股份主营业务清晰，形成“医药制造业+制造业+其他业务”三大板块格局。医药制造业以微生态活菌产品为核心，贡献稳定现金流与高毛利；制造业以高温合金及其制品为主导，深度受益于“两机专项”战略，是公司核心增长驱动力；其他业务主要为金属检测及加工服务等零星业务，占比较低。

医药制造业：公司深耕微生态领域 30 余年，子公司内蒙双奇是国内专注于消化和妇科两大人体微生态系统的国家级高新技术企业。核心产品“金双歧”（双歧杆菌乳杆菌三联活菌片）和“定君生”（阴道用乳杆菌活菌胶囊）在细分领域具备高品牌知名度。2025 年医药制造业实现收入 9.26 亿元，同比增长 15.09%，毛利率高达 90.97%。其中金双歧收入 6.02 亿人民币，定君生收入 3.23 亿人民币。2025 年公司推出“万泽双奇牌三联益生菌粉”保健食品及“金双歧”系列益生菌膳食补充剂等新产品，提供新的业绩增长点。据弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）发布的《2025 年中国益生菌市场白皮书》，中国益生菌市场规模预计 2028 年将达到 1800 亿元，2024-2028 年 CAGR 达 8.8%。综合以上因素，我们预计 2026-2028 年医药制造增速分别为 53%/37%/52.5%，毛利率预计分别为 90%/90%/90%。

制造业业务：公司制造业板块以高温合金及其制品为核心，具备从“母合金→合金粉末→粉末盘件→精密铸造叶片”的全产业链一体化能力。2025 年制造业实现收入 3.39 亿人民币，同比增长 37.37%，占总收入比达 26.24%。航空发动机方面，公司获中航发商发“2024 年度金牌供应商”，航发动力某项目已进入批产状态，同时承接 2 型预研大推力发动机多款单晶叶片；燃气轮机方面，海外已获西门子能源 6MW 至 480MW 多型叶片订单并签订三年供货协定，国内承接龙江广瀚 2MW 至 40MW 全系列燃机叶片，并进入上海电气、联合重燃、东方电气、杭汽等主机厂供应商体系。截至 2025 年末，公司已具备单晶及定向叶片 6 万件/年、等轴叶片 30.7 万件/年等产能。全球燃机巨头订单饱满、产能扩张受限，为国内厂商切入全球供应链创造历史性窗口。综合以上因素，我们预计 2026-2028 年制造业（高温合金）业务增速分别为 105%/90%/95%，毛利率预计分别为 30%/31%/32%（随产能利用率提升及良率爬坡逐年改善）。

其他业务：公司其他业务 2025 年实现收入 2,567 万元，占总收入比例仅 1.99%。该部分业务规模较小，对公司整体业绩影响有限，预计未来将保持平稳或小幅增长。我们预计 2026-2028 年其他业务收入增速分别为 10%/10%/20%，毛利率预计分别为 40%/40%/40%。

图20：万泽股份业务拆分

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
医药制造	804.8	926.3	1417.2	1941.5	2960.8
增长率	14.9%	15.1%	53.0%	37.0%	52.5%
毛利率	90%	91%	90%	90%	90%
制造业	246.5	338.6	694.1	1318.7	2571.5
增长率	-4.4%	37.4%	105.0%	90.0%	95.0%
毛利率	29%	21%	30%	31%	32%
其他	27.6	25.7	28.2	31.1	37.3
增长率	19.2%	-7.0%	10.0%	10.0%	20.0%
毛利率	39%	45%	40%	40%	40%
收入总计	1078.9	1290.5	2139.5	3291.3	5569.6
增长率	9.9%	19.6%	65.8%	53.8%	69.2%
成本总计	274.0	364.6	644.5	1122.7	2067.1
毛利率	75%	72%	70%	66%	63%

数据来源：Choice，东吴证券研究所

4.2. 估值评级

公司医药业务属于传统行业，高温合金在航发国产化和 AI 数据中心建设的带动下增速更快，预计贡献未来业绩增量的主要部分，因此选择应流股份/航发动力/隆达股份作为可比公司进行相对估值法测算，他们和万泽股份均处于航发和燃气轮机配套核心环节，通过计算可知，万泽股份在估值上比可比公司的平均值要低。

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 21.4/32.9/55.7 亿元；归母净利润

3.55/4.55/6.63 亿元；对应 PE 分别为 36/28/19 倍，看好公司在燃气轮机和航发产业链上的前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

图21：可比公司估值（截至 2026/7/24）

证券代码	可比公司	市值/亿元	归母净利润/亿元				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603308.SH	应流股份	296	3.48	6.17	9.25	13.87	85	48	32	21
600893.SH	航发动力	904	6.34	6.08	7.93	9.99	143	149	114	90
688231.SH	隆达股份	82	0.74	1.63	2.62	3.88	111	50	31	21
平均值							113	82	59	44
000534.SZ	万泽股份	127	1.97	3.55	4.55	6.63	65	36	28	19

数据来源：wind，东吴证券研究所

备注：应流股份/航发动力/隆达股份数据来自 2026/7/24 当天的 wind 一致预期，万泽股份数据来自东吴证券研究所测算

5. 风险提示

客户集中度过高风险：公司正处于向高温合金业务转型的关键期。随着地产业务逐步剥离，而高温合金业务虽增速较快（2025 年收入 3.39 亿元，同比增长 41.52%）但体量尚小，若高温合金订单释放节奏延迟，公司整体营收规模可能面临阶段性波动。同时，高温合金业务深度绑定中航发商发、西门子能源等少数核心主机厂，客户集中度较高，若下游客户因型号研制进度调整、采购周期变化或年度预算缩减而减少订单，公司将面临业绩波动压力。此外，子公司上海万泽持续加大研发投入，承担多项国家级及省市级重大项目，若项目验收进度或技术指标未达预期，可能影响公司声誉及后续资质获取。

上游材料涨价风险：高温合金业务的下游客户主要为央企集团及大型能源企业，结算周期较长，导致公司应收账款占比较高，部分款项回收周期较长，对公司营运资金形成占用。截至 2025 年末，公司正推进产能扩建（如年产 6 万件单晶叶片产能），高温合金属于资金与技术密集型产业，持续的资本开支和研发投入若未能匹配经营性现金流，公司可能面临一定的流动性压力。同时，主要原材料为镍、钴、铼等稀有贵金属，价格波动较大，若原材料价格大幅上涨而公司未能将成本完全传导至下游，将直接冲击高温合金业务的毛利率水平。

生产安全风险：公司高温合金精密铸造业务涉及高温熔炼、精密铸造等生产工艺，生产过程中涉及高温、高压等危险因素，存在设备故障、操作失误等引发安全事故的风险，可能造成人员伤亡、财产损失、生产中断等不良后果，给公司声誉带来消极影响。此外，公司在建及新投产的产线（如精密铸造产线等）尚处于良率爬坡阶段，若生产工艺稳定性不足或质量控制出现偏差，可能导致产品报废率上升，影响交付进度和客户信任。

军工公司深度研究

万泽股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,427	1,971	3,073	5,435	营业总收入	1,291	2,139	3,291	5,570
货币资金及交易性金融资产	313	264	1,075	2,115	营业成本(含金融类)	365	645	1,123	2,067
经营性应收款项	571	965	1,482	2,514	税金及附加	13	21	33	56
存货	455	627	374	632	销售费用	362	535	823	1,392
合同资产	0	0	0	0	管理费用	134	235	362	613
其他流动资产	88	116	142	175	研发费用	211	342	527	891
非流动资产	3,163	3,580	3,946	4,298	财务费用	40	45	47	41
长期股权投资	11	11	11	12	加:其他收益	54	86	132	223
固定资产及使用权资产	855	897	927	945	投资净收益	0	1	1	2
在建工程	1,359	1,659	1,959	2,259	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	375	397	417	434	减值损失	(22)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	11	16	28
长期待摊费用	53	63	73	83	营业利润	199	403	516	752
其他非流动资产	509	552	558	564	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	4,590	5,551	7,019	9,733	利润总额	198	403	516	752
流动负债	1,348	1,721	2,011	2,849	减:所得税	29	64	83	120
短期借款及一年内到期的非流动负债	730	896	1,096	1,296	净利润	170	338	433	631
经营性应付款项	425	467	314	491	减:少数股东损益	(27)	(17)	(22)	(32)
合同负债	35	43	66	111	归属母公司净利润	197	355	455	663
其他流动负债	159	316	536	951	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.70	0.89	1.30
非流动负债	1,473	1,528	1,573	1,618	EBIT	238	447	563	792
长期借款	1,141	1,186	1,231	1,276	EBITDA	360	578	707	951
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.75	69.88	65.89	62.89
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	15.27	16.61	13.82	11.90
其他非流动负债	316	326	326	326	收入增长率(%)	19.62	65.79	53.84	69.22
负债合计	2,821	3,249	3,584	4,467	归母净利润增长率(%)	2.22	80.37	28.01	45.71
归属母公司股东权益	1,603	2,154	3,308	5,171					
少数股东权益	165	148	126	95					
所有者权益合计	1,768	2,302	3,435	5,266					
负债和股东权益	4,590	5,551	7,019	9,733					

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	113	113	408	127	每股净资产(元)	3.15	4.23	6.49	10.15
投资活动现金流	(391)	(530)	(493)	(481)	最新发行在外股份(百万股)	510	510	510	510
筹资活动现金流	205	174	196	194	ROIC(%)	5.97	9.33	9.29	9.77
现金净增加额	(73)	(244)	111	(160)	ROE-摊薄(%)	12.29	16.50	13.75	12.82
折旧和摊销	121	130	144	158	资产负债率(%)	61.47	58.54	51.06	45.90
资本开支	(394)	(482)	(454)	(443)	P/E(现价&最新股本摊薄)	64.61	35.82	27.98	19.20
营运资本变动	(202)	(395)	(211)	(694)	P/B(现价)	7.94	5.91	3.85	2.46

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>