下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

国防军工

2026 年 09 月 30 日

航亚科技 (688510)

——商发/燃机系列之四：深耕航发精密制造，海外市场打开成长空间

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 09 月 29 日
收盘价（元）	23.20
一年内最高/最低（元）	50.47/19.47
市净率	5.0
股息率%（分红/股价）	0.86
流通 A 股市值（百万元）	6,030
上证指数/深证成指	3,830.45/12,901.95

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	4.68
资产负债率%	35.86
总股本/流通 A 股(百万)	260/260
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com
田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com

联系人

田昕 A0230526070002
tianxin@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **航发精锻主业稳固，医疗与海外布局打开成长空间。**公司深耕航空发动机精锻领域，具备压气机叶片、转动件及结构件的全谱系制造能力，同时在医疗骨科关节植入锻件领域持续突破，并积极拓展海外市场，为未来增长提供新动力。凭借技术积累与市场拓展，公司营业收入从 2020 年的 3.01 亿元提升至 2025 年的 6.97 亿元，年复合增速达 18.29%；海外收入占比由 2020 年的 22.96%提升至 2026H1 的 56.78%，成为重要增长引擎。
- **两机：两机需求共振，航空锻件市场空间广阔。**1）航发：预计未来二十年我国民机航发叶片市场空间可达 1406 亿美元，随着国产大飞机产业链国产化替代进程加速，民机航发叶片需求有望持续释放。2）燃机：AI 算力扩张拉动燃气轮机需求上行，2025 年全球燃气轮机订单量创 25 年来新高。公司深耕精锻近净成形技术，客户覆盖赛峰、GE 航空、罗罗及中国航发等国内外主流厂商，实现 LEAP 系列叶片大批量稳定供货，军民市场双轮驱动增长；马来西亚基地规划新增压气机叶片 150 万片产能，强化海外客户响应能力与供应链韧性。凭借技术优势与客户深度绑定，公司有望深度受益两机景气及国产大飞机产业链发展，成长空间广阔。
- **医疗：骨科植入市场持续扩容，技术迁移打开第二增长曲线。**全球人口老龄化与健康需求升级双轮驱动，骨科植入市场持续扩容，预计 2026-2035 年全球骨科市场将由 689.9 亿美元增至 1098 亿美元；骨科植入锻件属第三类医疗器械，长期植入人体、性能要求高、加工难度大，行业集中度较高，2024 年全球前五大企业合计占据 52.5%市场份额。公司依托钛合金、高温合金精锻技术切入骨科关节植入锻件，客户覆盖强生、施乐辉及爱康集团、大博医疗、威高骨科等公司，2026H1 医疗产品营收 0.37 亿元；马来西亚基地同步规划医疗骨科植入锻件 100 万件产能，支撑海外客户持续拓展。凭借工艺迁移与客户验证的领先身位，公司医疗业务有望打造第二增长曲线。
- **首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为航发精锻叶片核心标的，考虑全球两机高景气及国产大飞机产业链国产化替代进程加速，我们预计公司 2026E-2028E 年的归母净利润分别为 1.3/1.7/2.2 亿元，对应 PE 分别为 45/35/28 倍。公司主业为航发精锻叶片、转动件及结构件，因此选取航发产业链相关可比公司，钢研高纳（主营高温合金及高温合金叶片、机匣、结构件等）、航材股份（航发平台型公司，具备航发涡轮叶片及燃气轮机叶片能力）、应流股份（两机热端部件核心供应，产品包括燃机铸造叶片及航发结构件）。行业内可比公司 2026E 年平均 PE 为 48 倍，公司 2026E 年 PE 低于可比公司平均水平。考虑到两机赛道高景气及公司深度绑定核心客户、产品谱系持续拓展，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。
- **风险提示：**技术开发风险、原材料价格波动风险、海外产能建设节奏不及预期、汇率风险、可转债实施不及预期

财务数据及盈利预测

	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	697	374	803	999	1,242
同比增长率（%）	-1.0	1.1	15.3	24.3	24.4
归母净利润(百万元)	102	51	133	171	217
同比增长率（%）	-19.4	-16.2	30.7	28.2	27.3
每股收益（元/股）	0.39	0.20	0.51	0.66	0.84
毛利率（%）	37.2	37.6	37.2	38.2	38.6
ROE（%）	8.4	4.2	10.3	12.3	14.3
市盈率	59		45	35	28

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为航发精锻叶片核心标的，考虑全球两机高景气及国产大飞机产业链国产化替代进程加速，我们预计公司 2026E-2028E 年的归母净利润分别为 1.3/1.7/2.2 亿元，对应 PE 分别为 45/35/28 倍。公司主业为航发精锻叶片、转动件及结构件，因此选取航发产业链相关可比公司，钢研高纳（主营高温合金及高温合金叶片、机匣、结构件等）、航材股份（航发平台型公司，具备航发涡轮叶片及燃气轮机叶片能力）、应流股份（两机热端部件核心供应，产品包括燃机铸造叶片及航发结构件）。行业内可比公司 2026E 年平均 PE 为 48 倍，公司 2026E 年 PE 低于可比公司平均水平。考虑到两机赛道高景气及公司深度绑定核心客户、产品谱系持续拓展，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。

关键假设点

我们预计公司 2026E-2028E 年营业总收入分别为 8.03、9.99、12.42 亿元，同比增速依次为 15.3%、24.3%、24.4%。预计 2026E-2028E 年综合毛利率分别为 37.2%、38.2%、38.6%。（1）航空产品板块：公司深耕航发精锻叶片，产品覆盖压气机叶片、转动件及结构件，深度绑定法国赛峰、GE 航空、英国罗罗等全球主流航空发动机厂商及中国航发集团。压气机叶片业务保持稳健，转动件及结构件随可转债募投项目推进逐步放量，国产大飞机 CJ1000/CJ2000 发动机配套研制同步推进。考虑到公司持续巩固 LEAP 叶片成熟项目基本盘，交付态势回稳；此外公司与客户敲定 LEAP 新品类叶片项目合作意向，拟适时启动研发，有望提供营收增量；赛峰、RR、GE 客户的其他叶片和结构件项目均保持量产稳健或研发有序推进态势。我们预计 2026E-2028E 年该板块营收分别为 7.26、9.07、11.34 亿元，对应同比增速分别为 15.0%、25.0%、25.0%。考虑到规模效应、公司品类及客户持续拓展，产品结构有望进一步优化，因此预计毛利率有望稳步提升。我们预计 2026E-2028E 年该板块毛利率分别为 37.0%、38.0%、38.5%。（2）医疗产品板块：公司医疗骨科植入物锻件主要产品包括人工髋关节股骨柄、髋臼杯、胫骨托等，与强生、施乐辉等国际医疗器械企业建立了稳定的合作关系。随着海外大客户渗透率持续提升叠加后续募投马来西亚基地产能逐步释放，预计 2026E-2028E 年该板块营收分别为 0.68、0.82、0.98 亿元，对应同比增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 33.0%、35.0%、35.5%。

有别于大众的认识

市场或仅将公司视为航发压气机叶片单一品类供应商，而我们认为其海外市场成长性被低估。公司精锻技术领先，实现赛峰 LEAP 叶片大批量供货，深度绑定赛峰、GE 航空、罗罗及中国航发；产品谱系由叶片向转动件、结构件及单元体延展，叠加机匣扩产打开价值量空间；并深度参与 CJ-1000/2000 国产发动机配套，受益军民机需求共振与国产替代；同时燃机客户批量供货，AI 算力拉动需求上行。医疗端，公司依托精锻工艺切入骨科锻件，进入强生、施乐辉供应链，叠加马来西亚产能支撑，有望打造第二增长曲线。

股价表现的催化剂

国产商发适航取证节奏超预期、海外新产品导入进度超预期、燃气轮机订单增长超预期

核心假设风险

技术开发风险、原材料价格波动风险、海外产能建设节奏不及预期、汇率风险、可转债实施不及预期

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 航发精锻核心供应商，海外拓展打开成长空间 6

1.1 专注航发核心零部件，精锻技术行业领先 6
1.2 航空基本盘稳固，医疗业务打造新增长极 7
1.3 业绩保持稳健增长，海外收入占比持续提升 10
1.4 募投扩产强化配套能力，持续拓展海外产能 12

2. 精锻技术构筑壁垒，品类延展打开成长天花板 13

2.1 两机需求共振，航空锻件市场空间广阔 13
2.2 航空锻件壁垒深厚，竞争格局清晰稳定 15
2.3 精锻技术行业领先，产品与产能持续扩张 17

3. 技术迁移切入骨科赛道，医疗业务成长可期 19

4. 盈利预测与估值 21

5. 风险提示 22

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：公司历史沿袭 6
图 2：股权结构图 6
图 3：公司航空发动机和燃气轮机零部件产品示意图 8
图 4：公司医疗骨科关节植入锻件产品示意图 9
图 5：公司历年各项业务营收占比 9
图 6：公司历年各项业务毛利占比 9
图 7：公司各项业务毛利率情况 10
图 8：公司 2020-2026H1 营业收入 10
图 9：公司 2020-2026H1 归母净利润 10
图 10：公司整体盈利能力稳步增强 11
图 11：研发费用率和管理费用率占比较高 11
图 12：公司 2020-2026H1 国内及海外业务营收 11
图 13：国内及海外业务毛利率 11
图 14：预计 2044 年我国民航客机机队规模将达 10175 架 13
图 15：2025 年燃气轮机订单创 25 年来新高 14
图 16：2030 年燃气轮机占数据中心电力结构可达 30% 14
图 17：2026 年起全球燃气发电装机新增容量预计将大幅提升（单位：GW） 14
图 18：2025 年全球燃气发电装机容量开发规模 TOP10 （GW） 14
图 19：锻件处于产业链中游 15
图 20：公司航空发动机零部件产品示意图 16
图 21：LEAP 发动机历年交付数据 18
图 22：公司近年海外营收 18
图 23：全球骨科 2026-2035 年市场规模（单位：十亿美元） 19
图 24：公司骨科锻件处于产业链中游 20
图 25：公司骨科锻件产品布局 20
图 26：2026H1 公司医疗产品营收稳定增长 20
图 27：公司 2020-2026H1 医疗产品毛利率 20

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：公司管理层行业经验丰富 7
表 2：航空发动机和燃气轮机领域主要产品 7
表 3：医疗骨科关节领域主要产品 9
表 4：公司发行可转债募集资金运用计划一览 12
表 5：未来二十年国内新增商发叶片市场空间可达 1406 亿美元 13
表 6：典型的涡扇发动机大致价值占比 16
表 7：行业内主要其他企业 16
表 8：公司承担的国内外航空发动机叶片类主要产品介绍 17
表 9：公司承担的国内外航空发动机转动件及结构件主要产品介绍 18
表 10：公司主营业务拆分（单位：百万元） 21
表 11：可比公司估值表 22

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 航发精锻核心供应商，海外拓展打开成长空间

1.1 专注航发核心零部件，精锻技术行业领先

公司专注于航空发动机核心零部件及医疗骨科关节植入锻件的工程技术研发与产业化生产，是航空精密制造行业领军企业。公司以精锻技术为核心，开展航空发动机压气机叶片与医疗骨科关节植入锻件的工程化及产业化业务，于 2016 年正式开展 LEAP 低压压气机叶片的产业化生产开发项目。基于高性能发动机市场需求，公司开展风扇及单元体整体叶盘精密加工的技术研发，并以涡轮盘国产化为契机进入航空发动机盘、环加工领域以及各类机匣/环形件产品领域的工程化及产业化，并积极筹备未来承载航空发动机组件及单元体业务的能力。目前公司客户已覆盖赛峰、GE 航空、罗罗、中国航发等国内外航发公司，以及强生、施乐辉等医疗器械企业。

图 1：公司历史沿袭

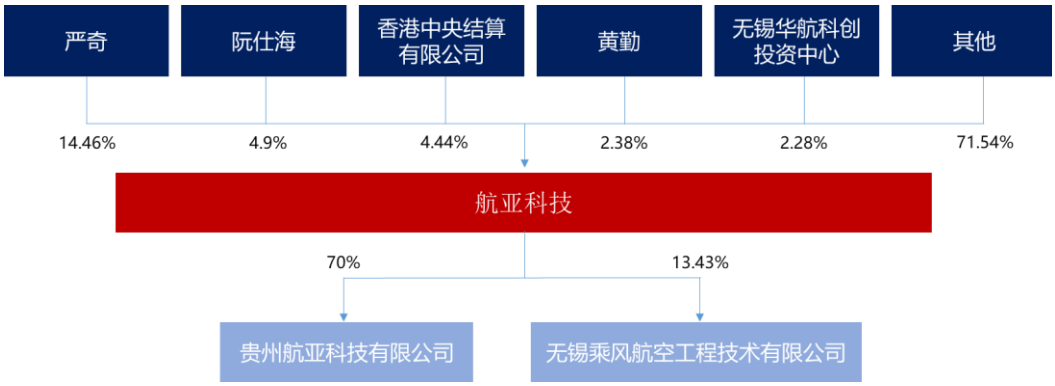


资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

公司股权结构稳定，核心管理层具备扎实的学科基础知识与丰富的行业经验。公司实际控制人、董事长为严奇先生，股权结构清晰，有助于公司长期战略的稳定实施。公司核心高管及技术团队均为行业资深专家：董事、副总经理邵燃先生主持省级机匣高效加工技术产业化项目，获中国机械工业科技进步特等奖；总经理朱宏大先生历任无锡叶片厂、无锡透平叶片高管，产业积淀深厚；整体叶盘产品经理贺明先生主持首批整体叶盘研制与交付，参与 14 项专利，技术成果显著；此外，公司还拥有李湘军等核心技术人员，分别在高温合金冶金组织评价、医疗骨科植入锻件开发等领域具备深厚技术积累，形成强大的技术支撑体系。

图 2：股权结构图

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD、公司公告、申万宏源研究（截止 2026 年 6 月 30 日）

表 1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	专业背景与代表性成果
严奇	董事长、实际控制人	高级工程师。主持“国家大型涡轮叶片研发和检测中心”、“大型飞机材料研制与应用”等国家级、省级重大科技项目。
邵燃	董事、副总、科技委副主任	高级工程师。多次参与新型号发动机设计评审，主持省级机匣高效加工技术产业化项目，获中国机械工业科技进步特等奖，拥有 2 项专利。
朱宏大	总经理	叶片行业经验丰富，历任无锡叶片厂、无锡透平叶片有限公司高管，2017 年起任公司总经理。
井鸿翔	副总经理	历任无锡透平叶片有限公司项目工程师、锻造车间主任、生产统筹部部长等；2019 年 02 月至今，任公司副总经理
贺明	整体叶盘产品经理	高级工程师。主持首批整体叶盘研制与交付，完成多个重点型号研发，参与 14 项专利，获省市级科技/工艺类多个奖项。
李湘军	核心技术人员	研究员级高级工程师。主导医疗骨科植入髋关节、膝关节精密锻件开发，参与国防及省级重大科技项目，拥有 CoCrMo 合金锻造核心专利。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.2 航空基本盘稳固，医疗业务打造新增长极

公司专注于航空发动机和燃气轮机关键零部件及医疗骨科植入锻件的研发、生产及销售。

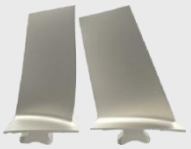
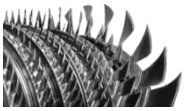
1）航空发动机和燃气轮机领域

公司深耕航空发动机关键零部件赛道，主营压气机叶片、转动件及结构件（涵盖整体叶盘、机匣、涡轮盘等）。根据公司公告，1）航空发动机：客户覆盖法国赛峰、中国航发、美国 GE、英国罗罗等及航发集团；**2）燃气轮机：**公司已纳入美国 GE、中国航发燃机、龙江广瀚、管网集团等国内外主流燃气轮机厂商供应链体系。

表 2：航空发动机和燃气轮机领域主要产品

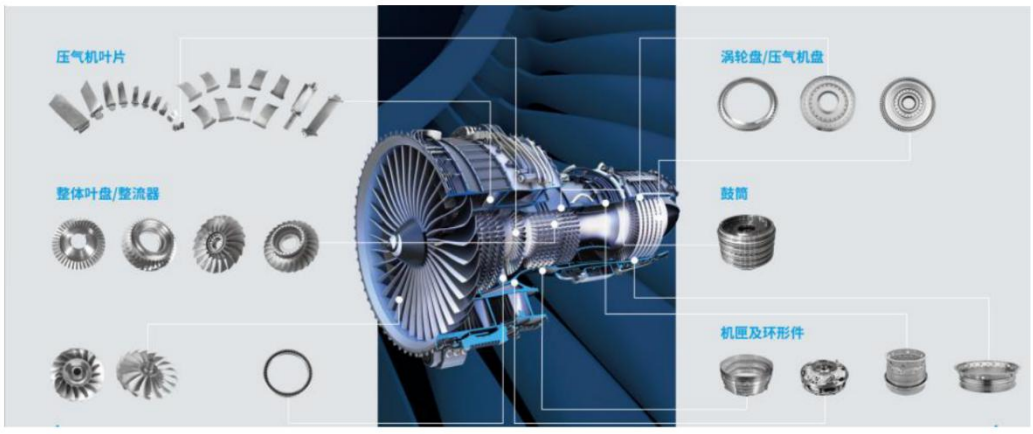
产品名称	具体用途及实现功能	生产技术特征及难点	产品示例
航空发动机精锻叶片			

下载日志已记录，仅供内部参考

压气机叶片	动叶片：装配在航空发动机转动轴上的叶片，在航空发动机工作时会承受高温、高压的工作环境，起到推动发动机工作的作用。 静叶片：装配在航空发动机固定环上的叶片，起到导流、分气、使燃烧时的空气达到燃烧所需压缩比的作用。	1.叶片材料多为难变形的钛合金、高温合金等材料，变形抗力大，模具寿命低，尺寸难控制； 2、叶片结构复杂，叶缘部分薄；各部位变形量不均匀，钛合金和高温合金本身的金属流动性较差，导致各部位的应力状态存在显著差异； 3、由于叶片形状复杂特殊、尺寸众多、公差要求严格，叶片型面的复杂性和变型使生产过程中尺寸控制困难。	 
		航空发动机转动件及结构件	
整体叶盘	整体叶盘是新型涡扇发动机将盘片一体化设计的复杂转动件，可使发动机重量减轻 20-30%、效率提高 5-10%、零件数量减少 50%以上。	1.所采用的钛合金和高温合金具有结构复杂、材料难加工特性，对切削的刀具选择、刀轨路径都形成非常严苛的挑战； 2.产品刚性差、叶型薄、曲面复杂、易变形、尺寸精度高，加工及测量难度大； 3.对表面完整性要求高。	
机匣	机匣是整个发动机的基座，是航空发动机上的主要承力部件，其外形结构复杂；基本特征是圆筒形或圆锥形的壳体和支板组成的构件。	1.属于薄壁易变形的复杂结构件，腔槽周围分布很多特征岛屿、凸台、孔系、槽、筋等特征，壁薄并且尺寸变化剧烈，设计精度要求高，造成了加工工艺上的难度； 2.所采用的钛合金原材料属于难加工材料，切削过程对刀具磨损严重，且易于产生表面硬化和黏刀现象。	
涡轮盘	涡轮盘是航空涡轮发动机具有关键特性的核心部件。它的冶金、制造质量和性能水平，对于发动机和飞机的可靠性、安全寿命和性能的提高具有决定性影响。	涡轮盘的榫槽精度特别高，齿型复杂，结合钛金属及高温合金的难加工特性，加工过程中对加工精度的控制以及对拉刀损耗的控制是核心难题。	

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

图 3：公司航空发动机和燃气轮机零部件产品示意图



资料来源：公司公告、申万宏源研究

2）医疗骨科关节领域

下载日志已记录，仅供内部参考

公司医疗关节植入锻件是骨科人工关节半成品，该业务与公司航空发动机压气机叶片在材料及锻造环节的生产设备、工艺流程上相近，因此，公司依托先进的航空锻造技术与工程实力进入医疗骨科植入物锻件领域，主要产品包括人工髋关节-股骨柄、人工髋关节-髋臼杯、人工膝关节-胫骨托以及人工创伤类-骨板等。

表 3：医疗骨科关节领域主要产品

产品名称	具体用途及实现功能	生产技术特征及难点	产品示例
医疗骨科植入锻件			
髋关节柄件 髋关节臼杯	人造髋关节柄体以及髋关节臼杯是假体仿照人体髋关节的结构，其将假体柄部插入股骨髓腔内，利用头部与关节臼或假体金属杯形成旋转，实现股骨的曲伸和运动。	1、多种复杂结构（细筋、颈干角等）精锻成形的工艺实现； 2、加工过程中厚度分散度、以及折角精确度的加工控制。	
胫骨平台	胫骨上端与股骨下端形成膝关节。胫骨与股骨下端接触的面称为胫骨平台。胫骨平台是膝关节的重要负荷结构。	1、钛合金胫骨平台无斜度杆身精锻工艺实现； 2、钴铬钼合金精锻成形改性工艺良好实现。	

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

图 4：公司医疗骨科关节植入锻件产品示意图



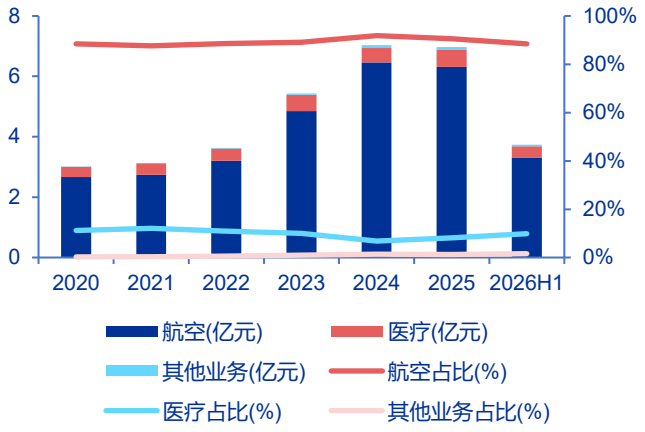
资料来源：公司公告、申万宏源研究

航空业务是公司的基本盘，医疗业务为公司第二成长曲线。根据公司公告，1）2026H1 公司总营收为 3.74 亿元（yoy+1.14%）。其中航空业务营收为 3.31 亿元（yoy-1.88%），占比 88.67%；医疗业务营收为 0.37 亿元（yoy+30.2%），占比 9.81%；2）从毛利率来看，2026H1 航空业务毛利率为 37.29%，医疗业务毛利率为 31.13%，其他业务毛利率为 96.58%。

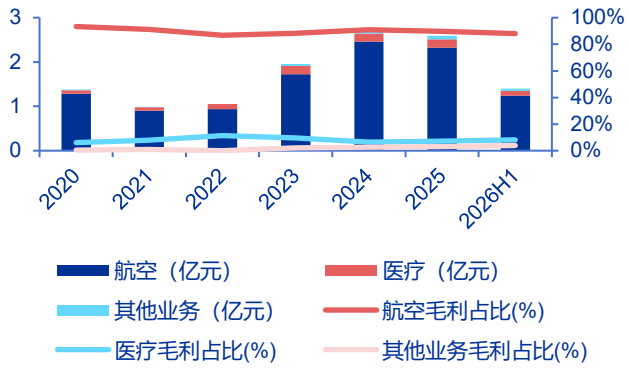
图 5：公司历年各项业务营收占比

图 6：公司历年各项业务毛利占比

下载日志已记录，仅供内部参考

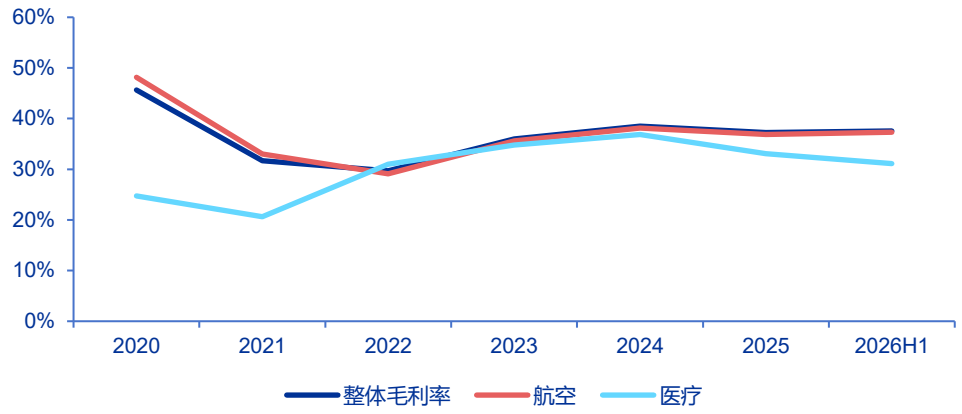


资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 7：公司各项业务毛利率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

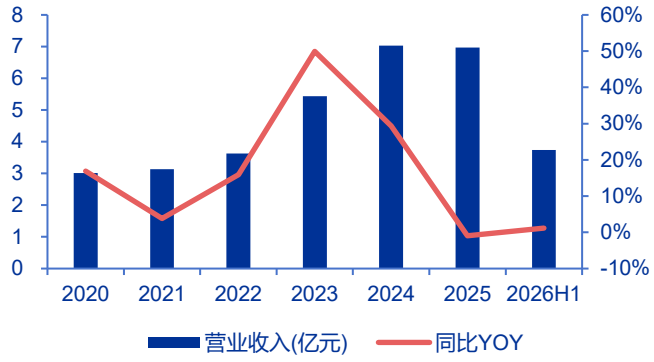
1.3 业绩保持稳健增长，海外收入占比持续提升

公司近年来业绩保持稳健增长，26H1 业绩短期承压。根据公司公告，**1）营业收入：**公司营业收入从 2020 年的 3.01 亿元提升至 2025 年的 6.97 亿元，年复合增速为 18.29%。2026 年上半年实现营收 3.74 亿元，同比增长 1.14%。**2）归母净利润：**公司归母净利润从 2020 年的 0.6 亿元提升至 2025 年的 1.02 亿元，年复合增速为 11.20%。2026 年上半年归母净利润同比下降 16.19%。

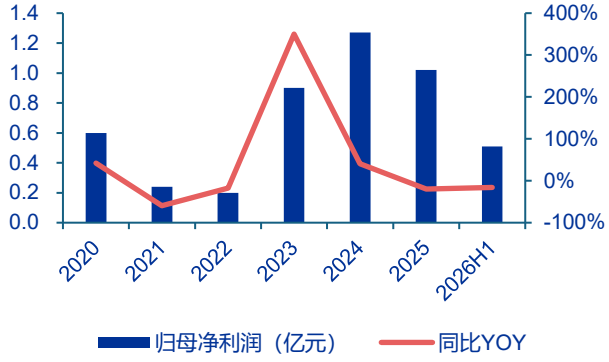
图 8：公司 2020-2026H1 营业收入

图 9：公司 2020-2026H1 归母净利润

下载日志已记录，仅供内部参考



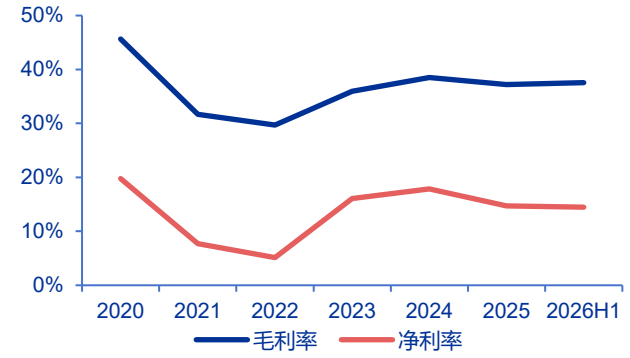
资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

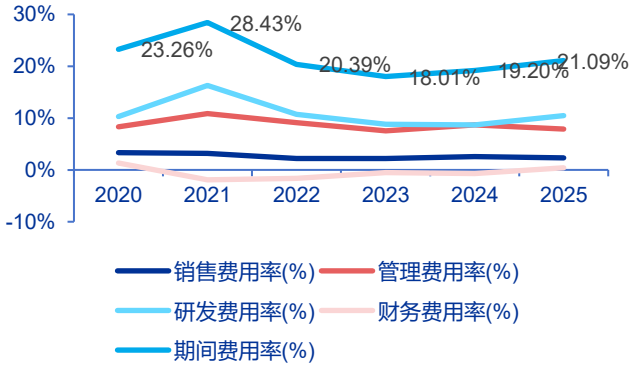
公司近三年整体盈利能力稳步增强，持续研发投入构筑长期竞争护城河。1）毛利率及净利率：2022-2024 年公司毛利率及净利率逐步回升，毛利率从 29.70%增长至 38.53%，净利率从 5.13%增至 17.87%。**2) 期间费用率：**费用管控方面，近两年期间费用略微上升，2025 年全年期间费用率升至 21.09%，其中研发费用率和管理费用率占比较高。

图 10：公司整体盈利能力稳步增强



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 11：研发费用率和管理费用率占比较高



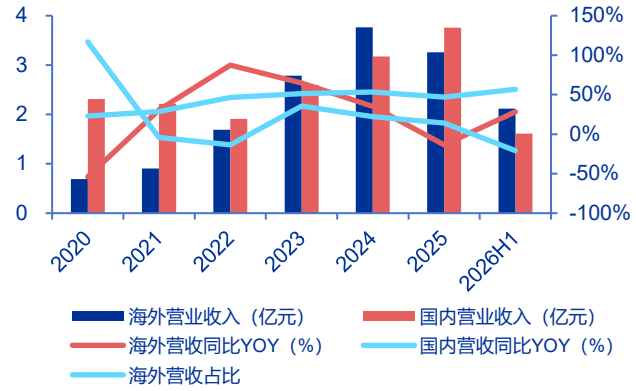
资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司收入结构持续优化，海外业务驱动增长。1）从收入结构来看，海外业务收入占比由 2020 年的 22.96%提升至 2024 年的 53.54%，成为公司重要的增长引擎。2026H1 海外业务营收占比持续增长至 56.78%，海外业务收入达 2.12 亿元，同比增长 28.29%。**2）从毛利率来看，**2026H1 海外业务毛利率为 37.57%，较去年同期增加 1.51pcts；国内业务毛利率为 37.61%，较去年同期下降 5.25pcts。

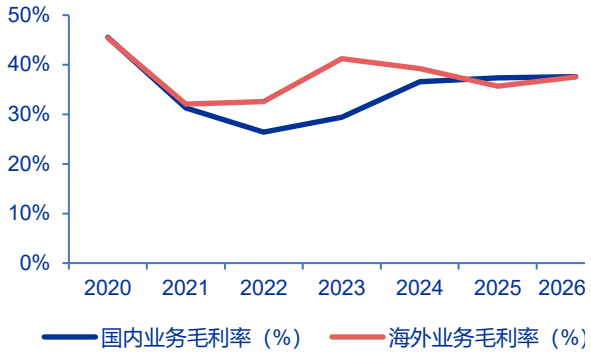
图 12：公司 2020-2026H1 国内及海外业务营收

图 13：国内及海外业务毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.4 募投扩产强化配套能力，持续拓展海外产能

公司拟通过可转债募资推动海外产能落地，进一步完善产能布局并强化配套保障能力。其中，马来西亚项目拟投入 3.50 亿元，主要用于航空叶片与医疗骨科植入锻件的规模化、智能化生产，项目建成后预计新增压气机叶片 150 万片、医疗骨科植入类锻件 100 万件年产能，有助于完善公司海外生产基地布局并提升国际客户响应能力；转动件和结构件产能扩建项目拟投入 2.00 亿元，主要用于机匣类结构件产能建设，项目建成后预计新增约 8,000 件机匣年产能，有望进一步完善公司产品结构并增强关键零部件配套能力。

表 4：公司发行可转债募集资金运用计划一览

序号	募集资金投资项目	项目投资金额（万元）	拟用募集资金投入金额（万元）	具体用途
1	航空叶片与医疗骨科植入锻件马来西亚智能制造基地项目	43,471.07	35,000.00	用于购置土地、新建厂房、配置机器设备及软件，建设马来西亚智能制造基地，开展航空发动机压气机叶片及医疗骨科植入类锻件的规模化、智能化生产
2	航空发动机转动件和结构件产能扩建项目	34,339.12	20,000.00	用于施工设计、厂房建设、设备及软件安装调试，扩建机匣类结构件产能，提升航空发动机转动件和结构件批产配套能力
3	补充流动资金项目	5,000.00	5,000.00	用于补充流动资金，支持业务扩张、日常经营周转、研发投入及财务结构优化
	合计	82,810.19	60,000.00	

资料来源：公司可转债募集说明书、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 精锻技术构筑壁垒，品类延展打开成长天花板

2.1 两机需求共振，航空锻件市场空间广阔

未来二十年我国民用航空市场空间广阔，增速领先全球平均水平。随着民用航空运输周转率快速增加推动民用客机需求上升，根据航空工业发布的《中国商飞公司 2025-2044 年民用飞机市场预测年报》，截至 2024 年底，我国民航客机机队规模为 4313 架，预计到 2044 年将会增加至 10175 架，包括涡扇支线客机 786 架，单通道喷气客机 7639 架以及双通道喷气客机 1750 架，中国航空市场正在从高速增长转向高质量增长。

图 14：预计 2044 年我国民航客机机队规模将达 10175 架



资料来源：中国商飞公司市场预测年报（2025-2044）、申万宏源研究

预计未来二十年我国民机航发叶片市场空间可达 1406 亿美元。根据商飞预测，未来二十年预计中国航空市场将接收 50 座及以上的客机 9736 架，其中最多的是单通道喷气客机，预计将新增 7250 架；其次是双通道喷气客机 1703 架，其余为喷气支线客机，二十年间将交付 783 架。预计 2025-2044 年商发叶片市场价值为 1406 亿美元，平均每年约为 70 亿美元。

表 5：未来二十年国内新增商发叶片市场空间可达 1406 亿美元

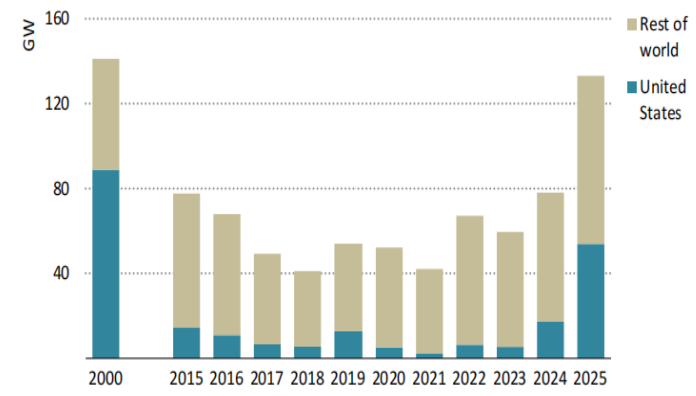
新机类型	新机交付量预测（架）	民机单价（亿美元）	发动机平均单价（亿美元）	发动机叶片价值量占比	发动机市场叶片空间（亿美元）
双通道喷气客机	1703	3.4	0.92	35%	**547**
单通道喷气客机	7250	1.2	0.32	35%	**822**
涡扇支线客机	783	0.5	0.14	35%	**37**
总计	9736	/	/	/	**1406**

资料来源：《中国商飞公司市场预测年报 2025-2044》、申万宏源研究　注：单台发动机价格已考虑“发动机占整机成本%”的条件

下载日志已记录，仅供内部参考

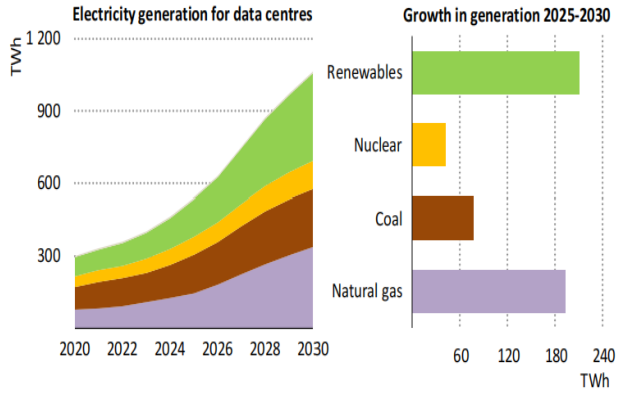
随着 AI 产业的快速扩张，全球燃气轮机市场需求持续增长。与传统发电方式相比，航改型燃气轮机可在短时间内达到满负荷，快速响应 AI 数据中心的负载波动。据 IEA（国际能源署）统计，预计到 2030 年，全球数据中心总用电量将从 2025 年的 485TWh 增长至 950TWh，占全球电力需求的 3%左右。用电需求的爆发式增长直接拉动了燃气轮机订单增长，2025 年全球燃气轮机订单量创下 25 年来新高，AI 算力扩张正成为全球燃气轮机需求增长的核心驱动力，行业景气度持续攀升。

图 15：2025 年燃气轮机订单创 25 年来新高



资料来源：IEA（国际能源署）、申万宏源研究

图 16：2030 年燃气轮机占数据中心电力结构可达 30%



资料来源：IEA（国际能源署）、申万宏源研究

全球燃气发电装机已进入新一轮上行周期，2026 年起新增容量将显著提升，主要集中在美国、中国、东南亚及中东等国家及地区。全球燃气发电装机 2020-2024 年已投产机组规模维持在 49-63GW 区间，整体保持稳定。建设中机组在 2026 年达到 101GW 的阶段性高位，后续逐步进入集中投产周期，前期筹备与已宣布项目持续保持较高规模。区域格局上，中美成为全球燃气发电增长双核心，中东、东南亚等地区同步跟进扩容。美国开发规模合计约 252GW，中国开发规模超 150GW，越南、伊拉克、巴西、沙特等位列开发规模前十。

图 17：2026 年起全球燃气发电装机新增容量预计将大幅提升（单位：GW）

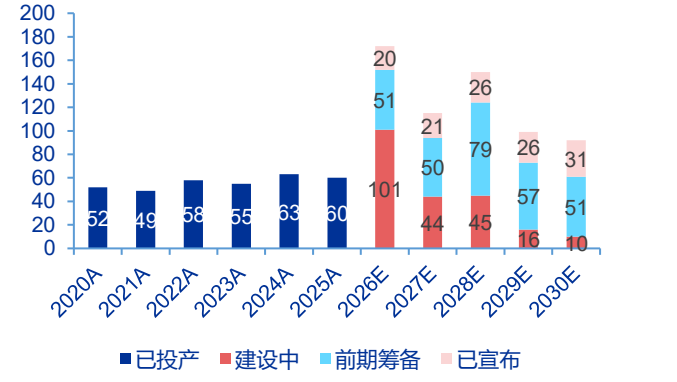
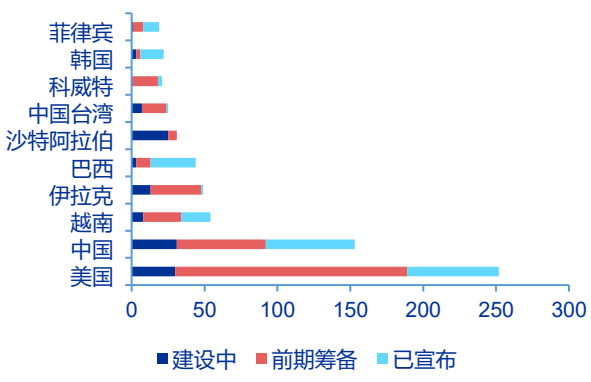


图 18：2025 年全球燃气发电装机容量开发规模 TOP10 （GW）



下载日志已记录，仅供内部参考

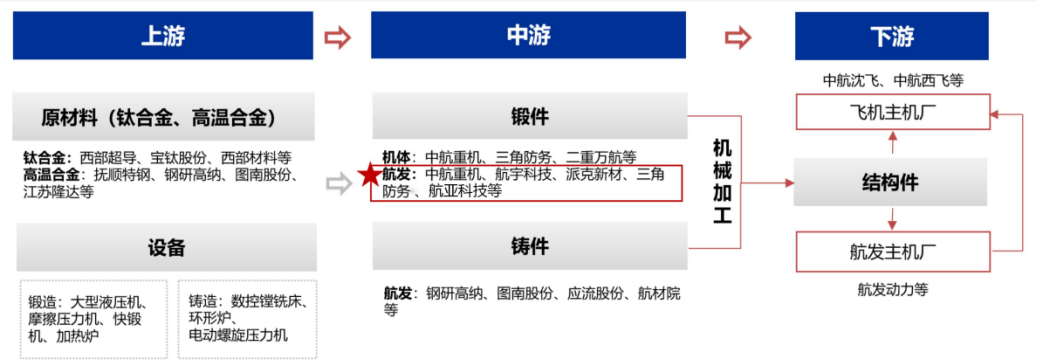
资料来源：global energy monitor（全球能源监测）、申万宏源研究 注：按年度及项目状态划分的燃气发电装机年度新增容量

资料来源：global energy monitor（全球能源监测）、申万宏源研究

2.2 航空锻件壁垒深厚，竞争格局清晰稳定

航空锻造行业处于产业链中游，是航空高端装备产业链的关键环节，拥有较高的工艺壁垒。锻造行业上游为各类金属材料冶炼企业，如碳钢、不锈钢、合金钢、高温合金、钛合金、铝合金等，下游主要为航空、航天、船舶、电力、石化以及其他机械等行业的成套设备制造商。以航空产业链为例，锻件作为关键部件，根据《大型航空模锻件整体精密成形工艺技术研究与试制》，按重量计算，飞机上有 85%左右的结构件是锻件，包括飞机发动机的涡轮盘、后轴颈（空心轴）、叶片、机翼翼梁、机身的肋筋板、轮支架、起落架的内外筒体等涉及飞机安全的重要承力构件。下游军工客户对航空锻件产品的精度、性能、寿命、可靠性等各项技术指标有较高的要求，因此航空锻件供应商必须具备深厚的专业知识、强大的技术研发能力和丰富的实践操作经验，致使航空锻造行业存在较高的技术壁垒。

图 19：锻件处于产业链中游



资料来源：航空产业网、申万宏源研究

涡扇发动机中叶片价值量最高，约占航空发动机总价值量的 35%。根据公司招股说明书，叶片的制造量占整机制造量的三分之一左右，是发动机中数量最大的一类零件。压气机叶片级数较多，每台发动机压气机叶片数量一般在 2000 片左右。压气机叶片叶型薄，易变形，精准控制其成型精度，并高效、高质量地加工是叶片制造过程中的核心难点。在各类叶片当中，压气机叶片是航空发动机中型面结构最复杂、工作环境最苛刻的零部件之一。公司是目前国际上少数具备以精锻技术实现压气机叶片研制及量产并应用于国际主流发动机的企业。燃烧室价值占比 10%，涵盖扩压器、燃烧室壳体、火焰筒、燃料喷嘴、点火装置等；附件及转动部件价值占比 9%，包含转动件结构件、轴件、导向附件等；机匣、盘件、环件、钣金件等其余零部件合计价值占比 28%。公司目前主要生产的航空发动机转动件及结构件为整体叶盘、整流器、涡轮盘及压气机盘、机匣等。

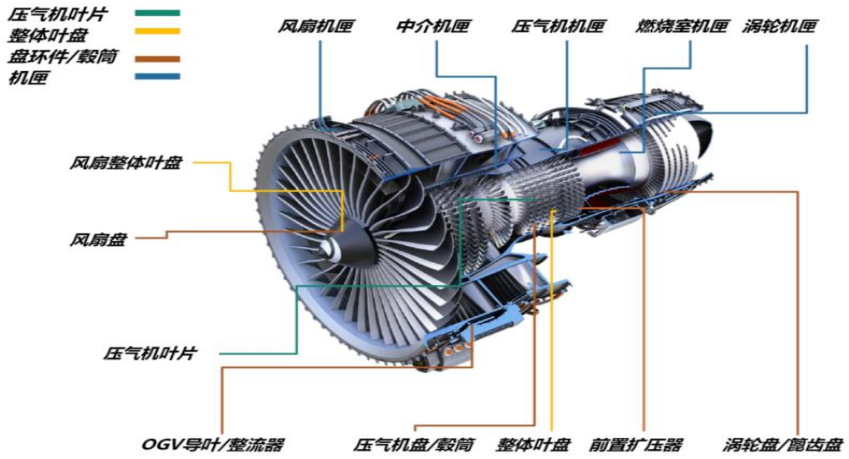
下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：典型的涡扇发动机大致价值占比

部件	具体产品类别	价值占比	公司产品	公司具体产品类型
叶片	风扇叶片、压气机叶片、涡轮叶片	35%	√	压气机叶片
燃烧室	扩压器、燃烧室壳体（燃烧室机匣）、火焰筒、燃料喷嘴、点火装置等	10%	√	燃烧室机匣
控制系统	电子式控制系统、液压式控制系统	18%		
附件及转动	转动件结构件、轴件、导向附件等	9%	√	转子组件
其他	其他部分的机匣、盘件、环件、钣金件、小零件等	28%	√	机匣、盘件、环件

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

图 20：公司航空发动机零部件产品示意图



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

全球航空发动机叶片、转动件及结构件领域参与主体包含海外专业零部件厂商与国内航发配套企业。分产品来看，在压气机叶片方面，国际市场主要由两类主体构成：一类是 GE 航空旗下 Bromont、Rutland 及 P&W 旗下 BTL 等主机厂自有工厂，相关产能更多投向在研及新机型；另一类是德国 Leistritz、法国 LISI 等独立供应商。转动件及结构件方面，国内参与企业相对较少，主要包括中国航发集团下属单位，以及西安三航、无锡润和等民营企业。

表 7：行业内主要其他企业

产品类型	公司名称	公司介绍
叶片产品	Blade Technology (BTL)	BTL 公司为全球主要航空发动机 OEM 制造商提供高质量零部件，采用精锻、机械加工、涂层和其他特种工艺，是压气机叶片和涡轮叶片机加工的供应商。
	Bromont/Rutland GE	Bromont/Rutland GE 是 GE 航空在加拿大和美国的专业化叶片工厂，主要为 GE 航空、以及 CFM 和 EA 等两家 GE 合资公司供应航空发动机零部件。
	德国 Leistritz	德国 Leistritz 目前已经拥有涡轮机技术、泵业技术、生产技术和挤出技术等四大技术，其产品在航空航天行业、汽车行业、能源行业等均有广泛应用。
	法国 LISI	法国 LISI 是全球航空航天紧固件和结构组件的制造专家，其核心业务是金属变形、辅以热处理、机械加工、涂料和组装，产品主要用于飞机及发动机，在法国、波兰等国家拥有叶片专业化工厂，主要向赛峰等提供叶片。

下载日志已记录，仅供内部参考

	以色列 Techjet Aerofoils	Techjet Aerofoils，1999 年创立于以色列，是 Blade Technolology(BTL)与罗罗的合资公司，主要为罗罗下属发动机型号生产压气机及涡轮叶片。
	西安安泰	西安安泰叶片技术有限公司是航发动力的全资子公司。西安安泰主要生产各类尺寸的不锈钢及钛合金压气机叶片、海运和工业燃气轮机及汽轮机叶片、结构件及人工关节件。
	航发集团体系内公司	中国航空发动机集团有限公司主要从事航空发动机、辅助动力、燃气轮机、飞机和直升机传动系统的研制、生产、维修和服务；航空材料及其它先进材料的研发与制造。
	西安三航	西安三航动力科技有限公司主要从事动力机械关键零部件精密数控加工，包括高温合金、钛合金、不锈钢等材料叶轮、叶片的加工。
转动件及结构件	无锡润和机械	无锡市润和机械有限公司是专业从事金属切削加工、汽轮机叶片和汽轮机辅件的制造公司。主要产品有航空发动机、燃汽轮机及汽轮机叶片，航空发动机整体叶盘，叶片以及航空发动机风扇试验件、压气机试验件、涡轮试验件、反推试验件，燃烧室、对开机匣、旋流器喷嘴等航空发动机关键部件试验件。
	新研股份	新研股份于 2015 年通过收购明日宇航，进入了航空航天飞行器零部件制造业，实现“农机+军工”双主业发展的战略布局。明日宇航以飞行器结构件减重技术的开发与服务为技术主线，涉及飞机结构、发动机结构、航天产品结构、新材料和工装模具的设计、研发、制造和服务。

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

2.3 精锻技术行业领先，产品与产能持续扩张

精密锻造近净成形凭借高精度、高可靠性的工艺优势，是压气机叶片制造的高壁垒技术，公司在该领域构建起深厚的核心工艺壁垒。精密锻造近净成形技术在普通模锻基础上迭代而来，以压气机叶片为例，可直接锻出满足图纸要求的型面与缘板内侧面，无需或仅需少量后续机加工，能够保障叶型、进排气边高精度要求，工艺稳定性与产品一致性优异，改善叶片表面完整性，提升服役寿命。对比传统模锻，精锻近净成形可保留连续金属流线，强化叶片抗疲劳性能，同时实现复杂叶型高精度成型，生产效率更高。公司深耕叶片精锻领域，已实现压气机叶片型面无余量精密锻造，技术达到国际先进水平，对外实现赛峰 LEAP 系列压气机叶片大批量稳定供货；国内自 2018 年起参与长江系列及国内先进航发协同研发，完成精锻近净成形技术的工程化应用，在工艺全流程积累深厚工程能力，构建起较强技术壁垒。

表 8：公司承担的国内外航空发动机叶片类主要产品介绍

类别	产品类别	主机单位	主机型号	科研生产产品	所处阶段
国外民用航空发动机	低压压气机精锻叶片	赛峰	LEAP-1A/1C、1B	转子叶片和导叶	批产
			CFM56	转子叶片和导叶	批产
			CF34	导叶	批产
	高压压气机精锻叶片	GE 航空	Passport 20	导叶	批产
			CF6	转子叶片	批产
			LMS-100	转子叶片	批产
			LM9000	转子叶片	研发完成
			GE90	转子叶片	研制中
	外涵道导叶	GE 航空	CF	外涵道导流叶片	批产

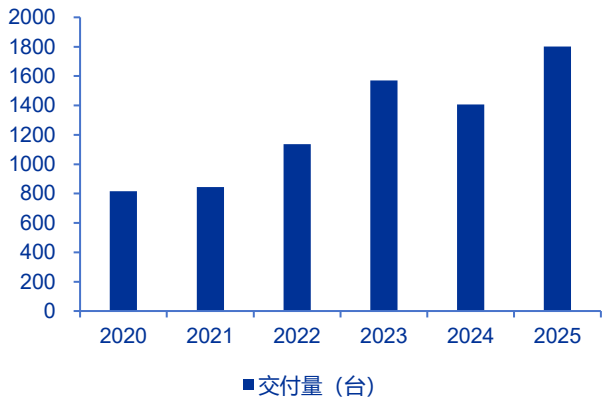
下载日志已记录，仅供内部参考

国内民用航空发动机	压气机精锻叶片	中国航发商发	CJ-1000 AX	高压转子叶片、低压转子叶片	同步设计，持续生产
			CJ-1000	高压转子叶片、低压转子叶片	同步设计，持续生产
			CJ-2000 AX	高压转子叶片、低压转子叶片	同步设计，持续生产
			CJ-2000	高压转子叶片、低压转子叶片	同步设计，持续生产
国内高性能先进发动机	-	中国航发集团	某项目（共六项）	-	-

资料来源：公司招股书、申万宏源研究

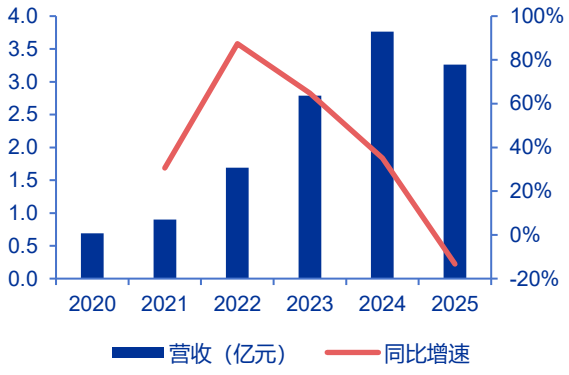
全球航发精锻叶片核心供应商，客户覆盖主要国内外航发及燃机客户。公司是国内具备以精锻技术实现压气机叶片大规模量产并供货于国际主流发动机厂商的核心供应商之一，覆盖了赛峰集团、GE 航空、罗罗、航发集团等国内外主流航空发动机厂商或国内发动机设计所，并实现向 GE、广瀚燃机等国内外燃气轮机客户批量销售。公司销售给赛峰的叶片搭载于 CFM56 系列与 LEAP 系列两大目前世界市场份额最大的发动机机型。公司持续巩固 LEAP 叶片成熟项目基本盘，交付态势回稳；同时 LEAP 环形机匣项目历经研发爬坡，产能逐步释放。同时，公司积极参与我国自主研制的 CJ-1000/2000 发动机（配装 C919/C929 飞机）等重点型号任务，提供高、低压压气机叶片。

图 21：LEAP 发动机历年交付数据



资料来源：赛峰官网、申万宏源研究

图 22：公司近年海外营收



资料来源：iFinD、申万宏源研究

持续延展产品谱系，产品布局由叶片向转动件、结构件及单元体拓展。根据公司公告，公司在航空发动机领域以压气机叶片为基础，逐步拓展至高压压气机叶片、转动件和结构件，并延伸至组件、单元体等产品。公司正在积极开拓国内外主流发动机客户的转动件及结构件批产业务。随着公司参与研制的国内发动机业务实现量产、以及国际发动机转动件及结构件批产业务的成功开拓，公司转动件及结构件业务将成为公司重要收入来源之一。

表 9：公司承担的国内外航空发动机转动件及结构件主要产品介绍

类别	产品类别	主机单位	主机型号	科研生产产品
国外民用航空发动机	结构件	GE 航空	CF	燃烧室机匣

下载日志已记录，仅供内部参考

国内民用航空发动机	结构件	中国航发商发	CJ-1000	中介机匣、整流器、前置扩压器
			CJ-2000	燃烧室机匣、整流器、前置扩压器
	转动件		CJ-1000	压气机整体叶盘
	转动件	中国航发商发	CJ-1000	高压压气机转子零组件
国内高性能先进发动机	-	中国航发集团	某项目（共五项）	-

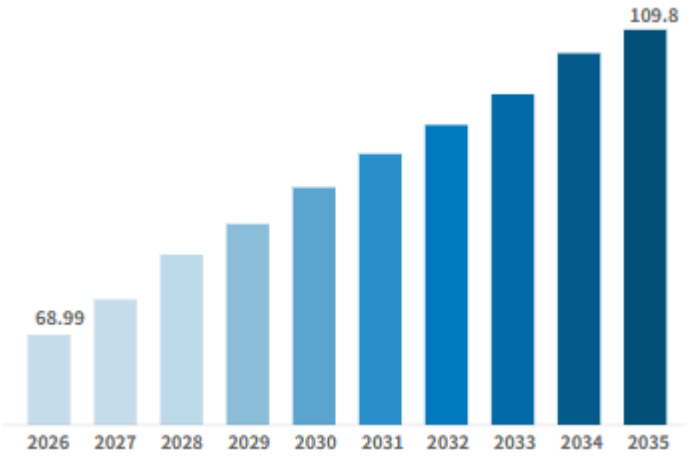
资料来源：公司招股书、申万宏源研究

公司募投项目稳步推进，海外及国内多点布局产能。马来西亚基地作为公司首个海外制造基地，是可转债核心募投项目之一，拟投入募集资金 3.5 亿元，现已取得全部境内资质、完成地块与厂房购置签约，项目满产后将新增压气机叶片 150 万片、医疗骨科植入锻件 100 万件，强化海外客户响应能力与供应链韧性，打开长期增长空间；无锡机匣扩建项目拟投入募集资金 2 亿元，已完成土地购置与相关资质获取，进入证照办理与资本支出筹备阶段，建成后新增机匣年产能 8000 件，提升机匣批产能力，依托组合部件方案巩固客户粘性；同时公司启动贵州航亚产能提升项目，加码盘环件、整体叶盘等航发零部件制造，项目有序推进，投产后将提升国内区域制造能级与交付保障能力，深度融入国内航发产业链。

3. 技术迁移切入骨科赛道，医疗业务成长可期

人口老龄化与健康需求升级双轮驱动，骨科植入锻件市场持续稳定增长。骨科疾病发病率与年龄高度相关，全球人口老龄化趋势不断加剧，将直接推高骨科疾病发病概率。与此同时，经济社会发展带动居民生活水平与健康意识持续提升，疾病知晓率、就诊率及骨科植入物手术普及率不断提高，叠加医疗条件与社会保障体系逐步完善，下游市场需求稳步攀升。根据 Business Research Insights（商业研究视野），预计到 2026 年全球骨科市场空间约为 689.9 亿美元。预计到 2035 年市场空间将达到 1098 亿美元，2026 年至 2035 年复合年增长率为 5.3%。

图 23：全球骨科 2026-2035 年市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Business Research Insights（商业研究视野）、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

骨科植入锻件是医疗骨科植入器械的重要主体结构材料，具有长期植入人体、性能要求高、加工难度大等特点，相关产品通常属于第三类医疗器械。根据 Global Market Insights（全球市场洞察）数据，2024 年全球骨科器械市场前五大企业（强生、史赛克、捷迈邦美、施乐辉、美敦力）合计占据 52.5%的市场份额，市场集中度较高。公司主要布局骨科关节锻件，按植入部位不同，骨科植入件主要分为创伤类、脊柱类、关节类及其他类别，医疗骨科植入锻件是髋关节、膝关节植入件的重要主体结构件，其中髋关节植入件主要包括股骨柄和髋臼外杯，相关假体参照人体髋关节结构设计，以实现关节活动功能。材料方面，髋、膝关节植入件主体结构通常采用 TC4 钛合金或钴铬钼合金制成。

图 24：公司骨科锻件处于产业链中游



资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究

图 25：公司骨科锻件产品布局



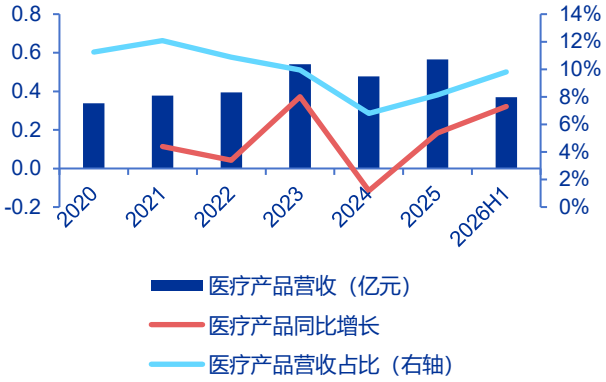
资料来源：公司招股说明书、申万宏源研究（注：斜体加粗部分为公司所涉及的产品业务范围）

公司骨科植入锻件海内外客户拓展持续推进，海外基地落地支撑长期产能扩容。公司凭借钛合金、高温合金精锻技术的积累，实现了对医疗骨科关节植入锻件的工艺开发与产品验证，客户包括强生、施乐辉等国外客户以及爱康集团、大博医疗、威高骨科等国内领先客户，2026 年上半年与国际领先医疗器械制造商强生、施乐辉的合作项目分别进入量产爬坡或研发攻坚的关键阶段，公司正积极获取进入其他国际头部客户的机会。此外，产能建设方面，公司已制定马来西亚基地产能建设，其中包括医疗骨科植入类锻件 100 万件的生产能力，进一步加强对海外客户相应能力。公司医疗产品营收从 2020 年的 0.34 亿上升至 2025 年的 0.57 亿，复合年均增长率 10.81%，2026H1 医疗产品营收为 0.37 亿元，公司医疗产品营收规模实现稳定增长；医疗产品毛利率从 2020 年的 24.74%上升至 2024 年的 36.86%，其中 2026H1 公司医疗产品实现毛利率 31.1%。

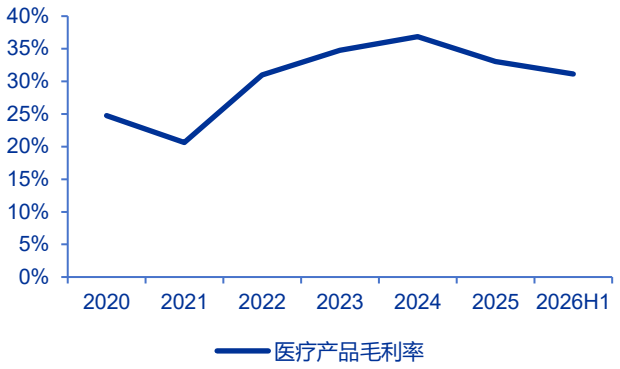
图 26：2026H1 公司医疗产品营收稳定增长

图 27：公司 2020-2026H1 医疗产品毛利率

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2026E-2028E 年营业总收入分别为 8.03、9.99、12.42 亿元，同比增速依次为 15.3%、24.3%、24.4%。预计 2026E-2028E 年综合毛利率分别为 37.2%、38.2%、38.6%。

(1) 航空产品板块：公司深耕航发精锻叶片，产品覆盖压气机叶片、转动件及结构件，深度绑定法国赛峰、GE 航空、英国罗罗等全球主流航空发动机厂商及中国航发集团。压气机叶片业务保持稳健，转动件及结构件随可转债募投项目推进逐步放量，国产大飞机 CJ1000/CJ2000 发动机配套研制同步推进。考虑到公司持续巩固 LEAP 叶片成熟项目基本盘，交付态势回稳；此外公司与客户敲定 LEAP 新品类叶片项目合作意向，拟适时启动研发，有望提供营收增量；赛峰、RR、GE 客户的其他叶片和结构件项目均保持量产稳健或研发有序推进态势。我们预计 2026E-2028E 年该板块营收分别为 7.26、9.07、11.34 亿元，对应同比增速分别为 15.0%、25.0%、25.0%。考虑到规模效应、公司品类及客户持续拓展，产品结构有望进一步优化，因此预计毛利率有望稳步提升。我们预计 2026E-2028E 年该板块毛利率分别为 37.0%、38.0%、38.5%。

(2) 医疗产品板块：公司医疗骨科植入物锻件主要产品包括人工髋关节股骨柄、髋臼杯、胫骨托等，与强生、施乐辉等国际医疗器械企业建立了稳定的合作关系。随着海外大客户渗透率持续提升叠加后续募投马来西亚基地产能逐步释放，预计 2026E-2028E 年该板块营收分别为 0.68、0.82、0.98 亿元，对应同比增速分别为 20.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 33.0%、35.0%、35.5%。

(3) 其他业务板块：预计 2026E-2028E 年营收分别为 0.09、0.10、0.10 亿元，增速分别为 5.0%、5.0%、5.0%，毛利率维持 80.0%。

表 10：公司主营业务拆分（单位：百万元）

		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	697	803	999	1,242
	(+/-%)	-1.0%	15.3%	24.3%	24.4%
	营业成本				

下载日志已记录，仅供内部参考

航空产品	*毛利率*	37.2%	37.2%	38.2%	38.6%
	营业收入	631.25	726	907	1,134
	(+/-%)	-2.3%	15.0%	25.0%	25.0%
	营业成本	398.62	457	563	698
	毛利率	36.9%	37.0%	38.0%	38.5%
医疗产品	营业收入	56.61	68	82	98
	(+/-%)	18.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	营业成本	37.90	46	53	63
	毛利率	33.1%	33.0%	35.0%	35.5%
其他业务	营业收入	8.71	9	10	10
	(+/-%)	-7.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	0.73	2	2	2
	毛利率	91.6%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为航发精锻叶片核心标的，考虑全球两机高景气及国产大飞机产业链国产化替代进程加速，我们预计公司 2026E-2028E 年的归母净利润分别为 1.3/1.7/2.2 亿元，对应 PE 分别为 45/35/28 倍。公司主业为航发精锻叶片、转动件及结构件，因此选取航发产业链相关可比公司，钢研高纳（主营高温合金及高温合金叶片、机匣、结构件等）、航材股份（航发平台型公司，具备航发涡轮叶片及燃气轮机叶片能力）、应流股份（两机热端部件核心供应，产品包括燃机铸造叶片及航发结构件）。行业内可比公司 2026E 年平均 PE 为 48 倍，公司 2026E 年 PE 低于可比公司平均水平。考虑到两机赛道高景气及公司深度绑定核心客户、产品谱系持续拓展，因此首次覆盖，并给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值表

股票代码	公司简称	2026/9/29	归母净利润（亿元）				市盈率			
		总市值（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300034	钢研高纳	121.8	0.87	2.1	3.0	4.2	139	57	41	29
688563	航材股份	225.2	5.36	5.6	6.5	7.5	42	40	35	30
603308	应流股份	268.0	3.49	5.6	8.8	13.3	77	48	30	20
			行业平均					48	35	26
688510	航亚科技	60.3	1.02	1.3	1.7	2.2	59	45	35	28

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：除航亚科技 2026E-2028E 归母净利润为申万预测，其余标的均为 iFinD 一致预期

5. 风险提示

技术开发风险。下游客户不断研发新的发动机型号并提出新的设计要求，以此为目标要求公司持续进行技术开发。由于从技术研发到产业化过程需要大量投入且耗时较长，如遇到研发进度缓慢、技术成果转化不利等情形，将无法如期为公司带来预期收益甚至面临客户流失的风险，进而对公司发展和盈利能力造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

原材料价格波动风险。公司主要原材料为钛合金、高温合金等，近年来价格存在一定波动。若原材料价格上涨而产品售价无法同步提升，公司毛利率和净利率将面临下行压力。尽管公司通过设备升级、工艺改进、管理提升及库存调节等方式降低影响，但仍难以完全对冲原材料涨价风险。

海外产能建设节奏不及预期。公司拟发行可转债于马来西亚进行产能建设，如果未来贸易摩擦、国际关系发生不利变化，可能会对公司产品销售产生一定不利影响。

汇率风险。公司国际业务采用美元结算，随着公司国际业务的不断拓展，外汇收支规模不断增长。受国际政治、经济形势等因素影响，汇率和利率波动幅度不断加大，外汇风险显著增加。

可转债实施不及预期。公司发行可转债事项尚存在不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	703	697	803	999	1,242
营业收入	703	697	803	999	1,242
航空产品	646	631	726	907	1,134
医疗产品	48	57	68	82	98
其他业务	9	9	9	10	10
营业总成本	572	591	669	819	1,008
营业成本	432	437	505	618	763
航空产品	400	399	457	563	698
医疗产品	30	38	46	53	63
其他业务	2	1	2	2	2
税金及附加	5	6	7	9	11
销售费用	18	16	19	24	29
管理费用	61	55	61	76	94
研发费用	61	73	76	93	112
财务费用	-5	3	1	-1	-1
其他收益	27	40	30	30	30
投资收益	0	-2	-2	-2	-2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-10	-4	-5	-8
资产减值损失	-19	-21	-12	-15	-15
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	136	113	147	188	239
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	137	113	147	188	239
所得税	11	10	13	16	20
净利润	126	103	134	172	218
少数股东损益	-1	1	1	1	1
归母净利润	127	102	133	171	217

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

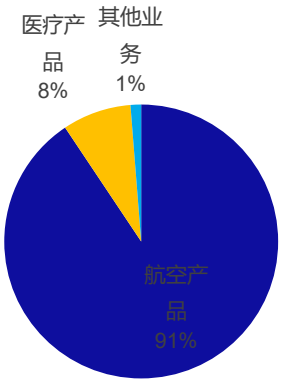
合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	126	103	134	172	218
加：折旧摊销减值	98	126	124	139	158
财务费用	1	9	1	-1	-1
非经营损失	11	2	2	2	2
营运资本变动	-42	-65	50	-45	-50
其它	19	15	0	0	0
经营活动现金流	210	180	311	266	328
资本开支	196	154	93	208	210
其它投资现金流	0	0	-2	-2	-2
投资活动现金流	-196	-154	-95	-210	-212
吸收投资	0	9	0	0	0
负债净变化	117	29	-54	1	1
支付股利、利息	58	59	53	68	87
其它融资现金流	0	0	0	1	1
融资活动现金流	59	-20	-107	-66	-85
净现金流	78	4	109	-10	31

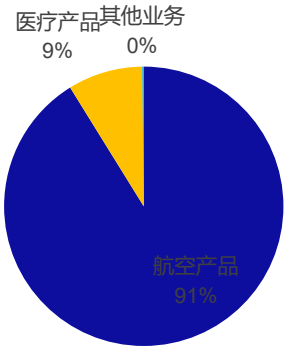
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

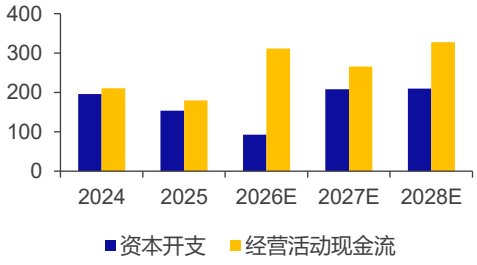
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流(百万元)

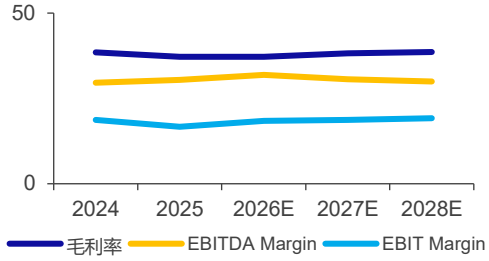


下载日志已记录，仅供内部参考

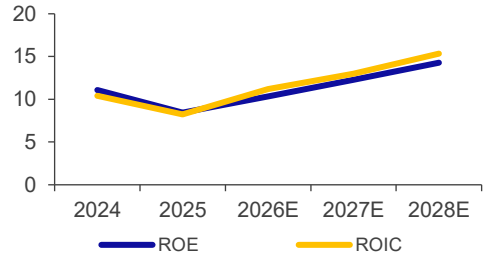
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	862	933	1,060	1,180	1,404
现金及等价物	321	318	427	418	449
应收款项	344	375	418	505	641
存货净额	181	227	202	244	301
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	15	13	13	13	13
长期投资	12	12	12	12	12
固定资产	954	965	955	1,052	1,137
无形资产及其他资产	89	108	102	94	84
资产总计	1,917	2,018	2,130	2,339	2,638
流动负债	563	573	602	706	873
短期借款	130	159	104	104	104
应付款项	429	407	492	596	763
其它流动负债	5	6	6	6	6
非流动负债	171	196	197	198	199
负债合计	735	769	799	904	1,072
股本	258	260	260	260	260
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	611	625	625	625	625
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	36	46	59	76	97
未分配利润	237	277	346	432	541
少数股东权益	40	41	42	43	44
股东权益	1,182	1,249	1,331	1,435	1,566
负债和股东权益合计	1,917	2,018	2,130	2,339	2,638

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

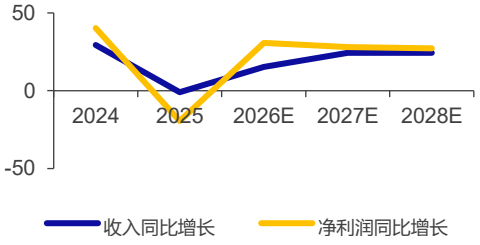


重要财务指标

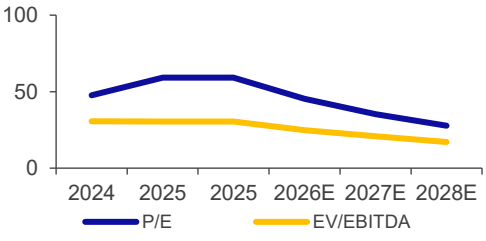
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.39	0.51	0.66	0.84
每股经营现金流	0.81	0.69	1.20	1.03	1.26
每股红利	0.20	0.20	0.20	0.26	0.33
每股净资产	4.39	4.65	4.96	5.36	5.86
关键运营指标(%)					
ROIC	10.4	8.2	11.2	13.0	15.3
ROE	11.1	8.4	10.3	12.3	14.3
毛利率	38.5	37.2	37.2	38.2	38.6
EBITDA Margin	29.6	30.4	31.9	30.6	30.0
EBIT Margin	18.7	16.7	18.4	18.7	19.2
营业总收入同比增长	29.4	-0.9	15.3	24.3	24.4
归母净利润同比增长	40.3	-19.4	30.7	28.2	27.3
资产负债率	38.3	38.1	37.5	38.6	40.6
净资产周转率	0.62	0.58	0.62	0.72	0.82
总资产周转率	0.37	0.35	0.38	0.43	0.47
有效税率	7.9	9.0	8.6	8.5	8.5
股息率	0.8	0.8	0.8	1.1	1.4
估值指标(倍)					
P/E	47.7	59.2	45.3	35.3	27.7
P/B	5.3	5.0	4.7	4.3	4.0
EV/Sale	9.1	9.2	7.9	6.4	5.1
EV/EBITDA	30.6	30.4	24.9	20.9	17.1
股本	258	260	260	260	260

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。