下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 10 月 14 日
国防军工

行业深度分析

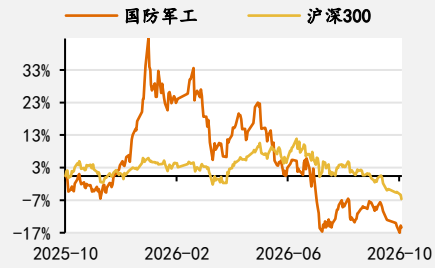
证券研究报告

干将发硎，有作其芒：航发产业链 2026H1 数据分析

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.8	3.5	-8.7
绝对收益	-6.7	-8.6	-15.8

杨雨南 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525060003
yangyn6@sdicsc.com.cn

姜瀚成 分析师
SAC 执业证书编号：S1450525080001
jianghc@sdicsc.com.cn

相关报告

先进封装系列 1：TIM--散热链路“引路人”	2026-08-10
长十乙发射&回收成功，中国星网扬帆起航	2026-07-13
干将发硎，有作其芒：航发产业链 2025 年数据分析	2026-07-09
他山之石：无人&反无构建新质战斗力	2026-06-23
军工：“破圈”与共振——2026 年中期策略	2026-06-01

【投资建议】航发产业链已到战略性布局时点。建议关注航发产业链中下游：**航发动力、航发控制**；原材料端：**西部超导**；制造端：**航宇科技、图南股份、中航重机、航材股份、航发科技、华秦科技、航亚科技**；维修后市场：**图南股份**。

【主机厂】：**“十五五”中大型发动机重点型号迎来新一轮增长周期，中型发动机保持扩张态势，中小型及涡轴发动机产业触底回升。**黎明公司与西航集团为代表的大型发动机产业链已度过平整期，重回增长态势；贵州黎阳 2026H1 增速进一步抬升，中型发动机产业链有望在“十五五”期间快速增长；南方公司 2026H1 营收触底回升，通航动力及民品燃机贡献新增量。我们认为当前阶段，维修市场已充分打开、内贸需求开始落地，航发产业链回归增长快车道。当下时点主机厂已开始布局“十五五”期间新一轮的生产任务，后续可展望“十五五”规划细则落地情况及新制装备及任务（燃机、军贸、大飞机等）。

【供应商】：**“小核心，大协作”主要供应商实现扭亏为盈，后续迈入持续放量与品类拓展阶段。**黎明公司配套供应商在 2026H1 实现扭亏为盈，随着规模效应体现，主要供应商后续业绩将持续放量。在整体供应商格局稳定，订单饱满的背景下，后续各公司有望从外协转为外购，利润端不断增厚，并逐步扩展生产品类，建议重点关注。

【投资逻辑】：**第一：维修后市场是“十五五”期间的“压舱石”业务。**沈阳黎明及西航集团 2021-2025 年累计营收金额已达 1202 亿元和 612 亿元，相关产品型号迎来大修周期，航发产业链（尤其主机厂与零部件耗材供应商）将迎来新的结构性增长。**第二：军贸业务有望成为第二增长曲线。**随着我国装备在国际市场上不断打响知名度，我们预计“十五五”期间军贸业务有望贡献第二增长曲线，建议重点关注年底的珠海航展。**第三：由军及民“十五五”期间燃机与商用动力贡献增量。**当下民品燃机领域受全球发电需求牵引保持高景气度，航发动力航改燃产品不断实现突破，相关产业链公司燃机业务持续增长；随着长江系列发动机的研制进展不断向前，“十五五”期间大飞机产业链有望实现放量，民品端将为航空发动机产业链持续注入新的增长动力。

风险提示：行业需求不及预期、产业链提质增效不及预期、行业估值波动、大宗商品大幅波动造成的原材料价格波动风险、产业出现重大事故及保密事件、其他相关风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 产业链概览 4
1.1. 中大推发动机产业链重回高增长态势，重点关注黎明公司与黎阳动力 5
1.2. 中小推及涡轴发动机产业链迎来拐点向上，通航动力与民用燃机贡献增量 6
1.3. 航发产业链中上游重点供应商增速回升，产业链蓄势待发 7
1.4. “小核心，大协作”核心供应商实现扭亏为盈，将进一步释放业绩 7
1.5. 民品燃机高景气度，“由军及民”航发版图不断外拓 8
1.6. 国防装备频亮相，军贸赛道有望构筑第二增长曲线 8
2. 航发主机厂 9
2.1. 黎明公司（410 厂） 9
2.1.1. 报表分析 9
2.1.2. 产业链分析 10
2.1.3. 小结 10
2.2. 西航集团（430 厂） 11
2.2.1. 报表分析 11
2.2.2. 产业链分析 11
2.2.3. 小结 12
2.3. 贵州黎阳（460 厂） 12
2.3.1. 报表分析 12
2.3.2. 产业链分析 13
2.3.3. 小结 13
2.4. 南方公司（331 厂） 13
2.4.1. 报表分析 13
2.4.2. 产业链分析 14
2.4.3. 小结 15
3. 供应链 15
3.1.1. 产能达产 15
3.1.2. 资本运作 18
4. 后续预测 18
5. 投资建议 19
6. 风险提示 19

图表目录

图 1. 巴基斯坦“枭龙”战机 9
图 2. 歼-10CE 9
图 3. 西航集团毛利率与安泰叶片利润率、营收情况 12
图 4. 南方工业与北京航科半年度盈利能力 15

表 1： 航发产业链 2025 年报表营业收入概览 4
表 2： 中大推航空发动机产业链营业收入 6
表 3： 涡轴发动机产业链营收情况 7
表 4： 航发体系中上游重点供应商营收变化（万元） 7
表 5： 航发体系内及对应战略外协供应商营收变化情况（万元） 7
表 6： 航发控制与中科三耐相关营收数据（万元） 8
表 7： 黎明公司相关营收数据（亿元） 10

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8： 黎明公司相关产业链营收情况（万元） 10
表 9： 西航集团相关营收数据（亿元） 11
表 10： 西航集团相关产业链营收情况（万元） 12
表 11： 贵州黎阳相关营收数据（亿元） 13
表 12： 贵州黎阳相关产业链营收情况（万元） 13
表 13： 南方公司相关营收数据（亿元） 14
表 14： 南方公司相关产业链营收情况（万元） 14
表 15： 航发产业链产能达产情况 15
表 16： 2024.8-2026.9 相关产业链主要公司资本运作情况 18

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 产业链概览

表1：航发产业链 2025 年报表营业收入概览

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
				主机厂（亿元）			
航发动力	航空发动机制造及衍生品	318.85	346.04	408.93	449.94	434.76	193.77
	yoy	21.87%	8.53%	18.17%	10.03%	-3.37%	50.35%
	本部	90.14	107.12	129.74	160.33	124.19	62.40
	yoy	42.29%	18.84%	21.12%	23.58%	-22.54%	36.94%
	黎明公司	186.35	220.17	262.35	273.69	259.6	134.45
	yoy	17.05%	18.15%	19.16%	4.32%	-5.15%	42.51%
	黎阳公司	30.2	33.84	49.84	50.93	69.92	28.11
	yoy	33.22%	12.05%	47.28%	2.19%	37.29%	74.60%
	南方公司	80.31	78.42	77.75	76.73	74.73	23.07
	yoy	11.70%	-2.35%	-0.85%	-1.31%	-2.61%	31.56%
				零部件（万元）			
航发动力	贵阳精铸	169,505.70	230,598.00	305,747.04	295,672.13	285,910.72	155,356.13
	yoy	22.71%	36.04%	32.59%	-3.30%	-3.30%	6.97%
	黎航部件	33,027.88	51,106.32	58,952.48	48,638.07	43,393.27	12,048.98
	yoy	24.06%	54.74%	15.35%	-17.50%	-10.78%	-4.62%
	安泰叶片	12666.11	17433.68	22053.81	19,383.99	13,991.60	3,768.24
	yoy	179.86%	37.64%	26.50%	-12.11%	-27.82%	-50.90%
航发控制	发动机控制系统及部件	354,021.87	426,497.83	469,418.87	488,178.79	458,189.79	245,000.99
	yoy	19.00%	20.47%	10.06%	4.00%	-6.14%	0.49%
	关联交易	305,592.98	378,115.64	413,398.47	432,989.18	399,353.62	221,714.58
	yoy	20.12%	23.73%	9.33%	4.74%	-7.77%	0.33%
	控制系统技术衍生产品	37,818.00	43,914.71	28,060.91	23,078.28	18,741.50	10,704.69
	yoy	22.76%	16.12%	-36.10%	-17.76%	-18.79%	15.51%
	西控科技	175,536.35	214,441.84	232,983.64	238,302.79	215,368.08	112,244.63
	yoy	22.45%	22.16%	8.65%	2.28%	-9.62%	-2.56%
	贵州红林	142,438.37	165,093.55	168,540.49	168,528.56	158,407.37	84,555.68
	yoy	20.15%	15.91%	2.09%	-0.01%	-6.01%	-6.32%
	北京航科	60,756.93	76,445.47	86,263.92	93,317.13	96,249.77	53,463.55
	yoy	11.02%	25.82%	12.84%	8.18%	3.14%	18.24%
航发科技	内贸航空产品	258,766.62	280,503.93	341,814.01	257,153.76	286,962.72	110,414.25
	yoy	54.65%	8.40%	21.86%	-24.77%	11.59%	4.68%
	中国航发成发	199,790.33	213,946.82	262,704.55	192,653.85	265,543.04	104,861.12
	yoy		7.09%	22.79%	-26.67%	37.83%	
	航发哈轴	62,280.36	71,430.12	80,973.13	90,737.58	94,229.43	50,391.96
	yoy	30.57%	14.69%	13.36%	12.06%	3.85%	
航材股份	关联交易	54,910.88	67,354.74	86,039.67	97,605.79	93,804.49	44,216.31
	yoy	6.38%	22.66%	27.74%	13.44%	-3.89%	-2.13%
西部超导	高性能高温合金材料	10,157.81	18,119.75	47,436.54	32,719.63	57,146.20	53,361.97
	yoy	196.67%	78.38%	161.79%	-31.02%	74.65%	117.79%

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

钢研纳克	沈阳纳克			325.92	1990.36	5,865.03	5,907.32
	yoy				510.69%	194.67%	154.58%
图南股份	客户拆分	35,363.38	59,383.24	77,536.46	56,593.48	41,433.33	
	yoy	44.00%	67.92%	30.57%	-27.01%	-26.79%	
	子公司		293.32	2,565.53	5,475.23	10,896.75	55,192.37
	yoy			774.65%	113.41%	99.02%	1529.10%
航宇科技	客户拆分	46,941.72	78,132.24	90,352.42	68,852.67	72,397.93	
	yoy	24.84%	66.45%	15.64%	-23.80%	5.15%	
航亚科技	关联交易	17,846.00	15,499.00	19,860.00	24,033.00	28,708.00	12,953.00
	yoy	2.43%	-13.15%	28.14%	21.01%	19.45%	-19.11%
	贵州航亚		2052.13	1872.97	4169.74	5,819.05	3,759.66
	yoy			-8.73%	105.47%	39.55%	23.10%
华秦科技*	客户拆分	18,145.74	49,442.83	77,373.93	83,725.68	86,698.36	
	yoy	-48.57%	172.48%	56.49%	8.21%	3.55%	
	沈阳华秦			1,281.72	7,167.27	14,582.91	11,538.85
	yoy				459.19%	103.47%	61.09%
三角防务	客户拆分	5,271.42	4,137.24	12,560.48	9,773.69	12,510.48	
	yoy	76.65%	-21.52%	203.60%	-22.19%	28.00%	
晨曦航空	航空发动机电子产品	3,474.54	2,955.32	1,988.73	2,360.18	462.29	26.56
	yoy	-35.05%	-14.94%	-32.71%	18.68%	-80.41%	-84.60%
	航空发动机参数采集器	1,809.67	1,408.46	1,100.67	1,330.09	-221.15	5.90
	yoy	-37.78%	-22.17%	-21.85%	20.84%	-116.63%	-96.58%
中科三耐	航空发动机系列	3,712.90	3,475.05	6,790.54	1,779.20	5,211.35	912.25
	yoy	294.78%	-6.41%	95.41%	-73.80%	192.90%	-14.55%
	重庆三耐	1.97	31.2	919.43	1269.11	3,348.43	2,309.34
	yoy		1483.76%	2846.89%	38.03%	-36.10%	34.21%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所；华秦科技 2021 年为半年度数据

1.1. 中大推发动机产业链重回高增长态势，重点关注黎明公司与黎阳动力

从主机厂看，黎明公司及西航本部 2026H1 营收均实现大幅回升，黎阳动力保持进一步扩张态势，中大推发动机系列产品或迎来新一轮的产品周期，“双五”交汇之际，旧型号贡献维修增量且具备出口潜力，新型号有望注入内贸需求，中大推发动机产业链或已迈出平整期，报表端展现增长潜力。

从供应商看，航发集团方面：安泰叶片、西控科技、贵州红林 2026H1 营收仍呈现下滑态势；民企方面：图南股份、华秦科技等 2026H1 业绩均迎来大幅提振，产业链释放积极信号，我们认为从供应商角度看，中大推发动机产业链开始回暖，下游需求端打开，“十五五”期间有望迎来新的结构性增长。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2：中大推航空发动机产业链营业收入

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
				主机厂（亿元）			
航发动力	本部	90.14	107.12	129.74	160.33	124.19	62.40
	yoy	42.29%	18.84%	21.12%	23.58%	-22.54%	36.94%
	黎明公司	186.35	220.17	262.35	273.69	259.6	134.45
	yoy	17.05%	18.15%	19.16%	4.32%	-5.15%	42.51%
	黎阳公司	30.2	33.84	49.84	50.93	69.92	28.11
	yoy	33.22%	12.05%	47.28%	2.19%	37.29%	74.60%
				零部件（万元）			
航发动力	安泰叶片	12666.11	17433.68	22053.81	19,383.99	13,991.60	3,768.24
	yoy	179.86%	37.64%	26.50%	-12.11%	-27.82%	-50.90%
	黎阳国际	20,994.82	31,095.98	35,871.94	52,528.86	58,349.07	31,770.95
	yoy	19.70%	48.11%	15.36%	46.43%	11.08%	12.07%
航发控制	西控科技	175,536.35	214,441.84	232,983.64	238,302.79	215,368.08	112,244.63
	yoy	22.45%	22.16%	8.65%	2.28%	-9.62%	-2.56%
	贵州红林	142,438.37	165,093.55	168,540.49	168,528.56	158,407.37	84,555.68
	yoy	20.15%	15.91%	2.09%	-0.01%	-6.01%	-6.32%
航发科技	内贸航空产品	258,766.62	280,503.93	341,814.01	257,153.76	286,962.72	110,414.25
	yoy	54.65%	8.40%	21.86%	-24.77%	11.59%	4.68%
	中国航发成发	199,790.33	213,946.82	262,704.55	192,653.85	265,543.04	104,861.12
	yoy		7.09%	22.79%	-26.67%	37.83%	
图南股份	客户拆分	35,363.38	59,383.24	77,536.46	56,593.48	41433.33	
	yoy	44.00%	67.92%	30.57%	-27.01%	-26.79%	
航宇科技	客户拆分	46,941.72	78,132.24	90,352.42	68,852.67	72,397.93	
	yoy	24.84%	66.45%	15.64%	-23.80%	5.15%	
华秦科技*	客户拆分	18,145.74	49,442.83	77,373.93	83,725.68	86,698.36	
	yoy	-48.57%	172.48%	56.49%	8.21%	3.55%	
航亚科技	关联交易	17,846.00	15,499.00	19,860.00	24,033.00	28,708.00	12,953.00
	yoy	2.43%	-13.15%	28.14%	21.01%	19.45%	-19.11%
	贵州航亚		2052.13	1872.97	4169.73641	5,819.05	3,759.66
	yoy			-8.73%	105.47%	39.55%	23.10%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所；华秦科技 2021 年为半年度数据

1.2. 中小推及涡轴发动机产业链迎来拐点向上，通航动力与民用燃机贡献增量

从中小推及涡轴发动机产业链看，南方公司 2026H1 营收实现触底回升，同比增长 31.56%。同时在通航动力方面，通过 AEP100、AEP60E、AES100 等产品谱系化发展，南方公司为低空经济发展注入活力；民用燃机方面，南方公司的航改型 DR5B 燃机已完成首台样机起动试验，正在进行功能性能验证。在通航动力与民用燃机的双重推动下，南方公司有望迎来新一轮的发展周期。北京航科营收增速进一步提升，而晨曦航空航空发动机电子产品受产品结构变动等因素影响，自研的发动机电子控制系统已完成预研阶段的项目验收，但尚未实现产品销售收入。

下载日志已记录，仅供内部参考

表3：涡轴发动机产业链营收情况

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
主机厂（亿元）							
航发动力	南方公司	80.31	78.42	77.75	76.73	74.73	23.07
	yoy	11.70%	-2.35%	-0.85%	-1.31%	-2.61%	31.56%
零部件（万元）							
航发控制	北京航科	60,756.93	76,445.47	86,263.92	93,317.13	96,249.77	53,463.55
	yoy	11.02%	25.82%	12.84%	8.18%	3.14%	18.24%
晨曦航空	航空发动机电子产品	3,474.54	2,955.32	1,988.73	2,360.18	462.29	26.56
	yoy	-35.05%	-14.94%	-32.71%	18.68%	-80.41%	-84.60%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

1.3. 航发产业链中上游重点供应商增速回升，产业链蓄势待发

另一方面，可以看到航发体系内重点环节供应商贵阳精铸 2026H1 营收重回增长态势，航材股份降幅较 2025H1 同比下降 12.87%看呈现明显收窄，说明“十五五”期间新一轮的生产交付正重整蓄势。

表4：航发体系中上游重点供应商营收变化（万元）

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
航发动力	贵阳精铸	169,505.70	230,598.00	305,747.04	295,672.13	285,910.72	155,356.13
	yoy	22.71%	36.04%	32.59%	-3.30%	-3.30%	6.97%
航发科技	航发哈轴	62,280.36	71,430.12	80,973.13	90737.58	94,229.43	50,391.96
	yoy	30.57%	14.69%	13.36%	12.06%	3.85%	
航材股份	关联交易	54,910.88	67,354.74	86,039.67	97605.79	93,804.49	44,216.31
	yoy	6.38%	22.66%	27.74%	13.44%	-3.89%	-2.13%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

1.4. “小核心，大协作”核心供应商实现扭亏为盈，将进一步释放业绩

2023 年航发集团“小核心，大协作”战略外协供应商体系正式落地生根，主机厂将部分制造环节逐步给予战略外协供应商；2025 年主要供应商营收开始大幅增长；2026H1 主要供应商实现扭亏为盈，进一步释放业绩。同时，原有的供应商体系如黎航部件 2026H1 年营收 1.2 亿元，同比-4.62%，持续收缩，而供应商图南股份截至 2026 半年报，已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 19.83 亿元，我们认为黎明公司“小核心，大协作”的供应商开始兑现利润，随着规模效应逐步显现，利润端将不断增厚。长期看，核心供应商正逐步从外协转为外购，并持续拓宽业务品类，供应商业绩有望进一步出现跃升。

表5：航发体系内及对应战略外协供应商营收变化情况（万元）

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
航发动力	黎航部件	33,027.88	51,106.32	58,952.48	48,638.07	43,393.27	12,048.98
	yoy	24.06%	54.74%	15.35%	-17.50%	-10.78%	-4.62%
	黎阳国际	20,994.82	31,095.98	35,871.94	52,528.86	58,349.07	31,770.95
	yoy	19.70%	48.11%	15.36%	46.43%	11.08%	12.07%
钢研纳克	沈阳纳克			325.92	1990.36	5,865.03	5,907.32

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

	yoy			510.69%	194.67%	154.58%
图南股份	子公司	293.32	2,565.53	5,475.23	10,896.75	55,192.37
	yoy		774.65%	113.41%	99.02%	1529.10%
华秦科技	华秦智造		1281.72	7167.27	14,582.91	11,538.85
	yoy			459.19%	103.47%	61.09%
航亚科技	贵州航亚	2052.13	1872.97	4169.74	5,819.05	3,759.66
	yoy		-8.73%	105.47%	39.55%	23.10%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

1.5. 民品燃机高景气度，“由军及民”航发版图不断外拓

航发动力半年报看，公司依托在航空发动机领域长期积累的成熟技术转化能力和丰富经验，将航空发动机核心技术向工业燃气轮机领域延伸，积极开拓油气、电力等航改型燃气轮机市场。子公司南方公司航改型 DR5B 燃机已完成首台样机起动试验，正在进行功能性能验证；DR15 工业燃机正在厂内开展热电联供示范运行；航改型 DR30 燃气轮机已向用户交付 20 余台产品；航改型燃机 DR30B 已完成功能性能试验；航改型 DR40 燃机已完成功能性能试验；航改型 DR40B、DR40C、DR40E 燃机正在开展方案设计工作；公司本部生产的 QD280 已实现工程化应用。航发控制半年报看，控制系统技术衍生产品 2026H1 营收 1.07 亿元，同比增长 15.51%。此外，产业链端，应流股份、航宇科技等公司燃机业务不断实现突破，在当下全球民用燃机需求端高涨的背景下，整体航发产业链正不断向高端民品拓展，“十五五”期间建议关注燃机对航发产业链的增量变化。

表6：航发控制与中科三耐相关营收数据（万元）

上市公司	披露口径	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
航发控制	控制系统技术衍生产品	37,818.00	43,914.71	28,060.91	23,078.28	18,741.50	10,704.69
	yoy	22.76%	16.12%	-36.10%	-17.76%	-18.79%	15.51%
中科三耐	燃机	1,051.88	2,463.96	2,753.10	5,240.03	3348.42	1,070.56
	yoy	-38.53%	134.24%	11.73%	90.33%	-36.10%	-38.50%

资料来源：iFind，国投证券证券研究所

1.6. 国防装备频亮相，军贸赛道有望构筑第二增长曲线

2025 年“五·七”空战使得我国新制战斗力成为国际军贸市场中“异军突起”的增量存在，提升了对欧系装备的贸易优势，而当下中东僵局则严重削弱了美系装备的市场信誉及竞争能力，此消彼长之下，我们认为军贸产品迎来的较好的窗口期。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1. 巴基斯坦“枭龙”战机



资料来源：观察者网，国投证券证券研究所

图2. 歼-10CE



资料来源：央视新闻，国投证券证券研究所

2. 航发主机厂

作为支撑国家航空产业发展的核心载体，航空发动机主机厂是航空发动机研发、制造、总装及服务的全链条核心枢纽，肩负着推动航空动力自主化、保障国家空天安全与民用航空产业升级的战略使命。

业务布局层面，航发主机厂主要包括航发动力旗下的黎明公司（410 厂）、西航集团（430 厂）、黎阳动力（460 厂）、南方公司（331 厂）。四大航发主机厂共同构筑了全型号航空发动机的研制生产平台，更是推动航空产业链协同发展的关键纽带，通过与上下游企业如航空材料供应商、零部件制造商、科研院所等建立紧密合作，带动了军工新材料、精密锻铸造、高端装备等相关产业的发展，形成了完整的航空动力产业生态。

2.1. 黎明公司（410 厂）

2.1.1. 报表分析

2026H1，黎明公司实现营收 134.45 亿元，同比增长 42.51%，达到自 2016 年以来半年度峰值，我们认为黎明公司开始步入“十五五”的新一轮增长周期。在经历“十四五”末期的盘整后，黎明公司中大推发动机系列产品有望迎来内需与外贸的双重共振，时值“十五五”开年，内贸需求与新式装备型号的迭代预期即将落地，同时现役装备在历经数年操训后也将迎来大修期，航发红利回归有望助力黎明公司进入新的增长周期。

从利润率看，2026H1 黎明公司利润率 1.62%，与 2025H1 相对持平，整体看已筑底企稳，产业链的整体价格扰动已基本修复。从总资产看，黎明公司 2026H1 总资产达 554.03 亿元，同比+12.2%，相较于 2021H1 增长了 11.50%，相关产业链发展始终保持在上行态势。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7：黎明公司相关营收数据（亿元）

	营业收入	营收 yoy	利润总额	利润总额 yoy	总资产	利润率
2016H1	28.14	-7.68%	0.10	-96.32%	163.88	0.36%
2017H1	38.39	36.43%	1.70	1600.00%	188.21	4.43%
2018H1	43.03	12.09%	1.63	-4.12%	181.60	3.79%
2019H1	42.62	-0.95%	1.50	-7.98%	224.43	3.52%
2020H1	45.28	6.24%	1.72	14.67%	265.21	3.80%
2021H1	48.99	8.19%	2.23	29.65%	496.87	4.55%
2022H1	95.58	95.10%	2.38	6.73%	478.12	2.49%
2023H1	111.98	17.16%	3.56	49.58%	422.15	3.18%
2024H1	117.55	4.97%	3.76	5.62%	460.86	3.20%
2025H1	94.35	-19.74%	1.60	-57.44%	493.78	1.70%
2026H1	134.45	42.51%	2.18	36.45%	554.03	1.62%

资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

2.1.2. 产业链分析

产业链供应商：

- 钢研纳克：2026H1 沈阳纳克营收 5907.32 万元，同比+154.58%，净利润 1768 万元，实现扭亏为盈，规模效应开始显现。
- 图南股份：2026H1，沈阳图南中小零部件产线已实现规模化转产，同时订单持续交付，中小零部件实现营收 4.50 亿元，同比+5196.09%，毛利率 52.48%，实现扭亏为盈。相较于公司原有的精密铸件产品，中小零部件属于耗材，随着航空发动机的不断迭代，维修后市场空间打开，新增量注入下，耗材属性价值凸显。同时截至 2026 半年报，公司已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 19.83 亿元，其中，8.82 亿元预计将于 2026 年度确认收入，10.33 亿元预计将于 2027 年度确认收入，6772.03 万元预计将于 2028 年度确认收入，公司在手订单充沛，后续业绩将迎来进一步提振。

黎明公司“小核心，大协作”的供应商体系已落地开花，其主要供应商在 2026H1 实现扭亏为盈，规模效应逐步显现。长期看，核心供应商正逐步从外协转为外购，并持续拓宽业务品类，利润端有望不断增厚。而原有的供应商体系如黎航部件 2026H1 营收 1.2 亿元，同比-4.62%，持续收缩。

表8：黎明公司相关产业链营收情况（万元）

上市公司	披露口径	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
航发动力	黎航部件	51,106.32	58,952.48	48,638.07	43,393.27	12,633.12	12,048.98
	yoy	54.74%	15.35%	-17.50%	-10.78%	-19.47%	-4.62%
钢研纳克	沈阳纳克		325.92	1,990.36	5,865.03	2,320.42	5,907.32
	yoy			510.69%	194.67%		154.58%
图南股份	子公司	293.32	2,565.53	5,475.23	10,896.75	3,387.91	55,192.37
	yoy		774.65%	113.41%	99.02%	18.39%	1529.10%
华秦科技	华秦智造		1,281.72	7,167.27	14,582.91	7,162.86	11,538.85
	yoy			459.19%	103.47%	201.47%	61.09%

资料来源：华秦科技财报，图南股份财报，航发动力财报，钢研纳克财报，国投证券证券研究所

2.1.3. 小结

下载日志已记录，仅供内部参考

- 黎明公司开始步入新一轮的增长周期。未来伴随“十五五”规划细则落地，相关产品型号将在新一轮内需及外贸的双轮驱动下呈现增长态势。
- 展望“十五五”规划细则落地，建议重点关注维修后市场业务及外贸需求端的突破。
- 黎明公司“小核心，大协作”供应商体系已成熟，重点供应商 2026H1 基本实现扭亏为盈，后续规模效应有望带动各供应商快速释放业绩。

2.2. 西航集团（430 厂）

2.2.1. 报表分析

西航集团 2026H1 营收 62.40 亿元，同比+36.94%，较 2021H1 增长了 86.54%。作为“十五五”启程之年，航发动力本部营收迎来拐点向上，新一轮型号产品开发已步入准备期，相较于上一段五年计划，主机厂整体营收规模已经扩大成型，后续增量产能有望进一步释放。

毛利率看，2026H1 西航集团毛利率 5.2%，已基本触底。

主机厂总资产始终保持增长态势，2026H1 总资产 589.31 亿元达到自 2016 年来新高。

表9：西航集团相关营收数据（亿元）

	营业收入	营收 yoy	利润总额	利润总额 yoy	总资产	毛利率
2016H1	23.90	-4.17%	3.98	1.53%	211.89	17.87%
2017H1	27.65	15.69%	3.52	-11.56%	225.03	14.68%
2018H1	24.52	-11.32%	3.61	2.56%	320.01	13.95%
2019H1	26.39	7.63%	3.51	-2.77%	333.47	13.91%
2020H1	26.99	2.27%	1.12	-68.09%	320.30	11.82%
2021H1	33.45	23.93%	3.86	244.64%	423.77	10.64%
2022H1	41.11	22.90%	4.11	6.48%	454.97	7.30%
2023H1	61.73	50.16%	4.92	19.71%	479.01	6.80%
2024H1	72.31	17.14%	4.79	-2.64%	527.60	5.19%
2025H1	45.57	-36.99%	2.42	-49.55%	554.19	8.42%
2026H1	62.40	36.94%	1.73	-28.45%	589.31	5.20%

资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

2.2.2. 产业链分析

西罗公司 2026H1 实现营收 1.23 亿元，同比+37.03%，迎来拐点向上。2024 年受中美贸易因素影响，航发集团海外业务出现一定程度下滑，如今，随着全球民航业回暖，公司国际转包业务有望迎来新一轮的增长周期。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

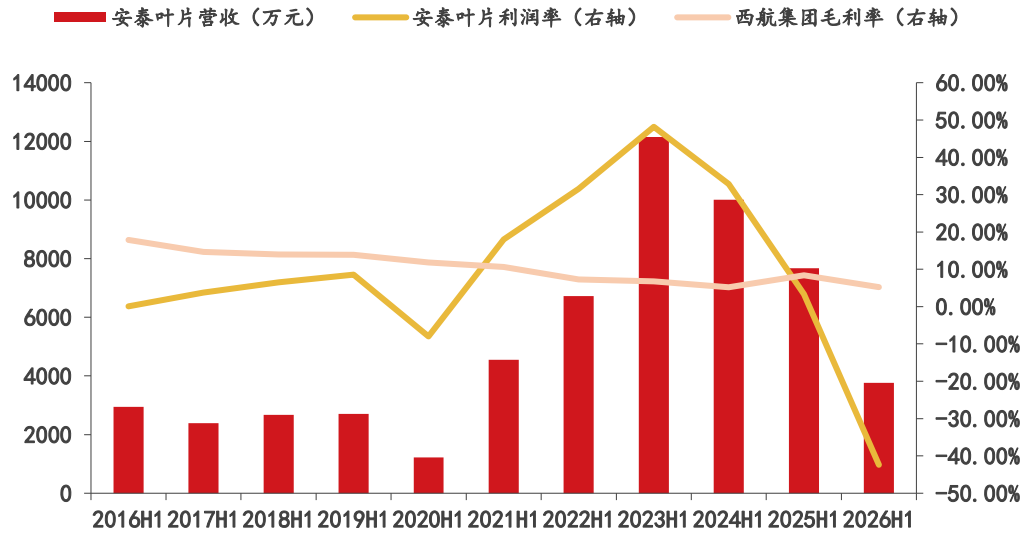
表10：西航集团相关产业链营收情况（万元）

上市公司	披露口径	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
航发动力	西罗公司	23,087.29	25,838.40	20,799.94	18,739.13	9,007.89	12,343.44
	yoy	44.00%	11.92%	-19.50%	-9.91%	-18.18%	37.03%
	商泰公司	10,754.44	11,070.58	30,011.73	29,166.05	13,271.65	1,1671.98
	yoy	63.26%	2.94%	171.09%	-2.82%	-6.73%	-12.05%
	安泰叶片	17433.68	22053.81	19,383.99	13,991.60	7674.58	3768.24
	yoy	37.64%	26.50%	-12.11%	-27.82%	30.37%	-50.90%

资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

从安泰叶片营收看，2026H1 营收 3768 万元，同比下降 50.9%，营业利润亏损 1579 万元。

图3. 西航集团毛利率与安泰叶片利润率、营收情况



资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

2.2.3. 小结

- 西航集团产业链基本度过平整期，营收迎来拐点，主机厂或对“十五五”规划做新一轮的备产备货。
- 考虑民航需求回暖及全球“两机”市场高热度，预计公司后续国际转包业务具有一定发展潜力。



2.3. 贵州黎阳（460 厂）

2.3.1. 报表分析

贵州黎阳 2026H1 实现营收 28.11 亿元，同比+74.60%，利润亏损 1.46 亿元。黎阳动力营收在 2026 上半年出现大幅增长，利润亏损同比收窄，我们认为黎阳动力仍然处于扩张期。展望后续“十五五”细则落地及我国舰载机产业链发展趋势，黎阳动力相关中大推发动机产品有望快速释放产能。

总资产端，2026H1 年贵州黎阳总资产 231.65 亿元，较去年同期增长 12.64%，保持增长态势。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表11：贵州黎阳相关营收数据（亿元）

	营业收入	营收 yoy	营业利润	营业利润 yoy	总资产	毛利率
2016H1	7.35	-35.07%	-0.70	-170.71%	95.87	-9.52%
2017H1	7.71	4.90%	-0.75	7.14%	95.49	-9.73%
2018H1	8.59	11.41%	-0.32	-57.33%	103.03	-3.73%
2019H1	8.96	4.31%	-0.42	31.25%	112.51	-4.69%
2020H1	9.99	11.50%	0.21	-150.00%	115.55	2.10%
2021H1	12.25	22.62%	0.55	161.90%	118.29	4.49%
2022H1	13.06	6.61%	1.95	254.55%	132.55	14.93%
2023H1	13.40	2.60%	0.10	-94.87%	157.97	0.75%
2024H1	13.80	2.99%	0.43	330.00%	168.66	3.12%
2025H1	16.10	16.68%	-1.57	-464.68%	205.65	-9.74%
2026H1	28.11	74.60%	-1.46	-6.93%	231.65	-5.19%

资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

2.3.2. 产业链分析

航亚科技子公司贵州航亚 2026H1 营收 0.38 亿元，同比+23.1%，仍然处于扩张态势，同时原有供应商体系中黎阳国际 2026H1 营收 3.18 亿元，同比+12.07%，我们可以看到贵州黎阳的配套供应商体系同时保持扩张态势，整体业务量不断扩张。作为我国中推军发核心主机厂之一，配套产业链公司保持高增长或预示其“十五五”期间的发展动力，结合舰载机及外贸是未来重点发展赛道，贵州黎阳后续发展潜力有望持续上升。

表12：贵州黎阳相关产业链营收情况（万元）

上市公司	披露口径	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
航发动力	黎阳国际	31,095.98	35,871.94	52,528.86	58,349.07	28,348.44	31,770.95
	yoy	48.11%	15.36%	46.43%	11.08%	-1.96%	12.07%
航亚科技	贵州航亚	2052.13	1872.97	4169.74	5,819.05	3,054.17	3,759.66
	yoy		-8.73%	105.47%	39.55%	81.54%	23.10%

资料来源：iFind，航发动力财报，航亚科技财报，国投证券证券研究所

2.3.3. 小结

- 从营收增速看，2026H1 贵州黎阳营收出现高增长，我们认为其航发产品处于快速扩张期。
- 配套产业链增长趋势明显，结合我国舰载机产业发展趋势，我们认为贵州黎阳有望在“十五五”期间迎来放量。

2.4. 南方公司（331 厂）

2.4.1. 报表分析

南方公司 2026H1 营收 23.07 亿元，同比+31.56%，实现触底回升，我们认为南方公司的涡轴系列产品在进入存量市场的收缩期后出现一定程度反弹，此外通航市场与民用燃机的高景气度为南方公司进一步注入发展动力。直升机市场看，根据中直股份 2026 年半年报，公司立足直升机、通用飞机、eVTOL 等低空装备发展产业格局，加速融入区域低空经济发展，加快在研机型迭代，布局低空经济相关产品及服务。2026H1，AC332 型直升机完成局方审定及全部

下载日志已记录，仅供内部参考

工程试验，中型多用途 AC352 民用直升机搜救构型按计划开展调整试飞。重载电动垂直起降飞行器 AR-E800 多架次完成总装交付，进入试验试飞阶段，因此后续直升机市场在“十五五”期间将有望保持高景气度。

同时在通航动力方面，通过 AEP100、AEP60E、AES100 等产品谱系化发展，为低空经济发展注入活力；基于秦岭发动机进行适应性改进，配装“九天”无人机已实现首飞。

民用燃机方面，南方公司的航改型 DR5B 燃机已完成首台样机起动试验，正在进行功能性能验证；DR15 工业燃机正在厂内开展热电联供示范运行；航改型 DR30 燃气轮机已向用户交付 20 余台产品；航改型燃机 DR30B 已完成功能性能试验；航改型 DR40 燃机已完成功能性能试验；航改型 DR40B、DR40C、DR40E 燃机正在开展方案设计工作。在全球燃机市场高景气度的推动下，南方公司有望迎来新一轮的发展周期。

利润率端，南方公司 2026H1 利润率 18.95%，出现显著提升。

表13：南方公司相关营收数据（亿元）

	营业收入	营收 yoy	营业利润	利润总额 yoy	总资产	利润率
2016H1	11.68	33.33%	1.00	-28.06%	76.28	8.56%
2017H1	9.50	-18.66%	0.67	-33.00%	80.93	7.05%
2018H1	12.81	34.84%	1.46	117.91%	95.25	11.40%
2019H1	16.39	27.95%	2.10	43.84%	122.44	12.81%
2020H1	24.47	49.30%	1.85	-11.90%	139.81	7.56%
2021H1	28.81	17.74%	1.06	-42.70%	150.38	3.68%
2022H1	29.86	3.64%	1.59	50.00%	188.62	5.32%
2023H1	25.40	-14.94%	1.53	-3.77%	204.67	6.02%
2024H1	21.14	-16.77%	0.43	-71.90%	221.08	2.03%
2025H1	17.54	-17.05%	0.40	-6.93%	207.58	2.28%
2026H1	23.07	31.56%	4.37	992.74%	204.06	18.95%

资料来源：航发动力财报，国投证券证券研究所

2.4.2. 产业链分析

北京航科 2026H1 营收 5.35 亿元，同比+18.24%，增速出现回升，符合南方公司相关产业链出现反弹的特征。晨曦航空航发电子产品 2026H1 营收 26.56 亿元，同比-84.6%，出现大幅降低，根据公司半年报，公司在已有的发动机参数采集器和飞控计算机技术的基础上自主研制出的发动机电子控制系统已完成预研阶段的项目验收，并实现了专业技术服务收入，但目前尚未实现产品销售收入。

表14：南方公司相关产业链营收情况（万元）

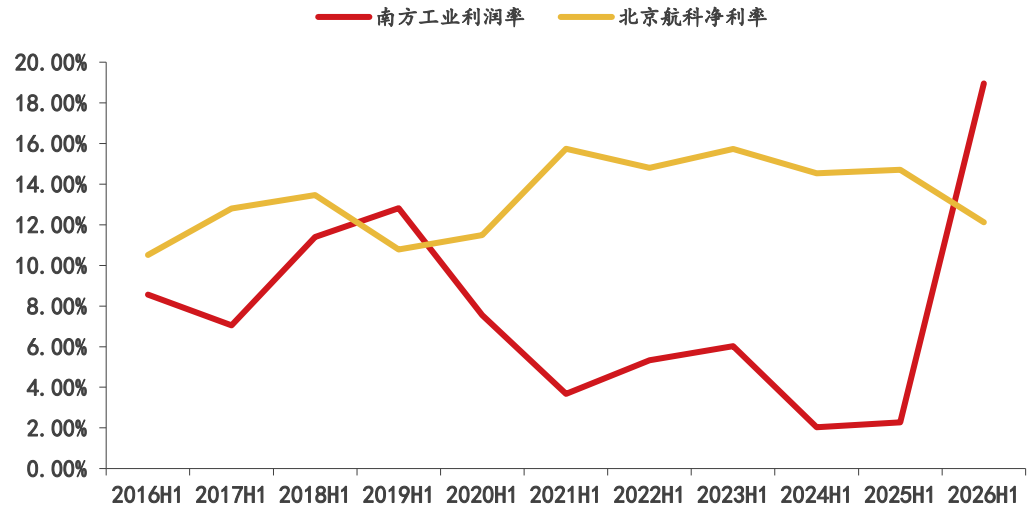
上市公司	披露口径	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1
航发控制	北京航科	76,445.47	86,263.92	93,317.13	96,249.77	45,215.47	53,463.55
	yoy	25.82%	12.84%	8.18%	3.14%	2.54%	18.24%
晨曦航空	航空发动机电子产品	2,955.32	1,988.73	2,360.18	462.29	172.42	26.56
	yoy	-14.94%	-32.71%	18.68%	-80.41%	444.08%	-84.60%

资料来源：iFind，航发控制财报，晨曦航空财报，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从半年维度看，我们认为南方工业利润率与北京航科净利率开始呈现背离后的聚敛态势。在南方公司经历完扩张期后，北京航科净利率自 2021H1 开始呈小幅下滑态势，但总体保持相对稳定，而南方工业利润率在近两年触底后，2026H1 引来大幅回升，我们认为可能是受到相关产品结构调整所致，整体看，产业链议价权正在向下游转移。

图4. 南方工业与北京航科半年度盈利能力



资料来源：iFind，航发控制财报，航发动力财报，国投证券证券研究所

2.4.3. 小结

- 南方公司相关产业链在经历收缩期后迎来触底反弹，通航动力及民用燃机有望为主机厂注入新的增长动力。
- 从主机厂和北京航科利润率变化情况看，受内贸需求波动影响，产业链议价权态势开始向下游转移。

3. 供应链

3.1.1. 产能达产

从航发产业链各公司 IPO 项目看，2019-2021 年募资资金项目已陆续达产，航发制造端产能在“十四五”前期得到大幅提升；2022-2023 年募集资金项目看，多数项目已进入中后期或达产，航发产业链供给端产能达产二阶导下降但依旧维持增长态势。

委外端，航发产业链“小核心，大协作”体系已成型，各供应商开始进入扭亏为盈节点，后续将步入增收增利阶段及品类拓展阶段，同时产业链从委外转为外购进程得到进一步验证，利润端有望增厚。

表15：航发产业链产能达产情况

公司	项目	投融资	金额（亿元）	时间	实际情况
		外购			
派克新材	航空发动机及燃气轮机用热端特种合金材料及部件建设项目	IPO	5.72	2020.08	达产

下载日志已记录，仅供内部参考

	航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目	定增	9	2022	截至 2026 年半年报报，投资进度 92.31%
	外设全资子公司 Castpro Pte. Ltd.（卡斯特普罗私人有限公司）	设立子公司	800 万美元	2024.04	投资总额 800 万美元，主营金属和金属矿石（例如钢管）的批发；注册地新加坡
	高端装备用大型特种合金结构件智能生产线建设项目	定增	5	2022	截至 2026 年半年报报，投资进度 91.90%
三角防务	发动机盘环件先进制造生产线建设项目	IPO	2.22	2019.04	达产
	航空发动机叶片精锻项目	定增	4.9	2022.12	截至 2026 年半年报报，投资进度 15.94%
图南股份	年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目	IPO	2.58	2020.07	达产
	年产 1,000 万件航空用中小零部件自动化产线项目	自筹资金	3.87	2022.12	截至 2026 年半年报报，投资进度 76.74%
	航空用中小零部件自动化加工产线建设项目	自筹资金	1.57	2021.11	达产
	参股上海瑞华晟新材料有限公司（4.00%）	参股子公司	0.24	2023.07	
航宇科技	航空发动机、燃气轮机用特种合金环轧锻件精密制造产业园建设项目	IPO	6	2021.06	达产
	航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目	可转债	4.57	2024.8	截至 2026 年半年报报，投资进度 35.41%
航亚科技	航空发动机关键零部件产能扩大项目	IPO	4.27	2020.11	达产
	研发中心建设项目	IPO	0.7	2020.11	达产
中航重机	特种材料等温锻造生产线建设项目	定增	6.4	2021.01	截至 2026 年半年报报，投资进度 27.79%
	收购宏山锻造 80%股权项目	定增	13.176	2023.06	完成
	技术研究院建设项目	定增	3.65	2024.12	截至 2026 年半年报报，投资进度 83.64%
华秦科技	特种功能材料产业化项目	IPO	6.81	2022.02	截至 2026 年半年报报，投资进度 85.10%
	特种功能材料研发中心项目	IPO	3.19	2022.02	截至 2026 年半年报报，投资进度 68.64%
	华秦科技新材料园（二期）项目	IPO	6	2022.02	截至 2026 年半年报报，投资进度 8.81%

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

	投资设立上海瑞华晟新材料有限公司（51.50%）	设立子公司	3.09	2023.07	
航材股份	航空航天钛合金制件热处理及精密加工工艺升级项目	IPO	5.47	2023	截至 2026 年半年报报，投资进度 8.27%
	航空发动机及燃气轮机用高性能高温母合金制品项目	IPO	4.53	2023	截至 2026 年半年报报，投资进度 0.03%
	收购镇江钛合金公司	IPO 超募资金	5.4	2025.8	公司以超募资金 54,011.48 万元的价格收购航材院和镇江低空产业投资有限公司所持镇江钛合金公司 77%和 23%的股权，镇江钛合金公司成为公司全资子公司。
委外					
钢研高纳	抚顺新区盘轴加工车间一期	自有资金投资	0.3	2022	项目已建成
图南股份	设立子公司沈阳图南精密部件制造有限公司	设立子公司	1.6	2021.07	公司通过全资子公司图南部件开展航空用中小零部件自动化加工产线项目建设，计划形成年产各类航空用中小零部件 50 万件（套）加工生产能力。目前该项目已建设完成。
	设立子公司沈阳图南智能制造有限公司	设立子公司	8.55	2022.12	公司通过全资子公司图南智造开展年产 1,000 万件航空用中小零部件自动化产线项目建设，总投资 85,500.00 万元，项目建成达产后将形成年产各类航空用中小零部件 1,000 万件的生产能力。项目已基本建设完成。
	参股沈阳华秦科技有限责任公司（19%）	参股子公司	0.46	2022.08	
航亚科技	设立子公司贵州航亚（同航发资产）	设立子公司	3	2021	达产
华秦科技	设立子公司沈阳华秦航发科技有限责任公司（68%）	设立子公司	2.4		已实现扭亏为盈
	参股沈阳瑞特热表动力科技有限公司（11.11%）	参股子公司		2023.02	
富创精密	参股设立子公司沈阳强航时代（27%+19%）	设立子公司	1.98	2021 年	
	设立子公司沈阳瑞特热表动力科技有限公司（55.55%）	设立子公司		2023.02	

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

钢研纳克	钢研纳克（沈阳）检测技术有限公司（35%）	设立子公司	0.03	2023.04	已实现扭亏为盈
广联航空	设立子公司广联航发	设立子公司		2023.04	已进入生产阶段

资料来源：各公司财报，国投证券证券研究所

3.1.2. 资本运作

时值“十五五”开年之际，国防军工市场投融资项目频出，各公司开始为下一个五年周期进行产能扩张，中上游材料及锻铸造端开始进行新一轮融资，整体需求端呈现回暖态势。

表16：2024.8-2026.9 相关产业链主要公司资本运作情况

公司	项目	投融资	金额（亿元）
中航重机	技术研究院建设项目	定增	3.65
航宇科技	航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目	可转债	6.91
航材股份	收购镇江钛合金公司100%股权	IPO超募资金	5.4
派克新材	高端能源装备关键部件一体化智能制造项目	可转债	15.8
宝钛股份	钛资源循环利用暨熔铸提质扩能项目； 宇航级钛及钛合金智能锻造产线及供应链协同建设项目； 钛及钛合金近净成形生产线建设项目	可转债	35

资料来源：国投证券证券研究所

4. 后续预测

从2026半年报看，航发产业链迎来拐点复苏，“十五五”期间航发需求端将以维修及后市场业务为基石，叠加军贸预期，同时外拓高端民品的多条线发展趋势：

- 维修及后市场业务将是新的“压舱石”，目前航发产业链已转入存量市场，相关型号产品在历经多年演训后迎来大修周期，维修业务有望迅速起量；
- 军贸端看，2025年“五·七”空战使我国新质战斗力的世界关注度持续上升，提升了对欧美系装备的贸易优势；以巴基斯坦驻军沙特为代表的事件则代表我国军贸装备有望在国际市场上获得部分此前美系装备所具有的“售后”优势。展望年底的珠海航展，新式军事装备的亮相有望提振军贸出口需求，因此，无论是航发单独出海还是与军机配套出海，都将提振航发产业链的海外需求；
- 商用动力层面，航发动力是国产商用航空发动机主要配套商，深度参与长江系列商用航空发动机核心单元体、零部件研制与生产，伴随“十五五”期间大飞机起量，后续商发落地将进一步为产业链带来需求增量；
- 通航动力领域，航发动力作为通航动力板块的“国家队”、“主力军”，持续完善产品谱系，低空通航类多型号的航空发动机将为航发注入新增量；
- 民用燃机领域，依托于目前工业燃气轮机的高景气度，产业链端多家上市公司正进军高端民用燃机板块，后续民品市场的开拓将为航发产业构筑第二大增长曲线。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

供给端：“小核心，大协作”体系已成熟，核心供应商基本实现扭亏为盈，整体供给端产能达产上行二阶导下降但维持累计增长。

资本运作端，国防军工市场投融资项目频出，各公司开始为下一个五年周期进行产能扩张，中上游材料及锻铸造端开始进行新一轮融资，整体需求端呈现回暖态势。

结合供需情况，我们预测航发产业链在“十五五”期间将迎来第二增长曲线，当下已接近战略性布局时点。

5. 投资建议

建议关注航发产业链中下游：航发动力、航发控制；原材料端：西部超导；制造端：航宇科技、图南股份、航材股份、航发科技、华秦科技、航亚科技、中航重机；维修后市场：图南股份。

6. 风险提示

1、 行业需求不及预期：军工订单波动会造成产业链自下而上的需求危机，当需求萎靡时，会造成一定的产业链危机。
2、 产业链提质增效不及预期：因产业链变化趋势存在不确定因素，因此提质增效存在低预期的风险。
3、 大宗商品大幅波动造成的原材料价格波动风险：航发产业链上游原材料的毛利率受大宗商品价格波动较大，如航发热端材料高温合金的核心原材料镍、航发轻量化材料钛合金的核心原材料小颗粒海绵钛等。
4、 产业出现重大事故及保密事件：因军工行业特殊性，存在相关超预期事件。
5、 行业估值波动：以上因素及“降价”等行业层面风险因子均会造成行业估值波动。
6、 其他相关风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业评级体系

收益评级：
领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；
同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034