

应流股份(603308)

报告日期: 2025 年 06 月 19 日

# 高端铸造龙头，受益 AIDC+航空科技+核聚变产业大趋势

## ——应流股份深度报告

### 投资要点

- 应流股份：高端零部件铸造龙头，受益 AIDC+航空科技+核聚变产业东风**
  - 1) 公司为高端零部件铸造龙头企业，过去 5 年公司营收/归母净利润分别为 CAGR=8.2%/18%、几何平均 ROE=6.6%。受益 AIDC+航空发动机+核电需求增长。
  - 2) 拟发行 15 亿可转债：加码叶片机匣加工涂层项目、先进核能材料及关键零部件智能化升级项目，公司产能+产品价值量有望大幅提升，应对需求增长。
- 燃气轮机领域：AIDC 驱动需求向上，公司为国内叶片龙头、订单加速**
  - 1) 市场空间：2024 年全球燃气轮机市场为 281.4 亿美元，预计 2025-2034 年的复合年增长率为 7.4%。受益数据中心需求带动，全球燃气轮机龙头 GEV 订单已排至 2028 年。燃气轮机核心零部件——叶片成本占比约 35%，有望充分受益。
  - 2) 竞争格局：燃气轮机由美日德企业垄断，美国通用、德国西门子、日本三菱 CR3=88%。其中核心零部件叶片由全球 Howmet、PCC 等外资垄断，进入门槛高。
  - 3) 应流股份：2024 年燃气轮机产品接单同比增长 102.8%，已取得全球最先进型号西门子 9000HL 型燃气轮机透平叶片开发订单；2024 年与 GE 航空航天、安萨尔多等国际巨头签订战略合作协议或长协供货备忘录，2025 年 Q1 与赛峰集团、西门子能源签署战略供货协议。技术实力已获国际认可、订单开始加速爆发。
- 航空领域：行业需求向上，公司布局整机+零部件、受益大飞机+低空经济需求**
  - 1) 行业：2023 年全球航空发动机市场约为 1140 亿美元，中国航空发动机市场为 2929 亿元。据空客公司市场预测，未来 20 年内全球飞机数量将翻倍。市场竞争格局由美国通用电气（GE）、美国普惠（PW）、英国罗罗（RR）三家垄断。
  - 2) 应流股份：主要研制生产 1000kw 以下涡轴发动机，轻型直升机、重载无人直升机，及航空关键零部件等特种装备。有望受益国产大飞机+低空经济需求。
- 核电领域：行业景气向上，公司成立合资子公司、布局核聚变方向**
  - 1) 行业：2024 年全国核电发电量仅占总量的 4.73%。预计“十五五”期间，核电装机容量达到 150GW 左右，2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约为 8.4%。
  - 2) 应流股份：拥有核一级产品制造资质，已为我国核电项目提供 60 余万件各类产品，是国和一号产业链联盟、华龙一号供应链联盟和聚变产业联盟重要成员。与合肥综合性科学中心能源研究院等成立合资公司，从事聚变堆材料及部件等。
- 盈利预测：**预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.1/5.5/7.4 亿元，同比增长 42%/37%/34%；对应 PE 为 38/28/21；首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险、行业及市场风险。

### 投资评级：买入(首次)

分析师：邱世梁  
 执业证书号：S1230520050001  
 qiushiliang@stocke.com.cn

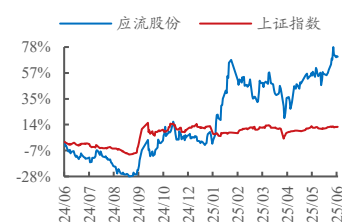
分析师：王华君  
 执业证书号：S1230520080005  
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李思扬  
 执业证书号：S1230522020001  
 lisiyang@stocke.com.cn

### 基本数据

|          |           |
|----------|-----------|
| 收盘价      | ¥ 22.63   |
| 总市值(百万元) | 15,366.59 |
| 总股本(百万股) | 679.04    |

### 股票走势图



### 相关报告

### 财务摘要

| (百万元)     | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2513 | 3132  | 3858  | 4694  |
| (+/-) (%) | 4%   | 25%   | 23%   | 22%   |
| 归母净利润     | 286  | 406   | 555   | 742   |
| (+/-) (%) | -6%  | 42%   | 37%   | 34%   |
| 每股收益(元)   | 0.4  | 0.6   | 0.8   | 1.1   |
| P/E       | 54   | 38    | 28    | 21    |
| ROE       | 6%   | 8%    | 10%   | 12%   |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 正文目录

|                                                |           |
|------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 应流股份：高端零部件铸造龙头，“两机”业务构筑增长极</b>            | <b>5</b>  |
| 1.1 业务端：航空发动机+燃气轮机产品，受益国产大飞机+AIDC 需求           | 5         |
| 1.2 经营端：航空发动机+燃气轮机业务加速，业绩有望起航                  | 6         |
| 1.3 治理端：业务布局完善，公司实控人合计持股 34.7%                 | 7         |
| 1.4 拟可转债募资：加码航空发动机、燃气轮机和先进核能材料                 | 8         |
| <b>2 燃气轮机领域：AIDC 驱动需求加速，公司为国内叶片龙头</b>          | <b>9</b>  |
| 2.1 燃气轮机：受益 AIDC 数据中心驱动增长，叶片占零部件核心地位           | 9         |
| 2.2 市场空间：全球 2000 亿元市场，外资龙头垄断、订单开始爆发            | 10        |
| 2.3 应流股份：国内燃气轮机叶片龙头，订单加速增长                     | 13        |
| <b>3 航空领域：行业需求向上，受益大飞机+低空经济</b>                | <b>15</b> |
| 3.1 航空发动机：飞机的心脏，工业皇冠上的明珠                       | 15        |
| 3.2 市场空间：全球近万亿级赛道，海外龙头垄断；叶片为核心零部件              | 16        |
| 3.3 应流股份：布局整机+零部件；与国内外龙头合作紧密                   | 18        |
| <b>4 核电领域：行业景气向上，公司布局向核聚变延伸布局</b>              | <b>22</b> |
| 4.1 核电行业：景气提速，预计 2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约 8.4% | 22        |
| 4.2 应流股份：公司具核一级产品制造资质，布局核聚变板块                  | 23        |
| <b>5 传统领域：覆盖油气、工程机械、矿机等高端装备，保持稳健</b>           | <b>25</b> |
| <b>6 盈利预测</b>                                  | <b>27</b> |
| 6.1 盈利预测                                       | 27        |
| 6.2 估值分析                                       | 29        |
| <b>7 风险提示</b>                                  | <b>29</b> |

## 图目录

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司为高端零部件铸造龙头, 受益航空发动机+AIDC 需求增长 .....              | 5  |
| 图 2: 产品涵盖高端部件、航空科技和先进材料三大领域 .....                       | 6  |
| 图 3: 2024 年公司营收 25.13 亿元, 同比增长 4.21% .....              | 6  |
| 图 4: 2024 年公司归母净利润 2.86 亿元、同比下滑 5.6% .....              | 6  |
| 图 5: 2024 年公司毛利率 34.2%、净利率 10% .....                    | 7  |
| 图 6: 公司研发费用率持续维持 12%~13% 左右高水平 .....                    | 7  |
| 图 7: 2024 年高温合金产品及精密铸钢件产品营收占比 46% .....                 | 7  |
| 图 8: 2024 年高温合金产品及精密铸钢件产品毛利率 37% .....                  | 7  |
| 图 9: 公司实际控制人杜应流(董事长、总经理、创始人)直接和间接合计控制公司 34.7% 的股份 ..... | 8  |
| 图 10: 燃气轮机: 压气机、燃烧室、涡轮三大部分组成 .....                      | 9  |
| 图 11: 燃气轮机按功率等级可分为重型、中小型和微型 .....                       | 9  |
| 图 12: 燃气轮机与柴油发电机对比 .....                                | 10 |
| 图 13: 西门子 V94.3A 重型燃气轮机透平静、动叶片 .....                    | 10 |
| 图 14: 2024 年全球燃气轮机市场规模估计为 281.4 亿美元 .....               | 11 |
| 图 15: 2024 年亚太燃气轮机市场规模为 104.1 亿美元 .....                 | 11 |
| 图 16: 2022 年中国燃气轮机市场竞争格局 .....                          | 12 |
| 图 17: 中国航空发动机叶片价值量占比(因航发整体结构与燃气轮机相似、可进行类比) .....        | 12 |
| 图 18: 燃气轮机部件: 叶片为核心部件, 其设计、材料及制造技术直接决定机组性能与寿命 .....     | 13 |
| 图 19: 公司燃气轮机产品示意图: 高温合金叶片+涡轮 .....                      | 13 |
| 图 20: 2024 年公司合同负债加速增长, 其中燃气轮机产品接单增幅达到 102.8% .....     | 14 |
| 图 21: 涡轮风扇发动机是当前航空发动机的主流 .....                          | 15 |
| 图 22: 涡轮喷气发动机由压气机、燃烧室、涡轮、喷口组成 .....                     | 15 |
| 图 23: 涡轮风扇发动机: 涡喷基础上增加风扇和低压涡轮 .....                     | 15 |
| 图 24: 涡轮螺旋桨发动机: 涡喷通过减速器驱动飞机螺旋桨 .....                    | 16 |
| 图 25: 涡轮轴发动机: 涡喷通过减速器驱动直升机旋翼 .....                      | 16 |
| 图 26: 2020-2024 年中国航空发动机市场规模分析 .....                    | 16 |
| 图 27: GE、普惠、罗罗及其合资公司组成的世界商用航空发动机垄断网 .....               | 17 |
| 图 28: CFM 发动机占据 71% 窄体市场 .....                          | 17 |
| 图 29: GE/RR 发动机占据 79% 宽体市场 .....                        | 17 |
| 图 30: GE 发动机占据 75% 支线市场 .....                           | 17 |
| 图 31: 大型涡扇发动机零部件价值占比 .....                              | 17 |
| 图 32: 涡轴发动机零部件价值占比 .....                                | 17 |
| 图 33: 加力涡扇发动机零部件价值占比 .....                              | 17 |
| 图 34: 公司航空科技领域布局情况: 发动机+直升机+核心零部件等 .....                | 18 |
| 图 35: 公司专注于航空发动机等轴晶、定向晶、单晶高温合金叶片和机匣等结构件 .....           | 19 |
| 图 36: 公司专从零部件领域延伸至航空发动机整机领域 .....                       | 19 |
| 图 37: 2022 年 11 月 8 日, CJ2000 大涵道比涡扇发动机参展第十四届中国航展 ..... | 20 |
| 图 38: 公司 YL-UH600 型共轴无人直升机、混合动力系统以及涡轴发动机登场低空经济大会 .....  | 20 |
| 图 39: 赛峰高层访问应流: 跨入战略合作新阶段 .....                         | 21 |
| 图 40: 我国核电技术经历“追赶-模仿-引领”阶段(单位: 台) .....                 | 22 |
| 图 41: 公司核电产品: 叶轮、泵壳、保温层、新型材料 .....                      | 23 |
| 图 42: 应流集团与沈鼓核电签署战略合作协议 .....                           | 24 |

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 43: 2017-2023 年公司核电板块营收稳步增长.....            | 25 |
| 图 44: 公司核电板块毛利率保持较高水平.....                    | 25 |
| 图 45: 公司油气钻采集输设备构件、工程和矿山机械构件具体产品及应用.....      | 25 |
| 图 46: 2017-2023 年公司传统业务营收维持稳态水平（左轴单位：亿元）..... | 26 |
| 图 47: 2017-2023 年公司传统业务毛利率维持稳态水平.....         | 26 |

## 表目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 表 1: 不定向可转债募资：发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料.....               | 8  |
| 表 2: 铸造涡轮叶片主要上市公司该领域相关业务动态：进度不一、应流股份相对领先.....        | 18 |
| 表 3: 不定向可转债募资：发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料.....               | 21 |
| 表 4: 2025 年核电装机规模有望加速（单位：%）.....                     | 22 |
| 表 5: 不定向可转债募资：发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料.....               | 24 |
| 表 6: 公司核心业务：两机业务有望进入快车道，受益 AIDC+国产大飞机+低空经济+核电需求..... | 28 |
| 表 7: 公司 2025-2027 年行业可比公司估值.....                     | 29 |
| 表附录：三大报表预测值.....                                     | 30 |

## 1 应流股份：高端零部件铸造龙头，“两机”业务构筑增长极

### 1.1 业务端：航空发动机+燃气轮机产品，受益国产大飞机+AIDC 需求

公司于 1990 年进入铸造行业，建立了以铸造为源头的完整高端零部件生产体系，装备水平、技术能力和产业规模行业领先，是国际知名高端装备关键零部件制造企业，是我国航空发动机、燃气轮机、核能核电等高端装备制造产业链重要成员。

公司产品涵盖高端部件（叶片等）、航空科技（发动机、整机等）和先进材料（核相关等）三大领域，主要服务于航空航天、燃气轮机、核能核电、海洋工程、油气化工、工矿设备和流体机械等高端装备领域。

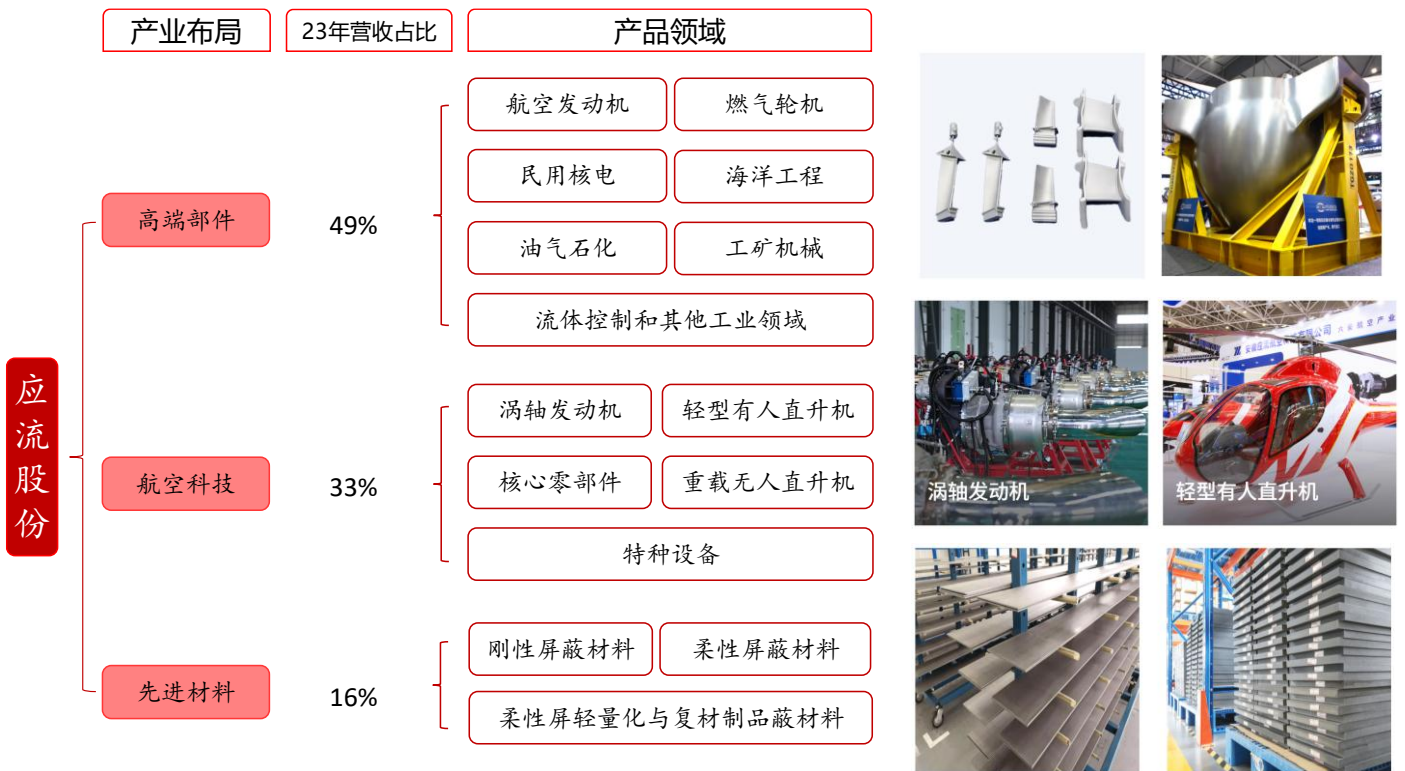
图1：公司为高端零部件铸造龙头，受益航空发动机+AIDC 需求增长



资料来源：公司官网、Choice，浙商证券研究所整理（股价截至 2025 年 6 月 13 日）

**未来发展战略：**突出发展“两机（航空发动机和燃气轮机）+两业（核能产业和航空产业）”，专注航空、核能等具备技术和市场优势的重点领域，形成高端部件、核能材料、航空科技协同发展的产业格局。

图2：产品涵盖高端部件、航空科技和先进材料三大领域

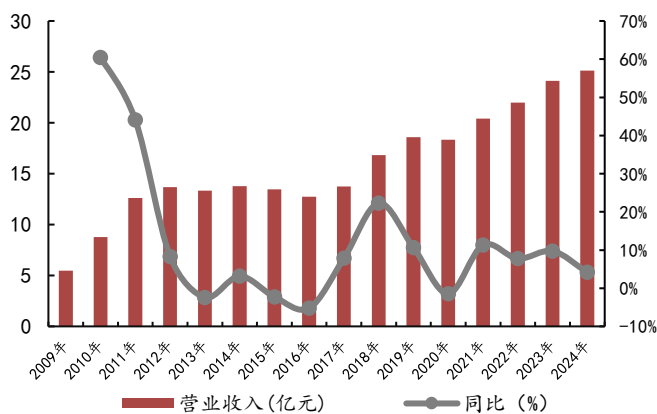


资料来源：Choice、公司官网，浙商证券研究所整理

## 1.2 经营端：航空发动机+燃气轮机业务加速，业绩有望起航

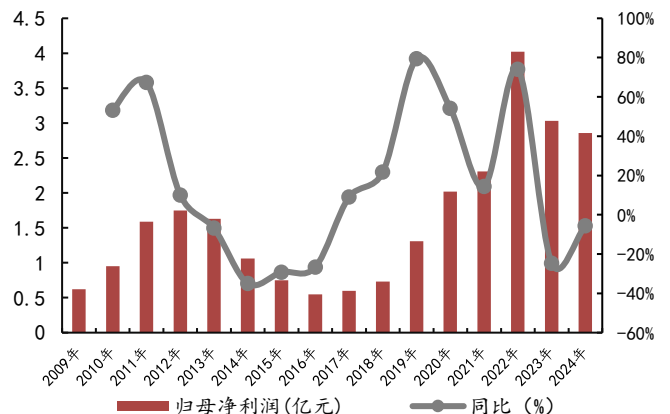
- **经营情况：**公司 2024 年，营业收入 25.1 亿元，同比增长 4.2%；归母净利润 2.9 亿元，同比下滑 5.6%；2019-2024 年营收 CAGR 为 6.2%，归母净利润 CAGR=16.9%。

图3：2024 年公司营收 25.13 亿元，同比增长 4.21%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

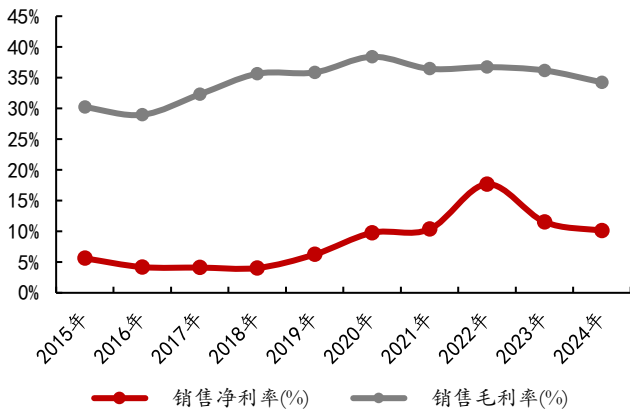
图4：2024 年公司归母净利润 2.86 亿元、同比下滑 5.6%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

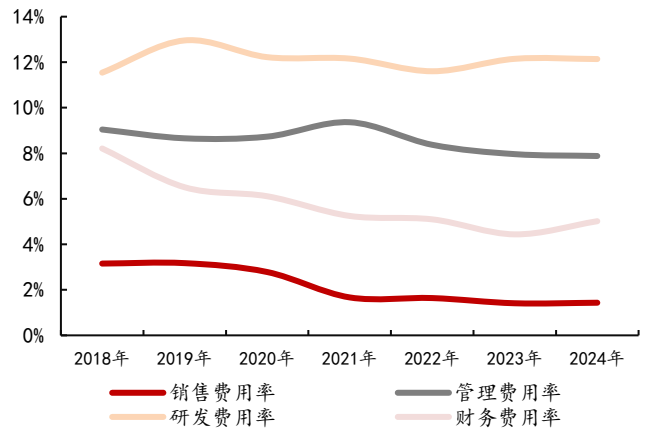
- **盈利能力：**2024 年公司销售毛利率 34.2%，同比下降 2pct；净利率 10%，同比下降 2pct。
- **费用情况：**2024 年公司销售费用率 1.4%，管理费用率 7.9%，财务费用率 5%，研发费用率 12.1%（持续维持高水平）、重视研发投入。

图5：2024年公司毛利率34.2%、净利率10%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图6：公司研发费用率持续维持12%~13%左右高水平

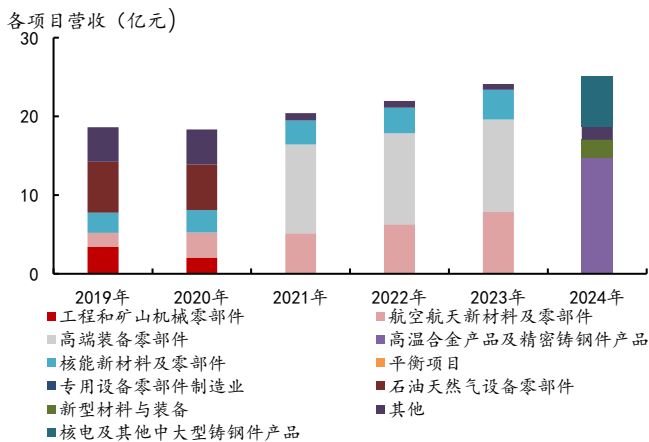


资料来源：Choice，浙商证券研究所

### ■ 分业务：2024年公司分业务财务数据

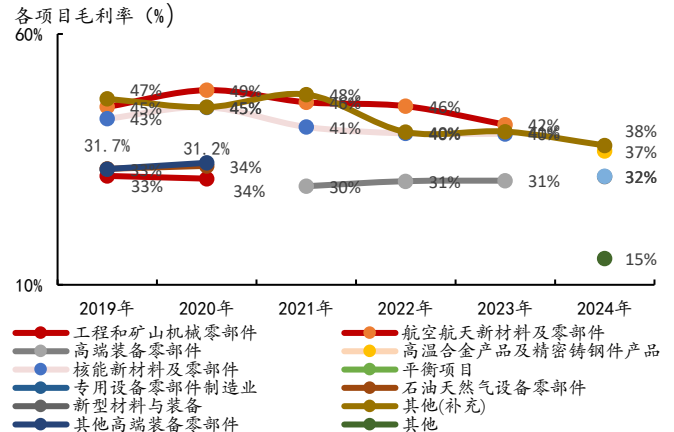
- 1) 高温合金产品及精密铸钢件产品：营收14.7亿元，占总业务营收58%，毛利率37%；
- 2) 核电及其他中大型铸钢件产品：营收6.4亿元，占总业务营收26%，毛利率32%。
- 3) 新型材料与装备：营收1.7亿元，占总业务营收7%，毛利率32%。

图7：2024年高温合金产品及精密铸钢件产品营收占比46%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图8：2024年高温合金产品及精密铸钢件产品毛利率37%

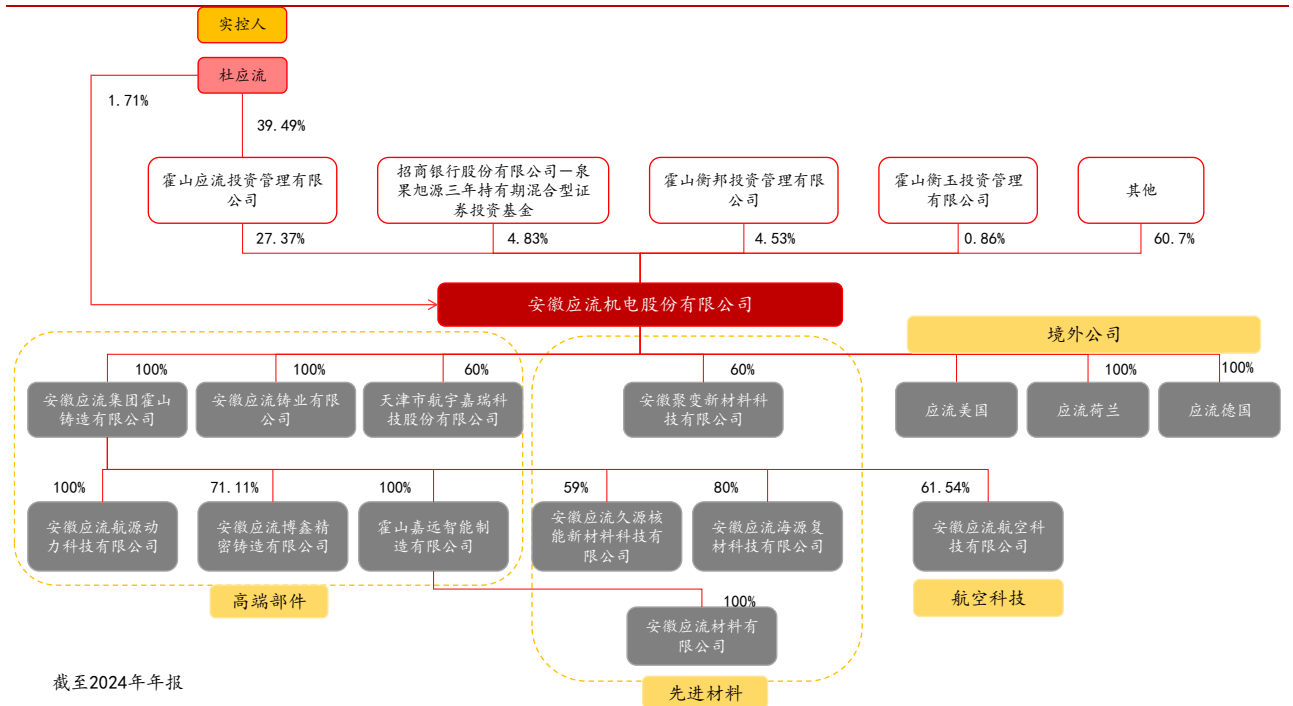


资料来源：Choice，浙商证券研究所

## 1.3 治理端：业务布局完善，公司实控人合计持股34.7%

公司实际控制人杜应流为集团创始人，现任董事长和总经理，直接和间接合计控制公司34.7%的股份。公司下属子公司覆盖高端部件、航空科技和先进材料三大领域，并在海外设有多个子公司。

图9：公司实际控制人杜应流（董事长、总经理、创始人）直接和间接合计控制公司 34.7%的股份



资料来源：Choice、公司财报，浙商证券研究所整理（截至 2024 年报）

#### 1.4 拟可转债募资：加码航空发动机、燃气轮机和先进核能材料

**1、叶片机匣加工涂层项目：**进一步提升叶片及机匣等高温合金材料产品在高温、高腐蚀等极端环境中的使用寿命及工作效率，**提高公司产品的质量和附加值，使公司形成完整的叶片、机匣生产、加工及涂层生产链。**提升公司在航空发动机零部件、燃气轮机零部件领域的核心竞争力。建成投产后可形成年产叶 10 万片、机匣 3,000 件的加工涂层工序生产能力。预计 2026 年 6 月完成建设。

2022-2024 年公司整体产品单价分别为 6.57 万元/吨、7.72 万元/吨和 8.78 万元/吨，本次叶片机匣加工涂层项目 2022-2024 年单价分别为 44.33 万元/吨、55.09 万元/吨和 65.43 万元/吨，远高于公司整体产品单价。

**2、先进核能材料及关键零部件智能化升级项目：**本项目有助于促进核电站核岛和核动力关键部件技术创新和科技成果产业化、优化产品结构，大幅提升生产效率和效能，提高生产能力，保障公司在先进核能材料及关键零部件领域的核心竞争力。

表1：不定向可转债募资：发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料

| 序号 | 项目名称                | 项目投资金额<br>(亿元) | 募集资金投资额<br>(亿元) |
|----|---------------------|----------------|-----------------|
| 1  | 叶片机匣加工涂层项目          | 11.50          | 5.50            |
| 2  | 先进核能材料及关键零部件智能化升级项目 | 6.40           | 5.00            |
| 3  | 补充流动资金及偿还银行贷款       | 4.50           | 4.50            |
| 合计 |                     | 22.40          | 15.00           |

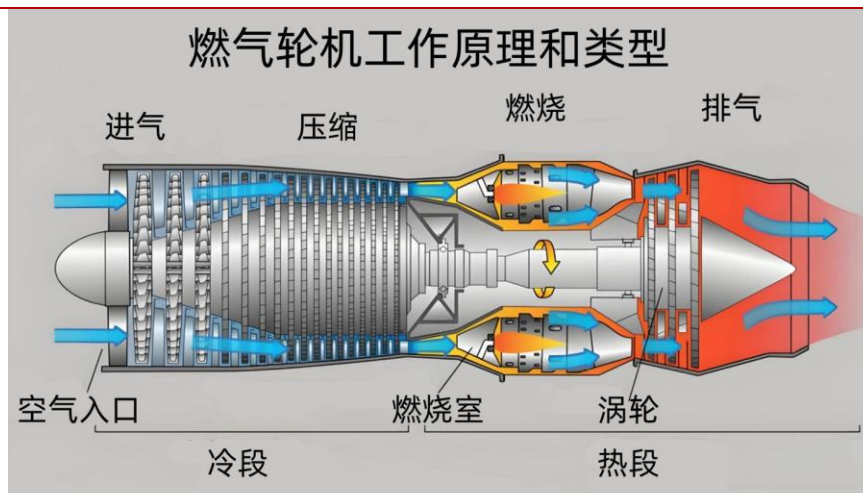
资料来源：Choice、公司公告，浙商证券研究所整理

## 2 燃气轮机领域：AIDC 驱动需求加速，公司为国内叶片龙头

### 2.1 燃气轮机：受益 AIDC 数据中心驱动增长，叶片占零部件核心地位

**燃气轮机是什么？**一种旋转式热力发动机，其工作原理是将化学能通过燃烧转化为机械能，最终转化为动力或电能，工作过程包括压缩、燃烧和燃气膨胀三个主要步骤（对应压气机、燃烧室、涡轮三大部分）。燃气轮机发电是实现降碳目标的重要组成，可部分代替燃煤发电。

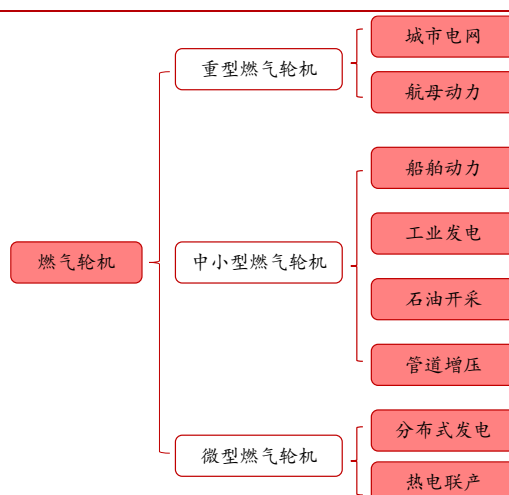
图10：燃气轮机：压气机、燃烧室、涡轮三大部分组成



资料来源：搜狐，浙商证券研究所

**按照功率等级进行分类：**重型燃气轮机装机容量大于 100MW，是发电和中型常规航空母舰上运用的主动力。中小型燃气轮机装机容量为 1-100MW，可应用于船舶动力、石油开采等多种目的。微型燃气轮机装机容量小于 1MW，主要用于小规模电力系统。

图11：燃气轮机按功率等级可分为重型、中小型和微型



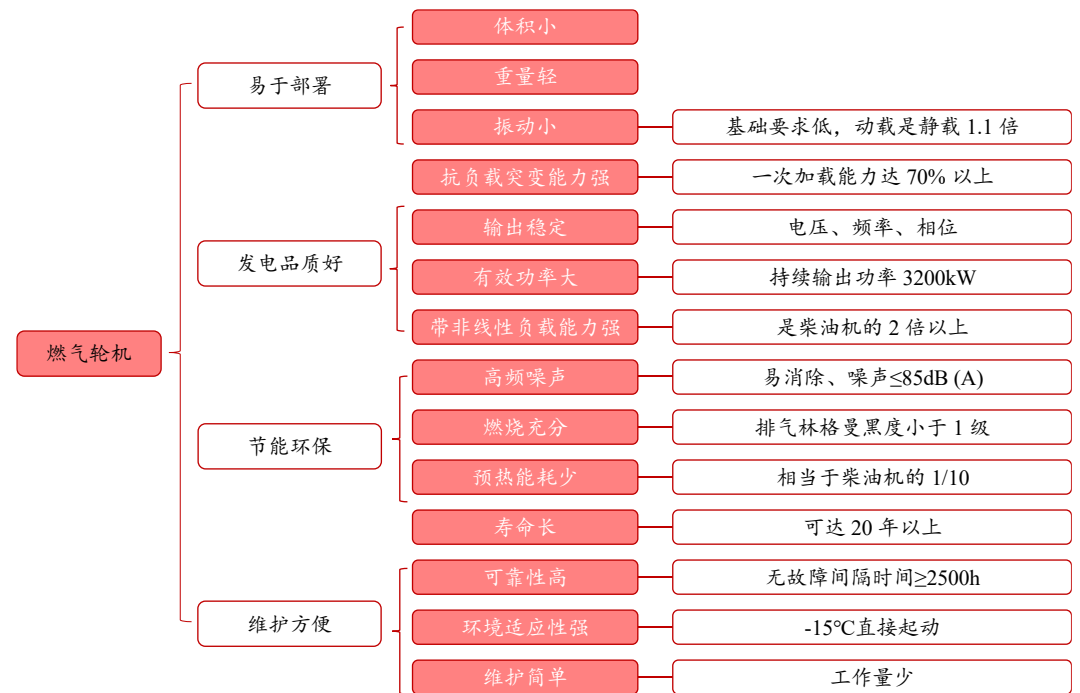
资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

■ **超大型 IDC/EDC 机房使用燃气轮机发电机组作为电源。**可保障高品质供电，同时绿色、节能、减碳，使用燃气轮机发电比柴油发电更有优势。**核心优势包括：**

1) **启动速度快于燃煤机组：**调节范围广（可在 30%~100% 负荷间快速切换），适合 AIDC 的“潮汐式”用电特点。可作为灵活调峰电源。

2) **节能减排**: 相比传统柴油发电机, 燃气轮机的燃料燃烧更清洁 (碳排放降低约 30%~50%)。

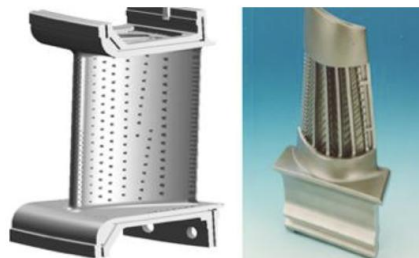
图12: 燃气轮机与柴油发电机对比



资料来源: 《国产燃气轮机在数据中心应急电源的应用》, 浙商证券研究所

■ **叶片**: 燃气轮机的核心部件, 价值量占比较高, 制造难度大。以用于航空领域的燃气轮机 (航空发动机) 为例, 从航空发动机种类来看, 涡扇发动机广泛应用于战斗机、运输机、客机等, 占比 95% 以上。涡扇发动机里, 叶片价值占比 35%, 占比最大。此外, 在发动机叶片中, 涡轮叶片的价值量最大 (对应燃气轮机的透平叶片), 占比达 63%。制造方面, 燃气轮机涡轮叶片由于工作环境处在高温高压、高负荷、高震动、高腐蚀的极端状态, 因而需要具备较好的高温性能、力学性能和耐腐蚀性能, 技术壁垒较高。

图13: 西门子 V94.3A 重型燃气轮机透平静、动叶片



资料来源: 个人图书馆, 浙商证券研究所

## 2.2 市场空间: 全球 2000 亿元市场, 外资龙头垄断、订单开始爆发

**全球市场**: 根据 Precedence Research, 2024 年全球燃气轮机市场规模估计为 281.4 亿美元 (对应约 2000 亿元人民币), 预计将从 2025 年的 302.4 亿美元增长到 2034 年

的约 574.4 亿美元，2025 年至 2034 年的复合年增长率为 7.4%。其中，北美是全球最大市场。其次为欧洲、亚太、南美等。

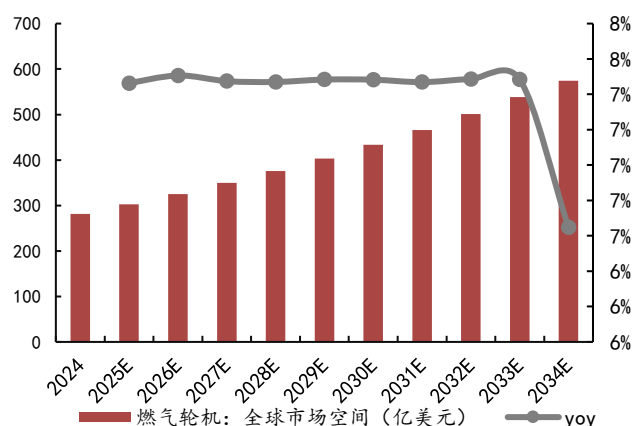
**亚洲市场：**据 Precedence Research，2024 年亚太燃气轮机市场规模为 104.1 亿美元，预计到 2034 年将达到 212.5 亿美元左右，2025 年至 2034 年的复合年增长率为 8%。

**主要燃气轮机龙头订单加速：**据《Gas Turbine World》对工业燃气轮机市场预测，未来 10 年新燃气轮机订单超过 1,370 亿美元；未来 5 年维修市场每年达到 235.52 亿美元，各主要燃气轮机供应商订单饱和。

1) **三菱动力 (Mitsubishi Power Ltd.)** 预计：受益数据中心需求带动，2024-2026 年全球每年将有 60GW 的燃气轮机设备订单，相较 2023 年增长 36%。

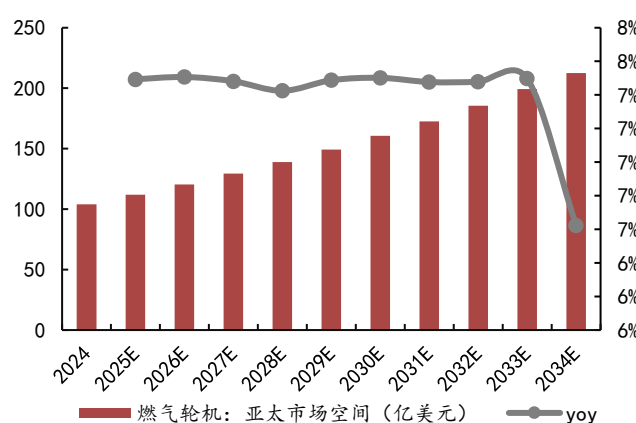
2) **GE Vernova：**首席执行官 Scott Strazik 表示，GE 在燃气轮机、电力变压器和开关设备方面的订单积压已排至 2028 年。

图14：2024 年全球燃气轮机市场规模估计为 281.4 亿美元



资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

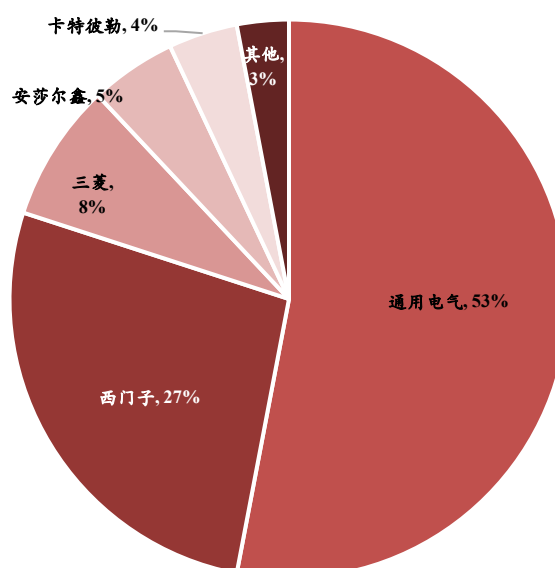
图15：2024 年亚太燃气轮机市场规模为 104.1 亿美元



资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

**竞争格局：**市场被美日德外资企业垄断，期待国内企业技术不断突破。2022 年中国燃气轮机市场基本被通用电气、西门子、三菱重工等公司占据，CR3=88%，其中通用电气市场占有率约 53%，西门子市占率约 27%，三菱市占率约 8%。

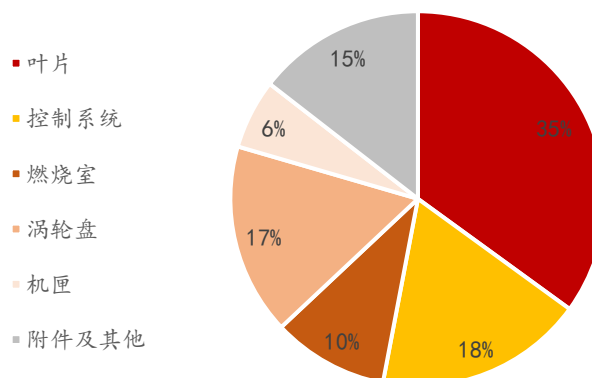
图16： 2022 年中国燃气轮机市场竞争格局



资料来源：华经情报网，浙商证券研究所

其中：燃气轮机的核心部件——叶片：其设计、材料及制造技术直接决定机组性能与寿命，为燃气轮机成本占比大头，约 35%左右。

图17： 中国航空发动机叶片价值量占比（因航发整体结构与燃气轮机相似、可进行类比）

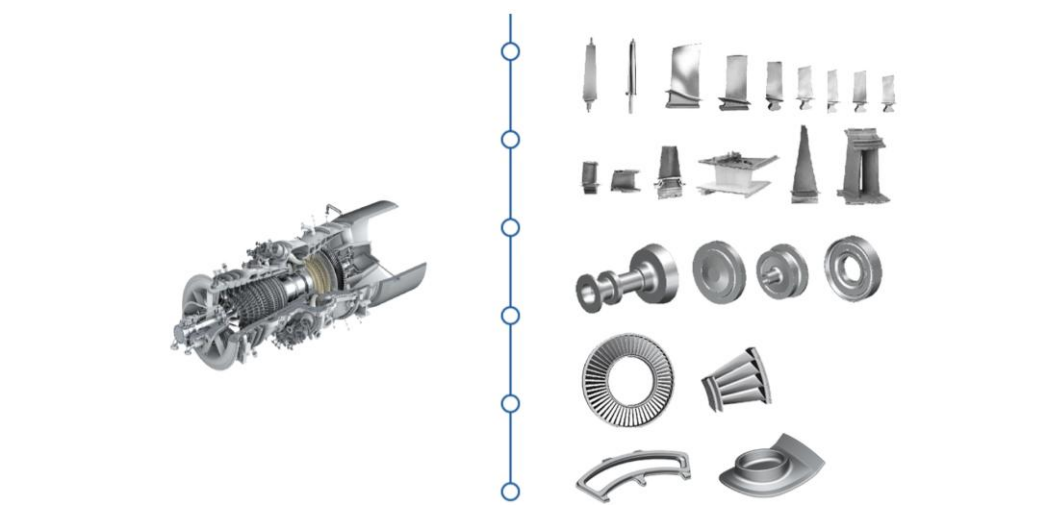


资料来源：航空发动机人，浙商证券研究所

**竞争格局：**全球由 Howmet、PCC 等外资垄断，技术复杂、扩产周期长。在 AI 需求的强力带动下，未来供给有望紧张。我们预计国内厂家有望受益于更快的扩产响应速度、加速发展。

**行业进入壁垒高：**认证时间长，一旦成为下游航空发动机及燃气轮机领域客户的合格供应商，实现批量供货，双方就会形成较为稳固的长期合作关系。

图18： 燃气轮机部件：叶片为核心部件，其设计、材料及制造技术直接决定机组性能与寿命



资料来源：WTB，浙商证券研究所

## 2.3 应流股份：国内燃气轮机叶片龙头，订单加速增长

**产品端：**公司产品已覆盖E、F、G/H等级多款型号燃气轮机，获得全球龙头企业的认可。率先通过国家“两机专项”大F级重型燃机一二三级定向空心透平叶片新产品验收并批量交付。

图19： 公司燃气轮机产品示意图：高温合金叶片+涡轮

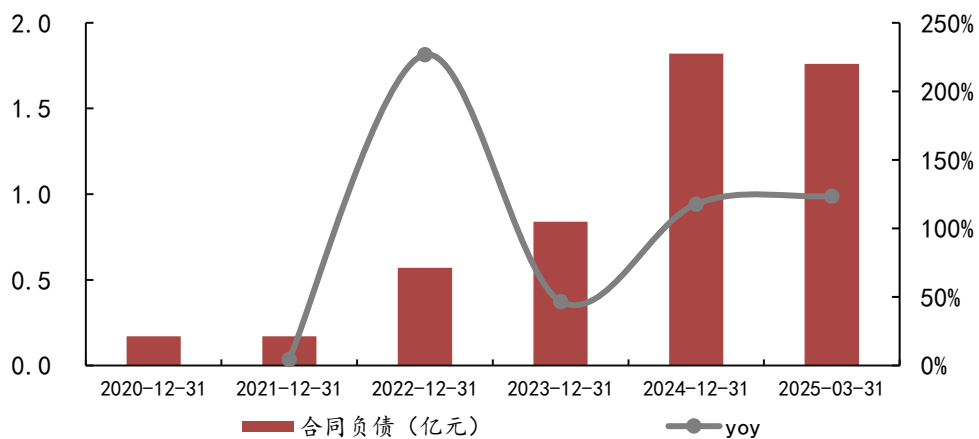


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**技术端：**具备高难度产品开发和批量化制造能力。是极少数为国际燃气轮机厂商生产单晶叶片和F级以上重型燃机定向叶片的中国企业。

**订单端：**受益于全球能源转型以及AI数据中心建设爆发，公司燃气轮机热端部件订单强劲增长。公司累计已开发完成“两机”品种736个，正在开发品种166个；截至2024年底，公司在手“两机”订单超过12亿元。与2023年比较，2024年公司燃气轮机产品接单增幅达到102.8%。

图20：2024 年公司合同负债加速增长，其中燃气轮机产品接单增幅达到 102.8%



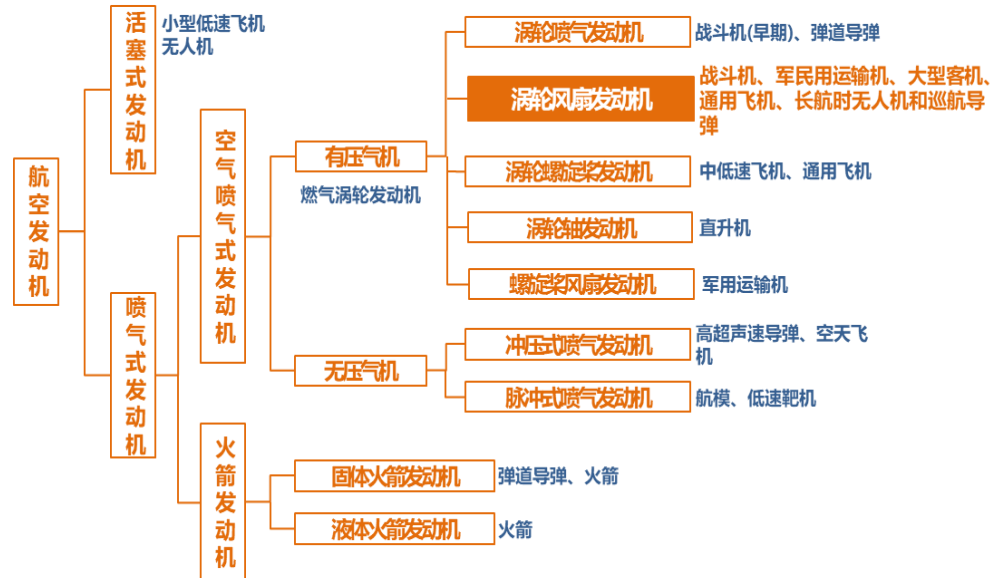
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

### 3 航空领域：行业需求向上，受益大飞机+低空经济

#### 3.1 航空发动机：飞机的核心，工业皇冠上的明珠

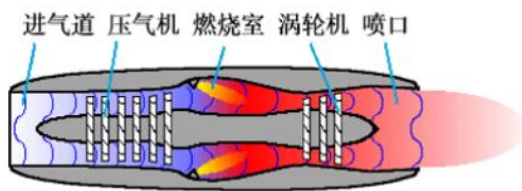
**航空发动机：**以化石燃料作为能源，将化学能转化为机械能、为飞行器提供动力，是飞机、火箭等各类飞行器的核心和动力之源，更是整个航空工业的动力之源。因其高度的技术难度和复杂性，被称为“工业皇冠上的明珠”和“工业之花”。

图21：涡轮风扇发动机是当前航空发动机的主流



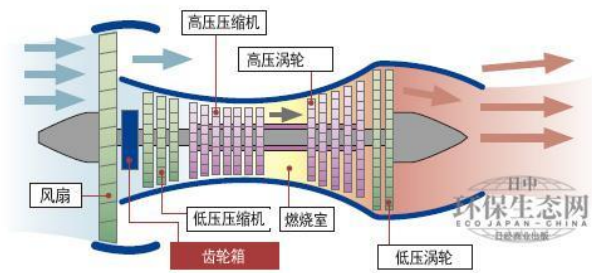
资料来源：浙商证券研究所整理

图22：涡轮喷气发动机由压气机、燃烧室、涡轮、喷口组成



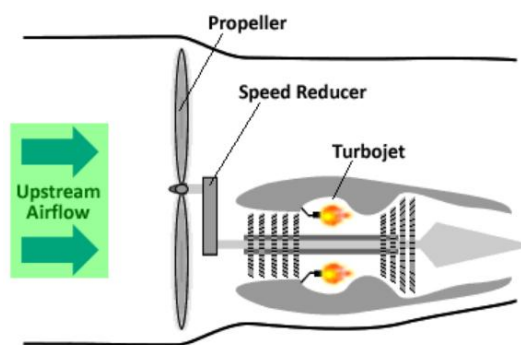
资料来源：《飞机飞行原理3D动态图展示》，浙商证券研究所

图23：涡轮风扇发动机：涡喷基础上增加风扇和低压涡轮



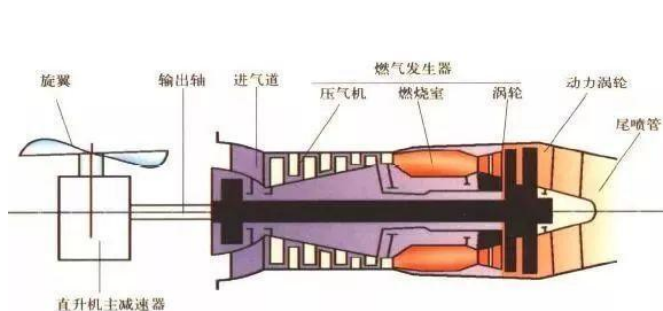
资料来源：《发动机原理详细图解》，浙商证券研究所

图24：涡轮螺旋桨发动机：涡喷通过减速器驱动飞机螺旋桨



资料来源：《飞机飞行原理 3D 动态图展示》，浙商证券研究所

图25：涡轮轴发动机：涡喷通过减速器驱动直升机旋翼



资料来源：《涡轮轴无人机虽“冷门”却有大有用途》，浙商证券研究所

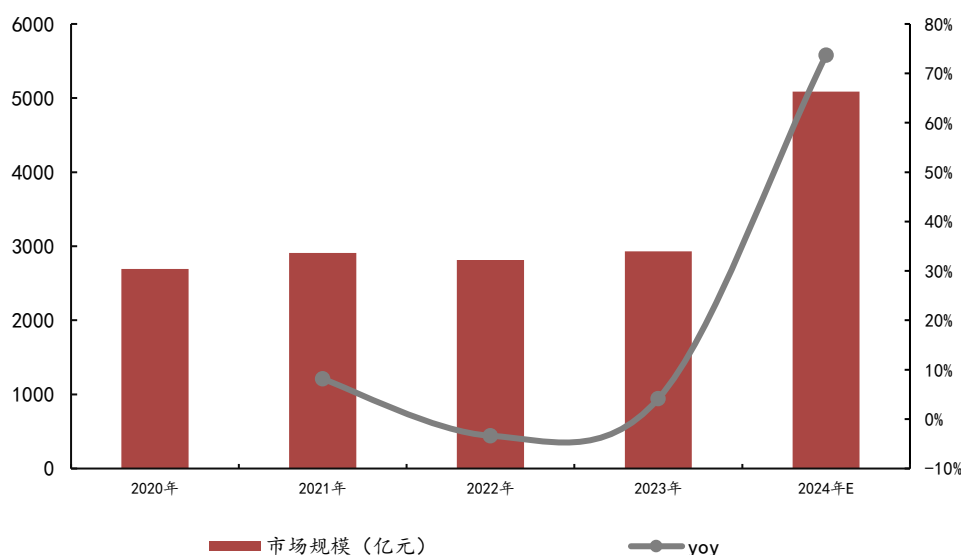
### 3.2 市场空间：全球近万亿级赛道，海外龙头垄断；叶片为核心零部件

**全球市场：**2023 年全球航空发动机市场规模约为 1139.72 亿美元，预计到 2030 年将达到 1511.95 亿美元，2023-2030 年 CAGR=4.12%。

**国内市场：**2023 年中国航空发动机市场规模为 2929.09 亿元。

**未来趋势：**根据空客公司发布的市场预测（GMF）显示，在未来 20 年内（2024-2043 年）全球飞机数量（超过 100 个座位的客机和超过 10 吨有效载荷的货机）将翻倍，从当前的 24,260 架增长至 48,230 架。

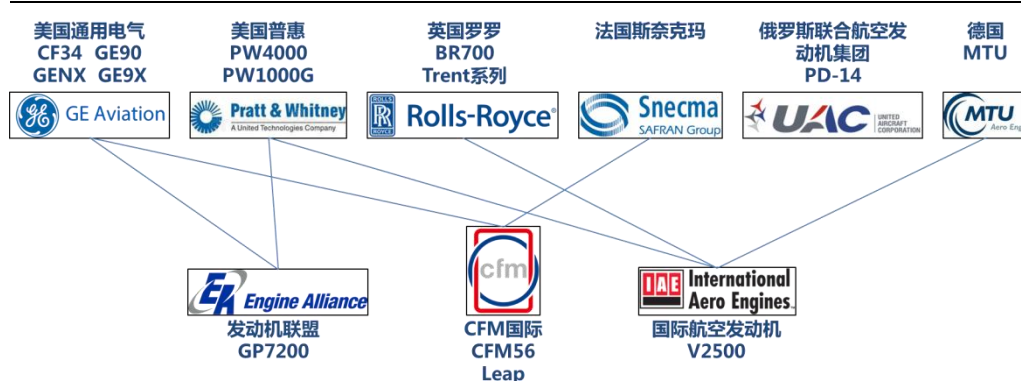
图26：2020-2024 年中国航空发动机市场规模分析



资料来源：观知海内信咨询，浙商证券研究所整理

**竞争格局：**目前世界范围内独立掌握商用航空发动机研制核心技术、并有能力实现其产品商业化成功的企业仅美国通用电气（GE）、美国普惠（PW）、英国罗罗（RR）三家公司，世界范围内商用航空发动机市场基本被这三家公司及其与其他公司组建的合资公司所垄断。

图27: GE、普惠、罗罗及其合资公司组成的世界商用航空发动机垄断网



资料来源: 浙商证券研究所

图28: CFM 发动机占据 71%窄体市场

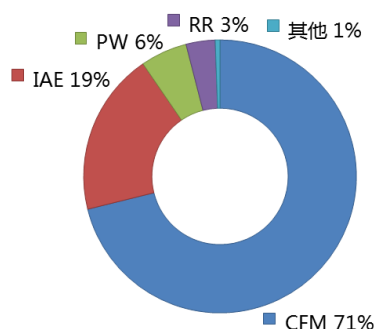


图29: GE/RR 发动机占据 79%宽体市场

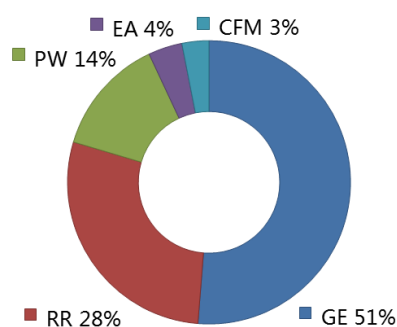
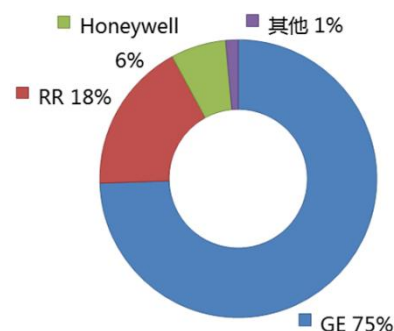


图30: GE 发动机占据 75%支线市场



资料来源: 《Commercial Engines 2018》、浙商证券研究所

资料来源: 《Commercial Engines 2018》、浙商证券研究所

资料来源: 《Commercial Engines 2018》、浙商证券研究所

**核心零部件:** 航空发动机压缩系统(风扇增压级、压气机)转静子叶片、涡轮转静子叶片、及用于支撑安装转子叶片的压缩系统轮盘及涡轮轮盘是航空发动机中最重要的的一组零件,在发动机功的传递、能量的转化中起核心作用。在发动机价值的拆分上,以上零件合计价值占比高。

图31: 大型涡扇发动机零部件价值占比

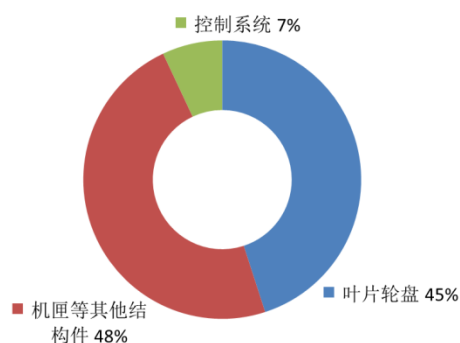


图32: 涡轴发动机零部件价值占比

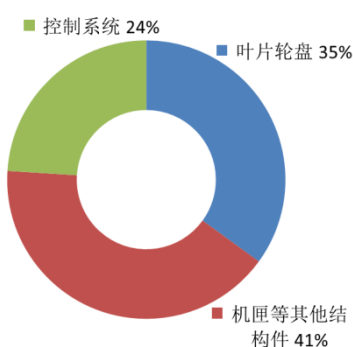
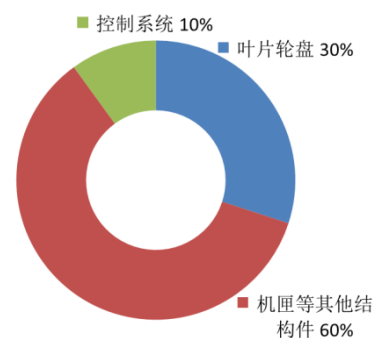


图33: 加力涡扇发动机零部件价值占比



资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、浙商证券研究所

表2：铸造涡轮叶片主要上市公司该领域相关业务动态：进度不一、应流股份相对领先

| 上市公司 | 铸造涡轮叶片业务相关动态                                                                                                                     |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 应流股份 | 2019 年，公司进入国际航空发动机和燃气轮机行业龙头供应商体系，高温合金叶片、机匣、喷嘴环、导向器等产品应用于不同类型燃气轮机和多个型号航空发动机。在国内为多个型号航空发动机和燃气轮机配套，是中国航发集团以外为航空发动机配套的极少数企业之一。       |
| 万泽股份 | 已掌握高温母合金与叶片制造的先进技术，深汕万泽精密铸造一期工程项目中的高温合金母合金熔炼线已于 2019 年 4 月小批量试生产，高温合金粉末、粉末盘生产线也于 2019 年 7 月投入试生产，叶片精密铸造生产线的关键设备已基本到位，正在开展安装调试工作。 |
| 炼石航空 | 控股子公司成都航宇累计承接预研、在研、在役重点机型复杂单晶叶片的研发及生产任务 10 余项。自 2018 年底至今，成都航宇陆续与国内客户签订订单累计 9422.26 万元，和旗下另一子公司 Gardner 联合参与了罗罗公司某型发动机叶片的竞标      |

资料来源：各公司年报、浙商证券研究所

### 3.3 应流股份：布局整机+零部件；与国内外龙头合作紧密

**公司在航空科技领域：**主要研制生产涡轴发动机，轻型直升机、重载无人直升机，以及航空关键零部件和方舱等特种装备。对接德国先进技术，建设国内研发团队，具备领先的国产化和应用开发能力，国际一流标准的生产厂房和试验设施。

图34：公司航空科技领域布局情况：发动机+直升机+核心零部件等



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

**1) 核心零部件领域：**公司专注于航空发动机等轴晶、定向晶、单晶高温合金叶片和机匣等结构件的研制生产。公司作为中国商发优秀供应商，累计为长江 1000 和长江 2000 发动机开发 80 余个品种，产品涵盖叶片、机匣和结构件等多种热端部件，其中长江 1000 四号轴承座，被列入适航证项目并完成适航取证，**为国产大飞机项目提供了有力保障**。公司深度参与 Leap 各系列发动机供货，直接与国际行业龙头同台竞争，多款型号机匣市场占有率全球领先。报告期内，应流航源为子公司应流航空开发 34 个。

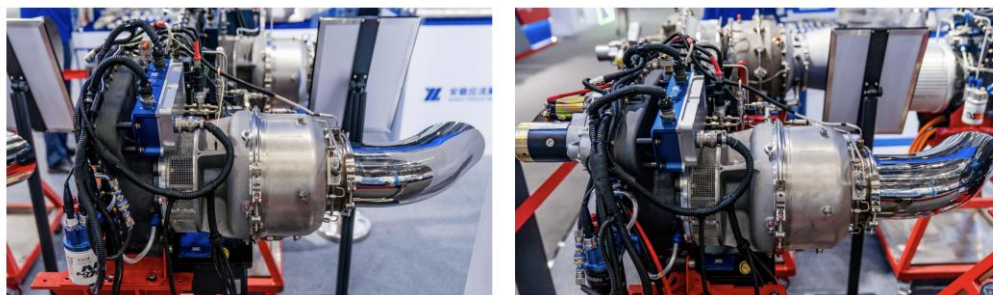
图35： 公司专注于航空发动机等轴晶、定向晶、单晶高温合金叶片和机匣等结构件



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

**2) 涡轴发动机领域：**2016 年，应流股份收购德国 SBM 公司，引进两款涡轴发动机技术，并成立应流航空，从零部件领域延伸至航空发动机整机领域。

图36： 公司专从零部件领域延伸至航空发动机整机领域



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

### 应流股份：受益国产大飞机+低空经济发展

**1) 大飞机领域：**C919 飞机 2025 年产能上修，2029 年达年产 200 架，C919 全面批产提速。据航空动力未来公众号披露，2024-2029 年 C919 飞机的产能规划为 50/75/100/150/150/200 架。中国商飞 2024 年度采购额接近 200 亿，2025 年采购额预计较 2024 年提高 70%。标志着 C919 有望全面批产提速。**公司作为中国商飞优秀供应商**，累计为长江 1000 和长江 2000 发动机开发 80 余个品种，产品涵盖叶片、机匣和结构件等多种热端部件，其中长江 1000 四号轴承座，被列入适航证项目并完成适航取证，为国产大飞机项目提供了有力保障。

图37： 2022 年 11 月 8 日，CJ2000 大涵道比涡扇发动机参展第十四届中国航展



资料来源：百度百科，浙商证券研究所

**2) 低空经济领域：**公司积极开展 YLWZ-190 发动机各项性能优化改进工作；完成 YLWZ-300 发动机整机装配与试车验证，中标某专项课题并实现了产品交付。公司与北京理工大学合肥无人智能装备研究院开展战略合作，为陆空多域平台、长航时重载 eVTOL、STOL 和 UAM 等平台提供高效率、高功重比混合动力系统；与翊飞航空签署战略合作协议，为 ES1000 大型无人机提供涡轮混合动力系统解决方案。

图38： 公司 YL-UH600 型共轴无人直升机、混合动力系统以及涡轴发动机登场低空经济大会



资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所整理

**产能端：**可转债募投项目叶片、机匣加工涂层生产线 按规划紧张建设，公司成为业内极少数具备母合金冶炼、陶瓷型芯制备、高温合金铸造、热等静压、加工涂层全产业链的企业，满足客户一站式部件采购需求，为开拓更为广阔的维修市场奠定基础。

表3：不定向可转债募资：发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料

| 序号 | 项目名称                | 项目投资金额<br>(亿元) | 募集资金投资额<br>(亿元) |
|----|---------------------|----------------|-----------------|
| 1  | 叶片机匣加工涂层项目          | 11.50          | 5.50            |
| 2  | 先进核能材料及关键零部件智能化升级项目 | 6.40           | 5.00            |
| 3  | 补充流动资金及偿还银行贷款       | 4.50           | 4.50            |
| 合计 |                     | 22.40          | 15.00           |

资料来源：Choice、公司公告，浙商证券研究所整理

客户端：2025 年来获海外龙头客密集户访问，期待未来在国际市场进展加速。

2025 年 4 月 9 日

(1) 赛峰发动机公司 (SAFRAN SAE) 全球采购副总裁率领团队莅临应流集团，双方在此前已签署的长期战略合作框架的基础上，围绕航空发动机机匣叶片等核心高温合金部件的研发创新与供应链效率提升等关键议题，展开了全面而深入的交流探讨。

(2) 罗尔斯·罗伊斯 (Rolls Royce) 团队访问应流，就应流集团承担的罗罗多个型号飞机发动机高温合金系列产品开发进展和交付进程进行了深入交流，详细规划了进一步扩大合作、加快产品交付的安排，作为长期战略合作的供应链伙伴，携手满足旺盛的航空发动机需求。

图39：赛峰高层访问应流：跨入战略合作新阶段



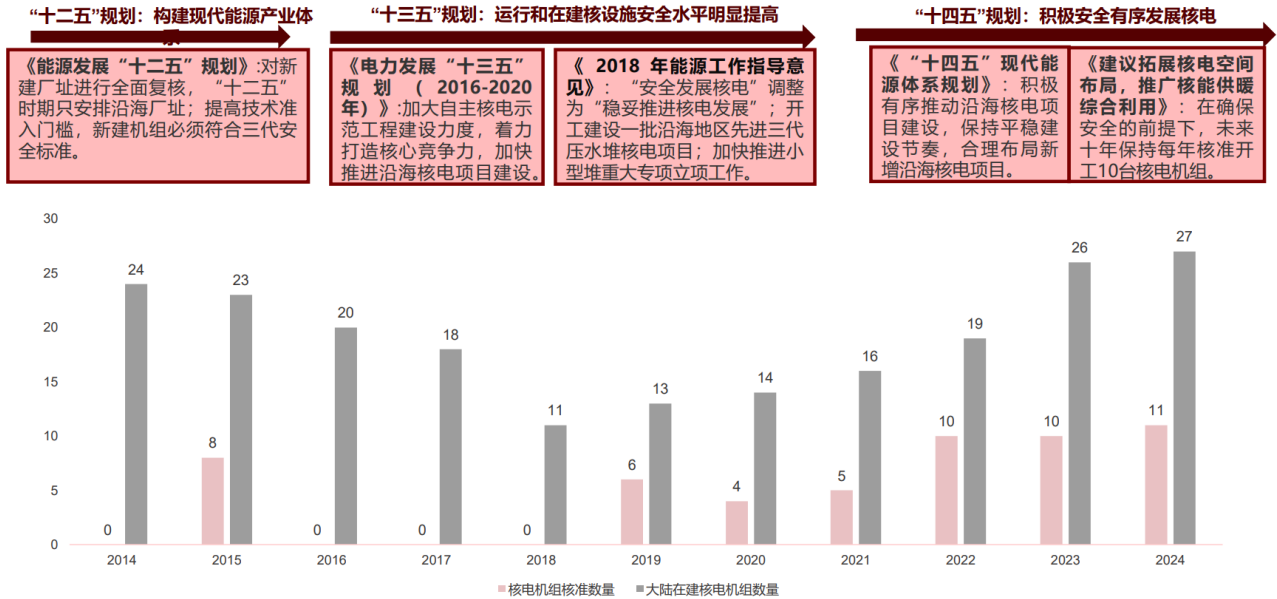
资料来源：公司官方公众号，浙商证券研究所

## 4 核电领域：行业景气向上，公司布局向核聚变延伸布局

### 4.1 核电行业：景气提速，预计 2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约 8.4%

核电建设有望在“后半程”加速，以达成“十四五”规划，我们预计 2023-2025 年核电装机规模 CAGR 约为 7%。预计“十五五”期间，核电装机容量达到 150GW 左右，2023-2035 年核电装机规模 CAGR 约为 8.4%。

图40：我国核电技术经历“追赶-模仿-引领”阶段（单位：台）



资料来源：中国核能行业协会，国家原子能机构，国务院，浙商证券研究所

表4：2025 年核电装机规模有望加速（单位：%）

| 主要能源 | 装机规模CAGR (%) |           |            |
|------|--------------|-----------|------------|
|      | 十三五时期        | 十四五时期     |            |
|      | 2016-2020    | 2021-2023 | 2023-2025E |
| 光伏   | 42           | 34        | 4          |
| 风电   | 17           | 16        | 20         |
| 核能   | 13           | 4         | 7          |
| 水电   | 3            | 4         | 2          |
| 火电   | 4            | 4         | -          |

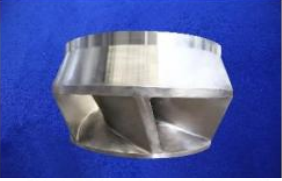
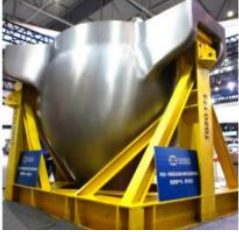
资料来源：中国能源报，《“十四五”现代能源体系规划》，TrendForce，Wind，浙商证券研究所整理

## 4.2 应流股份：公司具核一级产品制造资质，布局核聚变板块

**1) 技术端：**公司继续巩固核电铸件领域领先优势，2024 全年交付了 10 台份“华龙一号”核一级主泵泵壳。组织精英团队，加大多用途模块式小型堆科技示范工程项目攻关。

**布局核聚变领域：**2024 年 1 月 29 日，公司与合肥综合性科学中心能源研究院有限公司及自然人姚达毛、戚强、刘松林签署了《关于成立安徽聚能新材料科技有限公司的发起人协议》，计划共同出资成立合资公司，从事聚变堆材料及部件、核探测仪器的开发、生产与销售。应流股份占比 60%，为该合资公司的第一大股东。

图41：公司核电产品：叶轮、泵壳、保温层、新型材料

| 应用领域                     | 主要产品        | 产品图示                                                                                  |
|--------------------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 核电设备                     | 核一级叶轮       |    |
| 核电设备                     | 核一级主泵泵壳     |   |
| 核电设备、乏燃料处理、核燃料贮存         | 热辐射金属保温层    |  |
|                          | 燃料贮存格架      |  |
| 核电站建设、核动力装置、乏燃料处理、核放射医疗等 | 含硼聚乙烯复合屏蔽材料 |  |
|                          | 铝基碳化硼中子吸收材料 |  |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

**2) 客户端:** 2025 年 4 月, 公司与沈鼓核电签署战略合作协议。公司在与沈鼓集团近 20 年的合作进程中, 携手完成国家科技重大专项国和一号 CAP1000、CAP1400 主泵研制任务, 核电站核一级主泵泵壳实现了首台套国产化。20 年来, 凭借过硬的创新能力、制造能力和质保能力, 成功向沈鼓核电交付数十个核电机组关键项目产品。

图42: 应流集团与沈鼓核电签署战略合作协议



资料来源: 公司官方公众号, 浙商证券研究所

**3) 产能端:** 公司拟发行可转债, 其中核能业务的投入金额为 6.4 亿元, 主要用于提高自动化、智能化水平, 以及补充关键材料和关键产品的生产能力。

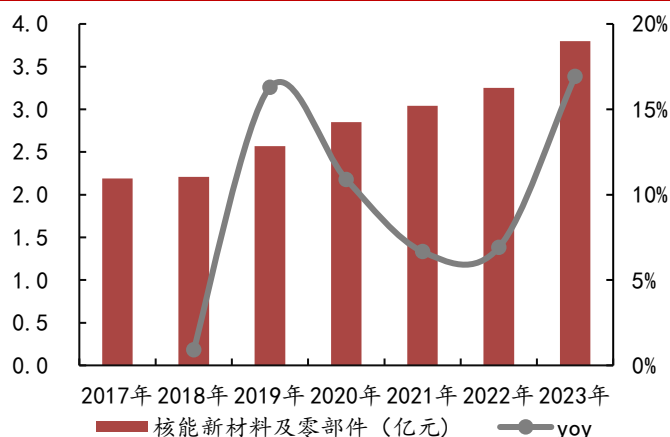
表5: 不定向可转债募资: 发展航空发动机、燃气轮机和先进核能材料

| 序号 | 项目名称                | 项目投资金额<br>(亿元) | 募集资金投资额<br>(亿元) |
|----|---------------------|----------------|-----------------|
| 1  | 叶片机匣加工涂层项目          | 11.50          | 5.50            |
| 2  | 先进核能材料及关键零部件智能化升级项目 | 6.40           | 5.00            |
| 3  | 补充流动资金及偿还银行贷款       | 4.50           | 4.50            |
| 合计 |                     | 22.40          | 15.00           |

资料来源: Choice、公司公告, 浙商证券研究所整理

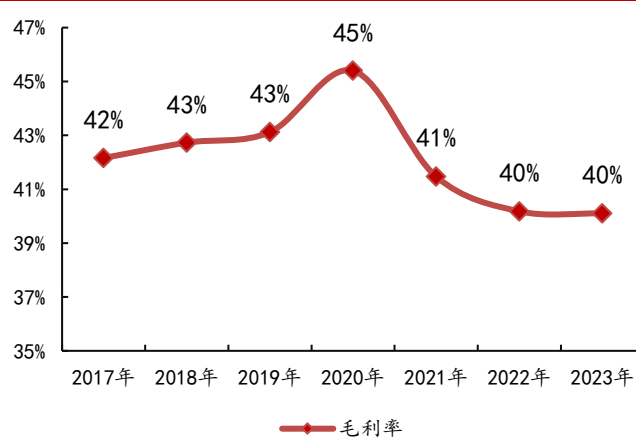
**4) 营收&毛利率端: 稳健增长, 毛利率保持较高水平。**公司 2017-2023 年核能板块收入从 2.2 亿元增长至 3.8 亿元, CAGR 为 8.25%。毛利率保持 40%以上水平。

图43： 2017-2023 年公司核电板块营收稳步增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图44： 公司核电板块毛利率保持较高水平

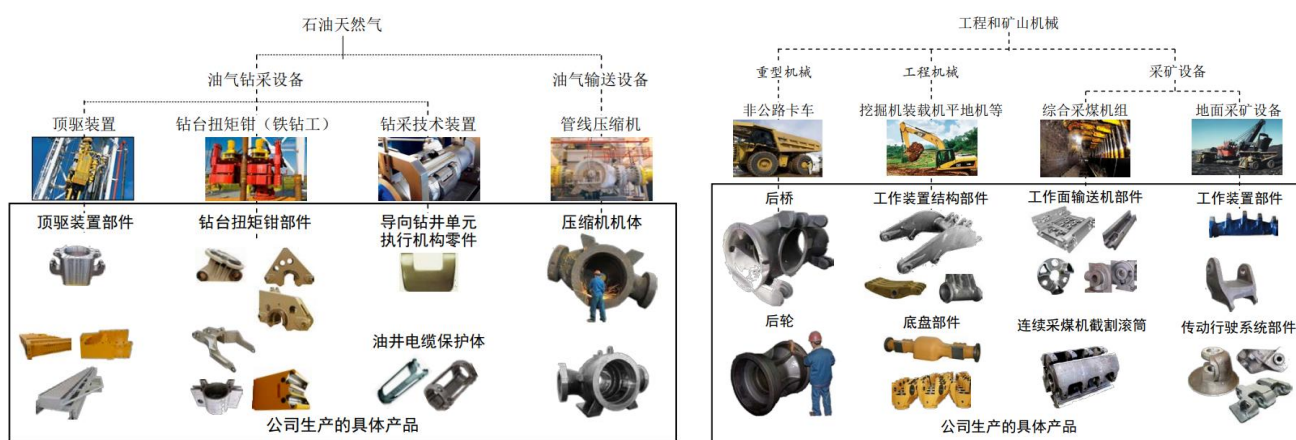


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 传统领域：覆盖油气、工程机械、矿机等高端装备，保持稳健

**公司传统业务：**基于铸造能力优势，公司产品定位于专用设备的高端零部件。下游应用于石油天然气、清洁高效发电、工程和矿山机械行业，并在医疗设备、自动控制、国防军工等其他装备行业。

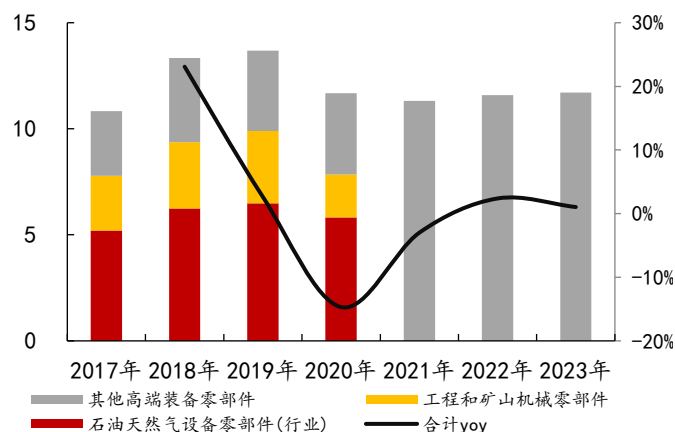
图45： 公司油气钻采集输设备构件、工程和矿山机械构件具体产品及应用



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

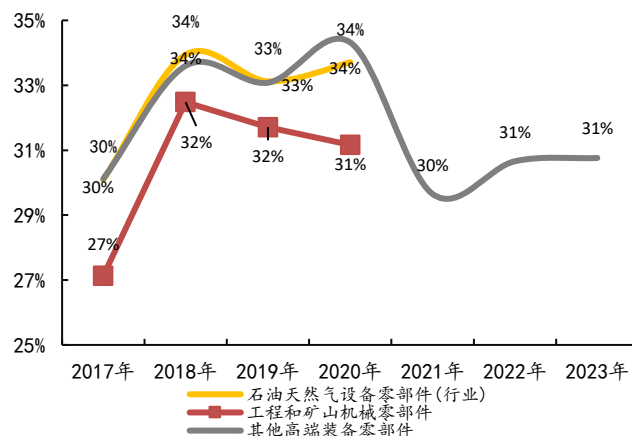
**客户覆盖：**通用电气、西门子、阿海珐、阿尔斯通、卡特彼勒、斯伦贝谢、艾默生、耐博斯、泰科等行业领先企业为代表的优秀客户群。2017年至2023年之间整体维持10~14亿左右营收、30%~35%之间毛利率的稳态水平。

图46：2017-2023 年公司传统业务营收维持稳态水平（左轴单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（注：2021年-2023年为合并披露在其他高端装备零部件）

图47：2017-2023 年公司传统业务毛利率维持稳态水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理（注：2021年-2023年为合并披露在其他高端装备零部件）

## 6 盈利预测

### 6.1 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年业绩做出如下核心预测：

**高温合金产品及精密铸钢件产品：**主要包括航空发动机高温合金涡轮叶片、导向叶片、机匣，燃气轮机高温合金透平叶片，其他耐高压、耐腐蚀泵阀铸件等。受益 AIDC+国产大飞机需求催化，公司在下游客户进展顺利。同时公司加码叶片机匣加工涂层项目、先进核能材料及关键零部件智能化升级项目，产能+产品价值量有望大幅提升，应对需求增长，收入有望持续增长。预计公司 2025-2027 营收分别为 19.1/24.6/31.3 亿元。

**核电及其他中大型铸钢件产品：**主要包括核电铸件（如主泵泵壳、阀门和支撑件铸件），燃气轮机铸件，船舶及海洋工程用耐蚀不锈钢铸件等。公司继续巩固核电铸件领域领先优势，2024 全年交付了 10 台份“华龙一号”核一级主泵泵壳。组织精英团队，加大多用途模块式小型堆科技示范工程项目攻关。同时公司布局核聚变领域，受益行业需求发展。预计公司 2025-2027 年营收分别为 2.9/3.5/4 亿元。

**新型材料与装备：**主要包括核能新材料（如中子屏蔽材料，高阻燃辐射屏蔽材料，乏燃料后处理材料），核电站装备（如金属保温层，乏燃料贮存格架），小型发动机和地面电源等，受益核电相关需求增长。预计公司 2025-2027 年营收分别为 7.6/8.6/9.7 亿元。

综上，公司为高端零部件铸造龙头企业，未来受益 AIDC+航空发动机+核电需求增长，产业前景广阔、成长空间大，有望驱动公司业绩+估值增长。

表6： 公司核心业务：两机业务有望进入快车道，受益 AIDC+国产大飞机+低空经济+核电需求

| 分业务                   | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>高温合金产品及精密铸钢件产品</b> |       |       |       |       |
| 销售收入（百万元）             | 1469  | 1909  | 2463  | 3128  |
| yoy                   | 7%    | 30%   | 29%   | 27%   |
| 毛利率                   | 37%   | 39%   | 40%   | 41%   |
| <b>新型材料与装备</b>        |       |       |       |       |
| 销售收入（百万元）             | 233   | 287   | 345   | 403   |
| yoy                   | 4%    | 23%   | 20%   | 17%   |
| 毛利率                   | 32%   | 33%   | 34%   | 34%   |
| <b>核电及其他中大型铸钢件产品</b>  |       |       |       |       |
| 销售收入（百万元）             | 642   | 757   | 863   | 967   |
| yoy                   | -5%   | 18%   | 14%   | 12%   |
| 毛利率                   | 32%   | 32%   | 33%   | 33%   |
| <b>其他主营业务</b>         |       |       |       |       |
| 销售收入（百万元）             | 85    | 89    | 94    | 98    |
| yoy                   | 41%   | 5%    | 5%    | 5%    |
| 毛利率                   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   |
| <b>其他业务(行业)</b>       |       |       |       |       |
| 销售收入（百万元）             | 85    | 89    | 93    | 98    |
| yoy                   |       | 5%    | 5%    | 5%    |
| 毛利率                   | 38%   | 38%   | 38%   | 38%   |
| <b>合计</b>             |       |       |       |       |
| （百万元）                 | 2513  | 3132  | 3858  | 4694  |
| yoy                   | 4%    | 25%   | 23%   | 22%   |
| 综合毛利率                 | 34%   | 36%   | 37%   | 38%   |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6.2 估值分析

我们选取了 9 家可比进行估值比较分析，未来公司如在两机、核电业务领域进展顺利，公司业绩+估值具提升空间。

预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.1/5.5/7.4 亿元，同比增长 42%/37%/34%；对应 PE 为 38/28/21；首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司 2025-2027 年行业可比公司估值

| 2025/6/18     |        |       |         | EPS/元 |       |       |       | PE    |       |       |       | 2024 年 |         |
|---------------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|
| 公司            | 代码     | 股价(元) | 总市值(亿元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | PB     | ROE (%) |
| 应流股份          | 603308 | 22.6  | 154     | 0.4   | 0.6   | 0.8   | 1.1   | 54    | 38    | 28    | 21    | 3.3    | 6%      |
| 万泽股份          | 000534 | 13.5  | 68      | 0.3   |       |       |       | 39    |       |       |       | 5.3    | 14      |
| 钢研高纳          | 300034 | 15.8  | 126     | 0.4   | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 38    | 48    | 38    | 34    | 3.5    | 7       |
| 隆达股份          | 688231 | 17.0  | 42      | 0.2   | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 76    | 42    | 32    | 26    | 1.3    | 2       |
| 航材股份          | 688563 | 54.6  | 246     | 1.3   | 1.5   | 1.8   | 2.0   | 43    | 37    | 31    | 27    | 2.5    | 6       |
| 图南股份          | 300855 | 22.2  | 88      | 0.8   | 0.8   | 1.0   | 1.3   | 27    | 27    | 22    | 18    | 4.5    | 14      |
| 江苏神通          | 002438 | 12.1  | 61      | 0.5   | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 23    | 18    | 15    | 13    | 1.8    | 9       |
| 联德股份          | 605060 | 18.9  | 46      | 1.0   | 1.0   | 1.3   | 1.5   | 18    | 18    | 14    | 13    | 1.8    | 8       |
| 纽威股份          | 603699 | 33.9  | 261     | 0.9   | 1.8   | 2.2   | 2.5   | 36    | 19    | 16    | 14    | 4.6    | 29      |
| 恒立液压          | 601100 | 69.0  | 926     | 1.9   | 2.1   | 2.5   | 2.8   | 37    | 33    | 28    | 25    | 4.7    | 17      |
| 行业平均（不包括应流股份） |        |       |         |       |       |       |       | 37    | 30    | 25    | 21    | 3.3    | 12      |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

除应流股份外，其余公司的预测数据均为一致预期

## 7 风险提示

**原材料价格波动的风险。**公司产品的主要原材料为废钢、废不锈钢、镍等合金材料。按照成本加成的定价原则来确定产品价格，如果主要原材料价格波动，会对公司主营产品销售定价产生一定影响，将会对经营业绩的稳定性产生一定影响。

**行业及市场风险。**公司属于专用设备零部件制造行业，产品应用在航空航天、燃气轮机、核能核电、油气资源等高端装备领域，主要下游行业的发展与宏观经济整体发展趋势基本一致，经济环境变化对公司产品的市场需求影响较大。如果下游相关行业受宏观经济波动、国际贸易壁垒的影响致使经营状况受到冲击，公司的生产经营将面临一定的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3742  | 4543  | 5225  | 6245  |
| 现金             | 299   | 339   | 298   | 312   |
| 交易性金融资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1102  | 1377  | 1671  | 2035  |
| 其它应收款          | 0     | 12    | 12    | 11    |
| 预付账款           | 29    | 53    | 52    | 63    |
| 存货             | 2088  | 2337  | 2936  | 3522  |
| 其他             | 224   | 424   | 257   | 302   |
| <b>非流动资产</b>   | 7810  | 7456  | 7698  | 7773  |
| 金融资产类          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产           | 4086  | 4305  | 4606  | 4909  |
| 无形资产           | 708   | 693   | 675   | 650   |
| 在建工程           | 1389  | 1111  | 889   | 711   |
| 其他             | 1622  | 1340  | 1522  | 1497  |
| <b>资产总计</b>    | 11552 | 11999 | 12923 | 14019 |
| <b>流动负债</b>    | 3483  | 3548  | 3999  | 4433  |
| 短期借款           | 1150  | 1562  | 1584  | 1535  |
| 应付款项           | 1021  | 1121  | 1364  | 1683  |
| 预收账款           | 182   | 139   | 195   | 262   |
| 其他             | 1131  | 726   | 856   | 953   |
| <b>非流动负债</b>   | 3001  | 3025  | 3006  | 3011  |
| 长期借款           | 2235  | 2235  | 2235  | 2235  |
| 其他             | 766   | 789   | 771   | 776   |
| <b>负债合计</b>    | 6485  | 6573  | 7005  | 7444  |
| 少数股东权益         | 441   | 394   | 330   | 245   |
| 归属母公司股东权       | 4627  | 5032  | 5588  | 6329  |
| <b>负债和股东权益</b> | 11552 | 11999 | 12923 | 14019 |

### 现金流量表

| (百万元)          | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 99    | 479   | 395   | 651   |
| 净利润            | 254   | 359   | 491   | 657   |
| 折旧摊销           | 296   | 317   | 353   | 390   |
| 财务费用           | 126   | 167   | 167   | 169   |
| 投资损失           | (2)   | (2)   | (2)   | (2)   |
| 营运资金变动         | 198   | (399) | 157   | (10)  |
| 其它             | (772) | 37    | (770) | (553) |
| <b>投资活动现金流</b> | (810) | (239) | (411) | (488) |
| 资本支出           | (632) | (213) | (382) | (465) |
| 长期投资           | 0     | (0)   | 0     | (0)   |
| 其他             | (178) | (27)  | (29)  | (23)  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 684   | (199) | (26)  | (149) |
| 短期借款           | (156) | 412   | 22    | (49)  |
| 长期借款           | 227   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 613   | (611) | (48)  | (100) |
| <b>现金净增加额</b>  | (27)  | 40    | (41)  | 14    |

### 利润表

| (百万元)            | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 2513 | 3132  | 3858  | 4694  |
| 营业成本             | 1653 | 2004  | 2423  | 2902  |
| 营业税金及附加          | 42   | 53    | 65    | 79    |
| 营业费用             | 36   | 44    | 55    | 67    |
| 管理费用             | 198  | 248   | 305   | 371   |
| 研发费用             | 305  | 376   | 462   | 567   |
| 财务费用             | 126  | 167   | 167   | 169   |
| 资产减值损失           | 17   | 1     | 13    | 9     |
| 公允价值变动损益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益            | 2    | 2     | 2     | 2     |
| 其他经营收益           | 112  | 112   | 112   | 112   |
| <b>营业利润</b>      | 252  | 352   | 482   | 645   |
| 营业外收支            | (3)  | (1)   | (2)   | (2)   |
| <b>利润总额</b>      | 248  | 351   | 481   | 643   |
| 所得税              | (5)  | (8)   | (11)  | (14)  |
| <b>净利润</b>       | 254  | 359   | 491   | 657   |
| 少数股东损益           | (33) | (46)  | (64)  | (85)  |
| <b>归属母公司净利润</b>  | 286  | 406   | 555   | 742   |
| <b>EBITDA</b>    | 664  | 833   | 1005  | 1204  |
| <b>EPS（最新摊薄）</b> | 0.42 | 0.60  | 0.82  | 1.09  |

### 主要财务比率

|                | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入           | 4.21%   | 24.60% | 23.18% | 21.68% |
| 营业利润           | -11.83% | 40.07% | 36.95% | 33.61% |
| 归属母公司净利润       | -5.57%  | 41.61% | 36.87% | 33.64% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |        |        |
| 毛利率            | 34.24%  | 36.00% | 37.20% | 38.18% |
| 净利率            | 10.09%  | 11.46% | 12.74% | 13.99% |
| ROE            | 5.73%   | 7.73%  | 9.79%  | 11.88% |
| ROIC           | 3.96%   | 5.37%  | 6.34%  | 7.37%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 56.13%  | 54.78% | 54.21% | 53.10% |
| 净负债比率          | 67.63%  | 66.23% | 64.15% | 60.64% |
| 流动比率           | 1.07    | 1.28   | 1.31   | 1.41   |
| 速动比率           | 0.47    | 0.62   | 0.57   | 0.61   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.23    | 0.27   | 0.31   | 0.35   |
| 应收账款周转率        | 2.44    | 2.62   | 2.64   | 2.61   |
| 应付账款周转率        | 2.25    | 2.34   | 2.39   | 2.36   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.42    | 0.60   | 0.82   | 1.09   |
| 每股经营现金         | 0.15    | 0.70   | 0.58   | 0.96   |
| 每股净资产          | 6.81    | 7.41   | 8.23   | 9.32   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |        |        |
| P/E            | 53.52   | 37.79  | 27.61  | 20.66  |
| P/B            | 3.31    | 3.05   | 2.74   | 2.42   |
| EV/EBITDA      | 22.0    | 24.2   | 20.2   | 16.8   |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>