

派克新材 (605123.SH)

核电及聚变材料配套，两机及出海景气抬升

核心观点：

- **简介：**产品覆盖两机、核电及深海等高端装备领域。公司以精密锻造技术为核心，专注于金属锻件研制，主营产品广泛应用于航空航天、燃气轮机、核电、深海、石化等多领域，并为行业头部客户供应商之一。据公司 2024 年年报，公司已进入包括上海电气、东方电气、哈电集团、等核电燃机等国内各领域龙头企业的供应链体系，并已通过罗罗、GE 航空、日本三菱、西门子、贝克休斯等企业的全球供应链体系认证。
- **核心投资逻辑：**(1) 核电及核聚变材料供应核心配套商之一。双碳目标政策推进核电建设，核聚变项目国内外持续推进，公司已长期为核电设备等提供相关锻件，并已先后为 BEST 项目用真空室、屏蔽包层、偏滤器、第一壁等关键部件提供材料及产品研制，下游高资质壁垒叠加长期稳定配套要求，核电及聚变领域格局相对更优。(2) 看好国内航发向上补库周期，两机出海配套如燃机有望加速。十四五末目标节点完成叠加十五五新型号定型批产，看好新一轮航发补库周期下公司业绩稳健增长的潜力。海外两机维持高景气但供需错配预计仍持续较长时间，前期先发、产能及现货优势下公司出海配套有望加速。(3) 商业航天及深海等新质力等提供新增长点。据公司 2024 年年报，公司是国内少数可为航天运载火箭及卫星、深海装备等高端装备提供配套特种合金结构件民营企业之一，新质力加速拓展下有望成为公司新增长点。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 25/26/27 年 EPS 分别为 2.92、3.78、4.75 元/股，对应 PE 为 26/20/16X。考虑当前下游多领域景气度、公司竞争优势，参考可比公司估值，我们认为适合给予公司 2025 年 32 倍的 PE 估值，对应合理价值 93.59 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示：**技术及研发风险，重点装备列装需求及交付不及预期，重大行业政策调整风险等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3618	3213	3967	4718	5514
增长率 (%)	30.1%	-11.2%	23.5%	18.9%	16.9%
EBITDA (百万元)	623	428	587	719	857
归母净利润 (百万元)	492	264	354	458	576
增长率 (%)	1.3%	-46.4%	34.3%	29.3%	25.6%
EPS (元/股)	4.06	2.18	2.92	3.78	4.75
市盈率 (P/E)	22.46	24.68	25.85	19.99	15.91
ROE (%)	11.5%	6.0%	7.6%	9.3%	10.8%
EV/EBITDA	15.83	13.51	14.27	11.46	9.34

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

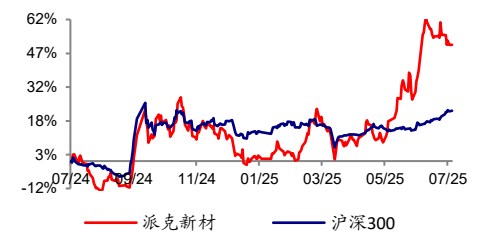
增持

当前价格	75.60 元
合理价值	93.59 元
前次评级	增持
报告日期	2025-07-29

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	121.17/121.17
总市值/流通市值 (百万元)	9160.52/9160.52
一年内最高/最低 (元)	81.70/43.95
30 日均成交量/成交额 (百万)	3.16/248.09
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	38.22/49.40

相对市场表现



分析师：

孟祥杰



SAC 执证号：S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师：

吴坤其



SAC 执证号：S0260522120001

SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

分析师：

邱净博



SAC 执证号：S0260522120005



010-59136685



qijingbo@gf.com.cn

请注意，邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、公司简介：高端装备结构材料的核心供应商之一	5
二、格局：主流金属成型工艺之一，下游配套高端装备	9
（一）锻造：主流金属成型工艺之一，贵金属成型难度大奠定高壁垒	9
（二）应用：航空航天装备重要结构件之一，高性能环锻保障装备运行	10
（三）中低端锻造企业多，稳定性及性能高要求强化高端锻件行业格局	12
三、机遇：核电及聚变高潜力，两机及出海配套稳增长	14
（一）核电：双碳目标政策推进核电建设，核聚变项目国内外持续推进	14
（二）核电及聚变领域的高壁垒：强调资质及长期且稳定配套的竞争力	17
（三）航空发动机：民航订单积压维持高位，供应链瓶颈拖累交付节奏	19
（四）燃气轮机：清洁能源调峰需求驱动，AI 等新经济贡献潜在看点	20
（五）趋同利益：创纪录订单、维修及关税，促主机寻找供应链新方案	23
四、盈利预测和投资建议	24
五、风险提示	27
（一）技术及研发风险	27
（二）重点装备列装需求及交付不及预期	27
（三）重大行业政策调整的风险	27

图表索引

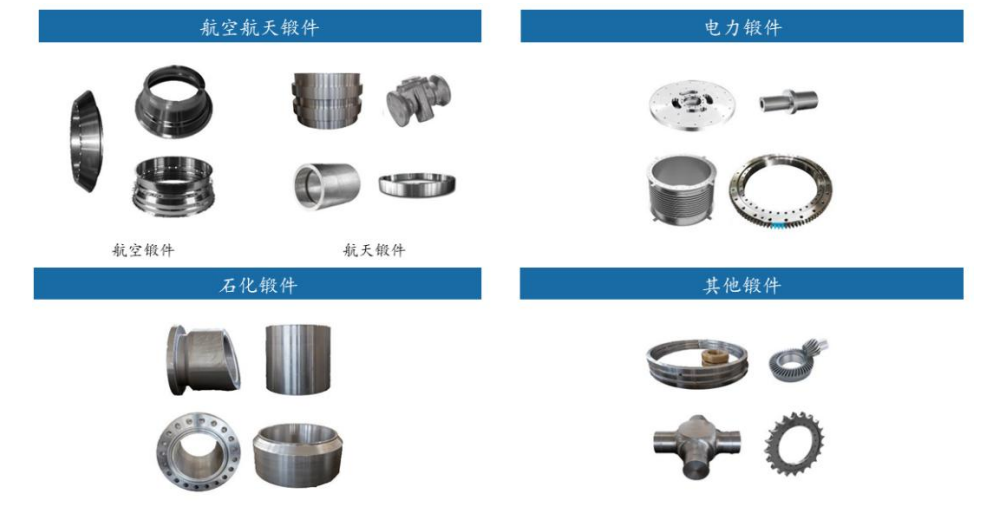
图 1: 派克新材主要产品图示	5
图 2: 2024 年派克新材营业收入结构	5
图 3: 2024 年派克新材毛利结构	5
图 4: 派克新材股权架构 (2024/12/31)	6
图 5: 派克新材历史沿革	6
图 6: 技术人员数量	7
图 7: 2024 年派克新材人员构成	7
图 8: 派克新材营业收入 (百万元)	7
图 9: 派克新材归母净利润	7
图 10: 派克新材净利率与毛利率	8
图 11: 2024 年派克新材各项主营业务毛利率	8
图 12: 派克新材 ROE (摊薄) 及资产负债率	8
图 13: 派克新材期间费用	8
图 14: 派克新材研发投入及其占营收比例	8
图 15: 锻造是当前主流的金属成型工艺之一	10
图 16: 环形锻件为航空发动机结构的重要组成部分之一	11
图 17: 环形锻件为防务类产品结构的重要组成部分之一	11
图 18: 截至 2023 年, 我国火电装机容量占比为 47.6%	14
图 19: 2023 年, 我国核能发电量占比仅为 4.6%	14
图 20: 2008-2023 年, 我国运行核电机组台数和核电装机容量持续增长	14
图 21: 2023 年我国核电设备利用小时数远高于其他发电类型	15
图 22: 预计核电度电成本呈下降趋势 (单位: 元/kwh)	15
图 23: 各实验装置所达到的参数	17
图 24: 派克新材为核电设备制造商提供堆内构件相关锻件	17
图 25: 派克新材生产主要核聚变锻件	18
图 26: 核聚变部分结构示意图	18
图 27: CFETR 主要包层概念	18
图 28: 波音、空客 2024 年新接订单相较 2023 年有所下滑	19
图 29: 截至 2024 年波音和空客积压订单合计一万四千余架	20
图 30: 飞机订单至交付的等待时间 (年)	20
图 31: 随着人工智能需求激增, GE Vernova 将利用天然气为城市规模的数据中心供电	21
图 32: 2022 年全球燃气轮机应用细分	21
图 33: 2023-2033 年亚太地区燃机市场趋势 (单位: 亿美元)	22
图 34: 2022 年全球燃气轮机应用细分	22
图 35: 波音飞机制造的全球供应链举例	23
图 36: 赛峰发动机公司高层率团至航亚科技交流访问	24
图 37: 赛峰高层访问应流, 跨入战略合作新阶段	24

表 1: 派克新材主要业务情况介绍	6
表 2: 派克新材主要核心生产技术	9
表 3: 环形锻件采用更高的制造要求以满足产品应用需要	11
表 4: 航空难变形金属材料环形锻件的简要发展历程	12
表 5: 派克新材在主要应用领域的竞争对手	13
表 6: 派克新材主要业务部分代表客户	13
表 7: “十四五”以来,我国出台相关政策鼓励沿海核电项目建设	15
表 8: 公司分业务拆分(单位:百万元)	25
表 9: 可比公司估值分析	27

一、公司简介：高端装备结构材料的核心供应商之一

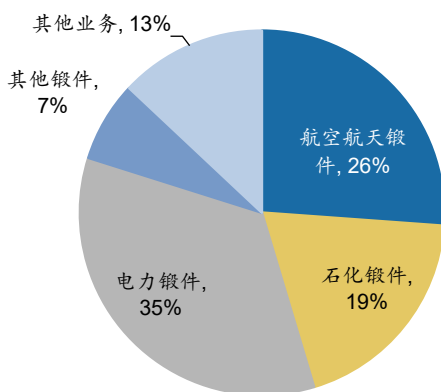
公司以精密锻造技术为核心，自成立以来始终专注于金属锻件研发、生产和销售。公司主营产品包含轧制环形锻件、自由锻件、精密模锻件等各类金属锻件，广泛应用于航空航天、电力、石化及其他机械等多个行业领域。公司现已成为国内少数几家航空航天、核电、船舰等高端领域环形锻件供应商之一。公司多年深耕特种合金精密锻造领域，长期生产经验积淀形成了较强的研发能力、生产管理、质量控制、及时交付能力，并已掌握高端精密锻造产品关键技术及制造工艺，具备异形截面环件整体精密轧制技术、特种环件轧制技术、超大直径环件轧制技术等多项核心技术。

图1：派克新材主要产品图示



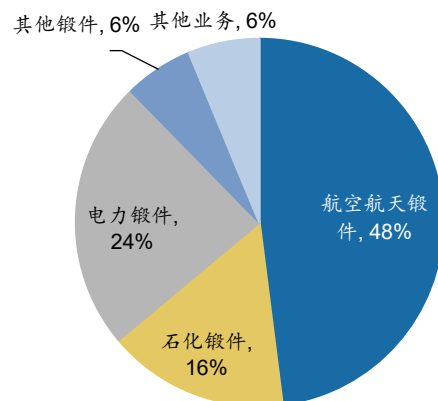
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

图2：2024年派克新材营业收入结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2024年派克新材毛利结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

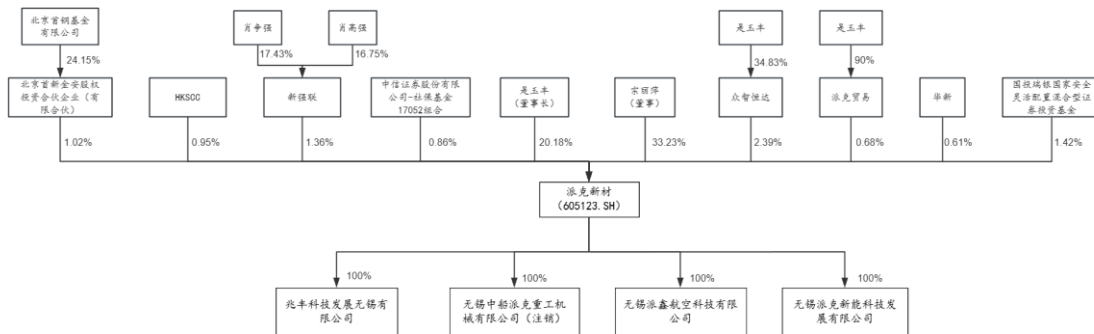
表1: 派克新材主要业务情况介绍

产品分类	用途	代表客户
航空锻件	航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位；机身连接部件等	中国航发集团、航空工业集团、无锡润和、英国罗罗
航天锻件	火箭及导弹壳体、火箭发动机机匣、燃料储存箱、卫星支架、整流罩等承力部件	航天科技集团、航天科工集团、陕西蓝箭、北京星际荣耀
电力锻件	汽轮机阀碟、阀杆、进气接管、进气插管、静叶持环、护环、汽机环、盘；核电堆内构件；风电齿轮、齿圈等	上海电气、东方电气、哈电集团、南京汽轮机、德国西门子、日本三菱电机
石化锻件	石化设备管道用法兰及锻件和金属压力容器用连接法兰、换热器所需的各种管板、加氢反应器所用的筒节等	中石化、双良集团、森松工业、无锡化工装备
其他锻件	回转支承套圈、传动齿坯、筒体以及其他自由锻件	福伊特、中铁工业、内蒙一机、豪迈科技、纽威阀门

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

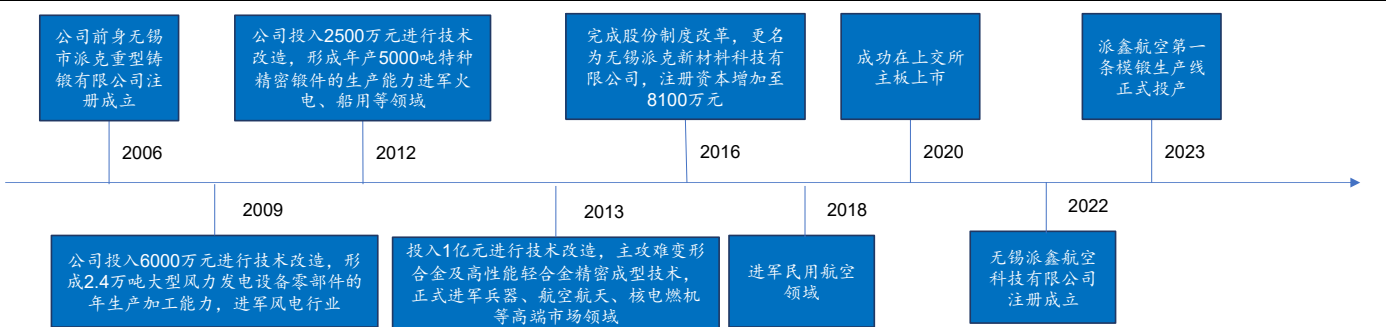
实际控制人为是玉丰和宗丽萍。公司前身“派克有限”于2006年注册成立，新建产区，成功由贸易型企业过渡到制造型企业。公司于2016年完成股份制改造，更名为“派克新材”。2020年8月公司在上交所主板上市。根据wind，公司控股股东及实际控制人为是玉丰和宗丽萍（夫妻关系，合计股比54.86%）。据wind，截至2024年12月31日，公司实际控制人为是玉丰和宗丽萍，其分别直接持股20.18%、33.23%。

图4: 派克新材股权架构 (2024/12/31)



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

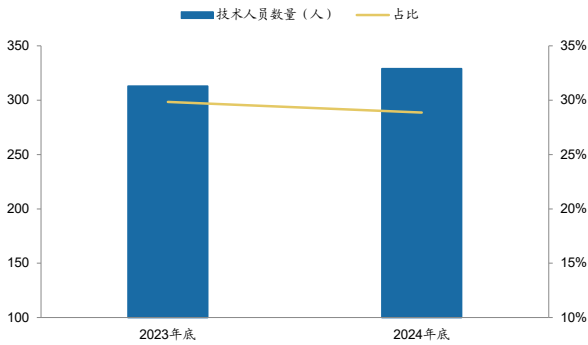
图5: 派克新材历史沿革



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

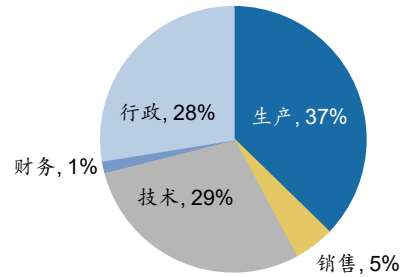
生产、技术人员占比过半。根据公司2024年年报，公司员工总人数1140人，其中生产人员425人，占比37%，技术人员329人，占比29%。根据公司招股说明书，公司设有工程技术中心，并与中南大学、南京理工大学、武汉理工大学等高校产学研合作密切，建有博士后科研工作站、企业研究生工作站。

图6: 技术人员数量



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

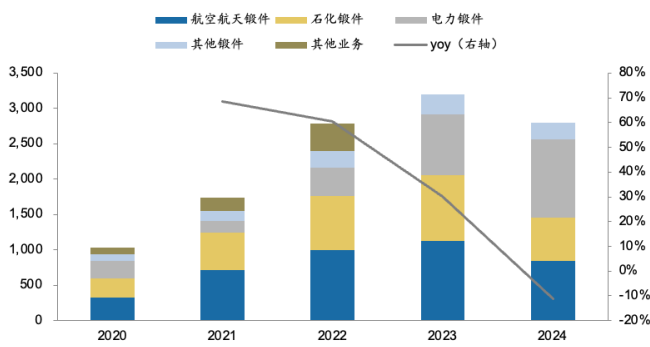
图7: 2024年派克新材人员构成



数据来源: 公司 2024 年年报, 广发证券发展研究中心

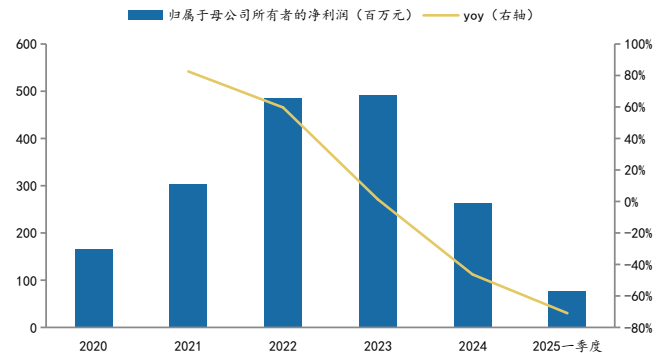
受益下游行业景气度提升及公司竞争实力加强，近年来公司营收及净利整体呈现提升态势。受下游高端装备等产业发展及公司高端客户开拓战略影响，2020-2024年，公司营收从2020年的10.28亿元增长至2024年的32.13亿元；归母净利润从2020年的1.67亿元增长至2024年的2.64亿元。其中，由于航空航天阶段性需求调整影响，公司营收及归母净利润2024年较2023年下滑较多。

图8: 派克新材营业收入 (百万元)



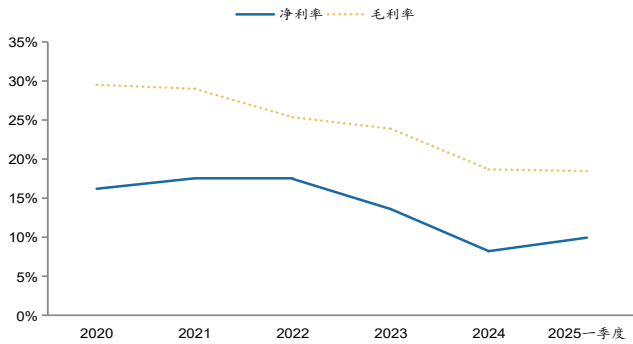
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 派克新材归母净利润



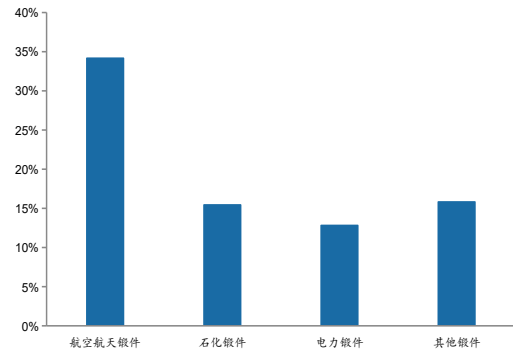
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图10: 派克新材净利率与毛利率



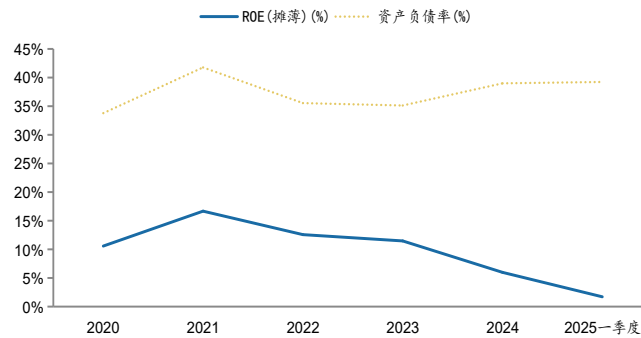
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2024年派克新材各项主营业务毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

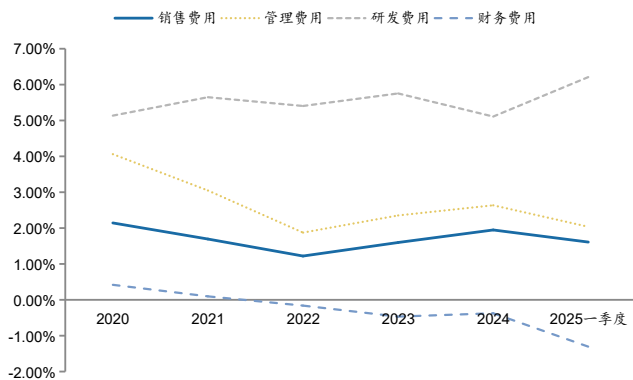
图12: 派克新材ROE (摊薄) 及资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

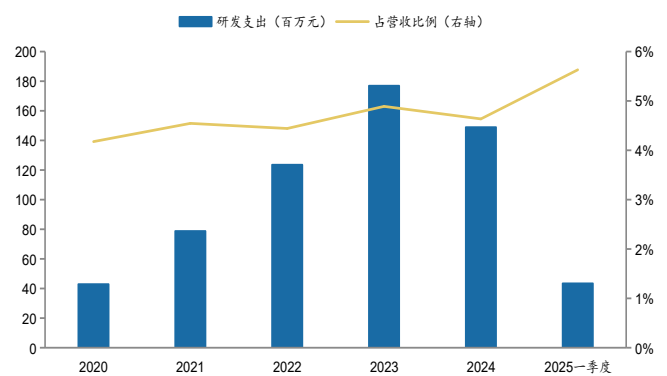
公司加大技术研发投入力度,提升核心竞争力。2024年公司研发投入共计1.49亿元,占当期营业收入比例为4.64%。根据公司2024年年报,在继续深耕航空、航天市场的基础上,持续关注风电、核电、水电等行业的发展态势,持续探索低空经济、深海装备、商业航天等高端装备领域;同时,在强化海外市场布局的出海战略下,24年全年海外订单增长较快。模锻业务持续向好,按计划有序进行。

图13: 派克新材期间费用



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 派克新材研发投入及其占营收比例



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 派克新材主要核心生产技术

核心生产技术
异形截面环件整体精密轧制技术
特种环件轧制技术
超大直径环件轧制技术
环件生产有限元数值模拟技术
大规格铝合金棒材均匀化改锻技术
高温合金锻造控制技术
钛合金热加工技术
镁合金环件成型技术
高端耐热不锈钢锻件制造技术
双相不锈钢锻件制造技术
镍基耐蚀合金锻件制造技术

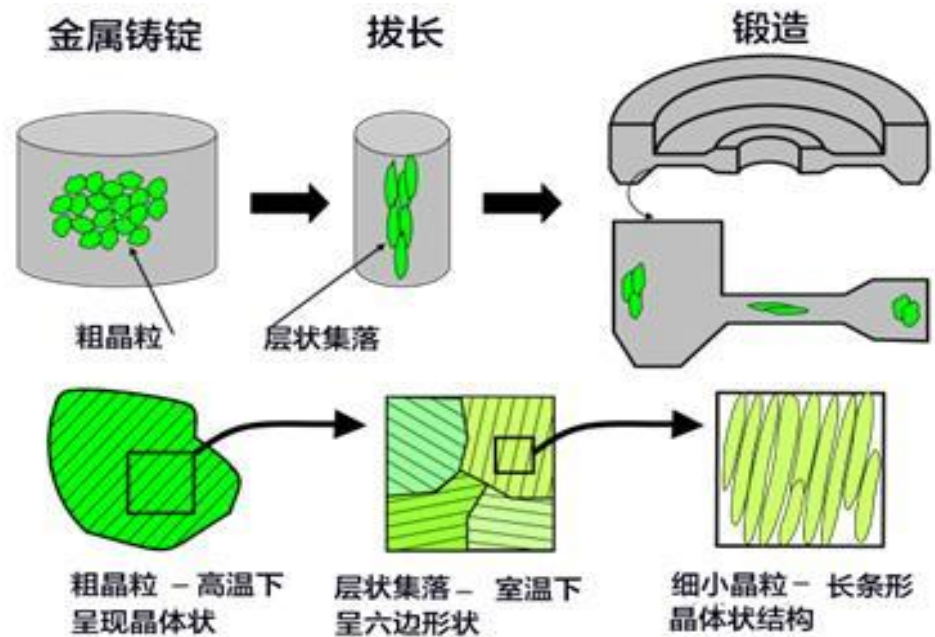
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

二、格局: 主流金属成型工艺之一, 下游配套高端装备

(一) 锻造: 主流金属成型工艺之一, 贵金属成型难度大奠定高壁垒

锻造与铸造同属当前主流的金属成型工艺之一。据派克新材招股书, 锻造是在加压设备及工(模)具的作用下, 使坯料或铸锭产生局部或全部的塑性变形, 以获得一定几何尺寸、形状的零件(或毛坯)并改善其组织和性能的加工方法。金属材料经过锻造加工后, 形状、尺寸稳定性好, 组织均匀, 纤维组织合理, 具有最佳的综合力学性能。机械装备中的主承力结构或次承力结构件一般都是由锻件制成的, 锻件广泛地应用于国民经济和国防工业的各个领域。锻造实质是利用金属的塑性变形使金属毛坯改变形状和性能而成为合格锻件的加工过程, 其根本目的是利用外加载荷(冲击载荷或静载荷)通过锻压设备或模具使金属毛坯产生塑性变形, 从而获得所需形状和尺寸的锻件, 同时使锻件机械性能和内部组织符合一定的技术要求。

图15: 锻造是当前主流的金属成型工艺之一



数据来源：派克新材招股书，广发证券发展研究中心

环锻为锻件的主要形态之一，相比模锻等具有投入低、生产效率高等特点。根据锻件的尺寸、形状、采用的工装模具结构和锻造设备的不同，锻造主要可分为自由锻、模锻、辗环。辗环，又称为环形轧制，其制造的产品多可称为环形锻件，简称为环锻。具体看，辗环，是借助辗环机使环件产生连续局部塑性变形，进而实现壁厚减小、直径扩大、截面轮廓成形的塑性加工工艺。辗压扩孔时的应力应变和变形流动情况与芯轴扩孔相同，其特点是：工具是旋转的，变形是连续的，辗压扩孔时一般压下量较小，故具有表面变形的特征。与传统的自由锻工艺、模锻工艺相比，辗环工艺具有成本投入低、生产效率高等优点。

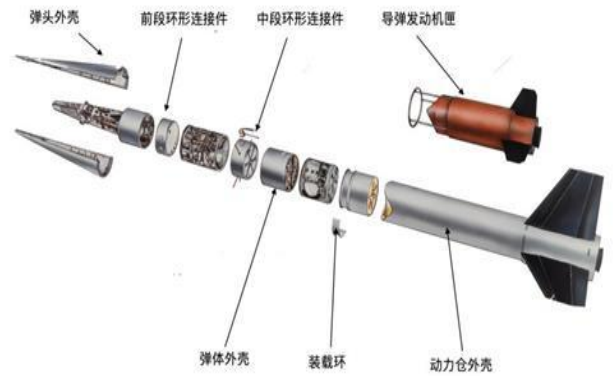
（二）应用：航空航天装备重要结构件之一，高性能环锻保障装备运行

锻件的性能和质量在一定程度上影响着航空关键构件的使用性能和服役行为。航空发动机的大部分零件工作时间长，反复处于高温、高压、高转速、高低频振动综合作用的恶劣环境中，所以主机厂及其配套供应商在研发航空涡轮风扇发动机的过程中，从设计、选材、冶金、加工零部件，到装配成机的几个环节都有较高要求。航空涡轮风扇发动机环形零件包括风扇机匣压气机机匣、涡轮机匣、连接环和封严环等，环形零件在现代航空涡轮风扇发动机中属于一种涉及材料种类多、量大面广、精度高和载荷大的重要零件。据《航空发动机环形锻件轧制技术及应用》（李增乐，2012，锻造与冲压），美国普惠公司研发的JSF35联合战斗机用涡轮风扇发动机F-135-PW-100环形锻件占有所有发动机锻件成本的12%。例如，公司当前的航空锻件产品主要应用航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位。机匣是航空发动机的重要零部件之一，它是发动机的基座和主要承力部件，其外形结构复杂，不同的发动机、发动机的不同部位，其机匣形状各不相同，机匣的功能决定了机匣的形状，基本特征为圆筒形或圆锥形的壳体和支板组成的部件。

图16: 环形锻件为航空发动机结构的重要组成部分之一



图17: 环形锻件为防务类产品结构的重要组成部分之一



数据来源: 派克新材招股书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 派克新材招股书, 广发证券发展研究中心

高端航空航天环形锻件技术要求较高, 为保障装备稳定运行的重要基础之一。与普通锻件相比, 环形锻件以高温合金、钛合金、高强度钢等难变形材料为主, 采用辗轧技术成形的锻件具有组织致密、强度高、韧性好等优点, 能够经受住高温、高压、高腐蚀的恶劣工作条件, 保证航空发动机的正常运转。环形锻件的性能和质量在一定程度上影响着航空关键构件的使用性能和服役行为, 环形锻件的组织性能也影响着飞机的使用寿命和可靠性。

表3: 环形锻件采用更高的制造要求以满足产品应用需要

项目	环形航空锻件	普通锻件
材料	以高温合金、钛合金、高强度钢等难变形材料为主	以碳钢、结构钢等普通材料为主
产品应用领域	航空发动机	机械设备、石化、电力等
技术难度	材料变形抗力大、变形温度窄、锻造塑性差、组织均匀性和力学性能指标高、零件有效厚度小机加变形难控制	材料变形难度小, 技术难度不高
制造工艺	锻造加热温度范围窄、锻造火次多、变形量小、终锻温度高、火次与变形量控制严格	锻造加热温度高、火次少、变形量大、终锻温度低、火次与变形量控制范围宽
产品质量要求	质量稳定性、一致性、可靠性和可追溯性要求较高, 金相组织和力学性能均匀性要求高	可靠性和可追溯性为普通要求, 金相组织和力学性能满足标准即可, 部分产品无要求

数据来源: 航宇科技招股说明书, 广发证券发展研究中心

环形锻件约占航空发动机价值的6%，环形锻件的性能影响航空发动机的运行稳定。据航宇科技招股书，环形锻件的性能和质量在相当大的程度上决定着航空关键构件的使用性能和服役行为，环形锻件的组织性能往往直接关系到飞机的使用寿命和可靠性。环形锻件是否整体、优质、精密化，对飞机、航空发动机的经济可承受性影响同样十分显著；航空发动机的压气机机匣、涡轮机匣、结合环、安装边、封严环和环状火焰筒等环形锻件主要采用价格昂贵的高温合金和钛合金制造，按价值计算，航空发动机环形锻件约占航空发动机价值的6%。同时，随着航空发动机性能及代际升级，环形锻件的技术难度、附加值也逐步提高。

表4: 航空难变形金属材料环形锻件的简要发展历程

发动机	环锻件选材	环锻件特点
二代发动机	大量使用不锈钢，少量使用钛基高温合金	矩形环，加工余量大；基本无难变形材料，加工容易，组织性能易控制
三代发动机	镍基高温合金、两相钛合金等材料	部分使用异形环，加工余量适中；有难变形材料，组织性能较易控制
四代发动机	更多的镍基、钴基高温合金、新型钛合金	机匣类更多为异形环，加工余量小；更多的使用难变形材料，组织性能不易控制

数据来源：航宇科技招股书，广发证券发展研究中心

（三）中低端锻造企业多，稳定性及性能高要求强化高端锻件行业格局

中低端锻造市场多以成本优势获取市场空间，格局稳定性相对较低。参考派克新材招股书，在国内市场，我国锻造行业内企业数量众多，但受工艺技术水平、装备性能以及管理能力的制约，不同锻造企业之间竞争力差异较大。从国内市场看，我国锻造企业数量众多，竞争比较激烈，大部分锻造企业主要从事普通碳钢、合金钢、不锈钢材料等锻件的生产，对高温合金、钛合金、铝合金、镁合金等特种合金材料的加工能力整体不足、产品技术含量及附加值相对较低、工艺水平相对落后，产品以普通锻件为主，主要面向通用机械等对产品品质要求不高的行业，依靠价格及成本优势获取部分市场空间。

以航空航天、燃机、核电等高端装备环锻件市场格局相对稳定。据派克新材招股书，在高端装备制造行业，由于对产品的质量、性能和稳定性要求较高，装备制造企业普遍通过合格供应商体系对锻件供应商进行筛选，只有研发能力、质量控制、交付能力、管理水平等方面均表现良好的优质企业才能进入其合格供应商名录，因此，仅少部分具有较强竞争力的领先企业能够直接供货。例如，在高端防务装备领域，据派克新材招股书，公司列入型号装备采购目录的产品必须符合客户的技术体制，一旦技术体制确定，参与了型号装备研制并顺利完成定型的企业通常即会成为该型号装备的供应商，而未参与型号装备研制过程的企业一般无法获得相应订单。同时，防务类产品主要由客户组织项目综合论证，在客户的控制下进行型号研制和设计定型，整个项目程序严格且时间较长，非防务类企业难以参与到整个项目流程之中。

表5: 派克新材在主要应用领域的竞争对手

产品类别	主要竞争对手
航空锻件	航空锻件: 贵州安大、陕西宏远、三角防务、德阳万航以及贵州航宇等民航锻件: 除上述企业外, 还包括英国 DONCASTERS 公司、英国 FIRTH RIXSON 公司、墨西哥 FRISA 公司等
航天锻件	贵州安大、陕西宏远、贵州航宇、西南铝业等
船舶锻件	舰船锻件: 贵州安大、陕西宏远和贵州航宇等 民船锻件: 宝鼎科技、通裕重工等
电力锻件	恒润股份、宝鼎科技、通裕重工等
石化锻件	恒润股份、宝鼎科技、通裕重工等

数据来源: 派克新材招股书, 广发证券发展研究中心

客户优势明显, 为国内外多家航空航天、能源、燃机、核电等终端制造商的供应商之一。据派克新材2024年年报, 公司已进入中国航发集团、航天科技集团、航天科工集团、航空工业集团、上海电气、东方电气、哈电集团、中船重工、中船集团、双良集团、振华集团、中石化、森松工业、中铁工业等国内各领域龙头企业的供应链体系, 并已通过英国罗罗、美国GE航空、日本三菱电机、德国西门子、西门子歌美飒、美国贝克休斯、日本日立、法国Orano等国际龙头企业的全球供应链体系认证, 产品拥有良好的品牌知名度和市场影响力。

表6: 派克新材主要业务部分代表客户

产品分类	用途	代表客户
航空锻件	航空发动机机匣、燃烧室、密封环、支撑环、承力环等重要部位; 机身连接部件等	中国航发集团、航空工业集团、无锡润和、英国罗罗
航天锻件	火箭及导弹壳体、火箭发动机机匣、燃料储存箱、卫星支架、整流罩等承力部件	航天科技集团、航天科工集团、陕西蓝箭、北京星际荣耀
电力锻件	汽轮机阀碟、阀杆、进气接管、进气插管、静叶持环、护环、汽机环、盘; 核电堆内构件; 风电齿轮、齿圈等	上海电气、东方电气、哈电集团、南京汽轮机、德国西门子、日本三菱电机
石化锻件	石化设备管道用法兰及锻件和金属压力容器用连接法兰、换热器所需的各种管板、加氢反应器所用的筒节等	中石化、双良集团、森松工业、无锡化工装备
其他锻件	回转支承套圈、传动齿坯、筒体以及其他自由锻件	福伊特、中铁工业、内蒙一机、豪迈科技、纽威阀门

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

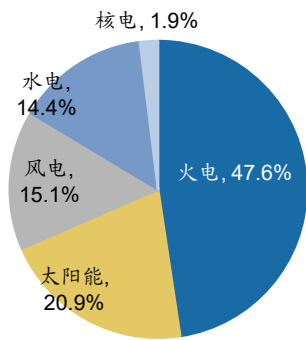
三、机遇：核电及聚变高潜力，两机及出海配套稳增长

（一）核电：双碳目标政策推进核电建设，核聚变项目国内外持续推进

以下内容选自广发证券发展研究中心建筑组2024年12月外发报告《中国核建：核电工程主力军，广阔市场启新程》，具体内容及风险提示参考原文。

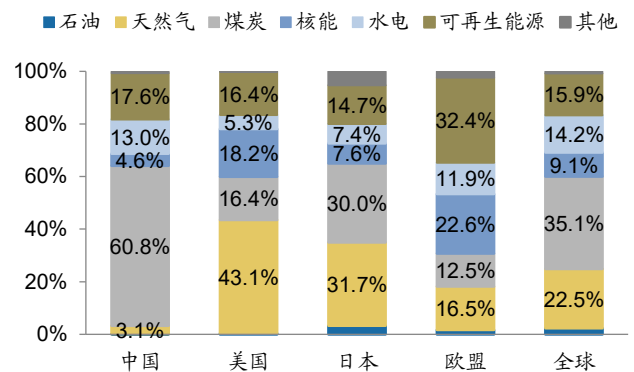
我国火电装机容量占比近五成，核能发电量和发达国家相比仍有较大差距。从装机结构看，截至2024年8月，我国火电装机容量达1414GW，占总发电装机容量的45.2%，核电装机容量占比仅为1.9%。从发电量来看，根据《世界能源统计年鉴2024》，2023年，我国核能发电量占比仅为4.6%，低于全球平均水平，和美国、欧盟等发达国家相比仍有较大差距。2021年，国务院印发的《2030年前碳达峰行动方案》中明确提出要积极安全有序发展核电。近年我国核电建设高速发展，2008-2023年，国内运行核电机组从11台增至55台，核电装机容量从9.08GW增至56.91GW。

图18：截至2023年，我国火电装机容量占比为47.6%



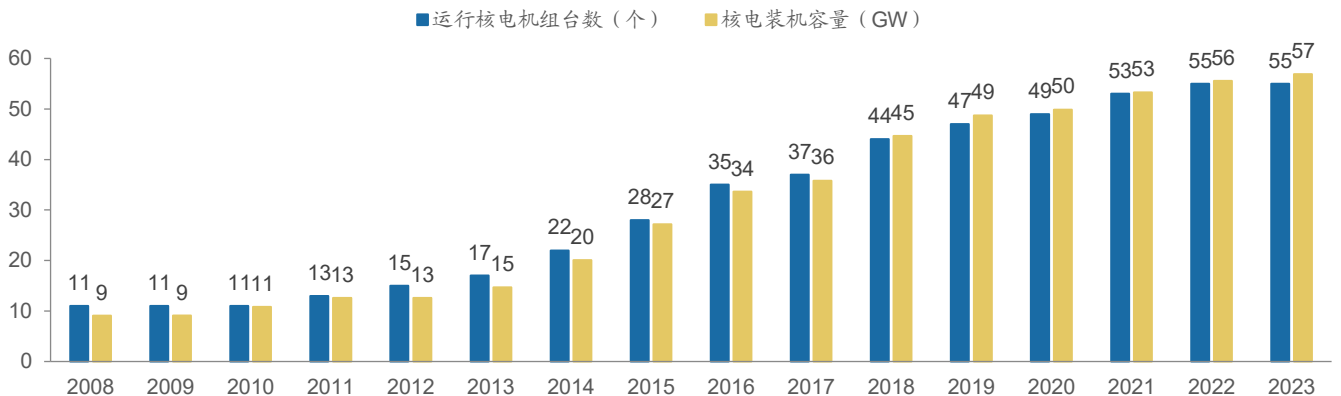
数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图19：2023年，我国核能发电量占比仅为4.6%



数据来源：世界能源统计年鉴 2024、广发证券发展研究中心

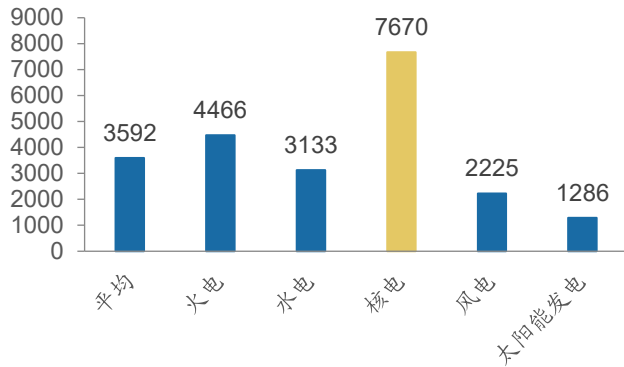
图20：2008-2023年，我国运行核电机组台数和核电装机容量持续增长



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

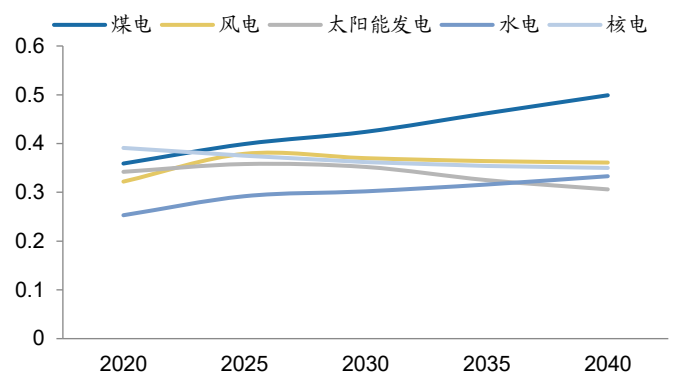
核能发电具备低污染、低成本、高能量、高效率等优势。**低污染**：和火电相比，核能发电不会产生烟尘、二氧化硫和氮氧化物等污染；**低成本**：得益于充足的铀资源，核电站运营成本较低。根据中国储能网预测，2030年，核电度电成本将达到0.362元，低于煤电度电成本；**高效率**：核电的能量密度远高于传统燃料和可再生能源；核能可全天候运转发电，年发电利用小时数是风电、光伏等新能源的4倍以上。

图21：2023年我国核电设备利用小时数远高于其他发电类型



数据来源：北极星电力新闻网、广发证券发展研究中心

图22：预计核电度电成本呈下降趋势（单位：元/kwh）



数据来源：中国储能网、广发证券发展研究中心

政策推动沿海核电建设，十四五末计划装机规模达70GW。需求看，根据电力网，2023年全国用电量达到92238亿千瓦时，同比+6.7%。沿海地区为电力负荷中心，清洁能源替代和新增电力需求压力大，且核电发展空间大，2021年江苏、山东核电装机分别占比4.29%和1.44%。**政策看**，《“十四五”现代能源体系规划》中明确提出推动核能在清洁供暖、工业供热、海水淡化等领域的综合利用，安全稳妥推动沿海核电建设。2024年8月，国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，提出加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。

表7：“十四五”以来，我国出台相关政策鼓励沿海核电项目建设

名称	时间	主要内容
“十四五”现代能源体系规划	2022年1月29日	积极有序推动沿海核电项目建设；推动核能在清洁供暖、工业供热、海水淡化等领域的综合利用；到2025年，核电运行装机容量达到7000万千瓦左右。
2023年能源工作指导意见	2023年4月6日	在确保安全的前提下，有序推动沿海核电项目核准建设，建成投运“华龙一号”示范工程广西防城港3号机组等核电项目，因地制宜推进核能供暖与综合利用。
关于加强新形势下电力系统稳定工作的指导意见	2023年9月21日	积极安全有序发展核电，加强核电基地自供电能力建设。
2024年能源工作指导意见	2024年3月18日	积极安全有序推动沿海核电项目核准，建成投运山东荣成“国和一号”示范工程1号机组、广西防城港“华龙一号”示范工程4号机组等。
关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见	2024年8月11日	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。

数据来源：中国政府网、国家能源局、人民网、广发证券发展研究中心

核电建设助推保障能源安全。《2024年能源工作指导意见》指出持续推动能源高质量发展，保障能源安全。《习近平关于国家能源安全论述摘编》中提出能源安全新战略，要求构建新型能源体系，夯实能源保障基础。核电站能够提供稳定、可靠的电力供应，不受天气、季节变化的影响，且核电是清洁能源，能够减少温室气体排放。发展核电有助于实现能源结构多元化，降低能源供应风险，提高能源系统灵活性，保障能源安全。

以下内容选自广发证券发展研究中心机械组2025年3月外发报告《核聚变项目国内外持续推进，有望超预期》，具体内容及风险提示参考原文。

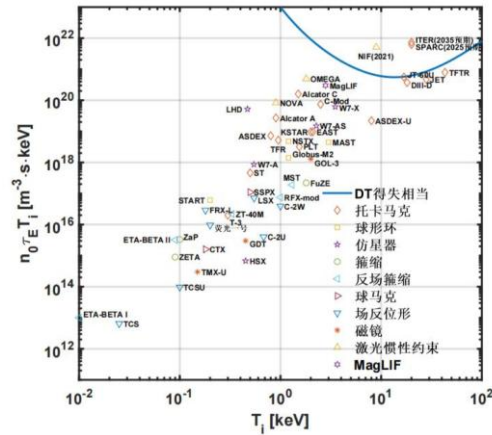
核聚变有望成为人类未来的终极能源。核聚变是两个轻原子核结合形成一个较重原子核，同时释放大量能量的过程，核聚变具备能源潜力丰富、能量密度高、零排放、燃料获得性高等优点，但是同时面临着能量平衡尚未实现、氚自持尚未得到验证、耐辐照材料开发进展缓慢、经济性不确定等问题函待解决。

国内外对核聚变的投入不断增加，已经成为各国竞争的重要领域。25年2月，中国核电和浙能电力分别发布公告，拟以增资方式参股中国聚变能源有限公司；海外，以美国的 Heilion Energy 为例，25年1月公司宣布完成新一轮4.25亿美元的融资，其中 OpenAI 创始人 Sam Altman 投资了3.75亿美元，自2013年已先后建成七个原型机，2月该公司宣布计划在华盛顿马拉加建造世界首座核聚变发电厂，该发电厂容量为50MW，预计在2028年开始发电（见可控核聚变公众号25年3月3日的推送）。

CFETR是我国自主设计研制并联合国际合作的重大科学工程，旨在验证聚变的可行性，并为未来商业化聚变堆的建设提供基础。其概念设计已于2014年完成，过程设计于2017—2020年由CFETR设计团队开展，计划于2035年前完成建设，并于2050年开展试验。CFETR作为从ITER到演示聚变动力反应堆（demonstration power plant, DEMO）的关键一步，是连接当前核聚变研究与未来能源应用的桥梁。

全球可控核聚变领域，磁约束与惯性约束两大技术路径分别在不同维度取得突破性进展。在磁约束领域，国际热核聚变实验堆（ITER）项目迎来关键转折点。2024年3月，ITER团队在法国卡达拉舍基地完成首个全尺寸超导环向场线圈（TF Coil）的极限测试，磁场强度达到13.5T，较原设计提升8%。这一突破得益于日本三菱重工研发的新型Nb3Sn超导线材，其临界电流密度在4.2K温度下提升至1500 A/mm²，同时采用分段焊接工艺将线圈接缝热损耗降低至0.3%。ITER计划于2026年启动首次氘氘放电实验，目标是在2030年前实现Q=10的能量增益，为后续DEMO示范堆建设奠定基础。

图23: 各实验装置所达到的参数



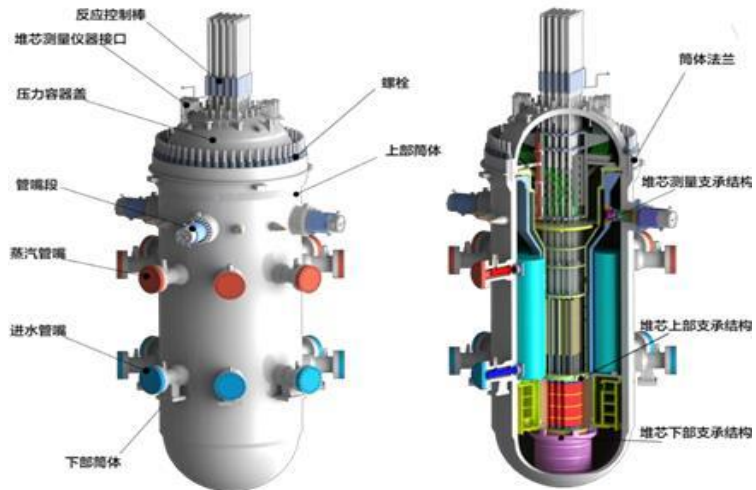
数据来源: 聚变点火原理概述 (谢华生), 广发证券发展研究中心

各国将进入建设示范核电厂 (DEMO) 的阶段, 以验证核聚变发电的可行性。根据科技导报23年发布的《磁约束聚变能源的发展机遇与挑战》, 中国、欧盟、韩国和日本等国已提出CFETR、EU DEMO、K-DEMO和JADEMO等概念设计, 计划于2035年至2040年开始建设, 并于2050年开始运营。随后, 各国还将推进商业电站 (PROTO) 的发展。

(二) 核电及聚变领域的高壁垒: 强调资质及长期且稳定配套的竞争力

派克新材此前已为核电设备等提供相关锻件。据派克新材招股书, 公司可为核电设备制造商提供堆内构件相关锻件。堆内构件是在压力容器内除燃料组件及其相关组件以外的其他构件, 包括堆芯上部支承构件、堆芯下部支承构件、堆芯测量支承结构。上述部件需要在高温、高压、强中子辐照、硼酸水腐蚀、冲刷和水力振动等严峻条件下工作, 因此通常采用锻造工艺制作。

图24: 派克新材为核电设备制造商提供堆内构件相关锻件



数据来源: 派克新材招股书, 广发证券发展研究中心

公司已先后为 BEST 项目用真空室、屏蔽包层、偏滤器、第一壁等关键部件进行了材料研发和产品提供。根据聚变产业联合会公众号，派克新材拥有各类发明专利 47 项，取得了民核制造许可证（核一级锻件资质）、特种设备制造资格许可证（压力管道元件）、通过了 AS9100 航空质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、ISO45001 职业健康安全管理体系、欧盟 TUV、NADCAP 热处理、NADCAP-NDT 等认证，实验室已获得 CNAS 资质及 NADCAP 资质。公司紧跟科技发展趋势，先后为 BEST 项目用真空室、屏蔽包层、偏滤器、第一壁等关键部件进行了材料研发和产品提供。

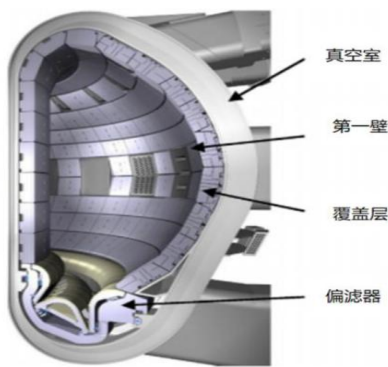
图25：派克新材生产主要核聚变锻件



数据来源：聚变产业联合会公众号，广发证券发展研究中心

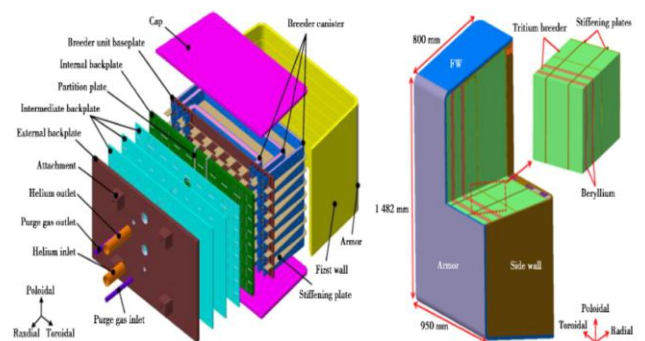
核聚变关键部件制造难度较大，对工艺要求较高。根据唐乐等人的《聚变实验堆真空室壳体成型残余应力分析》（2018 年），真空室作为聚变装置的关键部件，主要用来为实验装置提供超高真空环境。由于真空室扇形段的双曲面形状，制造过程容易出现偏差，在成型过程中，壳体内部都会有残余应力产生，可能造成冷裂纹、热裂纹、脆性断裂等问题，还会使后期的焊接工件产生变形和失稳，影响焊接工件的尺寸精度，降低工件的抗疲劳强度、抗应力腐蚀以及抗蠕变开裂的能力。

图26：核聚变部分结构示意图



数据来源：前沿材料公众号，广发证券发展研究中心

图27：CFETR主要包层概念



数据来源：合肥太阿聚变科技有限公司官网，广发证券发展研究中心

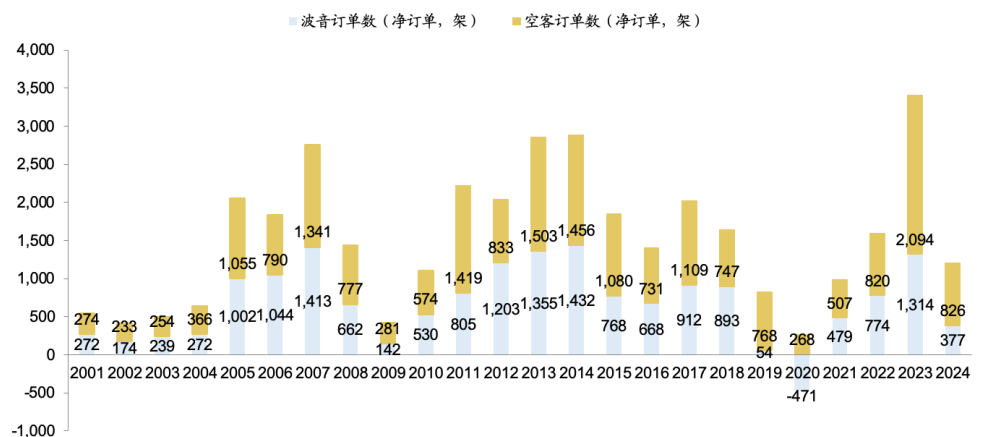
获得核一级锻件资质的要求较高，行业竞争壁垒高。根据国家核安全局于2018年6月15日发布的《民用核安全设备核安全1级铸锻件制造单位资格条件（试行）》，从资质申请条件来看，企业需具备完善的质量保证体系，涵盖符合核安全标准的全流程管控及独立的质保机构与人员；人员配置上，技术负责人需有深厚行业经验，各环节技术人员需具备相应职称和从业年限，无损检验、焊接等关键岗位人员需持特定资质证书且数量达标，同时全员需具备核安全文化素养；厂房与装备方面，需有满足核级制造要求的专用生产区域、库房、检验试验场地及专业设备，且关键工艺设备需符合高精度标准；技术能力上，需掌握不可分包的关键工艺，具备成熟的技术储备和工艺试验经验，自行完成多项核心检验项目；业绩上，需有核电领域供货经历，且近5年需满足一定量的核安全2、3级及同类产品供货业绩。这些要求从技术、管理、人员、设施、业绩等多维度形成了较为严苛的准入门槛，新企业难以在短期内满足。

（三）航空发动机：民航订单积压维持高位，供应链瓶颈拖累交付节奏

以下内容节选自广发证券发展研究中心军工组2025年5月外发报告《全球化系列：供需紧、大修临，重视全球民航及燃机市场结构重塑的机遇》，具体内容及风险提示参考原文。

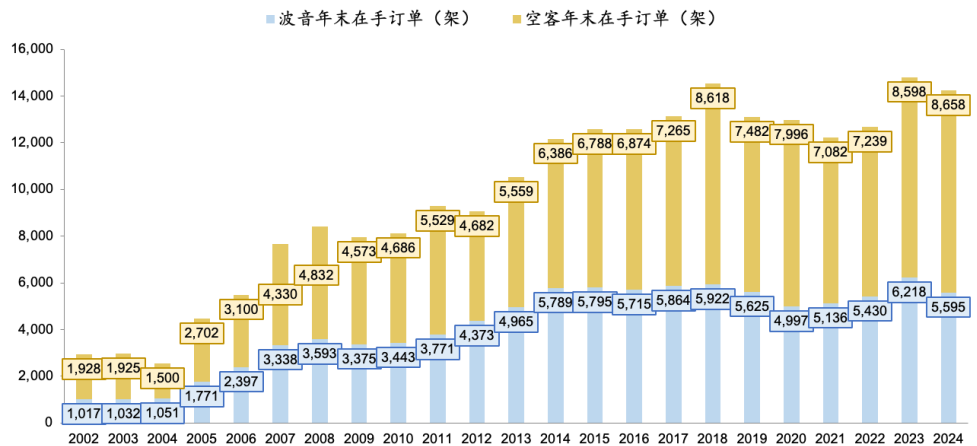
订单积压维持2000年以来高位。据波音、空客官网，2024年波音、空客分别获得净订单377架、826架；截至2025年4月末，波音、空客分别积压订单6282架、8658架，合计14940架次，维持历史高位。据Cirium睿思誉公众号2025年3月，考虑到大多数机型最早交付时间已延至2030年，且2025年初的订单积压已达14840架，价值1.1万亿美元，且航空公司将继续订购新一代飞机，预计订单出货比率约为1.0（注：订单出货比率是指在一定时期内，航空领域新飞机订单数量与实际交付数量的比率）。

图28：波音、空客2024年新接订单相较2023年有所下滑



数据来源：波音、空客官网及彭博，广发证券发展研究中心

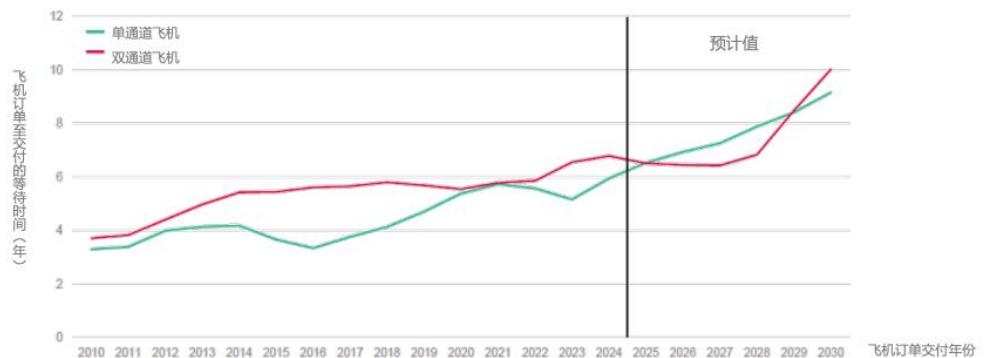
图29: 截至2024年波音和空客积压订单合计一万四千余架



数据来源: 波音、空客官网及彭博, 广发证券发展研究中心

预计新飞机等待交付时间进一步延长。据中国飞机租赁公司2024年业绩交流会资料, 当前全球新飞机的积压订单维持历史高位, 以当前交付速度计算, 完成所有订单预计将需要14年, 当前全球飞机交付等待时间达6年以上, 且预计将进一步延长至接近10年, 在2030年之前预计等待交付时间进一步提升。

图30: 飞机订单至交付的等待时间 (年)



数据来源: 中国飞机租赁公司 2024 年业绩交流会资料 (注: Cirium Core, 基于 Ascend 对空客和波音客机订单和交付日期的分析), 广发证券发展研究中心

(四) 燃气轮机: 清洁能源调峰需求驱动, AI 等新经济贡献潜在看点

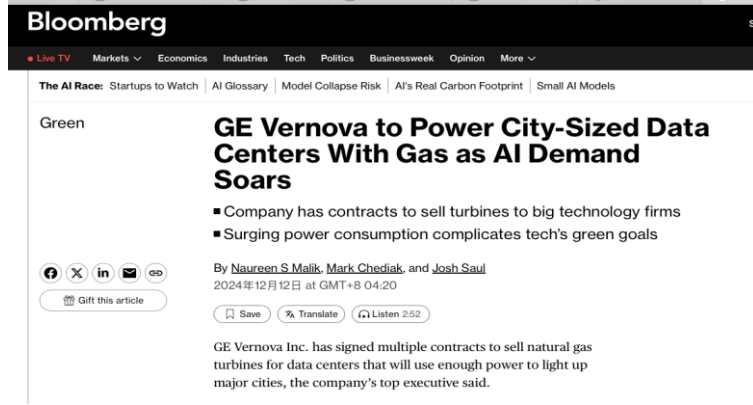
以下内容节选自广发证券发展研究中心军工组2025年1月外发报告《新·视角: 燃气轮机, 清洁调峰驱动, AIDC 潜在看点, 空间广阔》, 具体内容及风险提示参考原文。

天然气发电作为新型电力系统的重要组成部分, 其清洁、高效的属性符合“双碳”目标的要求。随着可再生能源装机容量的增加, 燃气轮机的调峰需求将进一步增长; 同时, 燃煤发电厂的逐步淘汰, 也可能为燃气轮机市场提供了广阔的发展空间。

例如, 海外主要燃气轮机巨头积极拓展燃气轮机在数据中心领域的应用。例如, 据彭博社2024年12月新闻, 随着人工智能需求激增, GE Vernova 将利用天然气为城市规模的数据中心供电, 同时公司与大型技术公司签订了涡轮机销售合同。通用电

气Vernova公司首席执行官Scott Strazik表示，大型科技公司正在为其计划中的5千兆瓦数据中心园区预留涡轮机（燃气发电厂的核心发动机），表示这些公司的目标是让其中一些大型设施最早于2028年投入运行，同时他提到仅在过去30天内，GE Vernova 就与包括数据中心开发商在内的客户签订了9千兆瓦的燃气轮机订单。此外，据彭博社2024年10月新闻，三菱电机认为，与过去三年相比，到2026年，全球每年订购的燃气轮机数量将增加50%，部分原因是数据中心的增长。

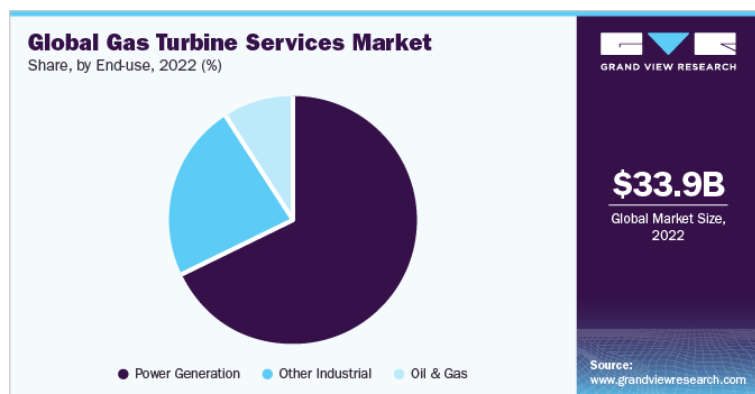
图31: 随着人工智能需求激增，GE Vernova 将利用天然气为城市规模的数据中心供电



数据来源：彭博社，广发证券发展研究中心

燃气轮机行业下游应用广泛，主要涵盖电力、油气运输、船舶制造等多个关键领域。随着天然气作为一种高效、优质、清洁的能源和理想的化工原料，近年来逐渐被世界各国重视，燃气轮机及其联合循环技术较适合于燃用天然气的动力装置，因其具有高效能源转换能力和环保排放特性，天然气能够得到更加充分的利用。据Grand View Research 网站统计，目前全球燃气轮机的主要用途集中在电力生产上，占比超67.0%，其高效稳定的性能使其成为电力行业的首选动力源。同时，也有部分燃气轮机被应用于工业如为舰船和坦克提供动力支持等。随着技术的不断进步和市场的不断扩大，新的燃气轮机产品型号不断出现，机组性能不断改善提高。

图32: 2022年全球燃气轮机应用细分

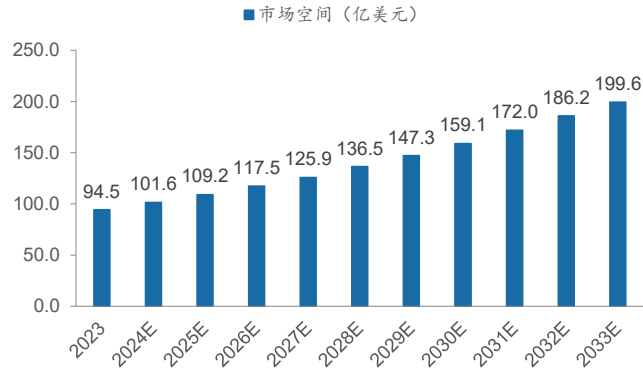


数据来源：Grand View Research，广发证券发展研究中心

未来十年全球订单总额超1370亿美元，市场前景较为广阔。据Gas Turbine World网站杂志，预计2024年全年销售按兆瓦数统计将达到45805MW，同比增长3.9%；按台数统计将达到502台，同比增加10.9%，其中发电公用行业将增长17%，油气行业将增长5%。此外，预计未来十年燃气轮机仅新增订单额（不包含辅助系统以及安装

费用) 就将超过1370亿美元, 售后与维修市场规模或将超过2610亿美元。据蓝色碳能公众号测算, 亚太地区作为全球燃气轮机市场增长最快地区, 2023年燃气轮机市场规模约94.45亿美元, 预计到2033年将达到199.6亿美元, 年复合增长率达7.8%。

图33: 2023-2033年亚太地区燃机市场趋势 (单位: 亿美元)

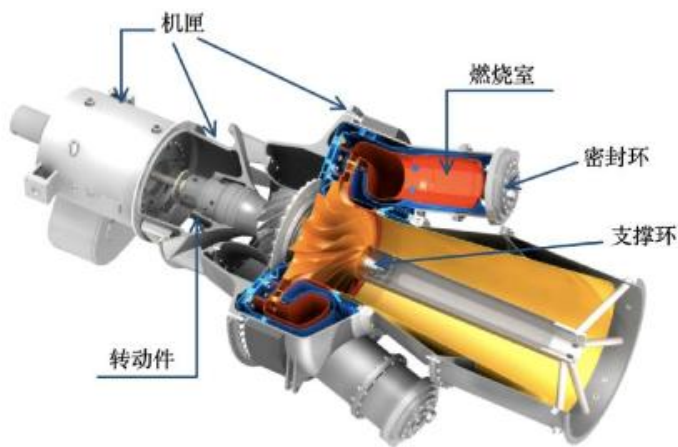


数据来源: 蓝色碳能公众号, 广发证券发展研究中心

全球燃机市场景气度持续, 龙头企业如GE Vernova 相关订单及营收快速增长。据GE Vernova 公司公众号, 公司公布2024年财报, 强劲财务表现表明当前全球能源变革、低碳转型发展势头足。2024年第二季度, GEV 公司发电业务板块, 订单方面, 实现订单总额50亿美元, 有机同比增长30%, 主要得益于燃气发电和水电订单的增长, 其中服务订单(售后维修及备件)也实现双位数增长; 营收层面, 发电业务板块第二季度实现总营收45亿美元, 增长8%、有机增长10%, 其中燃气发电设备及服务业务对该增长贡献最大; 利润率第二季度增长1.8%, 得益于燃气发电服务量的增长、生产力的提高以及价格的积极走势。

派克新材参与配套包括燃气轮机机匣、叶环、法兰等。据派克新材招股书, 由于燃气轮机内部处于高温、高压和高速旋转状态, 其内部众多构件也多采用高强度、耐高温、稳定性强的钛合金和高温合金锻件制造而成。发行人生产的环形锻件可用于燃气轮机机匣、转动件、密封环、燃烧室、支撑环等部位。

图34: 2022年全球燃气轮机应用细分



数据来源: 派克新材招股书, 广发证券发展研究中心

(五) 趋同利益：创纪录订单、维修及关税，促主机寻找供应链新方案

以下内容节选自广发证券发展研究中心军工组2025年5月外发报告《全球化系列：供需紧、大修临，重视全球民航及燃机市场结构重塑的机遇》，具体内容及风险提示参考原文。

贸易环境的不确定性或影响全球航空供应链。据阿格斯金属公众号2025年5月文，美国近日对进口商用飞机、喷气发动机及其零部件启动了232条款国家安全调查。据日经中文网公众号2025年5月文，飞机关税还会影响稳定供应。全球的飞机产业已经在日本和欧洲等地建立了国际分工体制。日本飞机制造几乎全是为波音服务，生产分担率也逐渐提高，日本厂商中型机“767”的分担率为15%、大型机“777”为21%、主打产品中型机“787”为35%，三菱重工负责主翼，川崎重工则负责机身前部。

图35：波音飞机制造的全球供应链举例

波音飞机的制造需要各国企业的参与		
日本	主翼盒	三菱重工
	前机身、主起落架舱	川崎重工
	中央翼	SUBARU
	机上厨房	JAMCO
	机上娱乐系统	松下航空电子
	轮胎	普利司通
法国	电力转换系统	泰雷兹
意大利	中央机身	莱昂纳多

(注) 波音“787”参与企业中主要的非美国企业
(资料来源) 2023年度版日本航空机开发协会资料

数据来源：日经中文网公众号 2025 年 5 月文，广发证券发展研究中心

创纪录的积压订单、客户对新机需求强烈、全球机龄老龄化下维修大周期以及关税环境不稳定性，或促海外主机厂积极寻求新的供应链。

以欧盟及空客为例。波音公司CEO奥特伯格 (Kelly Ortberg) 此前表示，除了零部件和材料关税造成的直接成本外，他还担心关税对波音供应链和飞机制造商出口能力的影响。据欧盟统计局称，2024年，欧盟从美国进口了价值约183亿欧元的飞机、航天器及其零部件。

部分主机厂积极拓展新供应链或自建产能，相关国内企业正积极把握相关机遇。

据航亚科技2024年年报，法国赛峰一再下调 2024 年 Leap 发动机的出货量，也反映他们面临的困难，供应链表现得脆弱，为了应对这些困难，法国赛峰在比利时新建了一座压气机叶片工厂 (预计今年投入运营，信息来源于赛峰官网)，今明两年会陆续释放产能；供应难以有效满足需求或会困扰国际航空产业较长时间；加之特朗普上台以来，全球范围的军备趋势很可能加剧，本已脆弱的航空产业供应链会更加不堪重负，国内航发供应链配套企业有望获得更多的业务发展机遇。例如，据宝钛股份2024年年报，公司指出报告期内公司主动把握国际市场调整机遇，持续拓宽认证和长协范围，深化国际重点客户合作，提升国际市场竞争力和话语权。

海外主机厂积极扩大与国内供应商合作。据航亚科技公众号2025年4月文，赛峰发动机公司高级副总裁Dominique Dupuy率技术及供应链管理等多部门高层、专家团队到访航亚科技，对航亚科技在过往合作中的卓越表现给予高度评价，并表示全球航空市场发展带动了高性能零部件需求的持续增长，双方就新一代发动机的机匣、盘件等结构件和转动件合作项目进行了深入的探讨和交流。据应流股份公众号2025年4月文，2025年4月9日，赛峰发动机公司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，并明确规划于本年度内有序启动涵盖多个发动机型号共12个类别的研发项目。

图36: 赛峰发动机公司高层率团至航亚科技交流访问

深化合作 携手共进 | 赛峰发动机公司高层率团至航亚科技交流访问

航亚科技 2025年04月11日 17:02 江苏

HYATECH NEWS

4月8日，赛峰发动机公司（SAFRAN SAE）高级副总裁Dominique Dupuy率技术及供应链管理等多部门高层、专家团队到访航亚科技，公司董事长严奇、总经理朱宏大、副总经理张广易及主要市场团队共同参与本次交流。双方聚焦航空发动机零部件领域合作，就合作项目进展、国际市场需求以及未来合作前景等方面展开深入探讨。

数据来源：航亚科技公众号 2025 年 4 月文，广发证券发展研究中心

图37: 赛峰高层访问应流，跨入战略合作新阶段

赛峰高层访问应流：跨入战略合作新阶段

安徽应流集团 2025年04月10日 15:04 安徽

2025年4月9日，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。社应流董事长参加了会谈。



数据来源：应流股份公众号 2025 年 4 月文，广发证券发展研究中心

基于产能及现货优势，以及领先的技术，公司目前在海外合作有望实现持续的突破。例如，据派克新材公众号2025年7月4日文，2025年7月3日，派克新材与西门子能源在无锡举行战略合作签约仪式。西门子能源燃机战略采购总裁 Robert先生、采购主管 Peter先生，派克新材董事长是玉丰、营销中心总经理是凯玉等双方代表出席仪式，共同见证合作协议签署。根据协议，双方将在未来三年持续开展合作，业务规模将累计达数千万欧元。

四、盈利预测和投资建议

核心投资逻辑：（1）核电及核聚变材料供应核心配套商之一。双碳目标政策推进核电建设，核聚变项目国内外持续推进，公司长期为核电设备等提供相关锻件，并已先后为BEST项目用真空室、屏蔽包层、偏滤器、第一壁等关键部件提供材料及产品研发，下游高资质壁垒叠加长期稳定配套要求，核电及聚变领域格局相对更优。**（2）看好国内航发向上补库周期，两机出海配套如燃机有望加速。**十四五末目标节点完成叠加十五五新型号定型批产，看好新一轮航发补库周期下业绩稳健增长的潜力。海外两机维持高景气但供需错配预计仍持续较长时间，前期先发、产能及现货优势下公司出海配套有望加速。**（3）商业航天及深海等新质力等提供新增长点。**据公司2024年年报，公司是国内少数可为航天运载火箭及卫星、深海装备等高端装备提供配套特种合金结构件民企之一，新质力加速拓展下有望成为公司新增长点。

当前，预计随着下游装备升级换代、核电及核聚变领域投资加大、以及商业航天及深海等新质力增长点贡献，我们看好公司凭借技术水平或率先受益，我们预计2025-27年公司合并口径营业收入分别达39.67/47.18/55.14亿元，分别同比增长23.5%/18.9%/16.9%。

(1) **航空航天锻件方面**，公司是国内少数几家可为航空发动机、航天运载火箭及卫星等高端领域环形锻件的企业之一，预计国内航发新补库周期、两机出海配套加速下，我们预计2025-27年该业务营收分别同比增长25%/20%/20%，同时预计随着产品结构的改善及规模经济等，预计2025-27年该业务毛利率分别为36.0%/37.0%/38.0%。

(2) **电力锻件方面**，公司持续调整优化电力锻件产品结构，预计随着风电如海风等稳中有升，以及在燃机、核电、核聚变等国内外高景气支撑下，公司有望凭借先发优势、产能优势等领先受益，预计2025-27年该业务营收分别同比增长35%/25%/20%，预计随着核电、核聚变等高端装备产品占比提升，以及规模经济影响下毛利率有望稳中有升，预计2025-27年该业务毛利率分别为13.5%/14.0%/14.5%。

(3) **石化锻件方面**，公司凭借专业的服务能力、可靠的产品质量和灵活的价格策略维护并开拓了优质客户，预计在石化行业产能整合和产业价值链提升的趋势下该业务有望企稳，预计2025-27年该业务营收分别同比增长10%/8%/5%，预计2025-27年该业务毛利率分别为15.5%/15.5%/15.5%。

(4) **其他锻件方面**，预计船舶、高端民用等市场在装备更新换代下有望实现稳增，预计2025-27年该业务营收分别同比增长5%/5%/5%，预计2025-27年该业务毛利率分别为15.8%/15.8%/15.8%。

(5) **其他业务方面**，公司其他业务包括受托加工、废料销售收入等，其中，深海结构件制造方向业务多以公司受托加工、收取加工费为主，具有较高盈利能力等特点，预计随着深海等新质力拓展，公司有望打开新增长极，预计2025-27年该业务营收分别同比增长20.0%/20.0%/20.0%，预计2025-27年该业务毛利率分别为9.0%/9.2%/9.5%。

(6) **费用率方面**，结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合，预计2025-2027年公司管理销售费用率分别4.6%/4.4%/4.3%。

综上，预计2025-2027年，派克新材收入分别达39.67/47.18/55.14亿元，分别同比增长23.5%/18.9%/16.9%；预计归母净利润3.54/4.58/5.76亿元，同比增长34.3%/29.3%/25.6%，2025/26/27年EPS分别为2.92/3.78/4.75元/股。

表8: 公司分业务拆分 (单位: 百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
航空航天锻件					
收入	1128.58	840.22	1050.28	1260.34	1512.40
增长率 (%)	13.28	(25.55)	25.00	20.00	20.00
成本	633.92	553.12	672.18	794.01	937.69
毛利	494.65	287.10	378.10	466.32	574.71
毛利率 (%)	43.83	34.17	36.00	37.00	38.00
石化锻件					
收入	929.21	617.46	679.21	733.54	770.22
增长率 (%)	20.72	(33.55)	10.00	8.00	5.00
成本	782.30	522.13	573.93	619.85	650.84

毛利	146.91	95.34	105.28	113.70	119.38
毛利率(%)	15.81	15.44	15.50	15.50	15.50
电力锻件					
收入	861.82	1108.30	1496.20	1870.25	2244.30
增长率(%)	115.00	28.60	35.00	25.00	20.00
成本	728.75	966.21	1294.21	1608.41	1918.87
毛利	133.06	142.08	201.99	261.83	325.42
毛利率(%)	15.44	12.82	13.50	14.00	14.50
其他锻件					
收入	274.64	228.94	240.39	252.41	265.03
增长率(%)	18.74	(16.64)	5.00	5.00	5.00
成本	215.98	192.77	202.41	212.53	223.15
毛利	58.66	36.17	37.98	39.88	41.87
毛利率(%)	21.36	15.80	15.80	15.80	15.80
其他业务					
收入	424.10	417.80	501.36	601.63	721.96
增长率(%)	10.51	(1.49)	20.00	20.00	20.00
成本	393.00	380.40	456.24	546.28	653.37
毛利	31.10	37.4	45.12	55.35	68.59
毛利率(%)	7.33	8.95	9.00	9.20	9.50
合计					
收入	3618.34	3212.72	3967.43	4718.17	5513.91
增长率(%)	30.07	(11.21)	23.49	18.92	16.87
成本	2753.95	2614.62	3198.97	3781.08	4383.93
毛利	864.39	598.10	768.47	937.09	1129.98
毛利率(%)	23.89	18.62	19.37	19.86	20.49

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

可比公司估值：当前派克新材为我国主要的航空、燃气轮机、核电、舰船等高端领域锻件供应商，可类比公司包括航宇科技（航空发动机环形锻件生产）、应流股份（两机及核电领域结构件供应商）、航亚科技（航空发动机及医疗骨科领域的高性能零部件制造商之一）。其中，以wind一致预期、25年PE估值为例，应流股份估值最高、航亚科技其次、航宇科技估值相对较低。应流股份高于平均估值，或系公司两机业务中燃气轮机业务收入占比较大、市场预期公司有望受益AI建设对于能源来源多元化需求的提升，同时考虑AI当前全球处于较高热度，或相对其他可比公司具有一定的估值溢价；航亚科技估值略高于三家平均，但低于应流股份，或考虑系一方面公司产品以航空发动机、燃气轮机等叶片为主，制造难度相对较大；但考虑航亚科技产品多为发动机冷端环节，后续维修属性相对应流股份热端环节叶片较弱，且航亚科技两机业务中燃气轮机占比相对较低，缺少AI高热度下的估值溢价，因此略低于应流股份。但高于航宇科技，或系市场给予叶片等环节相对更高的估值水平。（1）**格局端**，派克新材具备跨行业、多规格、大中小批量等多种类型业务的承接能力，核心设备处于领先地位，同时也是多家核心主机厂的供应商之一，同时在核电等领域

具有资质及长期稳定配套壁垒，格局较为稳固；（2）**市场端**，从盈利能力的潜在上升空间看，高附加值航空发动机、核电、深海等领域占比提升带来产品结构改善有望助其提升盈利能力。此外，公司正积极参与如海外两机配套，业务新增长点相对较多。我们给予派克新材相对航宇科技25年wind一致预测更高的PE估值倍数，一方面考虑公司业务占比相对均衡，各业务后续增长曲线较为清晰，以及考虑公司包括深海、商业航天、核聚变等新质力方向布局较早且与业内多家头部客户已有合作，后续有望充分受益新质生产力等发展。综上，考虑公司在高端装备领域的核心设备优势和盈利能力的潜在提升空间，以及当前下游长期稳定配套领域如两机、核电、商业航天、深海等领域的较高景气度，并结合可比公司估值水平，我们认为适合给予公司25年32倍的PE估值，对应合理价值93.59元/股，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
应流股份	603308.SH	产品主要服务于航空航天、燃气轮机、核能核电	186	286	410	550	33	45	34
航宇科技	688239.SH	国内航空发动机环形锻件的主研制单位之一	70	189	254	322	29	27	22
航亚科技	688510.SH	航空发动机及医疗骨科领域的高性能零部件制造商	59	127	171	226	36	35	26

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（上述均为wind一致预测，市值选取2025/7/25日收盘）

五、风险提示

（一）技术及研发风险

公司积极参与航空、航天、船舰、核电、聚变等领域生产，装备配套难度大，研发及技术波动有可能对相关产品的进度有影响。

（二）重点装备列装需求及交付不及预期

高端装备行业买方具有少数性特征，且越往下游军工企业的垄断性越为明显，部分规模较小企业或配套装备型号较为单一，若此类型号生产及需求计划发生改变，则对相关客户需求单一的企业影响较大。

（三）重大行业政策调整的风险

军工行业属于典型的To G行业，考虑生产计划的保密性、战略性等，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整（如影响较大的定价政策、采购政策）等，则易对板块产生一定系统性冲击。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,116	5,260	6,002	6,679	7,462
货币资金	1,578	1,291	1,322	1,431	1,656
应收及预付	1,822	1,950	2,398	2,709	3,002
存货	913	1,078	1,284	1,486	1,693
其他流动资产	802	941	997	1,052	1,111
非流动资产	1,499	1,974	1,862	1,865	1,857
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	944	1,122	1,233	1,286	1,318
在建工程	126	363	290	232	186
无形资产	154	170	181	189	196
其他长期资产	275	318	157	157	157
资产总计	6,615	7,234	7,864	8,544	9,319
流动负债	2,029	2,477	2,875	3,260	3,666
短期借款	220	410	375	349	328
应付及预收	1,530	1,696	2,077	2,455	2,846
其他流动负债	278	371	423	457	492
非流动负债	295	344	337	337	337
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	295	344	337	337	337
负债合计	2,323	2,821	3,213	3,598	4,003
股本	121	121	121	121	121
资本公积	2,510	2,587	2,587	2,587	2,587
留存收益	1,660	1,706	1,944	2,238	2,608
归属母公司股东权益	4,291	4,413	4,651	4,946	5,316
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	6,615	7,234	7,864	8,544	9,319

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3618	3213	3967	4718	5514
营业成本	2754	2613	3199	3781	4384
营业税金及附加	14	16	20	23	27
销售费用	58	63	77	90	99
管理费用	85	85	105	118	138
研发费用	177	149	171	198	232
财务费用	-13	-10	-2	-4	-6
资产减值损失	-43	-30	-35	-38	-42
公允价值变动收益	-2	1	0	0	0
投资净收益	35	8	10	12	14
营业利润	554	299	400	517	649
营业外收支	1	-2	-2	-2	-2
利润总额	555	297	399	516	648
所得税	63	33	44	57	72
净利润	492	264	354	458	576
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	492	264	354	458	576
EBITDA	623	428	587	719	857
EPS (元)	4.06	2.18	2.92	3.78	4.75

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	137	594	257	514	662
净利润	492	264	354	458	576
折旧摊销	119	148	190	207	215
营运资金变动	-540	143	-341	-207	-187
其它	65	40	53	56	58
投资活动现金流	420	-865	-69	-200	-195
资本支出	-232	-593	-241	-212	-209
投资变动	620	-286	0	0	0
其他	32	15	171	12	14
筹资活动现金流	-124	-50	-167	-206	-242
银行借款	-140	190	-35	-26	-21
股权融资	0	0	0	0	0
其他	16	-240	-132	-180	-221
现金净增加额	437	-330	31	108	226
期初现金余额	1,029	1,467	1,137	1,168	1,276
期末现金余额	1,467	1,137	1,168	1,276	1,502

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	30.1%	-11.2%	23.5%	18.9%	16.9%
营业利润	7.5%	-46.1%	34.1%	29.2%	25.6%
归母净利润	1.3%	-46.4%	34.3%	29.3%	25.6%
获利能力					
毛利率	23.9%	18.7%	19.4%	19.9%	20.5%
净利率	13.6%	8.2%	8.9%	9.7%	10.4%
ROE	11.5%	6.0%	7.6%	9.3%	10.8%
ROIC	9.5%	5.0%	6.8%	8.3%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	39.0%	40.9%	42.1%	43.0%
净负债比率	54.1%	63.9%	69.1%	72.7%	75.3%
流动比率	2.52	2.12	2.09	2.05	2.04
速动比率	1.82	1.65	1.60	1.55	1.53
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.46	0.53	0.58	0.62
应收账款周转率	3.61	2.44	2.46	2.52	2.68
存货周转率	3.04	2.62	2.71	2.73	2.76
每股指标 (元)					
每股收益	4.06	2.18	2.92	3.78	4.75
每股经营现金流	1.13	4.91	2.12	4.24	5.46
每股净资产	35.42	36.42	38.39	40.82	43.87
估值比率					
P/E	22.46	24.68	25.85	19.99	15.91
P/B	2.58	1.48	1.97	1.85	1.72
EV/EBITDA	15.83	13.51	14.27	11.46	9.34

广发军工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。

吴坤其：资深分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。

邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

邵艺阳：高级分析师，中国人民大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

史嘉麒：高级研究员，南洋理工大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。