

高温合金 1H25 营收同比增长 73%；燃机客户实现突破

2025 年 08 月 24 日

➤ **事件:** 8 月 22 日, 公司发布 2025 年半年报, 1H25 实现营收 6.3 亿元, YOY +24.4%; 归母净利润 1.2 亿元, YOY +21.8%; 扣非净利润 1.1 亿元, YOY +29.3%。业绩表现符合市场预期。公司高温合金事业部专注于“两机”高温合金产品, 积极开拓市场。我们点评如下:

➤ **2Q25 业绩同比快速增长; 1H25 产品结构影响毛利率。** 1) **单季度:** 公司 2Q25 实现营收 2.9 亿元, YOY +36.8%; 归母净利润 0.5 亿元, YOY +44.9%; 扣非净利润 0.4 亿元, YOY +86.9%。2) **利润率:** 公司 1H25 毛利率同比下滑 3.8ppt 至 73.1%; 净利率同比下滑 1.9ppt 至 17.2%。其中, 2Q25 毛利率同比下滑 4.1ppt 至 70.3%; 净利率同比下滑 2.8ppt 至 12.8%。1H25, 公司毛利率同比下滑主要系毛利率较低的高温合金材料营收占比提升所致。

➤ **1H25 高温合金营收同比增长 73%; 燃机客户实现突破。** 分产品看, 1H25, 公司: 1) **高温合金材料:** 实现营收 1.6 亿元, YOY +73.3%, 占总营收 26%, 毛利率同比下滑 7.18ppt 至 25.7%。在燃机领域, 上海万泽新增上海电气、西门子等行业龙头企业客户, 其中与西门子已签订 3 年供货协定; 万泽航空科技也实现了国外燃机订单零的突破。在汽车涡轮增压领域, 上海万泽还新增国际知名客户 Garrett Motion SARL, 并已实现部分订单发货。2) **金双歧:** 实现营收 3.1 亿元, YOY +12.5%, 占总营收 49%, 毛利率同比提升 1.91ppt 至 89.9%; 3) **定君生:** 实现营收 1.4 亿元, YOY +17.5%, 占总营收 23%, 毛利率同比提升 1.97ppt 至 92.9%。

➤ **不断提升自主研发能力; 经营净现金流改善明显。** 1H25, 公司期间费用率同比减少 3.3ppt 至 51.9%: 1) 销售费用率同比减少 1.3ppt 至 25.1%; 2) 管理费用率同比减少 3.1ppt 至 10.6%; 3) 财务费用率为 2.9%, 去年同期为 3.3%; 4) 研发费用率同比增加 1.5ppt 至 13.2%。公司持续加大研发投入, 不断提升自主研发能力。截至 2Q25 末, 公司: 1) 应收账款及票据 5.3 亿元, 较年初增加 26.9%; 2) 存货 4.0 亿元, 较年初增加 16.8%。1H25, 公司经营活动净现金流为 0.06 亿元, 去年同期为 0.03 亿元。

➤ **投资建议:** 公司深耕微生态领域 30 年, 拥有覆盖全国的全渠道营销体系, 具备成熟的商业转化能力; 同时拥有丰富的专家资源并长期进行科学循证研究。此外, 公司是国内极少数具备从高温合金材料研发到部件制备全流程研制能力的民营企业, 先后在多型号航空发动机、燃气轮机中应用, 并具备批量生产工程能力。我们预计, 公司 2025~2027 年归母净利润分别是 3.01 亿元、4.31 亿元、5.79 亿元, 当前股价对应 2025~2027 年 PE 分别是 29x/20x/15x。我们考虑到公司在微生态及高温合金领域的技术积淀及工程化能力, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、产品研发不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,079	1,502	1,908	2,401
增长率 (%)	9.9	39.2	27.1	25.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	193	301	431	579
增长率 (%)	9.2	56.0	43.5	34.2
每股收益 (元)	0.38	0.59	0.85	1.14
PE	45	29	20	15
PB	6.3	5.3	4.2	3.4

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

16.90 元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书: S0100524090003

邮箱: fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 万泽股份 (000534.SZ) 2024 年三季报点评: 3Q 归母净利润增长 16%; 稳步推进生产基地建设-2024/10/31
2. 万泽股份 (000534.SZ) 2024 年中报点评: 医药收入稳增 10%; 备产备货迎接新材料旺盛需求-2024/09/02
3. 万泽股份 (000534.SZ) 2023 年年报点评: 新材料+医药双轨驱动; 产品陆续进入批产收获期-2024/03/31
4. 万泽股份 (000534.SZ) 首次覆盖报告: 新材料系列#8: “两机”新星冉冉升起; 厚积薄发进入收获期-2024/01/11

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,079	1,502	1,908	2,401
营业成本	269	357	488	670
营业税金及附加	12	15	19	24
销售费用	269	360	420	480
管理费用	137	180	210	252
研发费用	173	195	229	264
EBIT	256	412	565	739
财务费用	38	59	59	59
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	223	354	507	681
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	225	354	507	681
所得税	38	53	76	102
净利润	187	301	431	579
归属于母公司净利润	193	301	431	579
EBITDA	366	535	715	893

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	381	616	770	1,072
应收账款及票据	415	432	523	638
预付款项	5	12	15	17
存货	344	235	294	367
其他流动资产	88	100	109	121
流动资产合计	1,233	1,395	1,711	2,214
长期股权投资	10	11	12	13
固定资产	763	907	1,047	1,186
无形资产	399	447	493	539
非流动资产合计	2,737	2,991	3,166	3,363
资产合计	3,970	4,386	4,877	5,578
短期借款	372	372	372	372
应付账款及票据	301	352	401	459
其他流动负债	315	334	332	400
流动负债合计	988	1,059	1,105	1,231
长期借款	1,099	1,179	1,229	1,279
其他长期负债	334	323	323	323
非流动负债合计	1,433	1,502	1,552	1,602
负债合计	2,421	2,561	2,657	2,833
股本	510	510	510	510
少数股东权益	188	188	188	188
股东权益合计	1,549	1,826	2,219	2,744
负债和股东权益合计	3,970	4,386	4,877	5,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.93	39.18	27.08	25.81
EBIT 增长率	7.56	60.77	37.26	30.74
净利润增长率	9.17	55.99	43.46	34.24
盈利能力 (%)				
毛利率	75.04	76.23	74.43	72.09
净利率	17.87	20.02	22.60	24.12
总资产收益率 ROA	4.85	6.85	8.84	10.38
净资产收益率 ROE	14.16	18.36	21.24	22.65
偿债能力				
流动比率	1.25	1.32	1.55	1.80
速动比率	0.84	1.03	1.22	1.44
现金比率	0.39	0.58	0.70	0.87
资产负债率 (%)	60.97	58.38	54.49	50.80
经营效率				
应收账款周转天数	125.34	100.00	95.00	92.00
存货周转天数	466.06	240.00	220.00	200.00
总资产周转率	0.30	0.36	0.41	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.59	0.85	1.14
每股净资产	2.67	3.21	3.98	5.01
每股经营现金流	0.22	1.39	1.13	1.42
每股股利	0.05	0.07	0.11	0.14
估值分析				
PE	45	29	20	15
PB	6.3	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	27.76	18.97	14.19	11.37
股息收益率 (%)	0.30	0.44	0.63	0.84

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	187	301	431	579
折旧和摊销	110	124	150	154
营运资金变动	-192	235	-72	-76
经营活动现金流	114	708	575	725
资本开支	-468	-301	-316	-343
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-461	-356	-316	-343
股权募资	184	0	0	0
债务募资	576	-12	6	50
筹资活动现金流	469	-117	-105	-80
现金净流量	123	235	154	302

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048