

航亚科技 (688510.SH)

国内领先航发叶片供应商，重视海外两机高弹性

核心观点：

- **公司是国内领先的航空发动机及医疗精锻产品核心供应商。** 民航需求仍处于供不应求阶段，公司在赛峰发动机低压压气机叶片领域签订长协份额稳定，有望受益民航需求稳中向上。当前全球民航供应链秩序有望重塑，在欧洲防务产能挤占等背景下，国内企业有望凭借产能及现货优势，拓展新客户及新品类，受益全球民航制造市场向上周期。短期看公司受益赛峰等传统航空发动机业务随民航整体需求稳中有升，中期看航发补库存及新型号批产，以及公司正积极拓展如罗尔斯·罗伊斯(RR)、GE(通用电气)、燃机公司等新客户，以及深化在赛峰、罗罗等新品类的合作，中长期看国产商用发动机批产受益。
- **全球两机供应链供需约束特征明显，下游订单及需求的持续改善、但中上游环节供应缺口显著：** 需求端： (1) 航空发动机：受益民机退役与新增运力，叠加民机老龄化维修需求挤占产能。(2) 燃气轮机：AI与调峰驱动，叠加维修高峰期挤占两机中上游供应链产能。(3) 军用：全球军费处于持续上行周期，军用航发燃机需求持续高景气。供给端： 全球两机环节锻铸造及材料供应链短缺近年尤为显著。高度重合的供应链叠加下游多领域的景气周期、传统两机供应商从盈利最大化角度向售后市场倾斜、成熟技能员工在大流行后的短缺，而 2022 年以来地缘政治冲突、关税变化等黑天鹅事件加剧供给瓶颈。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.50/0.83/1.38 元/股，考虑当前全球海外两机供需矛盾显著，以及全球民用两机市场高景气，考虑公司配套地位、业务成长性及中长期海外品类拓展潜力，结合可比公司估值，我们认为适合给予公司 2026 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值为 29.06 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。** 全球两机市场不确定性、装备列装交付、行业政策等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	544	703	777	1,096	1,658
增长率 (%)	49.9%	29.4%	10.5%	41.0%	51.3%
EBITDA	155	231	245	360	538
归母净利润	90	127	128	215	356
增长率 (%)	349.6%	40.3%	1.3%	67.4%	65.9%
EPS (元/股)	0.35	0.49	0.50	0.83	1.38
市盈率 (P/E)	50.5	35.6	54.6	32.6	19.7
ROE (%)	8.6%	11.1%	10.5%	16.0%	22.9%
EV/EBITDA	28.5	19.0	28.2	19.1	12.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

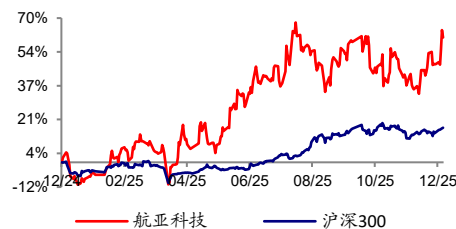
公司评级

当前价格	26.51 元
合理价值	29.06 元
前次评级	增持
报告日期	2025-12-29

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	259.52/259.52
总市值/流通市值 (百万元)	6879.94/6879.94
一年内最高/最低 (元)	27.72/14.89
30 日日均成交量/成交额 (百万)	5.41/132.84
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	0.80/9.64

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：



代川
SAC 执证号：S0260517080007
SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@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。

目录索引

一、公司简介：国内领先的航空发动机及医疗精锻产品核心供应商	5
二、需求景气：燃机、航发及军用多需求的超预期叠加	9
（一）航发：受益民机退役与新增运力，民机老龄化维修需求挤占产能	9
（二）燃机：AI 与调峰驱动，叠加维修高峰期挤占两机中上游供应链产能	13
（三）军用：全球军费处于持续上行周期，军用航发燃机需求持续高景气	15
三、供给变化：大流行及地缘变化下材料及劳动力短缺	16
（一）限制：下游扩产积极性高于中上游，锻铸/材料/劳动力为核心瓶颈	16
（二）内在动因：供应商重心切换至售后市场，多重需求叠加劳动力短缺	18
四、盈利预测和投资建议	20
五、风险提示	23

图表索引

图 1: 公司重要发展节点	6
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司营业收入及增长率	7
图 4: 公司归母净利润及增长率	7
图 5: 公司分业务营收情况 (亿元)	7
图 6: 公司主要产品销量 (件)	7
图 7: 公司净利润率与毛利率情况	7
图 8: 公司分业务毛利率情况	7
图 9: 公司研发费用及费用率	8
图 10: 公司期间费用率	8
图 11: 公司固定资产、在建工程及资本开支情况 (亿元)	8
图 12: 全球航空市场持续增长	9
图 13: 赛峰发动机订单及交付预计	9
图 14: 赛峰发动机等自 2022 年交付改善, 仍没回到疫情前水平	9
图 15: 波音预计 2025-2044 年民航飞机交付数量	10
图 16: IATA 协会最新披露的全球民机平均机龄趋势	10
图 17: 2000-2025 年商用飞机积压订单 (单位: 千架)	11
图 18: 2000-2024 商用飞机积压订单时间	11
图 19: 1990-2025 年商用飞机平均交付时间 (年)	11
图 20: 当前窄体机主要发动机快速进场维修期	12
图 21: 赛峰预计 CFM56 进场维修快速增长	12
图 22: 民机直接飞行维护成本的拆分	12
图 23: 民机直接飞行维护成本中部件维护成本的拆分	12
图 24: RR 公司 2014-2024 年售后及 OEM 收入	12
图 25: CFM56 大修成本的分配	12
图 26: 近年来全球商用机队平均机龄持续提高	13
图 27: 中国民航机队平均机龄变化 (年)	13
图 28: 全球主要燃气轮机公司 23 年以来订单快速增长	13
图 29: GE Vernova 针对针对数据中心的解决方案模型之一	14
图 30: 美国天然气装机及预测	14
图 31: 燃气轮机装机高峰期在 2000 年初	14
图 32: 全球燃机轮机机龄整体进入大修期	14
图 33: 燃气轮机售后周期分布情况	15
图 34: 全球军费连续十年增长	15
图 35: 全球军机制造商航空订单积压	16
图 36: RR 公司军用订单	16
图 37: 麦肯锡调研全球商业航空航天企业的供应链短缺情况	17
图 38: 波士顿咨询在 2024 年 7 月发布关于航空制造业锻铸造短缺的调查	17
图 39: 美国国防部 2022 年三军联合发布的寻找国防关键供应链缺口报告	17
图 40: 美国国防部将锻造和铸造列为国防关键供应链缺口之一	17

图 41: 下游飞机整机厂资本开支节奏	17
图 42: 发动机主机厂资本开支节奏	17
图 43: HWM 公司资本开支情况.....	18
图 44: 中上游锻造/材料公司资本开支节奏	18
图 45: 当前从原材料到锻造产成品需要 6-18 个月	19
图 46: OEM 厂商参与发动机全寿命周期.....	19
图 47: 2000-2024 年主要民航机身厂商售后及前装市场营业利润率变动.....	19
图 48: 近年全球主要地区的国防开支	20
图 49: P&W 与 GE 航空军用发动机近期交付数量	20
图 50: 中上游公司员工人数变化.....	20
表 1: 公司主要产品及用途.....	5
表 2: 航亚科技业绩预测 (亿元)	21
表 3: 可比公司盈利预测及估值.....	23

一、公司简介：国内领先的航空发动机及医疗精锻产品核心供应商

公司专注于航空发动机和燃气轮机关键零部件及医疗骨科植入锻件的研发、生产及销售。据航亚科技年报，在航空发动机和燃气轮机领域，公司具备直接供货所需的资质，在“两机”产业链中属于成品零部件供应商，处于产业链的中游，直接向航空发动机和燃气轮机整机制造商销售关键零部件，上游包括原材料、铸锻件及毛坯件以及辅助材料、加工设备供应商。公司依托先进的航空锻造技术与工程实力进入医疗骨科植入物锻件领域，主要产品包括人工髋关节-股骨头、人工髋关节-髌臼杯、人工膝关节-胫骨托以及人工创伤类-骨板等。公司医疗关节植入锻件是骨科人工关节的半成品工件，客户采购后进行一系列加工及人体植入适应性医疗表面处理，最终形成能植入于人体的医疗骨科关节。

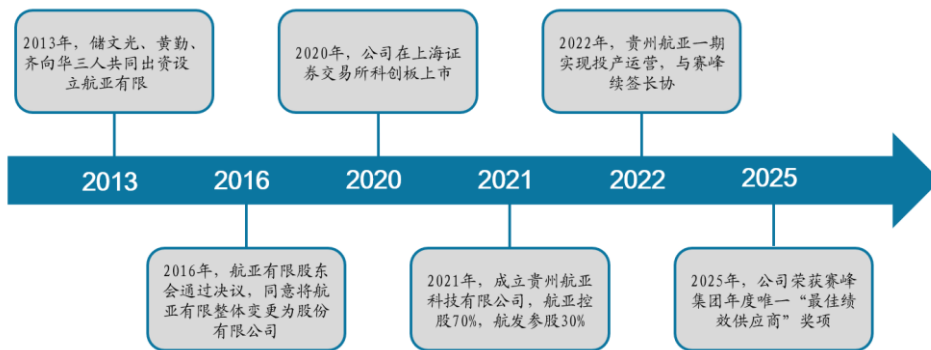
表1：公司主要产品及用途

产品名称	具体用途及实现功能
发动机零部件	
压气机叶片	动叶片：装配在发动机转动轴上，对空气做功压缩空气增加空气动能。
	静叶片：装配在发动机固定环上的叶片，起到导流、分气、使燃烧时的空气达到燃烧所需压缩比的作用。
整体叶盘	是盘片一体化设计的复杂转动件（取代分离式的叶盘+叶片），可使发动机轻量化、简化结构、提高压缩效率并降低维护成本。
机匣	是整个发动机的基座，是主要承力部件，支撑发动机并提供气流通道，其外形结构复杂，基本特征是圆筒形或圆锥形的壳体和支板组成的构件。
涡轮盘	是涡轮发动机具有关键特性的核心部件，用于固定涡轮叶片并传递动力给压气机转子用于压缩空气或输出功率。
医疗骨科植入锻件	
髋关节柄件	是假体仿照人体髋关节的结构，其将假体柄部插入股骨髓腔内，利用头部与关节臼或假体金属杯形成旋转，实现股骨的曲伸和运动。
髋关节臼杯	
胫骨平台	胫骨上端与股骨下端形成膝关节。胫骨与股骨下端接触的面称为胫骨平台。胫骨平台是膝关节的重要负荷结构。

数据来源：航亚科技年报，广发证券发展研究中心

公司以精锻技术为核心，产品结构不断推陈出新。据航亚科技年报，公司结合多年的技术研发与项目实践经验所形成的科研成果，在精锻近净成形、精密机加工以及特种工艺等技术领域形成了丰富的工程技术能力，掌握了模具逆向设计及逆向制造、叶片前后缘自适应抛修、难变形材料形变热处理技术、压气机榫筒组合加工技术、复杂曲面快速测量、榫头磨削技术、榫槽精密加工技术、整体叶盘/整流器叶片分层复合铣技术、整体叶盘叶型双面喷丸强化技术、机匣薄壁件加工变形控制技术、半封闭深型腔车削技术、涡轮转子组件加工技术、涡轮燃气发动机部件装配技术等多项核心技术，成功实现向赛峰集团、GE 航空、中国航发集团等全球主流航空发动机企业批量供货，公司技术水平及产品标准得到全球主流发动机企业认证。

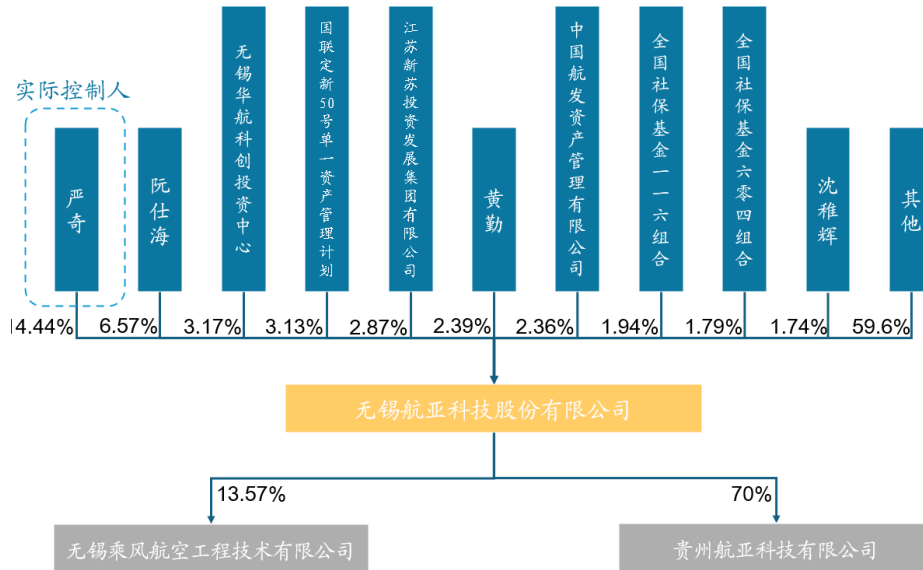
图1：公司重要发展节点



数据来源：航亚科技招股说明书，航亚科技年报，广发证券发展研究中心

公司股权架构清晰，实际控制人为严奇。据航亚科技年报，严奇直接持股比例为14.44%，为公司最大股东。阮仕海、黄勤为严奇的一致行动人，无锡华航科创投资中心（有限合伙）为严奇控制的公司持股平台。严奇先生是管理科学与工程专业博士，高级工程师，1988年至今，历任无锡叶片厂处长、厂长兼党委书记等；无锡透平叶片有限公司执行董事、总经理兼党委书记；航亚科技董事长、总经理；现任公司董事长。公司的子公司贵州航亚科技有限公司成立于2021年，专注于航空发动机零部件、燃气轮机零部件及精密机械零部件的研发、生产与销售，为集团在国防军工板块提供关键支撑。

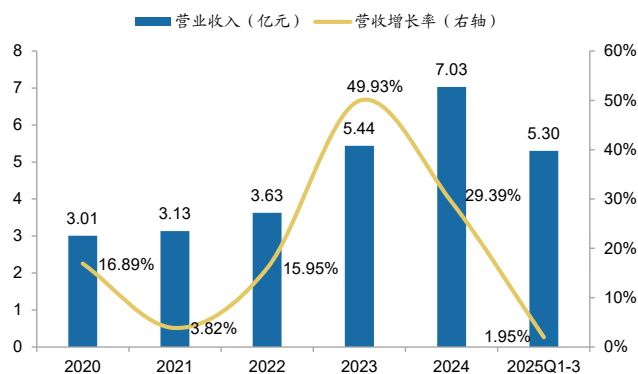
图2：公司股权结构图



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

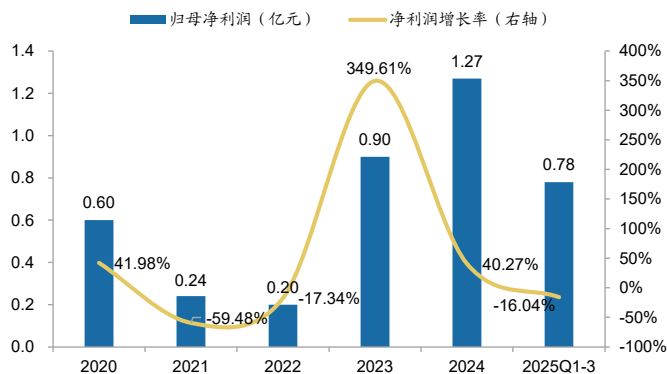
公司营业收入整体保持稳步增长，航空产品营收占比超五成。据iFind及公司年报，2020-2024年营业收入的复合增长率（CAGR）约为23.62%，归母净利润的CAGR约为20.62%；2024年营业收入较去年同期增加1.59亿元，归母净利润较去年同期增加0.37亿元，主要系国际叶片业务保持稳步增长，国内转动件结构件需求也呈现明显的增长态势，公司营业收入增长与批产规模效应提升等增效所致。2025年前三季度营收为5.3亿元，同比增长1.95%，归母净利润为0.78亿元，同比下降16.04%，主要系国内、国际业务收入下降，销售产品结构变化，净利润下降所致。

图3: 公司营业收入及增长率



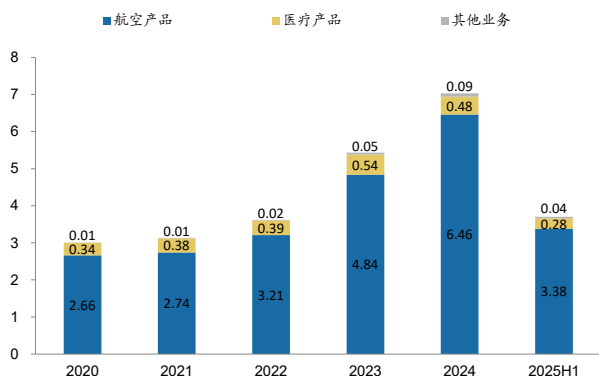
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图4: 公司归母净利润及增长率



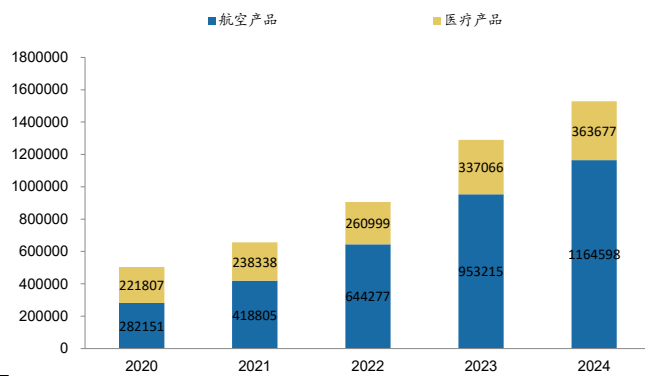
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图5: 公司分业务营收情况 (亿元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

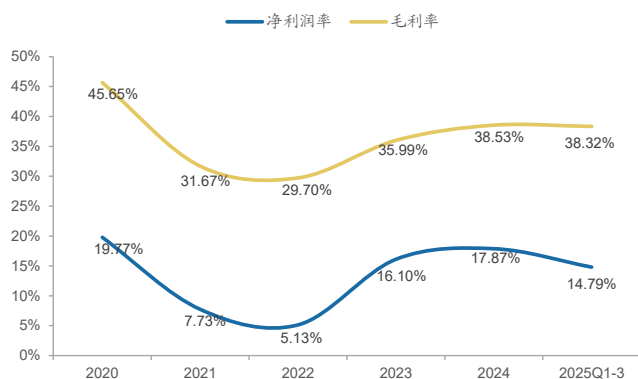
图6: 公司主要产品销量 (件)



数据来源: 广发证券发展研究中心

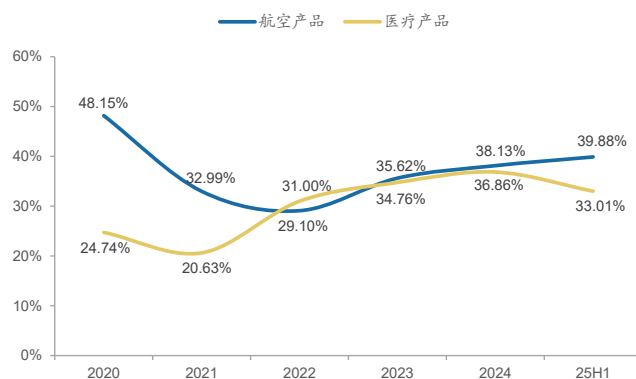
公司国内国际业务并驾齐驱,整体毛利率保持在较高水平。据iFind及公司年报,2022年公司净利润率降至5.13%,达到最低点,主要原因系与收益相关的政府补助对损益的影响同比减少,及商业承兑汇票回款增加,年末未到期计提信用减值同比增加所致。2023年以来公司净利润率与毛利率逐年增长。2025年前三季度净利润率为14.79%,毛利率为38.32%,主要系国内、国际业务收入下降,销售产品结构变化,净利润下降所致。公司航空产品毛利率从2022年以来逐年增加,是公司近年的业务增长极。

图7: 公司净利润率与毛利率情况



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

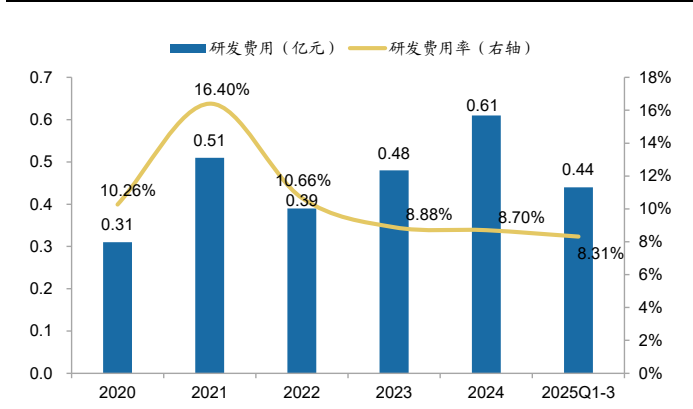
图8: 公司分业务毛利率情况



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

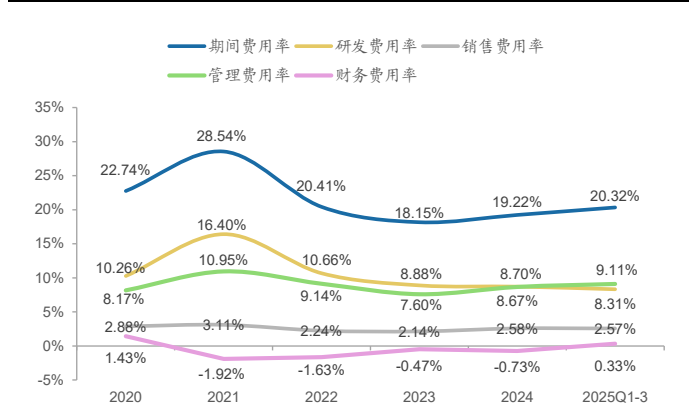
公司研发投入规模稳步增长，研发费率整体稳健，期间费用得到有效管控。据iFind及公司年报，2024年研发费用为0.61亿元，同比增长27.08%，研发费率为8.7%；2025年前三季度研发费用为0.44亿元，同比增长12.82%，研发费率为8.31%。公司所采用的精锻工艺，是现代国际主流航空涡扇发动机制造商普遍采用的压气机叶片制造工艺。公司突破了精锻变形控制、前后缘尺寸控制、组织性能控制、表面完整性控制等关键技术，获得了国际主流客户的认可。同时，公司掌握了不同材料规范在制造各类叶片、整体叶盘、机匣、涡轮盘等零部件的先进工程制造技术以及各类特种工艺，形成了丰富的工程技术能力。2024年期间费用率为19.22%，较去年增加1.07%，2025年前三季度期间费用率为20.32%，较去年同期增加2.09%，基本维持稳定。

图 9：公司研发费用及费用率



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

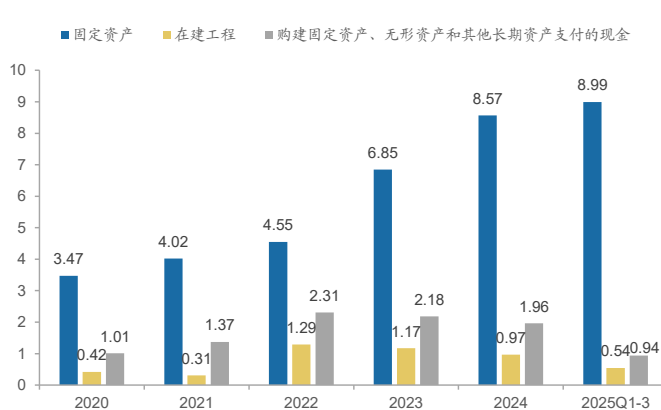
图 10：公司期间费用率



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

公司固定资产稳步增长，产能及交付能力逐年提升。据iFind及公司年报，2020年以来公司固定资产逐年增长，在建工程与资本开支于2022年达到顶峰后逐年降低。2021年1月公司与中国航发黎阳在已有良好合作的基础上签署了《战略合作协议》，建立长期稳定的战略合作伙伴关系。2021年6月注册成立了贵州航亚科技有限公司，注册资本3亿元，其中航亚科技控股70%，航发资产参股30%，以全力响应战略客户相关产品的研制、批产需求。2022年贵州航亚一期实现投产运营，2023年启动贵州航亚二期投资建设，扩大机匣、环件方面的产能。

图 11：公司固定资产、在建工程及资本开支情况（亿元）

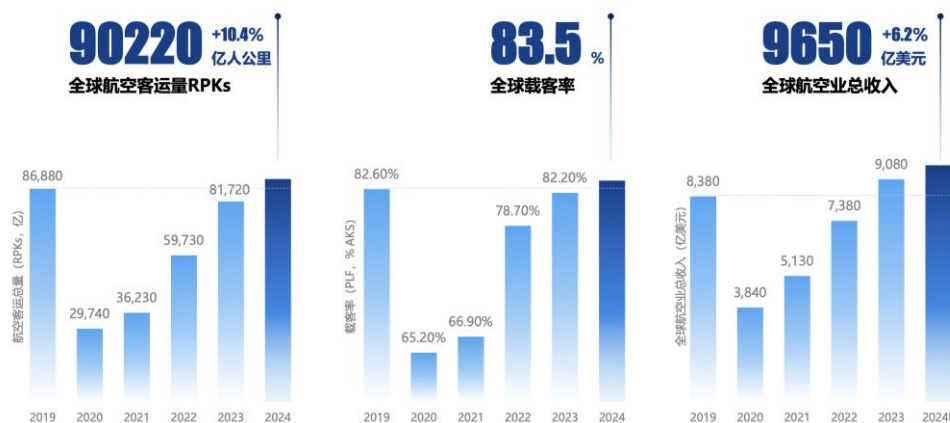


数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

二、需求景气：燃机、航发及军用多需求的超预期叠加

（一）航发：受益民机退役与新增运力，民机老龄化维修需求挤占产能
 当下民航市场呈现复苏态势。据新华财经，国际航空运输协会（IATA，简称“国际航协”），预计2025年全年全球旅客运输量升至52亿人，市场规模首次突破“50亿人次”，同比增长6.7%。

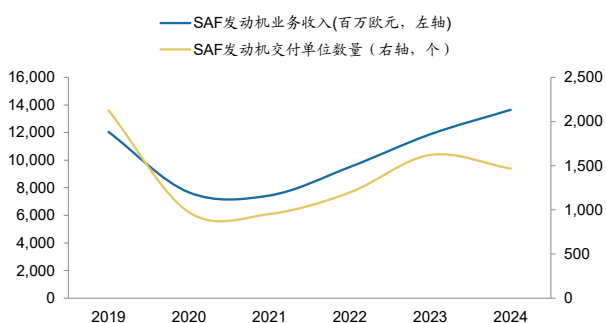
图 12：全球航空市场持续增长



数据来源：中国飞机租赁集团 2024 年年度业绩报告，广发证券发展研究中心

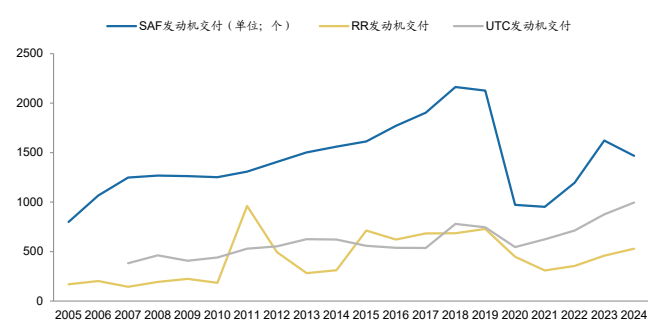
主要民航发动机主机厂交付与收入呈恢复趋势。例如，赛峰航空发动机业务收入与交付双升，2024年收入达136.5亿欧元，同比上涨15%。虽然交付量小幅回落至1467台，同比下降9.6%，但整体处于高位；RR2024年航空发动机收入达142亿美元，同比上涨7%，交付529台，同比增长15%。交付量虽仍低于疫情前峰值（2019年729台），但连续两年回升，收入则基本恢复至疫情前水平。

图 13：赛峰发动机订单及交付预计



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 14：赛峰发动机等自2022年交付改善，仍没回到疫情前水平



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

民机退役替换叠加新增运力需求，民机订单积压达到历史性高位，民航发动机OEM需求增长性高。据波音公司2025年最新预计，预计全球单通道、宽体飞机在未来20年累计交付约33000、7800架以上。一方面，发展中国家经济体对于新增运力的需求强劲，如据中国飞机租赁公司2024年业绩交流会资料，全球三大飞机制造商以及Cirium均预测，在2024年至2043年的20年间，中国将成为新交付飞机单一国别最大

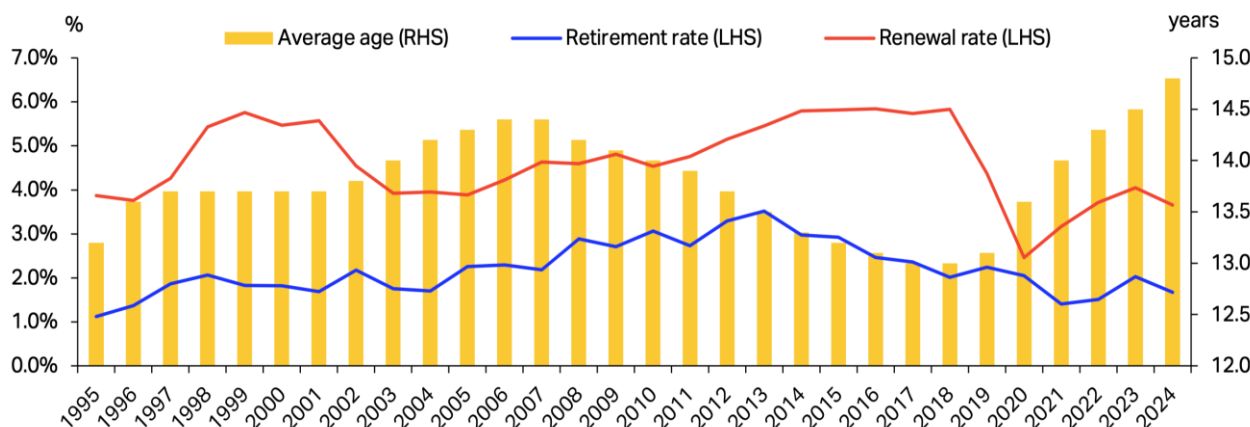
市场，市场占比超20%；另一方面，全球飞机创纪录的老龄化、新型号飞机&发动机较高的燃油效率，驱动航司对现有机队的替换需求，如当前全球民机机队的平均机龄已达到30年以来的新高，平均为14.8年。

图 15: 波音预计2025-2044年民航飞机交付数量

项目	World	China	项目	World	China	项目	World	China
交付飞机数量 (2025-2044)	数量	数量	2024 FLEET 现役机队	数量	数量	2044 FLEET 预期机队	数量	数量
支线飞机	1,545	365	支线飞机	2,370	170	支线飞机	1,715	395
单通道	33,285	6,910	单通道	18,015	3,375	单通道	35,630	7,120
宽体飞机	7,815	1,540	宽体飞机	4,390	600	宽体飞机	8,320	1,550
货机	955	185	货机	2375	280	货机	3975	690
Total	43,600	9,000	Total	27,150	4,425	Total	49,640	9,755

数据来源：波音公司 2025 年预测，广发证券发展研究中心（注：上述单位统一为“架”）

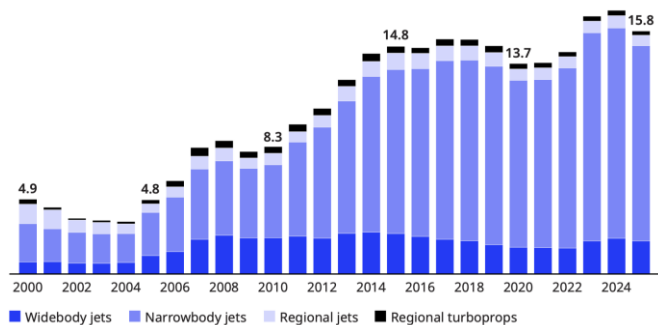
图 16: IATA协会最新披露的全球民机平均机龄趋势



数据来源：IATA 协会，广发证券发展研究中心

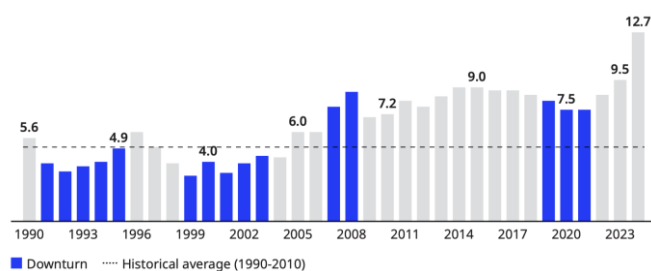
新增运力需求叠加退役更换，波音及空客积压订单处历史高位，但当前产能与订单需求错配矛盾突出。波音空客交付量大幅下滑。据民机战略观察公众号，2024年，受供应链延误、质量问题、罢工等多重因素影响，全球大型商用飞机市场表现疲弱，交付量同比显著下降。2024年全球大型商用飞机交付1126架（含12架C919），比2023年下降11.1%。预计新飞机等待交付时间进一步延长。据中国飞机租赁公司2024年业绩交流会资料，当前全球新飞机的积压订单维持历史高位，以当前交付速度计算，完成所有订单预计将需要14年，当前全球飞机交付等待时间达6年以上，且预计将进一步延长至接近10年。

图 17: 2000-2025年商用飞机积压订单(单位:千架)



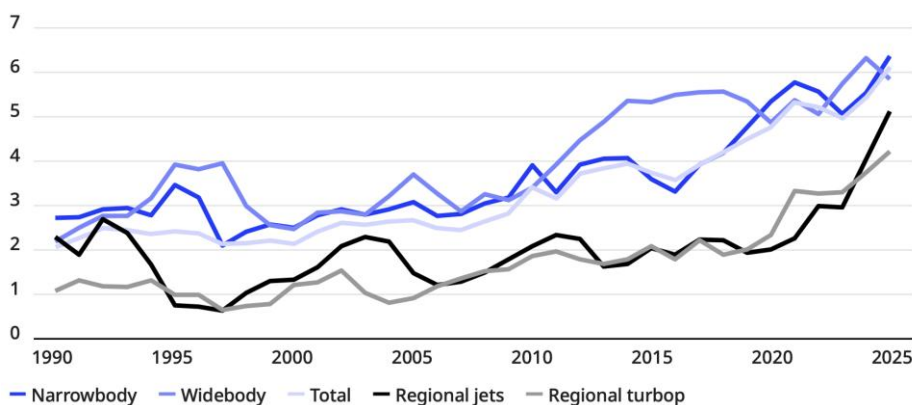
数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

图 18: 2000-2024商用飞机积压订单时间



数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心(注: 使用积压订单除以当期主机厂年度全速率生产能力, 衡量完成当前积压订单需要的时间)

图 19: 1990-2025年商用飞机平均交付时间(年)



数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心(衡量从航司订单下达到飞机交付所需要的时间)

机龄老龄化带来维修需求的增长, 或挤占现有OEM产能, 尤其对于航空发动机环节。

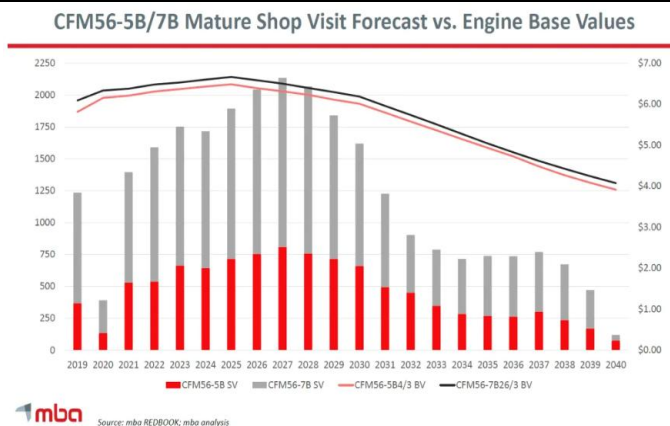
(1) 机龄老龄化下维修需求快速增长。据Aviation Week, 预计在2024至2033年间, 全球商用飞机MRO市场的需求规模达到1万亿美元以上的市场规模, 预计将有1万架以上飞机退役, 为MRO市场带来新服务需求。

(2) 国内民机机龄创纪录。国内三大航司多数机型正逐步进入10~15年年龄, 2005~2015年引进机型正加速进入老龄化期。

(3) 产业链相关公司售后市场占比增长较为显著。以下游为例, RR OEM/Aftermarket收入占比在2014年为53:47, 在2024年为45:55。

(4) 航发维修主要涉及对相关寿命件的更换。飞机维修中航发维修为主要构成, 而其中材料费用是发动机大修的最主要的组成部分之一, 包含时寿件(包括高压转子机构的部件)、流道件(核心机的热端流道件需要跟换新件)等, 挤占OEM产能。

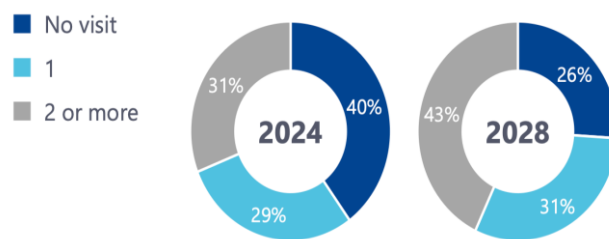
图 20: 当前窄体机主要发动机快速进场维修期



数据来源: 航空租赁与金融公众号 2024 年 6 月文, 广发证券发展研究中心

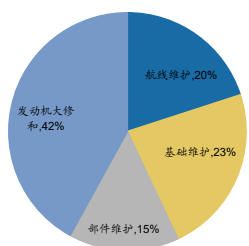
图 21: 赛峰预计CFM56进场维修快速增长

Number of shop visit performed



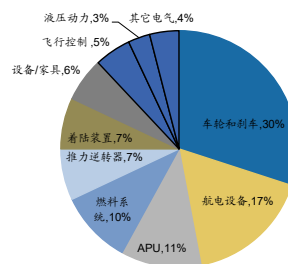
数据来源: 赛峰投资者关系公告, 广发证券发展研究中心

图 22: 民机直接飞行维护成本的拆分



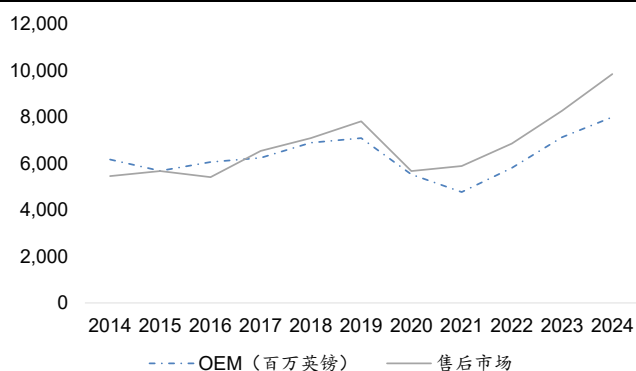
数据来源: 《Cost estimating model for aircraft maintenance》(2021, Fiorit), 广发证券发展研究中心

图 23: 民机直接飞行维护成本中部件维护成本的拆分



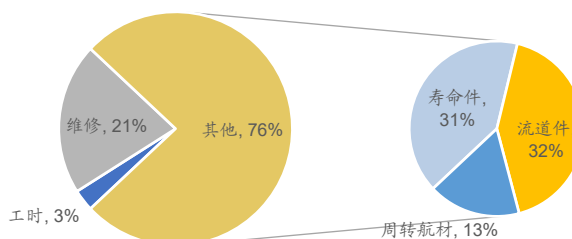
数据来源: 《Cost estimating model for aircraft maintenance》(2021, Fiorit), 广发证券发展研究中心

图 24: RR公司2014-2024年售后及OEM收入



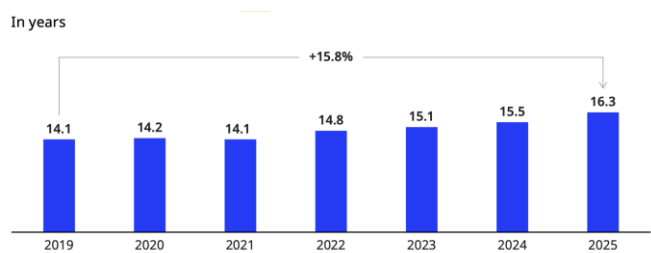
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 25: CFM56大修成本的分配



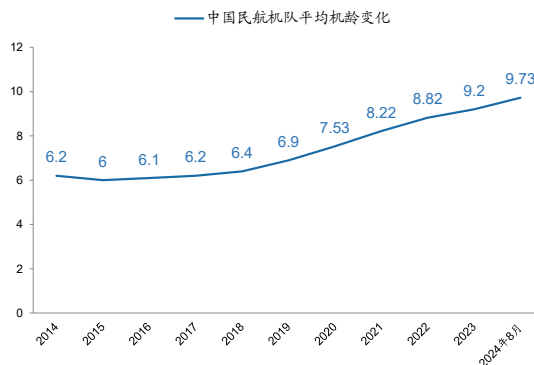
数据来源: 《X 航空公司飞机发动机大修成本管理优化研究》(2021, 赖国伟), 广发证券发展研究中心

图 26: 近年来全球商用机队平均机龄持续提高



数据来源: Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

图 27: 中国民航机队平均机龄变化 (年)

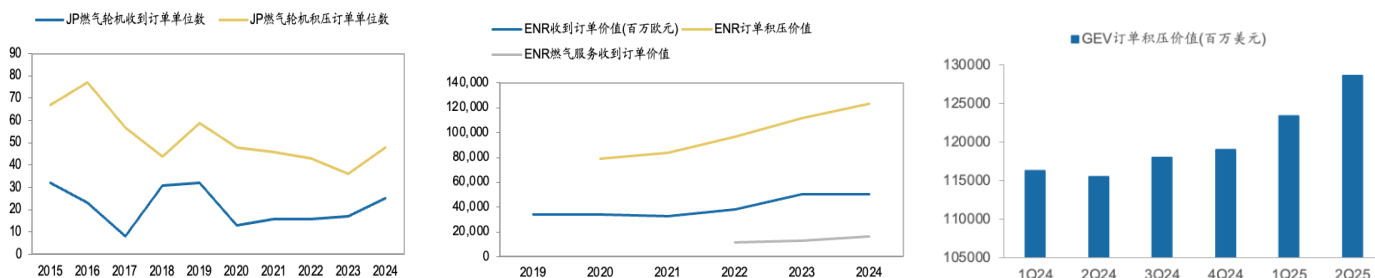


数据来源: 航空租赁与金融公众号 2024 年 8 月文, 广发证券发展研究中心

(二) 燃机: AI 与调峰驱动, 叠加维修高峰期挤占两机中上游供应链产能

AI与清洁能源调峰需求驱动, 燃气轮机市场处于高景气阶段。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。全球数据中心、人工智能和加密货币的电力消费预计将大幅增加, 并对能源设施带来一定挑战, 传统数据中心的备用能源难以同时兼顾可靠性、清洁性等需求, 燃气轮机有望成为运营商备用能源的可选择之一, 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。

图 28: 全球主要燃气轮机公司23年以来订单快速增长



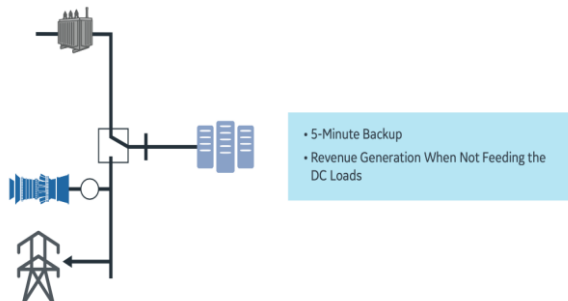
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

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。

数据中心为近期主机厂燃机订单增长及扩产的核心驱动力之一。GEV 能源部门的设备 25Q2 订单 35.19 亿美元, yoy+135%; 西门子 25Q2 燃机订单 70.38 亿欧元,

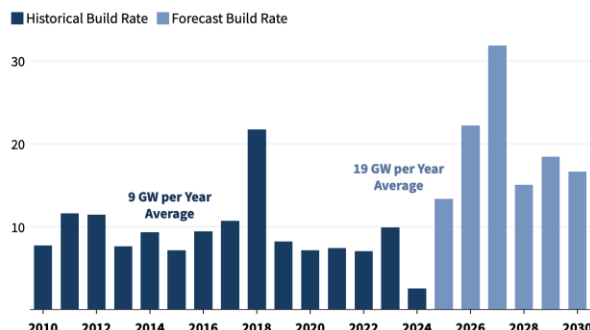
yoy+102%。其中西门子能源于8月表示，今年以来公司14吉瓦的燃气轮机订单中，60%来自数据中心；考虑设备更新换代及数据中心用电需求增加而持续上涨，三菱重工宣布计划在未来两年内将燃气轮机产能提升一倍。

图 29: GE Vernova针对针对数据中心的解决方案模型之一



数据来源: GE Vernova 《Greening the future data center infrastructure via the GE aeroderivative technology and microgrid controls》，广发证券发展研究中心

图 30: 美国天然气装机及预测

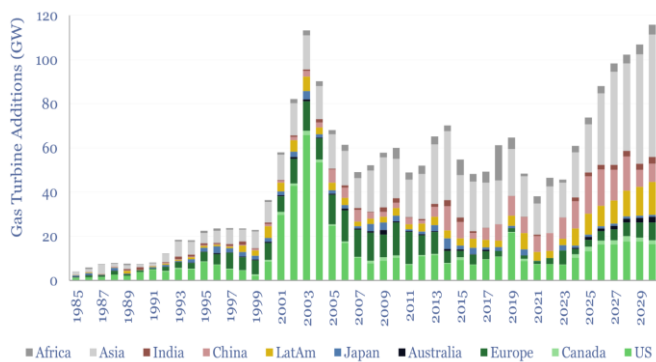


数据来源: RMI (单位: GW), 广发证券发展研究中心

21世纪初全球燃机装机的高峰期陆续进入大修周期，扩大对于锻铸件/材料等需求。

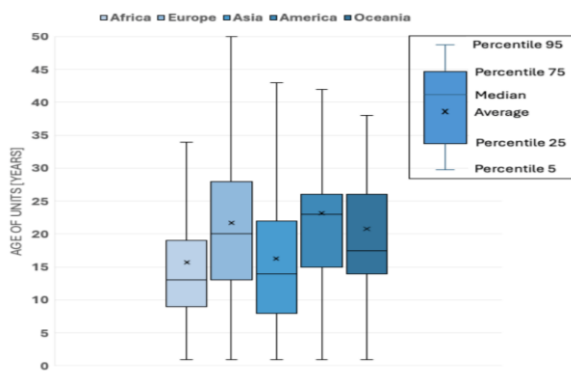
全球燃气轮机或正逐步迈入“高龄”。据燃机轮机聚焦，全球燃气轮机机队正在快速老化。大多数机组在1990年代末至2010年代中期投运，峰值出现在2000年代初。此后新装机速度显著下降，现有机组中有大量已进入第三个十年运行周期。这意味着当前运行机队中相当部分已服役15-30年，某些案例中甚至更久。

图 31: 燃气轮机装机高峰期在2000年初



数据来源: thundersaidenergy, 广发证券发展研究中心

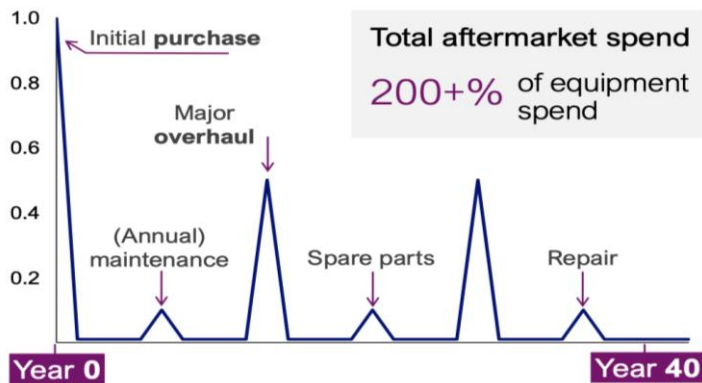
图 32: 全球燃机轮机机龄整体进入大修期



数据来源: 燃气轮机聚焦公众号, 广发证券发展研究中心

燃机维修成本高昂，主要涉及热端等部件的替换，同时需要大量的备品备件。据《燃气轮机运维关键技术分析与思考》（万震天，2020），燃机高温部件的工作环境十分恶劣，在热疲劳、蠕变、氧化和腐蚀等作用下很容易发生损伤，维修和更换费用高昂，此外，燃气轮机热通道部件在检修之前通常会准备一套备品备件，用于检修过程中对相应的部件进行轮换，备件的价格也十分高昂，9E 燃机一整套热端部件的价格就接近整机价格的40%；而三菱F级燃机的热通道部件备件价格也高达上亿元。

图 33: 燃气轮机售后周期分布情况

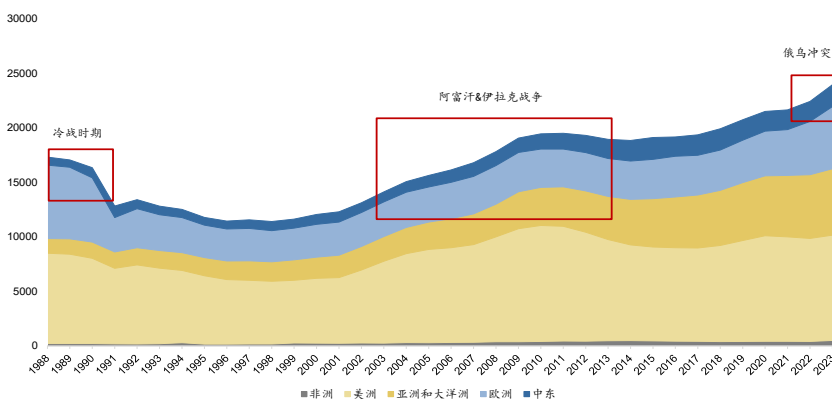


数据来源: SULZER 资本市场日资料, 广发证券发展研究中心

(三) 军用: 全球军费处于持续上行周期, 军用航发燃机需求持续高景气

国际军费开支持续增长, 主要国家提升军费加强装备建设。2022年2月俄乌冲突后, 全球特别是北约各国正作出长期和持久的战略调整, 相继加大军费投入和军队建设。据SIPRI, 2024年全球军费开支达到了2.72万亿美元, 相比2023年实际增长了9.4%, 这是自冷战结束以来最大的年度增幅, 并且已经是全球军费连续第十年增长。

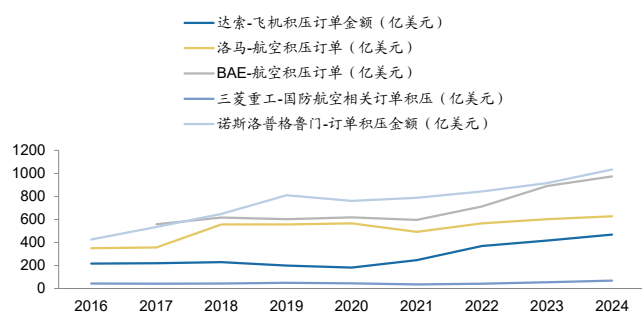
图 34: 全球军费连续十年增长



数据来源: SIPRI, 广发证券发展研究中心 (注: 单位, 亿美元)

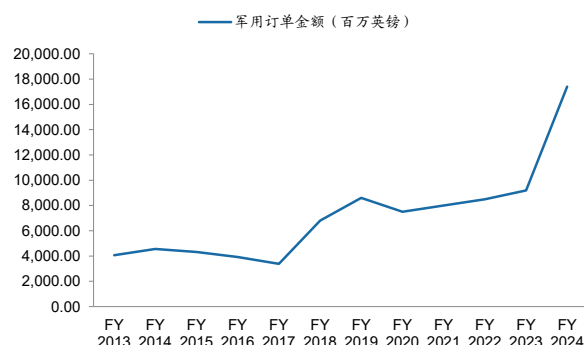
主要军机制造商/军用航发制造商相关收入及订单快速增长, 而来自军用部门的需求进一步加剧了商用发动机及燃机的供应链限制, 如全球主要飞机制造商, 达索、洛马、BAE、三菱重工、诺斯罗普格鲁曼2024年积压航空订单金额已分别为2019年的235%/113%/162%/155%/160%。军机订单的增长带来军用航发订单金额的增长, 如RR2024年底军用订单金额为174亿英镑, 同比2023年增长89%, 达2019年的202%。

图 35: 全球军机制造商航空订单积压



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 (单位: 亿美元)

图 36: RR公司军用订单



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

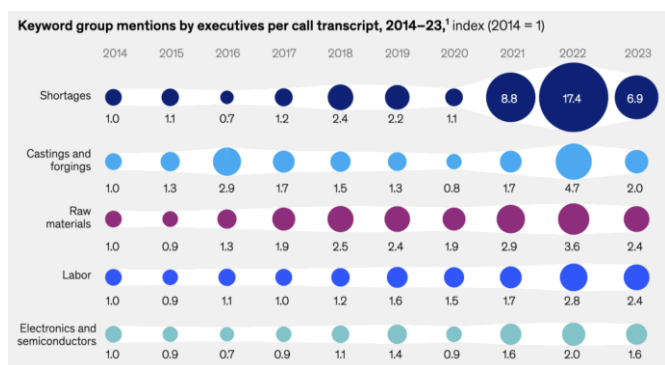
当前航发主机厂军用发动机业务持续高速增长态势。据GE航空及雷神公司财报, 2025Q3 GE航空军用发动机交付172台/yoy+83%/qoq+8%, Q1~Q3累计交付463台/yoy+51%; P&W 25Q3军用发动机交付63台/yoy+97%/qoq+58%, Q1~Q3累计交付154台/yoy+35%, 均实现快速增长。

三、供给变化: 大流行及地缘变化下材料及劳动力短缺

(一) 限制: 下游扩产积极性高于中上游, 锻铸/材料/劳动力为核心瓶颈全球航空航发环节锻铸造及材料供应链短缺近年尤为显著。

商业航空方向, 据麦肯锡咨询2024年文, 分析了2014年至2023年期间50多家原始设备制造商和供应商举行的1000多个投资者和分析师会议, 查看了提到特定关键词的次数。2022年, 与2014年相比, 提及短缺和其他供应链相关的人次增加了约18倍。几个供应类别, 如原材料、铸件、锻件等提到较多; 据波士顿咨询2024年文, 指出在过去的两年里, 商业和国防航空航天公司将铸件和锻件作为供应链中的一个严重痛点, 这个类别交货时间较晚且交货时间更长, 导致价值数亿美元的飞机陷入生产或停运以等待零部件; 国防部门方向, 据美国国防部2022年三军联合发布的、寻找国防关键供应链缺口报告, 将锻造和铸造列为关键供应链缺口之一; 燃气轮机方向, 据Latitude Media, 指出燃气轮机的需求正在快速增长, 但交货时间也在增长, 零部件包括锻铸造产品同样支持航空航天, 因此不能孤立地看待燃气轮机零部件的短缺, 因为需要考虑航空航天业正在发生的事情等。

图 37: 麦肯锡调研全球商业航空航天企业的供应链短缺情况



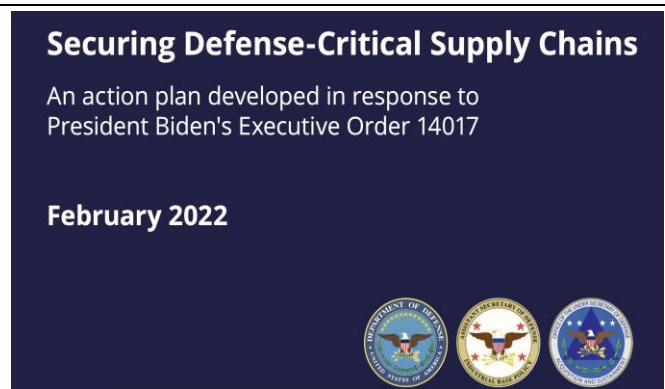
数据来源: 麦肯锡, 广发证券发展研究中心

图 38: 波士顿咨询在2024年7月发布关于航空制造业锻造短缺的调查



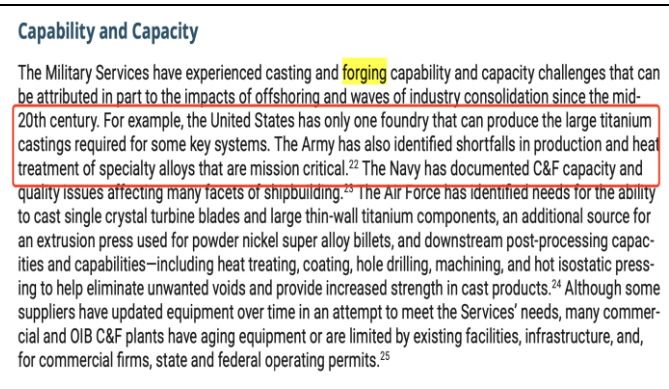
数据来源: 波士顿咨询, 广发证券发展研究中心

图 39: 美国国防部2022年三军联合发布的寻找国防关键供应链缺口报告



数据来源: 美国国防部, 广发证券发展研究中心

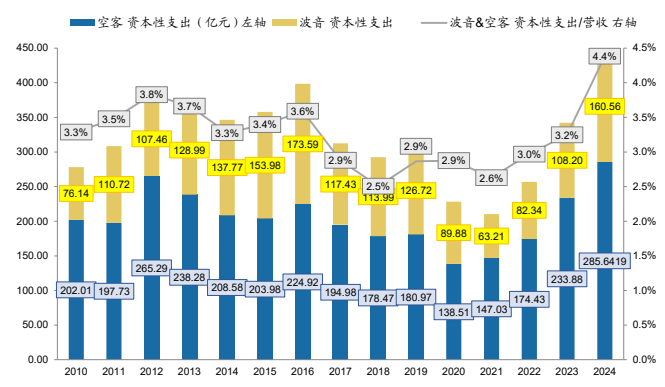
图 40: 美国国防部将锻造和铸造列为国防关键供应链缺口之一



数据来源: 美国国防部, 广发证券发展研究中心

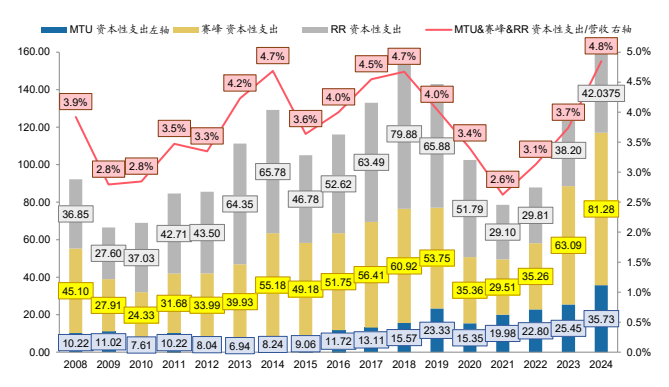
大流行后全球商业航空下游扩产意愿/进度显著高于中上游, 但24年开始中上游扩产节奏加快。从资本开支强度看, 下游主机厂波音/空客、赛峰/RR/MTU资本开支强度(用资本性支出绝对值及占营收比重)已达2010年以来新高水平, 且该趋势是从2022年开始恢复, 但中上游如ATI/CRS/HWM等环节锻造/原材料公司资本开支节奏及强度显著弱于下游。

图 41: 下游飞机整机厂资本开支节奏



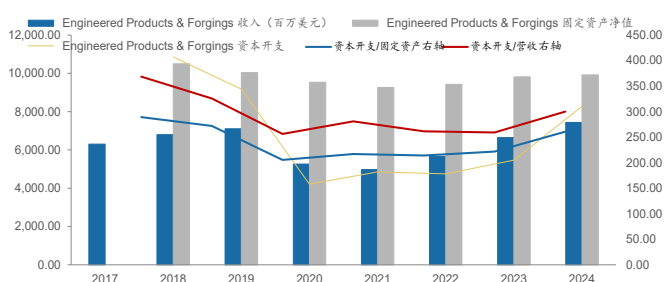
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 42: 发动机主机厂资本开支节奏



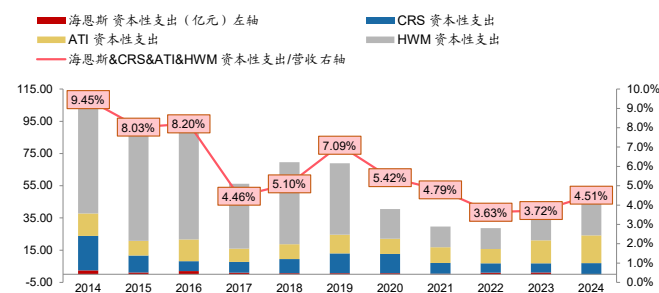
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 (单位: 亿元)

图 43: HWM公司资本开支情况



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 44: 中上游锻造/材料公司资本开支节奏



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

(二) 内在动因: 供应商重心切换至售后市场, 多重需求叠加劳动力短缺

据BCG最新研究, 商业与国防航空领域, 锻铸件是供应链中的“关键痛点”, 主要表现为交付延迟, 具体原因包括:

(1) 原材料交付周期延长: 全球航空级材料如铝、钢、镍、钛及其合金因地缘政治紧张, 供应持续收紧, 部分材料“采购难 + 价格上涨”双重压力并存, 例如钛材当前交付周期约9个月。

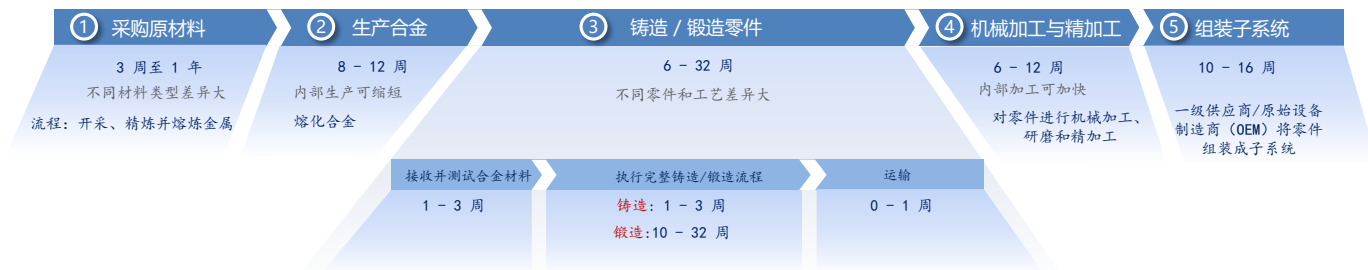
(2) 生产劳动力恢复缓慢: 新冠疫情期间, 美国多数铸造厂、锻造厂被迫裁员50%以上, 后续产能爬坡困难, 而新员工需3-6个月才可完成培训, 且锻铸造工艺对精度敏感度极高, 新员工操作微小偏差会导致质量问题激增, 从而影响交付。

(3) 工程技术人才短缺: 疫情期间裁员与成本削减导致OEM、一级供应商及锻铸造企业大量资深航空工程师流失。

(4) 供应商投资意愿低迷: 疫情期间及波音737 Max停产时期, OEM曾发布激进的生产预估, 促使供应商投资招聘、增加班次、扩建产能, 但随后需求骤降, 导致供应商对OEM失去信任。目前供应商虽有扩产能力但选择拒绝承担长期风险。

(5) 不可预测的售后市场需求高。虽然商业OEM对新飞机的需求在很大程度上是可以预测的, 但对售后零件的需求波动很大, 主要落在铸造和锻造供应链上。几款新的航空航天发动机——包括LEAP发动机和减速涡轮风扇(GTF)——在耐用性和其他问题上表现不佳。大量发动机设计更新使稀疏的工程资源紧张。此外, 在疫情期间, 延迟发动机维护的积压量也在增加。这两个问题现在都导致对更换零件的需求增加, 并迫使供应商适应。即使引入LEAP和GTF发动机的挑战得到解决, 售后市场需求仍将保持高位。新发动机的高压涡轮机和压缩机的高温意味着检修之间的周期会减少, 对更换零件的需求也会增加。

图 45: 当前从原材料到锻铸造产成品需要6-18个月

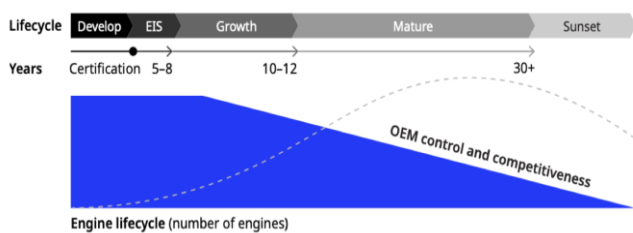


数据来源: BCG 咨询 2024 年 7 月调查, 广发证券发展研究中心

基于以上背景, 我们认为本轮全球两机供需矛盾原因有三, 高度重合的供应链叠加上游多领域的景气周期、传统两机供应商从盈利最大化角度对售后市场的倾斜、中上游环节成熟技能员工在大流行后的短缺。

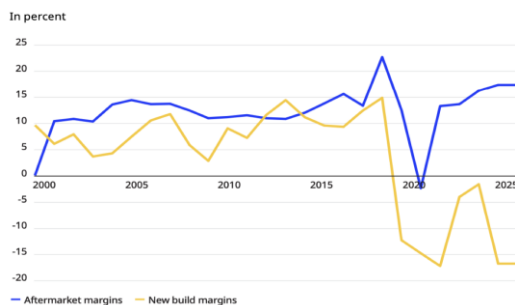
(1) 传统两机供应链商业模式叠加本轮两机维修周期下, 供应商将生产要素向售后市场倾斜。由于下游航司/主机厂的相对高度集中, 发动机主机厂在OEM环节多受到一定的制约。并且, 高利润率的售后市场对于发动机主机厂及重要零部件厂商来说, 扩大OEM的安装基数为核心, 因此OEM环节相对盈利能力相对较低, 且有主动的价格折让。据IATA 25年10月报告, 售后服务市场对民航机身及发动机OEM厂商的收入占比从10~20%到70%不等。而自2010年以来持续爬升的高安装基数及时限到后的维修需求, 当前全球民航及燃机陆续进入大修期。无论是现有商业模式还是盈利能力的考虑, 两机供应链下游及中上游环节供应商或更倾向于将生产要素倾斜至售后市场, 从而挤占现有OEM产能。

图 46: OEM厂商参与发动机全寿命周期



数据来源: IATA, 广发证券发展研究中心

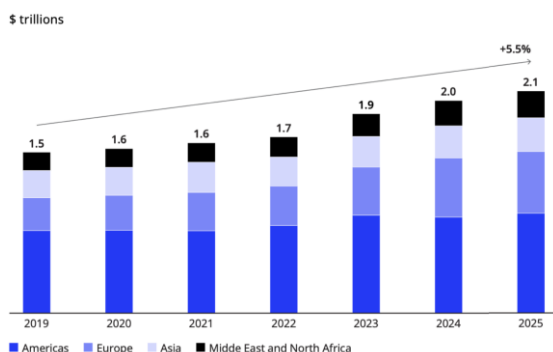
图 47: 2000-2024年主要民航机身厂商售后及前装市场营业利润率变动



数据来源: IATA, 广发证券发展研究中心

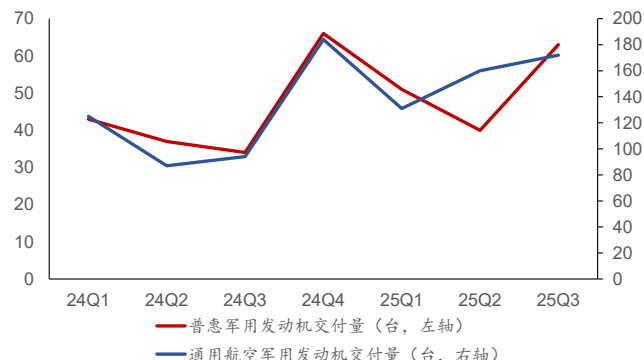
(2) 高度重合的供应链叠加上游多领域的景气周期, 典型例子如军用高景气对于中上游环节的产能挤占。据IATA 2025年10月报告, 地缘政治紧张局势的加剧正在增加全球主要国家的军费开支, 同时匹配全球商业及通用航空景气增长趋势, 并且大流行后提振了全球对公务机和私人飞机的需求, 公务机的利用率比疫情前高出15%以上, 湾流、庞巴迪和巴航领先制造商的订单积压强劲, 这些趋势共同加剧了与商业航空的产能竞争。同时, 军用航空与商业航空供应商竞争当前极其有限的熟练劳动力。总的来说, 来自军用和公务航空的需求加剧了供应链限制, 推迟现阶段商业航空飞机的增长。

图 48: 近年全球主要地区的国防开支



数据来源: IATA, 广发证券发展研究中心

图 49: P&W与GE航空军用发动机近期交付数量



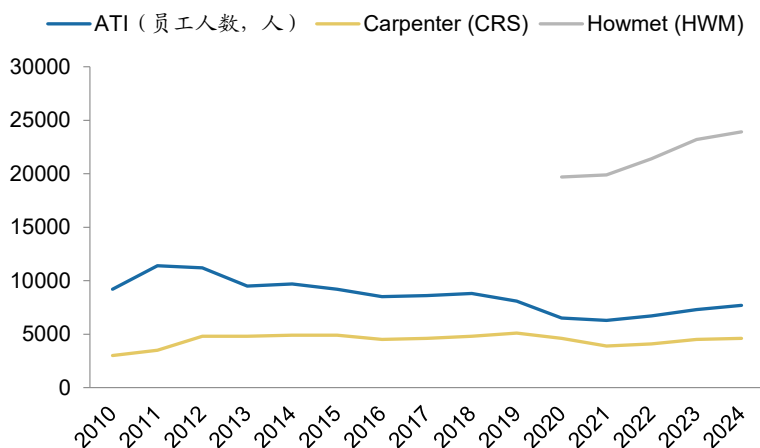
数据来源: 雷神及 GE 财务报告, 广发证券发展研究中心

(3) 21世纪10s后期燃机的需求疲软、疫后中小企业裁员、当前欧美蓝领工人职业选择重心变化, 共同导致成熟技能员工在中上游显著短缺。

例如, 据BCG公司2024年7月文, 由于裁员和与疫情相关的裁员, 航空航天业失去了许多经验丰富的工程师。目前, 原始设备制造商、一级以及铸造和锻造公司缺乏经验丰富的工程师, 这减缓了新零件的资格和正在进行的生产过程, 同时锻造和铸造厂的新工程师可能需要更长时间来开发新零件的生产流程。虽然人员短缺最终会得到解决, 但新工程师可能需要五到十年或更长时间才能获得必要的经验。

从数据看, 上游锻造/材料公司人数增加主要于2023年开始, 但如ATI、CRS (锻造/材料)员工人数甚至小于疫情前2019年水平, 如ATI、CRS2024年为7700、4600人, 2019年高峰期分别为8800、4800人, 相对于下游整机厂, 上游资本密集型相对较大。

图 50: 中上游公司员工人数变化



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 (注: 单位, 人)

四、盈利预测和投资建议

公司是国内领先的航空发动机及医疗精锻产品核心供应商。民航需求仍处于供不应求阶段, 公司在赛峰发动机低压压气机叶片领域签订长协份额稳定, 有望受益民航需求稳中向上。当前全球民航供应链秩序有望重塑, 在欧洲防务产能挤占等背景下,

国内企业有望凭借产能及现货优势，拓展新客户及新品类，受益全球民航制造市场向上周期。短期看公司受益赛峰等传统航空发动机业务随民航整体需求稳中有升，中期看航发补库存及新型号批产，以及公司正积极拓展如罗罗、GE、燃机公司等新客户，以及深化在赛峰、罗罗等新品类的合作，中长期看国产商用发动机批产受益。

全球两机供应链供需约束特征明显，下游订单及需求的持续改善、但中上游环节供应缺口显著：需求端：（1）航空发动机：受益民机退役与新增运力，叠加民机老龄化维修需求挤占产能。（2）燃气轮机：AI与调峰驱动，叠加维修高峰期挤占两机中上游供应链产能。（3）军用：全球军费处于持续上行周期，军用航发燃机需求持续高景气。供给端：全球两机环节锻造及材料供应链短缺近年尤为显著。高度重合的供应链叠加下游多领域的景气周期、传统两机供应商从盈利最大化角度向售后市场倾斜、成熟技能员工在大流行后的短缺，而2022年以来地缘政治冲突、关税变化等黑天鹅事件加剧供给瓶颈。

盈利预测与投资建议。我们预计公司25-27年EPS分别为0.50/0.83/1.38元/股，考虑当前全球海外两机供需矛盾显著，以及全球民用两机市场高景气，考虑公司配套地位、业务成长性及中长期海外品类拓展潜力，结合可比公司估值，我们认为适合给予公司2026年35倍PE估值，对应合理价值为29.06元/股，维持“增持”评级。预计2025-27年公司合并口径营业收入分别达7.77/10.96/16.58亿元，分别同比增长10.5%/41.0%/51.3%，预计未来三年整体毛利率分别为37.3%/38.9%/40.2%。预计2025-27年公司归母净利润分别为1.28/2.15/3.56亿元，分别同比增长1.3%/67.4%/65.9%，2025-27年EPS分别为0.50/0.83/1.38元/股，具体来看：

（1）航空业务方面，公司主要生产精锻叶片、整体叶盘、机匣、涡轮盘等航空发动机零部件。短看公司主营发动机压气机叶片受益民航制造周期向上，中看十四五建设目标驱动、装备现代化建设为主要增长驱动力，以及民航大飞机等牵引商发展以及公司正积极拓展如燃气轮机等市场增量，同时公司积极拓展新外贸客户如RR、新品类如机匣加工等拓展，我们预计仍然保持一定的增长性，预计2025-27年该业务营收分别同比增长10.0%/40.0%/50.0%，26年增长主要系国内民航制造周期向上，此外海外罗罗、GE等燃气轮机业务持续高景气；考虑到公司新业务拓展，产品结构变化或使得毛利率阶段性变化，预计2025-27年该业务毛利率分别为37.0%/38.5%/39.5%。

（2）医疗业务方面，公司主要生产医疗骨科植入锻件。据公司2024年年报，随着国内骨科关节集采逐步落地，国内医疗骨科市场需求正在逐渐好转，公司部分头部客户如大博医疗、威高骨科2024年的经营情况显著改善；同时，公司持续跟踪海外骨科关节客户的需求，出口业务逐渐进入收获期，预计今年医疗骨科业务会止跌回升，为公司业务总收入的增长做出贡献，预计2025-27年该业务营收分别同比增长20.0%/60.0%/70.0%，考虑公司规模经济效应以及海外出口业务的拓展，预计分别毛利率稳中有升，分别为35.0%/40.0%/45.0%。

表 2：航亚科技业绩预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
航空业务					
收入	4.8	6.5	7.1	9.9	14.9
增长率（%）	50.90%	33.40%	10.00%	40.00%	50.00%
成本	3.1	4	4.5	6.1	9

毛利	1.7	2.5	2.6	3.8	5.9
毛利率 (%)	35.60%	38.10%	37.00%	38.50%	39.50%
医疗业务					
收入	0.5	0.5	0.6	0.9	1.6
增长率 (%)	37.20%	-11.60%	20.00%	60.00%	70.00%
成本	0.5	0.5	0.4	0.6	0.9
毛利	0	0	0.2	0.4	0.7
毛利率 (%)	34.80%	36.90%	35.00%	40.00%	45.00%
其他业务					
收入		0.1	0.1	0.1	0.1
增长率 (%)			0%	0%	0%
成本		0	0	0	0
毛利		0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率 (%)		74.50%	74.50%	74.50%	74.50%
合计					
收入	5.4	7	7.8	11	16.6
增长率 (%)	49.90%	30.70%	10.60%	41.00%	51.30%
成本	3.4	4.5	4.9	6.7	9.9
毛利	1.9	2.5	2.9	4.3	6.7
毛利率 (%)	36.00%	36.00%	37.30%	38.90%	40.20%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

可比公司估值: 考虑公司下游主要应用于航空发动机、燃气轮机、医疗等高端装备市场, 同时公司海外航空发动机业务发展成熟且规模较大, 当前国内可比上市公司有航材股份(国内国外航空航天用高温合金及钛合金等制品供应商)、应流股份(主营业务现已涵盖高端部件、航空科技和先进材料三大领域)。

(1) 格局端, 在航空发动机业务方面, 公司已成为法国赛峰、中国航发、美国 GE、英国 RR 等国内外主流航空发动机厂商及国内发动机设计院所的供应商; 在燃气轮机业务方面, 已成为美国 GE、中国航发燃机、龙江广瀚、管网集团等国内外主流燃气轮机公司的供应商, 如在赛峰领域, 据公司2024年年报, 公司自 2016 年开始向赛峰批量供应压气机叶片, 质量、及时性等交付方面的表现获得客户认可, 供应份额一再提高(目前至 2030 年的长协约定不低于 50%), 考虑公司当前正积极拓展赛峰新品类以及罗罗等新客户, 预计公司技术、产品优势仍有望持续。

(2) 市场端, 装备现代化、商发国产化、新型号迭代等或促公司在中长期维持较高景气度; 同时公司正积极拓展海外用户、以及在原有成熟用户积极拓展新品类, 有望受益于全球民航制造向上周期以及民航供应链秩序结构性重塑的机遇。综上, 我们认为适合给予公司26年35倍的PE估值, 对应合理价值29.06元/股, 维持“增持”评级。

表 3: 可比公司盈利预测及估值

证券简称	证券代码	EPS (元/股)				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
航材股份	688563.SH	1.29	1.34	1.60	1.89	43.25	42.49	35.72	30.18
应流股份	603308.SH	0.42	0.60	0.84	1.14	33.43	71.29	51.15	37.78

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心 (盈利预测取自 wind 一致预测, 2025 年 12 月 26 日收盘)

五、风险提示

(一) 全球两机市场需求存在不确定性风险

全球两机市场受全球经济活动影响较大, 不排除相关地缘冲突等黑天鹅事件对全球燃机轮机/航空发动机采购的影响。

(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, 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

高端装备行业属于典型的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:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	663	862	919	1,150	1,625
货币资金	218	321	363	388	562
应收及预付	268	344	358	504	717
存货	156	181	183	242	330
其他	21	15	15	15	16
非流动资产总额	923	1,055	1,171	1,239	1,252
长期股权投资	11	12	12	12	12
固定资产	685	857	974	1,048	1,068
在建工程	117	97	87	78	71
使用权资产	3	1	1	1	1
无形资产	67	66	68	70	72
其他	39	22	29	29	29
资产总额	1,586	1,917	2,090	2,388	2,877
流动负债总额	454	563	665	839	1,119
短期借款	49	117	163	159	142
应付及预收	330	411	458	626	910
其他	74	36	44	54	67
非流动负债总额	42	171	167	167	167
长期借款	19	97	97	97	97
应付债券	0	0	0	0	0
其他	23	75	71	71	71
负债总额	496	735	833	1,006	1,286
股本	258	258	258	258	258
其他	791	884	959	1,086	1,297
归母权益合计	1,049	1,142	1,218	1,345	1,555
少数股东权益	41	40	39	38	35
负债和股东权益	1,586	1,917	2,090	2,388	2,877

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	544	703	777	1,096	1,658
营业成本	348	432	487	669	991
营业税金及附加	2	5	5	8	12
销售费用	12	18	19	25	36
管理费用	41	61	62	80	119
研发费用	48	61	68	88	133
财务费用	-3	-5	6	6	4
资产信用减值损失	-5	-21	-24	-29	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	96	136	138	231	384
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	96	137	138	231	384
所得税费用	8	11	11	18	31
合并净利润	87	126	127	213	354
少数股东损益	-3	-1	-1	-1	-2
归母净利润	90	127	128	215	356
EPS (元/股)	0.35	0.49	0.50	0.83	1.38

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	121	210	250	290	479
合并净利润	87	126	127	213	354
折旧摊销	56	78	76	93	117
营运资金变动	-35	-42	13	-57	-35
其他	0	0	-1	0	0
投资活动现金流净额	-224	-196	-144	-161	-131
资本性开支	-218	-196	-185	-161	-131
投资	-6	0	0	0	0
其他	0	0	41	0	0
融资活动现金流净额	-7	59	-16	-104	-174
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-1	117	50	-4	-17
股利分配与偿付利息	-4	-58	-63	-100	-157
其他	-1	0	-3	0	0
现金净增加额	-109	78	90	25	174
期初现金余额	304	195	273	363	388
期末现金余额	195	273	363	388	562

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	49.9%	29.4%	10.5%	41.0%	51.3%
营业利润增长率	537.2%	42.0%	1.5%	67.4%	65.9%
归母净利增长率	349.6%	40.3%	1.3%	67.4%	65.9%
获利能力					
毛利率	36.0%	38.5%	37.3%	38.9%	40.2%
净利率	16.1%	17.9%	16.4%	19.4%	21.3%
ROE	8.6%	11.1%	10.5%	16.0%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	38.3%	39.8%	42.1%	44.7%
有息负债率	4.3%	11.1%	12.4%	10.7%	8.3%
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5
利息保障倍数	23.6	23.0	15.2	22.1	36.3
营运能力					
应收账款周转率	3.2	2.8	2.4	2.4	2.6
存货周转率	2.2	2.4	2.7	2.8	3.0
应付账款周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标					
每股收益	0.35	0.49	0.50	0.83	1.38
每股净资产	4.06	4.42	4.71	5.20	6.02
每股经营现金流	0.47	0.81	0.97	1.12	1.85
估值比率					
PE	50.5	35.6	54.6	32.6	19.7
PB	4.3	3.9	5.7	5.2	4.5
EV/EBITDA	28.5	19.0	28.2	19.1	12.4

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。