



## 海内外业务齐发力，基本面拐点渐现

### —— 航亚科技公司点评

2026年04月20日

#### 核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年报和 2026 一季报，25 年归母净利 1.02 亿元，YoY-19.44%。26Q1 归母净利为 2003.54 万元，同比下降 34.68%。
- **海外供应链切换，26Q1 业绩下滑幅度扩大：**公司 25 年营收 6.97 亿，YoY-0.95%，主因国际业务总量下降所致。归母净利 1.02 亿元，YoY-19.44%，主因毛利率下降和费用率上升的共同作用。26 年 Q1 营收 1.71 亿元，YoY-1.47%，QoQ-3.05%。归母净利润 0.20 亿元，YoY-34.68%，QoQ-16.73%。Q1 单季收入降幅收窄，但归母净利同比下滑幅度扩大，主因信用减值损失和汇兑损失增加，25 年海外供应链切换影响延伸至 Q1。
  - **分业务看，公司航空产品** 25 年收入 6.31 亿元，YoY-2.28%。毛利率 36.85%，YoY-1.28pct。其中**国际两机业务**收入同比减少 14.42%，主因受到海外特种工艺供应链影响，北美市场部分叶片订单出现重大延期交付。**国内两机业务方面**，当前国内两机产业正处在政策明确、需求清晰的战略发展窗口期，受益于下游市场端放量，全年收入同比增长 13.78%。**医疗骨科关节业务**收入 0.57 亿元，同比增长 18.41%，毛利率 33.05%，YoY-3.81pct。聚焦国内客户头部需求，以价换量，持续扩展，扩大市场份额，同时国际业务取得重要突破。
  - 公司综合毛利率 37.23%，YoY-1.30pct。期间费用率 21.11%，YoY-1.88pct。其中研发费用率增长 1.72pct 至 10.42%，主因公司扩展燃机新业务，持续投入研发。管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为 7.89% (YoY-0.78 pct)、2.32% (YoY-0.26pct)，0.48% (YoY+1.20pct)。
  - 公司在建工程持续转固，25 年 0.20 亿元，较期初减少 79.46%，26 年 Q1 持续降至 0.11 亿元，产能建设进展顺利。公司存货 25 年 2.27 亿元，较期初增长 25.10%，26Q1 持续增至 2.50 亿元，或因交付延迟所致。
- **聚焦核心客户，国际国内双线发力：**1) 全球航空景气上行带动航发装机量持续扩大。LEAP 发动机 2025 年交付 1802 台，GE 2026 年和 2028 年 LEAP 交付目标分别为 2000 台 (YoY+11%)、2500 台。航发交付提速或将有力拉动公司精锻叶片业务增长。2) AI 算力基础设施建设催生燃气轮机需求，主要制造商积压订单已普遍排至 2030 年，为公司进一步融入全球供应链体系、拓展产品应用边界提供了更多机遇。公司与 GE 的两机压气机叶片项目合作稳健；叶片新产品的研发与量产爬坡进展顺利，且持续拓展转动件及结构件业务领域，优化产品布局，国际业务具备长期增长动能。3) 国产长江系列商用航发研制进入取证冲刺阶段，公司也是国内航发关键零部件的同步研制开发的重要参与者之一，承担了多个高性能先进国产发动机以及长江系列零部件的研制任务，同时导入新型号的燃气轮机关键零部件，将核心受益于两机国产化加速。
- **抓住供应链重塑契机，推动产能建设：**国际方面，公司马来西亚新工厂完成多项前期工作，项目满产后预计将实现年新增压气机叶片 150 万片、医疗骨科植入类锻件 100 万件的生产能力，进一步融入全球航空与医疗产业链，增强供应链韧性；国内方面，无锡本地航发零部件新产能建设已完成建设方案设计。项目建成后预计将形成每年约 8000 件机匣产能，推动机匣类产品向规模化、稳定化配套升级，优化公司产品结构。

#### 航亚科技 (股票代码: 688510)

**推荐** 首次评级

#### 分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩淼

☎: 010-80927657

✉: huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

#### 市场数据

2026年04月20日

股票代码	688510
A 股收盘价(元)	33.60
上证指数	4,082.13
总股本(万股)	25,952
实际流通 A 股(万股)	25,952
流通 A 股市值(亿元)	87

#### 相对沪深 300 表现图

2026年04月20日



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河军工李良】公司点评报告\_国防军工\_航亚科技: 国际+国内业务齐增长, 可转债募资再添发展助力

- **投资建议：** 鉴于国内外两机市场景气度向好，我们认为 26Q1 或为全年低点，未来将实现营收和利润环比稳步回升。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.72/2.35/2.91 亿元，EPS 分别为 0.66/0.90/1.12 元，对应 PE 分别为 51/37/30 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 下游需求波动的风险；客户延迟验收的风险；毛利率下降的风险。

**主要财务指标预测**

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	697	929	1,198	1,436
收入增长率%	-0.95	33.37	28.96	19.87
归母净利润(百万元)	102	172	235	291
利润增长率%	-19.44	68.80	36.47	24.05
分红率%	50.92	49.68	47.15	49.25
毛利率%	37.23	37.20	37.10	37.00
摊薄 EPS(元)	0.39	0.66	0.90	1.12
PE	85.55	50.68	37.14	29.94
PB	7.22	6.56	5.88	5.26
PS	12.52	9.39	7.28	6.07

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 一、公司情况

### (一) 主要业务、主要产品或服务情况

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。公司主要产品具体用途如下：

表1: 主要产品

产品名称	具体用途及实现功能
<b>航空发动机和燃气轮机关键零部件</b>	
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。
<b>医疗骨科植入锻件</b>	
髌关节柄件	是假体仿照人体髌关节的结构，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
髌关节臼杯	
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，是膝关节的重要负荷结构。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 1. 航空发动机和燃气轮机领域

在航空发动机业务方面，公司已成为法国赛峰、中国航发、英国 RR、美国 GE 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。

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。

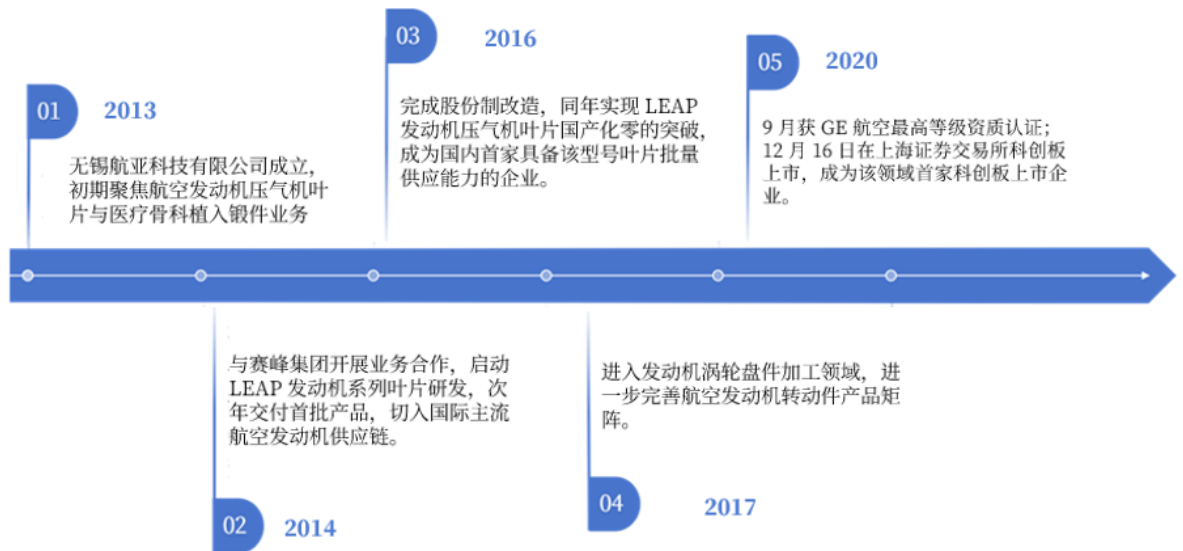
#### 2. 医疗骨科关节领域

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。由于医疗骨科植入锻件与航空发动机压气机叶片在材料及锻造环节的生产设备、工艺流程上相近，因此，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，主要产品包括人工髌关节-股骨柄、人工髌关节-髌臼杯、人工膝关节-胫骨托等。

## （二）历史沿革

航亚科技是国内航空发动机关键零部件精锻制造领域的高新技术企业，也是民参军与航空产业链自主可控的代表性企业。公司前身为 2013 年成立的无锡航亚科技有限公司，初期聚焦航空发动机压气机叶片与医疗骨科植入锻件业务，2014 年与赛峰集团合作，切入国际主流航空发动机供应链。2016 年公司完成股份制改造，同年实现 LEAP 发动机压气机叶片国产化突破；2020 年获 GE 航空最高等级资质认证，并于科创板上市，成为该领域首家科创板上市企业。此后公司持续拓展产品矩阵、扩大产能，深度参与国产航发研制。目前，公司已成为中国航发、赛峰等国内外主流厂商核心供应商，稳居国内航空发动机精密锻造领域领军地位，是民企参与国防军工与航空强国建设的标杆。

图1：公司发展历程



资料来源：iFind，公司官网，中国银河证券研究院

## 二、公司业绩

**海外供应链切换，26Q1 业绩下滑幅度扩大：**公司 25 年营收 6.97 亿，YoY-0.95%，主因国际业务总量下降所致。归母净利 1.02 亿元，YoY-19.44%，主因毛利率下降和费用率上升的共同作用。26 年 Q1 营收 1.71 亿元，YoY-1.47%，QoQ-3.05%。归母净利润 0.20 亿元，YoY-34.68%，QoQ-16.73%。Q1 单季收入降幅收窄，但归母净利润同比下滑幅度扩大，主因信用减值损失和汇兑损失增加，25 年海外供应链切换影响延伸至 Q1。

**分业务看，**公司**航空产品** 25 年收入 6.31 亿元，YoY-2.28%。毛利率 36.85%，YoY-1.28pct。其中国**际两机业务**收入同比减少 14.42%，主因受到海外特种工艺供应链影响，北美市场部分叶片订单出现重大延期交付。**国内两机业务方面**，当前国内两机产业正处在政策明确、需求清晰的战略发展窗口期，受益于下游市场端放量，全年收入同比增长 13.78%。**医疗骨科关节业务**收入 0.57 亿元，同比增长 18.41%，毛利率 33.05%，YoY-3.81pct。聚焦国内客户头部需求，以价换量，持续扩展，扩大市场份额，同时国际业务取得重要突破。

图2：2018-2025 公司营收（亿元）

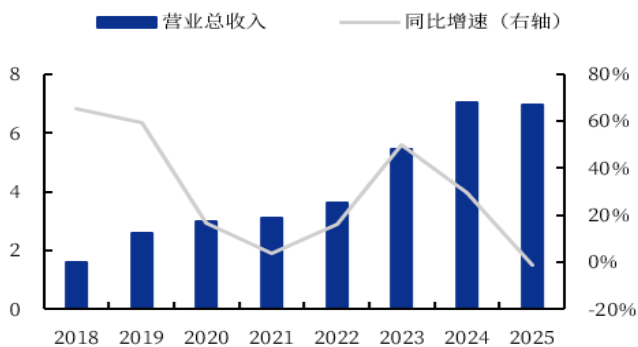
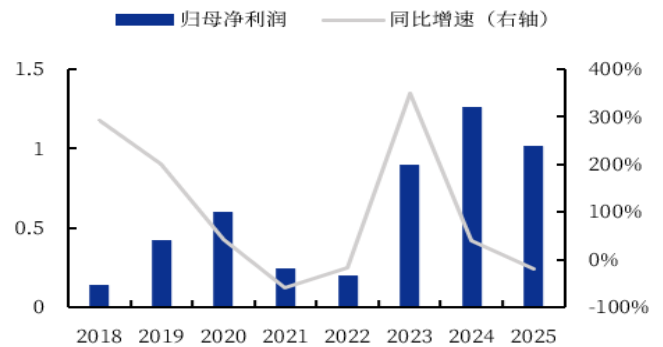


图3：2018-2025 公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

公司综合毛利率 37.23%，YoY-1.30pct。期间费用率 21.11%，YoY-1.88pct。其中研发费用率增长 1.72pct 至 10.42%，主因公司扩展燃机新业务，持续投入研发。管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为 7.89%（YoY-0.78 pct）、2.32%（YoY-0.26pct），0.48%（YoY+1.20pct）。

公司在建工程持续转固，25 年 0.20 亿元，较期初减少 79.46%，26 年 Q1 持续降至 0.11 亿元，产能建设进展顺利。公司存货 25 年 2.27 亿元，较期初增长 25.10%，26Q1 持续增至 2.50 亿元，或因交付延迟所致。

图4：2018-2025 公司毛利率和净利率

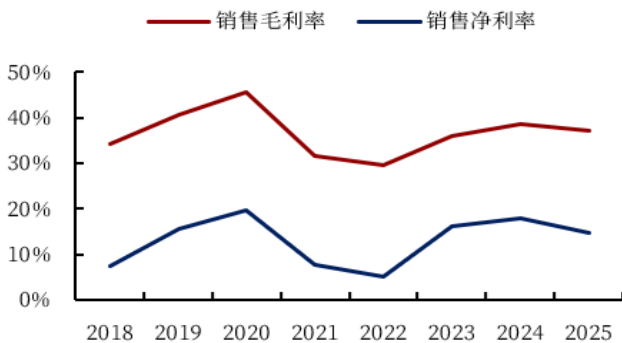
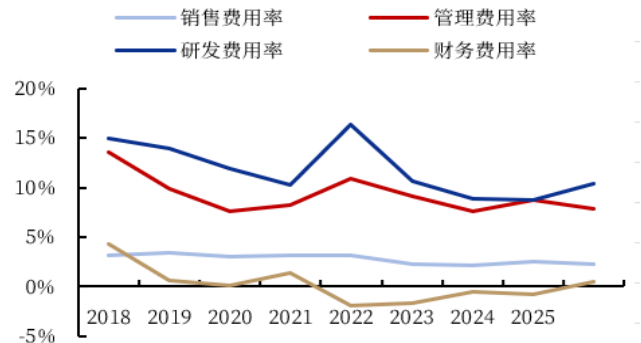


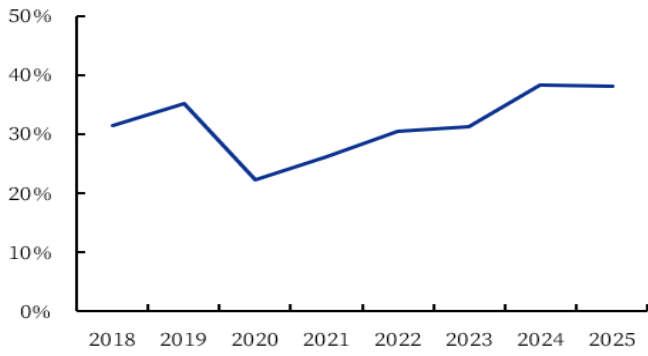
图5：2018-2025 公司费用率水平



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

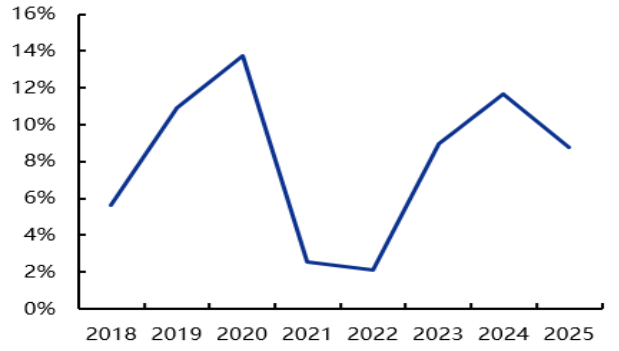
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图6: 2018-2025 公司资产负债率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图7: 2018-2025 公司净资产收益率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

## 三、公司行业地位

### （一）航空发动机和燃气轮机零部件行业

#### 1. 国际航空发动机和燃气轮机领域

从航空发动机领域来看，2025年，全球航空市场需求持续稳健增长，行业增速逐步回归历史常态。根据国际航空运输协会（IATA）公布的数据，全球航空客运总需求同比增长5.3%；全球航空货运总需求（按照货运吨公里计算）同比增长3.4%，创历史纪录。市场在整体增长的同时，呈现出区域分化与结构特点，亚太地区以最快的增速和最高的载客率，成为拉动行业增长的核心引擎。航空运输需求增长带动了发动机市场的规模扩张，GE航空2025年商用飞机发动机交付量同比增长25%，CFM国际交付量同比增长28%，国际商用航空发动机行业正处于技术迭代、市场需求增长与供应链重构的关键阶段。

从燃气轮机领域来看，2025年全球市场在AI算力爆发与能源转型的双重驱动下进入高景气周期。据行业统计，全年全球燃气轮机新增订单量同比增长约60%，其中北美市场受数据中心建设潮推动，订单增速尤为显著，新签订单交付周期普遍排至2028-2030年，其中轻型燃机因部署快、调峰能力强等优势成为AI数据中心首选方案。面对订单交付积压问题，主要制造商已提升未来产能规划，为产业链未来五年提供高确定性的景气保障。

与此同时，由于飞机和发动机制造商产能受限，全球运力供给无法完全匹配需求增长，主要飞机制造商也面临长期订单交付压力，其未交付的订单量按现有交付速度计算，交付周期均超过11年。另外，全球主要发动机制造商均表示存在供应瓶颈，产能受全球供应链影响仍未完全恢复，防务领域的竞争性扩张又进一步挤占民用发动机供应链产能。

这种供需失衡导致产能与订单需求之间的结构性错配日益凸显，零部件短缺及国际贸易环境加剧全球民航供应链效率下行。在此背景下，国际主要发动机制造商正积极调整供应链策略，这将有利于公司深化与核心客户的战略合作关系，为未来市场份额拓展奠定坚实基础。

- **在窄体机方面**，低成本航空公司和短途航线的快速增长，使得Leap系列发动机（搭载波音737和空客A320）成为市场主导机型，2025年继续领跑交付榜。据美国《航空周刊》、MRO公司等预测，2026-2035年，全球飞机制造商将生产42000架装配涡扇发动机的商用飞机，其中约23706架装配Leap系列发动机，占比一半以上。基于公司与赛峰集团长期稳定的战略合作关系，公司在Leap系列发动机增压级叶片领域的全球市场份额保持稳定，同时也在逐步扩展其他结构件类产品。
- **在宽体机方面**，GENX系列发动机（搭载波音787等）是GE航空史上销售速度最快的高推力发动机，GE9X发动机是世界上推力最大的民用航空发动机，已进入交付倒计时，据美国《航空周刊》预测，2026-2035年间，GE航空有望交付约2600台GENx-1B发动机、约1784台GE9X发动机。公司已完成GENX发动机项目的研制，2025年稳定交付，年内也完成了GE9X项目的研制，已有部分件号进入量产；GE90发动机广泛应用于全球现役大型飞机上（如波音777），公司已成功导入相关项目并已逐步量产；据美国《航空周刊》预测，2026-2035年间，遑达发动机的交付量可能达3084台，其中77%是遑达XWB型，公司在此机型上的压气机叶片项目已转入量产。

#### 2. 国内航空发动机和燃气轮机领域

在“两机专项”、“飞发分离”、“双碳战略”等顶层设计持续赋能下，“十五五”规划纲要又进一步将“科技自立自强水平大幅提高”与“重点领域关键核心技术快速突破”作为核心目标，为“两机”产业营造了良好的发展环境，我国“两机”产业进入核心技术攻坚与国产化替代的加速期。

我国航空装备产业链已实现从设计、制造到取证的全流程贯通。以中国商飞为代表的民机制造

业面临“产能爬坡”与“动力自主”的双重挑战。在此背景下，配套的国产长江系列商用航空发动机研制进入取证冲刺阶段，中国民航制造业将迎来自身发展的黄金时期。

从防务类航空发动机板块来看，不断变化的地缘政治竞争进一步强化了装备自主可控的紧迫性。“新机列装”和“存量换发”双轮驱动，进一步刺激对应发动机零部件需求，行业景气度持续向上。

从燃气轮机领域来看，在国家“双碳”目标及能源安全战略驱动下，依托 AI 算力需求，国内燃气轮机行业迎来新的发展机遇期。其中，中小型燃气轮机凭借在分布式能源、油气输送及数据中心调峰领域的灵活应用，市场占有率高，成为燃机发展的主力方向。

### 3. 公司业务

公司制造的整体叶盘、盘轴类转动件及整流器、机匣为代表的结构件等，都是“两机”发动机中结构较为复杂、需耐受苛刻工作环境的关键零部件，具有型面复杂程度高、测试难度高、耐受性要求高、生产过程管控困难等特性，所采用的钛合金及高温合金属于难加工材料，并且需要采用摩擦焊接、电子束焊、喷涂、涂镀、化学处理、无损检测等特种工艺。公司掌握了多种不同技术规范的钛合金、高温合金的热加工参数及性能，掌握了不同材料规范在制造各类零部件的先进工程制造技术以及各类特种工艺。

公司产品批量装机应用于国际主流民用航空发动机，在成熟项目上与国际客户的合作粘性进一步增强，同时成功开拓其他发动机机型研发新品，反映公司的产品与服务赢得赛峰为代表的国际主流发动机厂商的高度认可。同时公司也是国内航空发动机关键零部件的同步研制开发的重要参与者之一，承担了多个高性能先进国产发动机以及长江系列商用发动机零部件的研制任务，同时导入新型号的燃气轮机关键零部件产品。此外，公司持续拓展轻型燃气轮机业务力度，挖掘新兴增长点，在未来有望逐步形成业务总量、经营效益、行业口碑的新增长引擎。

- **压气机叶片类产品。**全球主流航空发动机厂商中的赛峰、RR 和 GE 航空为公司客户，公司是赛峰 leap 型号发动机低压压气机叶片的主要供应商。公司已先后成功开发并批量交付了波音系列的 B737max、B777、B787、B777X 及空客 A320neo、A350 等窄体客机、宽体客机的压气机叶片。同时，公司积极参与中国航发集团高性能发动机、多种型号燃气轮机以及我国自主研制的 CJ1000/CJ2000 发动机（配装 C919/C929 飞机）等重点型号任务，提供高、低压压气机叶片。
- **转动件及结构件类产品。**公司围绕先进的精密加工工艺、先进的检测及工艺装备，以及特种工艺等多项工艺技术的集成与应用，在关键零部件专业化领域取得稳步发展，得到了国内外航空发动机公司以及国内主要科研院所的认可，目前以支持中国航发集团整机研制为主，参与国产主流在役发动机的关键零部件批量化生产配套；参与先进新型国产发动机预研及型号的零组件研制及批产；全面深度参与国产商用航空发动机研制；与国内知名燃气轮机用户合作推进燃气轮机国产化进程；先后完成国家、省、市重大科研攻关任务。

## （二）医疗骨科植入锻件行业

2025年，全球骨科植入物市场规模预计突破600亿美元，受全球人口老龄化加剧及手术渗透率提升驱动，亚太、拉美和中东等新兴市场成为增长主引擎，欧美日等发达国家和地区的市场需求已从普及转向产品升级换代，市场规模庞大但增长趋于稳定。在国内，随着人工关节国家集采政策全面落地执行，行业已进入以量换价后的业绩修复与需求释放阶段，整体呈现温和增长态势。

医疗骨科植入锻件的上游主要是原材料供应商、中游主要是植入件毛坯厂家，下游则是骨科植入件加工及临床厂家。目前骨科行业正处于集采背景下的行业重塑期以及国产替代进口趋势增强的窗口期，行业呈现两大特点，一是行业集中度提升，二是进口替代。

**医疗骨科关节植入物假体精密锻件是组成假体植入物髋关节与膝关节的重要主体结构组成部分。**髋关节植入件主体结构由髋关节的股骨柄和髋臼外杯组成，其精密锻件材料牌号一般是TC4、TC4ELI、Ti6Al4V、Ti6Al4VELI的钛合金，也有高氮不锈钢和钴铬钼合金材料。在各种金属中，钛合金质地轻盈、机械性能良好，力学性能比较接近人骨，与骨头和肌肉有良好的相容性。精密锻造的钛合金锻件，其表面流线接近于零件外形分布并致密，具有非常好的抗疲劳性能。同时钛合金精密锻件在人体内很难被腐蚀，生物兼容性好，极少与人体有排斥反应，对植入人体适应性较好。在膝关节植入物假体胫骨平台方面，目前钛合金胫骨平台较多采用精密锻件，钴铬钼胫骨平台较多采用精密铸件，钴铬钼胫骨平台比重大、强度高、机械加工难度大。随着近几年耐磨涂层技术发展，铸造钴铬钼胫骨平台逐渐被轻质的比强比高的钛合金胫骨平台精密锻件所取代。这类合金最突出的特性是耐磨，有利于延长假体寿命，减少有害的磨损碎屑产生。

公司依靠精锻技术制造医疗植入物的杯、柄、托等类别精密锻件，已成为国内医疗骨科植入锻件行业知名供应商，在中国市场服务于国内外多家知名医疗骨科关节品牌制造企业。除了实现了髋关节系列产品的大规模产业化供应外，还实现了钛合金胫骨平台产品国产化，参与了我国医疗骨科关节先进材料的应用发展。国内医疗骨科植入件市场占有率前十名厂商中包括强生医疗、施乐辉、威高骨科、爱康医疗（子公司英国JRI）等均为公司长期稳定战略客户。

国际业务上，发达国家和地区骨科关节市场需求以产品升级换代为主，市场规模庞大，增长稳定。国内业务上，随着集采政策的持续推进，医疗骨科关节业务以价换量提升市场需求水平，国产替代提速，借助国家政策支持 and 国内市场扩容的机遇，国内头部企业竞争优势持续提升，行业加速向头部优势企业集中。

公司与国内头部企业形成长期可持续战略合作，加大力度持续开展国际市场调研和拓展，同时积极推动内部能力建设和管理提升，形成核心竞争力以满足其采购需求及自身发展目标。

## 四、投资建议

**聚焦核心客户，国际国内双线发力：**1) 全球航空景气上行带动航发装机量持续扩大。LEAP 发动机 2025 年交付 1802 台，GE 2026 年和 2028 年 LEAP 交付目标分别为 2000 台 (YoY+11%)、2500 台。航发交付提速或将有力拉动公司精锻叶片业务增长。2) AI 算力基础设施建设催生燃气轮机需求，主要制造商积压订单已普遍排至 2030 年，为公司进一步融入全球供应链体系、拓展产品应用边界提供了更多机遇。公司与 GE 的两机压气机叶片项目合作稳健；叶片新产品的研发与量产爬坡进展顺利，且持续拓展转动件及结构件业务领域，优化产品布局，国际业务具备长期增长动能。3) 国产长江系列商用航发研制进入取证冲刺阶段，公司也是国内航发关键零部件的同步研制开发的重要参与者之一，承担了多个高性能先进国产发动机以及长江系列零部件的研制任务，同时导入新型号的燃气轮机关键零部件，将核心受益于两机国产化加速。

**抓住供应链重塑契机，推动产能建设：**国际方面，公司马来西亚新工厂完成多项前期工作，项目满产后预计将实现年新增压气机叶片 150 万片、医疗骨科植入类锻件 100 万件的生产能力，进一步融入全球航空与医疗产业链，增强供应链韧性；国内方面，无锡本地航发零部件新产能建设已完成建设方案设计。项目建成后预计将形成每年约 8000 件机匣产能，推动机匣类产品向规模化、稳定化配套升级，优化公司产品结构。

表2：公司业绩分拆（亿元）

	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026E	2027E	2028E
<b>航空产品</b>						
收入	4.84	6.46	6.31	8.52	11.08	13.30
YOY		33.5%	-2.3%	35.0%	30.0%	20.0%
毛利率	35.6%	38.1%	36.9%	37.0%	37.0%	37.0%
收入占比	89.1%	91.9%	90.6%	91.8%	92.5%	92.6%
<b>医疗产品</b>						
收入	0.54	0.48	0.57	0.68	0.82	0.98
YOY		-11.1%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	34.8%	36.9%	33.1%	33.0%	33.0%	33.0%
收入占比	9.9%	6.8%	8.1%	7.3%	6.8%	6.8%
<b>其他业务</b>						
收入	0.05	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
YOY		80.0%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	84.3%	74.5%	91.6%	90.0%	90.0%	90.0%
收入占比	0.9%	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.6%
<b>合计</b>	<b>5.44</b>	<b>7.03</b>	<b>6.97</b>	<b>9.29</b>	<b>11.98</b>	<b>14.36</b>
YOY	<b>49.93%</b>	<b>29.39%</b>	<b>-0.95%</b>	<b>32.09%</b>	<b>28.99%</b>	<b>19.85%</b>
综合毛利率	<b>36.0%</b>	<b>38.5%</b>	<b>37.2%</b>	<b>37.2%</b>	<b>37.1%</b>	<b>37.0%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**投资建议：**鉴于国内外两机市场景气度向好，我们认为 26Q1 或为全年低点，后续或将实现营收和利润环比稳步回升。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.72/2.35/2.91 亿元，EPS 分别为 0.66/0.90/1.12 元，对应 PE 分别为 51/37/30 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求波动的风险；客户延迟验收的风险；毛利率下降的风险。

表3: 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	697	929	1,198	1,436
收入增长率%	-0.95	33.37	28.96	19.87
归母净利润(百万元)	102	172	235	291
利润增长率%	-19.44	68.80	36.47	24.05
分红率%	50.92	49.68	47.15	49.25
毛利率%	37.23	37.20	37.10	37.00
摊薄 EPS(元)	0.39	0.66	0.90	1.12
PE	85.55	50.68	37.14	29.94
PB	7.22	6.56	5.88	5.26
PS	12.52	9.39	7.28	6.07

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	933	1,344	1,790	2,237
现金	318	591	812	1,042
应收账款	339	392	541	651
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	8	8	12	14
存货	227	270	352	437
其他	40	83	73	92
非流动资产	1,085	954	823	691
长期投资	12	12	12	12
固定资产	945	822	693	562
无形资产	69	72	74	76
其他	59	48	43	40
资产总计	2,018	2,299	2,613	2,927
流动负债	573	734	895	1,034
短期借款	104	104	104	104
应付账款	267	392	493	584
其他	202	238	298	347
非流动负债	196	196	196	196
长期借款	97	97	97	97
其他	99	99	99	99
负债总计	769	930	1,091	1,231
少数股东权益	41	39	39	38
归属母公司股东权益	1,208	1,329	1,483	1,659
负债和股东权益	2,018	2,299	2,613	2,927

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	180	329	310	353
净利润	103	170	234	291
折旧摊销	97	136	137	137
财务费用	9	0	0	0
投资损失	2	1	2	2
营运资金变动	-65	21	-63	-77
其他	34	0	0	0
投资活动现金流	-154	-6	-7	-8
资本支出	-154	-5	-5	-6
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-1	-2	-2
筹资活动现金流	-20	-51	-81	-116
短期借款	-13	0	0	0
长期借款	1	0	0	0
其他	-8	-51	-81	-116
现金净增加额	4	272	222	230

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	697	929	1,198	1,436
营业成本	437	583	754	905
税金及附加	6	6	9	11
销售费用	16	22	29	34
管理费用	55	74	91	108
研发费用	73	96	122	139
财务费用	3	-6	-12	-16
资产减值损失	-21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	28	32	51	63
营业利润	113	186	256	319
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	113	186	256	319
所得税	10	16	22	28
净利润	103	170	234	291
少数股东损益	1	-2	-1	-1
归属母公司净利润	102	172	235	291
EBITDA	214	316	381	440
EPS (元)	0.39	0.66	0.90	1.12

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-0.9%	33.4%	29.0%	19.9%
营业利润增长率	-16.9%	64.7%	37.3%	24.5%
归母净利润增长率	-19.4%	68.8%	36.5%	24.1%
毛利率	37.2%	37.2%	37.1%	37.0%
净利率	14.7%	18.3%	19.5%	20.2%
ROE	8.4%	12.9%	15.8%	17.6%
ROIC	7.0%	10.1%	12.5%	14.1%
资产负债率	38.1%	40.5%	41.8%	42.0%
净资产负债率	61.6%	67.9%	71.7%	72.5%
流动比率	1.63	1.83	2.00	2.16
速动比率	1.20	1.44	1.58	1.71
总资产周转率	0.35	0.43	0.49	0.52
应收账款周转率	2.14	2.54	2.57	2.41
应付账款周转率	1.56	1.77	1.70	1.68
每股收益(元)	0.39	0.66	0.90	1.12
每股经营现金流(元)	0.69	1.27	1.19	1.36
每股净资产(元)	4.65	5.12	5.71	6.39
P/E	85.55	50.68	37.14	29.94
P/B	7.22	6.56	5.88	5.26
EV/EBITDA	40.55	26.53	21.43	18.04
PS	12.52	9.39	7.28	6.07

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良：**制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金融麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森：**军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn