

万泽股份 (000534.SZ)

2025 年高温合金收入同比+41.52%，两机成长空间逐步打开

事件: 公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年公司收入 12.91 亿元，同比+19.62%，归母净利润 1.97 亿元，同比+2.22%。2026Q1 公司收入 3.60 亿元，同比+7.39%，环比+2.82%，归母净利润 0.77 亿元，同比+6.58%，环比+186.05%。

医药业务: 2025 年收入 9.26 亿元，同比+15.09%，毛利率 90.97%，同比+1.23pct，其中子公司内蒙双奇收入 9.09 亿元，同比+14.49%，净利润 3.32 亿元，同比+0.73%。产品拓展方面，2025 年公司在原有产品基础上推出“万泽双奇牌三联益生菌粉”保健食品、“金双歧®”系列益生菌膳食补充剂等新产品，积极挖掘新的利润增长点；产能建设方面，2025 年珠海万泽研发总部及产业化基地全面进入设施设备调试、验证和试生产阶段，内蒙双奇沙尔沁新厂区进入设施设备采购、安装及净化工程施工阶段。

高温合金业务: 2025 年收入 3.34 亿元，同比+41.52%，毛利率 20.86%，同比-7.15pct。2025 年公司高温合金业务在两机领域不断取得突破，研发端取得多个进展，比如完成第三代单晶高温合金精密铸造工艺研究并在航空发动机和燃气轮机领域取得突破应用。应用端，公司完成西门子能源、中科国晟、中国中车、无锡透平等企业订单的交付，中小型燃机方面，公司承接龙江广瀚从 2MW 到 40MW 的全系列燃机高温合金叶片；中重型燃机方面，与上海电气、联合重燃等国内主机厂合作，并成功进入东方电气、杭汽等主机厂供应商体系；海外燃机方面，公司也取得了 6MW、32MW、50MW 以及 480MW 多型燃气轮机叶片订单；中小型涡轴涡桨方面，顺利完成上海尚实多型发动机全系列高温合金叶片以及粉末冶金盘件的交付任务；航发动力方面，前期承接的某项目已经进入批产状态，同时承接了 2 型预研大推力发动机多款单晶叶片，部分已完成鉴定并交付试车。

我们认为叶片作为两机核心零部件，具备大空间、高壁垒、高业绩弹性的特点，万泽股份作为国内两机叶片核心供应商未来成长空间巨大。 AI 时代带来电力需求大幅增长，直接拉动燃气轮机需求快速提升，进而带动燃气轮机叶片、涡轮盘等关键部件需求激增，而这类部件的制造技术与航空发动机叶片同源，技术体系高度相通。公司具备我国为数不多达到国际一流水平的航发高温合金材料及其应用的研发团队，并且已经和国内以及全球两机核心企业合作，未来将充分受益于全球两机产业高景气度。

投资建议: 公司医药业务提供稳定基本盘，同时高温合金业务具备巨大成长空间，预计 2026~2028 年公司归母净利润分别为 3.59 亿元、5.43 亿元、7.40 亿元，对应的 PE 为 55X、37X、27X，维持“买入”评级。

风险提示: 两机订单落地、产能扩张不及预期，上游原材料价格波动。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,079	1,291	1,791	2,419	3,150
增长率 yoy (%)	9.9	19.6	38.8	35.1	30.2
归母净利润 (百万元)	193	197	359	543	740
增长率 yoy (%)	9.2	2.2	82.2	51.3	36.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.38	0.39	0.70	1.07	1.45
净资产收益率 (%)	14.2	12.3	18.0	21.4	22.5
P/E (倍)	103.1	100.8	55.3	36.6	26.9
P/B (倍)	14.6	12.4	9.9	7.8	6.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
04 月 28 日收盘价 (元)	38.98
总市值 (百万元)	19,862.20
总股本 (百万股)	509.55
其中自由流通股 (%)	98.12
30 日日均成交量 (百万股)	24.93

股价走势



作者

分析师 乾亮

执业证书编号: S0680522120001

邮箱: qianliang@gszq.com

相关研究

- 《万泽股份 (000534.SZ): 2024H1 实现归母净利润 0.98 亿元, 同比+12.49%》2024-09-02
- 《万泽股份 (000534.SZ): 2023H1 归母净利润同比增长 16.87%, 增持+回购彰显公司信心》2023-08-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1233	1427	1303	1461	1876
现金	381	313	122	175	379
应收票据及应收账款	415	548	551	520	575
其他应收款	6	5	5	5	5
预付账款	5	5	5	6	7
存货	344	455	517	642	791
其他流动资产	82	102	104	113	119
非流动资产	2737	3163	3503	3781	4043
长期投资	10	11	11	11	11
固定资产	763	832	889	954	1018
无形资产	399	375	375	375	375
其他非流动资产	1565	1945	2228	2442	2640
资产总计	3970	4590	4806	5242	5920
流动负债	988	1348	1122	988	910
短期借款	372	570	378	211	111
应付票据及应付账款	301	424	406	417	402
其他流动负债	315	354	338	361	397
非流动负债	1433	1473	1517	1541	1553
长期借款	1099	1141	1175	1199	1211
其他非流动负债	334	332	342	342	342
负债合计	2421	2821	2639	2529	2463
少数股东权益	188	165	168	171	175
股本	510	510	510	510	510
资本公积	393	380	417	417	417
留存收益	937	1110	1469	2012	2752
归属母公司股东权益	1361	1603	1999	2542	3282
负债和股东权益	3970	4590	4806	5242	5920

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	114	113	399	589	674
净利润	187	170	362	546	743
折旧摊销	110	121	73	81	89
财务费用	39	40	37	33	29
投资损失	-1	0	0	0	-1
营运资金变动	-192	-202	-85	-92	-209
其他经营现金流	-28	-15	12	22	22
投资活动现金流	-461	-391	-407	-360	-353
资本支出	-468	-394	-399	-361	-353
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	7	2	-8	0	1
筹资活动现金流	469	205	-183	-176	-116
短期借款	117	198	-192	-167	-100
长期借款	349	42	34	23	13
普通股增加	1	-1	0	0	0
资本公积增加	101	-13	37	0	0
其他筹资现金流	-99	-22	-62	-33	-29
现金净增加额	123	-73	-191	53	205

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1079	1291	1791	2419	3150
营业成本	269	365	635	961	1303
营业税金及附加	12	13	14	27	35
管理费用	269	362	381	433	510
研发费用	137	134	143	148	170
财务费用	173	211	197	220	283
财务费用	38	40	34	31	27
资产减值损失	0	-12	-12	-13	-15
其他收益	36	54	59	65	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	1
资产处置收益	5	0	0	0	1
营业利润	223	199	426	645	878
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	3	4
利润总额	225	198	426	643	875
所得税	38	29	64	96	131
净利润	187	170	362	546	743
少数股东损益	-6	-27	3	3	4
归属母公司净利润	193	197	359	543	740
EBITDA	366	360	533	755	990
EPS (元/股)	0.38	0.39	0.70	1.07	1.45

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	9.9	19.6	38.8	35.1	30.2
营业利润(%)	-8.4	-10.9	114.1	51.3	36.1
归属母公司净利润(%)	9.2	2.2	82.2	51.3	36.2
获利能力					
毛利率(%)	75.0	71.7	64.5	60.2	58.6
净利率(%)	17.9	15.3	20.0	22.5	23.5
ROE(%)	14.2	12.3	18.0	21.4	22.5
ROIC(%)	6.7	5.6	10.1	13.4	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	61.5	54.9	48.2	41.6
净负债比率(%)	80.5	89.0	72.6	50.7	31.4
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.5	2.1
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.1	3.0	3.7	5.1	6.5
应付账款周转率	0.9	1.0	1.6	2.3	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.39	0.70	1.07	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.22	0.78	1.16	1.32
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.15	3.92	4.99	6.44
估值比率					
P/E	103.1	100.8	55.3	36.6	26.9
P/B	14.6	12.4	9.9	7.8	6.1
EV/EBITDA	21.4	35.5	40.2	28.1	21.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券 股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com