



公司评级 增持（首次）

报告日期 2026 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	40.70
总市值（亿元）	207.39
总股本（亿股）	5.10

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：徐东晓

S0190524070009
xudongxiao@xyzq.com.cn

万泽股份(000534.SZ)

2025 年报点评：高温合金收入高增医药稳增，燃机持续拓展客户丰富产品

投资要点：

- 2025 年营收增长，归母净利润同比小幅增长。2025 年，公司实现营业收入 12.91 亿元，同比增长 19.62%；归母净利润 1.97 亿元，同比增长 2.22%；扣非归母净利润 1.75 亿元，同比增长 8.88%；基本每股收益 0.40 元，同比增长 1.09%。
- 2025 年，医药业务稳健增长，毛利率小幅提升；高温合金收入显著增长。医药制造业实现营业收入 9.26 亿元，同比增长 15.09%，毛利率 90.97%，同比增加 1.23 个百分点。高温合金材料销售收入 3.34 亿元，同比增长 41.52%，毛利率 20.86%，同比减少 7.15 个百分点。
- 公司产品覆盖 2MW 至 480MW 燃机叶片，供应国内外多个主机厂。在中小型燃机方面，公司的高温合金产品获得了龙江广瀚的高度认可并获得“金牌供应商”称号，承接了龙江广瀚从 2MW 到 40MW 的全系列燃机高温合金叶片；在中重型燃气轮机方面，先后与上海电气、联合重燃等国内主机厂进行合作，并成功进入东方电气、杭汽等主机厂供应商体系；在燃气轮机海外市场，公司也取得了多型燃气轮机叶片订单，覆盖了 6MW、32MW、50MW 以及 480MW 多型燃气轮机叶片。
- 2025 年毛利率及净利率同比小幅减少，公司毛利率 71.75%，同比减少 3.29pct；归母净利率 15.27%，同比减少 2.60pct；期间费用合计 7.47 亿元，同比增长 21.04%，销售及研发费用为主要增长来源。销售费用 3.62 亿元，同比增长 34.55%，销售费率为 28.04%；研发费用 2.11 亿元，同比增长 22.31%，研发费用率为 16.38%。
- 2025 年经营现金流同比小幅减少。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额 1.13 亿元，同比减少 0.86%；筹资活动产生的现金流量净额 2.05 亿元，同比减少 56.38%。
- 我们根据最新定期报告，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.87/4.41/5.64 亿元，EPS 分别为 0.56/0.87/1.11 元，对应 4 月 29 日收盘价 PE 为 72.2/47.0/36.7 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：高温合金产品原材料价格波动，高温合金产品市场开拓不及预期，医药产品盈利能力波动。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1291	1709	2339	2939
同比增长	19.6%	32.4%	36.9%	25.6%
归母净利润（百万元）	197	287	441	564
同比增长	2.2%	45.8%	53.5%	28.0%
毛利率	71.7%	67.3%	60.9%	57.3%
ROE	12.3%	15.9%	20.9%	22.5%
每股收益（元）	0.39	0.56	0.87	1.11
市盈率	105.3	72.2	47.0	36.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

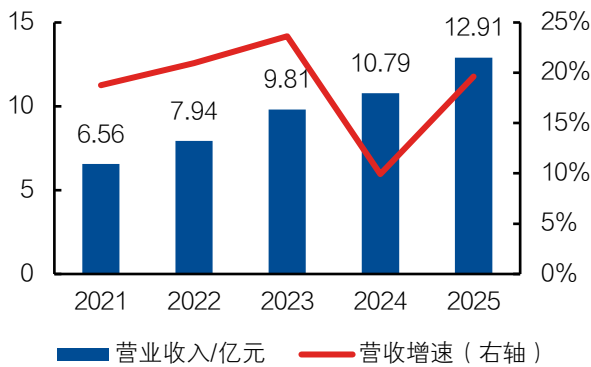
- 2025 年,公司实现营业收入 12.91 亿元,同比增长 19.62%;归母净利润 1.97 亿元,同比增长 2.22%;扣非归母净利润 1.75 亿元,同比增长 8.88%;基本每股收益 0.40 元,同比增长 1.09%。
- 公司于 2025 年 1 月注销了 810.00 万股回购股份,涉及实际回购注销金额 9891.14 万元,占 2025 年度归属于母公司所有者净利润的 50.20%。公司董事会建议 2025 年度利润分配预案为:不派发现金红利,不送红股,不以公积金转增股本。

点评

2025 年营收增长,归母净利润同比小幅增长

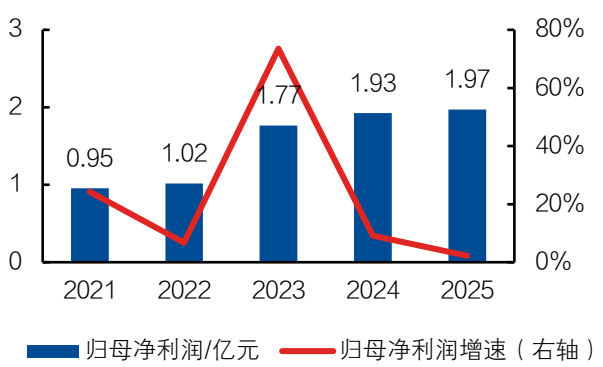
2025 年,公司实现营业收入 12.91 亿元,同比增长 19.62%;归母净利润 1.97 亿元,同比增长 2.22%;扣非归母净利润 1.75 亿元,同比增长 8.88%;基本每股收益 0.40 元,同比增长 1.09%。

图1、2021-2025 年营收 (亿元) 及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021-2025 年归母净利润 (亿元) 及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看,公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 3.35 亿元(同比增长 15.34%,下同)、2.90 亿元(同比增长 36.81%)、3.15 亿元(同比增长 14.79%)、3.50 亿元(同比增长 16.04%,环比增长 11.02%);实现归母净利润 0.73 亿元(同比增长 10.52%)、0.47 亿元(同比增长 44.94%)、0.51 亿元(同比增长 23.90%)、0.27 亿元(同比减少 49.81%,环比减少 46.40%)。

表1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2021	Q1	84.08	1.39	21.15%	0.44	46.24%
	Q2	77.64	1.41	21.52%	0.20	21.05%
	Q3	78.12	1.89	28.84%	0.21	22.07%
	Q4	78.39	1.87	28.49%	0.10	10.64%
2022	Q1	83.44	1.36	17.18%	0.33	32.10%
	Q2	74.87	2.38	30.01%	0.42	41.18%
	Q3	75.63	2.07	26.04%	0.21	20.69%
	Q4	76.03	2.13	26.77%	0.06	6.03%
2023	Q1	80.13	2.81	28.68%	0.59	33.14%
	Q2	69.58	1.94	19.78%	0.29	16.21%
	Q3	70.58	2.52	25.63%	0.35	20.00%
	Q4	74.88	2.54	25.91%	0.54	30.66%
2024	Q1	78.68	2.90	26.93%	0.66	34.12%
	Q2	74.37	2.12	19.67%	0.32	16.72%
	Q3	76.90	2.75	25.45%	0.41	21.16%
	Q4	70.30	3.02	27.95%	0.54	28.00%
2025	Q1	75.49	3.35	25.96%	0.73	36.89%
	Q2	70.29	2.90	22.50%	0.47	23.71%
	Q3	74.67	3.15	24.42%	0.51	25.65%
	Q4	66.74	3.50	27.11%	0.27	13.75%

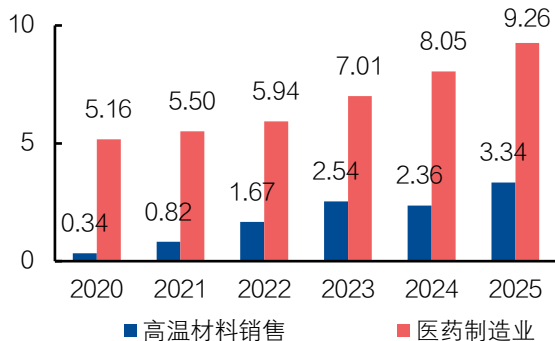
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

医药业务稳健增长，毛利率小幅提升；高温合金收入显著增长

分业务看，2025年：

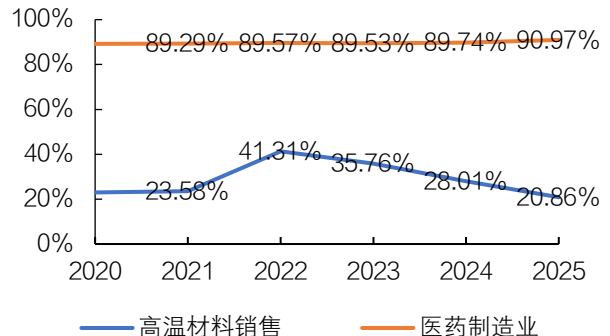
- 医药制造业实现营业收入 9.26 亿元，同比增长 15.09%，毛利率 90.97%，同比增加 1.23 个百分点。
- 高温合金材料销售收入 3.34 亿元，同比增长 41.52%，毛利率 20.86%，同比减少 7.15 个百分点。

图3、2020-2025 年公司分业务营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2025 年公司主要业务毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年，分子公司来看：

- 上海万泽实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 20.31%，净利润-0.47 亿元，同比减少 0.46 亿元；
- 深圳万泽航空实现营业收入 1.46 亿元，同比增长 89.87%，净利润-0.26 亿元，同比减少 0.11 亿元；
- 深汕万泽实现营业收入 0.37 亿元，同比减少 65.87%，净利润-0.20 亿元，同比增长 0.46 亿元；
- 中南研究院实现营业收入 0.12 亿元，同比减少 79.13%，净利润-0.31 亿元，同比减少 0.10 亿元；

公司产品覆盖 2MW 至 480MW 燃机叶片，供应国内外多个主机厂

在中小型燃机方面，公司的高温合金产品获得了龙江广瀚的高度认可并获得“金牌供应商”称号，承接了龙江广瀚从 2MW 到 40MW 的全系列燃机高温合金叶片；在中重型燃气轮机方面，先后与上海电气、联合重燃等国内主机厂进行合作，并成功进入东方电气、杭汽等主机厂供应商体系；

在燃气轮机海外市场，公司也取得了多型燃气轮机叶片订单，覆盖了 6MW、32MW、50MW 以及 480MW 多型燃气轮机叶片。

在中小型涡轴涡桨方面，顺利完成上海尚实的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。

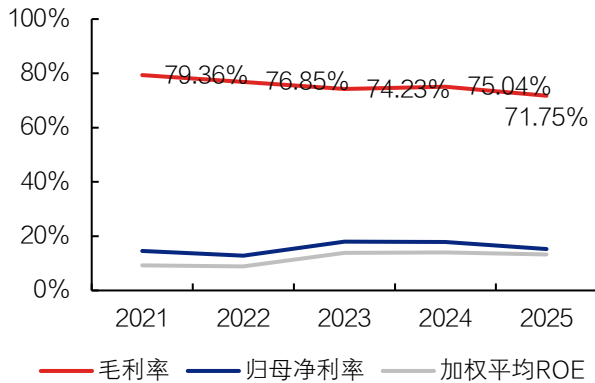
公司承接了 2 型预研大推力发动机多款单晶叶片，部分已完成鉴定并交付试车。

此外，上海万泽获得了中航发商发“金牌供应商”、“突出贡献优秀集体”称号；公司相关高温合金产品还获得了青岛中科国晟公司、成立航空、博马科技、中国中车、Wabtec 运输、福鞍股份、无锡透平、源清动力、西门子全球能源公司、Garrett Motion SARL 等行业重要企业的高度认可，完成了相关订单的交付，取得了相应突破。

2025 年毛利率及净利率同比小幅减少

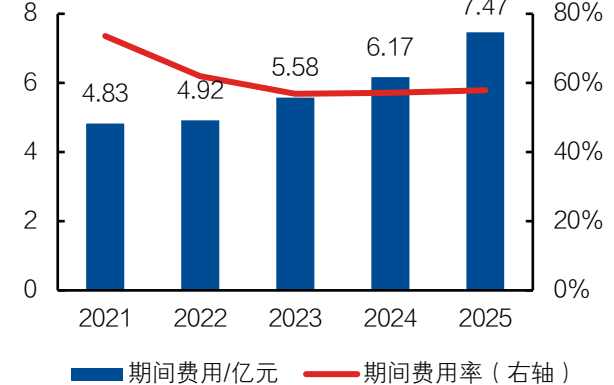
2025 年，公司毛利率 71.75%，同比减少 3.29pct；归母净利率 15.27%，同比减少 2.60pct；加权平均净资产收益率 13.31%，同比减少 0.71pct。

图5、2021-2025 年公司毛利率、归母净利率及加权 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年公司期间费用（亿元）及期间费用率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

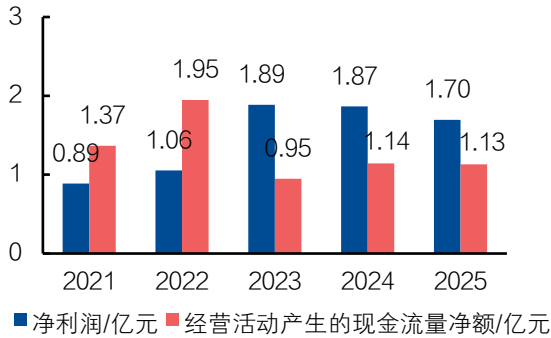
期间费用同比增长 21.04%，销售及研发费用为主要增长来源

2025 年，公司期间费用合计 7.47 亿元，同比增长 21.04%，期间费用率为 57.85%，同比增加 0.68pct。其中，销售费用 3.62 亿元，同比增长 34.55%，销售费率为 28.04%，同比增加 3.11pct；管理费用 1.34 亿元，同比减少 2.63%，管理费用率为 10.35%，同比减少 2.37pct；财务费用 0.40 亿元，同比增长 4.99%，财务费用率为 3.08%，同比减少 0.43pct；研发费用 2.11 亿元，同比增长 22.31%，研发费用率为 16.38%，同比增加 0.36pct。

2025 年经营现金流同比小幅减少

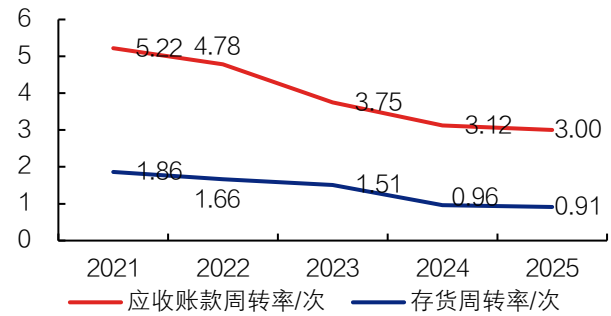
2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额 1.13 亿元，同比减少 0.86%；投资活动产生的现金流量净额-3.91 亿元，同比增加 0.70 亿元，2024 年为-4.61 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 2.05 亿元，同比减少 56.38%。

图7、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2021-2025 年应收账款及存货周转率（次）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

存货与应收较年初增长，周转效率小幅放缓

截至 2025 年末，公司应收账款、应收票据和应收款项融资合计 5.66 亿元，较年初增长 29.34%；其中，应收账款 4.89 亿元，较年初增长 32.04%，应收票据 0.59 亿元，较年初增长 32.34%，应收款项融资 0.18 亿元，较年初减少 20.24%；应收账款周转率 3.00 次，同比减少 0.12 次。存货 4.55 亿元，较年初增长 32.38%，存货周转率 0.91 次，同比减少 0.05 次。

盈利预测与投资建议

我们根据最新定期报告，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.87/4.41/5.64 亿元，EPS 分别为 0.56/0.87/1.11 元，对应 4 月 29 日收盘价 PE 为 72.2/47.0/36.7 倍，给予“增持”评级。

风险提示

高温合金产品原材料价格波动，高温合金产品市场开拓不及预期，医药产品盈利能力波动。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1427	1694	2600	3590
货币资金	313	387	917	1742
交易性金融资产	0	0	0	5
应收票据及应收账款	548	636	735	836
预付款项	5	7	12	16
存货	455	531	790	835
其他	107	131	146	155
非流动资产	3163	3220	3094	2906
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	832	1443	1610	1563
在建工程	1359	750	445	292
无形资产	375	385	393	399
商誉	0	0	0	0
其他	586	631	636	641
资产总计	4590	4913	5694	6496
流动负债	1348	1745	2181	2540
短期借款	570	770	770	770
应付票据及应付账款	424	609	919	1157
其他	354	366	492	613
非流动负债	1473	1199	1230	1267
长期借款	1141	941	941	941
其他	332	258	289	326
负债合计	2821	2944	3411	3807
股本	510	510	510	510
未分配利润	1110	1268	1510	1821
少数股东权益	165	165	170	181
股东权益合计	1768	1969	2283	2689
负债及权益合计	4590	4913	5694	6496

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	197	287	441	564
折旧和摊销	121	248	342	407
营运资金的变动	-202	18	40	175
经营活动产生现金流量	113	623	903	1236
资本支出	-394	-294	-215	-219
长期投资	0	4	-1	-5
投资活动产生现金流量	-391	-297	-216	-223
债权融资	262	-108	30	37
股权融资	72	0	0	0
融资活动产生现金流量	205	-251	-157	-187
现金净变动	-73	75	529	825

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1291	1709	2339	2939
营业成本	365	559	914	1254
税金及附加	13	17	23	29
销售费用	362	398	458	526
管理费用	134	138	144	152
研发费用	211	232	256	281
财务费用	40	52	50	44
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-10	-9	-10	-10
资产减值损失	-12	-12	-10	-14
营业利润	199	338	525	676
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	198	338	525	676
所得税	29	51	79	101
净利润	170	287	446	575
少数股东损益	-27	0	5	11
归属母公司净利润	197	287	441	564
EPS(元)	0.39	0.56	0.87	1.11

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	19.6%	32.4%	36.9%	25.6%
营业利润增长率	-10.9%	69.6%	55.5%	28.8%
归母净利润增长率	2.2%	45.8%	53.5%	28.0%
盈利能力				
毛利率	71.7%	67.3%	60.9%	57.3%
归母净利率	15.3%	16.8%	18.9%	19.2%
ROE	12.3%	15.9%	20.9%	22.5%
偿债能力				
资产负债率	61.5%	59.9%	59.9%	58.6%
流动比率	1.06	0.97	1.19	1.41
速动比率	0.66	0.60	0.77	1.03
营运能力				
资产周转率	30.2%	36.0%	44.1%	48.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.39	0.56	0.87	1.11
每股经营现金	0.22	1.22	1.77	2.43
估值比率(倍)				
PE	105.3	72.2	47.0	36.7
PB	12.9	11.5	9.8	8.3

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn