

2026年08月25日

证券研究报告|公司研究|公司点评

万泽股份 (000534)

2026 年半年报点评：海外燃机客户持续突破，高温合金产业化加速

报告摘要

◆ 事件

8月21日，公司披露2026年半年报，2026H1实现营收（6.67亿元，+6.58%），归母净利润（1.25亿元，+5.00%），扣非归母净利润（1.09亿元，-0.79%）；毛利率（71.07%，-2.01pcts），净利率（17.10%，-0.05pcts）。

◆ 高温合金核心技术持续突破，微生态医药业务稳健运营

公司已形成高温合金与微生态活菌两大主营业务。高温合金业务由上海万泽、万泽航空科技、深汕万泽等主体开展，公司已掌握精密铸造叶片成套核心技术，可生产等轴晶、定向结晶及单晶涡轮叶片，相关产品已应用于航空发动机、工业燃气轮机等领域；医药业务主要由内蒙双奇等子公司开展，以“金双歧®”“定君生®”两大成熟品种为核心，分别覆盖消化系统疾病及妇科生殖道感染领域，并逐步向微生态创新药及大健康产品延伸。

◆ 业绩保持增长，高温合金业务增速领先

2026H1，公司实现营业收入（6.67亿元，+6.58%），归母净利润（1.25亿元，+5.00%），扣非归母净利润（1.09亿元，-0.79%），综合毛利率（71.07%，-2.01pcts），净利率（17.10%，-0.05pcts）。分业务看，高温合金材料销售收入（1.98亿元，+20.56%），占营业收入比重（29.75%，+3.45pcts），毛利率（25.38%，-0.35pcts），高温合金业务增长主要系多款型号进入批量供货阶段所致；医药制造业收入（4.52亿元，+0.35%），占营业收入比重（67.86%，-4.22pcts），毛利率（92.19%，+1.38pcts），其中金双歧收入（2.96亿元，-3.10%），定君生收入（1.56亿元，+7.66%）。报告期内，微生态活菌业务保持稳健经营，线上业务逆势增长有效对冲院内市场压力，为整体盈利提供了有力支撑。

投资评级

买入

维持评级

2026年08月25日

收盘价(元):

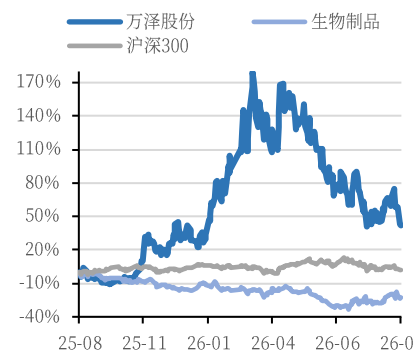
24.15

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	509.55
总市值(百万)	12,305.60
流通股本(百万股)	502.54
流通市值(百万)	12,136.29
12月最高/最低价(元)	49.14/14.90
资产负债率(%)	57.69
每股净资产(元)	3.67
市盈率(TTM)	60.62
市净率(PB)	6.58
净资产收益率(%)	6.70

股价走势图



作者

张超	分析师
SAC执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	
方晓明	分析师
SAC执业证书: S0640522120001	
联系电话: 010-59562523	
邮箱: fangxm@avicsec.com	
孙雨浩	研究助理
SAC执业证书: S0640126010001	
联系电话:	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

单季度看，2026Q2 实现营业收入（3.07 亿元，+5.66%），归母净利润（0.48 亿元，+2.55%）。公司收入和利润同比继续保持增长，但环比有所回落。

费用方面，销售费用（1.68 亿元，+6.57%），主要系市场开发与学术推广费、广告及业务宣传费以及股权激励费用增加所致；管理费用（0.73 亿元，+9.73%），主要系职工薪酬及股权激励费用增加所致；研发费用（0.94 亿元，+13.73%），主要系材料费及股权激励费用增加所致；财务费用（0.19 亿元，+6.55%），主要系汇兑损益由上年同期收益转为损失所致。

现金流方面，公司经营活动现金流净额（-0.33 亿元，-624.95%），由上年同期净流入转为净流出，主要系外部政策变化，子公司应收账款回款暂时延后所致；筹资活动现金流净额（5.43 亿元，+606.46%），主要系子公司吸收少数股东的投资增加所致。

◆ “两机” 市场需求向好，国内外拓展打开成长空间

海外市场方面，2026H1 公司国外地区收入（3,040 万元，+139.53%），实现较快增长。燃机市场拓展方面，报告期内上海万泽成功开拓安萨尔多，万泽航空科技顺利开发 ATHOS、ETHOS 等海外重点客户，并持续与安萨尔多、贝克斯斯等国际头部企业对接洽谈，完成相关供应商资质考察。公司已与上述国际企业建立供应链合作关系，显示公司高温合金产品具备进入国际高端燃机供应链的能力，后续海外订单有望持续增长。售后市场方面，2025 年 10 月，公司与沙特工业和矿产资源部达成战略共识，拟推进燃气轮机叶片出口业务，并探索在沙特本地投资建厂提升区域供应链韧性；沙方拟为项目提供相应政策及区位优势支持，双方共同开拓中东地区高温合金零部件及燃机售后维保市场。

国内燃机市场方面，万泽航空科技新承接燃气轮机某铸造新技术研发及应用项目，围绕关键环节核心知识产权和单晶涡轮叶片自主制造开展技术攻关，进一步提升燃机关键热端部件的自主制造能力，为国产重型燃气轮机相关研发及产业化提供支撑。

国产航发方面，公司新承接航空发动机某型叶片关键技术研发项目，围绕高代次单晶合金叶片制备开展技术攻关，并推进相关叶片的自主制造。随着国产航空发动机重点型号持续推进，公司高温合金叶片有望获得更多配套机会。

邮箱：

相关研究报告

万泽股份（000534）2022 年年报点评：高温合金产能提升，业绩增长亮眼 —2023-03-08

万泽股份（000534）2022 年中报点评：高温合金业务高增长，军品业务进入收获期 —2022-09-04

◆ 产线技改及工艺优化推进，良率提升有望改善盈利能力

2026H1，上海万泽实现营业收入（1.28 亿元，+26.73%），净利润-0.14 亿元；万泽航空科技实现营业收入 0.87 亿元，净利润-0.07 亿元；万泽中南研究院实现营业收入（0.05 亿元，-23.08%），净利润-0.17 亿元，去年同期为-0.15 亿元，亏损略有扩大。整体来看，高温合金相关子公司收入端逐步放量，但盈利尚未充分释放，主要系公司高温合金业务仍处产业化加速建设阶段、尚未全面达产所致。为进一步提升产业化效率及盈利能力，公司持续推进上海万泽、深汕万泽两大生产基地高温合金专项技术改造，完善生产设备及上下游产能配套，并通过多轮生产工艺优化和产品质量整改，提升精密铸造、粉末冶金产品线成品良率、降低生产损耗、进一步释放现有产能。随着产线技术升级及产能进一步释放，高温合金业务盈利能力有望逐步改善。

◆ 医药业务保持稳健，线上及院外渠道成为新的增长方向

2026H1，内蒙双奇实现营业收入（4.54 亿元，+2.25%），净利润（1.77 亿元，+0.14%），继续发挥公司主要盈利支撑作用。业务方面，公司以“金双歧®”“定君生®”两大成熟品种为核心，在巩固现有产品基本盘的同时，持续推进微生态创新药研发，深化“成熟品种技术研究+License-in 创新研究”双轮驱动模式。报告期内，KAL-001 于 2026 年 2 月启动 BV-III 期临床试验，肠道活菌创新药 KF-302 完成中试，创新产品梯队持续完善，为医药业务中长期增长提供支撑。

渠道及产能方面，公司持续拓展公立医院和院外市场，O2O 专项取得突破，线上业务保持较快增长并成为新的增长极；同时推进南北双基地建设，内蒙双奇沙尔沁新厂区完成关键工艺及公用工程设备安装，珠海万泽生物医药研发总部及产业化基地取得定君生药品生产许可证，生产及供应保障能力持续增强。

◆ 投资建议

公司已形成高温合金与微生态活菌双主业格局，其中医药业务保持较高盈利能力，为公司整体业绩提供稳定支撑；高温合金业务处于产业化加速阶段，2026H1 高温合金材料销售收入（1.98 亿元，+20.56%），增速明显高于公司整体，业务占比持续提升。

高温合金业务方面，从需求端看，一是国内“两机”市场，受益于国产航空发动机重点型号持续推进及燃机关键叶片自主化需求，公司持续开展高代次单晶叶片等产品研发；二是海外新机配套市场，公司持续开拓安萨尔

多、贝克休斯等国际头部客户，加快进入全球高端燃机供应链；三是海外售后市场，依托沙特战略合作布局中东燃机叶片及售后维保业务。

从供给端看，公司持续推进上海万泽、深汕万泽两大生产基地专项技改，完善生产设备及上下游产能配套，并通过工艺优化和质量整改持续提升成品良率。随着现有产能利用率提升及新增产能逐步释放，公司规模化交付能力有望进一步增强。

医药业务方面，金双歧、定君生等成熟产品构成稳健基本盘，公司持续深耕线上及院外渠道，并推进创新药研发和南北双基地建设，支撑医药业务稳健增长。

基于以上观点，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 14.92 亿元、19.04 亿元和 23.05 亿元，归母净利润分别为 2.25 亿元、3.38 亿元和 4.91 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.66 元和 0.96 元。以当前收盘价 24.15 元计算，对应 2026/2027/2028 年 PE 约 55 倍、36 倍和 25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：高温合金产品认证及批产进度、海外市场拓展、产能利用率及产品良率提升不及预期；医药产品销售及行业政策变化风险。

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1078.87	1290.5	1491.90	1904.34	2304.85
增长率（%）	9.93%	19.62%	15.61%	27.65%	21.03%
归母净利润（百万元）	192.74	197.02	225.20	337.54	491.41
增长率（%）	9.17%	2.22%	14.30%	49.89%	45.59%
毛利率（%）	75.04%	71.75%	70.97%	67.11%	65.46%
每股收益(元)	0.38	0.39	0.44	0.66	0.96
市盈率 PE	63.55	61.92	54.64	36.46	25.04
净资产收益率 ROE（%）	14.16%	12.29%	12.55%	16.21%	19.66%

资料来源：iFind，中航证券研究所

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
利润表						
营业收入	981.44	1,078.87	1,290.50	1,491.90	1,904.34	2,304.85
减: 营业成本	252.88	269.32	364.60	433.10	626.37	796.11
税金及附加	11.09	11.57	12.78	15.88	20.27	24.53
主营业务利润	717.47	797.98	913.12	1,042.93	1,257.71	1,484.21
减: 销售费用	273.21	268.95	361.87	372.98	418.96	460.97
管理费用	155.71	137.22	133.61	179.03	209.48	230.48
研发费用	105.97	172.79	211.34	208.87	228.52	230.48
财务费用	23.14	37.86	39.75	72.04	59.33	40.85
经营性利润	159.45	181.16	166.54	210.02	341.43	521.42
加: 资产减值损失	0.00	0.00	-11.98	-3.99	-3.99	-3.99
信用减值损失	-10.09	1.48	-10.13	-6.25	-6.25	-6.25
其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	1.58	0.51	0.38	0.83	0.83	0.83
公允价值变动损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	27.32	4.62	0.15	10.70	10.70	10.70
其他收益	65.70	35.69	54.15	51.85	51.85	51.85
营业利润	243.96	223.47	199.10	263.15	394.56	574.55
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.26	2.35	0.32	0.98	0.98	0.98
减: 营业外支出	0.01	0.85	1.24	0.70	0.70	0.70
利润总额	244.21	224.97	198.19	263.43	394.84	574.83
减: 所得税	55.39	38.36	28.66	47.59	71.32	103.84
净利润	188.82	186.61	169.53	215.84	323.52	470.99
减: 少数股东损益	12.26	-6.13	-27.49	-9.36	-14.03	-20.42
归属母公司股东净利润	176.55	192.74	197.02	225.20	337.54	491.41
资产负债表						
货币资金	259.04	380.85	312.66	149.19	190.43	230.48
交易性金融资产	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	15.11	44.38	58.74	50.75	64.78	78.40
应收账款	335.93	393.32	507.40	572.24	730.43	884.05
预付账款	6.10	5.07	4.76	7.26	9.27	11.22
其他应收款	20.61	6.22	4.54	15.05	19.22	23.26
存货	216.05	343.88	455.25	498.36	686.43	828.83
其他流动资产	37.47	58.99	83.93	78.52	100.23	121.31
长期股权投资	10.31	10.39	10.76	11.14	11.52	11.90
金融资产投资	150.61	150.61	150.61	150.61	150.61	150.61
投资性房地产	104.48	121.48	123.40	104.93	86.46	67.99
固定资产和在建工程	1,405.19	1,888.08	2,214.68	2,395.78	2,384.02	2,253.32
无形资产和开发支出	384.04	398.66	399.88	397.27	392.71	386.20
其他非流动资产	175.34	168.15	263.18	236.00	209.34	209.34
资产总计	3,120.28	3,970.28	4,589.78	4,667.10	5,035.46	5,256.92
短期借款	255.04	372.16	569.97	485.45	460.16	248.34
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	27.00	10.69	15.46	19.65
应付账款	305.81	300.94	396.82	493.02	713.03	906.26
预收账款	0.00	0.00	0.77	0.29	0.38	0.46
合同负债	1.63	2.33	35.16	15.45	19.72	23.87
其他应付款	224.35	133.03	143.42	256.17	370.49	470.89
长期借款	767.03	1,120.87	1,156.94	976.66	714.41	416.13
其他负债	261.81	491.55	491.35	478.80	518.14	550.05
负债合计	1,815.66	2,420.88	2,821.42	2,716.54	2,811.79	2,635.65
股本	509.04	510.12	509.55	509.55	509.55	509.55
资本公积	291.87	393.26	380.29	380.29	380.29	380.29
留存收益	410.76	457.61	713.49	905.06	1,192.18	1,610.20
归属母公司股东权益	1,211.66	1,360.99	1,603.33	1,794.90	2,082.02	2,500.04
少数股东权益	92.96	188.42	165.03	155.67	141.65	121.23
股东权益合计	1,304.62	1,549.41	1,768.36	1,950.57	2,223.67	2,621.27
负债和股东权益合计	3,120.28	3,970.28	4,589.78	4,667.10	5,035.46	5,256.92
投入资本(IC)	2,015.19	2,618.66	3,161.05	3,262.06	3,247.63	3,135.13
现金流量表						
资本支出	321.00	510.37	426.08	429.00	329.00	229.00
自由现金流	-188.77	-385.40	-245.32	164.73	377.94	608.35
短期借款增加	60.03	117.12	197.81	-84.52	-25.29	-211.82
长期带息债务增加	334.41	353.84	36.08	-180.28	-262.25	-298.28
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	57.00	24.13	0.00	33.63	50.41	73.40
长期投资	-64.04	7.15	2.60	-11.05	-11.05	-11.05
经营性现金净流量	92.37	110.90	109.93	636.36	767.87	893.75
投资性现金净流量	-365.47	-461.23	-391.27	-429.35	-329.35	-229.35
筹资性现金净流量	240.92	469.30	204.72	-370.48	-397.27	-624.35
现金流量净额	-32.01	119.33	-76.44	-163.47	41.24	40.05
货币资金的期初余额	287.68	258.04	380.73	307.64	144.17	185.41
货币资金的期末余额	258.04	380.73	307.64	144.17	185.41	225.46
企业自由现金流	-188.77	-385.40	-245.32	164.73	377.94	608.35
权益自由现金流	187.78	54.15	-45.44	-159.10	41.80	64.78

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637