

新老型号过渡期业绩承压；看好公司长期发展

2025 年 04 月 02 日

➤ **事件:** 4月1日,公司发布2024年报,全年实现营收478.8亿元, YOY+9.5%; 归母净利润8.6亿元, YOY-39.5%; 扣非净利润7.9亿元, YOY-35.2%。业绩表现较市场预期略低, 年报中披露主要原因是研发费用增加以及未按预期处置股票导致。我们点评如下:

➤ **4Q24 收入同比增长 26%; 加大研发投入布局未来。** 1) **单季度:** 公司 4Q24 实现营收 219.2 亿元, YOY+25.8%; 归母净利润 1.34 亿元, YOY-65.7%。2) **利润率:** 24 年整体有所下降, 公司毛利率同比下降 1.0ppt 至 10.1%, 净利率同比下降 1.4ppt 至 2.1%。3) **费用方面,** 24 年公司期间费用率同比提升 0.94ppt 至 6.95%, 保持平稳。公司整体研发投入 10.5 亿元 (YOY+72.1), 其中费用化研发支出 10.0 亿元 (YOY+79.8%), 资本化研发支出 5717 万元。公司加大研发投入满足研制任务, 为长期发展提前布局。财务费用同比提升 84.3%至 4.6 亿元, 财务费用率同比提升 0.39ppt 至 0.95%, 主要是负债规模增加推高利息费用。销售费用同比增长 12.7%至 2.9 亿元, 主要是售后保障任务增加。

➤ **西航公司延续较快增长; 南方公司利润大幅下滑。** 分产品看, 2024 年, 1) 航发及衍生产品收入同比增长 10.0%至 449.9 亿元, 毛利率同比下降 0.5ppt 至 9.5%; 2) 外贸出口转包收入同比增长 6.5%至 20.7 亿元, 毛利率同比提升 5.3ppt 至 19.7%; 3) 非航空产品及其他收入同比下降 24.9%至 2.0 亿元, 毛利率同比下降 1.3ppt 至 18.4%。分主机厂看, 1) **西航公司**收入同比增长 23.6%至 160.3 亿元, 利润总额同比下降 6.0%至 6.14 亿元; 2) **黎明公司**收入同比增长 4.3%至 273.7 亿元, 利润总额下降 31.9%至 4.62 亿元; 3) **南方公司**收入同比下降 1.3%至 76.7 亿元, 利润总额下降 96.5%至 1570 万元, 利润大幅下滑主要是 24 年研发支出同比增长 109.5%至 3.7 亿元; 4) **黎阳动力**收入同比增长 3.8%至 50.9 亿元, 利润总额 436 万元, 23 年同期为-0.69 亿元。

➤ **新老型号过渡业绩阶段性承压。** 2025 年公司经营计划预计实现收入 476.6 亿元, 与 24 年收入基本持平; 预计归母净利润 5.92 亿元, 较 24 年同比下滑 31.2%。根据航发控制 2024 年报描述“持续多年量产的部分型号阶段性达峰, 部分新研产品尚在逐步上量阶段”。我们认为 2025 年处于航发新老型号的过渡期, 航发动力作为产业链链长, 同样面临着新旧型号过渡的问题, 同时公司承担较多前期研发任务, 研发投入较大, 这些对短期业绩均带来影响。

➤ **投资建议:** 公司是我国覆盖全谱系航空发动机产能能力的龙头企业, 当前处于新老型号过渡期业绩阶段性承压, 但我们看好公司长期发展潜力。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 5.97 亿元、10.66 亿元、15.72 亿元, 对应 PE 分别为 164x/92x/62x。考虑到公司的航发链长主导地位, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 下游需求不及预期、新产品研发不及预期、产品价格下降等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	47,880	47,691	52,840	58,020
增长率 (%)	9.5	-0.4	10.8	9.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	860	597	1,066	1,572
增长率 (%)	-39.5	-30.6	78.5	47.4
每股收益 (元)	0.32	0.22	0.40	0.59
PE	114	164	92	62
PB	2.5	2.4	2.4	2.3

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 04 月 01 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

36.77 元



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书: S0100524090003

邮箱: fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 航发动力 (600893.SH) 2024 年三季报点评: 3Q24 业绩短期承压; 应收和存款达到历史最高水平-2024/10/31

2. 航发动力 (600893.SH) 2024 年中报点评: 投资收益影响短期利润; 西航公司收入增长较快-2024/09/01

3. 航发动力 (600893.SH) 2024 年一季报点评: 1Q24 归母净利润快增 76%; 西航业绩增长喜人-2024/04/30

4. 航发动力 (600893.SH) 2023 年年报点评: 24 年延续稳增预期; 航发长期成长性无虞-2024/03/30

5. 航发动力 (600893.SH) 2023 年三季报点评: Q3 扣非净利润同比增长 79%; 西航公司延续高增态势-2023/10/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	47,880	47,691	52,840	58,020
营业成本	43,064	43,030	47,438	51,821
营业税金及附加	265	286	317	348
销售费用	293	300	317	319
管理费用	1,581	1,621	1,691	1,741
研发费用	995	1,097	1,110	1,189
EBIT	1,417	1,318	1,929	2,577
财务费用	457	460	496	527
资产减值损失	-253	-366	-388	-406
投资收益	165	143	159	174
营业利润	1,083	694	1,271	1,892
营业外收支	53	40	40	40
利润总额	1,136	734	1,311	1,932
所得税	152	95	170	251
净利润	983	639	1,141	1,681
归属于母公司净利润	860	597	1,066	1,572
EBITDA	3,680	3,638	4,444	5,294

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,730	13,195	16,707	21,562
应收账款及票据	40,608	37,663	38,420	37,133
预付款项	3,095	3,442	3,558	3,627
存货	31,699	30,314	32,135	33,699
其他流动资产	766	937	1,048	1,164
流动资产合计	83,898	85,551	91,867	97,186
长期股权投资	2,568	2,686	2,817	2,963
固定资产	22,538	24,139	25,599	27,055
无形资产	2,568	2,642	2,714	2,785
非流动资产合计	32,015	33,656	35,164	36,680
资产合计	115,913	119,208	127,032	133,866
短期借款	19,731	24,731	28,731	31,731
应付账款及票据	41,582	40,082	42,240	44,012
其他流动负债	9,297	8,603	9,407	10,206
流动负债合计	70,610	73,417	80,377	85,949
长期借款	822	922	822	722
其他长期负债	-1,028	-1,021	-1,019	-1,017
非流动负债合计	-206	-99	-197	-295
负债合计	70,404	73,318	80,180	85,654
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	5,633	5,675	5,749	5,858
股东权益合计	45,509	45,890	46,852	48,212
负债和股东权益合计	115,913	119,208	127,032	133,866

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.48	-0.39	10.80	9.80
EBIT 增长率	-14.67	-7.00	46.35	33.58
净利润增长率	-39.48	-30.57	78.54	47.37
盈利能力 (%)				
毛利率	10.06	9.77	10.22	10.69
净利率	1.80	1.25	2.02	2.71
总资产收益率 ROA	0.74	0.50	0.84	1.17
净资产收益率 ROE	2.16	1.49	2.59	3.71
偿债能力				
流动比率	1.19	1.17	1.14	1.13
速动比率	0.69	0.70	0.69	0.69
现金比率	0.11	0.18	0.21	0.25
资产负债率 (%)	60.74	61.50	63.12	63.98
经营效率				
应收账款周转天数	272.30	250.00	230.00	200.00
存货周转天数	268.68	260.00	250.00	240.00
总资产周转率	0.44	0.41	0.43	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.22	0.40	0.59
每股净资产	14.96	15.09	15.42	15.89
每股经营现金流	-5.37	2.03	1.60	2.63
每股股利	0.19	0.07	0.12	0.18
估值分析				
PE	114	164	92	62
PB	2.5	2.4	2.4	2.3
EV/EBITDA	30.27	30.62	25.06	21.04
股息收益率 (%)	0.52	0.18	0.33	0.48

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	983	639	1,141	1,681
折旧和摊销	2,263	2,320	2,515	2,717
营运资金变动	-18,360	1,541	-394	1,556
经营活动现金流	-14,309	5,405	4,271	7,021
资本开支	-2,855	-3,699	-3,747	-3,937
投资	-40	-20	-20	-20
投资活动现金流	-2,847	-3,719	-3,767	-3,957
股权募资	0	0	0	0
债务募资	16,592	4,646	3,900	2,900
筹资活动现金流	16,483	3,780	3,007	1,790
现金净流量	-658	5,465	3,512	4,855

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048