

公司研究 | 点评报告 | 航发动力（600893.SH）

结构变化导致盈利波动, 经营现金流量改善明显

报告要点

公司发布 2025 年一季报, 25Q1 实现营收 61.65 亿, 同比减少 1.71%, 环比减少 71.88%; 归母净利润 0.08 亿, 同比减少 95.15%, 环比减少 94.4%; 扣非归母净利润 0.19 亿, 同比减少 81.7%, 环比减少 82.25%。

分析师及联系人



王贺嘉

SAC: S0490520110004

SFC: BUX462



杨继虎

SAC: S0490525040001

航发动力 (600893.SH)

结构变化导致盈利波动，经营现金流量改善明显

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 61.65 亿，同比减少 1.71%，环比减少 71.88%；归母净利润 0.08 亿，同比减少 95.15%，环比减少 94.4%；扣非归母净利润 0.19 亿，同比减少 81.7%，环比减少 82.25%。

事件评论

- **一季度营收情况符合年度指引预期，销售结构变化致盈利短期波动。**25Q1 实现营收 61.65 亿，同比减少 1.71%，完成 2025 年预算目标 476.63 亿元的 13%，其中 25Q1 母公司实现收入 26.12 亿元，净利润 0.4 亿元。公司销售产品结构变化，或因低毛利率产品交付占比增加导致盈利能力短期波动，25Q1 销售毛利率为 9.77%，同比降低 1.87pcts，环比提升 2.06pcts。
- **受益于销售回款增加，一季度经营现金流改善明显，公司财务压力有望减轻。**25Q1 公司经营现金流量净额 20.63 亿元，相比 24 年明显改善。25Q1 公司财务费用率为 1.88%，同比提升 0.94pcts，环比提升 1.16pcts。25Q1 末应收票据及应收账款 369.51 亿元，相比期初减少 36.58 亿元。
- **合同负债相比期初增长明显，存货维持高位静待需求进一步复苏。**25Q1 末公司存货余额为 372.47 亿，相比期初增长 17.5%；在建工程余额为 23.37 亿，相比期初增长 5.26%；合同负债余额为 79.88 亿，相比期初增长 78.07%。
- **盈利预测与估值：**公司 25-27 年归母净利润预计为 7.62/9.90/13.23 亿元，同比增速为-11%/30%/34%，对应 PE 为 115/88/66X。

公司基础数据

当前股价(元)	32.80
总股本(万股)	266,559
流通A股/B股(万股)	266,512/0
每股净资产(元)	14.97
近12月最高/最低价(元)	48.72/30.00

注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《主业营收稳定增长，多元布局空间广阔》2025-04-06
- 《交付节奏短期波动，盈利能力提升延续》2024-10-31
- 《投资收益大幅减少，实际业绩优于表现》2024-09-09

风险提示

- 1、航空发动机新的型号生产定型并开始上量交付使公司毛利率存在继续下滑的风险；
- 2、航发集团牵引航空发动机产业“小核心，大协作”组织架构变革进度的不确定性。

请阅读最后评级说明和重要声明


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、航空发动机新的型号生产定型并开始上量交付使公司毛利率存在继续下滑的风险：财务数据显示，当前公司毛利率处于不断下行的通道，2021-2024 年毛利率分别为 12.49%、10.82%、11.08%、10.06%，未来若新的型号交付量快速爬坡占据营收较大份额，且公司未能及时优化生产体系并提高产品制造成熟度，或将造成的营业成本上升导致公司毛利率持续下滑的风险。

2、航发集团牵引航空发动机产业“小核心，大协作”组织架构变革进度的不确定性：中国航发集团自成立后一直致力于建立“小核心、大协作、专业化、开放式”的研发合作生产模式，集中精力做强做优航空发动机主业，航发动力作为集团军用发动机总装上市平台，也在大力推进该生产模式，但其下属各大主机厂的推进进度并不一致且推进速度快慢不一，各个进度阶段对生产效率和生产成本的影响具备不确定性。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	47880	48296	55287	65673	货币资金	7730	7788	7603	5802
营业成本	43064	43665	49971	59346	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4816	4631	5315	6327	应收账款	35720	35880	40946	48544
%营业收入	10%	10%	10%	10%	存货	31699	31892	36284	42935
营业税金及附加	265	266	304	361	预付账款	3095	3138	3591	4265
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	5654	5698	6428	7512
销售费用	293	290	332	394	流动资产合计	83898	84396	94852	109057
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	2568	2568	2568	2568
管理费用	1581	1594	1824	2167	投资性房地产	333	333	333	333
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	22538	20713	18847	16945
研发费用	995	966	1106	1313	无形资产	2568	2292	2016	1739
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	457	498	498	500	递延所得税资产	382	374	374	374
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	3625	3527	3264	3092
加：资产减值损失	-253	-250	-250	-250	资产总计	115913	114202	122254	134109
信用减值损失	-208	-150	-150	-150	短期贷款	19731	19731	19731	19731
公允价值变动收益	-52	0	0	0	应付款项	24425	24766	28343	33659
投资收益	165	145	166	197	预收账款	2	2	2	3
营业利润	1083	931	1211	1618	应付职工薪酬	431	437	500	594
%营业收入	2%	2%	2%	2%	应交税费	327	330	378	449
营业外收支	53	0	0	0	其他流动负债	25695	26157	29765	35127
利润总额	1136	931	1211	1618	流动负债合计	70610	71422	78718	89562
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期借款	822	822	822	822
所得税费用	152	121	157	210	应付债券	0	0	0	0
净利润	983	810	1054	1408	递延所得税负债	79	77	77	77
归属于母公司所有者的净利润	860	762	990	1323	其他非流动负债	-1108	-4229	-4229	-4229
少数股东损益	123	49	63	84	负债合计	70404	68092	75388	86232
EPS (元)	0.32	0.29	0.37	0.50	归属于母公司所有者权益	39876	40429	41121	42047
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	5633	5682	5745	5829
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	45509	46110	46866	47876
经营活动现金流净额	-14309	3935	572	-976	负债及股东权益	115913	114202	122254	134109
取得投资收益收回现金	48	145	166	197	基本指标				
长期股权投资	-120	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2855	-17	-10	-10	每股收益	0.32	0.29	0.37	0.50
其他	80	-200	0	0	每股经营现金流	-5.37	1.48	0.21	-0.37
投资活动现金流净额	-2847	-73	156	187	市盈率	129.53	114.80	88.28	66.08
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.77	2.16	2.13	2.08
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	33.66	26.22	24.52	22.97
银行贷款增加 (减少)	28129	0	0	0	总资产收益率	0.9%	0.7%	0.9%	1.1%
筹资成本	-905	-843	-912	-1012	净资产收益率	2.2%	1.9%	2.4%	3.1%
其他	-10741	-2961	0	0	净利率	1.8%	1.6%	1.8%	2.0%
筹资活动现金流净额	16483	-3804	-912	-1012	资产负债率	60.7%	59.6%	61.7%	64.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-672	58	-184	-1801	总资产周转率	0.44	0.42	0.47	0.51

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。