



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 06 月 22 日

基础数据

6 月 20 日收盘价(美元)	239.37
总市值(亿美元)	2,553
总股本(亿股)	11

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外航天航空】GE 航天航空:
2024 全年业绩点评: 拆分完成聚焦主业, 销售与服务驱动增长-2025.02.26

【兴证海外飞机】通用电气航空航天
(GE.N): 航空发动机领域的寡头, 维修
业务保障长期增长-2024.09.06

分析师: 余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

分析师: 张弘彬

S0190524080002

请注意: 张弘彬并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从
事受监管的活动。

zhanghongbin@xyzq.com.cn

GE 航天航空(GE.N)

飞机交付短缺催生航空发动机 MRO 超级周期

投资要点:

- **通用电气 (GE) 的历史是一部从工业巨头转变为金融巨擘, 最终又回归并拆分为更专注的工业实体的演变史。**早期 (1892-1980), GE 以创新为核心, 奠定了其工业领导地位。杰克·韦尔奇时代 (1981-2001) 通过激进的业务重组和金融化 (尤其是 GE Capital 的扩张) 实现了市值飙升, 但也埋下了过度依赖金融的隐患。随后的伊梅尔特时代 (2001-2017) 经历了 2008 年金融危机对 GE 资本的重创, 迫使其开始剥离金融资产, 回归工业本源。经过弗兰纳里短暂的过渡期, 劳伦斯·卡尔普自 2018 年上任后, 加速了去金融化进程, 最终将 GE 拆分为 GE 航空航天、GE 医疗和 GE Vernova 三家独立上市公司, 标志着其多元化综合企业模式的终结。
- **拆分后的 GE 航空航天继承了公司在航空发动机领域的寡头垄断地位。**GE (包括其合资企业 CFM) 拥有全球最大的民用航空发动机机队, 市场份额约占四分之三, 其 GE90、GENx、CFM56 和 LEAP 等系列产品在业界享有盛誉。当前, 航空业面临飞机交付严重短缺与客运需求强劲复苏并创新高的矛盾局面。波音和空客等飞机制造商虽计划在 2025 年后持续提升产能, 但积压订单庞大, 预计短期内新飞机供应紧张的局面仍将持续, 这将进一步推升 GE 发动机 (尤其是 LEAP 系列) 的出货量。
- **新飞机供应不足迫使航空公司延长现有飞机服役年限并增加飞行小时, 导致全球机队老化和维护需求激增, 催生了航空发动机的维护、修理和大修 (MRO) “超级周期”。**GE 航空航天的商业模式使其能充分受益于此趋势: 新发动机销售 (约占生命周期总收入 25%) 锁定未来数十年的服务收入 (约占 75%), 而服务业务贡献了约 70% 的实际年收入和更高的利润。其成熟发动机 (如 CFM56) 已进入 MRO 高峰期, 而新一代发动机 (如 LEAP 和 GENx) 的加速列装则确保了未来服务收入的持续增长, 公司服务相关积压订单 (RPO) 金额巨大。
- **投资建议:** 公司是航空发动机行业的寡头, 凭借技术壁垒, 享有强定价权及通胀传导能力。可以预见未来五年飞机行业依然存在短缺, 现有飞机的超额服役将会给公司带来稳定的服务收入。我们预测 2025-2027 年公司调整后收入为 425.39/474.63/512.69 亿美元; 归母公司净利润为 65.16/69.54/77.86 亿美元; 调整后 EPS 为 5.59/6.70/7.66 美元。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 油价高企影响下游航司利润、关税造成的零部件短缺、地缘政治的不确定性

主要财务指标

会计年度	2,024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	38,702	42,539	47,463	51,269
同比增长	9%	10%	12%	8%
归母公司净利润(百万美元)	6,556	6,516	6,954	7,786
同比增长	-31%	-1%	7%	12%
毛利率	37%	41%	41%	41%
调整后 EPS (美元)	4.60	5.59	6.70	7.66

数据来源: wind, 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

目录

一、 公司历史：工业巨头到金融巨人，再回归工业巨头	4
（一） GE 的早期发展（1892-1980）：工业巨头的崛起	4
（二） 杰克·韦尔奇时代（1981-2001）：金融化推动下的激进增长	5
（三） 杰夫·伊梅尔特时代（2001-2017）：金融化的清算与回归工业本源的尝试	7
（四） 约翰·弗兰纳里时代（2017-2018）：短暂而动荡的过渡	8
（五） 劳伦斯·卡尔普时代（2018-至今）：彻底去金融化与集团拆分	9
（六） 收入结构介绍：	10
二、 航空发动机分析：GE 市占率第一，飞机厂商	12
（一） 市占率第一的垄断型企业	12
（二） 飞机制造商产能恢复有望提振公司出货量	14
（三） CFM RISE：下一时代的储备技术	15
三、 飞机供应短缺造成 MRO 大周期	19
（一） 飞机交付缺口与超龄服役：MRO 超级周期的根源	19
（二） GE 充分受益于 MRO 的增长	21
四、 不惧通胀及关税，高度可兑现的利润指引	25
（一） 在通胀和关税下具备价格传导能力	25
（二） 分红及回购策略：	26
（三） 行业估值	28
五、 风险提示	29

图目录

图 1、 GE 创始人及 CEO	4
图 2、 GE 业务表现	5
图 3、 GE 的收入构成	6
图 4、 GE 市值复盘（标灰为美国衰退期）	6
图 5、 GE 在不同时期收入来源拆分	8
图 6、 GE Aerospace 2023-2025E 调整后收入情况（十亿美元）	10
图 7、 GE2024 年 CES 业务收入构成	11
图 8、 CES 营业利润情况	11
图 9、 GE2024 年 DPT 业务收入构成	11
图 10、 DPT 营业利润情况	11
图 11、 世界主要航空发动机制造商及合资企业关系图	12
图 12、 截至 2023.06 全球飞机存量规模（架）	12
图 13、 截至 2023 年 6 月航空发动机积压订单（架）	12
图 14、 GE 当前的核心产品	13
图 15、 波音公司飞机发动机分公司交付情况	14
图 16、 波音及空客 2006-2024 年飞机交付量（架）	14
图 17、 公司设备相关 RPO 规模	15
图 18、 GE 发动机交付量	15
图 19、 OE 业务收入	15
图 20、 OPEN FAN 技术可以在相同的巡航速度下做到更高的推进效率	16

图 21、	RISE 项目的四大基石.....	16
图 22、	波音及空客 2006-2024 年飞机交付量	19
图 23、	波音及空客自 2021 年以来累计产能缺口（架）	20
图 24、	飞机飞行小时数于 2024 年创新高.....	21
图 25、	发动机首次销售收入仅占发动机生命周期的 25%	21
图 26、	发动机首次销售收入仅占发动机生命周期的 25%	22
图 27、	GE 产品的生命周期情况	22
图 28、	公司窄体机、宽体机发动机的装机量和服务收入增速情况	23
图 29、	公司服务业务 RPO 规模.....	24
图 30、	分发动机服务收入预测	24
图 31、	价格变化以对冲成本上行	25
图 32、	公司 2025 年业绩指引	26

表目录

表 1、	公司未来经营情况测算	27
表 2、	行业估值表（FACTSET 一致预期）	28

一、公司历史：工业巨头到金融巨人，再回归工业巨头

（一）GE 的早期发展（1892-1980）：工业巨头的崛起

通用电气公司于 1892 年成立，是托马斯·爱迪生旗下的爱迪生通用电气公司与汤姆森-休斯顿电气公司合并的产物。公司早期便以创新为核心，在技术和工业领域取得了广泛突破，包括白炽灯泡（1879 年）、美国第一个商业发电站（1882 年）、X 射线机（1896 年）、家用电器（1910 年）以及商用喷气发动机（1941 年）等。

图1、GE 创始人及 CEO

GE 创始人



托马斯·爱迪生
(发明家)



查尔斯·科芬
(前鞋业销售员)



J.P. 摩根
(银行家)

在美国电气时代的黎明，通用电气由一群富有远见的人创立：发明家托马斯·爱迪生，前鞋业销售员查尔斯·科芬，以及银行家 J.P. 摩根。这些创始人共同创建了一家公司，带领美国进入了第二次工业革命和电气时代。

姓名	任职年份	主要贡献
查尔斯·A·科芬	1913-1922	带领GE战时扩张和平时期多元化，员工数量翻了两番，开发了飞机发动机和家用电器等新技术。
欧文·D·杨	1922-1939	在两战期间改造公司，监督RCA和消费电子的创建，致力于研究创新，并在二战中动员美国工业。
菲利普·D·里德	1940-1958	成功引导GE从战时生产过渡回民用产品和服务，大规模生产日常必需品如灯泡，并维护与各方的良好关系。
拉尔夫·J·科迪纳	1958-1963	启动“甲板计划”重组，将公司分散为自主部门，任期内收入增长一半以上，强调专业管理和高管发展。
杰拉尔德·L·菲利普	1963-1972	推动GE向新兴技术和全球市场转型，赋予业务部门自主权，倡导向计算机到航空航天等领域的扩张，带来十年稳定增长。
雷金纳德·H·琼斯	1972-1981	策划GE向新兴技术的大胆转型，专注于从内部提拔关键人物（如杰克·韦尔奇）。
杰克·韦尔奇	1981-2001	策划了美国商业史上最引人注目的企业转型之一，通过战略性收购、无情的裁员和对市场主导地位的奉献，将公司重塑为利润巨头。
杰夫·伊梅尔特	2001-2017	大力推动环保技术和全球扩张，但其遗产以未实现的雄心和滞后的市场表现为标志，最终决定拆分公司。
约翰·L·弗兰纳里	2017-2018	上任时雄心勃勃，但因陷入更深的企业暗流，尽管进行了大胆改革，仍仅一年后被董事会罢免。
H·劳伦斯·卡尔普	2018-至今	通过战略性剥离和专注于核心工业优势，努力重振GE的财富，培养创新精神。

数据来源：history oasis，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 杰克·韦尔奇时代（1981-2001）：金融化推动下的激进增长

杰克·韦尔奇自 1981 年执掌通用电气（GE）后，其管理风格深刻地改变了公司乃至整个美国企业界。在他 20 年的任期内，GE 的市值从 120 亿美元飙升至 4100 亿美元，远超市场基准。

韦尔奇的核心管理理念是：每个业务部门都必须在其市场中做到“第一或第二”，否则就必须“整改、出售或关闭(Fix, sell, or close)”。这一理念驱动了激进的业务重组，GE 出售了超过 200 个业务部门，同时进行了 370 多次收购。为追求效率，韦尔奇大幅削减成本，将员工总数从 1980 年的约 40 万人降至 1989 年的约 29 万人，并简化了管理层级。

图2、GE 业务表现

General Electric's Performance in Three Eras

(millions of dollars)

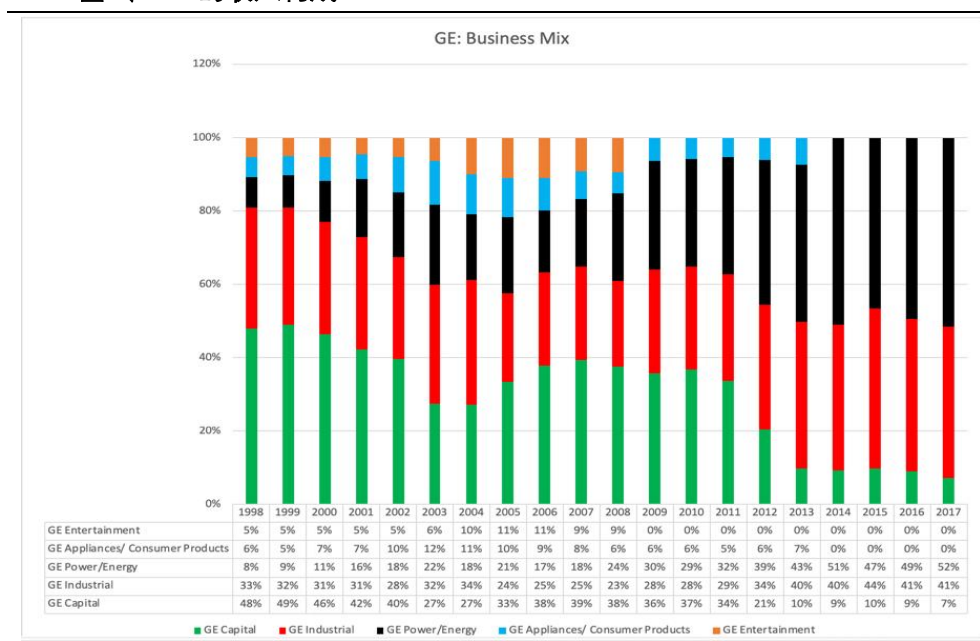
	Borch		Jones		Welch		
	1961	1970	1971	1980	1981	1990	2000
Sales	4,666.6	8,726.7	9,557.0	24,950.0	27,240.0	52,619.0	129,853.0
Operating profit	431.8	548.9	737.0	2,243.0	2,447.0	6,616.0	19,630.0
Net earnings	238.4	328.5	510.0	1,514.0	1,652.0	4,303.0	12,735.0
ROS	5.1%	3.8%	5.3%	6.1%	6.1%	8.2%	9.8%
ROE	14.8%	12.6%	17.2%	19.5%	18.1%	19.8%	28.7%
Stock market capitalization	6,283.7	7,026.7	10,870.5	12,173.4	13,073.4	50,344.9	389,442.9
S&P 500 Stock Price Index--Composite	65.7	83.0	97.9	119.4	126.4	330.2	1,365.3
Employees	279,547	396,583	402,000	366,000	404,000	298,000	313,000
U.S GNP (\$ billion)	523.0	982.0	1,063.0	2,626.0	2,708.0	5,524.5	9,276.4

数据来源：srshtisystems，兴业证券经济与金融研究院整理

在他的领导下，最初作为销售支持部门的 GE 资本（GE Capital）转型为公司的主要利润引擎，到 90 年代末贡献了近一半的收入。GE 资本利用公司卓越的 AAA 信用评级，以低成本借款再以高利率放贷，业务范围从产品融资迅速扩张到信用卡、次级抵押贷款等多个领域。

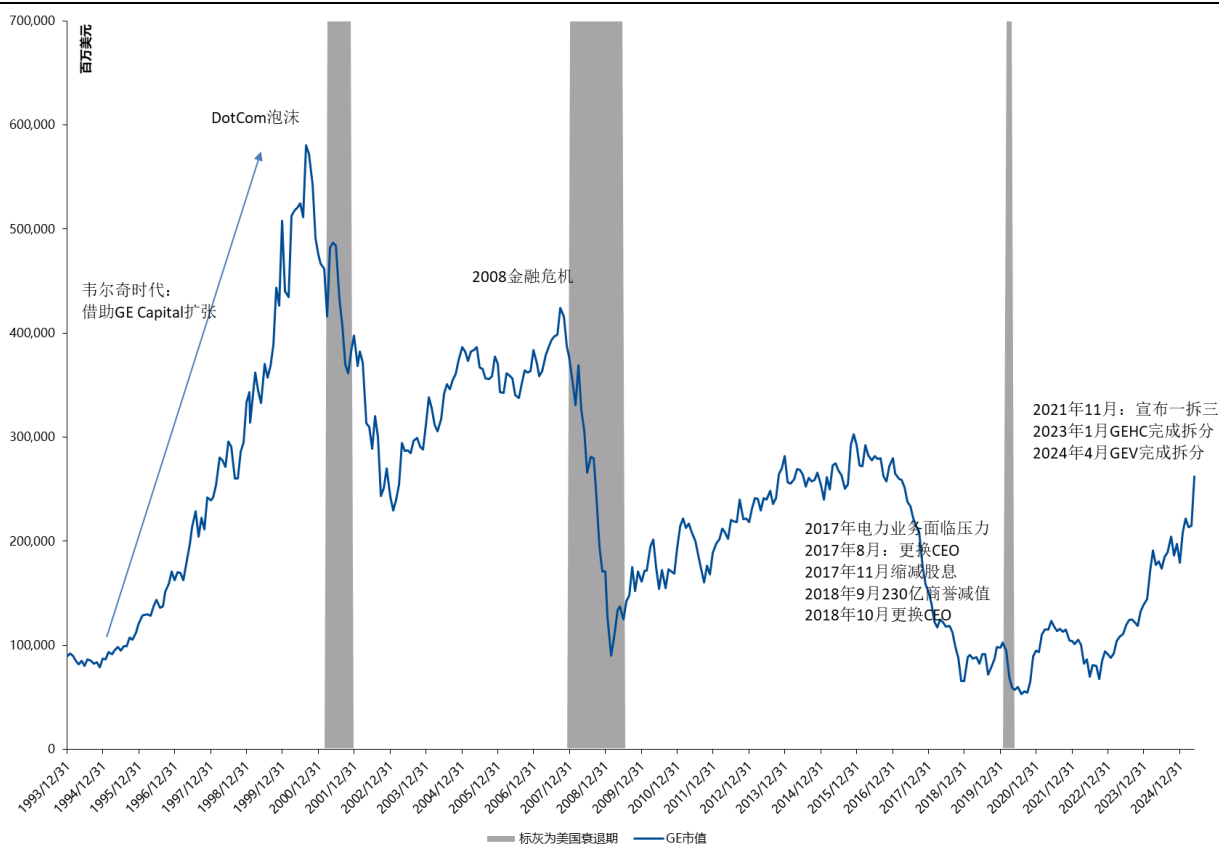
然而，韦尔奇的战略也带来了负面影响。这种“无情的效率”将劳动力视为成本而非资产，公司在股票回购上的投入甚至超过了研发。许多收购（如 RCA 和 Kidder Peabody）更多是出于财务工程而非工业协同效应。虽然韦尔奇时代取得了巨大的财务成功，但其激进的成本削减和对短期财务指标的过度偏重，也为 GE 未来的脆弱性埋下了伏笔，在一定程度上掏空了公司的工业核心。

图3、GE 的收入构成



数据来源：aswathdamodaran.blogspot，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、GE 市值复盘（标灰为美国衰退期）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）杰夫·伊梅尔特时代（2001-2017）：金融化的清算与回归工业本源的尝试

杰夫·伊梅尔特于 2001 年接替杰克·韦尔奇担任 GE 的 CEO。

伊梅尔特宣称要让 GE 回归工业本源，但 GE Capital 在 21 世纪初仍持续扩张。它继续收购信用卡公司、次级贷款机构和商业地产。到 2008 年前巅峰时期，GE Capital 持有 5840 亿美元资产。

2008 年全球金融危机对 GE Capital 造成了严重冲击，其在商业地产和住房抵押贷款领域的过度敞口导致了严重的流动性危机，几乎使 GE Capital 面临违约和破产，并险些拖垮整个 GE 集团。

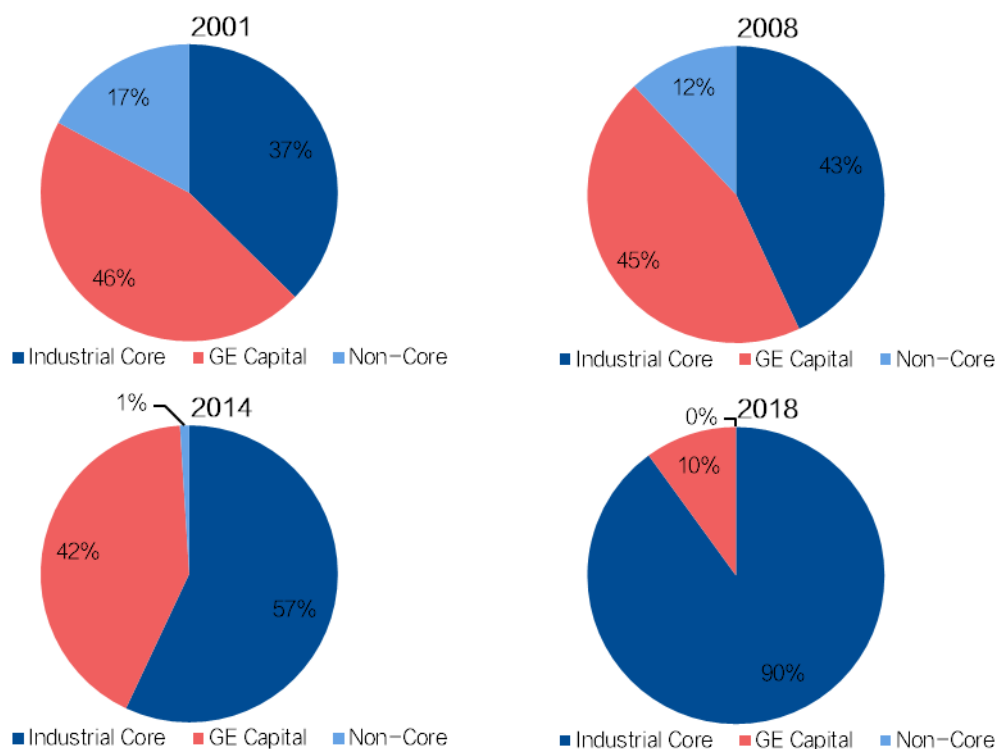
作为非银行实体，GE Capital 最初被排除在政府救助之外。然而，其系统重要性促使美国金融稳定监督委员会（FSOC）在 2013 年将其指定为“系统重要性金融机构”（SIFI），使其受到美联储的监管和更严格的审慎监督。沃伦·巴菲特在 2008 年对 GE 的 30 亿美元投资，以及同期进行的 120 亿美元普通股发行，对于 GE 避免灾难性崩溃至关重要。

GE Capital 在 2008 年危机期间的几近崩溃以及随后必要的外部干预和监管机构的指定，揭示了过度金融化可能带来的严重后果。GE Capital 作为一家非金融公司，在缺乏传统银行监管的情况下发展到如此庞大的规模，其一旦失败可能对整个美国经济造成系统性冲击。这表明，仅仅追求高金融回报，而没有相应的监管制约，可以将一个公司的风险状况从正常的经营风险转变为可能影响整个金融体系的系统性风险。这场危机迫使 GE 痛苦地承认，其金融部门已成为一个巨大的负债，而非单纯的资产，这促使公司必须进行根本性的战略调整。

伊梅尔特剥离 GE Capital 资产的主要原因是为了让 GE 回归其工业本源，并减轻因 SIFI 带来的巨大监管负担和审查。他的目标是到 2018 年，GE 的工业业务将至少贡献 90% 的运营收益，高于当时的 58%。

GE 在 2013 年至 2021 年间大规模出售 GE Capital 资产。GE 战略性地保留了直接支持其核心工业业务的“垂直”融资业务：GE Capital 航空服务（GECAS）、能源金融服务和医疗设备融资。

图5、GE 在不同时期收入来源拆分



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）约翰·弗兰纳里时代（2017-2018）：短暂而动荡的过渡

约翰·弗兰纳里于 2017 年 8 月被任命为 GE 的 CEO，其任期仅持续了短暂的 14 个月。

在其领导下，GE 的股价下跌了一半。陷入困境的 GE 电力部门是一个重大问题，面临需求疲软，需要大幅削减成本结构。在他任期内，GE 宣布了与电力业务相关的 230 亿美元商誉减值损失。

尽管弗兰纳里提出了激进的计划，但董事会对其领导下的“变革步伐缓慢”感到不满。他继承了伊梅尔特时代“糟糕的局面”和“烂摊子”，包括挥之不去的财务问题和陷入困境的电力业务。

弗兰纳里极短的任期，尽管他启动了许多必要的改革，但仍被董事会以“变革步伐缓慢”为由罢免，这突显了 GE 当时所处的深重危机，以及市场和董事会对于立即、戏剧性结果的迫切需求。公司当时面临着巨大的压力，要求迅速扭转局面，这种压力超越了拆解一个百年综合企业所固有的复杂性。弗兰纳里的失败，尽管他启动了必要的改革，但仍表明 GE 所继承的问题根深蒂固，以及在一个庞大且文化根深蒂固的组织中实现快速转型的难度，为他的继任者采取更激进的变革铺平了道路。

（五）劳伦斯·卡尔普时代（2018-至今）：彻底去金融化与集团拆分

劳伦斯·卡尔普（H. Lawrence Culp Jr.）于 2018 年接替约翰·弗兰纳里，成为 GE 历史上第一位外部 CEO。

战略剥离与业务组合简化：卡尔普延续了剥离非核心资产的战略，以简化业务组合并减少债务。主要的资产出售包括 GE Capital 航空服务（GECAS）、照明业务、生物制药业务，以及运输部门（已与 Wabtec 合并）。

GECAS（GE Capital 的主要金融资产）的出售，实际上“终结了 GE Capital”，标志着这个在 2008 年危机中几乎拖垮公司的金融部门的彻底去金融化。GE Capital 的大部分业务部门在 2013 年至 2021 年间被出售。

卡尔普的战略是通过专注于其核心工业优势来重振 GE 的命运，将其转变为一家人“更专注、更简单、更强大的高科技工业公司”。

历史性的三家独立公司拆分：2021 年 11 月，GE 宣布计划在 2024 年前拆分为三家独立的上市公司，标志着其综合企业结构的终结。拆分于 2024 年 4 月完成。

这三家新实体分别是：

1. **GE Aerospace (GE-US)：**保留 GE 名称，专注于航空业务，作为 GE 的法定继承者。
2. **GE 医疗 (GEHC-US)：**一家健康科技公司，于 2023 年初剥离。
3. **GE Vernova (GEV-US)：**GE 的可再生能源、电力和数字业务。

拆分的战略考量十分明确：创建三家“资本充足、行业领先的上市公司，每家都拥有更深入的运营重点和问责制、更大的战略灵活性和量身定制的资本配置决策”。在需要敏捷性的数字经济中，综合企业模式被认为不再有效。拆分旨在释放股东价值，因为独立实体的总价值预计将超过综合企业。此外，拆分业务还解决了不同的监管和合规需求（例如，医疗保健的 HIPAA，航空航天部的国防合同），使每个实体都能更灵活地运营。

拆分对 GE 产生了深远影响。卡尔普被任命以及拆分计划宣布后，GE 的股价飙升，反映了投资者的认可。这一拆分标志着一个美国工业巨头时代的终结。

（六）收入结构介绍：

GE 航空航天在 2024 财年，即其作为独立公司的第一个完整财年，取得了卓越的业绩表现。

公司的业务运营与财务报告采用了一种矩阵式结构，根据下游客户分为“商用发动机 (CES)”和“国防与推进技术 (DPT)”两个部门，根据产品类型又分为“服务”和“设备”。

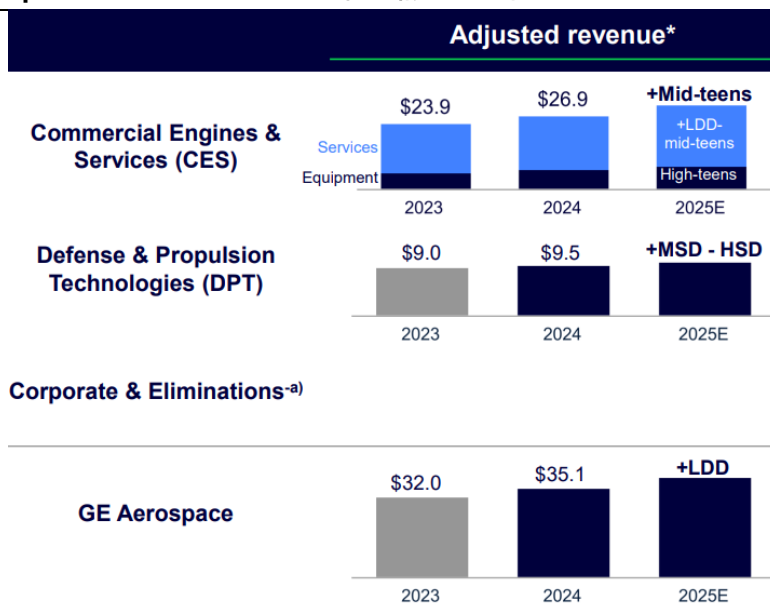
按下游客户分类：

- **商业发动机与服务 (CES)：** 该部门专注于为全球民用航空市场提供飞机发动机及其全生命周期的售后服务。CES 不仅是公司最大的业务分部，更是主要的利润贡献者。其业务表现与全球航空客运、货运市场的景气度密切相关。
- **国防与推进技术 (DPT)：** DPT 部门主要服务于军用飞机、其他国防系统，并致力于开发尖端的推进技术。该部门的业务通常与政府国防预算和长期军事项目相关，具有一定的稳定性和战略重要性。

按照产品类型分类：

- **服务 (Services)：** 此类别涵盖了发动机的维护、修理和大修 (MRO) 活动、备件销售以及各类长期服务协议 (LTSA)。服务业务通常具有较高的利润率和持续性，是 GE 航空航天重要的经常性收入来源。
- **设备 (Equipment)：** 主要指新发动机整机及相关硬件的销售。设备销售不仅直接贡献收入，新设备的销售 (例如先进的 LEAP 发动机) 为公司锁定了未来数十年的高利润服务合同和备件需求。

图6、GE Aerospace 2023-2025E 调整后收入情况（十亿美元）

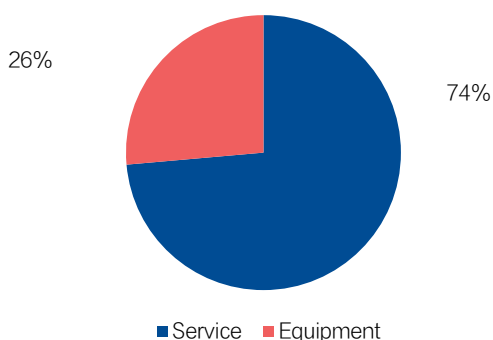


数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

1. CES :核心业务，占调整后收入的 76.6%，占营业利润的 97%

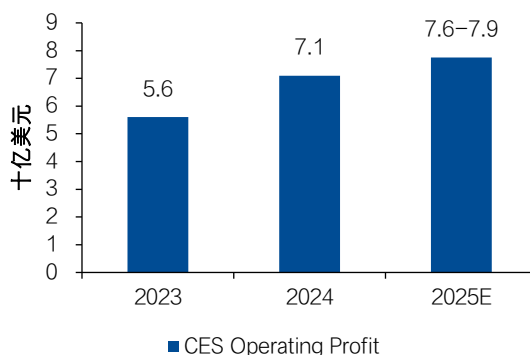
作为 GE 航空航天核心业务板块，CES 部门在 2024 财年持续展现强劲增长动能。从营收结构来看，2024 财年 CES 调整后营收达 269 亿美元，较 2023 财年的 239 亿美元同比增长 13%。其中，服务营收贡献 198 亿美元；设备营收为 71 亿美元。在盈利表现方面，2024 财年 CES 营业利润达 71 亿美元，营业利润率提升至约 26.4%。

图7、GE2024 年 CES 业务收入构成



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、CES 营业利润情况



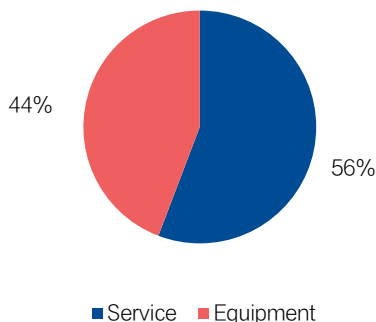
数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

2. DPT：战略核心，盈利能力不如民用

作为公司营收与利润的稳定支撑板块，DPT 部门在 2024 财年延续稳健增长态势。从营收结构来看，2024 财年 DPT 总营收达 95 亿美元，较 2023 财年的 90 亿美元同比增长 6%。其中服务营收为 53 亿美元，占总营收比重约 55.8%，设备营收则为 42 亿美元，双业务线协同推动整体规模扩张。

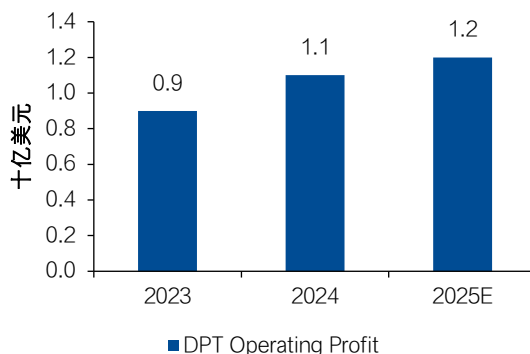
在盈利水平方面，2024 财年 DPT 实现营业利润 11 亿美元，营业利润率提升至约 11.6%。

图9、GE2024 年 DPT 业务收入构成



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、DPT 营业利润情况



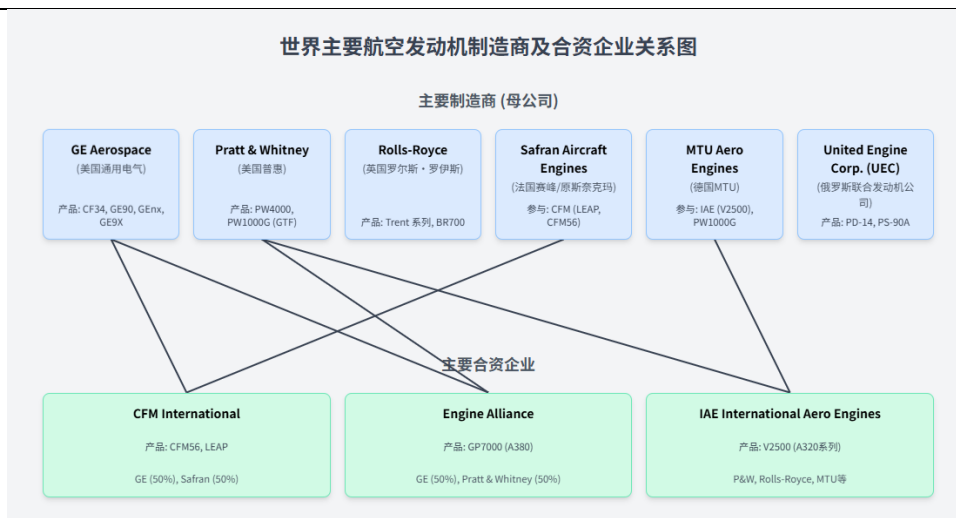
数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

二、航空发动机分析：GE 市占率第一，飞机厂商

（一）市占率第一的垄断型企业

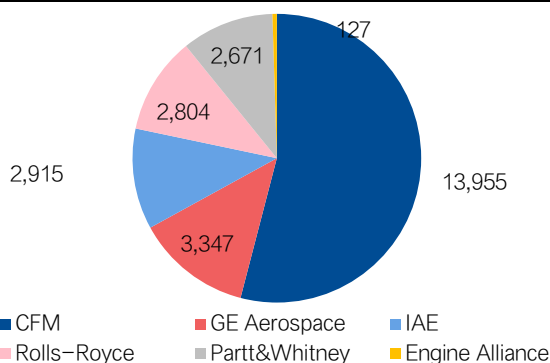
全球航空发动机市场呈现寡头垄断的竞争格局。目前世界范围内 独立掌握商用航空发动机研制核心技术、并有能力实现其产品商业化成功的企业仅 GE 航空、普惠（Pratt & Whitney）、罗尔斯·罗伊斯（Rolls-Royce）三家公司，世界范围内商用航空发动机市场基本被这三家公司及其与其他公司组建的合资企业所垄断。

图11、世界主要航空发动机制造商及合资企业关系图



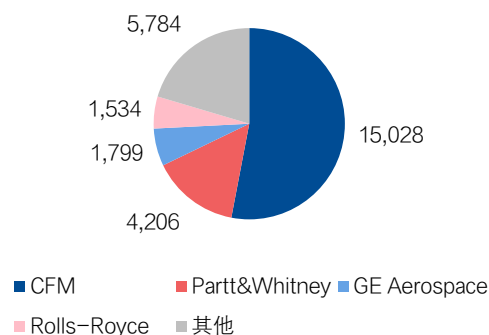
数据来源：Aerotime、Wikipedia，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、截至 2023.06 全球飞机存量规模(架)



数据来源：FLIGHTGLOBAL，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、截至 2023 年 6 月航空发动机积压订单(架)



数据来源：FLIGHTGLOBAL，兴业证券经济与金融研究院整理

GE 航空航天商业发动机与服务 (CES) 部门是全球航空发动机市场的领导者。拥有行业内规模最大且最年轻的机队，总计约 45,000 台发动机，约占民航发动机的 3/4 市场份额。服务业务贡献了约 70% 的收入，凸显了这一收入来源的稳定性和经常性。从平台收入构成来看，窄体机发动机业务约占 50%，宽体机发动机业务约占 35%，支线及其他飞机发动机业务约占 15%。

商用航空发动机：

- **GE90 系列：** 专为波音 777 飞机设计，是全球推力最大的航空发动机之一，以其可靠性、燃油效率和低噪音著称。
- **GENx 系列：** 装备于波音 787 梦想飞机和部分波音 747-8 飞机，采用先进材料和技术，进一步提升了燃油效率和降低了排放。
- **CFM56 系列 (与赛峰合资公司 CFM 国际生产)：** 世界上最成功的商用航空发动机之一，广泛应用于空客 A320 系列和波音 737 系列飞机，以其卓越的可靠性和维护成本效益而闻名。
- **LEAP 系列 (与赛峰合资公司 CFM 国际生产)：** CFM56 的后继产品，为新一代单通道飞机（如空客 A320neo 和波音 737 MAX）提供动力，相比 CFM56，显著提高了燃油效率和降低了碳排放。
- **GE9X：** 为波音 777X 飞机设计的下一代超大推力发动机，集成了大量先进技术，在燃油效率、排放和噪音方面表现更优。

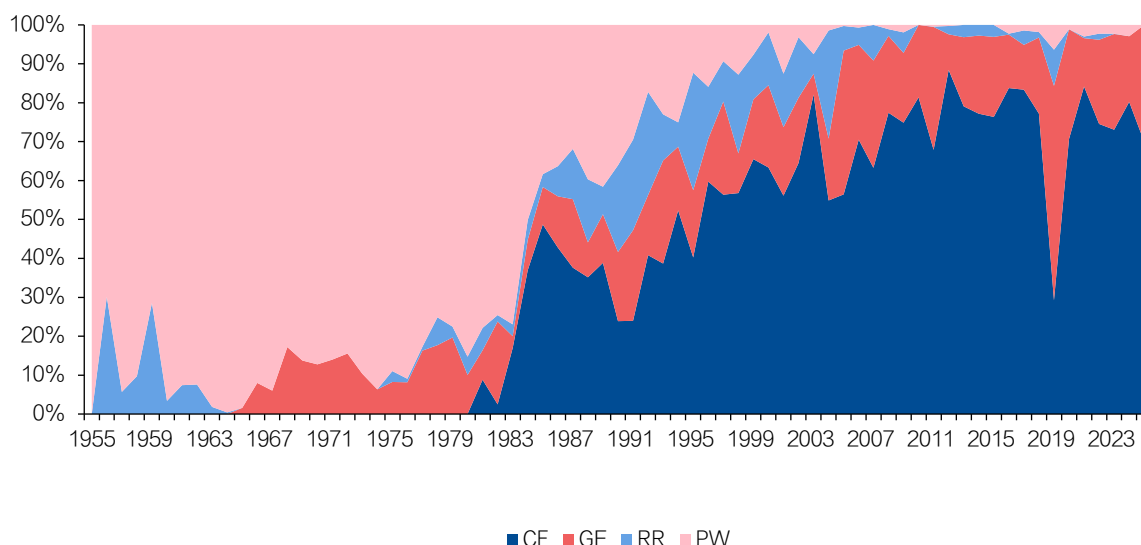
图14、GE 当前的核心产品

Platforms	FOUNDATIONAL 1980s → 2050s	NEXT GENERATION 2010s → 2070s	FUTURE 2030s → 2090+
Narrowbody	 CFM56 >1B flight hours	 LEAP 15% better fuel efficiency vs. CFM56	 Revolutionary Innovation for Sustainable Engines
Widebody	 CF6 Most produced widebody engine	 GENx 15% better fuel efficiency vs. CF6	▪ Open Fan targeting >20% better fuel efficiency vs. LEAP ... key to helping the aviation industry achieve net zero CO2 emissions by 2050 ▪ Supercomputing capability helping target lower noise levels ▪ Uncompromising commitment to safety
	 GE90 1 st for composite fan	 GE9X 10% better fuel efficiency vs. GE90	
Defense	 T700 100M flight hours in 40 years of service	 T901 25% better fuel consumption vs. T700 ^(a)	 Adaptive cycle engines

(a) – better Specific Fuel Consumption

数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、波音公司飞机发动机分公司交付情况

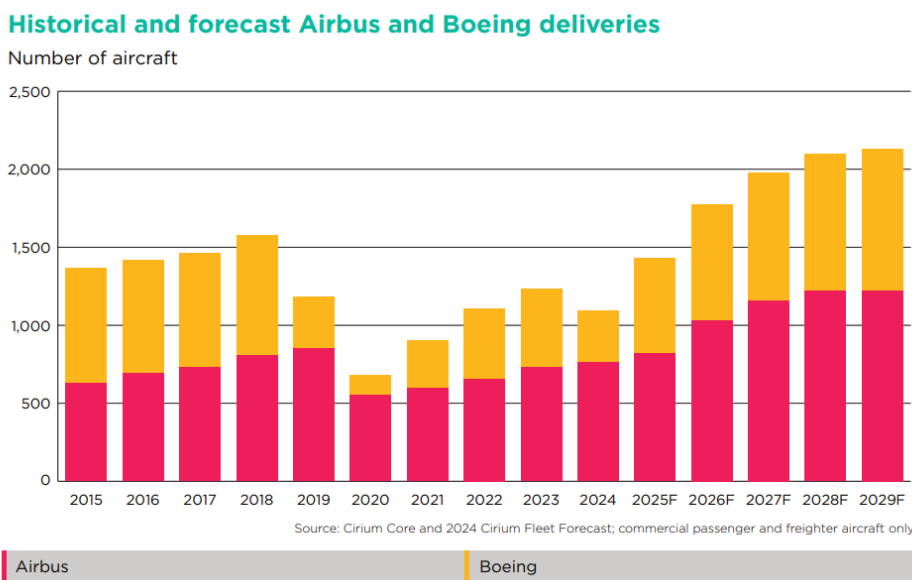


数据来源：波音官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）飞机制造商产能恢复有望提振公司出货量

当前飞机行业存在大量积压订单，随着疫情后供应链的恢复，空客及波音均会在 2025 年以后持续提升产能。按照空客的计划，目标在 2025 年交付 820 架飞机，相较 2024 年增长 7%；波音虽没给年度指引，但当前（2025 年 5 月）波音的 737 MAX 的产能已经接近 FAA 给的 38 架/月的产能上限，公司预计在 FAA 批准后将产能提高到 42 架/月，并在年底提高到 47 架/月。

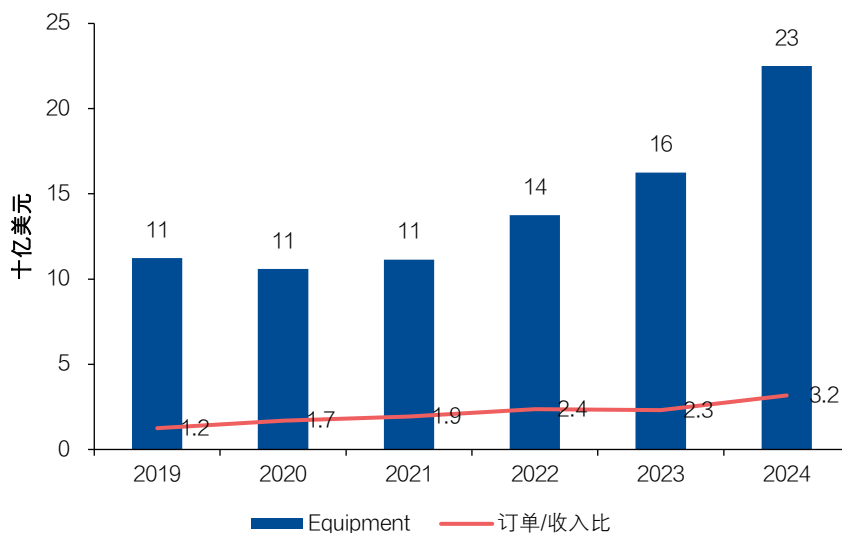
图16、波音及空客 2006-2024 年飞机交付量（架）



数据来源：cirium，兴业证券经济与金融研究院整理

公司设备相关 RPO (客户已承诺付款但公司尚未提供产品或服务的合同金额) 在疫情后逐年上涨，在 2024 年底提升至 230 亿美元，按照 2024 年的设备收入来计算，积压 RPO 可以维持 3 年。

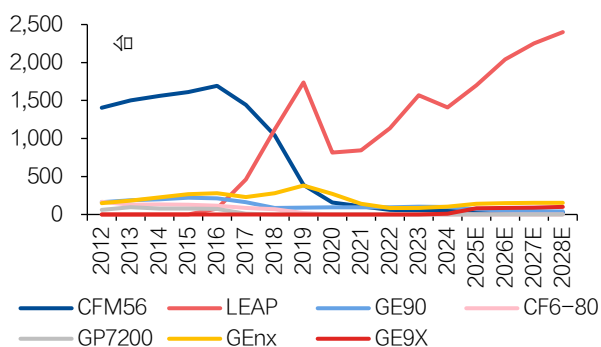
图17、公司设备相关 RPO 规模



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

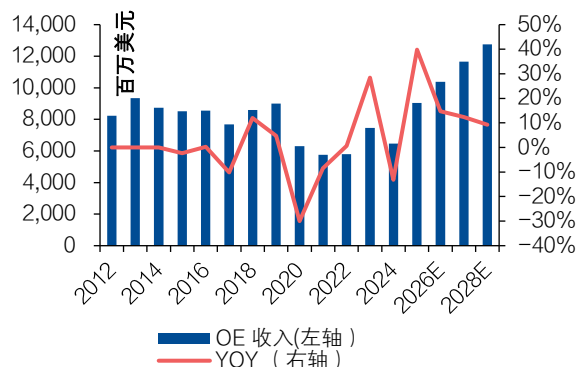
我们认为随着飞机制造商产能的提高（尤其是波音重回正轨），GE 的发动机出货量将会继续提升，其中最显著的增量来自 LEAP 系列发动机（737 MAX 独供，A320 NEO 占 60%市占率）。公司提供 2025 年的指引，其中民航设备业务的增速将维持在 High-teens（17%-19%）。

图18、GE 发动机交付量



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理、预测

图19、OE 业务收入



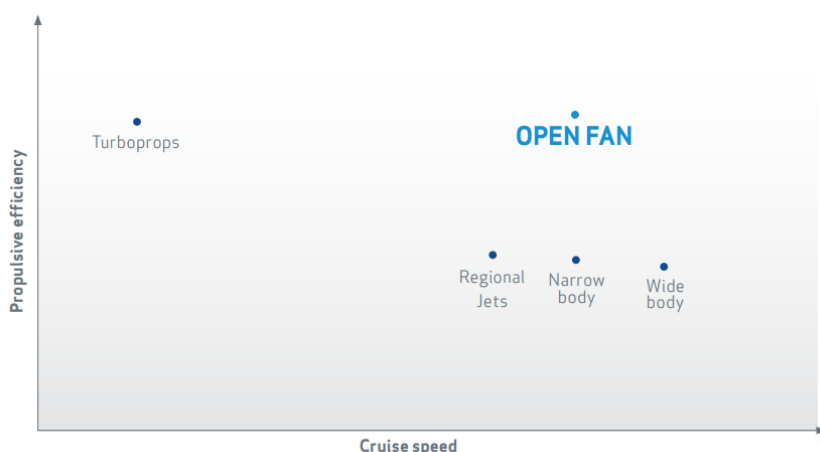
数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理、预测

（三）CFM RISE：下一时代的储备技术

全球航空业正面临日益严峻的减排压力，特别是针对二氧化碳（CO₂）及其他非二氧化碳排放物。国际航空运输协会（IATA）等行业组织已提出到 2050 年实现净零碳排放的宏伟目标，这使得发动机技术成为实现这一转型的核心环节。

为实现这一目标，2021 年 GE 和 Safran 的合资公司 CFM 宣布推出新一代的开放式风扇航空发动机验证项目——RISE。与当前最高效的发动机(特指 CFM LEAP)相比，RISE 目标实现超过 20% 的燃油消耗和二氧化碳排放降低；确保能 100% 兼容可持续航空燃料 (SAF) 和氢燃料；并实现与现有飞机相当或更优的噪声水平；以及和当前窄体机相同的速度及巡航高度。

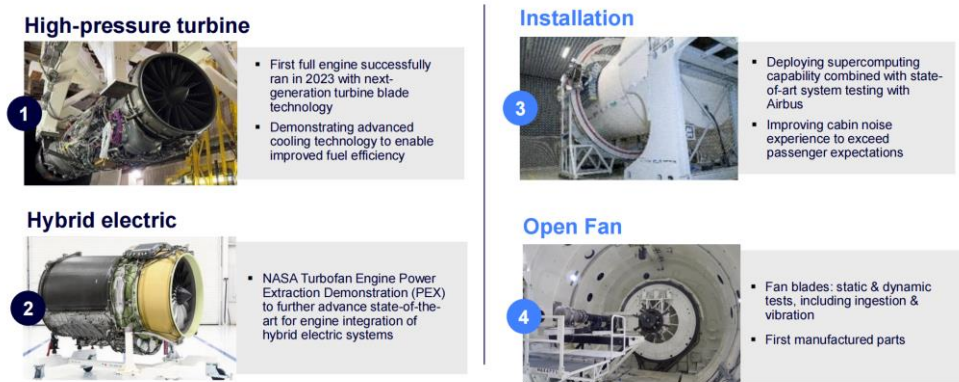
图20、OPEN FAN 技术可以在相同的巡航速度下做到更高的推进效率



数据来源：CFM，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 核心技术与架构创新

图21、RISE 项目的四大基石



RISE is a program of CFM International, a 50-50 joint company between GE & Safran Aircraft Engines.

数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

1. 开放式风扇 (OPEN FAN)

RISE 项目的基石是其开放式风扇 (Open Fan) 架构。

- 该设计采用单级、大直径风扇，配备可变桨距的碳纤维复合材料叶片，运行时无需传统的发动机短舱或风扇罩。开放式架构可以极大的提高涵道比，根据 CFM 的计划，涵道比可以提高到最高的 75:1。(LEAP-1A 涵道比为 11:1；P&W PW1100G 为 12.5:1)。

- 风扇叶片采用轻质高强度碳纤维复合材料，经优化掠形、弯曲和可变桨距设计，在各飞行阶段保持高气动效率并控制噪声；
- 风扇后方固定且桨距可调的静子叶片，可消除气流旋转效应，最大化推力效率，还能通过调桨距实现空气制动，减轻重量、简化结构；
- CFM 国际利用超级计算机进行 CFD 模拟，优化其气动和声学性能，并通过在 ONERA、DNW 等风洞开展大量测试，验证模型、优化设计。

2. 高压涡轮（HPT）:

高压涡轮是喷气发动机核心部件，影响发动机整体效率和功率输出。RISE 项目在 HPT 叶片上的创新主要有：

- 采用下一代高压涡轮叶片技术，在冷却技术上有突破，叶片能承受更严苛环境，提升热效率、降低燃油消耗；
- CFM 国际及其母公司 GE 宇航在项目早期对 HPT 叶片做远超以往的耐久性测试，如 2023 年 GE 宇航将下一代 HPT 翼型技术集成到 F110 军用发动机核心机中初步测试，到 2025 年 5 月已完成超 3000 个循环耐久性测试，模拟严苛条件，验证了耐久性和燃油效率潜力，还计划进行粉尘吸入测试；
- 利用全球顶尖超级计算机优化 HPT 空气动力学和冷却效率，使其更耐用且提升燃油效率；
- 先进 HPT 技术部分成果可能应用于现有发动机架构以提升性能。

3. 混合电力技术:

混合电技术是 RISE 项目实现可持续发展的关键，旨在通过电力辅助优化发动机性能、降低油耗和排放。

RISE 项目从设计就考虑集成兆瓦级混合电系统，可在特定飞行阶段提供电力推力或充电，以提升发动机效率；

GE 与 NASA 合作开展混合电技术验证项目，推进技术成熟度；RISE 项目验证机将集成混合电能力，GE 宇航国防团队已演示兆瓦级混合电推进系统，后续将通过地面和飞行测试验证其性能、可靠性与集成效果。

4. 发动机-机身集成:

开放式风扇架构的特性给发动机 - 机身集成带来新挑战与机遇。

集成核心在于高效安全安装开放式风扇，减少气动干扰，CFM 与飞机制造商合作，通过风洞测试和 CFD 模拟研究不同安装方案对飞机气动、燃油效率和噪声的影

响；空客 A380 飞行测试平台将验证发动机 - 机身集成方案，评估不同机翼安装选项的气动影响并收集数据优化设计；发动机与机身深度集成还需电气、燃油和控制系统协同，RISE 项目混合电能力也需与飞机电力系统高效整合。

三、飞机供应短缺造成 MRO 大周期

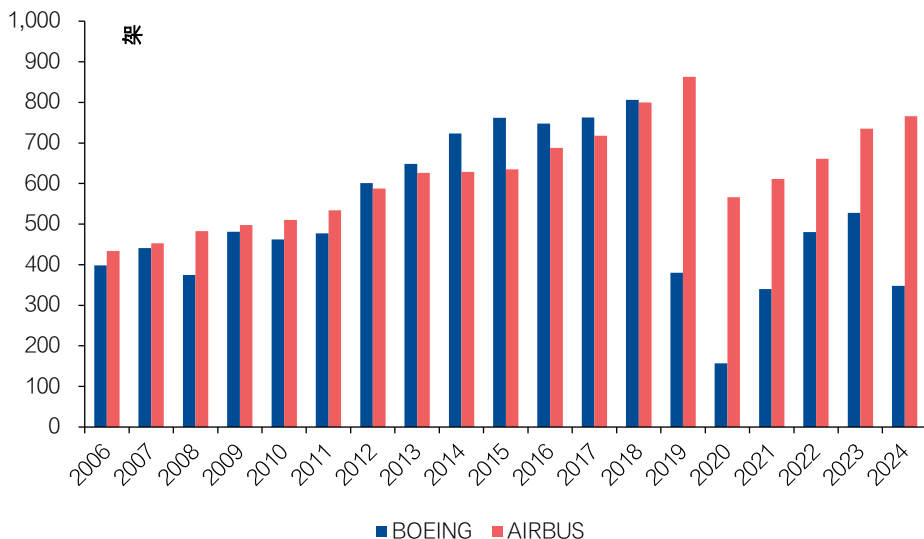
发动机是飞机的“心脏”，需要定期维护、检修和大修（MRO）以保持性能和安全。常规维护（如定期检验、部件更换）可以发现并修复磨损、裂纹等问题，否则小故障可能累积成严重损伤，导致动力下降甚至失效。不按周期维修不仅降低燃油效率，还会缩短发动机寿命，并可能引发严重事故。因此，发动机 MRO 是航空运营的必要环节，市场需求稳定且利润率较高。

（一）飞机交付缺口与超龄服役：MRO 超级周期的根源

当前全球航空业正面临前所未有的飞机交付缺口，这是 MRO 市场进入“超级周期”的核心驱动因素。新飞机交付量的短缺初始于 2019 年波音 737 MAX 飞机的禁飞，在 2020 年由于疫情原因，供应链终端，飞机生产萎缩。根据 oliverwyman 数据，2018 年，全球生产了超过 1800 架飞机，但到 2024 年底，这一数字已降至不足 1300 架，下降了 30%。2019-2024 年间，根据 Cirium 预测，单通道飞机计划交付 8560 架，实际仅 4960 架，缺口 3600 架；双通道飞机计划交付 2220 架，实际 1000 架，缺口 1220 架。

与此同时，全球客运量却创下历史新高，2024 年每客公里收入（RPK）比 2019 年峰值增长近 4%。2024 年，总运力（按照 ASK 可用座公里计算）同比增长 8.7%，全年载客率 83.5%，创新高。

图22、波音及空客 2006-2024 年飞机交付量

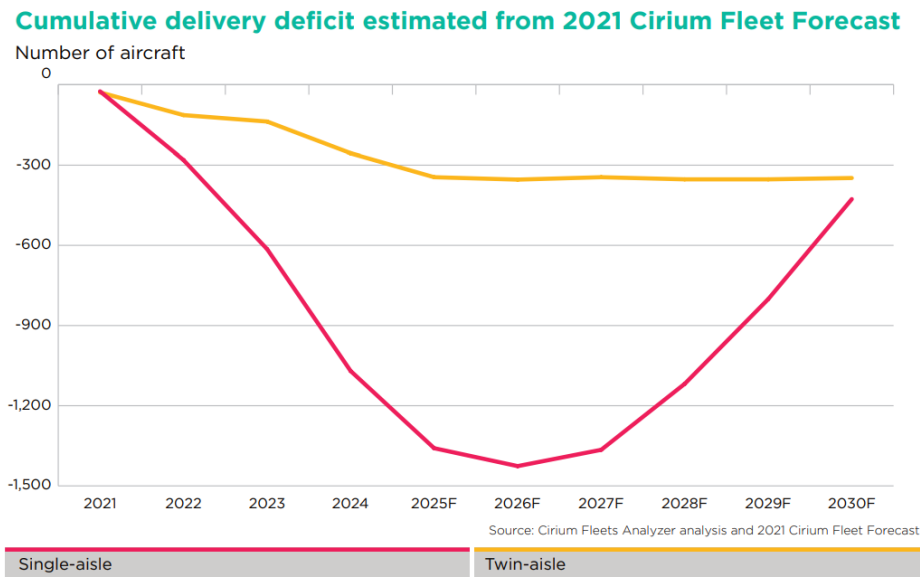


数据来源：波音官网、空客官网，兴业证券经济与金融研究院整理

这种供需失衡导致未交付的飞机订单积压达到历史最高水平，根据 oliverwyman，积压订单超过 17000 架喷气式飞机。按照目前的生产速度，这些订单需要 14 年才能交付完毕，是 2019 年之前的两倍。如果假设波音和空客可以在 2026 年恢复

至 2018 年的水平，实现创纪录的飞机交付量，到 2030 年，单通道和双通道飞机仍将存在累计交付缺口。

图23、波音及空客自 2021 年以来累计产能缺口（架）



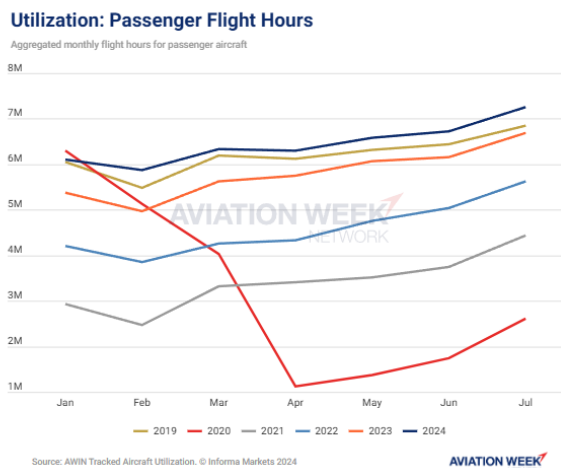
数据来源：cirium，兴业证券经济与金融研究院整理

新飞机供应的严重不足迫使航空公司不得不**延长现有老旧飞机的服役时间**，以满足不断增长的航空旅行需求。2024 年，全球机队平均年龄史无前例地增加了整整一年，从 2023 年的 12.5 岁上升到 13.4 岁。这种机队老化直接导致了维护和部件更换需求的激增，因为老旧飞机需要更多的维修来确保可靠性和安全性。

特别是**宽体飞机**市场，新飞机的持续延迟交付迫使航空公司保留了更多老旧机型，例如空客 A330-200/300、波音 767 和 777（-200ER 和 -300ER），使其在客运角色中继续服役，而非转为货机或拆解为备件。甚至在疫情最严重时看似不可能的**老旧四发飞机**（如波音 747-400 和空客 A340）也重新投入使用，而空客 A380 机队的复苏也远超预期。例如，韩亚航空（Korean Air）就因新飞机交付延迟而推迟了 A380 和 747-8I 的退役计划，其 CEO 表示，在获得新飞机之前，这两种机型将继续服役。

飞行小时增加： 新飞机供应不足也意味着在役飞机需要承担更多的飞行任务。2024 年飞机平均飞行小时达到 2800 小时，较 2022 年增加了近 15%。飞机飞行时间越长，所需的维护就越多，尤其是在发动机、部件和航线维护方面。2024 年，全球飞机总利用率超过 7800 万飞行小时，比 2019 年的记录高出 300 万飞行小时。

图24、飞机飞行小时数于 2024 年创新高



数据来源：Aviation Week，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) GE 充分受益于 MRO 的增长

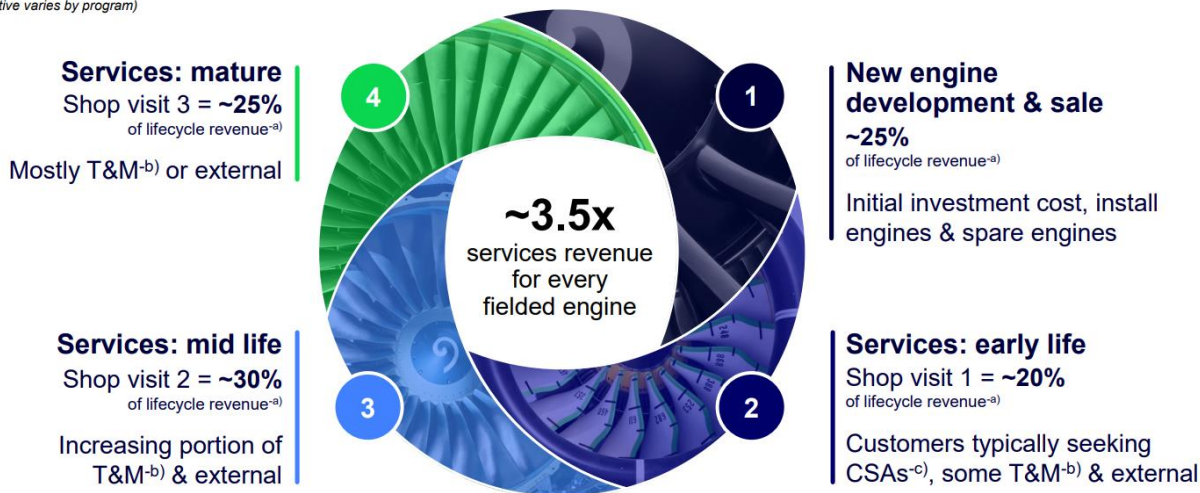
GE Aerospace 的商业模式显著区别于传统的制造企业，其投资价值的核心在于其强大的后续服务业务。

- 航空发动机行业普遍遵循“剃刀与刀片”的商业模式。新发动机销售的利润率相对较低，有时甚至接近成本，其主要目的是获取已安装机队的基础。而真正的利润源自于发动机整个生命周期内所产生的后续服务收入。
- 收入构成：根据行业经验，一台航空发动机在其整个生命周期中所产生的总收入中，新发动机销售收入通常仅占约 25% 左右。其余约 75% 的收入则来自于后续的维护、维修、大修、备件销售和技术升级等服务。

图25、发动机首次销售收入仅占发动机生命周期的 25%

Commercial program flywheel

(Illustrative varies by program)



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

以 2024 年为例，可持续性的服务收入约占 GE 总收入的 70%。

图26、发动机首次销售收入仅占发动机生命周期的 25%

Orders and revenue - supplemental information
(\$ in billions)

ORDERS	Services				Equipment				Total			
	4Q'24	y/y	FY'24	y/y	4Q'24	y/y	FY'24	y/y	4Q'24	y/y	FY'24	y/y
Commercial Engines & Services	\$7.3	40%	\$25.1	30%	\$5.7	65%	\$15.1	55%	\$12.9	50%	\$40.2	38%
Defense & Propulsion Technologies	\$1.4	14%	\$5.8	4%	\$1.4	33%	\$5.5	17%	\$2.8	22%	\$11.2	10%
GE Aerospace	\$8.7	35%	\$30.7	24%	\$6.8	62%	\$19.5	45%	\$15.5	46%	\$50.3	32%

REVENUE	Services				Equipment				Total			
	4Q'24	y/y	FY'24	y/y	4Q'24	y/y	FY'24	y/y	4Q'24	y/y	FY'24	y/y
Commercial Engines & Services	\$5.4	12%	\$19.8	12%	\$2.3	38%	\$7.1	15%	\$7.7	19%	\$26.9	13%
Defense & Propulsion Technologies	\$1.3	3%	\$5.3	6%	\$1.2	6%	\$4.2	5%	\$2.5	4%	\$9.5	6%
GE Aerospace	\$6.6	10%	\$24.8	10%	\$3.2	28%	\$10.3	10%	\$9.9	16%	\$35.1	10%

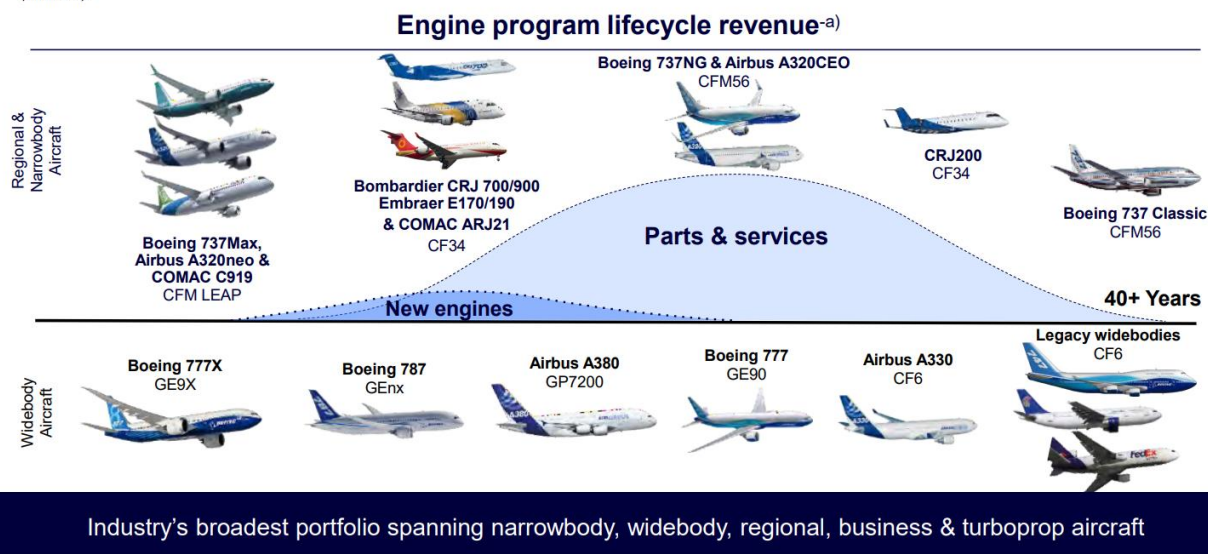
数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，CFM LEAP、GE9X 和 GEnx 系列发动机正处于大规模生产和交付阶段，并在全球机队中加速列装。而包括 CFM56、GE90 在内的其他成熟系列发动机，虽已完成或即将完成其主要生产周期，但仍拥有庞大的现役机队，因此已全面进入其生命周期中的高强度维护、维修和大修 (MRO) 阶段，持续贡献稳定的服务收入。

图27、GE 产品的生命周期情况

Extensive portfolio of narrowbody & widebody offerings

(illustrative)



(a) - Includes equipment made by CFM & Engine Alliance joint ventures
CFM is a 50/50 Joint Venture between GE & Safran Aircraft Engines; Engine Alliance is a 50/50 JV between GE & Pratt & Whitney

2024 GE Aerospace Investor Day

29

数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

当前公司服务业务的最大收入来源为 CFM56 系列发动机,截至 2024 年 4 月,该系列约有 1.9 万台发动机处于服役状态。其中有 45%尚未进行第一次维修,后续有望为服务业务带来持续的收入。

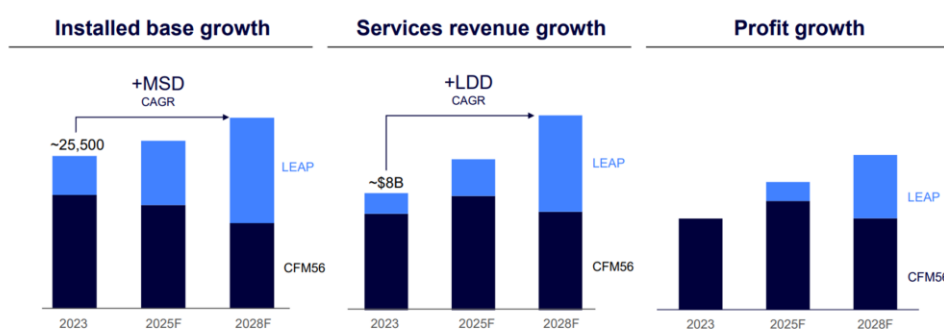
展望未来,随着新一代窄体客机的大规模交付, LEAP 系列发动机正迅速崛起,并逐渐接替 CFM56 成为公司服务业务增长和利润贡献的新引擎。根据公司预测,到 2028 年, LEAP 发动机的装机量将显著超越 CFM56,成为全球窄体机队的主力。这种装机量的结构性转变,将推动服务收入以至少低双位数 (LDD: 10% - 13%) 的增速持续至 2028 年。整个 LEAP 项目预计将于 2025 年实现盈利,并在 2028 年接近 CFM56 的盈利水平。

在宽体机市场,截至 2024 年 4 月,超 7200 台 GE 发动机为全球宽体机提供动力。其中 CF6 发动机在 767、747 货机领域市占率超 80%, GE90 机队中近 50% 机龄不足 10 年。GEnx 在 787 机型中的市占率为 70%, GE9X 在 777X 机型的市占率为,其中仍有 ~75% 未进行首次维修。

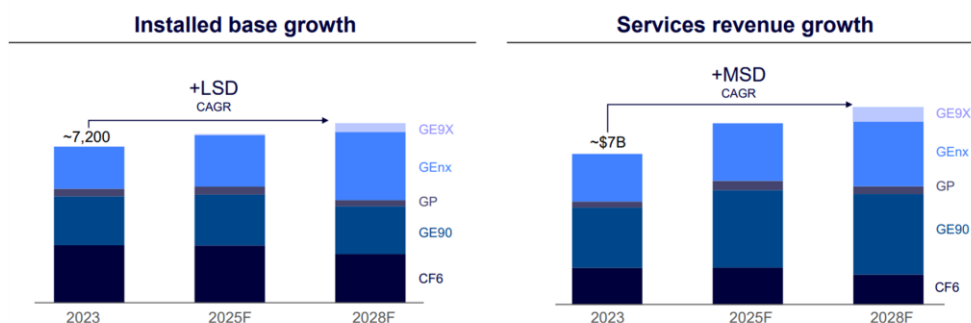
预计到 2028 年宽体机市场的装机量将会以低单位数 (LSD: 3%-4%) 的速度增长,带动维修收入以中单位数 (MSD: 4-6%) 的速度增长。其中 787 机型带动的 GEnx 是宽体机市场中增速最快的,预计至 2028 年装机量的增速为低双位数 (LDD 10% - 13%), 服务业务收入为 MSD 中双位数 (MSD: 14-16%)

图28、公司窄体机、宽体机发动机的装机量和服务收入增速情况

Narrowbody platforms: LEAP becoming a big profit driver



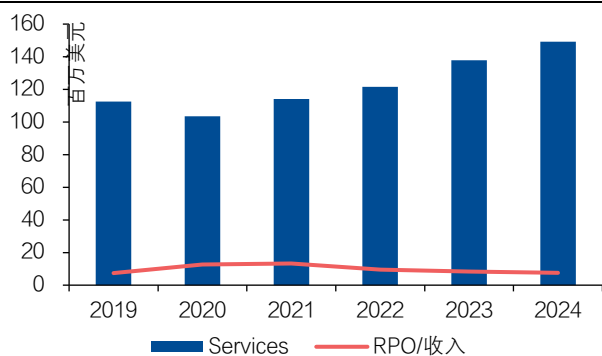
Widebody platforms: expect growth to continue



数据来源: GE, 兴业证券经济与金融研究院整理

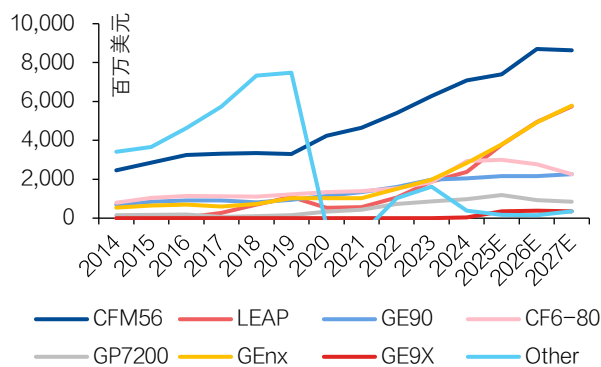
公司服务相关 RPO (客户已承诺付款但公司尚未提供产品或服务的合同金额) 在疫情后逐年上涨, 在 2024 年底提升至 1490 亿美元, 按照 2024 年的服务收入来计算, 积压 RPO 可以维持 8 年。

图29、公司服务业务 RPO 规模



数据来源: GE, 兴业证券经济与金融研究院整理

图30、分发动机服务收入预测



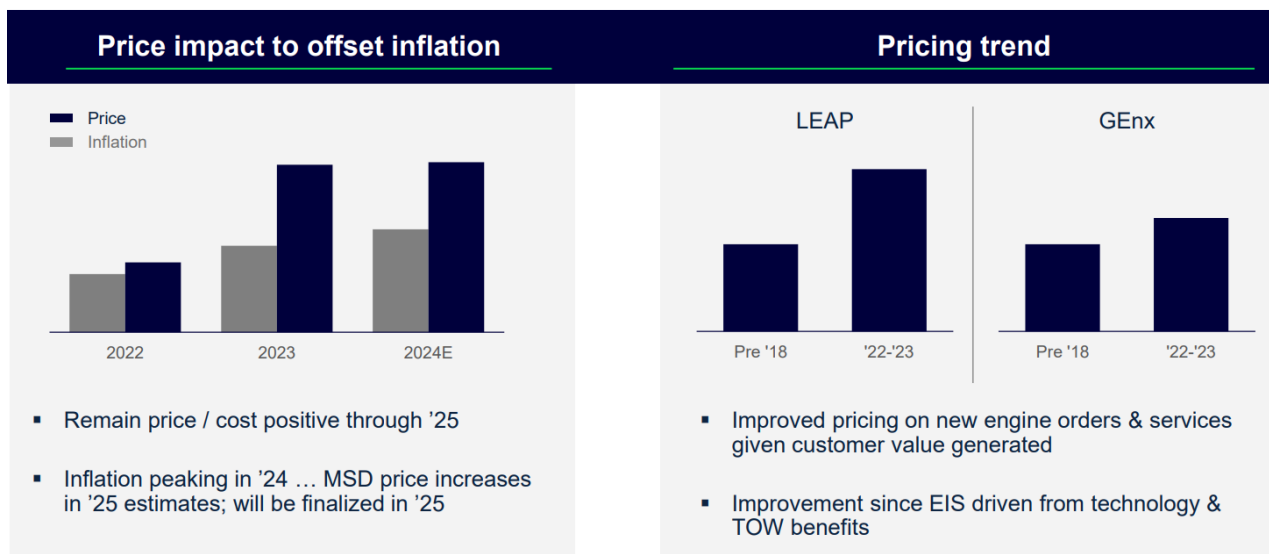
数据来源: GE, 兴业证券经济与金融研究院整理、预测

四、不惧通胀及关税，高度可兑现的利润指引

（一）在通胀和关税下具备价格传导能力

公司在发动机领域占据较高的市场份额，具备较强的垄断地位。这种优势使其在面对下游的飞机制造商及航空公司时，拥有显著的定价权。在 2022-2023 年通胀期间，公司通过提高发动机售价及服务价格，成功将成本压力转移至下游环节。

图31、价格变化以对冲成本上行



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

针对不断变化的关税环境，公司预估关税将会对公司 2025 年的业绩造成 5 亿美元的负面影响，公司期望通过 SG&A 的优化和提价策略来对冲关税影响。在考虑到关税的影响后，公司维持 2025 年的指引不变。

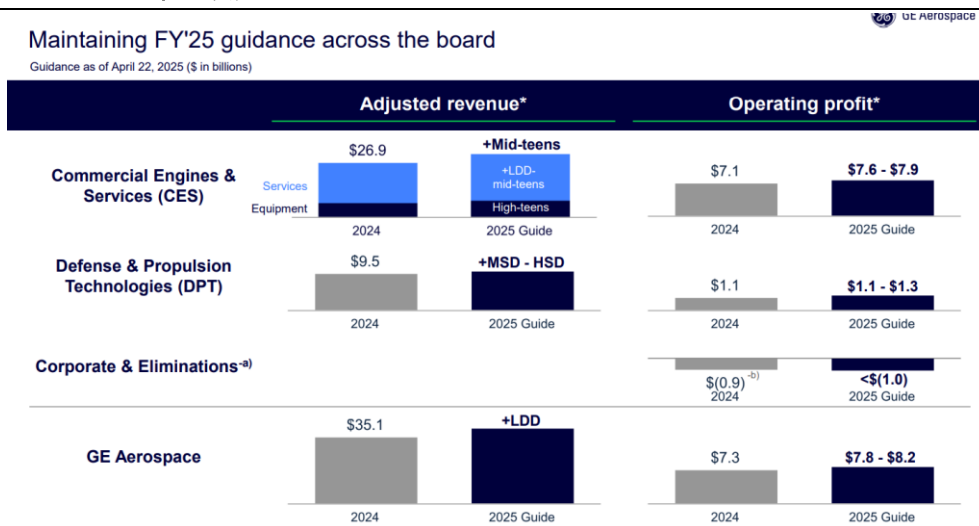
- 总收入方面：GE Aerospace 预计 2025 年调整后的总收入将实现“低两位数增长”（+LDD），相较于 2024 年的 351 亿美元。
- 运营利润方面：公司的整体运营利润预计将从 2024 年的 73 亿美元增长到 2025 年的 78 亿至 82 亿美元。

具体到各个业务板块：

- 商用发动机与服务 (Commercial Engines & Services, CES):
 - 收入：预计将实现“中高两位数增长”（+LDD-mid-teens），其中设备业务将实现“高两位数增长”（High-teens），服务业务也将有强劲的“中两位数增长”（+Mid-teens）。
 - 运营利润：预计将从 2024 年的 71 亿美元增至 2025 年的 76 亿至 79 亿美元。
- 防务与推进技术 (Defense & Propulsion Technologies, DPT):

- 收入： 预计将实现“中低至中高个位数增长”（+MSD - HSD）。
- 运营利润： 预计将从 2024 年的 11 亿美元小幅增长至 2025 年的 11 亿至 13 亿美元，保持稳定增长态势。

图32、公司 2025 年业绩指引



数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）分红及回购策略：

资本配置框架目标 2024-2026 年：在 2024 年初，公司提供资本配置框架目标，认为其有望在 2024 年至 2026 年期间提供约 250 亿美元的可用现金用于回馈股东。其中包括 2024-2026 年间开展价值 150 亿美元的回购计划。

2024 年：

- 回购总额：回购了价值 50 亿美元的股票。总股本从 10.94 亿股下降到 10.86 亿股
- 分红总额执行 3 亿美元的分红。
- 回报率：按照 2023 年 12 月底的市值 1389 亿美元计算，2024 年分红+回购占总市值的 4.6%。

2025 年：

- 回购总额：GE 航空航天计划在 2025 财年回购大约 70 亿美元的股票。在 2025 年第一季度，公司已经执行了其中的 19 亿美元股票回购。
- 分红总额：预计在 2024 年的基础上增加 30%至 13 亿美元。2025 年第一季度已经完成 3 亿美元的分红。

- **回报率：**若全年分红+回购总额为 70 亿美元+13 亿美元 = 83 亿美元，按照 2024 年 12 月底的市值（1791 亿美元）计算，2025 全年分红+回购占市值的 4.6%。

表1、公司未来经营情况测算

	2,023	2,024	2025E	2026E	2027E
Engine Deliveries(台)					
CFM56	52	52	50	50	40
LEAP	1,570	1,407	1,700	2,040	2,250
GE90	104	100	70	50	40
CF6-80	0	0	0	0	0
GP7200	0	0	0	0	0
GE9x	86	105	140	150	152
GE9X	0	10	80	85	92
Total Delivery	1,812	1,674	2,040	2,375	2,574
Revenue by Engine (百万美元)					
CFM56	135	138	138	143	121
LEAP	4,836	3,340	4,237	5,339	6,260
GE90	1,391	1,280	932	692	589
CF6-80	0	0	0	0	0
GP7200	0	0	0	0	0
GE9x	1,514	1,744	2,441	2,746	2,987
GE9X	0	166	1,395	1,556	1,808
Other	-423	-200	-100	-100	-100
GE Engine OE Revenue	7,452	6,467	9,043	10,377	11,664
yoy % growth	28%	-13%	40%	15%	12%
AM revenue (百万美元)					
CFM56	6,272	7,085	7,391	8,699	8,632
LEAP	1,884	2,369	3,778	4,944	5,747
GE90	1,982	2,047	2,161	2,170	2,262
CF6-80	1,851	2,930	2,999	2,765	2,262
GP7200	863	983	1,189	931	840
GE9x	1,974	2,835	3,796	4,925	5,788
GE9X	0	41	344	384	349
Other	1,621	385	175	160	350
Total Commercial Aero AM revenue	16,448	18,676	21,834	24,977	26,230
yoy % growth	28%	14%	17%	14%	5%
Revenue (百万美元)					
Commercial OE revenue	7,452	6,467	9,043	10,377	11,664
Commercial AM revenue	16,448	18,676	21,834	24,977	26,230
Commercial Engines & Services Revenue	23,900	25,144	30,876	35,354	37,894
Defense & Propulsion Technology	8,962	9,479	9,864	10,357	10,668
Total adjusted revenue	31,960	35,121	39,206	44,263	48,069
Adjusted Operating Income (百万美元)					
Commercial Engines & Services	5,560	7,055	8,129	9,202	10,199
Defense & Propulsion Technology	940	1,061	1,224	1,367	1,430
Total adjusted business segments	6,551	8,116	9,353	10,569	11,629

数据来源：GE，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：Adjusted Revenue 反应最重要的 CES 和 DPT 业务，并不完全等于公司报表披露的收入

投资建议：公司是航空发动机行业的寡头，凭借技术壁垒，享有强定价权及通胀传导能力。可以预见未来五年飞机行业依然存在短缺，现有飞机的超额服役将会给公司带来稳定的服务收入。我们预测 2025-2027 年公司调整后收入为

425.39/474.63/512.69 亿美元；归母公司净利润为 65.16/69.54/77.86 亿美元；调整后 EPS 为 5.59/6.70/7.66 美元。维持“增持”评级。

(三) 行业估值

表2、行业估值表 (FACTSET 一致预期)

2025-06-20		2025E				2026E			
	市值 (亿美元)	收入 (百万美元)	EPS (美元)	PS	PE	收入 (百万美元)	EPS (美元)	PS	PE
飞机制造商									
波音 (BOEING)	1,499	83,416	-1.22	1.80	-163	97,460	4.05	1.54	49
空客集团	1,521	86,094	7.46	1.77	19	95,602	9.05	1.59	19
EMBRAER	96	7,351	2.02	1.31	1,042	8,353	2.79	1.15	755
国防									
洛克希德马丁 (LOCKHEED MARTIN)	1,103	74,385	27.48	1.48	17	77,159	30.02	1.43	16
诺斯罗普-格鲁曼 (NORTHROP GRUMMAN)	716	42,116	25.21	1.70	20	44,172	28.68	1.62	17
雷神技术 (RTX)	1,959	84,261	5.99	2.32	24	89,323	6.73	2.19	22
RED CAT	7	80	-0.39	8.44	-17	151	0.10	4.47	71
航空发动机									
通用电气航空航天 (GE AEROSPACE)	2,553	39,876	5.56	6.40	43	44,206	6.49	5.77	37
罗尔斯-罗伊斯控股	1,013	25,900	0.33	3.91	2,016	28,090	0.40	3.61	2,235
赛峰	1,270	35,456	9.16	3.58	25	39,463	11.46	3.22	23
零部件									
TRANSDIGM	810	8,870	37.41	9.13	39	9,605	43.53	8.44	33
HOWMET AEROSPACE	700	8,082	3.51	8.66	49	8,943	4.18	7.82	41
L3HARRIS TECHNOLOGIES	467	21,595	10.49	2.16	24	22,783	12.20	2.05	20
海科航空 (HEICO)	439	4,361	4.56	10.06	69	4,715	5.13	9.31	62
TELEDYNE TECHNOLOGIES	228	6,045	21.39	3.77	23	6,369	23.70	3.58	21
太空探索									
ROCKET LAB USA	139	575	-0.32	24.10	-93	889	-0.08	15.59	-356
INTUITIVE MACHINES	18	269	0.08	6.75	127	376	0.22	4.84	46
PLANET LABS PBC	15	273	-0.13	5.58	-37	330	-0.13	4.62	-40
DESTINY TECH100 (行情)	4	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
REDWIRE	23	412	-0.23	5.48	-69	559	0.07	4.05	216
AST SPACEMOBILE	151	62	-0.88	242.82	-52	319	-0.58	47.26	-80
全球星	30	261	-0.24	11.39	-98	315	-0.01	9.44	-2,348

数据来源：FACTSET，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

1. **油价高企影响下游航司利润**: 燃油是航空公司的核心运营成本之一, 油价飙升直接挤压了其利润空间, 形成了巨大的财务压力, 迫使航司寻求各种方式削减开支。部分航空公司可能选择推迟或减少对发动机的检修。这种做法会导致发动机“超额服役”, 增加机械故障的风险, 从而威胁到飞行安全。一方面, 如果航司普遍削减检修预算, 将直接导致维修 (MRO) 公司的收入减少。
2. **关税造成的零部件短缺**: 发动机依赖全球化协作, 其中的精密铸件、锻件和特种合金 (如钛) 需要从国外进口。关税的不确定, 可能会给零部件的供应造成影响, 同时也会对公司利润造成影响。
3. **地缘政治的不确定性**: 美中关系紧张、俄乌冲突等地缘政治事件可能导致贸易壁垒、技术出口管制或供应链中断。

附表

资产负债表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	37,635	35,773	34,626	35,209					
现金及等价物	13,619	14,033	12,795	11,879					
短期投资	982	1,000	1,000	1,000					
应收款项合计	9,327	9,114	9,102	9,832					
存货	9,763	9,251	9,355	10,020					
其他	3,944	2,375	2,373	2,478					
非流动资产	85,505	85,903	85,153	84,383					
固定资产净值	7,277	7,281	7,181	7,081					
商誉及无形资产	8,538	8,696	8,696	8,696					
其他长期投资	69,690	69,926	69,276	68,606					
资产总计	123,140	121,676	119,779	119,592					
流动负债	34,392	33,919	34,005	34,552					
应付票据及应付账款	7,909	7,603	7,689	8,236					
进度收款和递延收入	6,695	6,842	6,842	6,842					
短期借款	2,039	2,084	2,084	2,084					
非流动负债	69,184	69,714	69,714	69,714					
长期借款	17,234	17,487	17,487	17,487					
其他	51,950	52,227	52,227	52,227					
负债合计	103,576	103,633	103,719	104,266					
股东权益合计	19,564	18,043	16,060	15,327					
负债及权益合计	123,140	121,676	119,779	119,592					
现金流量表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
归母净利润	6,554	6,510	6,954	7,786					
折旧和摊销	834	1,305	1,480	1,500					
营运资金的变动	-431	2,380	-5	-953					
其他	-2,247	-2,136	211	837					
经营活动产生现金流	4,710	8,059	8,640	9,170					
投资活动产生现金流	-1,666	-1,267	-1,380	-1,400					
融资活动产生现金流	-6,726	-6,256	-8,498	-8,686					
汇兑变化	-193	0	0	0					
现金净变动	-3,875	536	-1,238	-916					
现金的期初余额	19,755	15,880	16,416	15,178					
现金的期末余额	15,880	16,416	15,178	14,262					
利润表					单位:百万美元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	38,702	42,539	47,463	51,269					
营业成本	-24,308	-25,279	-28,064	-30,060					
毛利润	14,394	17,260	19,399	21,209					
研发费用	-1,286	-2,540	-3,085	-3,332					
销售&管理费用	-4,437	-5,604	-6,645	-7,178					
营业利润	9,514	9,115	9,669	10,699					
财务费用	-173	-883	-866	-843					
其他非经营性损益	-1,152	-450	0	0					
税前利润	7,619	7,983	8,803	9,856					
所得税	-962	-1,488	-1,849	-2,070					
可持续经营项目净利润	6,657	6,495	6,954	7,786					
终止经营及少数股东权益	-101	15	0	0					
净利润(含非控股股东权益)	6,556	6,510	6,954	7,786					
公告归属母公司净利润	6,556	6,516	6,954	7,786					
调整后EPS(美元)	4.60	5.59	6.70	7.66					
公告稀释EPS(美元)	5.99	6.14	6.70	7.66					
主要财务比率									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
成长性									
营业收入增长率	9%	10%	12%	8%					
营业利润增长率	29%	-4%	6%	11%					
EPS增长率	78%	22%	20%	14%					
归母净利润增长率	-31%	-1%	7%	12%					
盈利能力									
毛利率	37%	41%	41%	41%					
营业利润率	25%	21%	20%	21%					
偿债能力									
资产负债率	84%	85%	87%	87%					
流动比率	1.09	1.05	1.02	1.02					
速动比率	0.81	0.78	0.74	0.73					
营运能力									
资产周转率	27%	35%	39%	43%					
应收账款周转率	1.96	2.74	3.08	3.18					
存货周转率	1.85	2.66	3.02	3.10					
每股资料(美元)									
每股经营现金	4.35	7.60	8.32	9.02					
每股净资产	18.05	17.02	15.47	15.08					
估值比率(倍)									
PE	40.0	39.0	35.7	31.2					
PS	6.6	6.0	5.4	5.0					

数据来源: wind、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, 估值比率按照 2025 年 6 月 20 日收盘价计算

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维尔京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡

市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited、Qingdao Oceanec Valley Investment Development Group Co., Ltd、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd、Coastal Emerald Limited、Shenghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

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门、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）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk