

航发动力 (600893.SH)

交付节奏调整致业绩承压, 黎阳公司营收实现较快增长

25H1 实现营收 140.98 亿元, YoY-23.99%, 主要是客户需求变化, 交付不及预期所致; 归母净利润 0.92 亿元, YoY-84.57%。

□ 交付节奏调整致业绩承压, 黎阳公司营收有所提升。25H1 实现营收 140.98 亿元, YoY-23.99%, 主要是客户需求变化, 交付不及预期所致; 归母净利润 0.92 亿元, YoY-84.57%, 主要系受收入减少, 财务费用增加等因素影响。

➤ 分主机厂来看: 黎阳公司营收实现较快增长。 1) 母公司西航公司收入 45.57 亿元, YoY-36.7%; 净利润 2.26 亿元, YoY-51.28%。2) 黎明公司收入 94.35 亿, YoY-19.7%; 净利润 1.46 亿。3) 南方公司收入 17.54 亿, YoY-17.03%; 净利润 4857.93 万。4) 黎阳动力收入 16.10 亿, YoY+16.7%; 净利润-1.43 亿。

➤ 盈利能力方面: 25H1 毛利率 10.96%, 同比下降 0.31pct。 费用方面, 25H1 期间费用率同比增加 2.01pct 至 9.13%, 其中: 1) 销售费用同比减少 0.24% 至 1.24 亿元; 2) 财务费用同比增加 71.12% 至 2.56 亿元, 主因带息负债规模扩大导致利息费用上升。研发费用率同比提升 0.51pct 至 1.52%, 研发投入同比增长 14.54% 至 2.14 亿元; 管理费率同比上升 1.16pct 至 4.91%, 但实际支出微降 0.46% 至 6.92 亿元。受毛利率下降以及财务费用增加影响, 净利率同比下降 2.49 pct 至 1.07%。

2025 年公司经营目标: 预计实现营业收入 476.63 亿元 (较 24 年实际营收基本持平), 其中航空发动机及衍生产品收入 445.26 亿元 (较 24 年实际营收 -1.04%)。预计实现归母净利润 5.92 亿元 (较 24 年实际归母净利润-31.16%)。

□ 业务规模扩张致应收应付增长, 合同负债较年初回升。 资产负债表方面, 公司本期末合同负债 62.54 亿, 较上年末+39.42%, 应收账款为 383.77 亿元 (较上年末+7.4%)。期末应付账款余额为 290.4 亿元 (较上年末 18.9%)。期末存货为 407.6 亿元 (较上年末+28.6%), 主要系根据生产需要, 产品投入增加所致。公司本期末应收、应付及存货均呈现增长, 反映业务规模扩张与备产节奏加快。根据公司发布的 2024 年度关联交易执行情况, 报告期内实际向中国航发系统内关联方销售商品 20.73 亿元 (同比-15.9%), 采购商品 109.78 亿元 (同比-3.2%)。2025 年预计随着新一代发动机批产技术成熟及供应链协同深化, 向关联方采购商品金额将提升至 135 亿元, 较 2024 年实际发生额增长 23.0%。

□ 盈利预测: 预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 6.62/8.84/12.25 亿元, 对应估值 160、120、86 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 新型号研制交付进度不及预期, 产能释放情况低于预期。

强烈推荐 (维持)

中游制造/军工

目标估值: NA

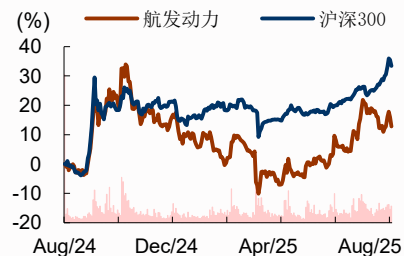
当前股价: 39.66 元

基础数据

总股本 (百万股)	2666
已上市流通股 (百万股)	2665
总市值 (十亿元)	105.7
流通市值 (十亿元)	105.7
每股净资产 (MRQ)	14.9
ROE (TTM)	0.9
资产负债率	59.8%
主要股东	中国航空发动机集团有限公司
主要股东持股比例	45.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	13	12
相对表现	-6	1	-22



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《航发动力 (600893) — 24 年营收实现稳步增长, 25 年预算阶段性承压》 2025-04-29
- 《航发动力 (600893) — 24Q3 业绩短期承压, 毛利率同环比提升》 2024-10-31
- 《航发动力 (600893) — 24H1 营收实现稳步增长, 盈利能力保持稳定》 2024-09-03

王超 S1090514080007

✉ wangchao18@cmschina.com.cn

战泳壮 S1090525070011

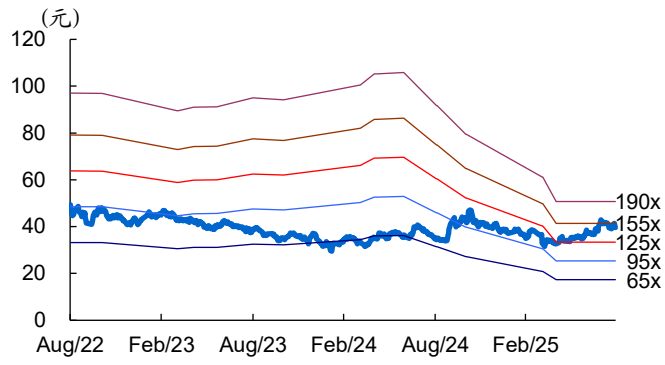
✉ zhanyongzhuang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	43734	47880	48651	53780	59328
同比增长	18%	9%	2%	11%	10%
营业利润(百万元)	1685	1083	814	1115	1577
同比增长	11%	-36%	-25%	37%	42%
归母净利润(百万元)	1421	860	662	884	1225
同比增长	12%	-39%	-23%	33%	39%
每股收益(元)	0.53	0.32	0.25	0.33	0.46
PE	74.4	122.9	159.6	119.6	86.3
PB	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5

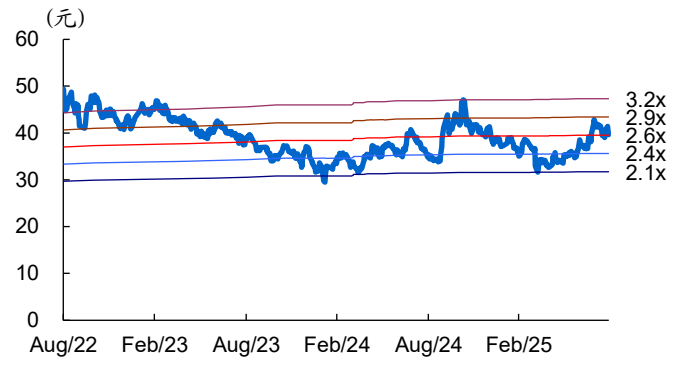
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 航发动力历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 航发动力历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	68944	83898	85257	94156	103754
现金	8382	7730	7954	8759	9607
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5220	4889	4967	5491	6057
应收款项	20939	35720	36295	40122	44261
其它应收款	163	110	112	123	136
存货	29663	31699	32126	35463	39066
其他	4577	3751	3803	4199	4627
非流动资产	30852	32015	33063	34019	34890
长期股权投资	2448	2568	2568	2568	2568
固定资产	21059	22538	23882	25103	26214
无形资产商誉	2985	2912	2621	2359	2123
其他	4360	3997	3992	3988	3985
资产总计	99796	115913	118320	128175	138644
流动负债	58166	70610	72527	81570	90904
短期借款	8514	19731	21473	25606	29636
应付账款	32585	41582	42142	46518	51245
预收账款	11878	4488	4548	5021	5531
其他	5190	4809	4364	4425	4491
长期负债	(2227)	(206)	(206)	(206)	(206)
长期借款	573	822	822	822	822
其他	(2800)	(1028)	(1028)	(1028)	(1028)
负债合计	55940	70404	72321	81364	90698
股本	2666	2666	2666	2666	2666
资本公积金	27448	27452	27452	27452	27452
留存收益	9342	9759	10154	10839	11799
少数股东权益	4401	5633	5728	5854	6029
归属于母公司所有者权益	39455	39876	40272	40957	41917
负债及权益合计	99796	115913	118320	128175	138644

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(6739)	(14309)	3536	1362	1813
净利润	1519	983	757	1010	1400
折旧摊销	1981	2204	2350	2443	2527
财务费用	300	506	1236	1395	1633
投资收益	(407)	(165)	(301)	(301)	(301)
营运资金变动	(10045)	(17788)	(506)	(3185)	(3446)
其它	(87)	(49)	0	0	0
投资活动现金流	(2804)	(2847)	(3097)	(3097)	(3097)
资本支出	(3343)	(2919)	(3398)	(3398)	(3398)
其他投资	540	72	301	301	301
筹资活动现金流	8599	16483	(214)	2540	2132
借款变动	10698	15603	1288	4134	4030
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1)	4	0	0	0
股利分配	(387)	(426)	(267)	(199)	(265)
其他	(1712)	1303	(1236)	(1395)	(1633)
现金净增加额	(944)	(672)	225	805	848

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	43734	47880	48651	53780	59328
营业成本	38886	43064	43644	48176	53071
营业税金及附加	268	265	270	298	329
营业费用	474	293	298	276	245
管理费用	1567	1581	1412	1453	1485
研发费用	553	995	865	957	877
财务费用	248	457	1236	1395	1633
资产减值损失	(471)	(442)	(412)	(412)	(412)
公允价值变动收益	(145)	(52)	(52)	(52)	(52)
其他收益	157	189	189	189	189
投资收益	407	165	165	165	165
营业利润	1685	1083	814	1115	1577
营业外收入	63	85	85	85	85
营业外支出	39	32	32	32	32
利润总额	1709	1136	867	1167	1630
所得税	190	152	110	157	230
少数股东损益	98	123	95	126	175
归属于母公司净利润	1421	860	662	884	1225

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	18%	9%	2%	11%	10%
营业利润	11%	-36%	-25%	37%	42%
归母净利润	12%	-39%	-23%	33%	39%
获利能力					
毛利率	11.1%	10.1%	10.3%	10.4%	10.5%
净利率	3.3%	1.8%	1.4%	1.6%	2.1%
ROE	3.7%	2.2%	1.7%	2.2%	3.0%
ROIC	3.4%	2.2%	2.6%	3.0%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	60.7%	61.1%	63.5%	65.4%
净负债比率	9.5%	18.1%	18.8%	20.6%	22.0%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	1.8	1.4	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1
每股资料(元)					
EPS	0.53	0.32	0.25	0.33	0.46
每股经营净现金	-2.53	-5.37	1.33	0.51	0.68
每股净资产	14.80	14.96	15.11	15.37	15.73
每股股利	0.16	0.10	0.07	0.10	0.14
估值比率					
PE	74.4	122.9	159.6	119.6	86.3
PB	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	42.9	45.5	35.8	31.8	27.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。