

1H25 业绩持续承压；看好“航发链长”长期成长性

2025 年 08 月 28 日

➤ **事件：**8 月 27 日，公司发布 2025 年半年报，1H25 实现营收 141.0 亿元，YOY -24.0%；归母净利润 0.92 亿元，YOY -84.6%。**业绩表现符合预期。**营收端下滑主要系客户需求变化，公司交付不及预期影响所致；利润端下滑主要系营收减少、财务费用增加等影响所致。我们点评如下：

➤ **2Q25 业绩承压；1H25 营收/利润完成度 30%/16%。**1) **单季度：**公司 2Q25 实现营收 79.3 亿元，YOY -35.4%；归母净利润 0.84 亿元，YOY -80.8%。2) **利润率：**公司 1H25 毛利率同比下滑 0.3ppt 至 11.0%；净利率同比下滑 2.5ppt 至 1.1%。其中，2Q25 毛利率同比提升 0.8ppt 至 11.9%；净利率同比下滑 2.4ppt 至 1.5%。3) **经营计划：**2025 年，公司预计实现营收 476.63 亿元，1H25 完成度为 29.6%，其中航空发动机及衍生产品收入 445.26 亿元，1H25 完成度为 28.9%。预计实现归母净利润 5.92 亿元，1H25 完成度为 15.5%。

➤ **外贸出口毛利率提升；黎阳动力营收增长 17%。**1H25，分产品看，公司：1) **航空发动机及衍生产品：**实现营收 128.9 亿元，YOY -24.9%，占总营收 91%；毛利率同比下滑 0.35ppt 至 10.0%。2) **外贸出口：**实现营收 8.7 亿元，YOY -13.5%，占总营收 6%；毛利率同比提升 5.45ppt 至 21.8%。3) **非航空产品及其他：**实现营收 3.2 亿元，YOY -10.9%，占总营收 2%；毛利率同比下滑 19.66ppt 至 19.0%。**分子公司看，**1) **黎明公司：**营收 94.35 亿元，YOY -19.7%；净利润 1.5 亿元。2) **南方公司：**营收 17.54 亿元，YOY -17.0%；净利润 0.5 亿元。3) **黎阳动力：**营收 16.10 亿元，YOY +16.7%；净利润-1.4 亿元。

➤ **期间费用率较为稳定；合同负债增加 39%。**1H25，公司期间费用率同比增加 2.0ppt 至 9.1%：1) 销售费用率同比减少 0.7ppt 至 0.9%；2) 管理费用率同比增加 1.2ppt 至 4.9%；3) 财务费用率为 1.8%，去年同期为 0.8%；4) 研发费用率同比增加 0.5ppt 至 1.5%。**截至 2Q25 末，公司：**1) 应收账款及票据 391.2 亿元，较年初减少 3.7%；2) 预付款项 15.4 亿元，较年初减少 50.2%；3) 存货 407.6 亿元，较年初增加 28.6%；4) 合同负债 62.5 亿元，较年初增加 39.4%。2025 年上半年，公司经营活动净现金流为-91.7 亿元，去年同期为-103.8 亿元。

➤ **投资建议：**公司是我国覆盖全谱系航空发动机产研能力的龙头企业，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。民用产品方面，公司深度参与国产商用发动机研制，是国产商用航空发动机核心零部件的供应商；积极拓展低空经济及通用航空市场，重点发展 AES100、AEP50/60E、AEP100 系列、AEP500 等涡轴、涡桨发动机。我们预计，公司 2025~2027 年归母净利润分别为 5.96 亿元、10.53 亿元、13.86 亿元，对应 PE 分别为 180x/102x/77x。**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、产品价格波动、新产品研发不及预期等。

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	47,676	52,824	58,003
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	596	1,053	1,386
增长率 (%)	-39.5	-30.7	76.7	31.6
每股收益 (元)	0.32	0.22	0.40	0.52
PE	125	180	102	77
PB	2.7	2.7	2.6	2.5

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 08 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

40.23 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

相关研究

1.航发动力 (600893.SH) 2024 年年报点评：
新老型号过渡期业绩承压；看好公司长期发展
-2025/04/02

2.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

3.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

4.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

5.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-2
024/03/30

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	47,676	52,824	58,003
营业成本	43,064	42,637	47,249	51,891
营业税金及附加	265	381	317	319
销售费用	293	405	370	377
管理费用	1,581	1,526	1,638	1,740
研发费用	995	1,097	1,056	1,102
EBIT	1,417	1,544	2,119	2,525
财务费用	457	460	491	520
资产减值损失	-253	-430	-386	-338
投资收益	165	95	106	116
营业利润	1,083	788	1,391	1,831
营业外收支	53	0	0	0
利润总额	1,136	788	1,391	1,831
所得税	152	102	181	238
净利润	983	685	1,210	1,593
归属于母公司净利润	860	596	1,053	1,386
EBITDA	3,680	3,864	4,635	5,242

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,730	13,598	17,233	22,074
应收账款及票据	40,608	37,651	38,408	37,122
预付款项	3,095	3,411	3,544	3,632
存货	31,699	29,971	32,006	33,813
其他流动资产	766	937	1,048	1,164
流动资产合计	83,898	85,568	92,239	97,806
长期股权投资	2,568	2,638	2,717	2,806
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	33,939	35,394	36,853
资产合计	115,913	119,507	127,634	134,659
短期借款	19,731	24,731	28,731	31,731
应付账款及票据	41,582	39,717	42,071	44,072
其他流动负债	9,297	9,128	9,967	10,813
流动负债合计	70,610	73,575	80,769	86,616
长期借款	822	922	822	722
其他长期负债	-1,028	-967	-965	-964
非流动负债合计	-206	-45	-143	-241
负债合计	70,404	73,530	80,626	86,374
股本	2,666	2,666	2,666	2,666
少数股东权益	5,633	5,722	5,880	6,087
股东权益合计	45,509	45,977	47,008	48,285
负债和股东权益合计	115,913	119,507	127,634	134,659

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	-0.43	10.80	9.80
EBIT 增长率	-14.67	8.96	37.23	19.14
净利润增长率	-39.48	-30.71	76.67	31.61
盈利能力 (%)				
毛利率	10.06	10.57	10.55	10.54
净利率	1.80	1.25	1.99	2.39
总资产收益率 ROA	0.74	0.50	0.83	1.03
净资产收益率 ROE	2.16	1.48	2.56	3.28
偿债能力				
流动比率	1.19	1.16	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	61.53	63.17	64.14
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	0.52
每股净资产	14.96	15.10	15.43	15.83
每股经营现金流	-5.37	2.07	1.67	2.65
每股股利	0.19	0.07	0.12	0.16
估值分析				
PE	125	180	102	77
PB	2.7	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	35.56	33.87	28.24	24.96
股息收益率 (%)	0.47	0.17	0.30	0.39

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	983	685	1,210	1,593
折旧和摊销	2,263	2,320	2,515	2,717
营运资金变动	-18,360	1,428	-392	1,637
经营活动现金流	-14,309	5,509	4,458	7,070
资本开支	-2,855	-3,761	-3,811	-4,003
投资	-40	-20	-20	-20
投资活动现金流	-2,847	-3,913	-3,831	-4,023
股权募资	0	0	0	0
债务募资	16,592	5,242	3,900	2,900
筹资活动现金流	16,483	4,273	3,008	1,794
现金净流量	-658	5,869	3,635	4,841

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。	公司评级	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
	行业评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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