

航发动力 (600893)

2025 年中报点评: 军用型号交付节奏调整, 低空经济成新增长点

买入 (维持)

2025 年 08 月 29 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书: S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	43,734	47,880	48,524	54,624	58,724
同比	17.89	9.48	1.35	12.57	7.51
归母净利润 (百万元)	1,421.42	860.29	625.89	904.13	943.38
同比	12.17	(39.48)	(27.25)	44.45	4.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.53	0.32	0.23	0.34	0.35
P/E (现价&最新摊薄)	74.37	122.89	168.91	116.93	112.06

事件: 公司发布 2025 年中报。公司 2025 年上半年实现营业收入 140.98 亿元, 同比去年-23.99%; 归母净利润 9177.79 万元, 同比去年-84.57%。

投资要点

■ **航空发动机及衍生产品交付不及预期:** 2025 年上半年, 中国航发动力实现营业收入约 140.98 亿元, 同比下降 23.99%; 归属于母公司净利润仅 0.92 亿元, 同比大幅下滑 84.57%。业绩显著下滑, 主要系客户需求变化导致产品交付不及预期, 叠加财务费用同比大增所致。从主营构成看, 2025 年上半年航空发动机及衍生产品收入 128.88 亿元; 外贸出口收入 8.68 亿元; 非航空产品及其他收入 3.21 亿元, 占比维持 2%左右, 整体结构未出现重大偏移, 但规模均随总收入同步收缩。公司解释, 军品订单节奏调整、民品市场爬坡及国际转包项目延迟交付, 共同造成收入端承压。

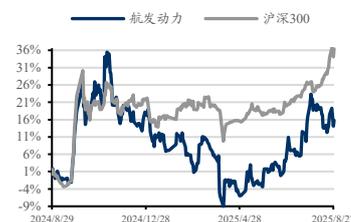
■ **主要因收入规模缩减及财务费用增加, 盈利能力相对承压:** 2025 年上半年, 公司销售毛利率下降至 10.96%, 期间费用率上升至 13.9%, 其中财务费用因带息负债增加而显著抬升, 侵蚀了毛利改善空间。经营活动现金流净流出 91.68 亿元, 仍保持大额负值, 主因存货增加 286.31 亿元、应收项目回收放缓所致。期末合同负债 62.54 亿元, 显示新签军品及民机订单预收款增加; 存货 407.58 亿元, 环比大增, 反映为后续交付而提前备货。

■ **2025 年上半年, 公司在技术与市场两端均有突破性进展, 核心竞争力持续增强:** AES100 民用涡轴发动机获民航局生产许可证, 并签订首批 6 台销售合同; AEP100 发动机完成 2 台交付, 配套 W5000 大型货运无人机, 抢占低空物流先机。报告期内, 公司新增发明专利 271 件、授权 120 件, 技术护城河进一步加深。资本运作方面, 公司完成 2024 年度现金分红 2.59 亿元, 分红比例 30.06%, 并修订《市值管理规则》, 强化投资者关系管理; 同时通过国拨专项及自筹资金继续推进 XX 发动机研制保障、批产能力建设等重大项目, 在建工程余额增至 24.45 亿元, 为未来产能扩张奠定基础。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司业绩承压, 我们下调先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.26/9.04/9.43 亿元, 前值 8.94/9.78/11.47 亿元, 对应 PE 分别为 169/117/112 倍, 但考虑到公司的航发链长主导地位, 因此维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济发展风险; 2) 生产和运营风险; 3) 国防预算不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.23
一年最低/最高价	30.00/48.72
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	107,217.97
总市值(百万元)	107,236.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.91
资产负债率(% ,LF)	59.82
总股本(百万股)	2,665.59
流通 A 股(百万股)	2,665.12

相关研究

《航发动力(600893): 2024 年报点评: 盈利能力相对承压, 市场拓展方面取得积极进展》

2025-04-08

《航发动力(600893): 2024 年三季度报点评: 前端军民市场拉动需求双上行, 后端维修业务值得期待》

2024-11-01

航发动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	83,898	87,315	121,269	113,644	营业总收入	47,880	48,524	54,624	58,724
货币资金及交易性金融资产	7,730	32,607	24,616	49,897	营业成本(含金融类)	43,064	43,667	49,183	52,887
经营性应收款项	43,703	23,485	56,239	27,265	税金及附加	265	283	311	339
存货	31,699	30,345	39,638	35,560	销售费用	293	485	440	530
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,581	1,844	1,940	1,820
其他流动资产	766	878	776	921	研发费用	995	970	983	881
非流动资产	32,015	33,003	33,792	34,499	财务费用	457	991	1,092	1,635
长期股权投资	2,568	2,614	2,697	2,761	加:其他收益	189	182	210	223
固定资产及使用权资产	22,702	24,281	25,557	26,531	投资净收益	165	309	268	331
在建工程	2,220	1,512	957	598	公允价值变动	(52)	0	0	0
无形资产	2,568	2,643	2,625	2,654	减值损失	(461)	(4)	(7)	(5)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	19	15	19	19
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	1,083	786	1,164	1,201
其他非流动资产	1,932	1,928	1,930	1,930	营业外净收支	53	2	1	1
资产总计	115,913	120,318	155,061	148,143	利润总额	1,136	788	1,165	1,202
流动负债	70,610	70,245	103,973	96,004	减:所得税	152	97	150	151
短期借款及一年内到期的非流动负债	20,184	29,042	39,078	48,526	净利润	983	691	1,016	1,051
经营性应付款项	41,584	29,054	53,082	33,855	减:少数股东损益	123	65	112	107
合同负债	4,486	8,906	7,577	9,467	归属母公司净利润	860	626	904	943
其他流动负债	4,356	3,244	4,235	4,156	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.32	0.23	0.34	0.35
非流动负债	(206)	3,872	3,872	3,872	EBIT	1,417	1,457	1,976	2,490
长期借款	822	822	822	822	EBITDA	3,680	3,811	4,539	5,130
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.06	10.01	9.96	9.94
租赁负债	96	96	96	96	归母净利率(%)	1.80	1.29	1.66	1.61
其他非流动负债	(1,125)	2,954	2,954	2,954	收入增长率(%)	9.48	1.35	12.57	7.51
负债合计	70,404	74,117	107,845	99,876	归母净利润增长率(%)	(39.48)	(27.25)	44.45	4.34
归属母公司股东权益	39,876	40,502	41,406	42,350					
少数股东权益	5,633	5,699	5,810	5,918					
所有者权益合计	45,509	46,201	47,217	48,267					
负债和股东权益	115,913	120,318	155,061	148,143					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(14,309)	16,053	(13,441)	20,789	每股净资产(元)	14.96	15.19	15.53	15.89
投资活动现金流	(2,847)	(3,020)	(3,070)	(3,001)	最新发行在外股份(百万股)	2,666	2,666	2,666	2,666
筹资活动现金流	16,483	11,845	8,521	7,493	ROIC(%)	2.04	1.79	2.11	2.36
现金净增加额	(658)	24,877	(7,991)	25,281	ROE-摊薄(%)	2.16	1.55	2.18	2.23
折旧和摊销	2,263	2,355	2,562	2,640	资产负债率(%)	60.74	61.60	69.55	67.42
资本开支	(2,855)	(3,180)	(3,140)	(3,158)	P/E (现价&最新股本摊薄)	122.89	168.91	116.93	112.06
营运资本变动	(18,360)	12,238	(18,254)	15,490	P/B (现价)	2.65	2.61	2.55	2.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>