

## 公司研究 | 点评报告 | 航发动力 (600893.SH)

# 客户需求变化导致交付延迟,下半年交付有望加速

### 报告要点

公司发布 25 年半年报, 25H1 实现营收 140.98 亿, 同比减少 23.99%; 归母净利润 0.92 亿, 同比减少 84.57%; 扣非归母净利润 0.38 亿, 同比减少 92.97%; 其中 25Q2 实现营收 79.34 亿, 同比减少 35.37%, 环比增长 28.69%; 归母净利润 0.84 亿, 同比减少 80.84%, 环比增长 1021.85%; 扣非归母净利润 0.19 亿, 同比减少 95.68%, 环比减少 1.9%。

### 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)**

# 客户需求变化导致交付延迟，下半年交付有望加速

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司发布 25 年半年报，25H1 实现营收 140.98 亿，同比减少 23.99%；归母净利润 0.92 亿，同比减少 84.57%；扣非归母净利润 0.38 亿，同比减少 92.97%；其中 25Q2 实现营收 79.34 亿，同比减少 35.37%，环比增长 28.69%；归母净利润 0.84 亿，同比减少 80.84%，环比增长 1021.85%；扣非归母净利润 0.19 亿，同比减少 95.68%，环比减少 1.9%。

## 事件评论

- **客户需求变化导致交付延迟，按照年度计划下半年交付有望加速。**25H1 内贸业务收入 128.9 亿元 (yoy-24.9%)，外贸转包业务收入 8.7 亿元 (yoy-13.5%)，非航空产品及其他业务 3.2 亿元 (yoy-10.9%)，分子公司来看，公司本部收入 45.57 亿元 (yoy-37%)，黎明公司收入 94.35 亿元 (yoy-20%)，南方公司收入 17.54 亿元 (yoy-17%)，黎阳动力收入 16.1 亿元 (yoy+17%)。按照公司 25 年经营计划，公司 25 年预计实现营业收入 476.63 亿元，其中航空发动机及衍生产品收入 445.26 亿元，预计实现归母净利润 5.92 亿元。以此测算，公司下半年预计实现收入 335.65 亿元 (yoy+14.4%)，归母净利润 5 亿 (yoy+88.7%)。
- **或受新型号交付初期产品成熟度偏低及研发、财务费用影响，盈利能力短期波动。**25H1 销售毛利率为 10.96%，同比降低 0.31pcts；期间费用率为 9.13%，同比提升 2.01pcts；销售净利率为 1.07%，同比降低 2.48pcts。其中 25Q2 销售毛利率为 11.88%，同比提升 0.79pcts；期间费用率为 8.48%，同比提升 2.52pcts；销售净利率为 1.46%，同比降低 2.4pcts。分子公司来看，西航本部净利率为 5.0%，黎明公司净利率 1.5%，南方公司净利率 2.8%，黎阳动力净利率为-8.9%，黎阳动力利润率偏低或反映其产品成熟度偏低导致盈利潜力尚未显现。
- **公司合同负债增长明显或反映需求景气，下半年集中交付或加速压低存货规模。**25H1 末存货余额为 407.58 亿，相比期初增长 28.58%，其中发出商品 9.71 亿元，库存商品 41.59 亿元，原材料 109.51 亿元 (相比期初增长 27.2%)，在产品 254.66 亿元 (相比期初增长 24.4%)；应收账款及票据余额为 391.17 亿，相比期初减少 3.67%；预付款项余额为 15.43 亿，相比期初减少 50.15%；在建工程余额为 24.45 亿，相比期初增长 10.13%；固定资产余额为 225.67 亿，相比期初增长 0.13%；合同负债余额为 62.54 亿，相比期初增长 39.42%。
- **2025H1 公司坚持“军机民机、国内国际、航机燃机”发展思路，批产新机占比同比提升。**2025H1 南方公司成功打造民用中小型航空发动机为核心的通航动力品牌，AES100 发动机取得民航局颁发的生产许可证，且同期与深圳联合飞机签订 6 台 AES100 发动机销售合同，向白鲸航线交付 2 台 AEP100 发动机，助力 W5000 大型货运无人机飞机在 2025 年下半年实现首飞。

## 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。

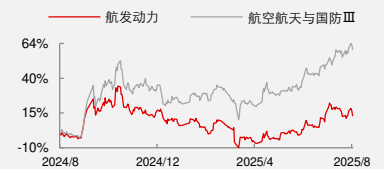
请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	39.66
总股本(万股)	266,559
流通A股/B股(万股)	266,512/0
每股净资产(元)	14.91
近12月最高/最低价(元)	48.72/30.00

注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《结构变化导致盈利波动，经营现金流量改善明显》2025-05-08
- 《主营业务稳定增长，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


 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
<b>营业总收入</b>	<b>47880</b>	<b>48296</b>	<b>55287</b>	<b>65673</b>	货币资金	7730	6660	6427	4651
营业成本	43064	43620	49919	59283	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>4816</b>	<b>4676</b>	<b>5368</b>	<b>6390</b>	应收账款	35720	35880	40946	48544
%营业收入	10%	10%	10%	10%	存货	31699	31859	36246	42888
营业税金及附加	265	266	304	361	预付账款	3095	3134	3587	4260
%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	<b>流动资产合计</b>	<b>83898</b>	<b>83231</b>	<b>93633</b>	<b>107856</b>
%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	1207	1216	1313	无形资产	2568	2292	2016	1739
%营业收入	2%	3%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	457	498	514	518	递延所得税资产	382	402	402	402
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他非流动资产	3625	3652	3390	3217
加：资产减值损失	-253	-250	-250	-250	<b>资产总计</b>	<b>115913</b>	<b>113192</b>	<b>121189</b>	<b>133061</b>
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	24740	28313	33624
投资收益	165	145	166	197	预收账款	2	2	2	3
<b>营业利润</b>	<b>1083</b>	<b>735</b>	<b>1136</b>	<b>1663</b>	应付职工薪酬	431	436	499	593
%营业收入	2%	2%	2%	3%	应交税费	327	330	378	449
营业外收支	53	0	0	0	其他流动负债	25695	26186	29791	35148
<b>利润总额</b>	<b>1136</b>	<b>735</b>	<b>1136</b>	<b>1663</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>70610</b>	<b>71425</b>	<b>78713</b>	<b>89547</b>
%营业收入	2%	2%	2%	3%	长期借款	822	822	822	822
所得税费用	152	96	148	216	应付债券	0	0	0	0
净利润	983	640	988	1447	递延所得税负债	79	97	97	97
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>860</b>	<b>601</b>	<b>929</b>	<b>1360</b>	其他非流动负债	-1108	-5162	-5162	-5162
少数股东损益	123	38	59	87	<b>负债合计</b>	<b>70404</b>	<b>67182</b>	<b>74471</b>	<b>85304</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.23</b>	<b>0.35</b>	<b>0.51</b>	归属于母公司所有者权益	39876	40338	40988	41939
					少数股东权益	5633	5671	5731	5818
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>45509</b>	<b>46009</b>	<b>46719</b>	<b>47757</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>115913</b>	<b>113192</b>	<b>121189</b>	<b>133061</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-14309</b>	<b>3745</b>	<b>505</b>	<b>-940</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	48	145	166	197		2024A	2025E	2026E	2027E
长期股权投资	-120	0	0	0	每股收益	0.32	0.23	0.35	0.51
资本性支出	-2855	-29	-10	-10	每股经营现金流	-5.37	1.40	0.19	-0.35
其他	80	-315	0	0	市盈率	129.53	175.83	113.80	77.73
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2847</b>	<b>-198</b>	<b>156</b>	<b>187</b>	市净率	2.77	2.62	2.58	2.52
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	33.66	32.96	29.67	26.94
股权融资	0	0	0	0	总资产收益率	0.9%	0.6%	0.8%	1.1%
银行贷款增加(减少)	28129	0	0	0	净资产收益率	2.2%	1.5%	2.3%	3.2%
筹资成本	-905	-795	-894	-1023	净利率	1.8%	1.2%	1.7%	2.1%
其他	-10741	-3822	0	0	资产负债率	60.7%	59.4%	61.4%	64.1%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>16483</b>	<b>-4617</b>	<b>-894</b>	<b>-1023</b>	总资产周转率	0.44	0.42	0.47	0.52
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-672</b>	<b>-1070</b>	<b>-233</b>	<b>-1776</b>					

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 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情形范围内，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。