

航发动力 (600893)

需求变化影响交付；Q2 末合同负债较年初增长 39%

事件:公司8月27日发布了2025年中报,实现营收141.0亿元, YoY-24.0%;归母净利润0.9亿元, YoY-84.6%;扣非归母净利润0.4亿元, YoY-93.0%。公司2025年上半年收入同比下降主要是客户需求变化,交付不及预期;净利润下降主要是受收入减少、财务费用增加等因素共同影响。但公司25Q2末合同负债为62.5亿元,较年初增长39.4%,或说明需求已经在逐步恢复,未来发展值得期待。具体点评如下:

● **Q2 单季度业绩有所波动, 合同负债较年初增长 39%需求逐步回暖**
单季度看, 公司2Q25实现营收79.3亿元, YoY-35.4%;归母净利润0.8亿元, YoY-80.8%。毛利率同比增加0.79pct至11.9%, 净利率同比减少2.40pct至1.5%。2025年上半年综合毛利率同比减少0.31pct至11.0%, 净利率同比减少2.48pct至1.1%。**费用端**, 2025年上半年期间费用率为9.1%, 同比增加2.01pct。其中: 1) 销售费用率0.9%, 同比减少0.67pct; 2) 管理费用率4.9%, 同比增加1.16pct; 3) 研发费用率1.5%, 同比增加0.51pct, 主要是研制任务增加, 研发投入增加导致; 4) 财务费用率1.8%, 同比增加1.01pct; 财务费用2.6亿元, 同比增长71.1%, 主要是带息负债规模增加, 利息费用增加。**截至25Q2末, 公司:** 1) 应收账款及票据391.2亿元, 较年初减少3.7%; 2) 存货407.6亿元, 较年初增长28.6%, 主要是根据生产需要, 产品投入增加; 3) 合同负债62.5亿元, 较年初增长39.4%, 主要是收到客户预付款; 4) 经营活动净现金流-91.7亿元, 上年同期为-103.8亿元, 主要是销售商品收到的现金增加。

● **子公司黎阳动力发展态势较为积极, 积极发展通航等新质生产力**
分产品看, 1H25: 1) 航空发动机及衍生产品实现收入128.9亿元, YoY-24.9%; 2) 外贸出口转包业务收入8.7亿元, YoY-13.5%; 3) 非航空产品及其他业务收入3.2亿元, YoY-10.9%。**分子公司来看, 1H25:** 1) 黎明公司营收94.3亿元, YoY-19.7%; 2) 南方公司营收17.5亿元, YoY-17.0%; 3) 黎阳动力营收16.1亿元, YoY+16.7%, 保持积极发展态势。此外, 2025年上半年, 南方公司把握通用航空发动机市场发展机遇, AES100发动机取得民航局颁发的生产许可证, 标志着该型号完成研发到批量生产的转化。同期, 南方公司与深圳联合飞机科技有限公司签订了6台AES100发动机销售合同, 标志着该型发动机正式进入市场, 为低空装备发展提供支撑; 南方公司向白鲸航线(北京)科技有限公司交付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, 目前双方正联合开展飞行验证, 加速抢占低空干支线物流市场。**国产大飞机业务方面**, 公司深度参与国产商用发动机研制, 是核心零部件的供应商, 未来或有望充分受益于国产大飞机的发展。

盈利预测与评级: 公司是国内目前唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系航空发动机龙头, 秉持“军机民机、国内国际、航机燃机”协同发展的思路, 整体发展态势积极。我们根据公司下游需求节奏的变化, 调整公司2025-2027年归母净利润为6.17/9.02/12.25亿元(此前预测值为6.90/8.88/11.70亿元), 对应PE为173.74/118.90/87.52x, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品价格波动; 军品业务波动; 民机业务发展不及预期等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	43,733.88	47,879.70	47,696.21	53,342.73	58,997.18
增长率(%)	17.89	9.48	(0.38)	11.84	10.60
EBITDA(百万元)	5,139.96	5,240.80	4,216.51	4,489.28	4,868.25
归属母公司净利润(百万元)	1,421.42	860.29	617.22	901.87	1,225.24
增长率(%)	12.12	(39.48)	(28.25)	46.12	35.85
EPS(元/股)	0.53	0.32	0.23	0.34	0.46
市盈率(P/E)	75.44	124.65	173.74	118.90	87.52
市净率(P/B)	2.72	2.69	2.66	2.62	2.56
市销率(P/S)	2.45	2.24	2.25	2.01	1.82
EV/EBITDA	20.09	24.35	28.95	26.48	23.60

资料来源: wind, 天风证券研究所

证券研究报告

2025年09月01日

投资评级

行业	国防军工/航空装备Ⅱ
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	40.23元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,665.59
流通A股股本(百万股)	2,665.12
A股总市值(百万元)	107,236.86
流通A股市值(百万元)	107,217.97
每股净资产(元)	14.91
资产负债率(%)	59.82
一年内最高/最低(元)	48.72/30.00

作者

王泽宇 分析师
SAC执业证书编号: S1110523070002
wangzeyu@tfzq.com

赵博轩 分析师
SAC执业证书编号: S1110525020002
zhaoboxuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《航发动力-年报点评报告:短期业绩承压;看好公司中长期军/民机业务发展》2025-04-03
- 《航发动力-半年报点评:主业盈利稳中向好,有望受益航发高景气》2024-09-11
- 《航发动力-季报点评:2024一季度迎来开门红,多板块共振前景可期》2024-05-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,382.08	7,729.66	3,815.70	4,267.42	4,719.77
应收票据及应收账款	26,159.12	40,608.32	25,636.42	45,487.23	29,898.06
预付账款	3,985.03	3,094.53	4,083.01	3,150.39	3,950.54
存货	29,662.90	31,699.48	32,898.40	34,077.54	33,973.01
其他	754.60	765.90	761.13	545.00	773.48
流动资产合计	68,943.74	83,897.88	67,194.66	87,527.57	73,314.87
长期股权投资	2,448.02	2,568.35	2,568.35	2,568.35	2,568.35
固定资产	21,058.62	22,537.54	22,667.73	22,736.18	22,825.15
在建工程	2,449.13	2,220.34	1,694.24	1,465.97	1,446.18
无形资产	2,985.36	2,912.20	2,668.55	2,427.90	2,190.00
其他	1,910.69	1,776.98	1,804.10	1,800.14	1,796.18
非流动资产合计	30,851.81	32,015.42	31,402.97	30,998.54	30,825.86
资产总计	99,795.55	115,913.30	98,597.63	118,526.10	104,140.73
短期借款	8,514.24	19,730.59	14,112.85	11,320.35	7,746.29
应付票据及应付账款	32,584.97	41,582.05	18,230.80	48,745.14	25,222.85
其他	17,067.27	9,297.31	21,063.38	12,594.81	24,388.49
流动负债合计	58,166.49	70,609.95	53,407.02	72,660.29	57,357.63
长期借款	572.93	822.24	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,799.51)	(1,028.35)	(1,000.00)	(1,000.00)	(1,000.00)
非流动负债合计	(2,226.59)	(206.12)	(800.00)	(800.00)	(800.00)
负债合计	55,939.90	70,403.83	52,607.02	71,860.29	56,557.63
少数股东权益	4,400.61	5,633.12	5,663.16	5,707.04	5,766.67
股本	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59	2,665.59
资本公积	27,447.81	27,452.00	27,453.08	27,453.08	27,453.08
留存收益	9,592.93	10,026.73	10,458.78	11,090.09	11,947.76
其他	(251.29)	(267.97)	(250.00)	(250.00)	(250.00)
股东权益合计	43,855.65	45,509.46	45,990.61	46,665.81	47,583.10
负债和股东权益总计	99,795.55	115,913.30	98,597.63	118,526.10	104,140.73

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,519.01	983.29	617.22	901.87	1,225.24
折旧摊销	1,980.84	2,204.18	2,374.56	2,490.48	2,613.72
财务费用	300.17	505.56	563.17	418.51	307.79
投资损失	(407.03)	(164.55)	(120.00)	(132.00)	(132.00)
营运资金变动	(11,792.04)	(16,582.29)	1,196.23	2,156.74	2,964.40
其它	1,659.91	(1,255.12)	42.91	62.70	85.18
经营活动现金流	(6,739.14)	(14,308.92)	4,674.10	5,898.29	7,064.32
资本支出	4,893.48	1,726.02	1,706.65	2,090.00	2,445.00
长期投资	(28.90)	120.33	0.00	0.00	0.00
其他	(7,668.42)	(4,693.21)	(3,321.65)	(4,048.00)	(4,758.00)
投资活动现金流	(2,803.83)	(2,846.86)	(1,615.00)	(1,958.00)	(2,313.00)
债权融资	5,911.47	11,048.14	(6,794.07)	(3,199.20)	(3,905.84)
股权融资	(413.18)	(271.06)	(178.98)	(289.37)	(393.12)
其他	3,100.57	5,706.41	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	8,598.86	16,483.50	(6,973.06)	(3,488.57)	(4,298.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(944.11)	(672.28)	(3,913.96)	451.72	452.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	43,733.88	47,879.70	47,696.21	53,342.73	58,997.18
营业成本	38,886.08	43,063.74	43,065.25	48,222.67	53,256.95
营业税金及附加	268.18	265.44	264.43	298.69	333.65
销售费用	474.33	293.40	292.28	330.15	365.15
管理费用	1,567.01	1,581.29	1,590.98	1,743.74	1,909.30
研发费用	553.45	995.23	1,001.33	1,108.67	1,226.19
财务费用	247.85	456.79	563.17	418.51	307.79
资产/信用减值损失	(480.67)	(460.66)	(420.00)	(393.60)	(373.92)
公允价值变动收益	(145.00)	(52.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	407.03	164.55	120.00	132.00	132.00
其他	166.42	207.19	140.00	150.00	150.00
营业利润	1,684.76	1,082.88	758.77	1,108.70	1,506.22
营业外收入	63.12	84.67	0.00	0.00	0.00
营业外支出	39.32	31.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,708.57	1,135.72	758.77	1,108.70	1,506.22
所得税	189.56	152.44	98.64	144.13	195.81
净利润	1,519.01	983.29	660.13	964.57	1,310.41
少数股东损益	97.59	123.00	42.91	62.70	85.18
归属于母公司净利润	1,421.42	860.29	617.22	901.87	1,225.24
每股收益（元）	0.53	0.32	0.23	0.34	0.46

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	17.89%	9.48%	-0.38%	11.84%	10.60%
营业利润	11.18%	-35.73%	-29.93%	46.12%	35.85%
归属于母公司净利润	12.12%	-39.48%	-28.25%	46.12%	35.85%
获利能力					
毛利率	11.08%	10.06%	9.71%	9.60%	9.73%
净利率	3.25%	1.80%	1.29%	1.69%	2.08%
ROE	3.60%	2.16%	1.53%	2.20%	2.93%
ROIC	5.18%	3.10%	2.02%	2.41%	3.00%
偿债能力					
资产负债率	56.05%	60.74%	53.36%	60.63%	54.31%
净负债率	2.55%	29.17%	23.83%	16.56%	7.73%
流动比率	1.19	1.19	1.26	1.20	1.28
速动比率	0.68	0.74	0.64	0.74	0.69
营运能力					
应收账款周转率	1.83	1.43	1.44	1.50	1.57
存货周转率	1.58	1.56	1.48	1.59	1.73
总资产周转率	0.46	0.44	0.44	0.49	0.53
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.32	0.23	0.34	0.46
每股经营现金流	-2.53	-5.37	1.75	2.21	2.65
每股净资产	14.80	14.96	15.13	15.37	15.69
估值比率					
市盈率	75.44	124.65	173.74	118.90	87.52
市净率	2.72	2.69	2.66	2.62	2.56
EV/EBITDA	20.09	24.35	28.95	26.48	23.60
EV/EBIT	32.64	41.97	66.26	59.47	50.96

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com