

# 航发动力 (600893.SH)

## 25Q4 改善显著, 看好军民机/国内外/航燃机协同发展

### 核心观点:

- **事件:** 公司公告 2025 年年报, 25 年实现营收 463.31 亿元 (YOY -3.23%), 归母净利润 6.34 亿元 (YOY-26.27%), 毛利率 9.12% (YOY-0.94pp), 净利率 1.59% (YOY-0.46pps)。
- **单四季度改善趋势显著, 建强军机民机/国内国际/航机燃机协同发展。** 根据年报, 25 年收入减少主要因是客户需求变化, 交付不及预期, 利润减少主要受新产品成熟度影响毛利额减少、财务费用增加。单四季度改善趋势显著, 实现营收 234.19 亿元。同比环比分别增长 6.82% 和 165.71%, 归母净利润 5.26 亿元, 同比环比分别增长 292.42% 和 3152.42%。毛利率 7.52%, 同比环比分别减少 0.19 和 2.88 个百分点, 净利率 2.34%, 同比环比分别增加 1.58 和 1.90 个百分点。25 年财务费用同比增加 37.35%, 主要因带息负债规模和汇兑损失增加。25 年经营活动产生现金流量净额-44.18 亿元, 同比增长 69.13%, 主要是销售商品、提供劳务收到现金增加。分业务看, 航发及衍生产品/外贸出口转包/非航产品收入分别变化-3.37%/-5.94%/+17.83%, 毛利率分别为 8.50%/20.61%/25.61%, 分别变动-1.04/+0.89/+7.20 个百分点, 非航主要是民品等和部分毛利高的产品收入增加。报告期内公司不断建强“军机民机、国内国际、航机燃机”协同发展, 民用燃机方面, 配装公司 QD280 燃机的太行 25 燃机发电机组助力国家能源局燃气轮机创新示范项目首次并网一次成功。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 26-28 年 EPS 分别为 0.30/0.38/0.49 元/股, 看好航发主机厂龙头地位, 聚焦“军机民机、国内国际、航机燃机”协同发展, 营收端受益产品谱系化发展和维修逐步上量, 以及民机新增量可期, 利润端受益良品率提升和提质增效, 参考可比公司, 给予 26 年 180 倍 PE, 对应合理价值 53.37 元/股, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新品研发风险, 需求不及预期, 重大行业政策调整风险等。

### 盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	47,880	46,331	50,068	55,912	64,678
增长率 (%)	9.5%	-3.2%	8.1%	11.7%	15.7%
EBITDA	4,132	4,021	3,859	4,206	4,696
归母净利润	860	634	790	1,006	1,310
增长率 (%)	-39.5%	-26.3%	24.6%	27.3%	30.2%
EPS (元/股)	0.32	0.24	0.30	0.38	0.49
市盈率 (P/E)	128.4	168.2	156.9	123.3	94.6
ROE (%)	2.2%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%
EV/EBITDA	29.8	31.8	37.6	34.7	31.0

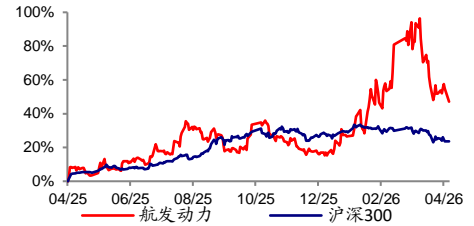
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

增持

当前价格	46.52 元
合理价值	53.37 元
前次评级	增持
报告日期	2026-04-08

### 相对市场表现



### 分析师:

孟祥杰



SAC 执证号: S0260521040002

SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

### 分析师:

邱净博



SAC 执证号: S0260522120005

010-59136685



qiuqingbo@gf.com.cn

### 分析师:

吴坤其



SAC 执证号: S0260522120001

SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

请注意, 邱净博并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

航发动力 (600893.SH): 航空发动机领军企业, 维修后市场景气成长可期	2025-12-31
航发动力 (600893.SH): 业绩阶段性承压, 看好航发赛道中长期成长性和确定性	2025-11-08
航发动力 (600893.SH): 批产新机占比提升, 看好航发龙头中长期确定性	2025-08-28

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>83,898</b>	<b>90,289</b>	<b>91,351</b>	<b>95,654</b>	<b>100,603</b>
货币资金	7,730	5,455	1,000	1,000	1,000
应收及预付	43,703	51,631	56,432	58,354	60,309
存货	31,699	32,196	32,900	35,265	38,245
其他	766	1,007	1,020	1,035	1,049
<b>非流动资产总额</b>	<b>32,015</b>	<b>32,783</b>	<b>33,828</b>	<b>34,461</b>	<b>34,695</b>
长期股权投资	2,568	2,388	2,400	2,405	2,410
固定资产	22,538	23,410	24,135	24,551	24,669
在建工程	2,220	2,264	2,564	2,764	2,864
使用权资产	164	139	134	129	124
无形资产	2,568	2,578	2,588	2,598	2,608
其他	1,957	2,004	2,008	2,014	2,020
<b>资产总额</b>	<b>115,913</b>	<b>123,072</b>	<b>125,180</b>	<b>130,115</b>	<b>135,298</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>70,610</b>	<b>78,093</b>	<b>75,351</b>	<b>79,436</b>	<b>83,508</b>
短期借款	19,731	25,936	21,352	22,083	21,809
应付及预收	46,070	49,402	51,244	54,597	58,942
其他	4,809	2,756	2,755	2,756	2,757
<b>非流动负债总额</b>	<b>-206</b>	<b>-4,291</b>	<b>-198</b>	<b>-215</b>	<b>-232</b>
长期借款	822	679	675	670	665
应付债券	0	0	0	0	0
其他	-1,028	-4,971	-873	-885	-897
<b>负债总额</b>	<b>70,404</b>	<b>73,802</b>	<b>75,153</b>	<b>79,221</b>	<b>83,276</b>
股本	2,666	2,666	2,666	2,666	2,666
其他	37,211	37,525	38,154	38,856	39,771
归母权益合计	39,876	40,191	40,819	41,522	42,437
少数股东权益	5,633	9,079	9,208	9,372	9,585
<b>负债和股东权益</b>	<b>115,913</b>	<b>123,072</b>	<b>125,180</b>	<b>130,115</b>	<b>135,298</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>47,880</b>	<b>46,331</b>	<b>50,068</b>	<b>55,912</b>	<b>64,678</b>
营业成本	43,064	42,108	45,553	50,781	58,588
营业税金及附加	265	351	379	424	490
销售费用	293	308	333	372	431
管理费用	1,581	1,605	1,734	1,937	2,240
研发费用	995	773	836	933	1,080
财务费用	457	627	458	453	457
资产信用减值损失	-461	-384	-360	-305	-265
公允价值变动收益	-52	-8	-3	-3	-3
投资收益	165	349	350	360	370
<b>营业利润</b>	<b>1,083</b>	<b>963</b>	<b>1,186</b>	<b>1,494</b>	<b>1,929</b>
营业外收支	53	-55	-55	-55	-55
利润总额	1,136	907	1,131	1,439	1,874
所得税费用	152	170	211	269	351
<b>合并净利润</b>	<b>983</b>	<b>738</b>	<b>919</b>	<b>1,170</b>	<b>1,524</b>
少数股东损益	123	103	129	164	214
<b>归母净利润</b>	<b>860</b>	<b>634</b>	<b>790</b>	<b>1,006</b>	<b>1,310</b>
EPS (元/股)	0.32	0.24	0.30	0.38	0.49

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-14,309</b>	<b>-4,418</b>	<b>-406</b>	<b>2,633</b>	<b>3,427</b>
合并净利润	983	738	919	1,170	1,524
折旧摊销	2,263	2,428	2,217	2,326	2,426
营运资金变动	-18,360	-8,217	-4,048	-1,264	-879
其他	0	0	-7	-11	-11
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2,847</b>	<b>-3,303</b>	<b>-2,899</b>	<b>-2,586</b>	<b>-2,277</b>
资本性开支	-2,855	-3,757	-3,248	-2,949	-2,650
投资	-40	230	-13	-7	-7
其他	48	224	362	370	380
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>16,483</b>	<b>5,471</b>	<b>-1,148</b>	<b>-47</b>	<b>-1,150</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	16,592	5,345	-4,590	726	-281
股利分配与偿付利息	-905	-890	-746	-772	-869
其他	796	1,016	4,188	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-658</b>	<b>-2,260</b>	<b>-4,454</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>8,371</b>	<b>7,714</b>	<b>5,454</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,714</b>	<b>5,454</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	9.5%	-3.2%	8.1%	11.7%	15.7%
营业利润增长率	-35.7%	-11.1%	23.2%	26.0%	29.1%
归母净利增长率	-39.5%	-26.3%	24.6%	27.3%	30.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.1%	9.1%	9.0%	9.2%	9.4%
净利率	2.1%	1.6%	1.8%	2.1%	2.4%
ROE	2.2%	1.6%	1.9%	2.4%	3.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.7%	60.0%	60.0%	60.9%	61.6%
有息负债率	17.7%	21.6%	17.6%	17.5%	16.6%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息保障倍数	3.7	2.6	3.2	4.0	4.8
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.7	1.2	1.0	1.1	1.3
存货周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
应付账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.32	0.24	0.30	0.38	0.49
每股净资产	14.96	15.08	15.31	15.58	15.92
每股经营现金流	-5.37	-1.66	-0.15	0.99	1.29
<b>估值比率</b>					
PE	128.4	168.2	156.9	123.3	94.6
PB	2.8	2.7	3.0	3.0	2.9
EV/EBITDA	29.8	31.8	37.6	34.7	31.0

## 广发军工行业研究小组

- 孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天科工实业背景，曾任方正证券军工首席分析师，主要从事军工信息化、新材料及军工高端制造领域研究。
- 吴坤其：联席首席分析师，对外经济贸易大学精算本科、金融学硕士，曾任方正证券军工研究员，主要覆盖军工新材料、军工电子。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 邱净博：资深分析师，北京航空航天大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 邵艺阳：高级分析师，中国人民大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 史嘉麒：高级研究员，南洋理工大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。