

国防军工

2026年04月09日

航发动力 (600893)

——收入增长趋势确定，短期盈利波动不改长期成长逻辑

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据:	2026年04月08日
收盘价(元)	50.39
一年内最高/最低(元)	63.78/32.00
市净率	3.3
股息率%(分红/股价)	0.19
流通A股市值(百万元)	134,296
上证指数/深证成指	3,995.00/14,042.50

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年12月31日
每股净资产(元)	15.08
资产负债率%	59.97
总股本/流通A股(百万)	2,666/2,665
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230124060003
tianxin@swsresearch.com

联系人

武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件:

- **公司公布 2025 年年报。**2025 年实现营业收入 463.31 亿元 (yoy-3.2%)，实现归母净利润 6.34 亿元 (yoy-26.3%)，实现扣非归母净利润 2.94 亿元 (yoy-62.8%)，公司业绩符合预期。

点评:

- **航空产品交付节奏不及预期公司营收略降，长期增长动能充足。**根据公司公告，2025 年实现营业收入 463.31 亿元(yoy-3.2%)，我们分析：1) 分子公司看，报告期内黎明公司实现收入 259.6 亿元(yoy-5.1%)，南方公司实现收入 74.7 亿元 (yoy-2.6%)，黎阳动力实现收入 69.9 亿元 (yoy+37.3%)；莱特公司实现收入 14.0 亿元 (yoy+4.7%)；2) 分产品看，报告期内航空发动机含衍生产品实现收入 434.8 亿元 (yoy-3.4%)，外贸转包生产业务实现收入 19.5 亿元 (yoy-5.9%)，非航产品及贸易实现收入 2.3 亿元 (yoy+17.8%)。我们认为，随着“军机民机、国内国际、航机燃机”多重需求持续增长，公司作为国内航空发动机核心企业，收入增长的长期趋势具备确定性。
- **公司盈利能力短期承压，随工艺成熟度提高及规模效应或将逐步修复。**1) 毛利率端：公司 2025 年实现毛利率 9.12%，较 24 年同期降低 0.94pcts，毛利率小幅降低或系新品工艺成熟度有待提升；2) 净利率端：实现净利率 1.59%，较 24 年同期降低 0.46pcts；此外，公司实现其他收益 4.06 亿元(yoy+115.5%)，主要系享受增值税加计抵减政策；实现投资收益 3.49 亿元 (yoy+111.95%)，主要系子公司转让航发控制股票。我们预计随着产品工艺成熟度提升，生产规模扩大推动规模效应提升，公司业绩有望回升。
- **应收账款仍维持高位，2026 年指引收入稳健增长。**截至 2025 末，1) 公司存货达 321.96 亿元，较 25Q3 末下降 26.31%；2) 合同负债达 54.99 亿元，较 25Q3 末降低 33.90%；主要系产品有序交付；3) 公司应收账款为 444.48 亿元，较 25Q3 末增长 7.32%。根据公司公告，2026 年公司预计实现营业收入 499.49 亿元，其中航空发动机及衍生产品收入 472.18 亿元；预计实现归属于母公司股东的净利润 5.24 亿元。我们认为收入增长的确定性仍是当前关注重点，盈利能力短期阶段性调整主要受产品工艺爬坡、成本前置等因素影响，随着产品交付节奏逐步恢复、工艺成熟度提升、规模效应显现，后续盈利能力有望逐步修复。
- **国产航发核心企业，核心受益于下游需求高景气。**公司是我国具备全种类航发生产能力的总装企业，不仅实现军用航空发动机的全覆盖，同时深度参与燃机及国产商发的研制生产。我们预计公司未来三年继续受益于下游军机新机及换发需求，商发国产替代加速及民用燃机加速发展三重逻辑叠加，收入保持稳定增长，同时随着制造工艺不断成熟及规模效应增强，以及商业模式不断成熟，中长期看盈利水平有望对标国际。
- **下调 2026E 盈利预测及维持“买入”评级。**考虑到行业需求节奏及新产品良率不及预期，我们下调公司毛利率，下调 2026E 公司盈利预测为 5.24 亿元 (前值为 22.37 亿元)，新增预计公司 2027-28E 年归母净利润预测为 6.0/6.9 亿元，2026-2028E 对应 PE 为 256/223/194X，2026E 对应 PS 为 2.69X。选取中航沈飞(军机主机厂)、洪都航空(教练机主机厂)、航天彩虹(无人机主机厂)作为可比公司，采用 PS 估值法，可比公司 2026E 平均 PS 为 4.08X，考虑到公司作为航空发动机主机厂，维持“买入”评级。
- **风险提示：重点产品研制或交付不及预期；产能建设不及预期**

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	47,880	46,331	49,983	53,974	59,044
同比增长率(%)	9.5	-3.2	7.9	8.0	9.4
归母净利润(百万元)	860	634	524	603	693
同比增长率(%)	-39.5	-26.3	-17.3	15.0	14.9
每股收益(元/股)	0.32	0.24	0.20	0.23	0.26
毛利率(%)	10.1	9.1	8.7	9.0	9.2
ROE(%)	2.2	1.6	1.3	1.5	1.7
市盈率	156	212	256	223	194

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	47,880	46,331	49,983	53,974	59,044
其中：营业收入	47,880	46,331	49,983	53,974	59,044
减：营业成本	43,064	42,108	45,620	49,127	53,636
减：税金及附加	265	351	350	378	413
主营业务利润	4,551	3,872	4,013	4,469	4,995
减：销售费用	293	308	312	342	379
减：管理费用	1,581	1,605	1,724	1,838	2,031
减：研发费用	995	773	835	975	1,013
减：财务费用	457	627	639	671	722
经营性利润	1,225	559	503	643	850
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-208	-174	-137	-153	-210
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-253	-210	-209	-203	-203
加：投资收益及其他	354	755	549	549	549
营业利润	1,083	963	724	856	1,006
加：营业外净收入	53	-55	0	0	0
利润总额	1,136	907	724	856	1,006
减：所得税	152	170	115	155	200
净利润	983	738	610	701	806
少数股东损益	123	103	85	98	113
归属于母公司所有者的净利润	860	634	524	603	693

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。