

多业务托底蓄力，2026 边际改善可期

—— 航发动力公司点评

2026 年 04 月 07 日

核心观点

- **2026 年经营规划收入稳健增长，主业扣非后或将边际改善。**2026 年公司营收目标为 499.49 亿元，较 25 年增长 7.81%；归母净利润 5.24 亿元，较 25 年实际值下滑 17.39%。我们认为表观利润下滑主要是 2025 年非经常性损益高基数导致，实际主营业务盈利能力或将边际改善。此外，公司正处于主力型号换代关键期，新型号规模效应未显现可能促使公司利润规划偏保守。
- **Q4 因投资收益环比改善显著：**公司发布 2025 年年报，2025 年营收 463.31 亿元，同比减少 3.23%；归母净利润为 6.34 亿元，同比减少 26.27%。收入和归母净利润分别完成年度预算的 97.21%和 107.09%。其中 Q4 实现营收 234.19 亿元，同比增长 6.82%，环比增长 165.71%；归母净利润 5.26 亿元，同比增长 292.42%，环比增长 3152.42%。Q4 单季收入恢复增长，利润同比环比均大幅改善，主要系子公司转让航发控制股票导致投资收益大幅增加。
 - **分业务看，**因是客户需求变化，产品交付不及预期，航空发动机及衍生产品业务营收 434.76 亿元 (YoY-3.37%)，毛利率 8.50% (YoY-1.04pct)，毛利率下降主要因新产品成熟度有待提升。外贸出口转包业务营收 19.51 亿元 (YoY-5.94%)，毛利率 20.61% (YoY+0.89pct)，收入下滑主要因出口订单减少。非航空产品及其他业务营收 2.32 亿元 (YoY+17.83%)，毛利率 25.61% (YoY+7.20pct)，主要是民品业务增加。**分子公司来看，**黎明公司收入 259.60 亿元 (YoY-5.15%)，南方公司收入 74.73 亿元 (YoY-2.61%)，黎阳动力收入 69.92 亿元 (YoY+37.29%)
 - **毛利率下滑，期间费用率上升：**公司 2025 年毛利率为 9.12%，同比减少 0.94pct。期间费用率 7.15%，YoY+0.21pct。财务费用率同比提升 0.40pct 至 1.35%，主因利息费用和汇兑损失增加。研发费用率 1.67% (YoY-0.41pct)，主要受研发项目周期安排、投入节点等因素影响。管理和销售费用率分别为 3.46% (YoY+0.16pct) 和 0.67% (YoY+0.05pct)。
 - **应收账款高企，现金流有所好转：**应收票据及账款 494.77 亿，较期初增长 21.84%，或因部分货款未到结算期。存货 321.96 亿元，较期初增长 1.57%，其中产成品较期初增长 45.33%，或因下游客户确认周期拉长所致。经营现金流量净额为-44.18 亿，较上年同期的-143.09 亿大幅改善。
- **民机+燃机+外贸，公司业务多点开花。**军用动力方面，公司多型新产品落户；民用动力方面，公司深度参与国产商发研制，完成长江系列发动机配套试制任务，与多家客户签署 AEP100、AEP60E、AES100 等产品合作协议或意向采购合同，积极拓展通用航空市场；民用燃机方面，公司具备 DQ280 燃气轮机的研制生产能力，拥有国内大档功率轻型燃机领域的良好技术水平。外贸业务方面，公司与多家世界著名航空发动机制造商及医疗等非航空企业建立了长期战略合作关系，加大新产品、新客户开拓力度，产品结构进一步完善。
- **投资建议：**公司是我国两机龙头，受益于军机十五五需求提升，以及大飞机国产航发和燃机业务带来巨大增量空间。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.43/7.41/8.79 亿元，EPS 分别为 0.24/0.28/0.33 元，对应 PE 分别为 193/167/141 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求波动的风险；客户延迟验收的风险；毛利率下降的风险。

航发动力 (股票代码: 600893)

推荐 首次评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩淼

☎: 010-80927657

✉: huhaomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

市场数据

2026 年 04 月 07 日

股票代码	600893
A 股收盘价(元)	46.52
上证指数	3,890.16
总股本(万股)	266,559
实际流通 A 股(万股)	266,512
流通 A 股市值(亿元)	1,240

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 07 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河军工李良】公司点评报告_国防军工_航发动力 (600893.SH): 拐点已来, 发动机龙头乘风起

【银河军工李良团队】公司点评报告_国防军工_航发动力 (600893.SH): 利润端增长低于预期, 收入端快速增长值得关注

1. 【银河军工李良】公司点评报告_国防军工_航发动力(600893)_上半年增收更增利, 下半年收入快速增长可期

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	46,331	50,060	55,080	60,719
收入增长率%	-3.23	8.05	10.03	10.24
归母净利润(百万元)	634	643	741	879
利润增长率%	-26.27	1.38	15.16	18.71
分红率%	30.26	30.11	30.14	30.17
毛利率%	9.12	9.60	10.50	10.50
摊薄 EPS(元)	0.24	0.24	0.28	0.33
PE	195.49	192.83	167.45	141.05
PB	3.09	3.05	3.01	2.96
PS	2.68	2.48	2.25	2.04

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

一、公司情况

航发动力隶属于中国航空发动机集团有限公司，是我国航空发动机整机研制领域的龙头企业。

航空发动机作为航空器的“心脏”，是现代工业技术复杂度最高、技术壁垒最严苛的战略装备，直接关系到国防安全与航空产业自主可控，我国军用航空发动机整机研发与制造资源高度集中于中国航发系统内。公司系中国航发核心直属单位，由中国航发直接持有 45.79% 股份，为绝对控股股东，主要股东包括航发基金管理有限公司、贵州黎阳航空发动机有限公司等体系内单位；依托多家子公司构建专业化整机研制布局，全面负责涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系航空发动机及燃气轮机的研发、制造、总装、试车与全生命周期维修保障服务。

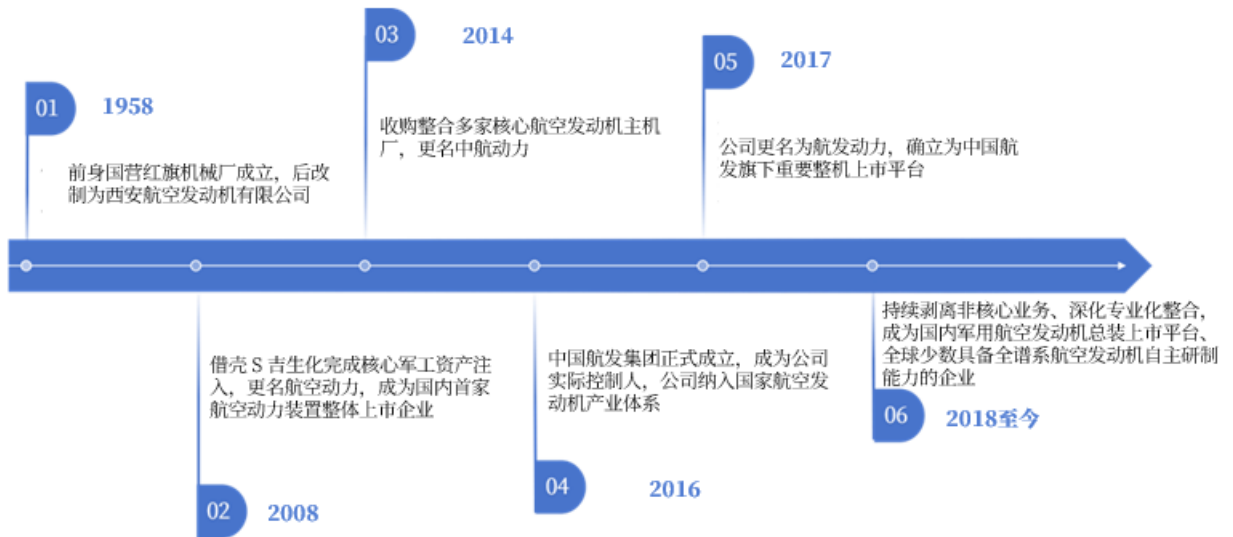
公司主营业务分为三类：航空发动机及衍生产品业务、外贸出口转包业务、非航空产品及其他业务。主要产品和服务有航空发动机及燃气轮机整机、部件、零组件，维修保障服务，以及航空发动机、燃气轮机、石油钻探、医疗器械零部件出口业务等，产品主要为航空器、舰船提供动力，为油气、电力两大领域提供能源装备。公司经营模式为多元化经营，具备涵盖产品全生命周期的设计、制造、总装、试车整套技术和综合服务保障能力，综合技术水平国内领先、国际先进。从实现价值的方式看，公司为差异化模式，以全谱系航空发动机产品和全生命周期研发制造及维修服务保障为特色。

- **航空发动机及衍生产品业务。**在军用动力方面，公司是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业，在国际上，公司是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一，具备航空发动机、燃气轮机、辅助动力、直升机传动系统等完整的产品供应能力，是我国航空器最主要的供应商、舰船重要的供应商。产品覆盖全产业链，包括研制、生产、试验、销售、服务保障五大产业链层级；在商用动力方面，公司是长江系列发动机最主要的配套商；在通航动力方面，公司充分发挥“国家队”“主力军”作用，精心擘画通用航空与低空经济发展蓝图，完善产品谱系，AEP100、AEP60E、AES100 等多型航空发动机产品研制取得重大突破，为持续推动我国通航产业发展注入强劲动力；在民用燃机方面，公司具备自主知识产权的 DQ280 燃气轮机的研制生产能力，拥有国内大档功率轻型燃气轮机领域的良好技术水平。
- **外贸出口转包业务。**公司处于产业链中游，以生产制造为主，开展国际民用航空发动机和燃气轮机零部件等制造业务，并积极参与部分新型民用航空发动机零部件试制。主要客户有 SAFRAN（法国赛峰集团）、RR（英国罗尔斯·罗伊斯公司）、GEAerospace（美国通用电气航空航天集团）、SLB（美国斯伦贝谢公司）、GEHC（美国通用医疗公司）、Stryker（爱尔兰史赛克公司）等世界著名的航空发动机制造商以及石油钻探、医疗器械等非航空企业。主要产品是航空发动机和燃气轮机的各类盘、环、槽形件、轴、机匣、整体叶盘、叶片等零部件，主要配套于 LEAP、CFM56、GE9X、TrentXWB-97K、Pearl、LM2500、LM6000 等航空发动机和燃气轮机；以及石油钻探深海领域及轴类产品、医疗诊断产品、医疗植入件等民用产品的加工贸易与技术服务业务。
- **非航空产品及其他业务。**主要发展与航空发动机技术同源、工艺相近的高附加值产品及服务，如工艺装备、工业物业等。

航发动力是中国航空发动机集团旗下重要军工上市平台。前身为 1958 年成立的国营红旗机械厂，后改制为西安航空发动机有限公司，专注大中型航空发动机与燃气轮机制造；2008 年，通过借壳 S 吉生化完成核心军工资产注入，更名航空动力，成为国内首家航空动力装置整体上市企业；2014 年，收购整合多家核心航空发动机主机厂，更名中航动力，成为我国唯一具备全种类军用航空发动机研制能力的龙头企业；2017 年，随中国航空发动机集团成立，更名为航发动力，确立为中国航发旗下核心整机上市平台；后续持续剥离非核心业务、深化专业化整合，目前已成为国内军用航空发

动机总装唯一上市平台、全球少数具备全谱系航空发动机自主研制能力的企业，是央企军工改革与航空强国战略的核心标杆企业。

图1：公司发展历程



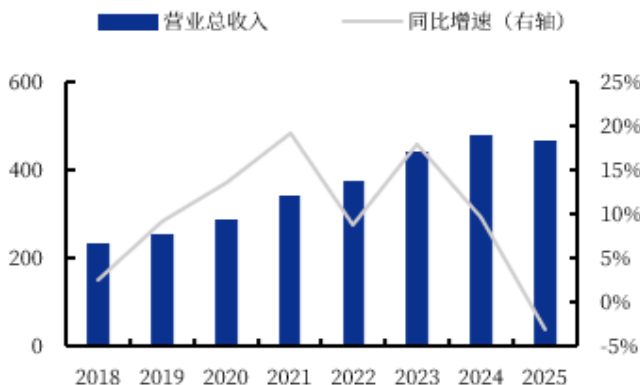
资料来源：iFind，公司官网，中国银河证券研究院

二、公司业绩

Q4 因投资收益环比改善显著：公司发布 2025 年年报，2025 年营收 463.31 亿元，同比减少 3.23%；归母净利润为 6.34 亿元，同比减少 26.27%。收入和归母净利润分别完成年度预算的 97.21% 和 107.09%。其中 Q4 实现营收 234.19 亿元，同比增长 6.82%，环比增长 165.71%；归母净利润 5.26 亿元，同比增长 292.42%，环比增长 3152.42%，Q4 单季收入恢复增长，利润同比环比均大幅改善，主要系子公司转让航发控制股票导致投资收益大幅增加。

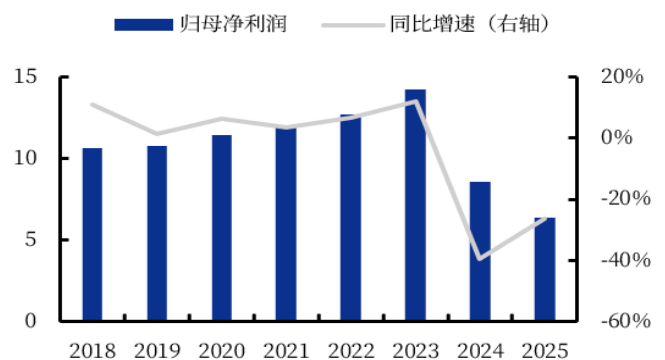
分业务看，因是客户需求变化，产品交付不及预期，航空发动机及衍生产品业务营收 434.76 亿元（YoY-3.37%），毛利率 8.50%（YoY-1.04pct），毛利率下降主要因新产品成熟度有待提升。外贸出口转包业务营收 19.51 亿元（YoY-5.94%），毛利率 20.61%（YoY+0.89pct），收入下滑主要因出口订单减少。非航空产品及其他业务营收 2.32 亿元（YoY+17.83%），毛利率 25.61%（YoY+7.20pct），主要是民品业务增加。**分子公司来看，**黎明公司收入 259.60 亿元（YoY-5.15%），南方公司收入 74.73 亿元（YoY-2.61%），黎阳动力收入 69.92 亿元（YoY+37.29%）

图2：2018-2025 公司营收（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

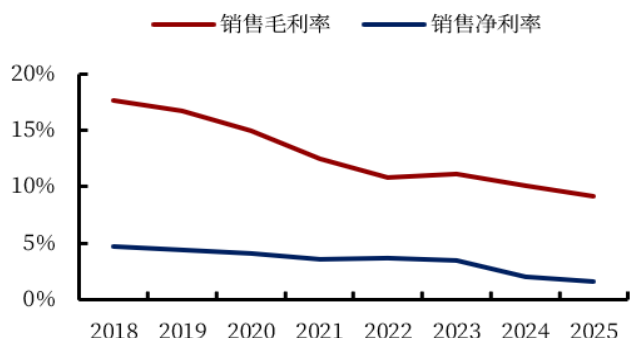
图3：2018-2025 公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

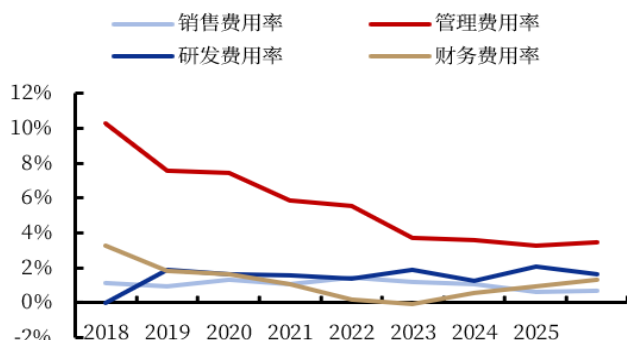
毛利率下滑，期间费用率上升：公司 2025 年毛利率为 9.12%，同比减少 0.94pct。期间费用率 7.15%，YoY+0.21pct。财务费用率同比提升 0.40pct 至 1.35%，主因利息费用和汇兑损失增加。研发费用率 1.67%（YoY-0.41pct），主要受研发项目周期安排、投入节点等因素影响。管理和销售费用率分别为 3.46%（YoY+0.16pct）和 0.67%（YoY+0.05pct）。

图4：2018-2025 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

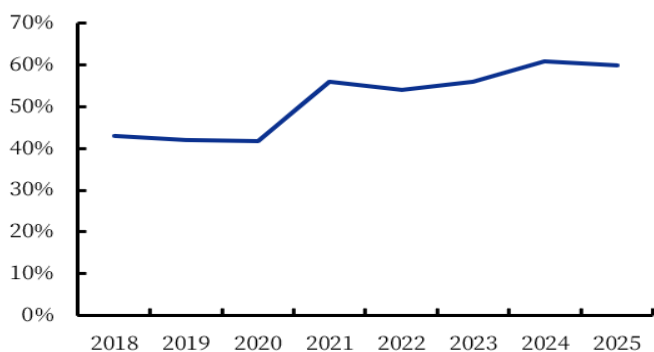
图5：2018-2025 公司费用率水平



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

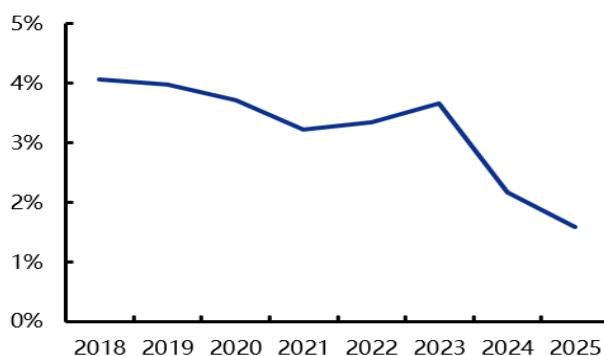
应收账款高企，现金流有所好转：应收票据及账款 494.77 亿，较期初增长 21.84%，或因部分货款未到结算期。存货 321.96 亿元，较期初增长 1.57%，其中产成品较期初增长 45.33%，或因下游客户确认周期拉长所致。经营现金流量净额为-44.18 亿，较上年同期的-143.09 亿大幅改善。

图6：2018-2025 公司资产负债率



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图7：2018-2025 公司净资产收益率



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

2026 年经营规划收入稳健增长，主业扣非后或将边际改善。2026 年公司营收目标为 499.49 亿元，较 25 年实际值增长 7.81%；归母净利润 5.24 亿元，较 25 年实际值下滑 17.39%。我们认为表观利润下滑主要是 2025 年非经常性损益高基数导致，实际主营业务盈利能力或将边际改善。此外，公司正处于主力型号换代关键期，新型号规模效应未显现可能促使公司利润规划偏保守。

三、公司行业地位

（一）行业情况

全球航空业总体保持了持续向上的发展态势，航空发动机行业在技术突破、市场增长等方面均取得显著进展，展现出强劲的发展态势。航空动力具有极高的军事价值、经济价值和政治价值，世界航空工业强国始终将航空动力作为优先发展的高科技尖端技术，给予政策、资金上的扶持和保护。航空动力产业链长、覆盖面广，经济辐射效应显著，可以带动和辐射设备制造、机械加工、材料制备、电子元器件、交通物流、信息化产业等一大批行业，形成庞大产业生态，为社会发展带来巨大的经济效益。军用领域，各国军事现代化建设加速，对军用飞机及动力需求持续增长；民用领域，基于经济发展和社会进步，航空出行、通用航空需求增长迅猛。

- 从国际看，世界百年变局加速演进，国际力量对比深刻调整，新一轮科技革命和产业变革加速突破。航空动力发展日新月异，全球市场规模持续扩大，以自适应变循环技术为核心的下一代军用航空动力趋于成熟，基于不同场景的新原理、新构型动力技术加速推进，远程化、隐身化、无人化和智能化航空发动机成为重要研究方向。航空动力产业既面临市场增长和技术创新机遇，也面临应用场景变化、能源转型、供应链整合等挑战。商用航空动力市场空间巨大，竞争激烈，处于重要战略机遇期。
- 从国内看，党的二十届四中全会提出，加快先进战斗力建设，壮大战略威慑力量，维护全球战略平衡和稳定。为应对复杂多变的国际形势，我国航空发动机和燃气轮机主力产品换代加速。随着“一带一路”、航空强国、低空经济、能源安全、绿色低碳等政策相继出台，航空发动机和燃气轮机应用场景不断拓展，发展前景广阔，迎来历史机遇期。我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，在国家政策支持和市场需求的拉动下，航空发动机行业得到了迅速发展，取得了显著的进步，商用动力市场需求持续攀升，以中国为首的新兴市场将继续引领全球航空市场的发展；低空经济和通航动力在国家政策支持下，战略地位空前提升；受国际形势影响，在国家战略与产业政策双轮驱动下，民用燃气轮机国产化替代需求增加。

（二）核心竞争力

1. 产品竞争力

航空动力装置具有技术集成度高、研发周期长、验证体系复杂等特点，需要数据和经验的长期积累以及大量的资金投入，是“一个技术精深得使新手难以进入的领域”。公司航空发动机及衍生产品覆盖全产业链，包括研制、生产、试验、销售、维修保障等产业链层级，主要为我国军用飞机、大型舰艇提供动力产品及服务。公司与太行国家实验室、科研院所及高校密切合作，紧盯航空发动机及燃气轮机的发展步伐，积极跟踪新型动力制造需求，承担了国内绝大多数航空发动机的研制、批产和服务保障任务。公司是国内唯一能够研制全谱系军用航空动力的企业，军用产品主要以国家订货为主，市场需求稳定。民用产品方面，公司深度参与国产商用发动机研制，并通过 AES100、AEP100、AEP60E 系列等涡轴、涡桨发动机，积极拓展通用航空市场。在外贸出口转包业务方面，公司与多家世界著名航空发动机制造商及石油钻探、医疗等非航空企业建立了长期稳固的战略合作关系，积累了先进管理经验，熟悉和掌握了先进国际标准、管理体系和适航认证要求，在盘、环、机匣、叶片及油气类等零件制造方面具有明显技术优势。

2. 技术研发能力

公司是国家认定企业技术中心、高新技术企业、博士后科研工作站设站单位；拥有理化、计量、无损国家认可实验室，国家级“航空发动机智能制造技术创新中心”。公司形成了一批国家级、省级、公司级、中心级四级技术创新平台，为提高创新链整体效能、加速协同创新铸造坚实基础；公

司建立了完整的航空发动机、燃气轮机生产线，具有一定的技术技能优势，制造能力处于行业领先。公司持续加强技术创新体系建设，形成技术研究、创新平台、人才培养相互促进和循环提升的技术创新“新环境”，激发技术创新活力，攻坚关键核心技术，突出核心能力建设，提升技术创新价值创造。公司持续开展技术创新，强化企业自身的工程化技术研发优势，建立了以“型号牵引和技术预研”双驱动模式推动核心技术发展的创新机制。积极引入外部优势资源，深入开展产学研合作，提升技术研发能力。加速突破新一代航空发动机的关键技术，推进专利成果转化和共享，开展知识产权资源盘活行动，不断完善专利技术谱系和专利池，有力地支撑自主技术创新、关键技术突破和核心技术应用，激励全体员工进行自主创新。

3. 服务保障能力

公司持续完善服务保障体系，开发了伴随用户的先进服务保障资源，搭建了用户培训体系，迭代优化服务保障体系流程架构，对标民航运行支持先进经验，探索建立军机运行快速响应机制，提高外场问题和用户需求的响应效率。按照企业架构顶层设计思路，开展 ITR（问题到解决）主价值流以及服务保障域企业架构设计，提升服务保障能力。以科研发动机为试点型号，策划基于运行支持的服务保障场景和“前-中-后”台快速响应机制，同时结合未来改进方向，策划“产品+服务”的交付策略。

四、投资建议

民机+燃机+外贸，公司业务多点开花。军用动力方面，公司多型新产品落户；民用动力方面，公司深度参与国产商发研制，完成长江系列发动机配套试制任务，与多家客户签署 AEP100、AEP60E、AES100 等产品合作协议或意向采购合同，积极拓展通用航空市场；民用燃机方面，公司具备 DQ280 燃气轮机的研制生产能力，拥有国内大档功率轻型燃机领域的良好技术水平。外贸业务方面，公司与多家世界著名航空发动机制造商及医疗等非航空企业建立了长期战略合作关系，加大新产品、新客户开拓力度，产品结构进一步完善。

表1: 公司业绩分拆 (亿元)

	2024/12/31	2025/12/31	2026E	2027E	2028E
航空发动机制造及衍生产品					
收入	449.94	434.76	469.54	516.49	568.14
YOY	10.0%	-3.37%	8.0%	10.0%	10.0%
毛利率	9.5%	8.5%	9.0%	10.0%	10.0%
收入占比	94.0%	93.8%	93.8%	93.8%	93.6%
外贸转包生产					
收入	20.74	19.51	20.88	22.96	26.41
YOY	6.5%	-5.93%	7.0%	10.0%	15.0%
毛利率	19.7%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%
非航空产品及其他					
收入	1.97	2.32	2.78	3.20	3.68
YOY	-24.8%	17.77%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	18.4%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
其他业务					
收入	6.15	6.73	7.40	8.14	8.96
YOY	-2.5%	9.43%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.1%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
收入	478.80	463.31	500.60	550.80	607.19
YOY	9.48%	-3.23%	8.05%	10.03%	10.24%
综合毛利率	10.1%	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

投资建议: 公司是我国两机龙头, 受益于军机十五五需求提升, 以及大飞机国产航发和燃机业务带来巨大增量空间。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.43/7.41/8.79 亿元, EPS 分别为 0.24/0.28/0.33 元, 对应 PE 分别为 193/167/141 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 下游需求波动的风险; 客户延迟验收的风险; 毛利率下降的风险。

表2: 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	46,331	50,060	55,080	60,719
收入增长率%	-3.23	8.05	10.03	10.24
归母净利润(百万元)	634	643	741	879
利润增长率%	-26.27	1.38	15.16	18.71
分红率%	30.26	30.11	30.14	30.17
毛利率%	9.12	9.60	10.50	10.50
摊薄 EPS(元)	0.24	0.24	0.28	0.33
PE	195.49	192.83	167.45	141.05
PB	3.09	3.05	3.01	2.96
PS	2.68	2.48	2.25	2.04

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	90,289	103,763	120,952	138,210
现金	5,455	14,982	27,844	37,794
应收账款	44,448	45,888	46,665	48,913
其它应收款	184	166	176	212
预付账款	2,154	2,315	2,521	2,780
存货	32,196	34,082	37,036	41,102
其他	5,852	6,330	6,710	7,410
非流动资产	32,783	28,452	24,071	19,640
长期投资	2,611	2,611	2,611	2,611
固定资产	23,410	20,135	16,248	12,054
无形资产	2,578	2,659	2,726	2,782
其他	4,183	3,046	2,486	2,193
资产总计	123,072	132,215	145,023	157,850
流动负债	78,093	83,683	96,357	108,797
短期借款	25,936	32,141	38,347	44,552
应付账款	26,718	25,063	28,847	32,126
其他	25,439	26,478	29,163	32,119
非流动负债	-4,291	-1,269	-1,788	-2,182
长期借款	679	732	882	1,032
其他	-4,971	-2,001	-2,670	-3,214
负债总计	73,802	82,414	94,569	106,615
少数股东权益	9,079	9,158	9,264	9,390
归属母公司股东权益	40,191	40,643	41,190	41,845
负债和股东权益	123,072	132,215	145,023	157,850

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-4,418	1,885	9,036	6,285
净利润	738	722	846	1,005
折旧摊销	2,428	4,610	4,679	4,722
财务费用	634	1,245	1,509	1,775
投资损失	-349	-100	-110	-121
营运资金变动	-8,217	-4,636	2,081	-1,126
其他	347	43	31	30
投资活动现金流	-3,303	-149	-158	-147
资本支出	-3,757	-249	-268	-269
长期投资	230	0	0	0
其他	224	100	110	121
筹资活动现金流	5,471	7,792	3,983	3,813
短期借款	6,205	6,205	6,205	6,205
长期借款	-143	53	150	150
其他	-591	1,534	-2,372	-2,543
现金净增加额	-2,260	9,528	12,861	9,950

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	46,331	50,060	55,080	60,719
营业成本	42,108	45,254	49,297	54,344
税金及附加	351	321	359	415
销售费用	308	300	386	425
管理费用	1,605	1,727	1,928	2,125
研发费用	773	801	1,102	1,214
财务费用	627	1,136	1,210	1,218
资产减值损失	-210	-3	-4	-2
公允价值变动收益	-8	0	0	0
投资收益及其他	622	325	198	222
营业利润	963	843	994	1,197
营业外收入	37	62	61	54
营业外支出	93	55	60	69
利润总额	907	850	996	1,182
所得税	170	127	149	177
净利润	738	722	846	1,005
少数股东损益	103	79	106	126
归属母公司净利润	634	643	741	879
EBITDA	3,963	6,596	6,885	7,123
EPS (元)	0.24	0.24	0.28	0.33

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-3.2%	8.0%	10.0%	10.2%
营业利润增长率	-11.1%	-12.5%	18.0%	20.5%
归母净利润增长率	-26.3%	1.4%	15.2%	18.7%
毛利率	9.1%	9.6%	10.5%	10.5%
净利率	1.6%	1.4%	1.5%	1.7%
ROE	1.6%	1.6%	1.8%	2.1%
ROIC	1.6%	2.0%	2.1%	2.1%
资产负债率	60.0%	62.3%	65.2%	67.5%
净资产负债率	149.8%	165.5%	187.4%	208.1%
流动比率	1.16	1.24	1.26	1.27
速动比率	0.71	0.80	0.84	0.86
总资产周转率	0.39	0.39	0.40	0.40
应收账款周转率	1.16	1.11	1.19	1.27
应付账款周转率	1.65	1.75	1.83	1.78
每股收益(元)	0.24	0.24	0.28	0.33
每股经营现金流(元)	-1.66	0.71	3.39	2.36
每股净资产(元)	15.08	15.25	15.45	15.70
P/E	195.49	192.83	167.45	141.05
P/B	3.09	3.05	3.01	2.96
EV/EBITDA	36.86	21.66	19.80	18.63
PS	2.68	2.48	2.25	2.04

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn