



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月09日

基础数据

04月08日收盘价（元）	50.39
总市值（亿元）	1,343.19
总股本（亿股）	26.66

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证军工】航发动力 2024 年报及 2025 一季报点评：短期因素致利润波动不改长期成长趋势，积极拓展低空和通航动力-2025.05.17

分析师：石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师：李博彦

S0190519080005
liboyan@xyzq.com.cn

分析师：徐东晓

S0190524070009
xudongxiao@xyzq.com.cn

航发动力(600893.SH)

2025 年报点评：收入目标向上行业持续景气，积极发展民用两机

投资要点：

- 2025 年，公司实现营业收入 463.31 亿元，同比减少 3.23%；归母净利润 6.34 亿元，同比减少 26.27%；扣非归母净利润 2.94 亿元，同比减少 62.81%；基本每股收益 0.24 元，同比减少 25.00%。主要是受新产品成熟度影响毛利额减少、财务费用增加；其他收益、投资收益增加。
- 公司 2025 年度经营目标是实现营业收入 476.63 亿元，归母净利润 5.92 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 445.26 亿元，实际分别完成 97.21%、107.15%、97.64%。2026 年度经营目标是营业收入 499.49 亿元，归母净利润 5.24 亿元，航空发动机及衍生品营业收入 472.18 亿元，分别较 2025 年实际金额同比+ 7.81%、-17.39%、+8.61%。
- 分产品看，2025 年航空发动机及衍生产品实现营业收入 434.76 亿元，同比减少 3.37%，毛利率 8.50%，同比减少 1.04pct。外贸出口转包实现营业收入 19.51 亿元，同比减少 5.94%，毛利率 20.61%，同比增加 0.89pct。
- 黎阳动力收入显著增长。2025 年，母公司实现营收 133.94 亿元，同比减少 16.46%；净利润 4.20 亿元，同比减少 28.50%。黎明公司实现营收 259.60 亿元，同比减少 5.15%；实现净利润 3.37 亿元，占上市公司净利润 45.70%。南方公司实现营收 74.73 亿元，同比减少 2.61%；实现净利润 0.18 亿元。黎阳动力实现营收 69.92 亿元，同比增长 37.28%；实现净利润-1.10 亿元。
- 2025 年期间费用同比减少，财务费用同比增长。2025 年，公司期间费用合计 33.14 亿元，同比减少 0.38%，期间费用率为 7.15%，同比增加 0.21pct。其中，财务费用 6.27 亿元，同比增长 37.35%，财务费用率为 1.35%，同比增加 0.40pct。
- 经营活动现金流同比改善，2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额-44.18 亿元，同比增加 98.91 亿元，2024 年为-143.09 亿元。2025 年末存货较年初微增长，截至 2025 年末，存货 321.96 亿元，较年初增长 1.57%，存货周转率 1.32 次，同比减少 0.09 次。
- 积极发展商用动力、通航动力、民用燃气轮机。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，4 月 1 日航发动力公告，子公司南方公司与多方共同投资设立公司通航动力，南方公司拥有对通航动力的实际控制权，将纳入公司合并报表范围；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。
- 我们根据最新定期报告，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.28/8.78/11.85 亿元，EPS 分别为 0.20/0.33/0.44 元，对应 4 月 9 日收盘价 PE 为 250.1/150.5/111.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：工艺成熟度影响盈利水平或批产进度；价格波动影响盈利能力；回款节奏影响财务费用。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	46331	50118	53156	55884
同比增长	-3.2%	8.2%	6.1%	5.1%
归母净利润（百万元）	634	528	878	1185
同比增长	-26.3%	-16.8%	66.2%	35.0%
毛利率	9.1%	9.0%	9.2%	9.4%
ROE	1.6%	1.3%	2.1%	2.8%
每股收益（元）	0.24	0.20	0.33	0.44
市盈率	208.2	250.1	150.5	111.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

- 2025 年,公司实现营业收入 463.31 亿元,同比减少 3.23%;归母净利润 6.34 亿元,同比减少 26.27%;扣非归母净利润 2.94 亿元,同比减少 62.81%;基本每股收益 0.24 元,同比减少 25.00%。
- 公司拟以 2025 年末 26.66 亿股为基数,向全体股东每股派发现金红利 0.072 元(含税),共计分配利润 1.92 亿元(含税),占 2025 年归母净利润的 30.26%。

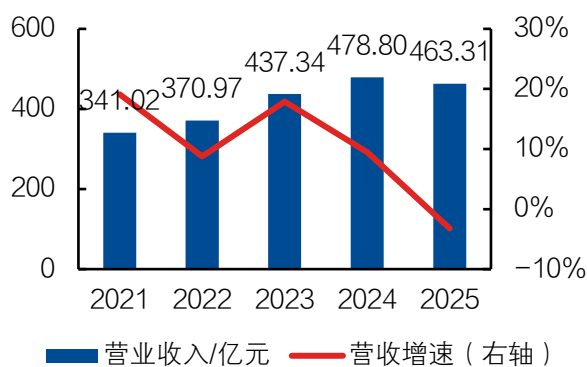
点评

新品成熟度和财务费用阶段性影响公司利润

2025 年,公司实现营业收入 463.31 亿元,同比减少 3.23%;归母净利润 6.34 亿元,同比减少 26.27%;扣非归母净利润 2.94 亿元,同比减少 62.81%;基本每股收益 0.24 元,同比减少 25.00%。主要是受新产品成熟度影响毛利额减少、财务费用增加;其他收益、投资收益增加。

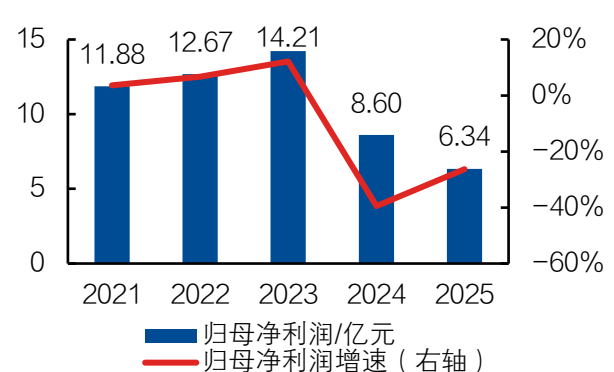
2025 年公司非经常性收益 3.40 亿元,其中非流动性资产处置损益 2.96 亿元,较 2024 年增加 2.97 亿元。2025 年投资收益 3.49 亿元,较 2024 年增加 1.84 亿元。

图1、2021-2025 年营收(亿元)及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021-2025 年归母净利润(亿元)及增速



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

分季度看,公司 2025 年四个季度分别实现营业收入 61.65 亿元(同比减少 1.71%,下同)、79.34 亿元(同比减少 35.37%)、88.14 亿元(同比增长 18.97%)、234.19 亿元(同比增长 6.82%,环比增长 165.71%);实现归母净利润 0.08 亿元(同比减少 95.15%)、0.84 亿元(同比减少 80.84%)、0.16 亿元(同比减少 87.69%)、5.26 亿元(同比增长 292.42%,环比增长 3152.42%)。

表1、近年分季度营收和归母净利润情况(亿元)

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润
2021	Q1	15.34	37.42	10.97%	0.34	2.90%
	Q2	18.83	63.42	18.60%	4.27	35.95%
	Q3	10.66	82.59	24.22%	3.22	27.08%
	Q4	10.23	157.59	46.21%	4.05	34.08%
2022	Q1	10.53	54.00	14.56%	0.66	5.23%
	Q2	12.34	94.06	25.35%	5.85	46.16%
	Q3	11.83	76.06	20.50%	3.17	24.99%
	Q4	9.43	146.85	39.59%	2.99	23.62%
2023	Q1	11.98	61.50	14.06%	0.88	6.19%
	Q2	11.86	116.24	26.58%	6.37	44.83%
	Q3	12.51	85.33	19.51%	3.06	21.51%
	Q4	9.56	174.26	39.85%	3.91	27.47%
2024	Q1	11.64	62.72	13.10%	1.55	18.00%
	Q2	11.09	122.76	25.64%	4.40	51.13%
	Q3	13.95	74.09	15.47%	1.31	15.28%
	Q4	7.72	219.23	45.79%	1.34	15.59%
2025	Q1	9.77	61.65	13.31%	0.08	1.18%
	Q2	11.88	79.34	17.12%	0.84	13.28%
	Q3	10.40	88.14	19.02%	0.16	2.55%
	Q4	7.52	234.19	50.55%	5.26	82.98%

数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

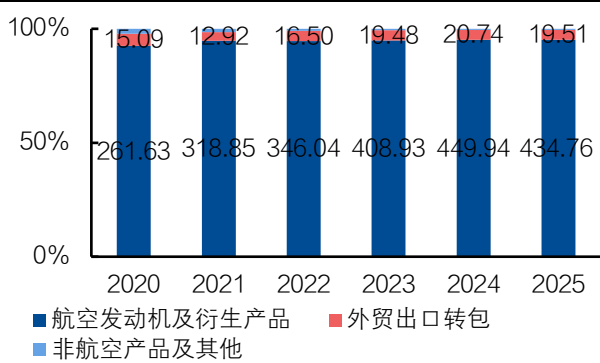
公司 2025 年度经营目标是营业收入 476.63 亿元,归母净利润 5.92 亿元,航空发动机及衍生品营业收入 445.26 亿元,实际分别完成 97.21%、107.15%、97.64%。2026 年度经营目标是营业收入 499.49 亿元,归母净利润 5.24 亿元,航空发动机及衍生品营业收入 472.18 亿元,分别较 2025 年实际金额同比+7.81%、-17.39%、+8.61%。

2025 年报列出可能面对的风险包括:技术创新风险,航空发动机产品研发涉及较多的新技术、新产品、新工艺,基于技术难度、技术壁垒及工艺成熟度等原因,存在达不到预期目标等风险。财务风险,短期内“两金”占用高位运行,公司面临阶段性资金周转压力。

分产品看，2025 年：

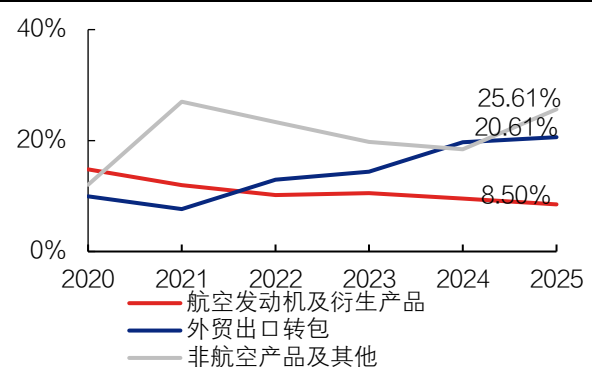
- 航空发动机及衍生产品实现营业收入 434.76 亿元，同比减少 3.37%，毛利率 8.50%，同比减少 1.04pct。主要是客户需求变化，产品交付不及预期，毛利率下降主要是新产品成熟度有待提升。
- 外贸出口转包实现营业收入 19.51 亿元，同比减少 5.94%，毛利率 20.61%，同比增加 0.89pct。主要是出口订单减少。
- 非航空产品及其他实现营业收入 2.32 亿元，同比增长 17.83%，毛利率 25.61%，同比增加 7.20pct。主要是民品等业务增加，毛利率上升主要是部分毛利高的产品收入增加。

图3、2020-2025 年公司分产品营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2020-2025 年公司主要产品毛利率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

积极发展商用动力、通航动力、燃气轮机

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。

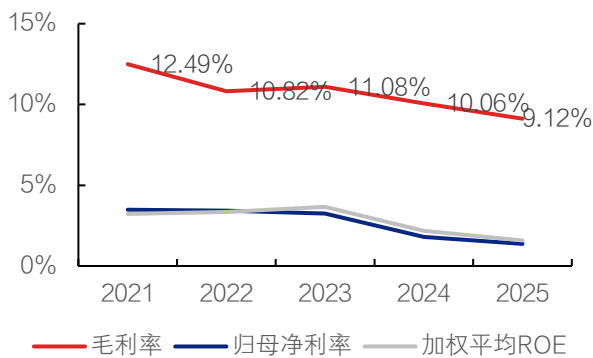
4 月 1 日，航发动力公告，子公司南方公司出资 9.31 亿元（持通航动力股份比例 26.59%）与中国航发动研所、航发资产、贵州国发、上海电气控股集团有限公司、航天彩虹等共同投资设立公司通航动力。南方公司拥有对通航动力的实际控制权，将纳入公司合并报表范围。

4月2日，西航官方公众号“e网西航”发布，3月31日，中国航发燃气轮机有限公司与瀚辰精英海洋工程（江苏）有限公司于江苏南通正式签署协议，瀚辰精英向中国航发燃机采购5台“太行7”燃气轮机作为核心动力设备，应用于马来西亚国家石油公司 Sepat 综合再开发项目的浮式生产储卸油装置（FPSO）。这标志着国产燃气轮机首次进军高端 FPSO 市场，实现海洋能源极端工况应用新突破。

2025 年期间费用同比减少，财务费用同比增长

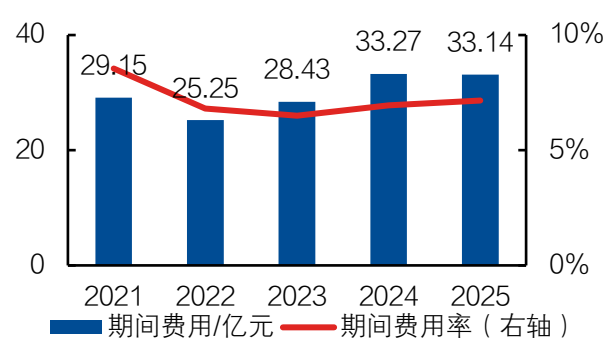
2025 年，公司期间费用合计 33.14 亿元，同比减少 0.38%，期间费用率为 7.15%，同比增加 0.21pct。其中，销售费用 3.08 亿元，同比增长 5.11%，销售费用率为 0.67%，同比增加 0.05pct；管理费用 16.05 亿元，同比增长 1.49%，管理费用率为 3.46%，同比增加 0.16pct；财务费用 6.27 亿元，同比增长 37.35%，财务费用率为 1.35%，同比增加 0.40pct；研发费用 7.73 亿元，同比减少 22.28%，研发费用率为 1.67%，同比减少 0.41pct。

图5、2021-2025 年公司毛利率、归母净利率及加权 ROE



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2021-2025 年公司期间费用（亿元）及期间费用率



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2025 年，公司毛利率 9.12%，同比减少 0.94pct；归母净利率 1.37%，同比减少 0.43pct；加权平均净资产收益率 1.58%，同比减少 0.59pct。

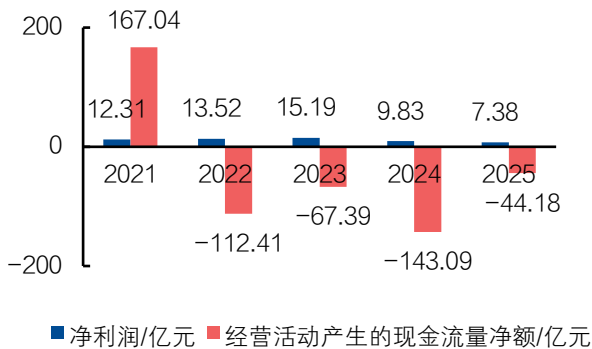
经营活动现金流同比改善

经营活动产生的现金流量净额同比增加。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额-44.18 亿元，同比增加 98.91 亿元，2024 年为-143.09 亿元；投资活动产生的现金流量净额-33.03 亿元，同比减少 4.56 亿元，2024 年为-28.47 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 54.71 亿元，同比减少 66.81%。

2025 年末存货较 2025 年初微增长

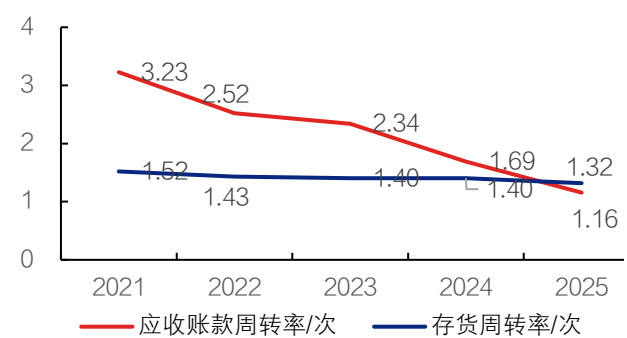
截至 2025 年末,公司应收账款和应收票据合计 494.77 亿元,较年初增长 21.84%;其中,应收账款 444.48 亿元,较年初增长 24.44%,应收票据 50.29 亿元,较年初增长 2.87%;应收账款周转率 1.16 次,同比减少 0.53 次。存货 321.96 亿元,较年初增长 1.57%,存货周转率 1.32 次,同比减少 0.09 次。

图7、2021-2025 年净利润及经营活动产生的现金流量净额 (亿元)



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2021-2025 年应收账款及存货周转率 (次)



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

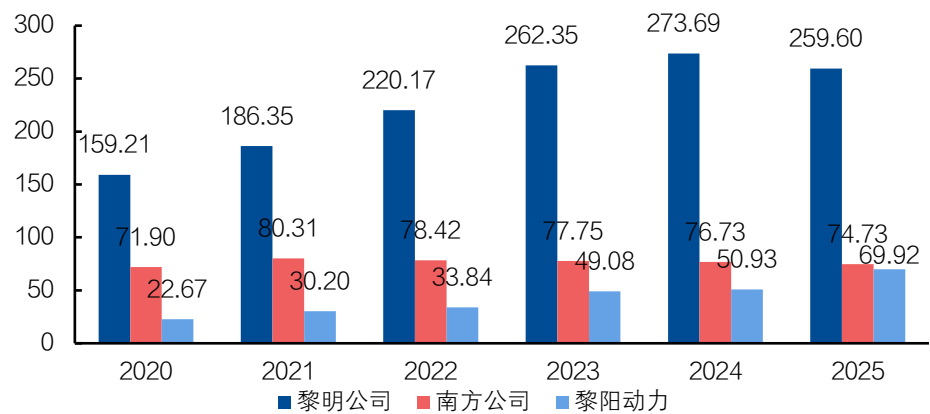
黎阳动力收入显著增长

2025 年,母公司实现营收 133.94 亿元,同比减少 16.46%,占总营收 28.91%,占比同比减少 4.58pct;净利润 4.20 亿元,同比减少 28.50%,占上市公司净利润的 56.90%。

主要子公司中:

- 黎明公司实现营收 259.60 亿元,同比减少 5.15%,占总营收 56.03%,同比减少 1.13pct;实现净利润 3.37 亿元,占上市公司净利润 45.70%。
- 南方公司实现营收 74.73 亿元,同比减少 2.61%,占总营收 16.13%,同比增加 0.10pct;实现净利润 0.18 亿元。
- 黎阳动力实现营收 69.92 亿元,同比增长 37.28%,占总营收 15.09%,同比增加 4.45pct;实现净利润-1.10 亿元。

图9、2020-2025年主要子公司营收（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2025 年向中国航发系统内单位购买商品关联交易金额 107.47 亿元，同比减少 2.10%，占预计金额的 79.61%。公司预计 2026 年该项关联交易金额 150.00 亿元，较 2025 年预计金额增长 11.11%，较 2025 年实际金额增长 39.57%。

盈利预测与投资建议

我们根据最新定期报告，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.28/8.78/11.85 亿元，EPS 分别为 0.20/0.33/0.44 元，对应 4 月 9 日收盘价 PE 为 250.1/150.5/111.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示

工艺成熟度影响盈利水平或批产进度；价格波动影响盈利能力；回款节奏影响财务费用。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	90289	81484	79169	80447
货币资金	5455	3935	5463	9675
交易性金融资产	0	0	0	5
应收票据及应收账款	49477	45816	44063	40021
预付款项	2154	3191	2414	2532
存货	32196	27619	26296	27276
其他	1007	923	934	938
非流动资产	32783	32687	31497	29609
长期股权投资	2388	2388	2388	2388
固定资产	23410	24131	23838	21244
在建工程	2264	1709	1073	2043
无形资产	2578	2350	2119	1887
商誉	0	0	0	0
其他	2143	2109	2078	2047
资产总计	123072	114172	110666	110055
流动负债	78093	68147	62131	60196
短期借款	25936	21936	15936	15936
应付票据及应付账款	43902	37994	37546	35227
其他	8256	8217	8648	9034
非流动负债	-4291	-3724	-1959	-1596
长期借款	679	629	579	529
其他	-4971	-4353	-2538	-2125
负债合计	73802	64423	60172	58600
股本	2666	2666	2666	2666
未分配利润	9580	9860	10343	10994
少数股东权益	9079	9199	9330	9461
股东权益合计	49270	49749	50494	51455
负债及权益合计	123072	114172	110666	110055

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	634	528	878	1185
折旧和摊销	2428	3102	3701	3901
营运资金的变动	-8217	969	3439	567
经营活动产生现金流量	-4418	5609	8927	6544
资本支出	-3757	-3057	-2550	-2044
长期投资	230	4	-1	-5
投资活动产生现金流量	-3303	-2903	-2402	-1916
债权融资	5345	-3433	-4235	363
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	5471	-4217	-4997	-415
现金净变动	-2260	-1520	1528	4212

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	46331	50118	53156	55884
营业成本	42108	45593	48274	50636
税金及附加	351	401	425	447
销售费用	308	324	340	357
管理费用	1605	1621	1637	1653
研发费用	773	750	728	706
财务费用	627	544	440	357
投资收益	349	150	150	132
公允价值变动收益	-8	-42	-36	-36
信用减值损失	-174	-126	-108	-106
资产减值损失	-210	-243	-280	-332
营业利润	963	771	1188	1528
营业外收支	-55	-26	-28	-15
利润总额	907	744	1159	1513
所得税	170	97	151	197
净利润	738	648	1009	1316
少数股东损益	103	120	131	132
归属母公司净利润	634	528	878	1185
EPS(元)	0.24	0.20	0.33	0.44

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-3.2%	8.2%	6.1%	5.1%
营业利润增长率	-11.1%	-19.9%	54.1%	28.6%
归母净利润增长率	-26.3%	-16.8%	66.2%	35.0%
盈利能力				
毛利率	9.1%	9.0%	9.2%	9.4%
归母净利率	1.4%	1.1%	1.7%	2.1%
ROE	1.6%	1.3%	2.1%	2.8%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	56.4%	54.4%	53.2%
流动比率	1.16	1.20	1.27	1.34
速动比率	0.71	0.73	0.80	0.83
营运能力				
资产周转率	38.8%	42.3%	47.3%	50.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.20	0.33	0.44
每股经营现金	-1.66	2.10	3.35	2.45
估值比率(倍)				
PE	208.2	250.1	150.5	111.5
PB	3.3	3.3	3.2	3.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn