

航发动力 (600893.SH)

优于大市

“航改燃+大飞机+军品后装” 三轮驱动蓄势待发

核心观点

2025 年公司业绩短暂承压，营收和利润出现下滑。2025 年，公司营业收入 463.31 亿元，同比下降 3.23%，归母净利润 6.34 亿元，同比下降 26.24%。营业收入承压主要源于客户需求发生变化，产品交付不及预期，其交付节奏受下游整机型号需求变动影响较大；利润出现下滑的主要原因为研制任务导致研发费用上升、利息费用增长以及公司计提减值等。

全球电力需求激增，航改燃成公司未来新增长极。根据 Precedence Research，2025 年全球燃气轮机市场规模已达 302.4 亿美元，未来 10 年将以 7.29% 的复合年增长率高速增长，2035 年预计市场规模将达到 611.3 亿美元。国外燃气轮机订单数量暴增，产能瓶颈为我国燃气轮机产业提供战略窗口。公司及子公司黎明公司通过参股等方式深度切入燃气轮机产业链。

大飞机和低空双轮驱动，公司享民用航发万亿市场红利。以中国商飞预测未来 20 年我国民机交付市场价值进行测算，民用航发市场规模约为 2.2 万亿人民币，年均市场规模达 1100 亿。国产 CJ-1000A 发动机目前已进入适航取证阶段，批量装机在即。公司作为长江系列发动机核心零部件供应商，直接受益于国产航发的替代。此外，公司通过投资设立航发通航动力科技等方式积极布局低空经济领域，公司配套的 AEP100 兆瓦级氢燃料航空涡桨发动机已实现全球首飞。

军用航发基本盘稳固，后装维修市场空间广阔。据 Ciricum 统计，我国军用飞机 2025 年新购入列 220 架，总量方面我国仍有较大的列装需求。公司是我国军用飞机最主要的供应商，其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、服务保障五大产业链层级，直接受益于军用航发需求扩容。此外，公司在发动机维修领域已形成系统性、专业化布局，随着我国列装的主力军用发动机逐渐进入大修窗口期，后装维修市场也将成为公司一大盈利增长点。

风险提示：技术迭代不及预期；市场需求不及预期；传统主业竞争加剧。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在 55.56-59.28 元之间，相对于公司目前股价有 8.0%-15.2% 溢价空间。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 5.23/7.72/9.67 亿元，同比 -17.5%/+49.3%/+23.7%；EPS 分别为 0.20/0.29/0.36 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	47,880	46,331	50,038	55,042	60,546
(+/-%)	9.5%	-3.2%	8.0%	10.0%	10.0%
归母净利润(百万元)	860	634	523	782	967
(+/-%)	-39.5%	-26.3%	-17.5%	49.3%	23.7%
每股收益(元)	0.32	0.24	0.20	0.29	0.36
EBIT Margin	3.5%	2.6%	3.8%	4.2%	4.5%
净资产收益率 (ROE)	2.2%	1.6%	1.3%	1.9%	2.4%
市盈率 (PE)	159.4	216.2	262.1	175.5	141.8
EV/EBITDA	53.5	59.6	46.2	40.4	36.7
市净率 (PB)	3.44	3.41	3.42	3.40	3.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

国防军工·航空装备 II

证券分析师：李聪

证券分析师：石昆仑

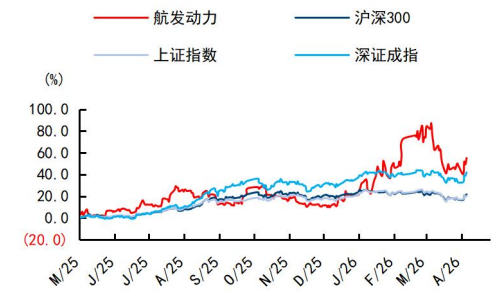
licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

shikulun@guosen.com.cn
S0980526020002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	55.56 - 59.28 元
收盘价	51.46 元
总市值/流通市值	137171/137147 百万元
52 周最高价/最低价	63.78/32.13 元
近 3 个月日均成交额	2725.43 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	3
公司沿革及经营概况	3
财务分析	5
同行业对比	7
行业与公司分析：“航改燃+大飞机+军品后装”三轮驱动蓄势待发	10
全球电力需求激增，航改燃成新增长极	10
国产大飞机扩容在即，航发龙头受益万亿市场	15
军用航发需求高增，后装维修空间广阔	19
盈利预测	22
假设前提	22
2026–2028 年业绩预测	23
估值与投资建议	24
绝对估值：55.56–63.33 元	24
相对估值：55.33–59.28 元	25
投资建议	25
风险提示	26
估值的风险	26
盈利预测的风险	26
经营风险	26
财务风险	26
技术风险	26
政策风险	27
财务预测与估值	28

公司概况

公司沿革及经营概况

中国航发动力股份有限公司是中国航空动力领域的龙头企业，是国产航空发动机的“龙头”和“链长”。公司前身可追溯至1993年成立的国营红旗机械厂。公司于2014年通过重大资产重组变更为中航动力，并于2017年正式更名为中国航发动力股份有限公司，总部位于西安。作为中国航空发动机集团有限公司（简称“航发集团”）旗下唯一的上市总装平台，航发动力整合了西航、黎明、南方、黎阳等四大主机厂的资源，承担着我国先进军用航空发动机的研制、生产与交付任务。

航发动力的市场地位具有显著的独特性和唯一性。公司是国内唯一具备涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞全谱系军用航空发动机研制能力的企业，覆盖了从设计、制造、总装到试车的完整产业链。在军用航空动力领域，公司占据绝对领先地位，其全谱系覆盖能力不仅确保了国防装备的动力自主可控，也使其能够基于核心机进行装配组合，形成系列化产品谱系，有效降低研发成本并加速新机型推出。

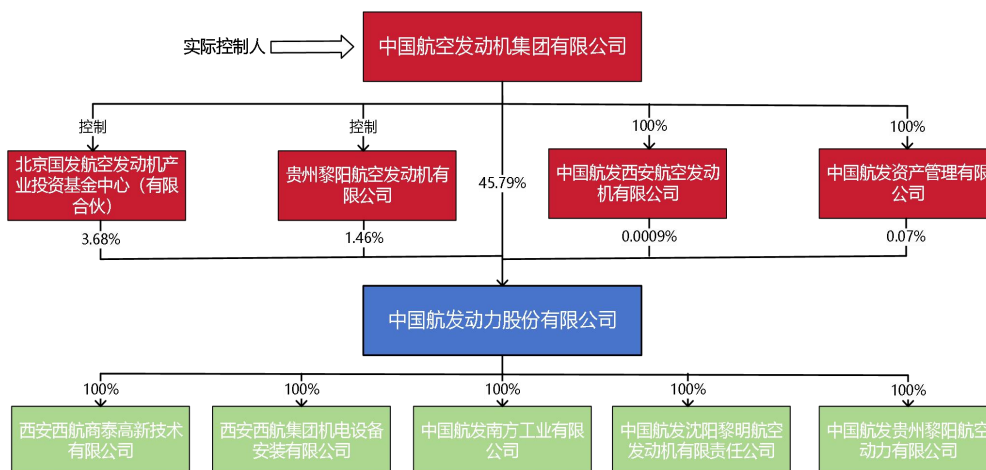
图1：航发动力发展历程



资料来源：公司年报，公司公告，国信证券经济研究所整理

航发动力的股权结构呈现国有控股特征，体现了其作为中央军工企业的核心属性。公司的实际控制人为中国航空发动机集团有限公司，截至最新数据，航发集团直接持有45.79%的股份。其他主要股东包括航发基金管理有限公司旗下的北京国发航空发动机产业投资基金（持股3.68%）、贵州黎阳航空发动机有限公司（持股1.46%）以及代表外资的香港中央结算有限公司（陆股通，持股1.34%）。国家军民融合产业投资基金有限责任公司也持有公司1.23%的股份，凸显了公司在国家战略中的重要性。

图2：公司股权架构图



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的高管团队由行业资深人士组成，核心管理团队稳定。董事长牟欣和总经理沈鹏等均具备深厚的航空动力行业背景，为公司战略的持续性和技术决策的专业性提供了保障。

表1：航发动力主要董事及管理层情况

姓名	职位	个人履历
牟欣	董事长	男，1970年10月出生。西北工业大学机械设计与制造专业毕业，工学学士。哈尔滨工业大学工商管理专业毕业，工商管理硕士。一级高级经济师。历任哈尔滨东安发动机（集团）有限公司副总经理，中国航发贵州黎阳航空动力有限公司执行董事、党委书记，公司监事会主席。现任中国航发董事会秘书、资产管理部部长，中国航发动力控制股份有限公司董事，湖南南方宇航工业股份有限公司董事。
沈鹏	总经理	男，1973年9月出生。毕业于沈阳航空工业学院航空发动机专业，工学学士；西北工业大学航空工程专业，工程硕士。正高级工程师。2019.03—2023.04公司副总经理；2023.04至今公司总经理。
李健	副董事长、董事	男，1978年7月出生。毕业于沈阳工业大学机械工程学院流体传动控制专业毕业，工学学士；北京航空航天大学能源与动力工程学院航空工程专业，工程硕士。2018.12—2019.10中国航发中传机械有限公司董事长，党委书记；2019.10—2020.04中国航发中传机械有限公司执行董事，党委书记；2020.04—2023.04航发动力总经理，党委副书记；2023.04—2023.05航发动力党委书记。2023.05至今航发动力副董事长，党委书记。
任立新	副总经理、董事会秘书、总会计师	男，1967年6月出生。哈尔滨工业大学工业管理工程专业毕业，工学学士；东北大学工商管理专业毕业，工商管理硕士；长江商学院高级管理人员工商管理专业毕业，高级管理人员工商管理硕士。一级高级会计师。2019.03—2019.10航发动力副总经理、总会计师，中国航发西安航空发动机有限公司董事；2019.10—2023.04航发动力副总经理、总会计师；2023.04至今航发动力副总经理、总会计师兼总法律顾问、首席合规官。
杨卓勇	副总经理	男，1974年7月出生。毕业于南昌航空工业学院焊接工艺与设备专业，工学学士；西北工业大学航空工程专业，工程硕士。2018.10—2020.05航发动力总工艺师兼技术中心主任，分党委副书记；2020.05—2023.04航发动力总工艺师；2023.04至今航发动力副总经理。
吴法勇	副总经理	男，1974年6月出生。毕业于北京航空航天大学航空发动机专业，工学学士；西北工业大学航空工程专业，工程硕士。2018.01—2024.04中国航发沈阳发动机研究所二级副总设计师。2024.04至今航发动力副总经理。
王翠蕾	副总经理	女，1985年2月出生。毕业于南京航空航天大学交通运输管理与电子商务专业，工学学士；北京航空航天大学项目管理专业，工程硕士。2019.04—2021.05公司党建工作部部长、党群机关党总支副书记；2021.05—2021.12公司人力资源部部长、党总支副书记；2021.12—2022.04公司人力资源部部长、党委副书记；2022.04—2022.07公司人力资源部部长、党委书记；2022.07—2025.01公司总经理助理兼人力资源部部长、党委书记；2025.01—2025.02公司总经理助理兼保密总监、流程与数字化部部长、党总支书记；2025.02至今公司总经理助理兼保密总监、流程与数字化部部长、党支部书记。
赵兴旺	副总经理	男，1979年2月出生。毕业于东北财经大学工程管理专业，管理学学士；东北财经大学国民经济学专业，经济学硕士。2019.10—2020.06中国航发西安动力控制科技有限公司监事、纪委书记，西安秦智动力控制有限责任公司纪委书记；2020.06—2022.11挂职四川省德阳市市委常委、副市长；2022.11至今公司纪委书记。

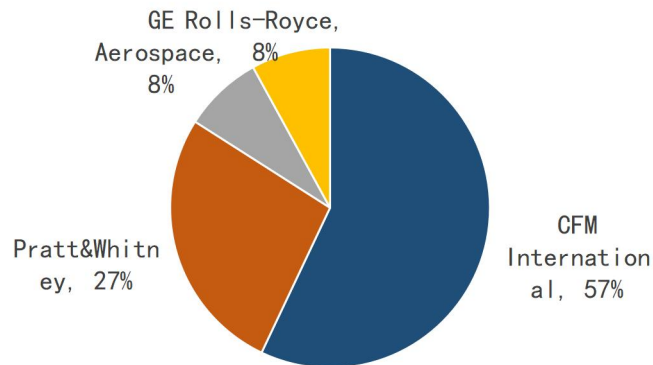
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司的业务高度聚焦于航空动力主业，收入结构呈现出鲜明的核心业务主导特征。根据公司 2025 年报，其航空发动机及衍生产品业务收入占比高达 93.84%，是公司绝对的收入支柱。这一业务板块覆盖了全谱系军用航空发动机、燃气轮机以及维修保障服务。其余业务中，外贸出口转包（主要为航空发动机零部件海外代工）占比 4.21%，非航空产品及其他（如铝型材、发电设备等）占比 0.50%。主要产品和服务为航空发动机及燃气轮机整机、部件，维修保障服务以及航空发动机零部件出口转包等。公司产品用于为航空器、舰船提供动力。

航空发动机及衍生产品业务覆盖军民领域，嵌入产业链多个层级。军用领域，公司是我国航空器最主要的供应商、舰船重要的供应商。从产业链所处位置看，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、服务保障五大产业链层级。民用领域，公司主要产品有民用航空动力和工业燃机，是长江系列发动机最主要的配套商。

外贸出口转包业务与全球行业龙头合作，配套产品应用于多款航发和燃气轮机。公司处于产业链中游，以生产制造为主，主要客户有 SAFRAN（法国赛峰集团）、RR（英国罗尔斯·罗伊斯公司）、GE Aerospace（美国通用电气航空航天集团）等世界著名的航空发动机制造商。主要产品配套于 GE9X、CFM56、LEAP、Pearl、Trent、LM2500、LM6000 等发动机和燃气轮机。

图3: 2023 年全球航空发动机交付数量占比



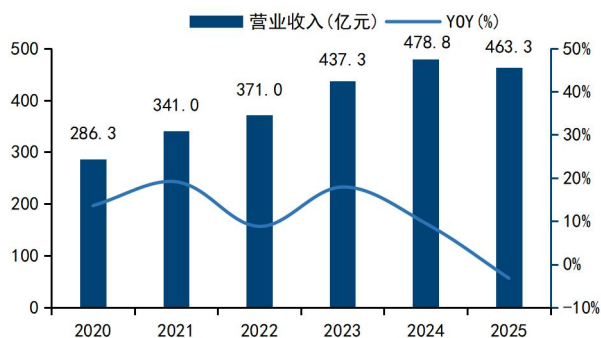
资料来源: Flight Global, 《Commercial Engines 2023》、前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

财务分析

收入端

2025 年公司业绩短暂承压，营收和利润均出现下滑。2020 年至 2024 年受益于十四五计划期间的国防现代化建设和装备升级需求，公司业绩持续增长，营业收入从 286.33 亿元增至 478.80 亿元，年复合增长率 13.7%。利润方面，2020-2023 年稳步增长，2024 年受研制任务增加导致研发投入上涨、财务费用增加等因素影响，公司归母净利润下滑至 8.6 亿元，同比下降 39.48%。2025 年，公司营业收入 463.31 亿元，同比下降 3.23%，归母净利润 6.34 亿元，同比下降 26.24%，十五五末期公司业绩承压明显。营业收入承压主要源于客户需求发生变化，产品交付不及预期，航空发动机作为特种领域产品，其交付节奏受下游整机型号需求变动影响较大；利润出现大幅下滑的主要影响因素为新型号研制任务导致研发费用上升、利息费用增长以及报告期内公司计提减值等。

图4: 公司近5年营业收入情况(亿元)



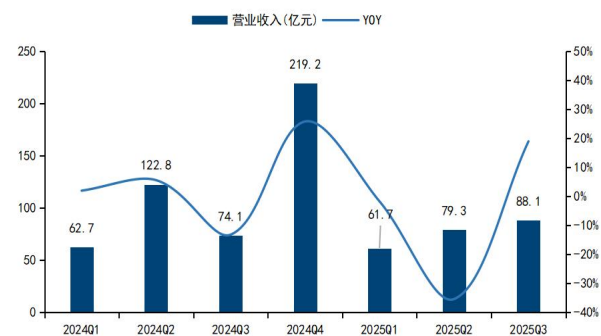
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司近5年归母净利润情况(亿元)



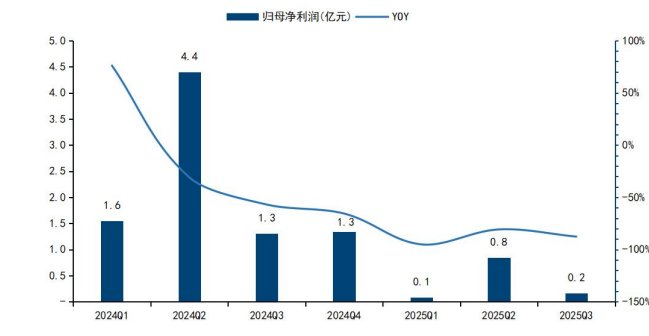
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度营业收入及增速(单位: 亿元、%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季归母净利润及增速(单位: 亿元、%)

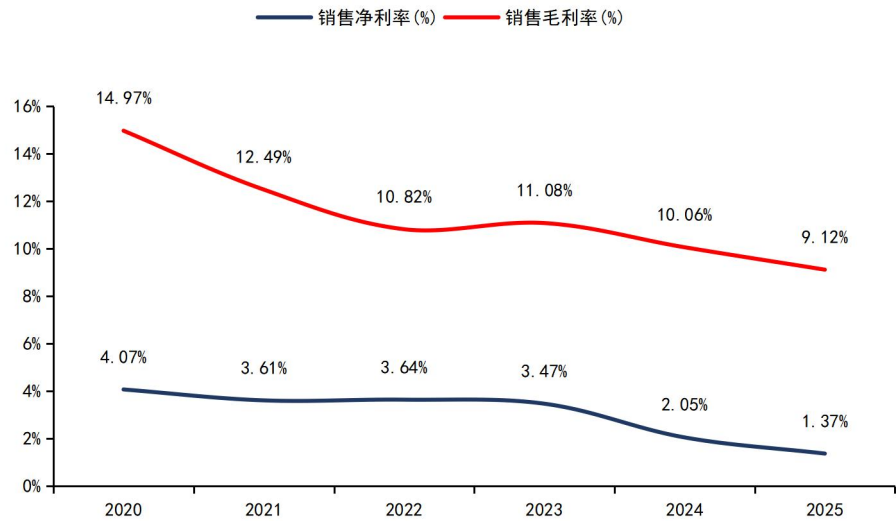


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利端

2025年, 公司毛利率, 净利率显著承压。毛利率方面, 2020-2025年, 公司毛利率持续走弱, 由14.97%下滑至9.12%, 累计降幅5.85个百分点, 公司盈利空间被持续压缩。净利率方面, 2025年大幅下滑至1.37%。公司处于新老型号交替的阵痛期, 新型号尚未完全放量导致公司整体盈利结构受较大影响。

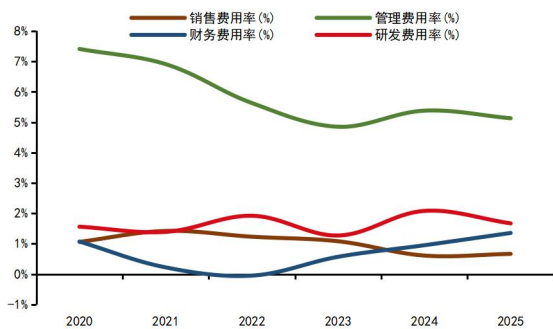
图8: 公司毛利率、净利率情况(%)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

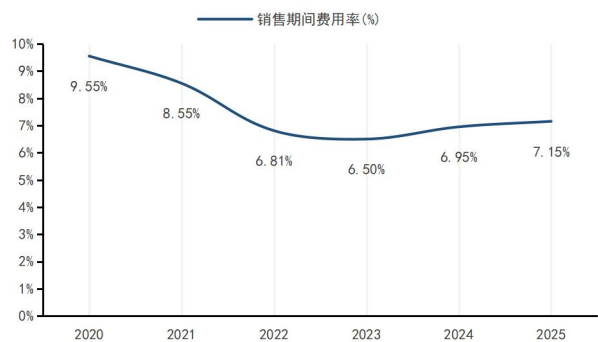
2025 年公司期间费用率略有上升。2020 年-2024 年，公司期间费用率整体呈下降态势，自 2020 年的 9.55% 降至 2024 年的 6.95%，公司整体经营能力持续优化。2025 年公司费用率 7.15%，较 2024 年有所上升，分项分析，费用率变化主要受财务费用率增高影响。其中管理费用为 16.05 亿元，与上年基本持平，管理费用率的增加主要由于“分母”营业收入下降导致；财务费用率上升则主要源于利息支出大幅上涨，公司为满足运营需求，扩大了融资规模导致带息负债增加，进而增加了利息费用的支出，管理费用率提升主要是营收下滑背景下的被动结果，而财务费用率提升则是融资成本增加的主动体现，两者叠加共同推高了公司的整体期间费用率，进一步挤压了本已承压的利润空间。

图9：公司近年费用端情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司近 5 年期间费用率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

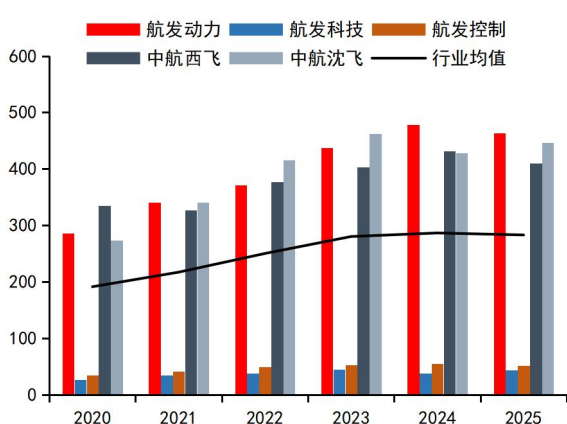
同行业对比

航发动力隶属于航空领域，基于此原则选取对应行业典型公司进行对比。航发科技和航发控制均为航发集团下的上市平台，分别深耕航空发动机的零部件制造和

控制系统，与航发动力同属航空发动机产业链。中航沈飞为我国核心的航空防务装备整机供应商之一，典型产品为歼击机、舰载机并为 C909、C919 及空客 A220 等型号提供零部件。中航西飞为运-20、C919 等多型号的总装主机厂。

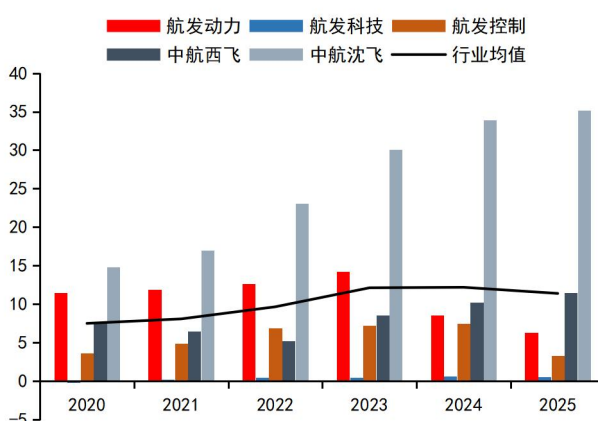
航发动力近年来营业收入高于行业平均水平，盈利能力方面有待改善。营收方面，航发动力营业收入远超航空发动机产业链中的航发控制和航发科技，与核心主机厂规模基本相当。从航空发动机产业链内部来看主要源于其“核心龙头”地位，从国防航空视角分析，作为航空发动机制造单位与核心总装厂规模相当，凸显了航发在整个航空领域的重要性。盈利能力方面，毛利率与中航西飞、中航沈飞、航发科技基本持平，但净利率方面则处于可比公司中较低水平，主要受制于航空发动机技术难度高，研发周期长，费用投入较大等因素。

图 11: 可对比企业营业收入情况 (亿元)



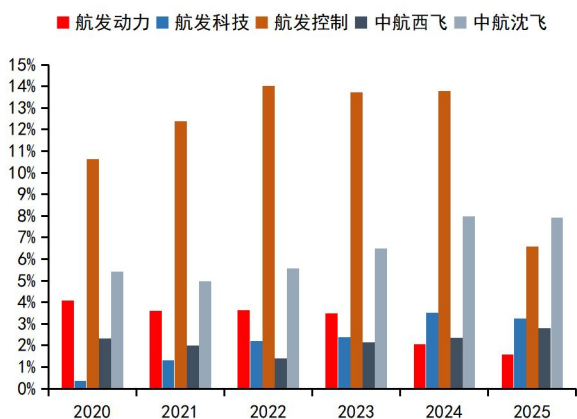
资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 12: 可对比企业归母净利润情况 (亿元)



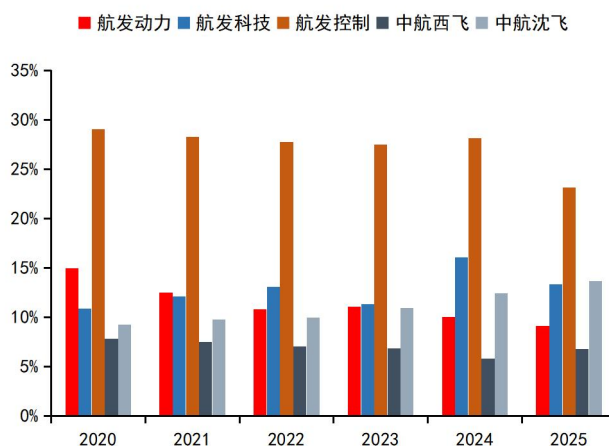
资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 可对比企业净利率情况



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

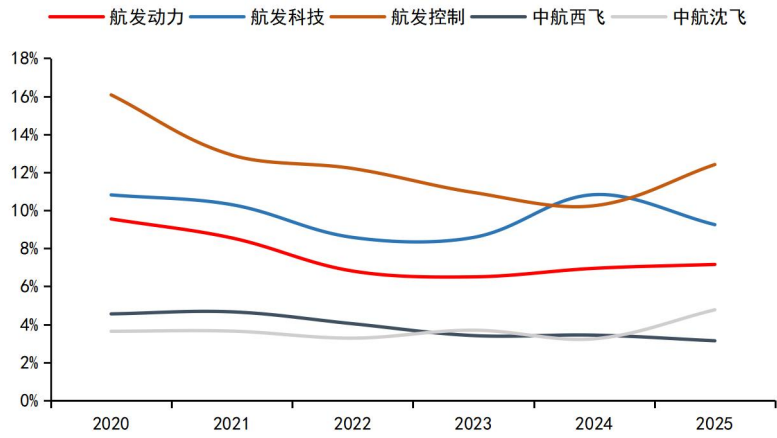
图 14: 可对比企业毛利率情况



资料来源: Wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

航发动力期间费用率处于行业中游水平。公司期间费用率低于航发科技和航发控制，且航空发动机领域公司整体期间费用率高于航空主机厂，印证了航空发动机行业的高投入、复杂度。

图 15: 可对比企业期间费用率情况 (%)



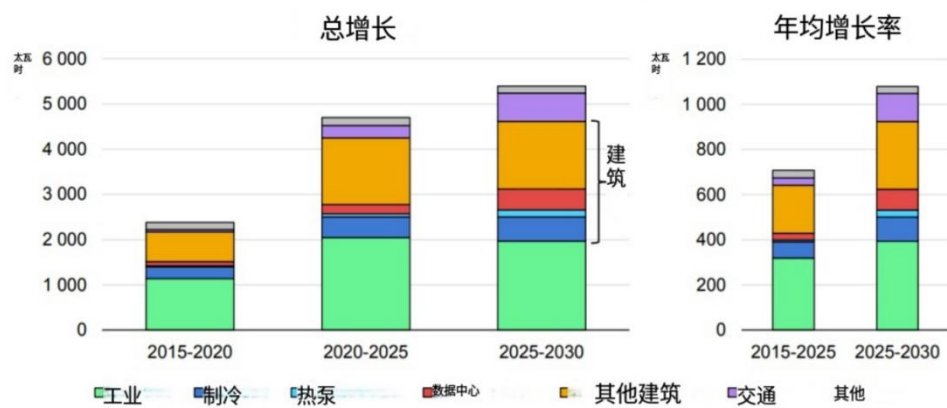
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业与公司分析：“航改燃+大飞机+军品后装” 三轮驱动蓄势待发

全球电力需求激增，航改燃成新增长极

2030年前，全球电力需求将以3.6%的速度逐年增长。国际能源署发布的《Electricity 2026》中指出，2024年全球电力需求增速为4.4%，2025年略有下降同比增长3%，未来在2026-2030年期间，全球电力需求平均每年增长3.6%，且年均需求增幅预计超出过去十年平均水平的50%。电力需求的高速增长主要受工业发展、新能源汽车的普及以及AI算力数据中心扩张等因素驱动。环球网引用Vertiv预测显示，2023年至2028年全球新增智算中心IT负载将超过100GW；IDC数据则显示，人工智能数据中心IT能耗将由2024年的55.1TWh增至2025年的77.7TWh，并在2027年达到146.2TWh，2022年至2027年复合增速约44.8%。

图16：按行业与用途划分的全球电力需求增长情况

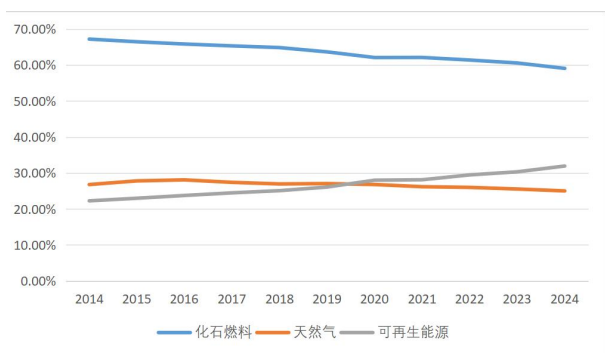


资料来源：国际能源署，国信证券经济研究所整理

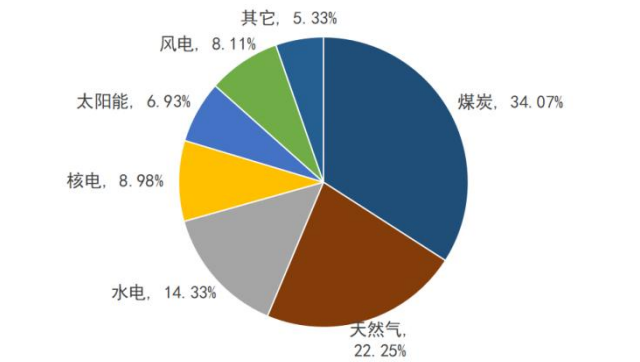
可再生能源占比增速较快，但传统化石燃料和天然气仍是全球发电主流能源材料。根据 Ember 发布的《Yearly Electricity Data》，2014至2024年10年间，全球发电能源中可再生能源占比从14年的22.25%提升至31.93%，并由此导致了传统化石燃料和天然气占比分别从14年的67.22%和26.78%下滑至59.08%和25.01%。但是，从细分能源领域的2024年全球发电能源结构来看，煤炭、天然气等火力发电仍为主流，分别占比34.07%和22.25%。在未来几年全球电力紧缺的大背景下，传统发电方式的地位短时间仍难以被撼动。

图17：2014-2024 全球发电能源走势

图18：2024 年全球发电能源结构



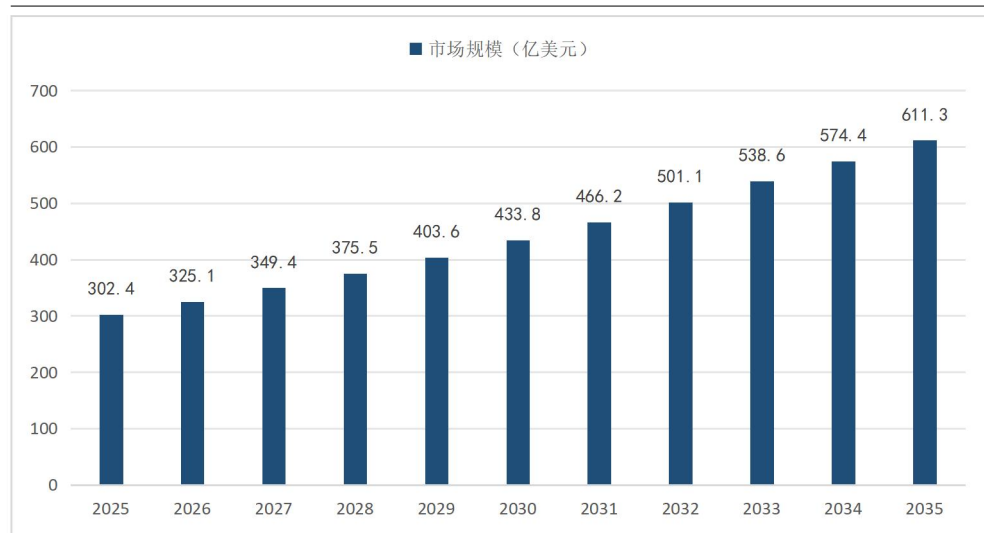
资料来源: Ember, 国信证券经济研究所整理



资料来源: Ember, 国信证券经济研究所整理

燃气轮机作为传统发电方式中的关键能源装置,直接受益于全球电力短缺引发的高效发电技术需求,90%的燃气轮机用于发电。工业增长、人工智能数据中心激增引发的电力缺口,促使各国加大能源电力方面的投入。燃气轮机由于其燃烧排放污染物少、能源效率高的特点,深受市场青睐。根据 Precedence Research 发布的《Gas Turbine Market Size, Share and Trends 2026-2035》,2025 年全球燃气轮机市场规模已达 302.4 亿美元,未来 10 年将以 7.29%的复合年增长率高速增长,2035 年预计市场规模将达到 611.3 亿美元。

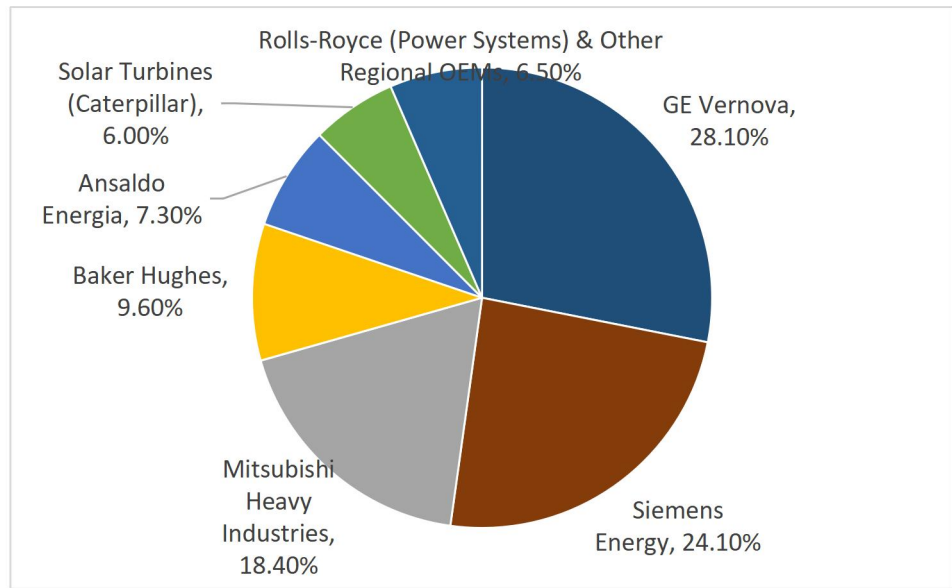
图 19: 2025-2035 全球燃气轮机市场规模



资料来源:《Gas Turbine Market Size, Share and Trends 2026-2035》. Precedence Research. 2026, 国信证券经济研究所整理

目前燃气轮机市场基本被外国垄断,市场份额占比前三为 GE、西门子和三菱重工。根据 Precedence Research 数据,2025 年全球燃气轮机销量共计约为 469 台,其中主要市场份额被 GE、西门子能源和三菱重工占据,分别为 28.1%、24.1%和 18.4%,合计占比超 70%。

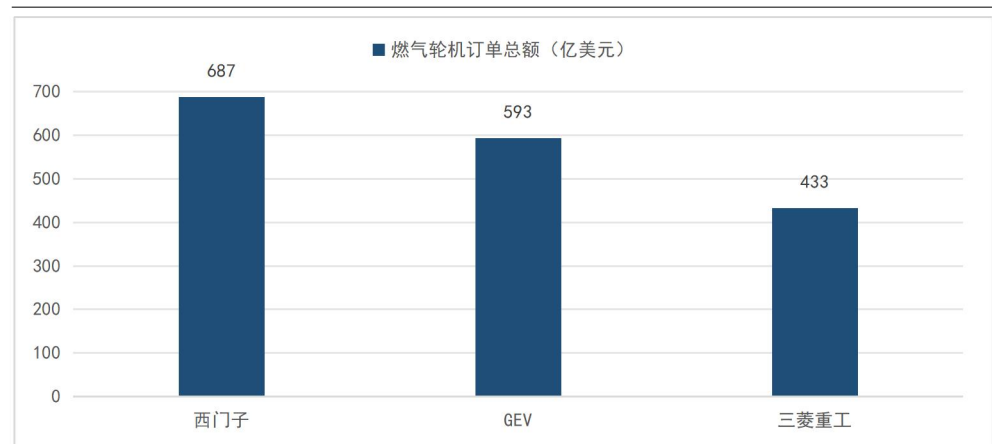
图 20: 2025 年全球燃气轮机市场份额



资料来源：《Gas Turbine Market Size, Share and Trends 2026-2035》. Precedence Research. 2026, 国信证券经济研究所整理

国外燃气轮机订单数量暴增，产能瓶颈为我国燃气轮机产业提供战略窗口。根据 GE Vernova 的数据，2025 年公司全年新签订单金额为 593 亿美元，同比增长 34%，燃气发电设备积压订单从 62GW 上升至 83GW。据 21 世界经济报报道。西门子能源在 2026 年第一财季战火 102 台燃气轮机订单，其中四分之一与数据中心领域相关，三菱重工在 2025 年前三季度燃气轮机合同数量同比增长 94%。三大燃机巨头订单暴增，其在手订单排产周期已经延伸至 2028 到 2030 年，尽管各公司均有扩产计划，但是受限于供应商重叠、产业链产能传导时间等因素，短期内扩容能力有限。全球燃气轮机产能缺口为我国燃气轮机产业出海和国产替代提供了黄金窗口期，2025 年 11 月，东方电气为哈萨克斯坦 50MW 联合循环发电项目提供 3 台 G50，实现国产重型燃机首次整机出口。

图 21：2025 年燃气轮机公司订单情况



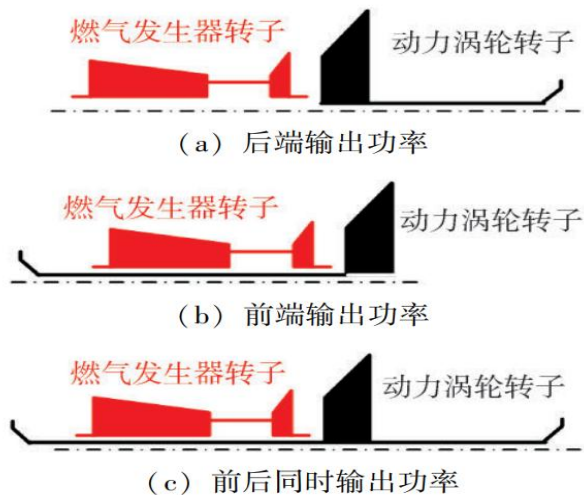
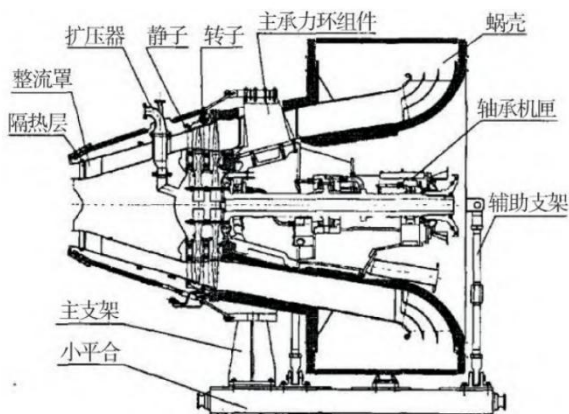
资料来源：新浪财经，国信证券经济研究所整理

航改燃气轮机，其技术内核源于成熟的航空发动机，80%左右的核心部件可与母型发动机互换。航改燃气轮机是将为高空高速环境设计的航空发动机，通过适应性改型，转化为地面或舰船使用的动力装置。其工作原理与航空发动机基本相同：

空气经压气机压缩后，在燃烧室内与燃料混合燃烧，产生高温高压燃气；燃气随后在涡轮中膨胀做功，驱动转子高速旋转；最后通过加装的功率涡轮将旋转机械能转化为轴功率，输出以驱动发电机或其它负载。根据功率输出形式不同可分为后端输出、前端输出和前后同时输出三类构型。

图 22：2014-2024 全球发电能源走势

图 23：2024 年全球发电能源结构



资料来源：董超等. 典型功率输出构型航改燃气轮机动力学特点综述. 内燃机, 2024, 40 (04) :10-16, 国信证券经济研究所整理

航改燃气轮机的启动快、功率密度高、灵活性强等特点，在数据中心应急功能、电网调峰等方面具有先天优势。相比传统重型燃机，航改燃机继承了航空发动机的轻量化优势，LM2500+G4 单机重量仅 16 吨左右，通过快速部署，可实现热电联产的分布式能源，适用于工业园区，偏远地区的能源供应。启动快的优势则让航改燃气轮机可用于电网快速调峰、应急电源等领域，凭借其高可靠性在突发停电时快速启动，保障关键设施运行。

表 2：传统燃气轮机和航改燃气轮机对比

对比维度	传统重型燃机	航改燃气轮机
设计理念	专为地面工业场景从头设计	经成熟航空发动机核心机改装
功率范围	功率大，一般大于 50MW	功率适中，一般小于 50MW
启动时间	慢（30-60 分钟）	快（5-10 分钟）
燃料适应性	广（天然气、重油、生物质等）	较窄（主要天然气、轻柴油）
核心应用场景	大型电站基荷、工业驱动	舰船动力、电网调峰、应急电源、分布式能源

资料来源：燃气轮机科学公众号，国信证券经济研究所整理

航改燃气轮机型号呈谱系化、系列化的特点。航改燃气轮机最早可追溯至 1943 年，首台航改燃气轮机研制成功，之后罗罗、GE 和普惠公司分别依据成熟航空发动机进行适应性改造，设计了首批航改燃气轮机。经过 80 余年的发展，当前航改燃气轮机以形成谱系化、系列化的发展趋势。谱系化是指同一航空发动机衍生不同类型和不同功率的燃气轮机，以 CF6-80G2 为例，衍生出 LM6000 (50MW)、LMS100 (100MW)、MS9001G/H (282MW) 等不同用途、不同功率的燃气轮机。系列化发展是通过一型成功的燃气轮机进行升级改进，进而提高其性能和降低排放，

如 LM2500 系列，从最初的 LM2500 通过升级改造形成 LM2500+、LM2500+G4 等一系列型号，对应的功率和热效率也不断提升。

图 24: LM2500 系列发展趋势



资料来源：吕二立等. 航改燃气轮机技术发展. 航空动力, 2023, (04):15-18., 国信证券经济研究所整理

国产航改燃气轮机凭借“太行”发动机技术，形成了覆盖 1MW-110MW 的系列化产品谱系。“太行”轻型系列主要包括太行 1、太行 2、太行 2A、太行 3、太行 3C、太行 4，功率等级涵盖 1 兆瓦至 5 兆瓦，主要应用于分布式能源、应急供电等场景。太行 7 则用于海上平台发电，据科技日报报道，截止 2025 年 12 月该燃气轮机发电机组在中海油东方终端运行时间达到 25000 小时，累计发电达 1.22 亿千瓦时，创国产自主燃气轮机单台套最长运行纪录。重型航改燃气轮机方面，据中国能源新闻网报道，拥有完全自主知识产权并 100%国产化的太行 110 重型燃气轮机首台套商业机组，于 2025 年 9 月 8 日正式出厂。

表 3: 运-20 主要竞品部分参数

型号	功率等级	技术特点	典型应用场景
“太行”轻型系列	1MW - 5MW	航空发动机改型，系统简单、维护方便。	分布式能源、应急电源、海上平台。2025 年底，株洲公司签下 54 台套 3MW 机组订单
太行 7	7MW 级	双燃料、启动快、能耗低，针对海洋环境强化“三防”	海上油气平台发电。在中海油东方终端累计运行超 25000 小时，创国产自主燃机最长运行纪录
太行 15	15MW 级	结构紧凑、热效率高，可使用多种燃料	岛屿供电、分布式能源。在广西涠洲岛成功并网发电，缓解岛屿用电紧张。
太行 25	25MW 级	完全自主知识产权，突破焦炉煤气燃烧等关键技术	大型焦化企业、中低热值燃料利用。在河南利源燃气电厂累计运行超 20000 小时
太行 110	110MW 级	重型燃气轮机，100%国产化，可使用多种燃料	大型热电联产、联合循环电站、电网调峰。首台套商业机组已于 2025 年出厂，迈入商业化应用

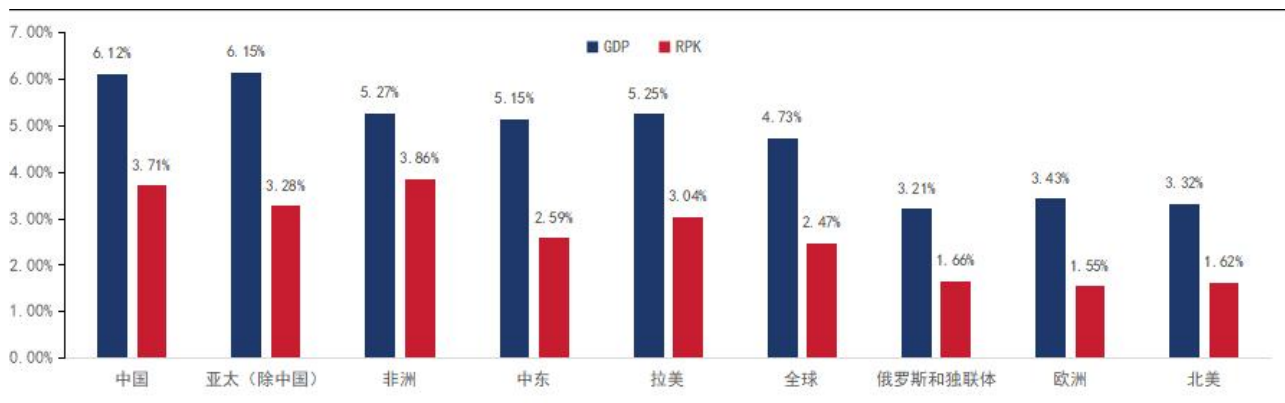
资料来源：科技日报、中国能源新闻网、国务院国有资产监督管理委员会，国信证券经济研究所整理

航发动力是航改燃领域的核心制造商角色，公司及子公司黎明公司通过参股等方式深度切入燃气轮机产业链。据公司公告，2024 年 11 月，公司及黎明公司计划分别以自有资金通过非公开协议方式向中国航发燃气轮机有限公司增资，此举旨在与燃机公司建立更加紧密的战略协同关系，深度参与国内民用燃机产业发展，分享未来燃机产业发展红利。当前海外航改燃气轮机产能受限，为国产航改燃气轮机出海提供了战略机遇期，随着国产发动机技术的完善和成熟，“太行”系列产品替代进口轻型燃机已成趋势。未来公司航改燃业务将成为继航空发动机之后的第二增长曲线。

国产大飞机扩容在即，航发龙头受益万亿市场

全球民航业景气复苏，我国成为核心增长极。全球航空业全面走出疫情阴霾，行业运行基本恢复至常态水平。根据国际航空运输协会（IATA）数据，2024 年全球国际客运量已超过 2019 年峰值 0.50%，所有地区均实现增长。据中国商飞预测，全球航空旅客周转量将实现年均 4.73% 的增长，到 2044 年全球航空旅客周转量将是 2024 年的 2.52 倍。至 2044 年，预计全球客机机队规模将达到 50385 架，是 2024 年机队（24536 架）的 2.05 倍，市场累计价值约为 6.93 万亿美元。中国将是全球民航市场需求增长的重要驱动，亚非拉地区是增速最快的区域。据中国商飞和 IHS 预测，未来 20 年我国旅客周转量（RPK）将以 6.12% 的速度高速增长。此外，亚太地区、非洲以及拉美地区等发展中国家聚集的区域，民航市场增速将明显领先欧美地区。

图 25：全球未来 20 年 RPK 及 GDP 增长率预测



资料来源：COMAC、IHS，国信证券经济研究所整理

至 2044 年我国民航机队扩容将牵引万亿市场，单通道客机占据主导地位。根据中国商飞的《2025-2044 市场预测年报》显示，未来二十年预计将有 9736 架飞机交付中国市场，交付量约占全球的 22.20%，为全球交付量最高的国家和地区；市场规模达 14789 亿美元，占全球整个航空市场的 21.2%。机型主要集中于单通道客机，C919 国产替代进行时。至 2044 年我国航空市场将接收单通道喷气客机 7250 架，占二十年交付总量的 74.46%；双通道喷气客机 1703 架，占总交付量的 18.71%，其余为喷气支线客机，二十年间将交付 783 架。

图 26：我国 2024 和 2044 年客机机队类型和规模

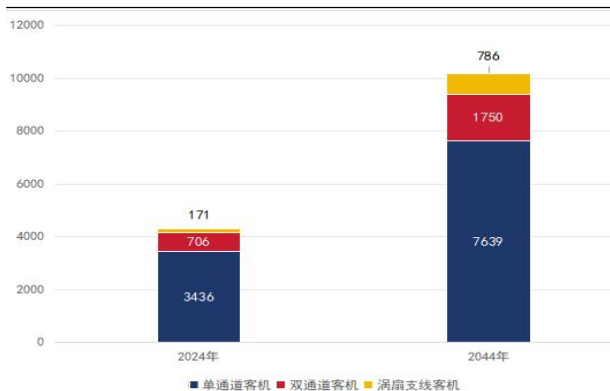
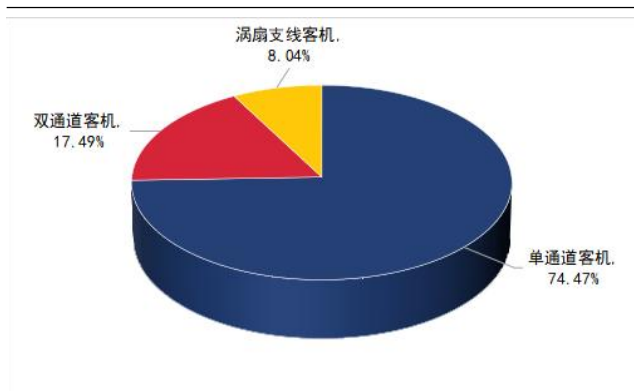


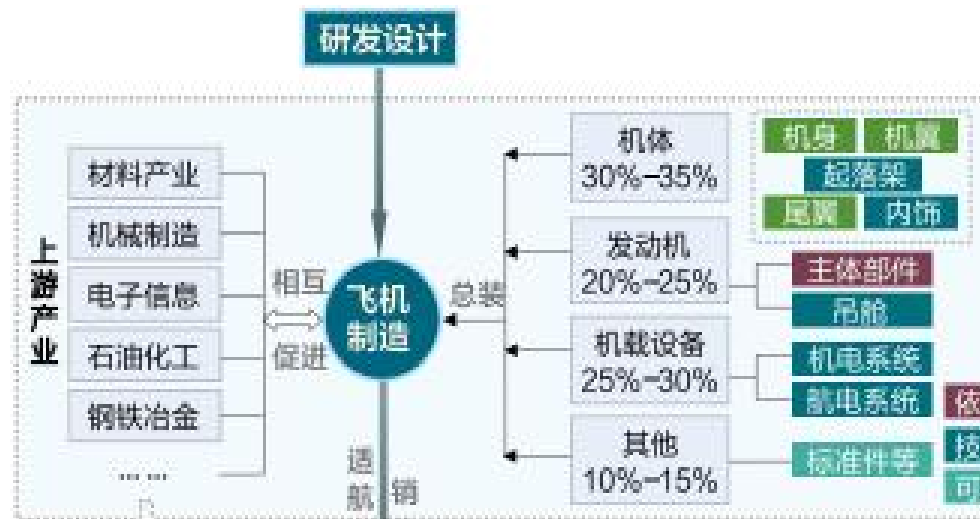
图 27：我国未来各机型交付量占比预测



资料来源：中国商飞，《2025-2044 市场预测年报》，2025，p41，国信证券经济研究所整理

民用航空发动机占整机价值量约 20%-25%，我国未来 20 年民用航发市场规模约为 2.2 万亿。据金伟《打造并拓展中国一飞机产业链》一文中显示，国产大飞机产业链中游主要包括机体结构、发动机和机载设备，其中发动机的价值量占比约 20%-25%。以中国商飞预测未来 20 年我国民机交付市场价值 14789 亿美元进行测算，民用航发市场规模约为 2.2 万亿人民币，年均市场规模达 1100 亿。

图 28：大飞机产业链及价值分布



资料来源：金伟. 打造并拓展中国大飞机产业链[J]. 中国工业评论, 2015, 国信证券经济研究所整理

民用航空发动机中，涡轮风扇发动机占据主导地位，市场份额达 64%。燃气涡轮发动机是当前应用最广的航空发动机，包括涡轮喷气发动机、涡轮风扇发动机、涡轮螺旋桨发动机和涡轮轴发动机，其中涡轮风扇应用最为广泛，据 Fortune Business Insight 预测，2026 年涡扇发动机市场份额将达 64%，且未来会以 6.86% 的复合增长率高速增长。

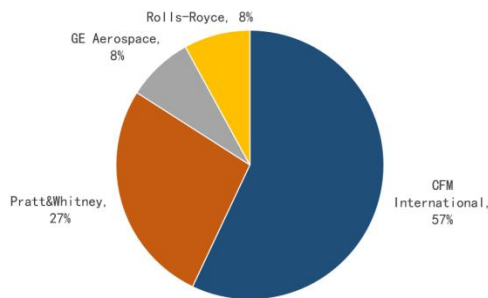
图 29：涡轮发动机的主要类型和特点

类型	图例	特点	应用
涡轮喷气发动机		高空、高速性能优异，适合超音速飞行；但油耗高、噪音大。	战斗机、超音速客机
涡轮风扇发动机		推进效率高、燃油消耗率低、噪声小	民用客机、军用运输机
涡轮螺旋桨发动机		推力主要由涡轮驱动的螺旋桨产生，燃油经济性极佳，适合低速飞行。	支线客机、运输机、特种飞机
涡轮轴发动机		不直接产生推力，而是输出轴功率，用于驱动直升机的主旋翼和尾桨	直升机

资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

全球商用航空发动机市场主要由四大巨头垄断，C919 装备的是 CFM 的 Leap-1C 发动机。目前全球商用航空发动机主要市场份额集中在 GE（通用电气）、普惠（Pratt & Whitney）、罗罗（Rolls-Royce）和赛峰（Safran）四大巨头以及其合资公司。根据 Flight Global 发布的《Commercial Engines 2023》报告，2023 年全球航空发动机总交付量为 2376 台，其中 CFM International 交付 1356 台，占市场 57.1%，普·惠交付 638 台，占 26.9%。前两家公司合计占据 84% 的市场份额，GE 和劳斯莱斯各自交付约 190 台，市场份额保持在 8% 左右。C919 装备的 Leap-1C 发动机是由美国通用电气（GE）与法国赛峰集团（Safran）合资的 CFM 国际公司（CFM International）专为中国商飞 C919 大型客机研制的大涵道比涡扇发动机，是 Leap 系列的第三个型号。

图30：2023 年全球航空发动机交付数量占比



资料来源：Flight Global, 《Commercial Engines 2023》、前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图31：Leap-1C 发动机



资料来源：赛峰官网，国信证券经济研究所整理

C919 发动机供应链稳定性成为产能瓶颈。一方面，地缘政治导致供应链中断，2025 年 5 月美国商务部暂停了部分允许美国公司向中国商飞出售产品和技术的许可证，此举旨在保护波音公司的市场地位，遏制我国国产大飞机的发展。尽管同年 7 月份禁令解除，但这一“脉冲式”断供直接打乱了 C919 的生产节奏，导致 C919 于 2025 年前三季度的交付数量不及预期。另一方面，我国航发供应优先级处于劣势，据 CFM 官网数据显示，CFM56 和 Leap 系列发动机订单积压数量超过 1 万台，C919 在供应链排产上相对波音、空客等处于弱势地位，若 CFM 产能紧张，则可能面临交付延迟的困境。

国产航发研发进展符合预期，产业链上下游享受放量红利。据中国航空学会主办的《航空知识》杂志称，CJ-1000A 发动机目前已进入适航取证阶段，预计 2025 年完成取证，2027 年获得民航局（CAAC）适航认证并批量装机，2030 年实现规模商业运营。未来 CJ-1000A 的成功取证和装机，不仅标志着 C919 彻底摆脱对进口动力系统的依赖，更将带动航空发动机总装、配套单位享受年均千亿市场红利。

图 32: Leap 系列发动机的应用及交付和订单积压情况



资料来源: CFM 官网, 国信证券经济研究所整理

航发动力作为长江系列发动机核心零部件供应商, 直接受益于国产航发的替代。公司基于航空发动机“技术同根、产品同源、结构相似、工艺相近”四个方面产业优势, 积极参与国产航空发动机市场。其中, 公司及其全资子公司黎明公司依托其涡扇发动机的生产制造优势, 深入参与国产大飞机国产化发动机的研制与配套任务。

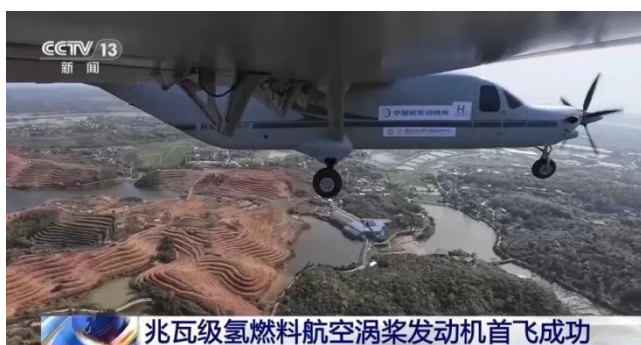
公司积极布局通航领域, 切入低空经济蓝海市场。通航动力领域, 公司充分发挥“国家队”“主力军”作用, 完善产品谱系, AEP100、AEP60E、AES100 等多型航空发动机产品研制取得重大突破, 为持续推动我国通航产业发展注入强劲动力。产业布局方面, 公司于 2026 年 1 月 1 日与其他 9 家投资方共同设立注册资本 35 亿元的子公司“航发通航动力科技(上海)有限公司”, 旨在落实低空经济、军民融合国家战略, 推动通航动力产业化与市场化, 加速通航飞行器的研制。2026 年 4 月 4 日, 配装兆瓦级氢燃料航空涡桨发动机 AEP100 的 7.5 吨级无人运输机在湖南株洲芦淞机场成功首飞, 这是全球首次兆瓦级氢燃料航空涡桨发动机试飞, 标志着我国实现了自主研制的兆瓦级氢燃料航空发动机的工程化, 打通了从核心部件到整机集成的全技术链, 为低空经济通航动力产业化提供了基石。

图 33: AEP100 发动机



资料来源: 科技日报, 国信证券经济研究所整理

图 34: AEP100 首飞成功

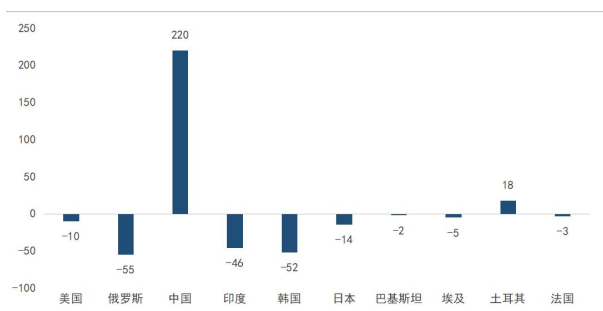


资料来源: 中国经济网, 国信证券经济研究所整理

军用航发需求高增，后装维修空间广阔

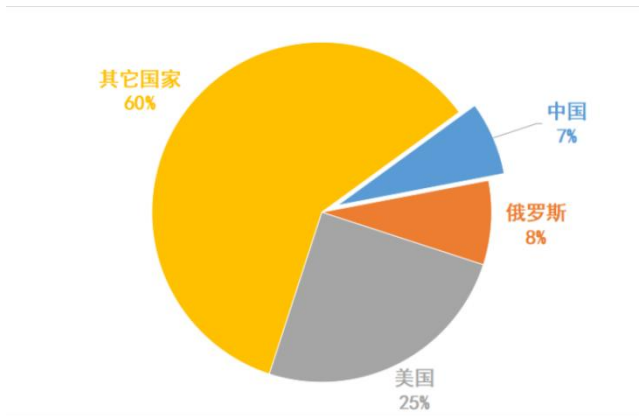
我国军机占全球比重仍然较少，空军装备扩容空间广阔。据 Ciricum 统计，我国军用飞机数量由 2024 年的 3309 架增加至 2025 年的 3529 架，新增入列 220 架，为全球军用飞机增幅最大的国家。总量方面，我国军机数量占全球军机总量的 8%，绝对数量上与占比第一的美国仍有较大差距。从国际地位、国防安全等多个角度出发，大力开展先进军机的研制和生产，均符合我国当前国防需求以及国家发展战略需求，因此先进军机的持续生产和列装是未来的确定性趋势。

图 35：2024-2025 年全球主要国家在役军机数量变化



资料来源：Ciricum，国信证券经济研究所整理

图 36：2025 年全球军机占比



资料来源：Ciricum，国信证券经济研究所整理

国产替代“中国心”已取得实质性进展。涡扇-10 系列发动机已批量替换俄制 AL-31F，配装于歼-10C、歼-11B、歼-16 等主力战机，涡扇-10C 的规模化列装也使歼-20 等先进战机在动力上摆脱了对俄制发动机的依赖。大型运输机方面，运-20 也成功换装国产涡扇-20 发动机。

图 37：“太行”系列发动机



资料来源：中青在线，国信证券经济研究所整理

图 38：2025 年迪拜航展中搭载国产航发的运-20 模型



资料来源：上观新闻，国信证券经济研究所整理

航发动力作为唯一全谱系军用航发龙头，直接受益军用航发需求扩容。航发动力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，在国际上亦是能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。在军用领域，公司是我国航空器最主要的供应商、舰船重要的供应商。从产业链所处位置看，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、服务

保障五大产业链层级。

表4: 国产航发系列谱系

发动机型号	配套机型	技术定位	图片示例
涡扇-10 “太行”	歼-10、歼-11、歼-16、歼-15	大推力涡扇	
涡扇-15 “峨眉”	歼-20	推力矢量涡扇	
涡扇-13 “泰山”	FC-1 “枭龙”、FBC-1 “飞豹”及 FC-31 战斗机	中等推力涡扇, 填补空白	

资料来源: 百度百科; 人民网, 国信证券经济研究所整理

航空发动机后装和维修市场（MRO）是航空产业链中规模最大的板块之一。从市场规模来看，全球航空发动机 MRO 市场持续扩张。根据 Aviation Week Network，2026-2035 年期间，全球商用发动机 MRO 市场需求总量将达到 8480 亿美元。其中，包括中国在内的亚太地区市场需求占比达 33.4%。根据《GLOBAL FLEET AND MROMARKET FORCAST 2026-2036》预测，发动机 MRO 市场占民用飞机 MRO 价值占比超 50%，我国发动机 MRO 市场 2026 年约为 91 亿美元，2036 年将增至 126 亿美元。军用上，以 2024 年为观测点，未来 20 年中国军用航发后市场空间超过 4000 亿元人民币。

图 39: 2026-2036 我国发动机 MRO 市场规模



资料来源：oliverwyman，国信证券经济研究所整理

发动机厂商收入主要来自后市场而非初始销售。发动机厂商收入占比中，航空发动机维修后市场收入通常为新机销售收入的4倍以上。罗尔斯·罗伊斯公司的投资者简报表明，典型航空发动机项目售后收入可达初始售价的4倍。GE航空发动机业务中，维修后市场收入占比已从2014年的48%提升至2024年的69%。军用发动机单台维修价值量占比更高。军用发动机因其更高的使用频率与更恶劣的使用环境，单台发动机的维修价值量占比更高、维修周期更短。

我国列装的主力军用发动机逐渐进入大修窗口期。涡扇-10“太行”2005年12月28日完成设计定型，2008年前后开始搭载到歼-11B上使用，截至2020年，WS-10系列已装备歼-10系列、歼-11系列、歼-16、歼-20等，早期批次发动机已累计飞行数千小时。随着新机持续列装和实战化训练强度提升，存量发动机的大修、换发需求或将集中爆发，推动军用MRO市场从“增量列装驱动”切换至“存量维修驱动”。

公司在发动机维修领域已形成系统性、专业化布局。从业务结构来看航发动力已将MRO业务列为公司核心业务板块之一。公司提供全生命周期的发动机技术支持，包括故障诊断、翻新修理、改装升级和性能测试服务，覆盖军用和民用机队的后勤保障需求，确保发动机适航性。在组织架构层面，航发动力设有专门的“大修中心”。公司2018年起推进“航空发动机修理能力建设项目”，对涡扇发动机部件维修需求进行建设。公司新建609号总装修理厂房、6F号试车厂房等，成立独立大修分厂。预计项目建成后，维修能力为年维修航空发动机部件1450套，年产值约7.4亿元。该项目已于2023年8月通过竣工验收。此外，公司通过全资子公司中国航发贵州航空发动机维修有限责任公司（贵动公司）专注发动机修理业务，持续通过担保等方式支持贵动公司经营。

盈利预测

假设前提

1、航空发动机及衍生产品

营业收入：受航改燃订单牵引、国产大飞机放量、以及十五五军品订单下达等因素影响，预计 26 年起营收会有较大增长。假设公司 2026-2028 年航空发动机及衍生产品业务营收为 467.9/514.6/566.1 亿元。

毛利率：产品放量摊薄生产、研发、建设成本，进而改善产品盈利能力。由此我们假设公司 2026-2028 年航空发动机及衍生产品毛利率分别为 9.0%/9.7%/10.3%。

2、外贸出口转包

营业收入：全球航发供应链紧张带来国际转包业务的增长，公司积极拓展与多个国际航发公司的国际合作业务。假设公司 2026-2028 年外贸出口转包业务营收分别为 22.5/24.8/27.2 亿元。

毛利率：国际出口转包属毛利较高领域，假设公司 2026-2028 年外贸出口转包业务产品毛利率为 22.1%/25.0%/24.6%。

3、非航空产品及其它

营业收入：非公司主业及主要发展方向，假设公司 2026-2028 年非航空产品及其它业务营收分别为 3.0/3.0/3.0 亿元。

毛利率：以 2025 年该部分业务为参考，假设公司 2026-2028 年非航空产品及其它业务毛利率为 22.8%/23.1%/23.3%。

4、其它业务产品

营业收入：其它业务，预计未来该部分业务占比仍较少。因此，假设公司 2026-2028 年其它业务产品营收分别为 7.0/8.0/9.1 亿元。

毛利率：假设公司 2026-2028 年其它业务产品毛利率为 10.4%/10.2%/10.0%。

综上所述，我们预计 2026-2028 年公司实现营收 500.4/550.4/605.5 亿元，同比 +8.0%/+10.0%/+10.0%；毛利率分别为 9.7%/10.5%/11.0%。

表5：公司业务拆分

		2025	2026E	2027E	2028E			2025	2026E	2027E	2028E
航空发动机及衍生产品	营业收入(亿元)	434.8	467.9	514.6	566.1	外贸出口转包	营业收入(亿元)	19.5	22.5	24.8	27.2
	营业成本(亿元)	397.8	425.8	464.7	507.8		营业成本(亿元)	15.5	17.5	18.6	20.6
	毛利润(亿元)	36.9	42.1	50.0	58.3		毛利润(亿元)	4.0	5.0	6.2	6.7
	毛利率(%)	8.5%	9.0%	9.7%	10.3%		毛利率(%)	20.6%	22.1%	25.0%	24.6%
非航空产品及其它	营业收入(亿元)	2.3	3.0	3.0	3.0	其它业务	营业收入(亿元)	6.7	7.0	8.0	9.1
	营业成本(亿元)	1.7	2.3	2.3	2.3		营业成本(亿元)	6.0	6.3	7.2	8.2
	毛利润(亿元)	0.6	0.7	0.7	0.7		毛利润(亿元)	0.7	0.7	0.8	0.9
	毛利率(%)	25.4%	22.8%	23.1%	23.3%		毛利率(%)	10.3%	10.4%	10.2%	10.0%
合计	营业收入(亿元)	463.3	500.4	550.4	605.5						
	营业成本(亿元)	421.1	451.9	492.7	538.9						

毛利润（亿元）	42.2	48.4	57.7	66.6
毛利率（%）	9.1%	9.7%	10.5%	11.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理与预测

费用率：随着公司不断优化管理模式，提升运营效率。参考公司往年费用率变化趋势，合理假设公司 2026–2028 年销售费用率为 0.6%/0.8%/1.00%；管理费用率为 2.8%/2.6%/2.6%；研发费用率为 1.67%/2.00%/2.00%。

表6：公司盈利预测假设条件

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-3.23%	8.00%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	90.88%	90.32%	89.52%	89.00%
管理费用率	2.85%	2.80%	2.60%	2.60%
研发费用率	1.67%	1.67%	2.00%	2.00%
销售费用率	0.67%	0.60%	0.80%	1.00%
营业税及附加/营业收入	0.76%	0.60%	0.70%	0.70%
所得税税率	18.70%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	140.30%	110.00%	80.00%	60.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

2026–2028 年业绩预测

根据行业发展趋势及公司业务布局分析，预计公司营收和毛利润将稳步增长。2026 年由于公司大量前期融资需求带来的短期借款利息费用增加，压缩了公司净利润空间，但公司整体业绩仍为处于增长态势。预计 2027–2028 年，随着十五五中期航改燃气轮机、大飞机以及军用“三大核心逻辑”的放量，公司收入稳健提升，净利率方面会有较大改善。

按照上述假设条件，我们假设公司 2026–2028 年归母净利润为 5.24/7.78/9.49 亿元，同比-17.4%/+48.5%/+22.0%；EPS 分别为 0.2/0.29/0.36 元。

表7：公司 2026–2028 年业绩预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	463.3	500.4	550.4	605.5
营业成本（亿元）	421.1	451.9	492.7	538.9
销售费用（亿元）	3.08	3.00	4.40	6.05
管理费用（亿元）	16.05	15.04	15.34	16.77
研发费用（亿元）	7.73	8.36	11.01	12.11
财务费用（亿元）	6.27	11.35	11.78	11.46
营业利润（亿元）	9.63	7.12	10.57	12.90
利润总额（亿元）	9.63	7.12	10.57	12.90
归母净利润（亿元）	6.34	5.24	7.78	9.49
EPS（元）	0.24	0.20	0.29	0.36
ROE	1.58%	1.30%	1.94%	2.38%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：55.56-63.33 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	-3.23%	8.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	8.00%	8.00%	8.00%	5.00%
营业成本/销售收入	90.88%	90.32%	89.52%	89.00%	88.00%	87.00%	87.00%	87.00%	85.00%	85.00%
管理费用/销售收入	2.85%	2.80%	2.60%	2.60%	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用/销售收入	1.67%	1.67%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
销售费用/销售收入	0.67%	0.60%	0.80%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
营业税及附加/营业收入	0.76%	0.60%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	18.70%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	140.30%	110.00%	80.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.65	T	15.00%
无风险利率	1.80%	Ka	5.38%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	0.76
公司股价（元）	51.46	Ke	6.00%
发行在外股数（百万）	2666	E/(D+E)	82.84%
股票市值(E, 百万元)	137171	D/(D+E)	17.16%
债务总额(D, 百万元)	28420	WACC	5.48%
Kd	3.50%	永续增长率（10年后）	2.50%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法得出公司合理价值区间为 55.56-63.33 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表10：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	33.54	WACC 变化				
		5.1%	5.3%	5.49%	5.7%	5.9%
永续 增长 率变 化	2.9%	63.33	63.33	63.33	63.33	63.33
	2.7%	61.19	61.19	61.19	61.19	61.19
	2.5%	59.18	59.18	59.18	59.18	59.18
	2.3%	57.31	57.31	57.31	57.31	57.31
	2.1%	55.56	55.56	55.56	55.56	55.56

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：55.33–59.28 元

公司未来增长主要受航空发动机（包括航改燃）、国产大飞机催化。因此，分别选取中航沈飞、中航成飞、航发科技作为可比公司。

基于万得一致预测值，上述可比公司 2026 年平均 PS 为 2.4 倍。考虑航发动力作为航发产业链的龙头地位，未来将充分受益于航空发动机、大飞机放量的催化，我们给予公司 2026 年合理 PS 为 2.8–3.0 倍，对应股价为 55.33–59.28 元。

表 11：可比公司情况（2026.4.3）

股票代码	股票简称	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	PS		营业收入 (亿元)		
				2026E	2027E	2026E	2027E	2028E
302132.SZ	中航成飞	26.72	1759.57	2.02	1.90	870.33	927.58	
600760.SH	中航沈飞	28.35	1368.22	2.63	2.31	519.81	593.00	632.23
600391.SH	航发科技	3.30	127.23	2.38	1.94	53.44	65.48	
	均值			2.35				
600893.SH	航发动力	26.66	1305.87	2.48	2.16	526.71	605.94	611.96

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（可比公司为 Wind 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理价值在 55.56–59.28 元之间，相对于公司目前股价有 8.0%–15.2% 溢价空间。我们预计公司 2026–2028 年归母净利润为 5.23/7.72/9.67 亿元，同比 -17.5%/+49.3%/+23.7%；EPS 分别为 0.20/0.29/0.36 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 55.56-59.28 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了主观判断，进而导致估值出现偏差的风险

相对估值方面：我们选取了航空发动机、大飞机等领域的典型公司

选取了可比公司 2026 年 PS 一致预测做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均的基础上给予溢价，最终给予公司 26 年 2.8-3.0 倍 PS 的估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 8%/10%/10%，可能存在对公司航发订单落地偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 9.7%/10.5%/11.0%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

新业务拓展不及预期的风险：公司积极拓展航改燃、军贸、国际转包等业务领域。若新业务拓展进度不及预期，可能对公司未来业绩增长产生不利影响；

新产品的研发不及预期风险：航空发动机属于高投入、长周期行业，公司部分产品尚处于研发或适航测试阶段，实现批量生产和销售还有一定时间，且存在研发失败的风险；

财务风险

应收账款风险：公司应收账款规模较大，若宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险；

存货跌价风险：公司存货规模较大，若因研发计划变更、产品性能不符预期等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响；

技术风险

技术突破不及预期：公司所处行业属于高科技行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术突破不及预期的风险，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营

造成重大不利影响。

政策风险

公司产品一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7730	5455	7189	6791	6478	营业收入	47880	46331	50038	55042	60546
应收款项	40718	49661	42101	40565	42789	营业成本	43064	42108	45194	49273	53886
存货净额	31699	32196	33754	36696	40441	营业税金及附加	265	351	300	385	424
其他流动资产	3751	2977	4124	4128	4474	销售费用	293	308	300	440	605
流动资产合计	83898	90289	87167	88180	94182	管理费用	1581	1605	1504	1534	1677
固定资产	24758	25674	26262	26579	26568	研发费用	995	773	836	1101	1211
无形资产及其他	2568	2578	2475	2372	2269	财务费用	457	627	1136	1173	1122
投资性房地产	2121	2143	2143	2143	2143	投资收益	165	349	180	180	180
长期股权投资	2568	2388	2382	2377	2371	资产减值及公允价值变动	(305)	(218)	(236)	(253)	(487)
资产总计	115913	123072	120430	121651	127533	其他收入	(996)	(500)	(836)	(1101)	(1211)
短期借款及交易性金融负债	20184	26794	27971	29311	25374	营业利润	1083	963	711	1062	1314
应付款项	41582	43902	42446	41751	50698	营业外净收支	53	(55)	0	0	0
其他流动负债	8844	7397	5371	5860	6427	利润总额	1136	907	711	1062	1314
流动负债合计	70610	78093	75788	76922	82499	所得税费用	152	170	107	159	197
长期借款及应付债券	822	679	449	449	449	少数股东损益	123	103	81	121	150
其他长期负债	(1028)	(4971)	(5021)	(5072)	(5123)	归属于母公司净利润	860	634	523	782	967
长期负债合计	(206)	(4291)	(4572)	(4623)	(4674)	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	70404	73802	71216	72299	77825	净利润	860	634	523	782	967
少数股东权益	5633	9079	9076	9057	9027	资产减值准备	(111)	(43)	14	6	0
股东权益	39876	40191	40138	40295	40682	折旧摊销	2200	2354	2608	2872	3112
负债和股东权益总计	115913	123072	120430	121651	127533	公允价值变动损失	305	218	236	253	487
						财务费用	457	627	1136	1173	1122
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(12660)	(11800)	1336	(1661)	3148
每股收益	0.32	0.24	0.20	0.29	0.36	其它	104	1	(16)	(25)	(30)
每股红利	0.34	0.33	0.22	0.23	0.22	经营活动现金流	(9301)	(8635)	4701	2226	7684
每股净资产	14.96	15.08	15.06	15.12	15.26	资本开支	0	(2724)	(3344)	(3344)	(3485)
ROIC	2.27%	0.99%	1%	1%	2%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	2.16%	1.58%	1%	2%	2%	投资活动现金流	(120)	(2543)	(3338)	(3338)	(3480)
毛利率	10%	9%	9.7%	10.5%	11.0%	权益性融资	15	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	3%	4%	4%	5%	负债净变化	249	(143)	(230)	0	0
EBITDA Margin	8%	8%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(905)	(890)	(576)	(625)	(580)
收入增长	9%	-3%	8%	10%	10%	其它融资现金流	10065	10970	1177	1340	(3937)
净利润增长率	-39%	-26%	-17%	49%	24%	融资活动现金流	8769	8903	371	715	(4517)
资产负债率	66%	67%	67%	67%	68%	现金净变动	(652)	(2275)	1734	(398)	(313)
股息率	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.4%	货币资金的期初余额	8382	7730	5455	7189	6791
P/E	159.4	216.2	262.1	175.5	141.8	货币资金的期末余额	7730	5455	7189	6791	6478
P/B	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	企业自由现金流	0	(11206)	2218	(171)	5106
EV/EBITDA	53.5	59.6	46.2	40.4	36.7	权益自由现金流	0	(379)	2200	172	215

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032