

2026 年 05 月 26 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

航发动力（600893）

2025 年年报及 2026 年一季报点评：深化军机民机、

国内国际、航机燃机协同布局，奋进第二曲线

报告摘要

◆ 事件

公司 4 月 2 日公告，2025 年，公司营收（463.31 亿元，-3.23%），归母净利润（6.34 亿元，-26.27%），扣非归母净利润（2.94 亿元，-62.81%）；毛利率（9.12%，-0.94pcts），净利率（1.59%，-0.46pcts）。

4 月 28 日，公司公告，2026 年 Q1 实现营收（70.77 亿元，+14.80%），归母净利润（0.03 亿元，-65.93%）。

◆ 业绩阶段性承压，经营性现金流大幅改善

2025 年，公司营收（463.31 亿元，-3.23%），营业成本（457.73 亿元，-1.89%），在客户需求变化的影响下，和新产品成熟度等因素叠加的影响下，本期公司销售减少，交付不及预期，营业收入和营业成本均较 2024 年小幅下降；盈利能力方面，公司归母净利润（6.34 亿元，-26.27%）有所下降，毛利率（9.12%，-0.94pcts）和净利率（1.59%，-0.46pcts）小幅下降。公司扣非归母净利润（2.94 亿元，-62.81%）大幅下降，主要系受新产品成熟度影响导致毛利额减少、财务费用增加所致；本期非经常性损益中的非流动性资产处置损益，包括已计提资产减值准备的冲销部分（2.96 亿元，较 2024 年增长约 2.97 亿元），和计入当期损益的政府补助（1.27 亿元，较 2024 年增加约 0.65 亿元）大幅增长。**总体来看，新产品成熟度有待提升，销售减少为公司盈利能力下降的主要原因，现阶段公司的利润率承压，具备较强的“制造爬坡”属性。**

费用方面，公司期间费用率（7.15%，+0.21pcts）。其中，销售费用率（0.67%，+0.05pcts），主要系本期公司差旅费增加所致；管理费用率（5.13%，-0.25pcts），主要系本期公司员工年度社保基数调整及警防费增加所致；财务费用率（1.35%，+0.40pcts），财务费用有所增长，主要系本期公司带息负债规模增加，利息费用增加，以及受汇率变动影响导致汇兑损

投资评级

买入

维持评级

2026 年 05 月 25 日

收盘价(元): 45.00

目标价(元): 55

公司基本数据

总股本(百万股)	2,665.59
总市值(百万)	119,951.74
流通股本(百万股)	2,665.12
流通市值(百万)	119,930.61
12 月最高/最低价(元)	63.78/33.49
资产负债率(%)	59.28
每股净资产(元)	15.08
市盈率(TTM)	190.59
市净率(PB)	2.98
净资产收益率(%)	0.01

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 分析师
SAC 执业证书: S0640522120001
联系电话: 010-59562523
邮箱: fangxm@avicsec.com

宋翰生 研究助理
SAC 执业证书: S0640124040001
联系电话: 18301145367

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

失增加所致；此外，公司本期研发费用率（1.67%，-0.41pcts），主要系公司受研发项目周期安排、投入节点等因素影响，研发费用减少所致。

资产负债表方面，公司存货（321.96 亿元，+1.57%）和应付票据及应付账款（439.02 亿元，+5.58%）规模持续扩大，其中存货增长主要为库存商品（41.78 亿元，+48.16%）大幅上升所致；合同负债（54.99 亿元，+22.59%）大幅增长，主要系收到客户预付款增加所致；短期借款（259.36 亿元，+31.45%），主要系公司融资需求增加所致。现金流方面，本期公司经营活动产生的现金流净额（-44.18 亿元，同比减亏改善 69.13%）较上期增加 98.91 亿元，主要系销售商品、提供劳务收到现金增加，流出缺口显著收窄。

根据公司年报披露，2026 年，公司年度经营目标为营业收入预计 499.49 亿元，预计实现归母净利润 5.24 亿元。2026 年，公司预计仍处于新产品成熟度提升，产品结构调整，新业务布局阶段，盈利能力阶段性承压。

◆ 两机领域核心供应商，非航空产品及其他业务盈利能力增长

作为中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台，公司是我国大、中、小型军民用航空发动机，大型舰船用燃气轮机动力装置的生产研制和修理基地，集成了我国航空动力装置主机业务的几乎全部型谱，是国内生产能力最强、产品种类最全、规模最大的动力装置生产单位。

分业务来看，公司主营业务分为三类，包括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。2025 年，公司主营业务三大板块营收情况：

① 航空发动机及衍生产品

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。2025 年，公司航空发动机及衍生产品业务营收（434.76 亿元，-3.37%）和毛利率（8.50%，-1.04pcts）小幅下降。营收下降主要系客户需求变化，产品交付不及预期，毛利率下降主要系新产品成熟度有待提升所致。

邮箱：songhs@avicsec.com

相关研究报告

2024 年三季报点评：存货达到历史最高规模 — 2024-11-18

2023 年年报及 2024 一季报点评：军民共进稳健增长，取得历史最佳一季度业绩 —2024-05-16

公司点评：航空发动机龙头企业，业绩稳步提升，增资扩股子公司发力民用航空 —2023-10-26

② 外贸出口转包业务

国际转包业务方面，公司处于产业链中游，以生产制造为主，开展国际民用航发和燃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，赛峰、罗罗、GE、斯伦贝谢等世界著名的两机制造商以及石油钻探、医疗器械等非航空企业。国际转包业务的主要产品包括两机的各类盘、环、槽形件、轴、机匣、整体叶盘、叶片等零部件，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。2025 年，公司外贸出口及转包业务营收（19.51 亿元，-5.94%）下降，毛利率（20.61%，+0.89pcts）略有增长。

③ 非航空产品及其他业务

非航空产品及其他业务方面，公司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。2025 年，公司非航空产品及其他业务营收（2.32 亿元，+17.83%）和毛利率（25.61%，+7.20pcts）有所增长，非航空产品和其他业务营收增长主要系民品等业务增加所致，毛利率上升主要是因为部分毛利高的产品收入增加。

◆ 子公司黎阳公司营收增速较快，但净利润承压；西航、黎明及南方公司受需求节奏影响，小幅下滑

公司的主要营业收入由西航公司（母公司）和旗下三大主机厂黎明公司、黎阳公司、南方公司贡献，四大主机厂 2025 年主要经营情况如下：

母公司西航 2025 年实现营收（133.94 亿元，-16.46%），实现营业利润（4.81 亿元，-23.16%），研发费用（0.57 亿元，-69.84%），同比明显下滑。

黎明公司主要业务涵盖航空发动机和军用燃气轮机等多领域，其主要生产的中大推力涡扇发动机广泛装备我国多款高性能军机。2025 年黎明公司实现营收（259.60 亿元，-5.15%），实现营业利润 4.52 亿元，2024 年黎明公司利润总额为 4.62 亿元。

南方公司的主要产品包括涡桨、涡轴和活塞发动机，广泛配装于直升机和通航飞机等各类机型。2025 年南方公司营收（74.73 亿元，-2.61%），实现营业利润 0.28 亿元，2024 年南方公司利润总额为 0.16 亿元。

黎阳动力是我国中小推力航空发动机研发生产修理服务基地和先进航空发动机关键零部件重要供应商。2025 年黎阳动力营收（69.92 亿元，+37.29%），营收规模持续增长，营业利润-1.27 亿元，2024 年公司利润总额 0.04 亿元，盈利能力提升空间较大。

◆ 深化军机民机、国内国际、航机燃机协同布局，多措并举奋进第二曲线

公司利用航空发动机和燃气轮机主业优势和平台优势，向新域新质场景拓展，同时加速军贸和通航市场开拓。利用技术同源、产业同链的特点，加快向商用航空发动机、通航动力、燃气轮机等多个新域新质市场拓展。

① 商用航发动机：长江系列发动机最主要配套厂商，高效高质量完成产品配套

公司是长江系列发动机最主要的配套商，能够高效率、高质量完成长江系列发动机配套试制任务，并积极争取新产品订单。

② 通航动力：整合产业链上下游，设立孙公司通航动力

3月30日，航发通航动力科技（上海）有限公司正式揭牌成立，该公司为航发动力子公司南方公司拟以无形资产及现金出资9.31亿元，与关联方中国航发研所、航发资产、贵州国发3家关联企业，以及上海产创壹号私募基金合伙企业（有限合伙）、中无人机、航天彩虹等6家非关联企业共同投资设立子公司通航动力，注册资本为人民币35亿元。本次投资新设子公司一是落实国家战略，推动产业化发展；二是实施市场化经营，推动公司高质量发展；三是开展专业化整合，落实军民并重战略。投资设立通航动力是发展低空经济，推动通航产业的重要举措，将对公司的生产经营产生积极影响。

航发通航动力主要开展涡轴、涡桨等传统通航动力，以及涡电系统、氢能源动力、SAF燃料动力等新能源动力的中小型航空发动机产品研制，目前已有AES100、AEP100、AEP100-A、AEP100-B、AEP50E、AEP60E等重点产品，应用场景覆盖低空干支线物流、应急救援、公务通勤、短途运输、石油服务、低空吊装运输、岛礁运输等，已与中航无人机、彩虹无人机等无人机龙头企业达成合作，并在积极同10余家潜在客户对接。

③ 燃气轮机：

在民用燃机领域，公司具备自主知识产权的QD280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。2025年，配装公司QD280燃气轮机的太行25燃气轮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；同时公司配套多型国际燃气轮机零部件制造业务。

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。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。未来，公司将坚持聚焦航空发动机和燃气轮机主业，加速在研产品的研制、转批进程，夯实竞争优势，坚持强军首责，积极推进民用航空动力、通航动力、民用燃机等产业发展，加快航空发动机自主研制步伐、实现高水平科技自产自强、建设航空强国。

◆ 投资建议：

- 1、公司是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台，是国内生产能力最强、产品种类最全、规模最大的动力装置生产单位。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。
- 2、公司业绩虽然在短期内受新产品成熟度和销售减少的影响有所下滑，但中长期来看，航空发动机和燃气轮机的应用场景仍在不断拓展，行业发展前景广阔。报告期内，公司在军发、商发、通航动力以及燃机领域持续取得突破：多型军用航发产品落户，深度参与国产商用发动机研制，积极拓展燃机和通航动力市场。

公司是中国航发旗下航空动力整体上市唯一平台，是国内生产能力最强、产品种类最全、规模最大的动力装置生产单位，在军用稳定配套的同时，公司立足军机民机、国内国际、航机燃机协同布局，多措并举奋进第二曲线在商用航空发动机、通航动力、燃气轮机等多领域具备较好的技术储备和产业储备，我们预计随着国产航空发动机持续推进、低空经济带来通航动力需求快速提升、燃气轮机国产替代及 AI 算力中心等新应用带来市场扩容，公司有望优先受益。尽管受限于航空发动机产业研制周期长、技术难度大、投入成本高、新产品成熟度提升、新业务开拓等诸多因素影响，短期内公司盈利可能阶段性承压，利润释放需要一定时间。随着公司产品不断升级和成熟，技术研发能力不断增强，服务保障能力、交付和生产体系逐步完善，持续在高端市场实现突破，公司经济运行质量将持续向好，看好公司长期投资价值。

基于以上观点，我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 490.07 亿元，524.23 亿元和 561.37 亿元；归母净利润分别为 5.23 亿元，6.55 亿元和 8.95 亿元；EPS 分别为 0.20 元，0.25 元和 0.34 元。基于公司所处行

业及市场需求，我们维持“买入”评级，目标价 55 元，分别对应 2026 年—2028 年 275 倍，220 倍，162 倍 PE。

◆ 风险提示:

原材料价格波动导致毛利率下滑的风险；宏观环境波动导致市场需求下降，产品性能和交付不及预期，市场拓展不及预期，军品审价风险，持续性的资金投入带来阶段性资金周转压力的风险等。

本报告内容精选自同名研报《航发动力（600893）2025 年年报及 2026 年一季报点评：深化军机民机、国内国际、航机燃机协同布局，奋进第二曲线》（2026 年 5 月 27 日发布），如您需要报告全文，可联系研究所销售团队：

陈艺丹 18611188969, chenyd@avicsec.com

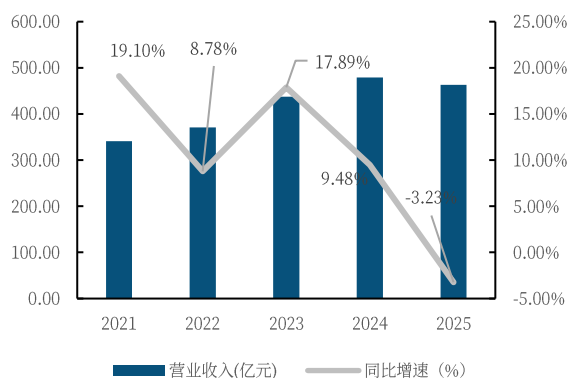
李裕淇 18674857775, liyuuq@avicsec.com

李友琳 18665808487, liyoul@avicsec.com

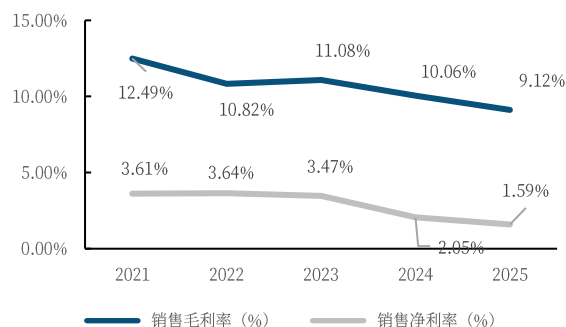
李若熙 17611619787, lirx@avicsec.com

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	47879.70	46331.50	49006.73	52423.06	56136.53
增长率（%）	9.48	-3.23	5.77	6.97	7.08
归母净利润（百万元）	860.29	634.33	522.92	655.14	895.21
增长率（%）	-39.48	-26.27	-17.56	25.28	36.64
毛利率（%）	10.06	9.12	9.56	10.54	11.54
每股收益（元）	0.32	0.24	0.20	0.25	0.34
市盈率 PE	150.93	204.69	248.30	198.19	145.04
市净率 PB	3.26	3.23	3.20	3.16	3.10
净资产收益率 ROE（%）	2.16	1.58	1.29	1.59	2.14

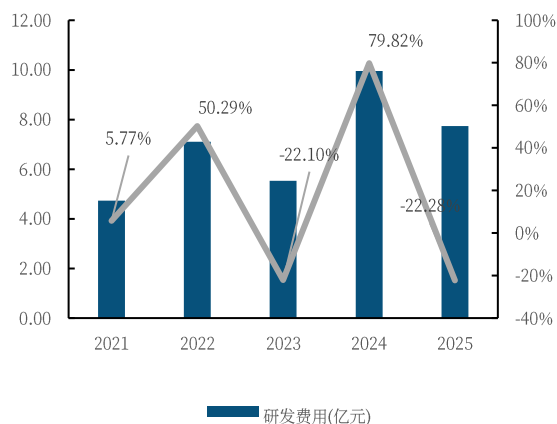
资料来源：iFind，中航证券研究所整理

图1 公司营业收入及增速情况


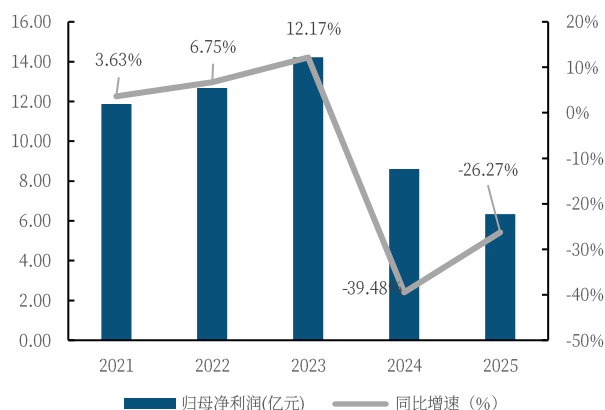
资料来源：Wind, iFind, 中航证券研究所整理

图3 公司毛利率及净利率情况


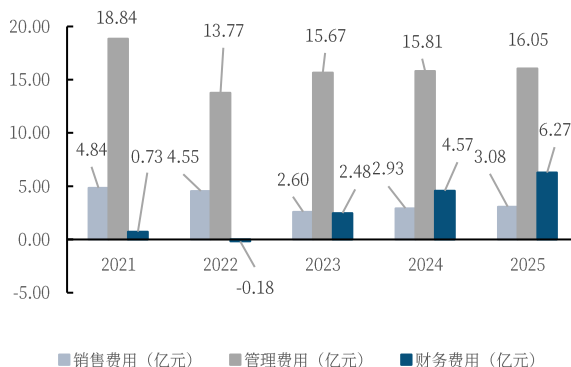
资料来源：Wind, iFind, 中航证券研究所整理

图5 公司研发费用及增速情况


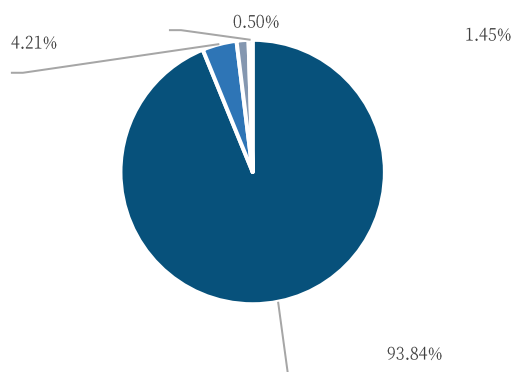
资料来源：Wind, iFind, 中航证券研究所整理

图2 公司归母净利润及增速情况


资料来源：Wind, iFind, 中航证券研究所整理

图4 公司三费情况（单位:亿元）


资料来源：Wind, iFind, 中航证券研究所整理

图6 公司业务结构构成（单位:亿元，报告期为2025年）


资料来源：iFind, 中航证券研究所整理

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637