

收入和利润“非线性”变化；行业“业绩底”基本确立

2025 年 05 月 08 日

业绩回顾

2024 年，民生军工成分（不含舰船）营业总收入同比下滑 5%；归母净利润同比下滑 48%。1Q25，营业总收入同比/环比下滑 5%/45%；归母净利润同比下滑 34%/环比扭亏。**我们更新观点如下：**1) 24 年行业需求持续萎靡，收入下滑。25Q1 需求好转但订单确收需要时间，故 25Q1 收入继续下滑；2) 24.12.11，我们在《25 年度展望：“十四五”终章渐近；“新常态”篇章待启》中对减值等问题进行了分析，从结果上看，减值是影响利润的主要因素之一。板块在收入和利润的变化是“非线性”的。3) “业绩底”基本确定，板块或将走出底部。

趋势分析

收入和利润“非线性”变化；盈利能力持续下降。1) **收入端：**24 年的下滑是有预期的，25Q1 的继续下滑是经历过一些分歧的，但由于 25Q1 需求的恢复受结构和产品交付确收周期的影响，营收同比仍然下滑 (YOY -4.8%)。2) **利润端：**3Q23~1Q25，行业归母净利润连续七个季度同比下滑，其中，4Q24 出现历史上的首次单季度亏损。同时，行业盈利能力出现不同程度下降，2024 年行业毛利率同比减少 2.1ppt 至 21.6%，净利率同比减少 3.4ppt 至 4.4%。行业收入和利润的下滑是“非线性”的：收入微降而利润下滑接近 50%，原因是部分大板块交付正常（如航空）；而价格下降和减值损失增加对利润端影响较大。

资产负债表体现行业“矛盾”之处；指示意义正在转变。1) **存货：**截至 2024 年底，行业存货规模 2258 亿元，占总收入 49%，占比同比增加 4.7ppt，原因有：**a) 营收减少；b) 库存积压；c) 备产备料。**存货的指示意义正在从悲观向乐观转变。2) **应收：**截至 2024 年底，行业应收票据及账款规模 3197 亿元，占总收入 70%，占比同比增加 12.1ppt，行业回款压力较大的问题暂未得以解决。3) **减值：**2024 年，行业资产减值损失和信用减值损失分别为 82 亿元、43 亿元，是净利润同比下滑幅度较收入幅度更大的主要原因之一。

舰船业绩表现最好；下游总装需求波动较小。1) **分板块：**2024 年，舰船归母净利润同比增长 88%，是唯一实现正增长的板块；航天、兵器则受需求端影响较大，2024 年亏损，我们预计其在 2025 年修复的弹性较大。2) **分环节：**2024 年，总装营收同比增长 3%，中游和上游分别同比下滑 15%、10%；总装归母净利润同比下滑 23%，中游和上游分别同比下滑 71%、36%。相较上游和中游而言，总装总成的业绩表现更为稳健。中游下滑幅度更大的原因之一是价格追溯问题，而这对下游总装和上游（部分产品不涉及审价）影响相对较小。

建议关注

2023~2024 年，行业需求调整，叠加降价和减值影响，板块业绩下滑明显。2025~2027 年，军工有望进入新一轮的上升周期。我们认为，1Q25 “业绩底”基本确立；2Q25 开始业绩将明显改善。我们对板块后续表现持乐观态度。

建议关注：1) **制导装备：**菲利华、新雷能、盟升电子、光电股份、长盈通、北方导航、理工导航、智明达等；2) **新质战斗力：**华秦科技、铂力特、西部材料、国科军工、中科星图等；3) **军贸：**航天南湖、国睿科技、新雷能、中航成飞、中航沈飞、中航西飞、洪都航空、内蒙一机、晶品特装、航天电子等；4) **商飞商发：**中航机载、中航高科、润贝航科、航亚科技、万泽股份、航宇科技等；5) **可控核能：**国光电气、旭光电子等。

风险提示：产品交付不确定性、产品价格下降、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 军工行业 2024 年三季报业绩回顾：“业绩底”正在形成；珠海航展催化行情-2024/11/06
2. 军工行业 2024 年半年报业绩回顾：2Q24 业绩环比明显改善；需求复苏信号逐渐增强-2024/09/02
3. 军工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩回顾：底部夯实；反转可期-2024/05/07
4. 军工行业 2023 年三季报业绩回顾：3Q23 板块业绩平淡；中下游将持续受益产业价值重构-2023/11/05
5. 军工行业 2023 年半年报业绩回顾：2Q23 重拾增长；下半年有望开启新一轮成长周期-2023/09/08

目录

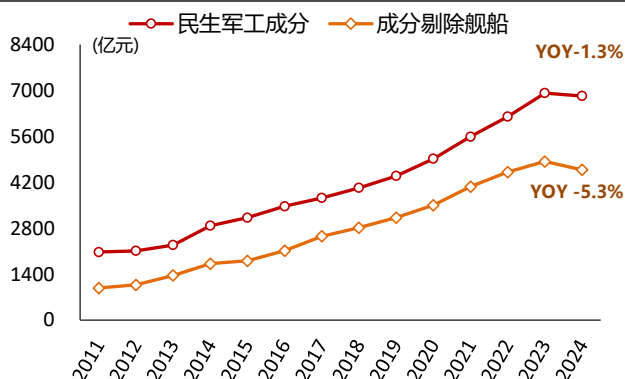
1 2024 年行业营收/利润同比下滑 5%/48%	3
2 2024 年军工子板块及产业链环节业绩回顾	7
2.1 子板块：2024 年航天和兵器下滑较多	7
2.2 产业链：2024 年各环节归母净利润均同比下滑	10
3 1Q25 军工营收/利润同比下滑 5%/34%	12
4 三年维度：舰船板块业绩增速最快	14
5 风险提示	15
插图目录	16

1 2024 年行业营收/利润同比下滑 5%/48%

国防军工行业公司 2024 年年报已披露完毕,我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析。由于舰船板块中含有较多民船资产,业绩波动较大,故我们从包含舰船板块及不包含舰船板块两个角度进行分析。

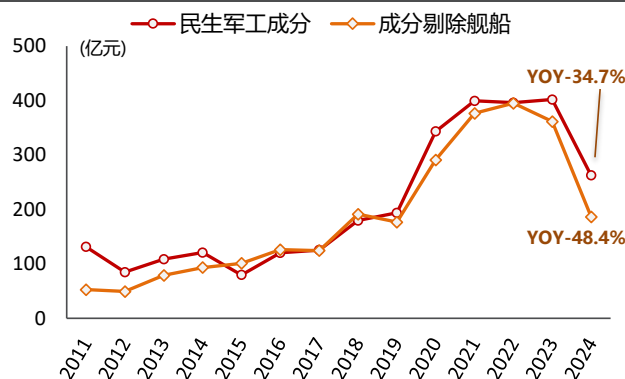
2024 年行业营业总收入及归母净利润均同比下滑。2024 年,民生军工成分(不含舰船)实现营业总收入 4580 亿元, YOY -5.3%; 归母净利润 187 亿元, YOY -48.4%。若包含舰船板块,则实现营业总收入 6831 亿元, YOY -1.3%; 归母净利润 263 亿元, YOY -34.7%。2024 年,需求端延续不振,行业营收同比下滑;且在减值等影响下,归母净利润同比下滑幅度更大。

图1: 行业营业总收入同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

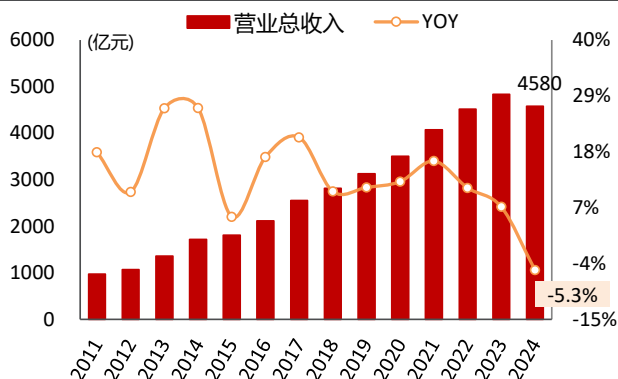
图2: 行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

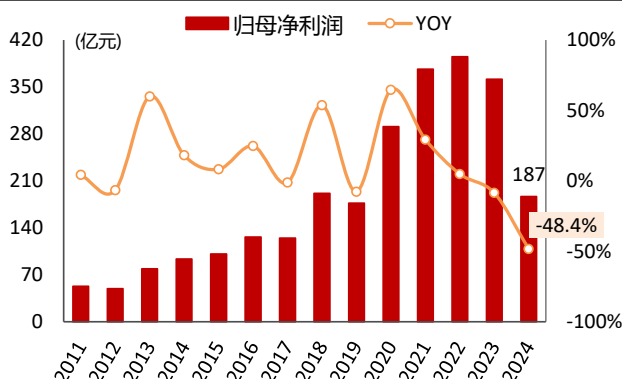
需求端调整影响 2023~2024 年业绩表现。行业在“十四五”(2021~2025 年)期间,营业总收入及归母净利润较“十三五”均迈上新台阶,但自 2023 年开始,需求端出现调整,行业营业总收入及归母净利润同比增速放缓甚至同比下滑。2024 年,民生军工成分(不含舰船)自 2011 年开始首次出现营收同比下滑;归母净利润则自 2023 年开始连续两年同比下滑,且 2024 年幅度较大。

图3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)



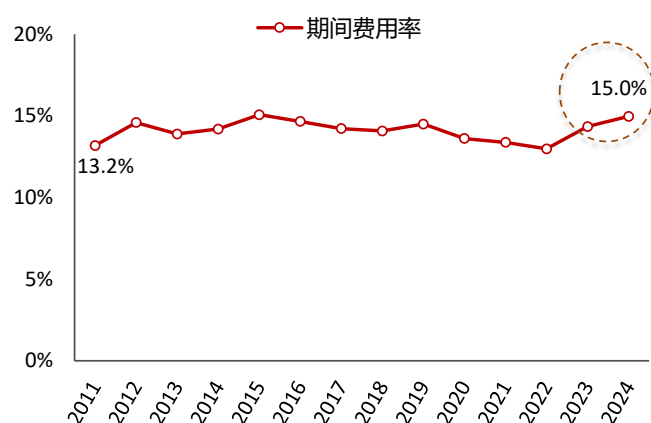
资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

图4: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)

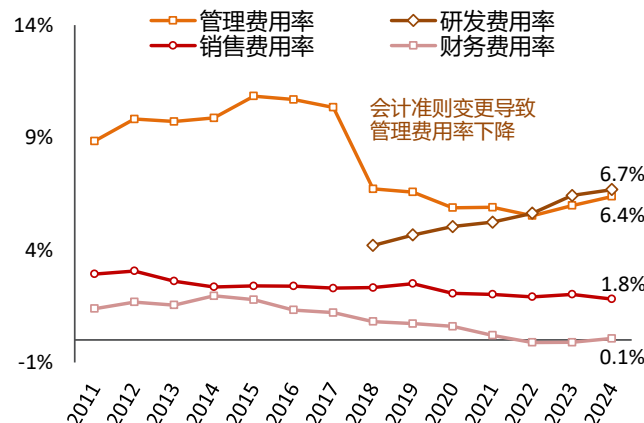


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

持续加大研发投入助力长期可持续发展。2024 年,行业期间费用同比减少 1.2% 至 686 亿元,但收入减少幅度更大,因此期间费用率同比增加 0.6ppt 至 15.0%,连续两年同比增加。具体看: **1) 管理费用率**同比增加 0.4ppt 至 6.4%; **2) 研发费用率**同比增加 0.3ppt 至 6.7%; **3) 销售费用率**同比减少 0.2ppt 至 1.8%; **4) 财务费用率**同比增加 0.2ppt 至 0.1%。研发费用率由 2018 年的 4.2% 逐年增加至 2024 年的 6.7%, 反映出行业持续加强创新的特点,即使在需求趋弱的情况下,行业仍保持持续性研发投入,企业加大研发投入力度可助力其长期可持续发展。

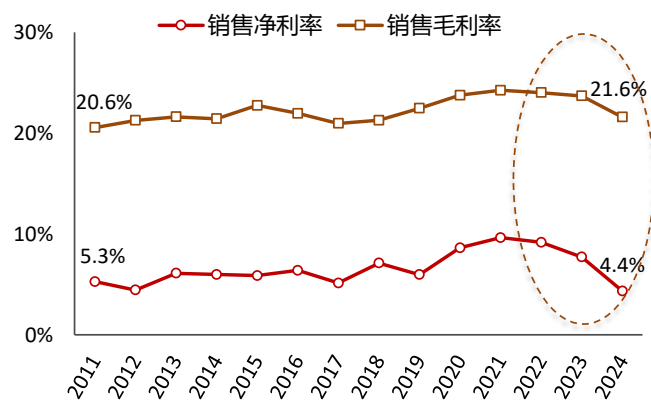
图5: 2024 年期间费用率同比增长 0.6ppt 至 15.0%


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

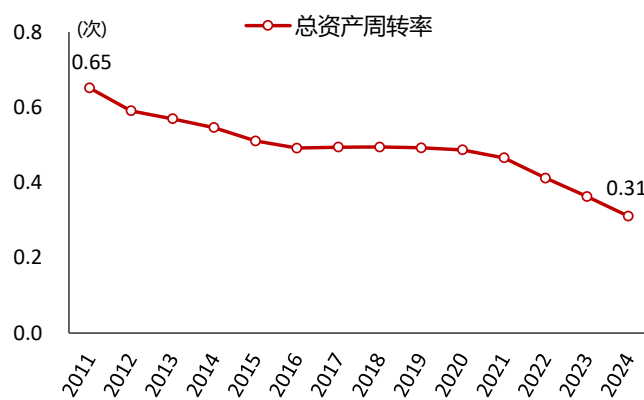
图6: 研发费用率总体呈增加趋势


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 2018 年及之后的研发费用单独披露, 因此出现管理费用率骤降的现象; 整体法, 不含舰船

2024 年盈利能力有所下降; 总资产周转率同比减少。1) 2024 年, 行业销售毛利率同比减少 2.1ppt 至 21.6%; 销售净利率同比减少 3.4ppt 至 4.4%。毛利率在一定程度上受产品结构变化和产品价格下降等因素影响, 自 2022 年开始有所下降; 净利率则受到毛利率减少、期间费用率增加、减值损失增加等影响, 同样自 2022 年开始有所降低。2) 行业总资产周转率总体呈下降趋势, 或与行业营收总收入有所下滑, 同时应收、存货规模持续增加有关。

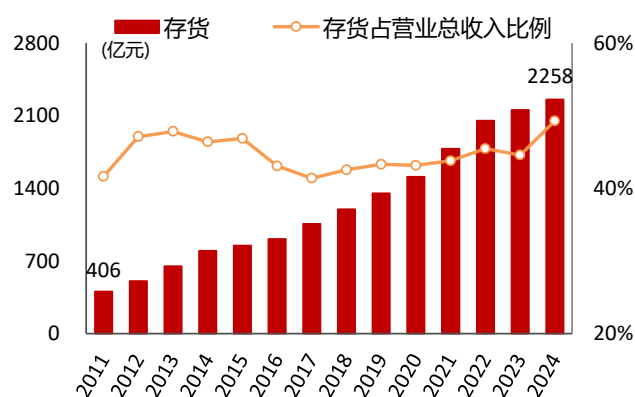
图7: 2024 年毛利率及净利率均同比减少


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

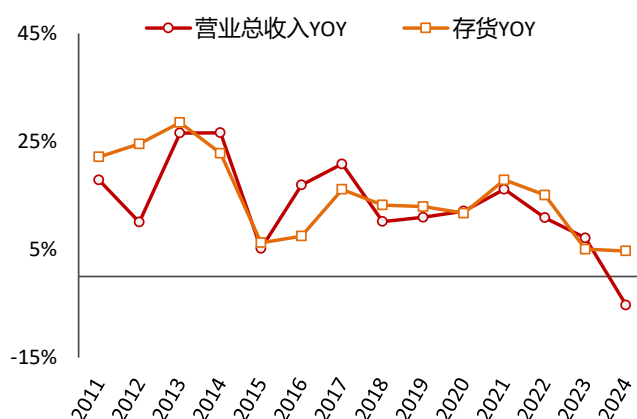
图8: 总资产周转率总体呈下降趋势


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 不含舰船

存货规模持续增长,或反映企业库存积压问题及为订单恢复做的备产准备。截至2024年12月31日,行业存货规模较2024年1月1日增长4.7%至2258亿元,存货占总收入比为49.3%,占比同比增加4.7ppt。存货占营业总收入比例的同比增加一定程度上系收入规模减少影响所致,此外,一方面,存货规模增加反映出企业库存积压的问题;另一方面,反映出企业随订单恢复做备产备料。从趋势上看,存货规模的同比增速及营业总收入同比增速总体较为一致。

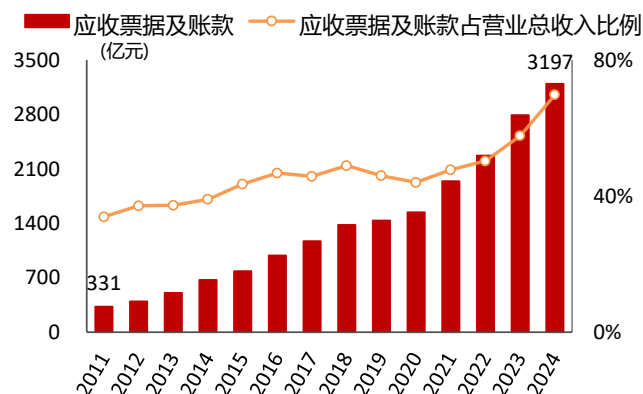
图9: 行业存货余额及占营业总收入比例


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

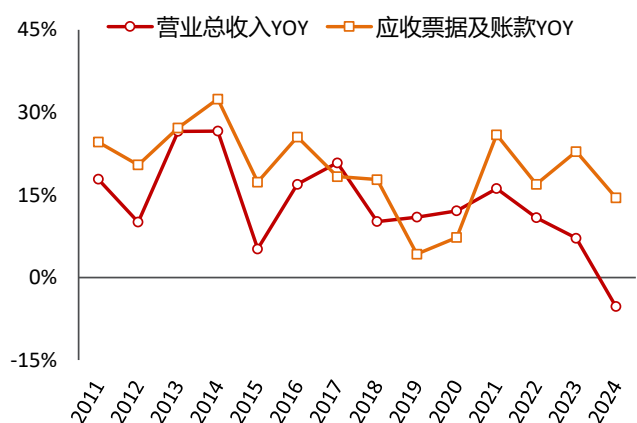
图10: 行业存货及营业总收入同比增速对比


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

应收规模增长较快,一定程度上存在信用减值风险(出于行业特殊性考虑,应收通常不会转成坏账)。截至2024年12月31日,行业应收票据及账款规模较2024年1月1日增长14.5%至3197亿元,应收票据及账款占总收入比为69.8%,占比同比增加12.1ppt。应收占营业总收入比例的同比大幅增加一定程度上系收入规模减少影响所致,同时也反映出行业当前面临较大的回款压力。从趋势上看,应收规模的同比增速与营业总收入同比增速总体较为一致。其中,2021~2024年,应收同比增速较营业总收入同比增速更高,或反映出行业回款并未出现明显好转。

图11: 行业应收余额及占营业总收入比例


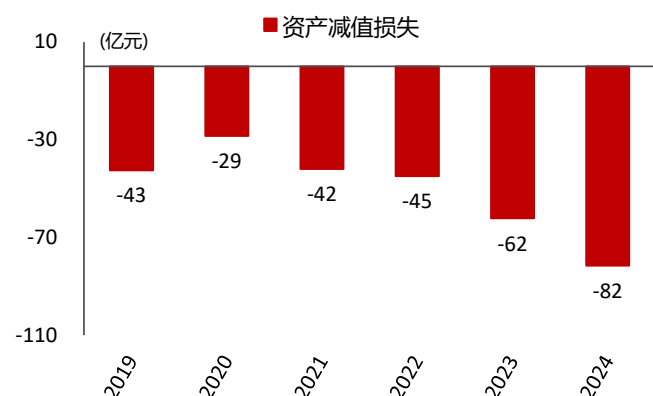
资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

图12: 行业应收及营业总收入同比增速对比


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

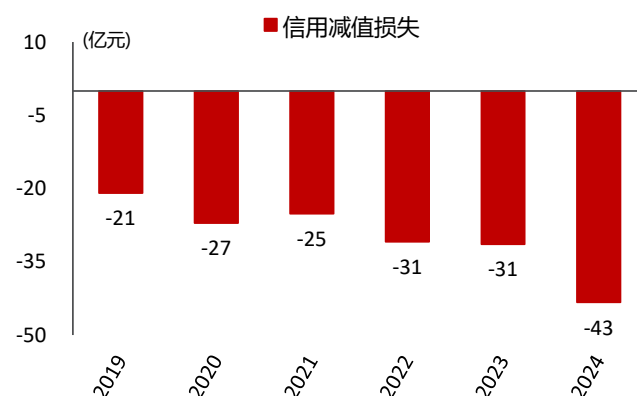
2024 年资产及信用减值损失影响行业利润。2024 年，行业资产减值损失合计 82 亿元，信用减值损失合计 43 亿元，两项计入利润表，直接影响行业归母净利润，系归母净利润同比下滑幅度较大的主要原因之一。

图13：行业资产减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

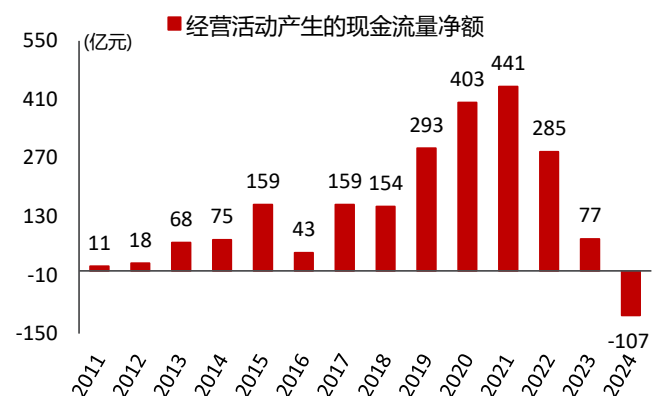
图14：行业信用减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院 注：信用减值损失自 2019 年开始计入利润表；整体法，不含舰船

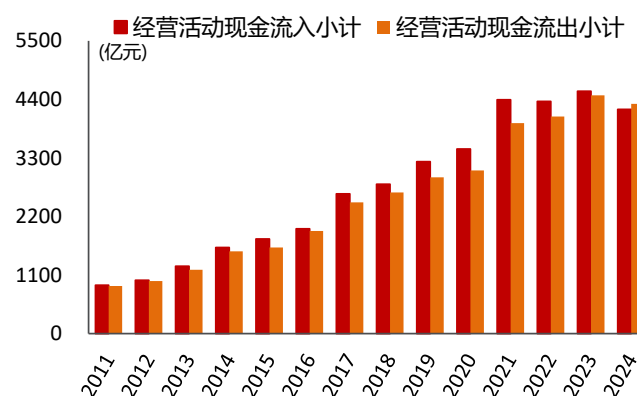
2024 年经营活动净现金流由正转负，回款压力较大。2024 年，行业经营活动产生的现金流净额为-107 亿元，2011~2023 年一直为净流入，2024 年首次净流出且金额较大，主要原因是行业产业链各个环节均面临不同程度的回款压力。

图15：行业经营活动产生的现金流净额



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图16：行业经营活动现金流入及流出小计



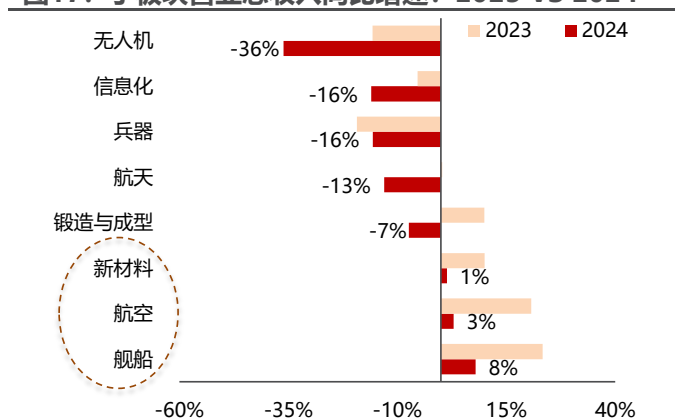
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

2 2024 年军工子板块及产业链环节业绩回顾

2.1 子板块：2024 年航天和兵器下滑较多

2024 年舰船营业总收入及归母净利润增速最高。1) 收入端：2024 年，舰船板块实现营业总收入 2251 亿元，YOY +8.0%，增速排名第一，主要系江龙船艇(+46%)、中船防务(+20%)、中国重工(+19%)、中国动力(+15%)等同比增速所驱动。2) 利润端：2024 年，舰船板块实现归母净利润 76 亿元，YOY +87.7%，增速排名第一，且是唯一实现同比正增长的板块，主要系中船防务(+685%)、中国动力(+78%)、中国重工(扭亏)等同比增长所驱动。2024 年，航天、兵器板块受需求端影响较大，因此归母净利润同比下滑幅度也较大。

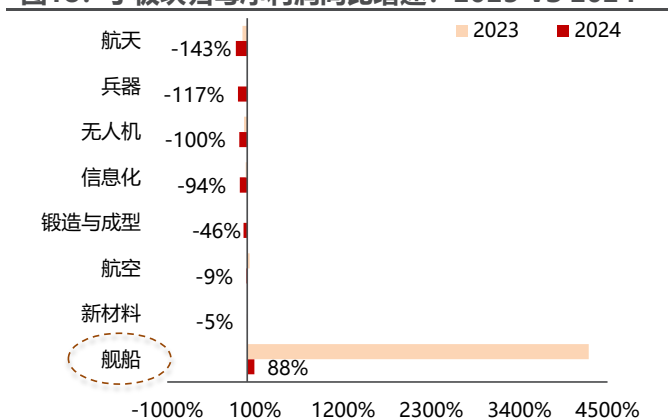
图17：子板块营业总收入同比增速：2023 VS 2024



资料来源：wind，民生证券研究院

注：整体法

图18：子板块归母净利润同比增速：2023 VS 2024

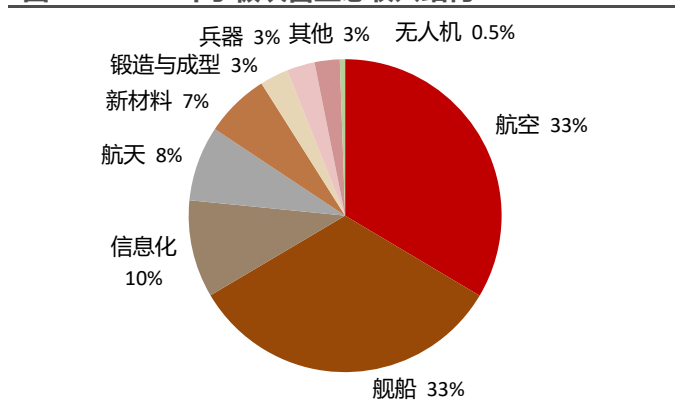


资料来源：wind，民生证券研究院

注：整体法

2024 年舰船板块净利率同比增加。2024 年：1) 子板块营业总收入/归母净利润结构：航空占比分别为 39%/33%；舰船占比分别为 26%/33%；新材料占比分别为 23%/7%；锻造与成型占比分别为 5%/3%；信息化占比分别为 2%/10%。2) 子板块净利率：舰船板块净利率同比增加 2.0ppt 至 4.1%；其余板块净利率同比均出现不同程度的减少，但新材料板块总体仍旧保持着较高的净利率水平。

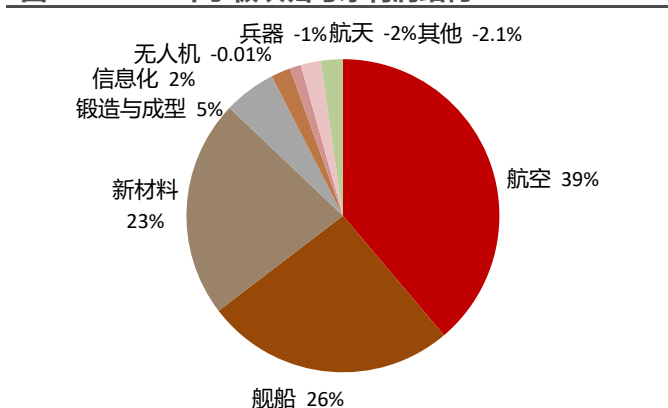
图19：2024 年子板块营业总收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

注：整体法

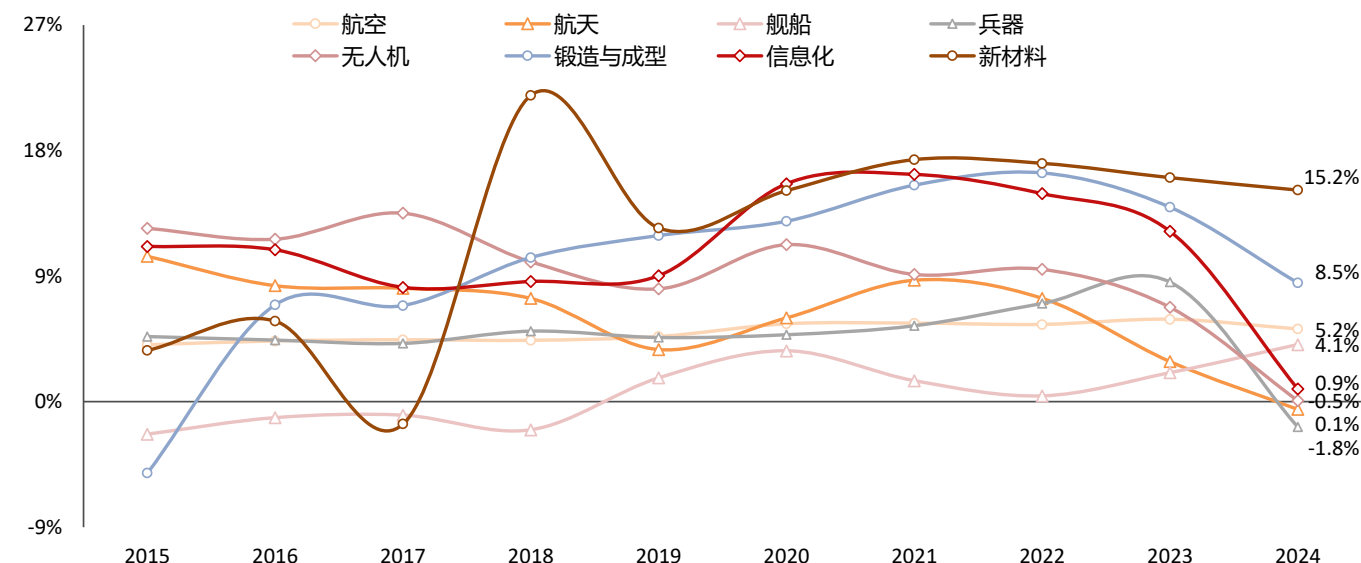
图20：2024 年子板块归母净利润结构



资料来源：wind，民生证券研究院

注：整体法

图21：2024 年，基本所有细分板块的净利率都出现了下降

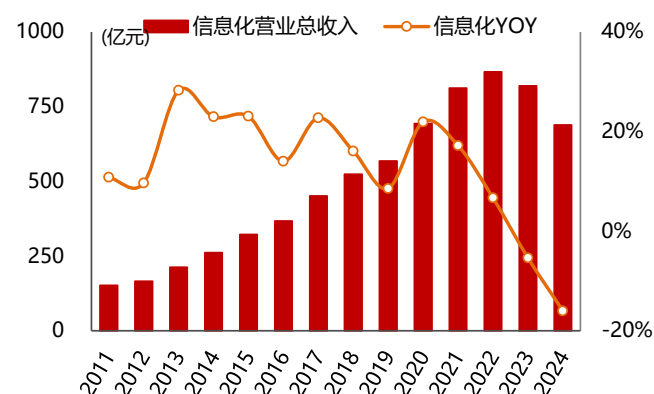


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

2024 年信息化板块归母净利润同比下滑 94.0%（基本跌至历史最低水平）。

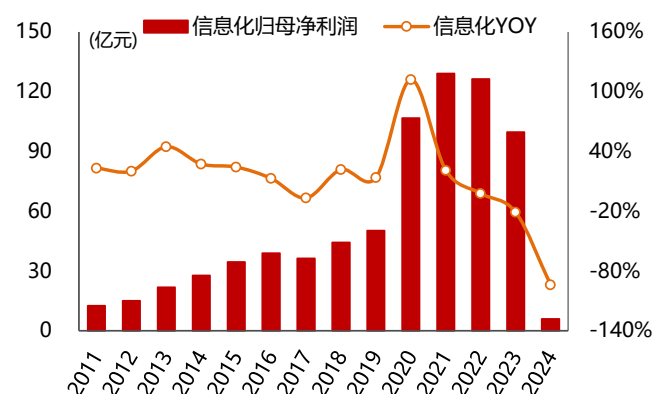
2024 年，信息化板块实现营业总收入 688 亿元，YOY -16.0%；归母净利润 6 亿元，YOY -94.0%。2023 年以来，信息化板块业绩连续两年同比下滑，且下滑幅度在逐渐加大。与其他子板块的稳健表现相比，信息化板块呈现出波动较大的特点，或与其产品迭代速度较快、价格压力较大和减值问题较多等因素有关。**2024 年，信息化重点个股归母净利润同比增速：**睿创微纳（+15%）、国睿科技（+5%）、国博电子（-20%）、火炬电子（-39%）、陕西华达（-41%）、宏达电子（-41%）、高华科技（-42%）、鸿远电子（-44%）、振华风光（-47%）、紫光国微（-53%）、振华科技（-64%）、智明达（-80%）、航天南湖（转亏）、新雷能（转亏）。

图22：信息化板块营业总收入及同比增速



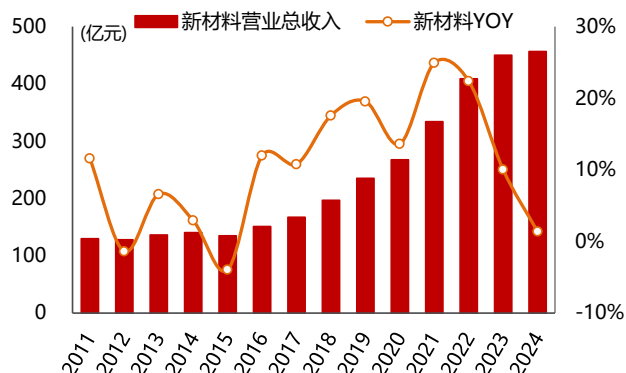
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图23：信息化板块归母净利润及同比增速

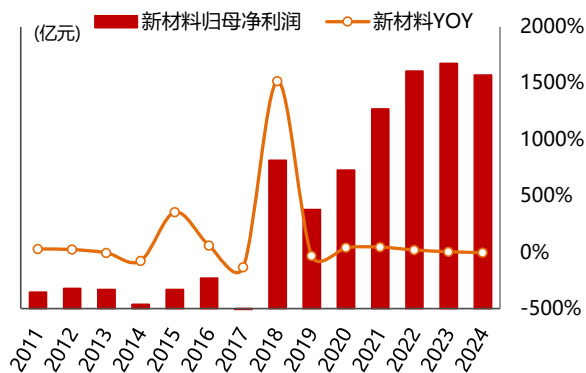


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

2024 年新材料板块归母净利润同比下滑 4.7% (业绩表现相对稳健)。2024 年,新材料板块实现营业总收入 457 亿元, YOY +1.4%; 归母净利润 66 亿元, YOY -4.7%。2024 年,新材料板块营业总收入依旧保持增长,但增速自 2022 年开始逐年下降;归母净利润出现 2020 年以来的首次同比下滑。**2024 年新材料重点个股归母净利润同比增速:**华秦科技 (+24%)、中简科技 (+23%)、隆达股份 (+19%)、光启技术 (+12%)、中航高科 (+12%)、万泽股份 (+9%)、西部超导 (+6%)、宝钛股份 (+6%)、航材股份 (+1%)、光威复材 (-15%)、图南股份 (-19%)、西部材料 (-20%)、钢研高纳 (-22%)、菲利华 (-42%)、抚顺特钢 (-69%)。

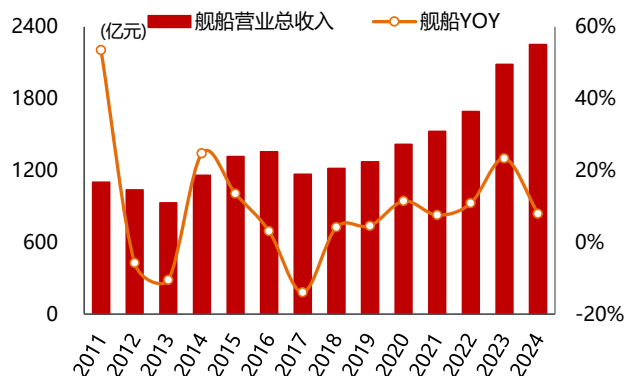
图24: 新材料板块营业总收入及同比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

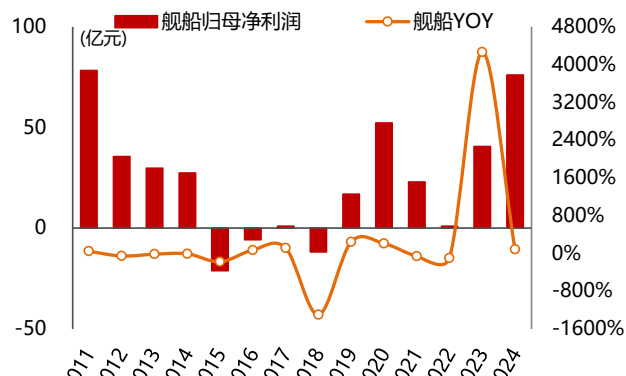
图25: 新材料板块归母净利润及同比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

2024 年舰船板块归母净利润同比增长 87.7% (是唯一实现正增长的板块)。2024 年,舰船板块实现营业总收入 2251 亿元, YOY +8.0%; 归母净利润 76 亿元, YOY +87.7%。历史上,船舶行业具有较强的周期性,归母净利润规模波动较大,且其周期较长,但自 2023 年开始,舰船板块业绩保持较快增速。**2024 年舰船重点个股归母净利润同比增速:**中船防务 (+685%)、中国动力 (+78%)、中国重工 (扭亏)。

图26: 舰船板块营业总收入及同比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

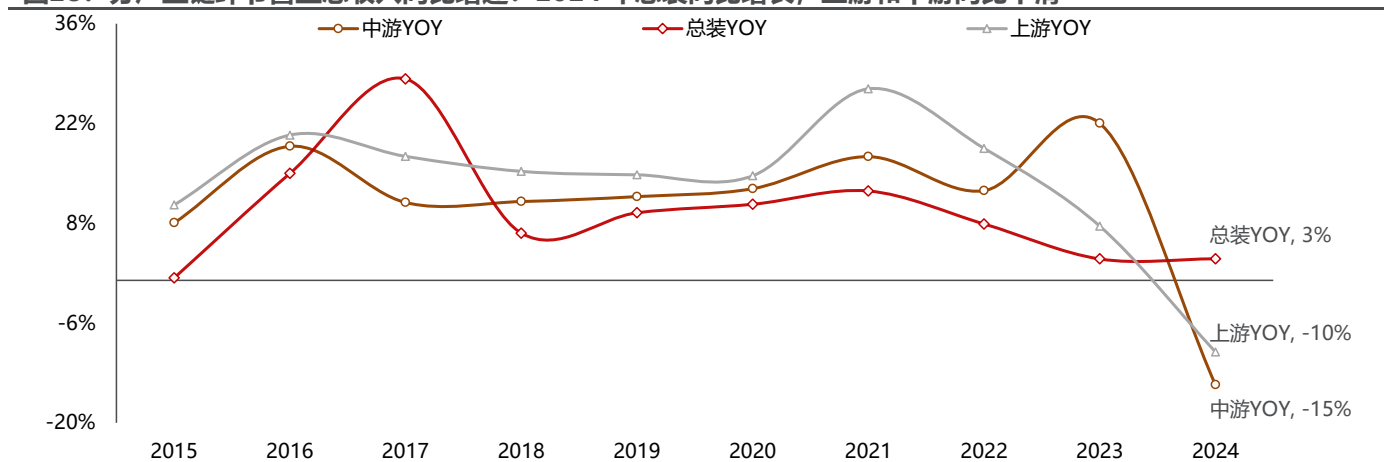
图27: 舰船板块归母净利润及同比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法

2.2 产业链：2024 年各环节归母净利润均同比下滑

收入端：2024 年总装实现同比增长。我们分析 2015~2024 年各产业链环节营业总收入的同比增速可知，各环节趋势基本一致。**2024 年，1) 上游、中游分别同比下滑 10%、15%，**具体看，2023 年增速较高的环节在 2024 年下滑幅度也更大，因此，2024 年出现同比下滑的环节，除了受到需求端阶段性调整的影响外，一定程度上也有基数的影响。**2) 总装同比增长 3%，**总体表现稳健。

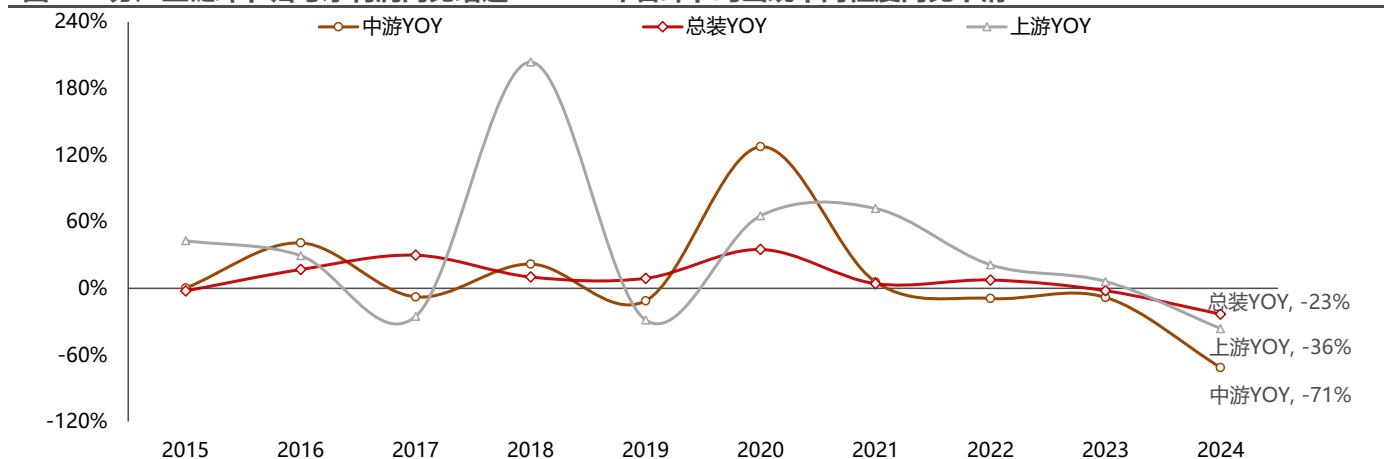
图28：分产业链环节营业总收入同比增速：2024 年总装同比增长；上游和中游同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

利润端：2024 年各环节均出现不同程度同比下滑，且幅度大于收入变动幅度。我们分析 2015~2024 年各产业链环节归母净利润的同比增速发现，增速波动较大。2024 年，总装、中游、上游归母净利润分别同比下滑 23%、71%、36%，且幅度均大于收入变动幅度，主要系产品结构变化、期间费用增加等影响所致。此外，与收入规律一致，2023 年同比增速较快的环节在 2024 年同比下滑也较多。值得注意的是，中游这种更加明显的变化，原因之一是价格追溯的影响，而这种影响对下游总装来说相对较小，对上游的影响是结构化的（部分产品不涉及审价）。

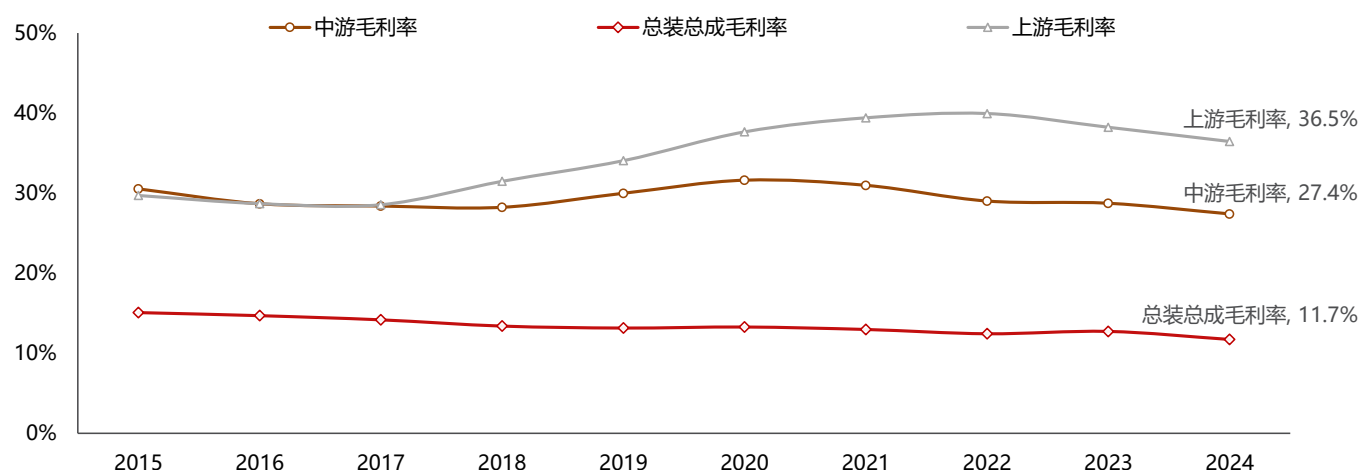
图29：分产业链环节归母净利润同比增速：2024 年各环节均出现不同程度同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

毛利率：2024 年总装同比减少幅度最小。我们分析 2015~2024 年各产业链环节毛利率：**1) 上游：**2015~2022 年，毛利率呈上升趋势且增加较快，2022 年达到 39.9%；但自 2023 年开始连续两年同比减少，产品价格下降或为主要影响因素。**2) 中游：**2015~2024 年，毛利率呈先升后降态势，自 2021 年开始连续四年同比下滑，主要系国产替代带来的上游采购成本增加所致。**3) 总装：**毛利率在 11.7%~15.1%波动，总体稳定，且 2024 年同比减少幅度也较小。

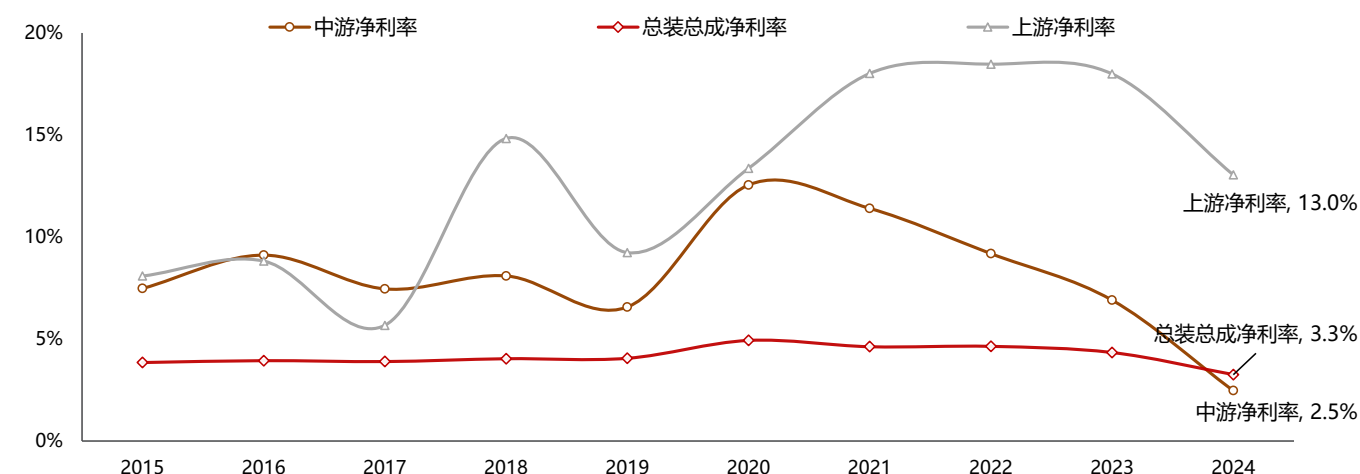
图30：分产业链环节毛利率：2024 年各环节均出现不同程度同比减少



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

净利率：2024 年总装同比减少幅度最小。我们分析 2015~2024 年各产业链环节净利率：**1) 上游：**2018 年以来净利率高于其他环节，但自 2023 年开始呈快速下降趋势，2024 年同比减少 4.9ppt 至 13.0%。**2) 中游：**2021 年以来净利率连续四年同比减少且幅度较大，其中 2024 年同比减少 4.4ppt 至 2.5%。**3) 总装：**净利率较其他环节低但波动较小，2024 年同比减少 1.1ppt 至 3.3%。

图31：分产业链环节净利率：2024 年总装净利率同比减少 1.1ppt 至 3.3%，降幅最小



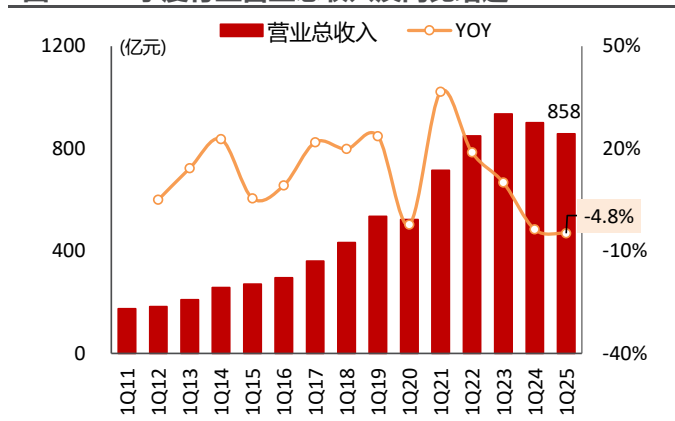
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

3 1Q25 军工营收/利润同比下滑 5%/34%

1Q25 行业营业总收入及归母净利润均出现同比下滑且利润下滑幅度更大。

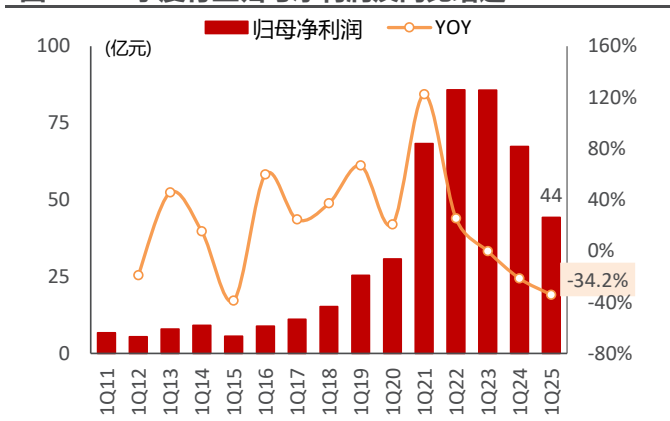
1Q25, 民生军工成分 (不含舰船) 实现营业总收入 858 亿元, YOY -4.8%; 归母净利润 44 亿元, YOY -34.2%。若包含舰船板块, 实现营业总收入 1332 亿元, YOY +0.1%; 归母净利润 65 亿元, YOY -12.7%。纵向看, 在“十四五” (2021~2025 年) 期间, 行业一季度营业总收入及归母净利润规模较历史五年周期有明显增加; 但 1Q22~1Q25 同比增速持续下滑, 主要系受行业需求端趋弱的影响所致。1Q25, 虽然行业订单已陆续有所恢复, 但考虑到企业确收周期, 行业营业总收入同比仍然下滑, 幅度为 4.8%。归母净利润同比下滑幅度较 1Q24 仍在增加, 主要系减值、费用等影响所致。

图32：一季度行业营业总收入及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

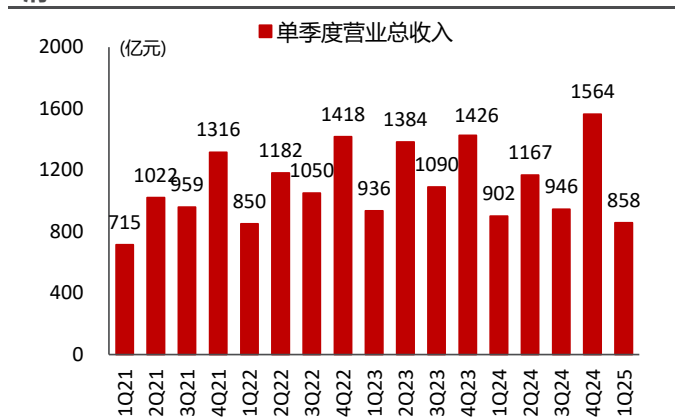
图33：一季度行业归母净利润及同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

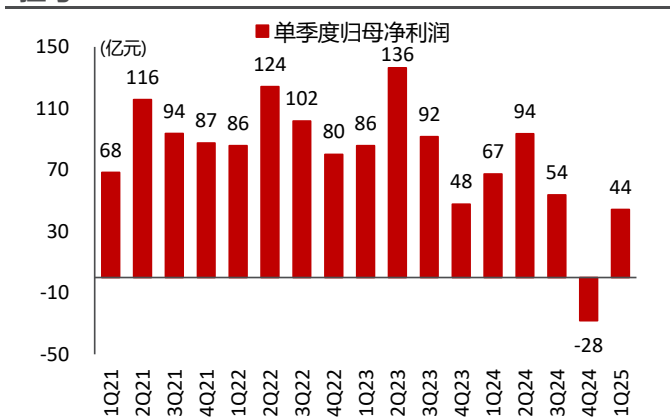
1Q25 行业归母净利润环比扭亏。1) 收入端: 2021~2024 年, 行业二季度和四季度收入规模较一季度和三季度更大。1Q25, 营业总收入同比/环比分别下滑 4.8%/45.1%。**2) 利润端:** 4Q24, 受到需求端调整及减值增加等影响, 行业归母净利润为负; 1Q25, 行业归母净利润同比下滑 34.2%; 环比扭亏。

图34：行业单季度营业总收入：1Q25 同比及环比均下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

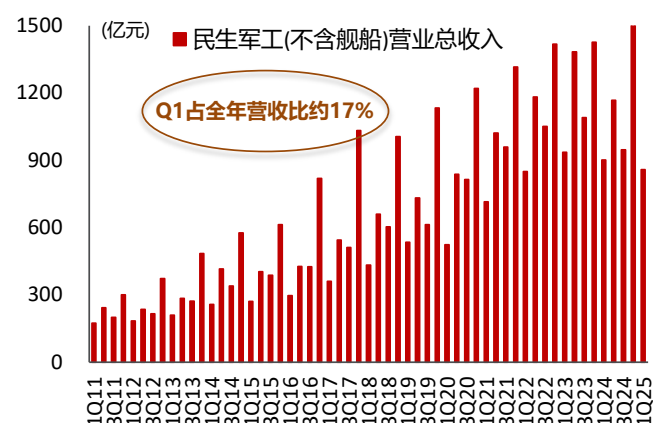
图35：行业单季度归母净利润：1Q25 同比下滑；环比扭亏



资料来源: wind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

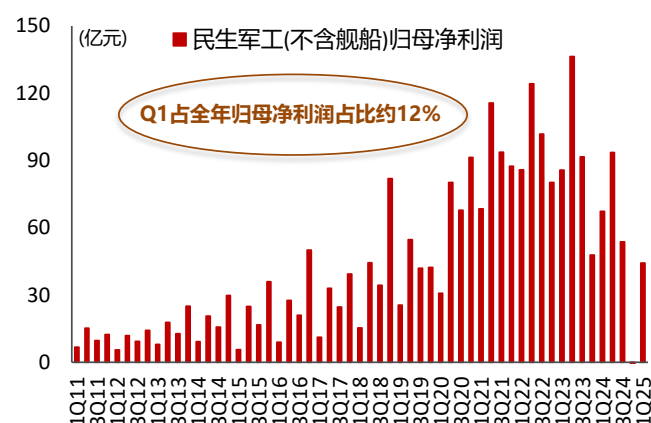
一季度营业总收入/归母净利润占全年 17%/12%。我们分析 2011~2025 年单季度数据发现，一季度营业总收入占全年比例为 17%；归母净利润占全年比例为 12%。从全年维度看，四个季度营业总收入占比分别为 17%、25%、22%、36%；归母净利润占比分别为 12%、30%、23%、35%。一般来看，行业二季度和四季度的营业总收入及归母净利润在全年四个季度中占比较高；一季度和三季度则占比相对较低。

图36：一季度占全年营业总收入比约为 17%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

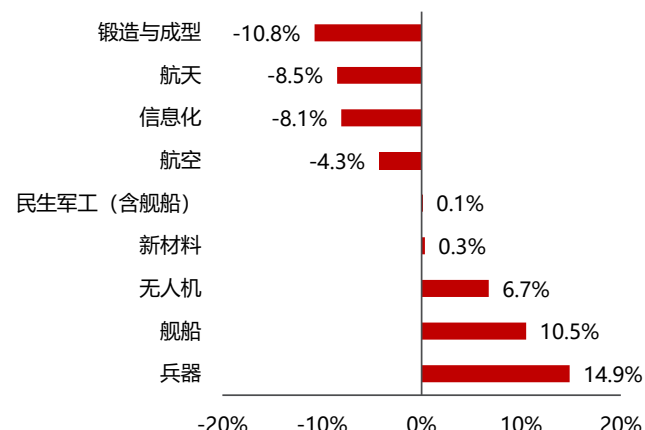
图37：一季度占全年归母净利润比约为 12%



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

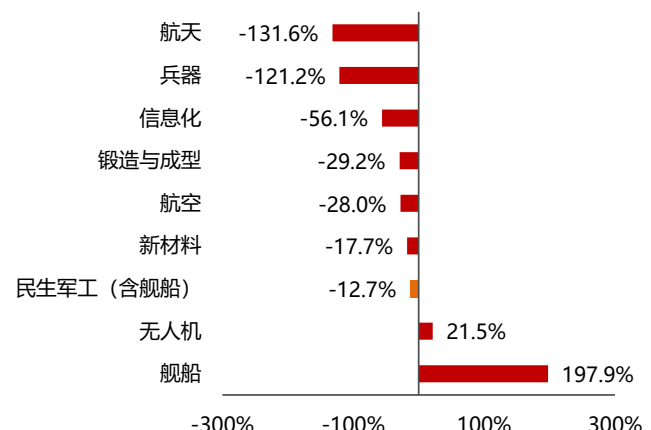
1Q25 舰船及无人机板块归母净利润实现同比增长。1) 收入端：1Q25，兵器、舰船、无人机、新材料板块营业总收入同比分别增长 15%、10%、7%、0.3%；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，锻造与成型板块同比下滑幅度最大，达到 11%。2) 利润端：1Q25，舰船、无人机板块归母净利润实现同比增长，其余板块均出现不同程度的下滑，其中，航天、兵器、无人机板块亏损。

图38：1Q25 子板块营业总收入同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图39：1Q25 子板块归母净利润同比增速



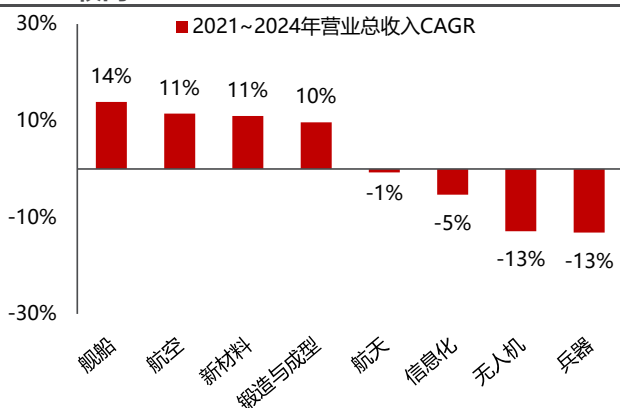
资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

4 三年维度：舰船板块业绩增速最快

子板块三年 GAGR：舰船板块营业总收入及归母净利润增速最高。1) 收入端：

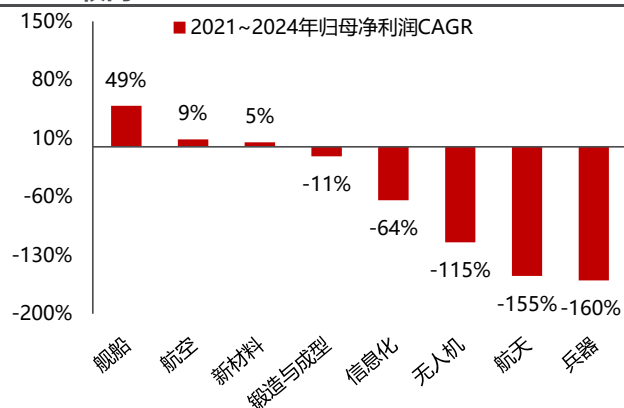
2021~2024 年，舰船、新材料板块 CAGR 领先于其他板块，分别为 14%、11%；新材料、锻造与成型板块也实现了正增长，增速分别为 11%、10%；其余板块均出现不同程度的下滑。2) 利润端：2021~2024 年，舰船、航空板块 CAGR 领先于其他板块，分别为 49%、9%；新材料板块也实现了正增长，增速是 5%；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，航天、兵器板块 CAGR 分别为-160%、-155%，受到需求端影响较大。

图40：2021~2024 年舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图41：2021~2024 年舰船、航空板块归母净利润 CAGR 较高

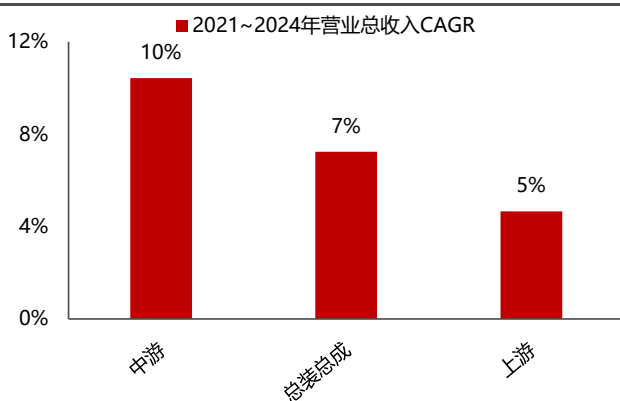


资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

产业链三年 CAGR：中游环节营业总收入增速最高。1) 收入端：2021~2024

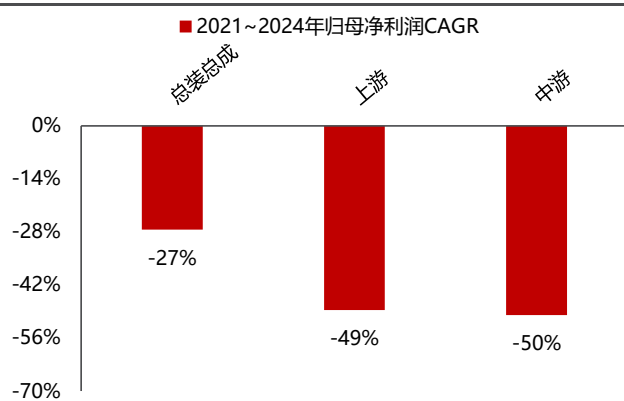
年，中游 CAGR 领先于其他环节，为 10%；总装、上游环节也实现了正增长，CAGR 分别为 7%、5%。2) 利润端：2021~2024 年，总装、上游、中游环节 CAGR 均为负，分别为-27%、-49%、-50%；总体看，总装环节归母净利润下滑幅度较小，表现更为稳健。

图42：2021~2024 年中游营业总收入 CAGR 最高



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

图43：2021~2024 年各环节归母净利润 CAGR 为负



资料来源：wind，民生证券研究院 注：整体法

5 风险提示

1) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

2) 产品价格下降。国防军工行业下游装备有低成本化趋势，价格下降后向全产业链传导压力，产业链各环节企业或将面临产品价格下降的风险。

3) 行业政策发生变化。国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 行业营业总收入同比增速 (含/不含舰船)	3
图 2: 行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)	3
图 3: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)	3
图 4: 行业营业总收入及同比增速 (不含舰船)	3
图 5: 2024 年期间费用率同比增长 0.6ppt 至 15.0%	4
图 6: 研发费用率总体呈增加趋势	4
图 7: 2024 年毛利率及净利率均同比减少	4
图 8: 总资产周转率总体呈下降趋势	4
图 9: 行业存货余额及占营业总收入比例	5
图 10: 行业存货及营业总收入同比增速对比	5
图 11: 行业应收余额及占营业总收入比例	5
图 12: 行业应收及营业总收入同比增速对比	5
图 13: 行业资产减值损失	6
图 14: 行业信用减值损失	6
图 15: 行业经营活动产生的现金流净额	6
图 16: 行业经营活动现金流入及流出小计	6
图 17: 子板块营业总收入同比增速: 2023 VS 2024	7
图 18: 子板块归母净利润同比增速: 2023 VS 2024	7
图 19: 2024 年子板块营业总收入结构	7
图 20: 2024 年子板块归母净利润结构	7
图 21: 2024 年, 基本所有细分板块的净利率都出现了下降	8
图 22: 信息化板块营业总收入及同比增速	8
图 23: 信息化板块归母净利润及同比增速	8
图 24: 新材料板块营业总收入及同比增速	9
图 25: 新材料板块归母净利润及同比增速	9
图 26: 舰船板块营业总收入及同比增速	9
图 27: 舰船板块归母净利润及同比增速	9
图 28: 分产业链环节营业总收入同比增速: 2024 年总装同比增长; 上游和中游同比下滑	10
图 29: 分产业链环节归母净利润同比增速: 2024 年各环节均出现不同程度同比下滑	10
图 30: 分产业链环节毛利率: 2024 年各环节均出现不同程度同比减少	11
图 31: 分产业链环节净利率: 2024 年总装净利率同比减少 1.1ppt 至 3.3%, 降幅最小	11
图 32: 一季度行业营业总收入及同比增速	12
图 33: 一季度行业归母净利润及同比增速	12
图 34: 行业单季度营业总收入: 1Q25 同比及环比均下滑	12
图 35: 行业单季度归母净利润: 1Q25 同比下滑; 环比扭亏	12
图 36: 一季度占全年营业总收入比约为 17%	13
图 37: 一季度占全年归母净利润比约为 12%	13
图 38: 1Q25 子板块营业总收入同比增速	13
图 39: 1Q25 子板块归母净利润同比增速	13
图 40: 2021~2024 年舰船、航空板块营业总收入 CAGR 较高	14
图 41: 2021~2024 年舰船、航空板块归母净利润 CAGR 较高	14
图 42: 2021~2024 年中游营业总收入 CAGR 最高	14
图 43: 2021~2024 年各环节归母净利润 CAGR 为负	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048