



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

国防军工周报(2.26-3.03): 海外及国内国防代表性公司23 年经营情况分析

国联证券国防军工研究团队

证券研究报告

2024年3月3日

目

录

第一部分

国内国防代表性公司23年经营情况分析

第二部分

海外国防代表性公司23年经营情况分析





1、国内国防代表性公司23年经营情况分析

中航沈飞23年业绩快报：龙头业绩符合预期落地，主机厂利润率企稳预期强化

总体情况：

公司发布23A业绩快报，2023年收入为462.5亿元，同增11.18%，归母净利润为30.1亿，同增30.51%，扣非净利润29.1亿元，同增32.81%。单四季度实现收入116.16亿元，同增2.6%，归母净利润6.44亿元，同增14.0%。单四季度净利率为5.54%，全年净利率6.50%。

详细解读：

收入端增速是行业需求断档的体现，持续效率提升利润端增速较快。当前来看歼击机产业链整体的订单连续性亦受到一定的影响，因此公司逐季度的收入增速有所下滑，我们认为这是行业的客观条件，同比增长已体现了公司较好的收入确认规划。净利率全年6.50% (+0.94pct) 创历史新高，体现公司修炼内功、优质运营下的效率提升能力。

预计公司作为歼击机链长龙头有望率先订单需求明朗化，后续的持续成长性短期看海装方向的订单落地，中期看新四代机的需求明确，长期看外贸订单以及维护维修业务的起量，驱动长期成长逻辑和短期业绩兑现，同时对比上游也没有格局和降价的问题，仍然是军工当前逻辑最强的绝对龙头。

中航沈飞作为军工板块少有的23年业绩稳健的主机厂，主动发布业绩快报，业绩的企稳落地有望牵引当前军工板块企稳，同时我们注意到沈飞23年ROE已到了20.95%，整体或已步入价值区间。

中国船舶23年业绩预告：四季度扣非证明业绩潜力，重点关注其毛利率的突出变化

总体情况：

公司发布2023年业绩预增公告，预计2023年归母净利润27-32亿元，同比增加1470.95%至1761.87%，预计2023年度扣非归母净利润为-5亿元至0元，上年同期为-27.48亿元。

详细解读：

归母净利润大幅增加主要为政府补助及海工平台冲回导致的大额非经常性损益。业绩预告显示2023年公司预计归母净利润为27-32亿元，其中政府补助及海工平台处置产生的非经常性损益金额共计32亿元左右。公司三季报显示，全资子公司上海外高桥造船有限公司处置海工平台资产产生收益25.21亿元同时收到政府补助2亿元，故预计四季度产生非经常性损益5亿元左右。

2023年单四季度业绩证明高价船对公司业绩贡献显著，业绩或逐季兑现趋势确立。业绩预告显示2023全年亏损约-5亿至0元，全年亏损同比大幅收窄。根据Vessel Value统计数据显示，2023年下半年交付船舶为2019年、2020年以及2021年上半年下定船舶，2021年开始的高价船舶已对公司业绩产生明显积极影响；2021年三季度后下定的高船价、低钢价船舶最早于2024年一季度开始陆续交付，业绩兑现趋势确立，预计从24中报进入业绩高景气周期。

本轮造船周期特点为产能受限+更新周期，目前业绩仍为疫情期间的集运订单的兑现，油船及散货船尚未进入集中换船周期，且由于散货船的结构特点，其建造周期更短，毛利率更高，目前船厂仍未进入产能利用率最高状态，鉴于中国船舶是本轮造船周期龙头企业，看好其后期持续接单能力及毛利率改善情况。

中航光电23年业绩快报：剔除股份支付利润增速好于表观，四季度或反映在手订单仍然乐观

总体情况：

公司发布2023年业绩预增公告，预计2023年营收200.72亿元，同比增长26.73%；归母净利润33.41亿元，同比增长22.93%。其中单四季度来看，23Q4实现营业收入47.13亿元，同比增长39.26%。归母净利润4.47亿元，同比增长3.36%。

详细解读：

剔除股权激励摊销对公司影响，公司净利润依然保持快速增长。2022年年报披露，公司股权激励摊销1.24亿元（以销售/管理费用明细为准）；根据2022年12月公司授予股票公告，2023年股权激励摊销费用4.16亿元（5年共摊销11.5亿元，2023年为摊销峰值）。剔除股权激励摊销影响，公司2022/2023年归母净利润约为28.42/37.57亿元，2023年实际测算的经营性净利润增长率约为32.18%，高于2023年营收增长，在军工2023年需求不明朗的背景下难能可贵。

四季度营收同比快速增长，期间费用集中归集下净利润增速一般。2023第四季度营收47.13亿元，同增39.26%。归母净利润4.47亿元，同比3.36%，增速低于营收增速。考虑到自2021年以来公司第四季度归母利润均明显低于其他三个季度，四季度一般是国央企集中将预算中的费用进行集中归集的季度，也伴随着部分回款较难的情况下的信用减值计提，因此利润增速较低是可以理解的。

考虑增值税以及部分阶梯降价影响，净利率持续提升仍彰显公司较强的成本管控能力。在排除掉股权激励摊销影响后，公司净利润率从2022年的17.95%提升至2023年的18.72%，净利润率提升0.77pct。考虑到2023年行业整体受增值税改革、降价等不利因素影响，公司净利率提升彰显公司：
1、较强的成本管控及优秀治理能力；2、军品产业链纵向一体化下互通互联一站式解决方案的附加值显著提升；3、民品在规模持续扩大品类持续拓展下的盈利能力提升。

图南股份23年业绩预告：发动机产业客观条件约束，公司凭借优势布局仍然完成业绩预期

总体情况：

公司发布23A业绩预告，2023年归母净利润预计为3.2-3.4亿元，同增25.6%-33.4%，扣非净利润预计为3.02-3.22亿元，同增20.8%-28.9%。单四季度来看，归母净利润预计为0.59-0.79亿元，同增-15.1%-+13.6%，环比下降3.4%-27.8%。23年归母净利润中位数为3.3亿，预计增长29.5%。

详细解读：

受二季度末开始航发去库存影响，公司成附件需求端承压。自三季度开始公司受到主要大客户去库存影响，成附件（铸造产品）需求承压，高毛利产品的需求断档下业绩环比有所下滑。同时考虑当前军工的回款环境较差，我们预测公司四季度或有一定信用减值损失，实际经营表现好于报表。

单机价值量持续提升叠加原材料需求回暖，2024沈阳产能开始贡献EPS未来仍然可期。当前公司在主力大型号的单机价值量仍处于持续提升的态势，ASP或提升较大弥补主力型号增速下滑。同时当前公司母合金需求在四季度已恢复。2024年沈阳图南精密部件或开始贡献EPS，若正常落地存在业绩上修的可能。

公司的alpha在军工好的时候和差的时候都能体现，作为民营企业优秀的画像，深度绑定战略客户持续进行能力圈拓展。其产品高温合金和精铸机匣拥有壁垒高、格局好的特征，精铸机匣大单品市占率高，降价压力很小。未来成长主要看点在：新型号新产品持续更迭，设立全资子公司沈阳图南预计今年带来业绩新增长点。

西部超导23年业绩快报：多重成长逻辑逐步兑现熨平主业需求波动周期

总体情况：

公司发布2023年业绩快报公告，预计2023年营业收入约41.59亿元，同比减少1.61%；归母净利润约7.53亿元，同比减少30.25%。其中单四季度，营收10.71亿元，同比增加11.49%，环比增加9.70%，归母净利润1.71亿元，同比减少22.98%，环比增加5.71%。

详细解读：

23年收入几乎没有下滑说明二、三成长曲线增长趋势良好，净利率下滑主要是高毛利业务结构性下滑严重。23年全年收入几乎跟22年持平，在整体钛合金产销量相较年初预期下滑较大的背景下，其他业务增长较好。预计23年公司发动机方向钛合金整体占比提升，高温合金收入跃升，超导磁体业务同样在开拓光伏新需求下实现良好增长。但高毛利产品的结构性下滑下公司毛利率下滑较大，因此23年净利率（18.11%）同比下滑7.80pct（22A是25.91%）。

单四季度收入同环比均出现增长或为积极信号，底部耐心等待终端客户需求订单明确。公司单四季度营收10.71亿元，同比增加11.49%，环比增加9.70%，虽然净利润1.71亿元同比减少22.98%，考虑到主业钛合金是较为前置的需求，四季度中结构性或已几乎没有高毛利钛合金产品，公司仍然显示出在需求断档的背景下的显著alpha。目前来看公司业绩的核心矛盾在于第一大客户需求的反转，但报表显示对于单一的依赖度已经大幅降低，多业务布局的alpha属性尽显。

► 中科星图23年业绩预告：多重成长逻辑逐步兑现熨平主业需求波动周期

▼ 总体情况：

▼ 公司发布2023年业绩预告公告，预计23年营业收入25.3亿元，同比增加60.37%，归母净利润3.45亿元，同比增加42.10%，扣非归母净利润2.31亿元，同比增加37.34%。单四季度，营收11.29亿元，同比增加50.72%，归母净利润2.42亿元，同比增加40.99%。

▼ 详细解读：

▼ 特种遥感领域当前属于新质新域领域中订单确定性较高的方向，公司作为核心卡位国企受益于特种需求领域持续旺盛，订单充足。遥感领域的应用目前在我国属于比较前沿新兴的领域，狭义遥感软件及应用的市场比较有限，目前客户主要以特种需求、G端需求为主。受益于当前融合通信联合指挥作战的需求，整体军用遥感目前的产业发展处于0-1加速阶段，公司作为中科院空天院下属单位，优先承接优质下游客户需求订单，渗透率持续提升，整体主业订单和业绩明确。

▼ 万亿国债的自上而下持续拉动，民用水利、农业、应急等方向将成为后续主要发展驱动力。公司由于是国企性质的单位，过去相对于竞争对手航天宏图、超图软件等公司在民用领域布局不足，但凭借股东优势和深度绑定部分地方政府，中科星图也将有望受益于这个趋势。从公司的中长期发展趋势来看，由于不同的体制和优势，航天宏图是选择一体化延伸，中科星图趋向于平台化发展。

▼ 公司持续布局二、三次成长曲线，持续弥补主业的周期性，酝酿成长性。公司的所有业务底层的架构都是一致的，1+1+1+N，设施、超算、云平台都是最底层的1，上面一层是基础平台idata/ifactory都是通用的数据处理、数据库平台型的产品，公司将部分产品的共性相结合，然后针对不同的特性进行定制化处理，大模型可以快捷的搭建数字地球，然后推向C端。

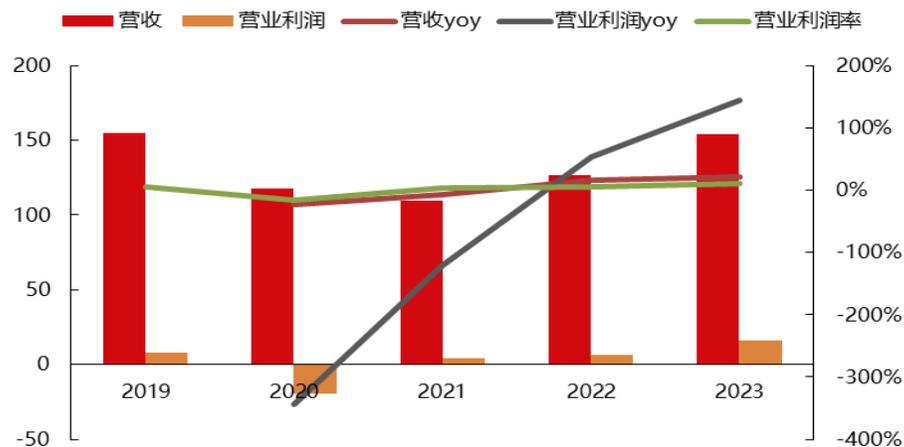


2、海外国防代表性公司23年经营情况分析

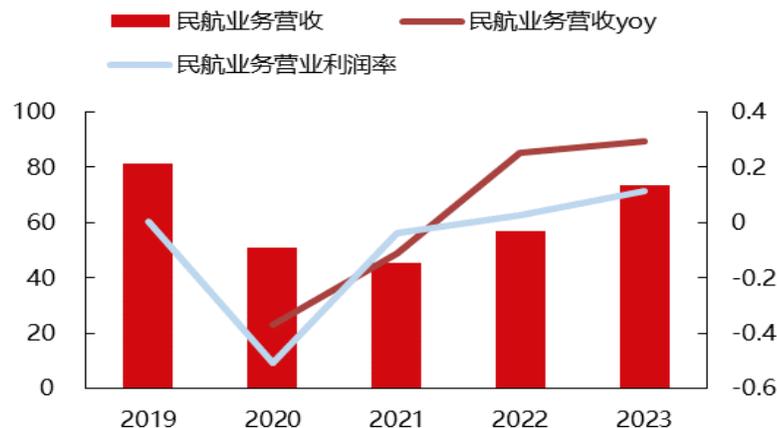
罗罗23年年报：民航业务表现亮眼，新机交付指引下转包供应商有望受益

- ▼ **总体情况**：23年罗罗公司营收154.09亿英镑，同比+21%，营业利润16亿英镑，同比+143%，营业利润率10.3%，同比+ 5.2pcts，业绩表现亮眼得益于民航业务进一步恢复，发动机维护价格的上涨与公司实现削减成本行动进行严格的成本管理。
- ▼ **分业务来看**民航业务增长强劲，国防业务与电力业务实现双位数增长，**24年指引**：基本营业利润在17-20亿英镑。
- ▼ **民航部门**受益于大型发动机交付与售后市场增长业绩亮眼：**23年**营收73.48亿英镑，同比+29%，营业利润8.5亿英镑，同比+497%，营业利润率为11.6%，同比+9.1pcts。其中新机收入为27.19亿英镑，占比37%，yoy+36%，23年发动机新机交付458台（yoy+29%），大型发动机交付262台（yoy+38%）。售后服务46.29亿英镑，占比63%，yoy+25%，售后服务受益航线进一步恢复，航班运输时间增加。
- ▼ **公司预计**24年大型发动机飞行时间将增长到19年100-110%水平，新机交付总数将达到500-550台（yoy+9%-20%），基于高毛利大型发动机占比高预计民航新机收入增速将更高，罗罗转包供应商有望受益。

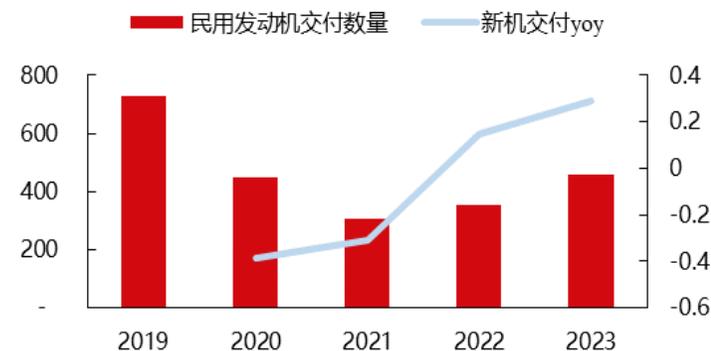
罗罗公司总体财务情况（亿英镑）



民航业务财务情况（亿英镑）



民用发动机交付数量变化



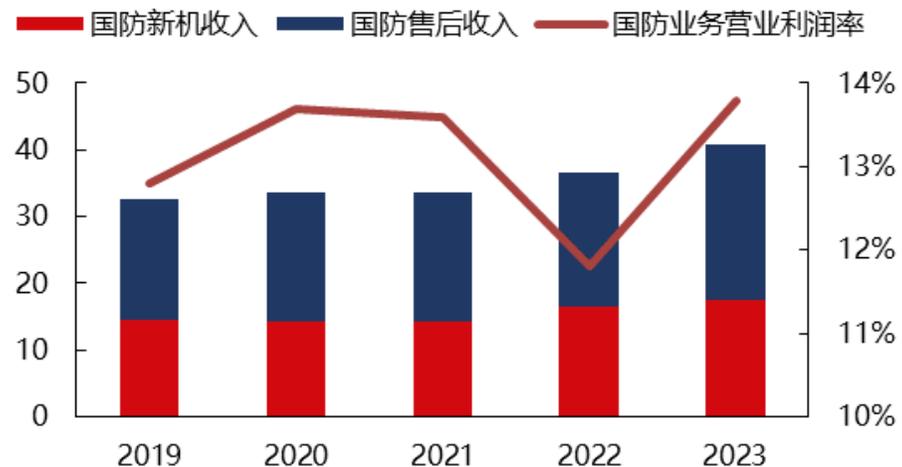
罗罗23年年报：国防业务稳健增长，高毛利售后服务增速较快牵引利润率提升

国防业务：战斗机与潜艇增速快，售后服务带动利润率提升。23年收入40.77亿英镑，yoy+12%，营业利润5.62亿英镑，yoy+30%，营业利润率13.8%，yoy+1.9pcts。其中，新机交付收入为17.53亿英镑，占比43%，yoy+8%，售后服务收入23.24亿英镑，占比57%，yoy+14%，分产品来看，战斗机与潜艇收入增速最快分别为18%/20%。售后服务占比高为54%，23年增速为16%，高毛利特征带动国防业务稳健增长。航发维修赛道长坡厚雪属性再次验证。

国防业务财务情况（亿英镑）



国防业务分结构情况（亿英镑）

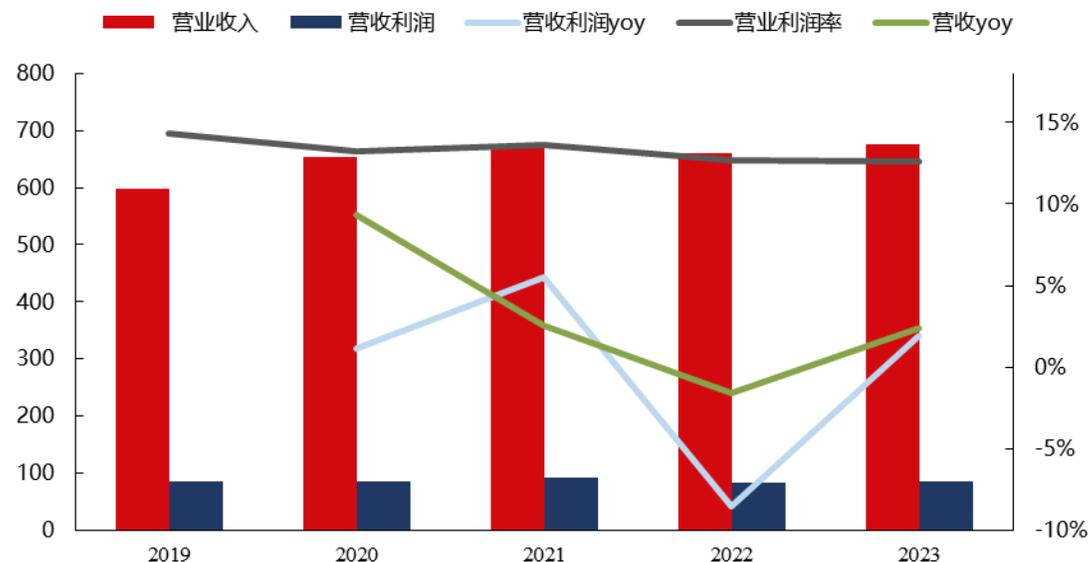


洛马23年年报：总体收入微增，空间业务增长相对较快，

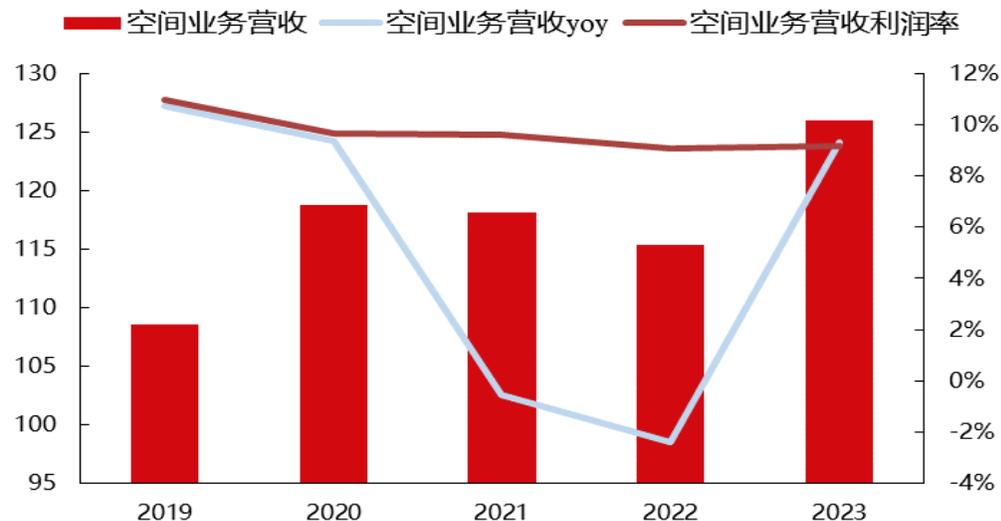
总体情况：23年洛克希德马丁公司营收675.71亿美元，同比+2.41%，营业利润85.05亿美元，同比+1.9%，营业利润率12.59%，同比-0.06pcts。23年积压订单推高至创纪录的1606亿美元。分业务看，航空业务微增、导弹和火控（MFC）、旋转和任务系统（RMS）基本持平，太空业务增速相对较快。24年指引：总收入实现低个位数增长。

空间部门业绩增长受益于国家安全空间计划：23年营收126.05亿美元，同比+9.15%，营业利润11.58亿美元，同比+10%。这主要来自NGI开发计划和FBM计划数量增加带动公司业务增长。

洛马公司总体财务情况（亿美元）



空间业务财务情况（亿美元）

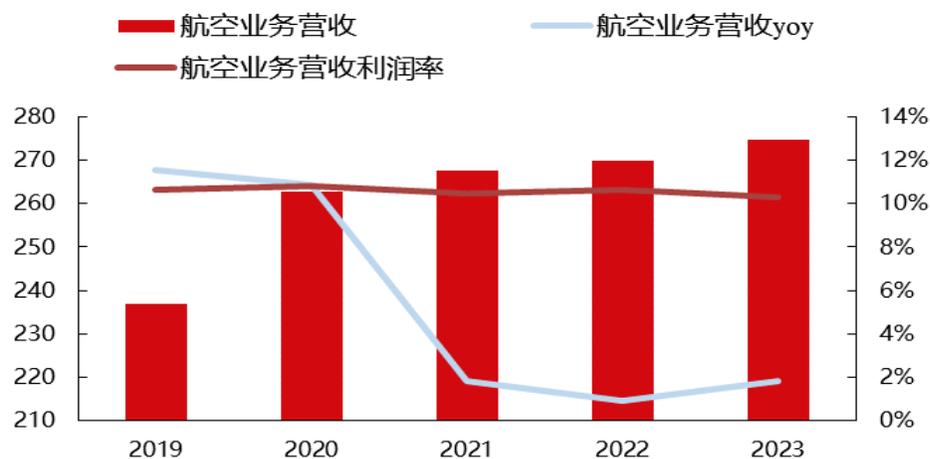


洛马23年年报：航空业务增速较缓受F-35交付减少影响，F-3524年数字化水平将进一步升级

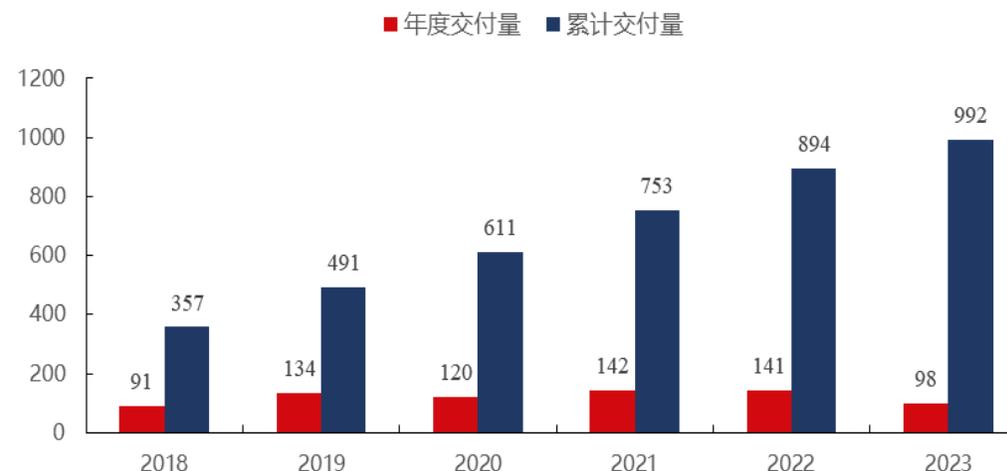
航空业务增速较缓受F-35交付量减少影响：23年营收274.74亿美元，同比+1.8%。23年营业利润28.25亿美元，同比-1%，“臭鼬工厂”和F-16的增长超过了F-35的低个位数下降。利润下降了1%，主要是由于利润调整偏低。23年订单增长了6%，达到600亿美元，全部机型订单约600架。

F-35 24年数字化水平将进一步升级：F-35 23年交付98架主要受TR3软件更新带来的延误，使得美国空军拒绝接收新机（22年交付141架），预计24年第三季度搭载TR-3硬件（提供机载数字基础设施，包括数据存储、数据处理和飞行员用户界面）的F-35将开始交付。

航空业务财务情况（亿美元）



F-35交付数量情况(架)



▶ Howmet23年年报：公司总体收入业绩增长强劲，发动机铸件、飞机紧固件增长亮眼

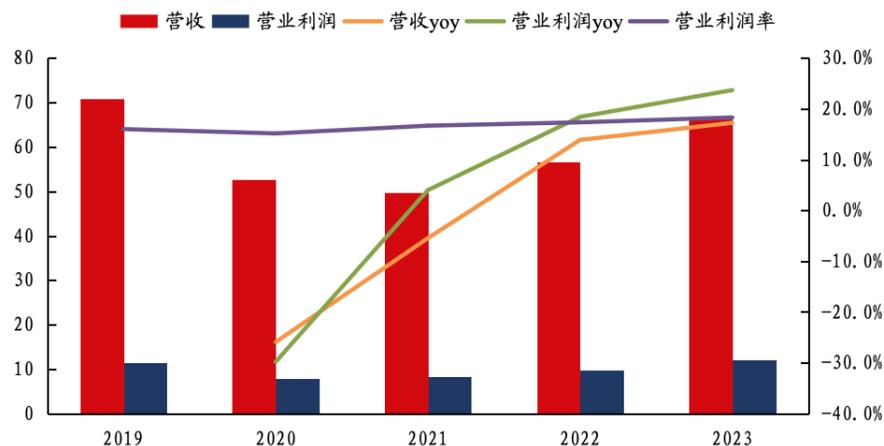
▼ **总体情况：**23年Howmet公司全年营收66.4亿美元，同比+17.25%，营业利润12.16亿美元，同比+ 23.7%，营业利润率18.31%，同比+ 0.95pcts；

▼ **分领域来看，**航空航天(商业和国防)、商业运输以及工业和其他市场业务均实现增长，尤其是商业航空航天市场增长亮眼。

▼ **分产品来看，**发动机产品收入为33亿美元，同比增长21%；紧固系统收入为13亿美元，同比增长21%；工程结构收入为8.78亿美元，同比增长11%；锻造车轮收入为11亿美元，同比增长8%。发动机铸件、飞机紧固件增长亮眼主要受益于商业航空航天市场强劲需求。

▼ **公司中性指引：**2024年收入为 71亿美元，yoy+7%，EBITDA为16.35亿美元，yoy+8%；

Howmet公司总体财务情况 (亿美元)



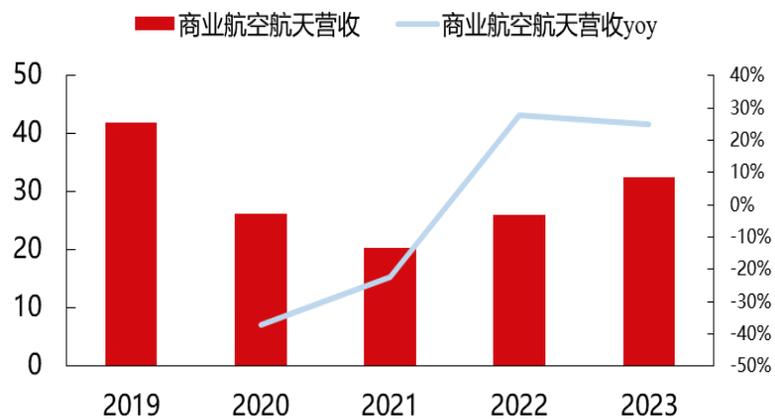
Howmet23年营收结构情况 (百万美元)

	发动机产品	紧固系统	工程结构	锻造车轮	合计	增速
航空航天-商业	1,798	790	641	-	3,229	24%
航空航天-国防	670	173	172	-	1,015	10%
商业运输	-	255	-	1,147	1,402	9%
工业及其他	798	131	65	-	994	17%
终端市场总收入	3,266	1,349	878	1,147	6,640	17%

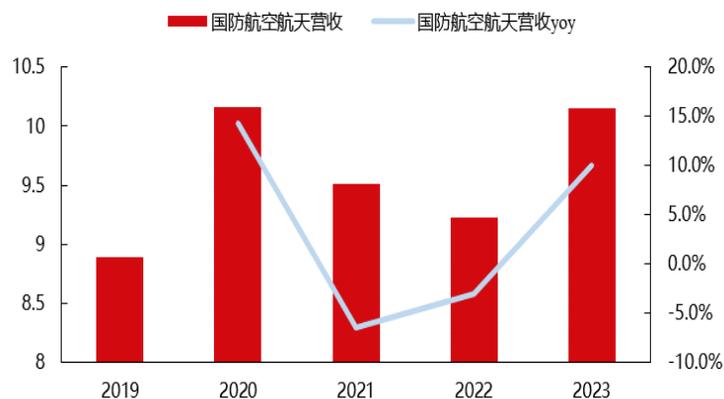
▶ Howmet23年年报：商业航空航天部门增长亮眼，国防航空航天部门增长稳健

- 商业航空航天部门受益于民航恢复增长亮眼。商业航空航天部门实现连续11季度增长，23年营收达32.54亿美元，同比+25%，主要受益于宽体客机生产恢复；
- 国防航空航天部门受传统战斗机项目和备件需求推动叠加受F-35交付减少影响，实现稳健增长：23年营收10.15亿美元，同比+10%；
- 后续展望：公司预计商业航空航天市场将继续保持高速增长，空客和波音公司的新飞机订单量、积压量均较大。国防、石油和天然气以及燃气轮机市场预计需求将持续增长，24年商业运输市场面临挑战，潜在收入可能会减少多达10%。公司预计24年主要需求来自发动机和飞机结构件。

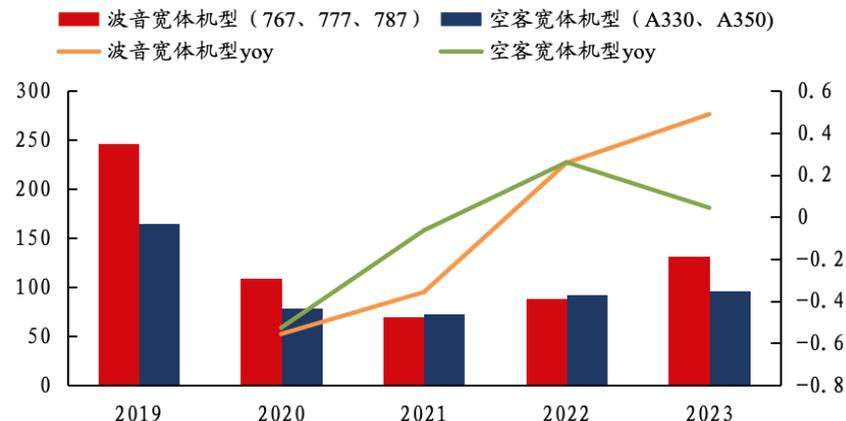
商业航空航天部门财务情况（亿美元）



国防航空航天部门财务情况（亿美元）



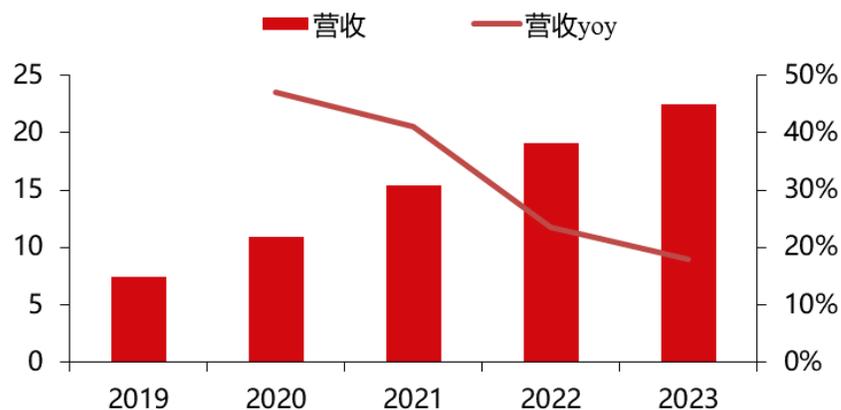
宽体飞机（波音、空客）交付数量变化



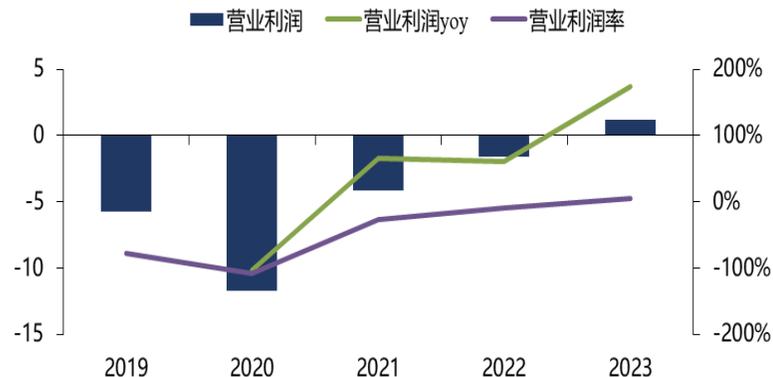
Palantir23年年报：公司军转民商业化获得突破，营业利润首次回正

- 总体情况：23年帕兰泰尔公司全年营收22.5亿美元，同比+18.05%，营业利润1.2亿美元，同比+ 174.53% ，营业利润率5.33%，同比+ 13.78pcts，公司23年商业化获得突破，营业利润回正。24年营收指引：全年营收26.52-26.68亿美元。
- 公司商业端收入回暖迹象明显。商业端营收10.03亿美元，同比+20.26%。商业端增长主要得益于AIP产品和bootcamp培训项目的推广，23年公司465家组织完成了超过 560 个 bootcamp 培训项目，为公司带来大量订单。
- 归功于美国商业客户对人工智能的需求持续增长，Palantir连续四季转亏为盈，商业部门营收增长尤为显著。公司预计24年美国地区商业收入将超过6.4亿美元，增长率至少为40%。23Q4，Palantir签署了103笔交易，每笔交易金额超过100万美元。23Q4净增加44位客户，总客户数达到497家，其中美国商业客户数增长55%，达到221家。

Palantir公司总体财务情况（亿美元）



Palantir公司总体财务情况（亿美元）



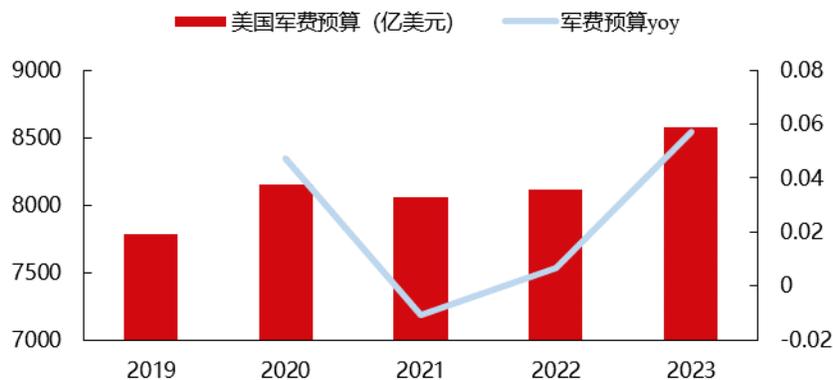
商业部门财务情况（亿美元）



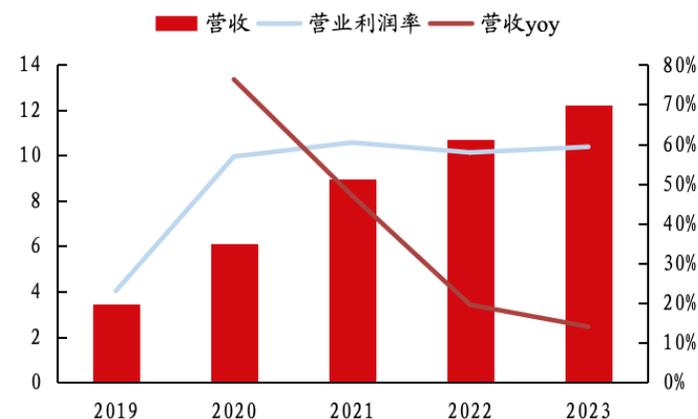
Palantir 23年年报：政府端收入稳定，国防数字化提供软件平台需求

- 公司政府收入增长符合预期。政府端23年营收达12.22亿美元，同比+13.99%，公司在美国政府业务壁垒稳定，美国政府端业务增加9%，同时与英国NHS签订价值3.3亿英镑合同，在非美国地区业务增长22%。23年公司应美国陆军的需求和反馈推出了Mission Manager平台。
- 基于决计进程和大型合同授予时间，公司预期24年政府端将重新加速。美陆军已经公开表示，预计在24 Q2对TITAN的下一阶段选择供应商，公司将继续运营和增强陆军Vantage平台，强化与陆军和其供应商合作关系。基于Mission Manager平台，公司将推出FedStart IL5新一代产品。美国国防部正处于从硬件向软件的长期分配转变的初期阶段，陆军在2024财年将其预算的0.015%用于指挥和控制软件。
- 美国之外，公司同以色列国防部建立战略伙伴关系。公司产品Gaia、Gotham Foundry和AIP得到以色列国防军和情报部门应用来处理从战术指挥和控制、视觉情报、取证、准备和生产等。

美国国防预算（亿美元）



政府部门财务情况（亿美元）



风险提示

- ▼ 国防预算不及预期：受国家经济及外部环境影响，若国防预算不及预期，则会对武器装备采购造成严重不利影响。
- ▼ 行业需求不及预期风险：若军工行业整体需求不及预期，则对行业盈利能力产生影响。
- ▼ 行业竞争加剧风险：若行业竞争较为激烈，各公司为保障市场份额而采取降价措施，则行业利润率将下降。
- ▼ 价格压降风险：若下游客户压低产品价格，则会对行业盈利能力产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
弱于大市		相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

联系我们

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

THANK YOU!

吴爽 分析师

执业证书编号: S0590523110001

电话: 17816861655

邮箱: wushuang@glsc.com.cn



国联证券股份有限公司
GUOLIAN SECURITIES CO., LTD.

成为受人尊重的投资银行