



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

国防军工行业—— 2023A&2024Q1 军工财报综述

分析师：吴爽

证券研究报告

2024年05月05日

目 录

第一部分

23A&24Q1板块总体表现概述

第二部分

分产业链环节增速和盈利能力

第三部分

分需求领域的增速和盈利能力

第四部分

资产负债和现金流量表的看点

第五部分

军工行业整体观点及投资策略





1、23A&24Q1板块总体表现概述

业绩综述所选标的及分类

我们以市场主流涉军标的构建本次综述底层标的池并进行分领域和分产业链环节的具体分类，部分分类有重复。

军工标的按产业链划分

新材料	元器件	结构件加工	分系统	主机厂
宝钛股份 西部超导 西部材料 抚顺特钢 钢研高纳 图南股份 中航高科 光威复材 中简科技 菲利华 华秦科技	紫光国微 复旦微电 新雷能 振芯科技 智明达 国光电气 臻镭科技 佳缘科技 宏达电子 火炬电子 鸿远电子 振华科技 大立科技 高德红外 睿创微纳 雷电微力 中航光电 航天电器	派克新材 三角防务 中航重机 爱乐达 利君股份 北摩高科 航宇科技 铂力特	航发控制 七一二 国睿科技 四创电子 中航机载	洪都航空 航发动力 中航西飞 中直股份 航天彩虹 中航沈飞

军工标的按所属领域划分

导弹	航发	信息化	军机	船舶
智明达 新雷能 鸿远电子 国博电子 长盈通 菲利华 航天电器 盟升电子	抚顺特钢 华秦科技 图南股份 钢研高纳 派克新材 航宇科技 航亚科技 万泽股份 中航重机 航发科技 航发控制 航发动力	七一二 上海瀚讯 海格通信 邦彦技术 盛路通信 佳缘科技 中科星图 航天宏图	西部超导 宝钛股份 中简科技 光威复材 三角防务 爱乐达 中航高科 中航沈飞 中航西飞 洪都航空 北摩高科 中航光电	邦彦技术 中科海讯 国瑞科技 中国海防 久之洋 海兰信 业星镕链 湘电股份 江龙船艇 中船科技 中国动力 中国重工 中国船舶 中船防务

资料来源：国联证券研究所，注：由于中航电子出现重大资产重组，我们后续的综合中已剔除了不可比口径的中航电子及中航机电的财务数据；船舶中的军船标的红框表示。

军工板块整体收入和利润增速情况

军工行业当前订单仍然断档，真实有效的付款+收入确认未实现常态化，行业景气度不断恶化，板块收入端2023Q4同比持平，2024Q1同比小幅同比下滑，导致业绩端出现明显同比下滑。整体军工板块2021A-2024Q1的营收增速同比分别为18.88%/13.81%/7.71%/-2.79%，归母净利润增速同比分别为39.89%/14.60%/-5.56%/-20.16%。其中回溯过去4个季度的财务数据，军工板块2023Q2-2024Q1的营收增速同比分别为14.14%/4.22%/0.86%/-2.79%，归母净利润增速同比分别为10.72%/-8.54%/-34.70%/-20.16%。

军工板块累计营收、归母净利润及同比增速



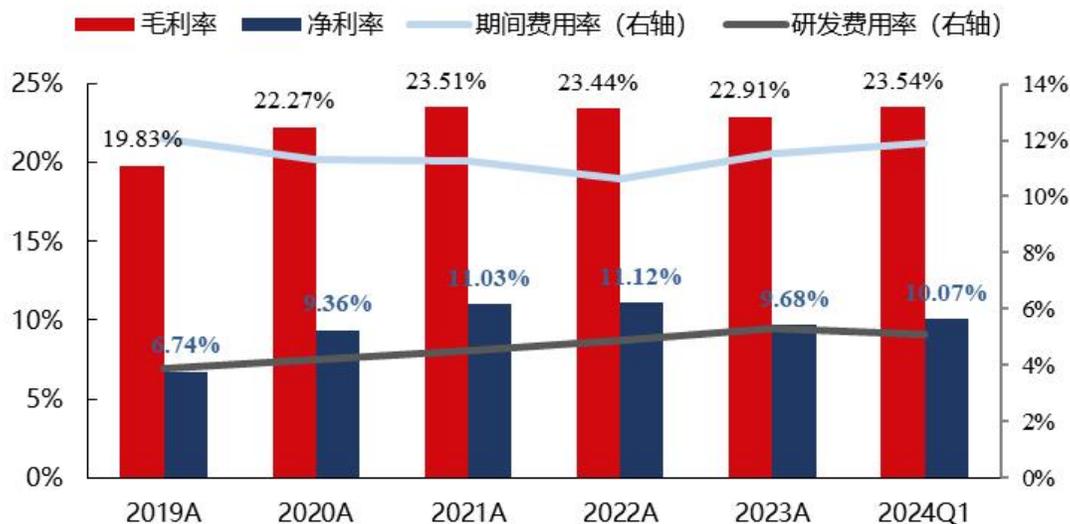
军工板块单季度营收、归母净利润及同比增速



军工板块整体盈利能力情况

军品需求结构占比减少和阶梯降价影响毛利率同比下滑，营收同比下滑规模效应减弱，军工整体盈利能力在2024Q1同比出现较大同比下滑。毛利率方面，2023A整体军工板块毛利率达22.91%，同比微降0.53pct；期间费用率为11.52%，同比微增0.90pct；净利率为9.68%，同比下滑1.44pct。单季度来看，2023Q4毛利率为19.49%，同比下滑1.11pct，环比下滑4.66pct，2023Q4净利率为5.27%，同比下滑3.00pct，环比下滑5.35pct。2024Q1毛利率为23.54%，同比下滑2.91pct，环比提升4.05pct，2024Q1净利率为10.07%，同比下滑2.17pct，环比提升4.80pct。

军工板块年度间的盈利能力情况对比



军工板块分季度的盈利能力情况对比



军工不同子集下的业绩分析：分产业链环节、分下游领域增长情况对比

- 下游主机厂环节的增速比较优势越来越明显，2024Q1主机厂实现同比4%的收入增长和同比28%的归母净利润增长；
- 上游元器件环节的同比下滑最为明显，2024Q1元器件实现同比-19%的收入增长和同比-45%的归母净利润增长；
- 航发领域仍然是细分领域中增长比较稳健的，率先企稳，2024Q1实现同比5%的收入增长和同比20%的归母净利润增长，业绩增速为各细分领域最高，比较优势明显；
- DD领域的业绩同比下滑仍保持较大幅度，未见明显收敛。船舶领域独立逻辑下24Q1增长较快。

军工分产业链环节、分领域营收及利润增速

板块情况	单季度营收增速										单季度归母净利润增速								
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
分产业链环节	主机厂	16%	19%	1%	9%	14%	16%	7%	2%	4%	7%	4%	-15%	17%	26%	30%	39%	-10%	28%
	分系统	7%	21%	5%	-4%	6%	0%	-1%	-23%	8%	36%	56%	0%	-9%	28%	3%	-12%	-100%	23%
	原材料	22%	20%	14%	33%	15%	5%	6%	7%	0%	22%	13%	11%	31%	6%	-1%	-9%	-7%	-5%
	元器件	20%	15%	21%	8%	11%	14%	-1%	3%	-19%	32%	17%	21%	-7%	-2%	1%	-22%	-34%	-45%
	加工	36%	20%	39%	17%	25%	24%	1%	-2%	-1%	83%	39%	30%	-5%	21%	48%	-13%	-48%	-15%
分领域	导弹	42%	31%	23%	0%	6%	8%	-13%	-14%	-14%	31%	16%	5%	-16%	-10%	0%	-40%	-31%	-32%
	航发	30%	30%	6%	4%	18%	21%	13%	12%	5%	39%	21%	4%	-10%	27%	22%	-1%	8%	20%
	信息化	25%	25%	24%	9%	21%	9%	1%	-17%	7%	-31%	46%	14%	15%	70%	0%	-69%	-97%	-
	军机	24%	22%	13%	17%	12%	10%	1%	5%	-3%	33%	30%	22%	26%	18%	13%	9%	-6%	-13%
	船舶	2%	-12%	41%	15%	4%	50%	26%	15%	43%	-60%	-94%	84%	-334%	50%	3878%	140%	-112%	119%

军工不同子集下的业绩分析：分产业链环节、分下游领域盈利能力对比

- 分环节：低成本可持续要求及供应链管理效应下，下游主机厂盈利能力持续提升，上游元器件和原材料的盈利能力仍呈现下降趋势，加工环节的盈利能力基本保持稳定；
- 分领域：发动机领域盈利能力（净利率）同比略微提升，军机领域盈利能力同比小幅同比下滑基本稳定，船舶盈利能力持续改善，其他领域盈利波动性较强；

军工分产业链环节、分领域盈利能力

板块情况	单季度毛利率										单季度净利率								
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
分产业链环节	主机厂	9.5%	9.1%	9.5%	9.6%	10.1%	9.0%	11.5%	9.6%	10.8%	3.4%	4.0%	3.6%	2.9%	3.7%	4.4%	4.7%	2.4%	4.6%
	分系统	32.4%	34.2%	30.9%	30.6%	33.9%	33.3%	31.2%	28.0%	32.3%	10.0%	16.3%	9.3%	17.0%	12.1%	17.0%	8.4%	0.4%	14.0%
	原材料	31.4%	30.5%	28.5%	28.2%	28.4%	29.2%	28.9%	28.2%	27.6%	17.4%	17.9%	17.9%	13.9%	16.2%	17.0%	16.1%	11.3%	15.4%
	元器件	50.1%	49.1%	48.9%	46.0%	49.3%	48.2%	46.4%	42.1%	43.9%	26.0%	26.4%	25.2%	17.8%	22.8%	23.3%	19.6%	11.6%	15.5%
	加工	36.6%	34.9%	35.6%	32.1%	36.3%	37.6%	31.4%	28.4%	31.9%	18.9%	16.9%	20.1%	14.5%	18.0%	19.6%	15.5%	7.9%	15.4%
分领域	导弹	42.0%	40.8%	39.0%	38.0%	39.9%	39.8%	37.7%	42.1%	39.6%	19.1%	19.7%	17.2%	14.6%	16.3%	18.5%	12.1%	13.1%	13.1%
	航发	20.0%	19.4%	19.4%	15.9%	21.3%	19.6%	19.6%	14.6%	21.2%	7.2%	9.2%	8.7%	5.1%	7.7%	9.3%	7.6%	4.6%	8.9%
	信息化	41.0%	43.9%	43.1%	43.8%	41.3%	42.6%	39.1%	32.8%	37.8%	1.6%	16.6%	12.3%	20.9%	3.0%	15.6%	4.8%	2.7%	-0.5%
	军机	20.3%	16.6%	17.3%	14.0%	20.9%	16.2%	19.1%	15.3%	18.4%	11.3%	9.2%	10.2%	5.9%	11.8%	9.3%	10.8%	5.5%	10.5%
	船舶	10.3%	10.2%	11.0%	10.3%	12.5%	9.3%	13.6%	12.4%	11.1%	0.7%	0.2%	2.1%	-1.9%	1.0%	2.5%	3.7%	0.5%	1.9%

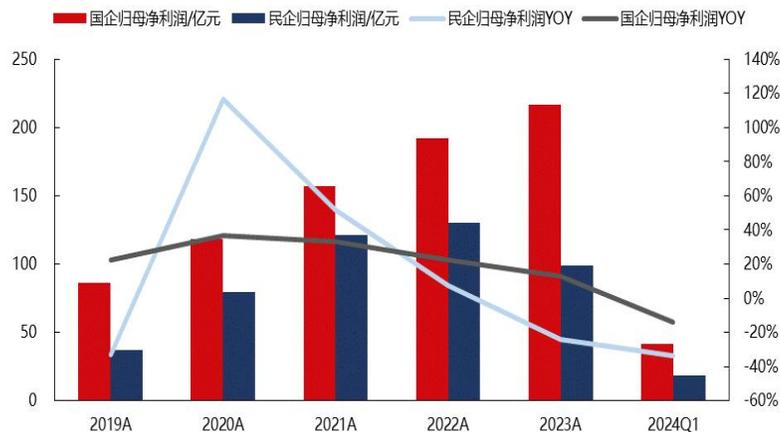
国企改革跟踪：需求波动下国民企表现分化，国企韧性更强高质量发展趋势明显

军工央企的业绩稳定性更强。军工央企2020-2021业绩增速低于民参军企业，但2022年和2023年依旧能保持稳健增长。军工央企2023Q4、2024Q1归母净利润增速同比为-2%、-14%，同比下滑幅度明显低于民企。一方面，军工央企有一定的跨期调节能力，持续着重跨期调节；另一方面，在“小核心、大协作”的供应链管理下产业链环节开始利润分配的重塑，目前利润率分配传导至下游。

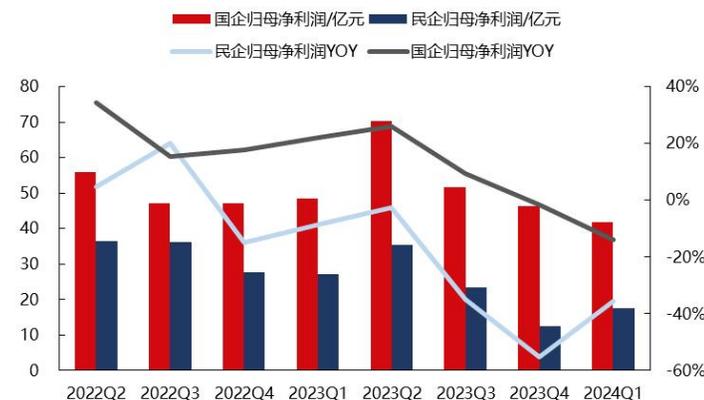
高质量发展驱动下国企盈利能力持续提升，且韧性更强，2023Q3国企净利率首次超过民企且持续保持；

民企盈利能力较高，但波动较大，景气度加速上行阶段盈利能力加速提升，2022年及以后行业需求增速放缓与产品降价等影响下盈利能力同比下滑明显，国企在需求断档背景下盈利能力仅小幅同比下滑。

军工国央企年度间的盈利增速情况对比



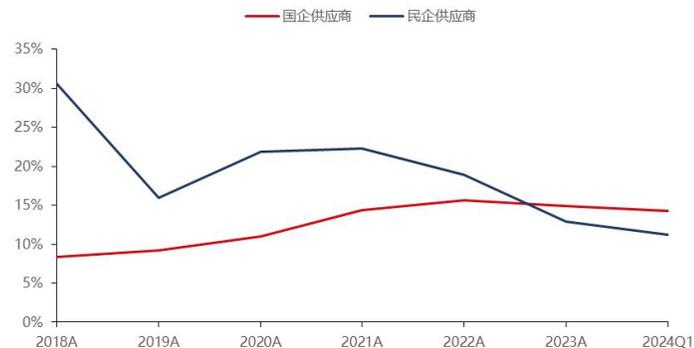
军工国央企分季度的盈利增速情况对比



国企与民企供应商的毛利率历年对比



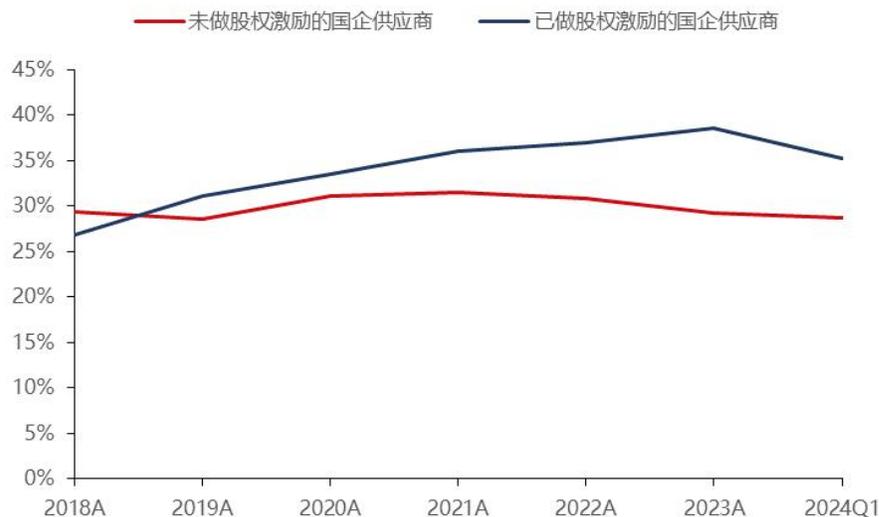
国企与民企供应商的净利率历年对比



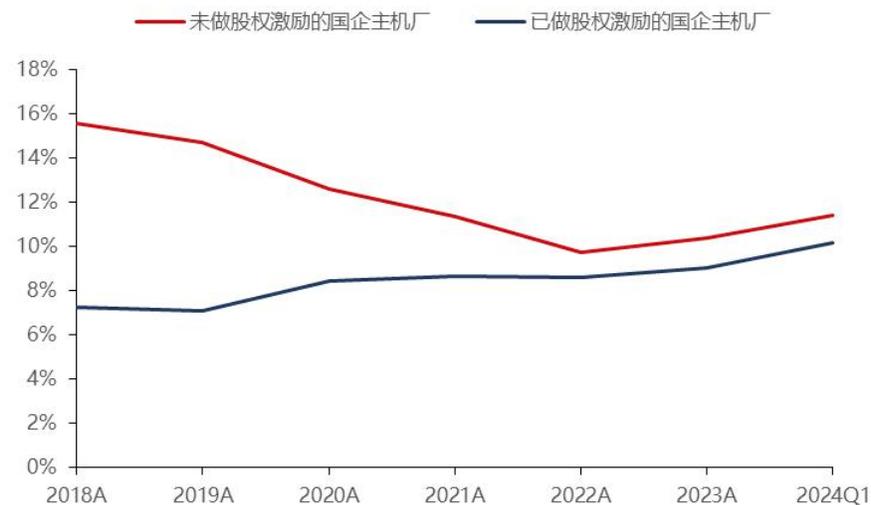
国企改革跟踪：股权激励在景气上行阶段作用明显，下行期反而因为过度业绩释放有一定反噬

目前来看股权激励在军工行业景气上行阶段的作用明显，激励后的国央企业绩释放会强于未做激励的，如2020-2022年的振华科技、中航重机、中航光电等；但当前阶段来看过去已做股权激励的供应商第二次股权激励的业绩兑现不太会有超额，在下行期同样会有盈利同比下滑明显的现象如振华科技、中航重机等。核心还是看有没有过去的超额利润释放，如中航沈飞依然兑现的比较稳健，主机厂随着中直和洪都恢复，盈利能力也在提升，未作股权激励的表现也不弱。

已做激励的国企与未做激励的国企供应商毛利率历年对比



已做激励的国企与未做激励的国企主机厂毛利率历年对比





2、分产业链环节增速和盈利能力

主机厂年度间情况

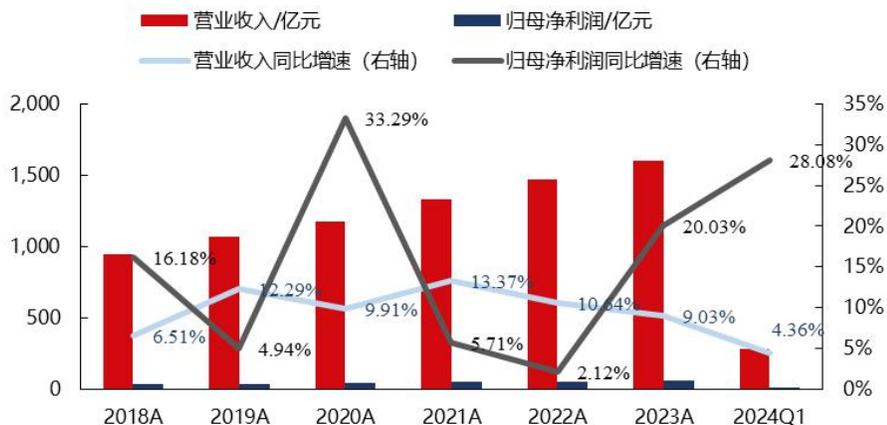
景气度传导至下游叠加供应链管理成本降低，军工下游主机厂整体营收和业绩稳步提升。军工主机厂2023年营收和归母净利润增速分别为9.03%/20.03%。景气度逐步传导至下游，受益供应链管理强化业绩增速高于营收增速。

2023A主机厂整体毛利率为9.91%，同比提升0.51pct。细分来看，主营成熟机型的中航沈飞受益于莱特定律毛利率持续提升，2023A毛利率为10.95%，同比提升1.00pct；航发动力毛利率筑底回升趋势已显现，2023A毛利率为11.08%，同比提升0.26pct；中航西飞仍处于毛利率筑底阶段，2023A毛利率为6.87%，同比下滑0.18pct。

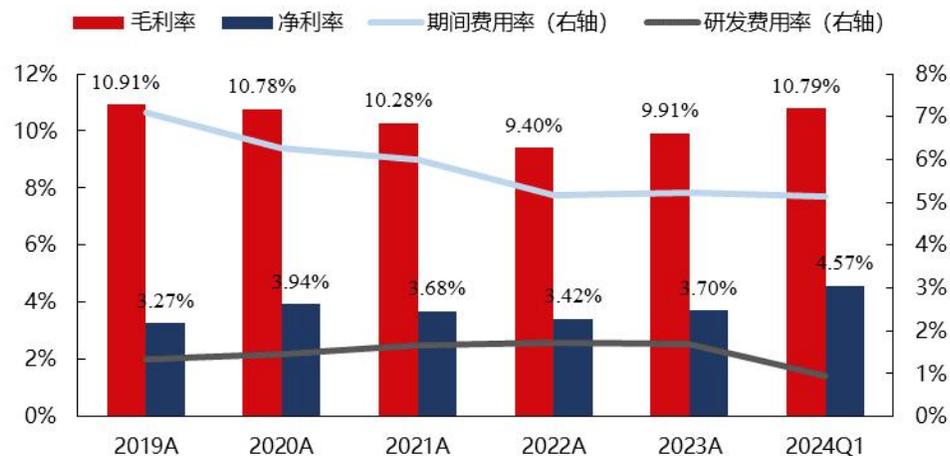
主机厂环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	主机厂		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	1469.36	1602.06	9.03%
净利润当期 (亿元)	50.30	59.26	17.82%
毛利率	9.40%	9.91%	0.51
净利率	3.42%	3.70%	0.28
期间费用率	5.17%	5.24%	0.07
ROE	6.04%	6.17%	0.13
存货 (亿元)	810.61	826.08	1.91%
资本性支出 (Capex)	53.45	76.35	42.83%
合同负债 (亿元)	671.97	441.25	-34.34%

主机厂环节全年累计营收、归母净利润及同比增速



主机厂环节年度间的盈利能力情况对比



主机厂季度间情况

主机厂板块收入端增速同比下滑，业绩端仍保持稳健增长，下游逻辑持续强化。过去四个季度2023Q2-2024Q1主机厂的营收增速分别为16.3%/7.1%/2.1%/4.4%，归母净利润增速分别为29.8%/38.6%/-9.7%/28.1%。

主机厂板块当前的业绩弹性来源于盈利能力的提升，整体板块单季度2023Q4毛利率、净利率分别为9.65%、2.40%，分别同比+0.08pct、-0.47pct。2024Q1毛利率、净利率分别为10.79%、4.57%，分别同比+0.74pct、+0.89pct。

主机厂环节季度营收、归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

主机厂环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	主机厂				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	271.41	514.76	283.24	4.36%	-44.98%
净利润当期 (亿元)	10.00	12.38	12.95	29.54%	4.64%
毛利率	10.05%	9.65%	10.79%	0.74	1.14
净利率	3.68%	2.40%	4.57%	0.89	2.17
期间费用率	5.76%	6.26%	5.13%	(0.63)	(1.13)
ROE	1.13%	1.29%	1.23%	0.11	(0.06)

主机厂环节季度间的盈利能力情况对比



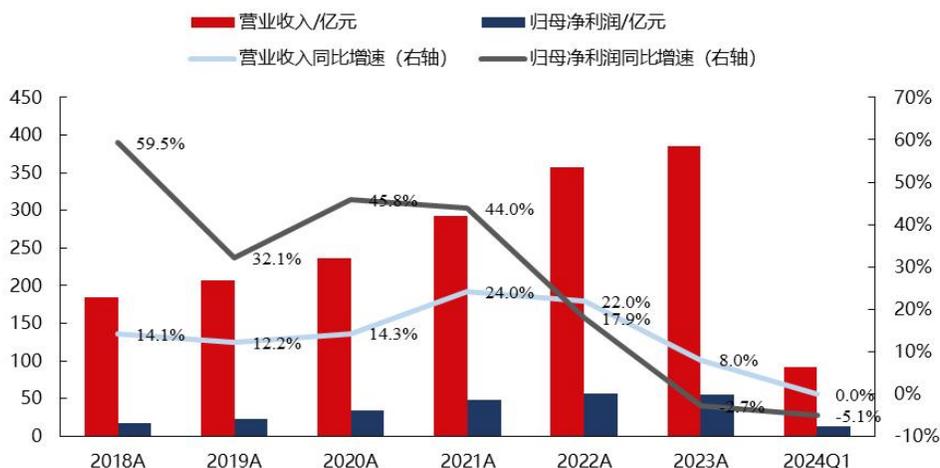
新材料年度间情况

- 受到军机碳纤维、钛合金领域的需求阶段性同比下滑影响，军工新材料企业收入增速持续同比下滑。原材料环节主要为高温合金、钛合金和碳纤维类企业，2021-2023年营收增速分别为24.0%/22.0%/8.0%，24Q1为0%；归母净利润增速分别为44.0%/17.9%/-2.7%，2024Q1为-5.1%。
- 阶梯性降价影响叠加收入增速同比下滑，新材料盈利能力略微下降。2023A原材料毛利率为28.68%，净利率为15.12%，分别同比下滑0.93、1.62pct。

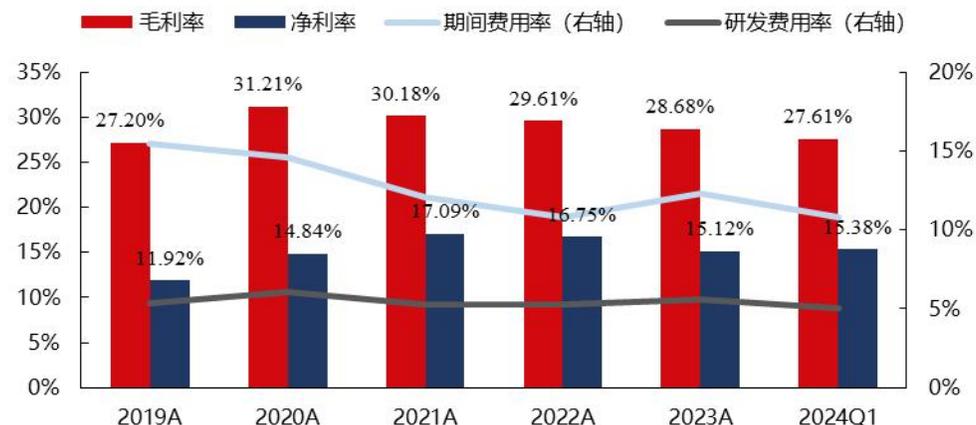
原材料环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	原材料		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	356.76	385.44	8.04%
净利润当期 (亿元)	59.74	58.29	-2.43%
毛利率	29.61%	28.68%	(0.93)
净利率	16.75%	15.12%	(1.62)
期间费用率	10.79%	12.28%	1.49
ROE	14.53%	11.72%	(2.81)
存货 (亿元)	139.00	158.77	14.23%
资本性支出 (Capex)	45.34	45.90	1.25%
合同负债 (亿元)	15.94	11.64	-26.99%

原材料环节全年累计营收、归母净利润及同比增速



原材料环节年度间的盈利能力情况对比



新材料季度间情况

伴随老订单老需求的逐步消耗，新材料企业逐步开始出现业绩同比下滑。过去四个季度2023Q2-2024Q1原材料厂商的营收增速分别为5.2%/5.9%/6.6%/0%，归母净利润增速分别为0.8%/-8.9%/-7.4%/-5.1%。

军品需求不振叠加阶梯降价影响，盈利能力仍然承压。2023Q4毛利率、净利率分别为28.21%、11.30%，分别同比-0.01pct、-2.57pct。2024Q1毛利率、净利率分别为27.61%、15.38%，分别同比-0.76pct、-0.81pct。

原材料环节季度营收、归母净利润及同比增速

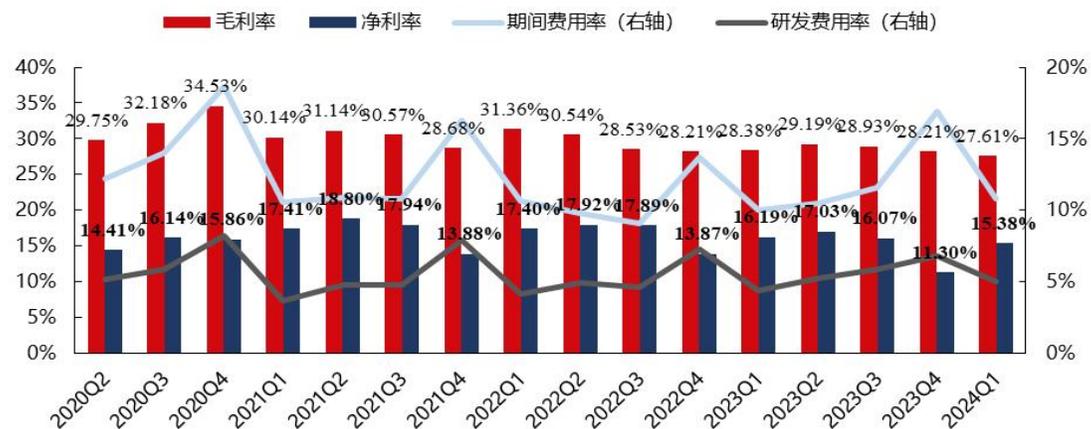


资料来源：Wind，国联证券研究所

原材料环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	原材料				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	91.79	98.69	91.78	0.00%	-7.00%
净利润当期 (亿元)	14.86	11.15	14.11	-5.03%	26.54%
毛利率	28.38%	28.21%	27.61%	(0.76)	(0.59)
净利率	16.19%	11.30%	15.38%	(0.81)	4.08
期间费用率	10.04%	16.89%	10.79%	0.74	(6.11)
ROE	3.10%	2.33%	2.66%	(0.44)	0.33

原材料环节季度间的盈利能力情况对比



元器件年度间情况

元器件过去需求最为集中前置，当前需求断档影响边际也是最大的。

2021-2023年营收增速分别为31.3%/15.7%/6.9%，2024Q1为-19.4%。

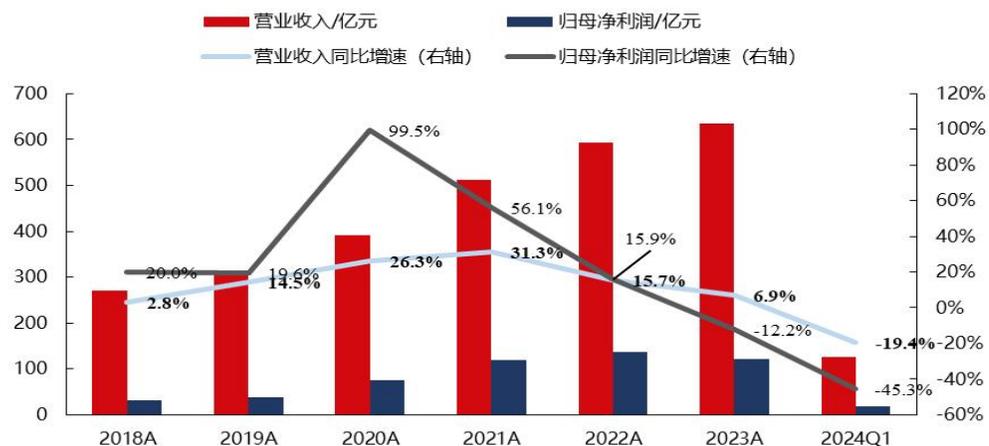
归母净利润增速分别为56.1%/15.9%/-12.2%，2024Q1为-45.3%。国

产替代赋予元器件过去3年业绩的高增速，需求在高基数效应及短期行业去库存调整下出现显著同比下滑，营收业绩增速均持续回落。

处于低成本和统型过程中的元器件板块盈利能力持续同比下滑。

2023A元器件厂商毛利率为46.60%，净利率为19.54%，分别同比下滑1.93、4.37pct。

元器件环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

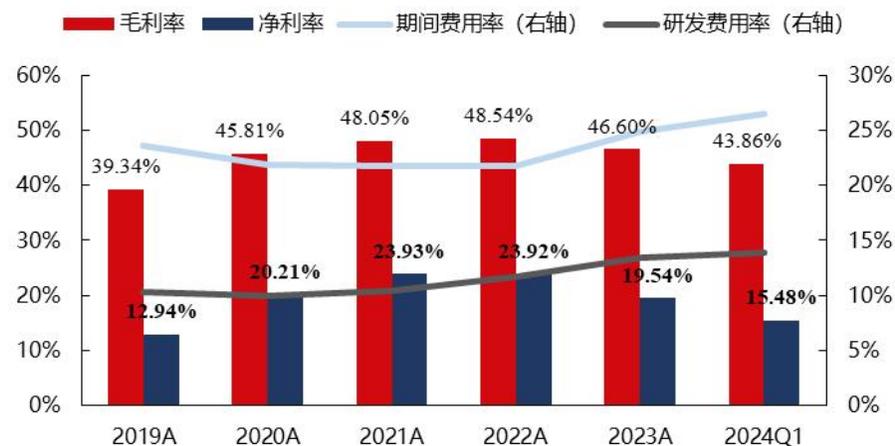


资料来源：Wind，国联证券研究所

元器件环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	电子		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	592.98	634.10	6.93%
净利润当期 (亿元)	141.82	123.93	-12.61%
毛利率	48.54%	46.60%	(1.93)
净利率	23.92%	19.54%	(4.37)
期间费用率	21.71%	24.88%	3.17
ROE	14.65%	8.30%	(6.34)
存货 (亿元)	229.68	244.74	6.56%
资本性支出 (Capex)	66.80	69.76	4.44%
合同负债 (亿元)	33.04	29.10	-11.92%

元器件环节年度间的盈利能力情况对比



元器件季度间情况

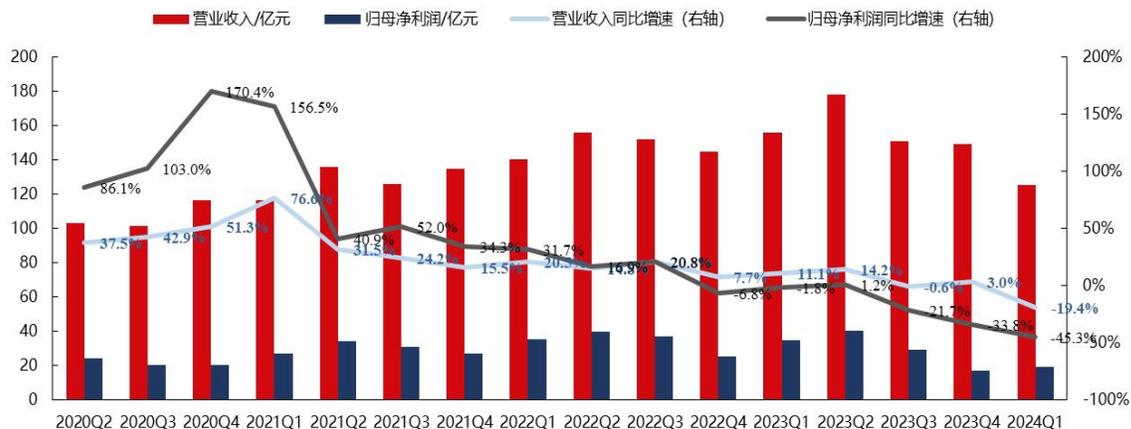
需求持续不振的背景下元器件收入业绩持续出现大幅度同比下滑。过去四个季度2023Q2-2024Q1元器件厂商的营收增速分别为14.2%/-0.6%/3.0%/-19.4%，归母净利润增速分别为1.2%/-21.7%/-33.8%/-45.3%。

降价影响叠加需求不振盈利能力持续同比下滑。元器件板块2023Q4毛利率、净利率分别为42.07%、11.62%，分别同比-3.93pct、-6.23pct。2024Q1毛利率、净利率分别为43.86%、15.48%，分别同比-5.41pct、-7.37pct。

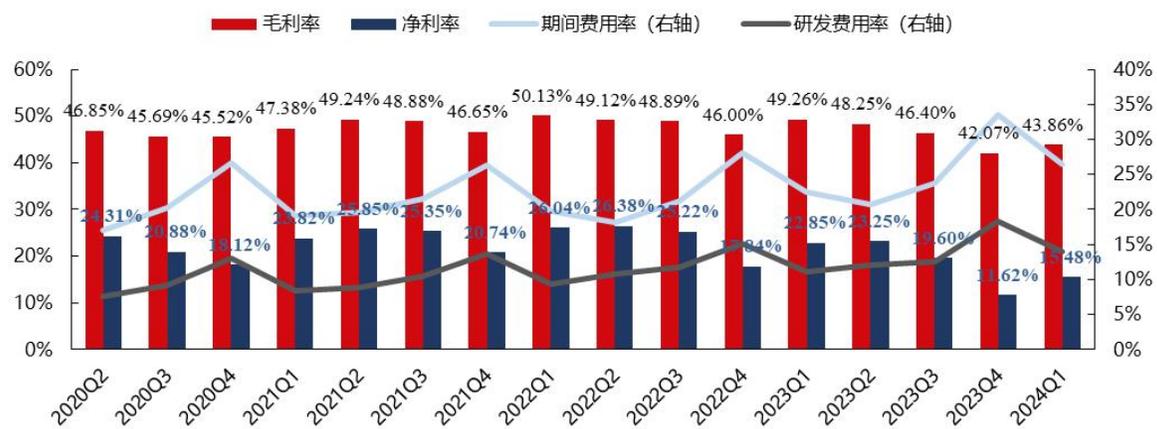
元器件环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	电子				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	155.76	149.36	125.49	-19.43%	-15.98%
净利润当期 (亿元)	35.59	17.35	19.43	-45.42%	11.95%
毛利率	49.27%	42.07%	43.86%	(5.41)	1.78
净利率	22.85%	11.62%	15.48%	(7.37)	3.86
期间费用率	22.48%	33.51%	26.48%	4.00	(7.03)
ROE	2.67%	0.56%	1.07%	(1.60)	0.51

元器件环节季度营收、归母净利润及同比增速



元器件环节季度间的盈利能力情况对比



结构件加工年度间情况

连续高基数增速的背景下，一季度结构件加工环节的增速持续同比下滑后转负。2021-2023年营收增速分别为41.7%/26.8%/11.0%，2024Q1为-0.7%；归母净利润增速分别为69.2%/29.2%/1.5%，2024Q1为-15.3%。

受到军品需求结构性减少的影响较大，整体结构件加工上市公司的盈利能力开始出现同比下滑。2023A结构件加工环节毛利率为33.66%，净利率为15.52%，分别同比下滑1.03、1.98pct。

加工环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

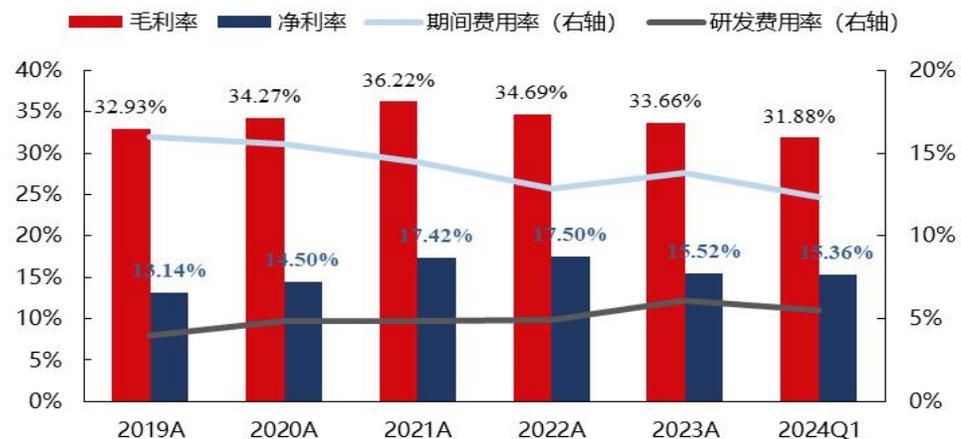


资料来源：Wind，国联证券研究所

加工环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	201.79	224.02	11.01%
净利润当期 (亿元)	35.32	34.78	-1.53%
毛利率	34.69%	33.66%	(1.03)
净利率	17.50%	15.52%	(1.98)
期间费用率	12.89%	13.83%	0.94
ROE	12.59%	9.09%	(3.50)
存货 (亿元)	79.76	82.91	3.95%
资本性支出 (Capex)	24.11	23.64	-1.95%
合同负债 (亿元)	10.53	9.69	-7.96%

加工环节年度间的盈利能力情况对比



结构件加工季度间情况

- 作为当前结构件环节中最重要的下游需求，航发产业链三季度开始的去库存需求断档背景下收入、业绩两个季度连续同比下滑。过去四个季度2023Q2-2024Q1结构件加工厂商的营收增速分别为23.6%/0.7%/-2.1%/-11.4%，归母净利润增速分别为48.3%/-13.4%/-48.1%/-21.3%。
- 结构件加工环节一般兼具军民品收入，军品需求结构性占比的下降带来整体盈利能力的降低。2023Q4毛利率、净利率分别为28.39%、7.94%，分别同比-3.75pct、-6.60pct。24Q1毛利率、净利率分别为32.56%、16.06%，分别同比-3.73pct、-1.96pct。

加工环节季度营收、归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

加工环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	53.60	53.05	47.47	-11.43%	-10.52%
净利润当期 (亿元)	9.65	4.21	7.62	-21.05%	80.94%
毛利率	36.29%	28.39%	32.56%	(3.73)	4.17
净利率	18.01%	7.94%	16.06%	(1.96)	8.12
期间费用率	12.23%	17.70%	12.60%	0.38	(5.10)
ROE	2.91%	0.33%	1.96%	(0.95)	1.64

加工环节季度间的盈利能力情况对比





3、分需求领域的增速和盈利能力

DD领域年度间情况

DD领域受到终端客户特殊事件影响较大，营收业绩持续同比下滑。

2021-2023年营收增速分别为28.1%/21.0%/-3.1%，24Q1为-14.3%。

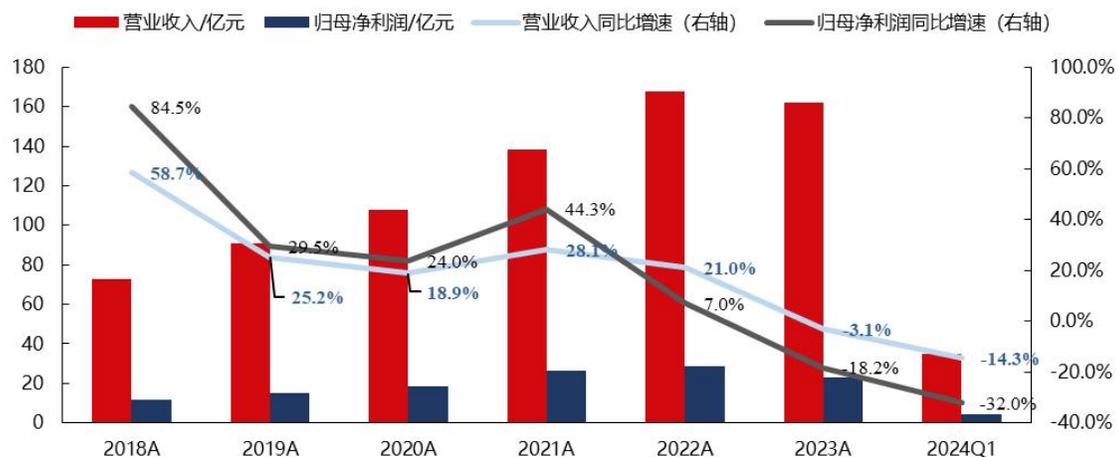
归母净利润增速分别为44.3%/7.0%/-18.2%，2024Q1为-32.0%。

军品需求占比DD公司结构持续降低，盈利能力因此有所同比下滑。

2023A DD毛利率为39.83%，净利率为15.33%，分别同比下滑

0.10pct、2.36pct。

DD领域全年累计营收、归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

DD领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	DD		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	167.49	162.24	-3.13%
净利润当期 (亿元)	29.63	24.87	-16.07%
毛利率	39.92%	39.83%	(0.10)
净利率	17.69%	15.33%	(2.36)
期间费用率	19.08%	22.52%	3.44
ROE	10.64%	6.19%	(4.46)
存货 (亿元)	47.56	47.98	0.89%
资本性支出 (Capex)	22.71	23.31	2.66%
合同负债 (亿元)	2.16	1.36	-37.25%

DD领域年度间的盈利能力情况对比



DD领域季度间情况

DD领域长期需求不振出现营收业绩较大同比下滑。过去四个季度2023Q2-2024Q1dd领域的营收增速分别为8.0%/-13.0%/-14.0%/-14.3%，归母净利润增速分别为0.3%/-40.1%/-31.2%/-32.0%。

DD领域毛利率保同比持平稳，净利率因为经营规模效应减弱呈现同比下滑。2023Q4毛利率、净利率分别为42.06%、13.06%，分别同比+4.07pct、-1.50pct。2024Q1毛利率、净利率分别为39.57%、13.10%，分别同比-0.34pct、-3.22pct。

DD领域季度营收、归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

DD领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	导弹				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	40.45	34.70	34.66	-14.30%	-0.12%
净利润当期 (亿元)	6.60	4.53	4.54	-31.20%	0.18%
毛利率	39.91%	42.06%	39.57%	(0.34)	(2.48)
净利率	16.31%	13.06%	13.10%	(3.22)	0.04
期间费用率	19.68%	32.04%	24.63%	4.95	(7.42)
ROE	1.51%	0.83%	0.68%	(0.83)	(0.15)

DD领域季度间的盈利能力情况对比



航发领域年度间情况

▼ 航发产业链整体增速稳健，需求和景气度仍具备比较优势。航发产业链2021-2023年营收增速分别为22.5%/14.4%/15.5%，24Q1为5.0%。归母净利润增速分别为43.7%/10.0%/13.7%，24Q1为19.7%。

▼ 航发产业链目前仍未出现大规模降价的情况，整体盈利能力稳定。2023A航发产业链厂商毛利率为18.27%，净利率为7.09%，分别同比-0.04、-0.21pct。

航发领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

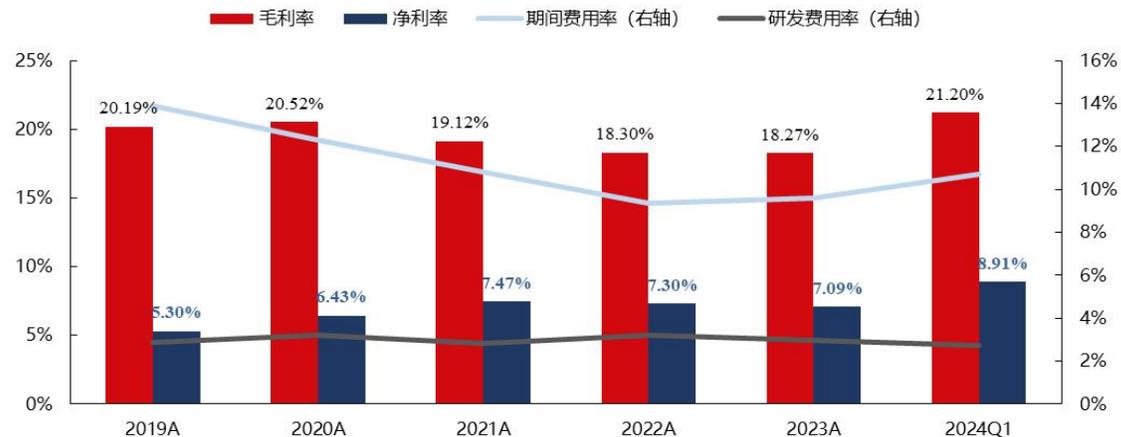


资料来源：Wind，国联证券研究所

航发领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	航发		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	742.01	856.85	15.48%
净利润当期 (亿元)	54.18	60.74	12.11%
毛利率	18.30%	18.27%	(0.04)
净利率	7.30%	7.09%	(0.21)
期间费用率	9.37%	9.59%	0.23
ROE	9.82%	9.80%	(0.03)
存货 (亿元)	391.12	448.19	14.59%
资本性支出 (Capex)	69.94	85.42	22.15%
合同负债 (亿元)	174.19	136.86	-21.43%

航发领域年度间的盈利能力情况对比



航发领域季度间情况

▼ 航发产业链受去库存影响业绩增速同比下滑，目前需求端已率先逐步恢复采购。过去四个季度2023Q2-2024Q1领域的营收增速分别为21.2%/12.5%/11.8%/5.0%，归母净利润增速分别为22.0%/-0.7%/8.2%/19.7%。

▼ 航发产业链当前盈利能力保持稳定。2023Q4毛利率、净利率分别为14.59%、4.59%，分别同比-1.27pct、-0.46pct。24Q1毛利率、净利率分别为21.20%、8.91%，分别同比-0.12pct、+1.20pct。

航发领域季度营收、归母净利润及同比增速

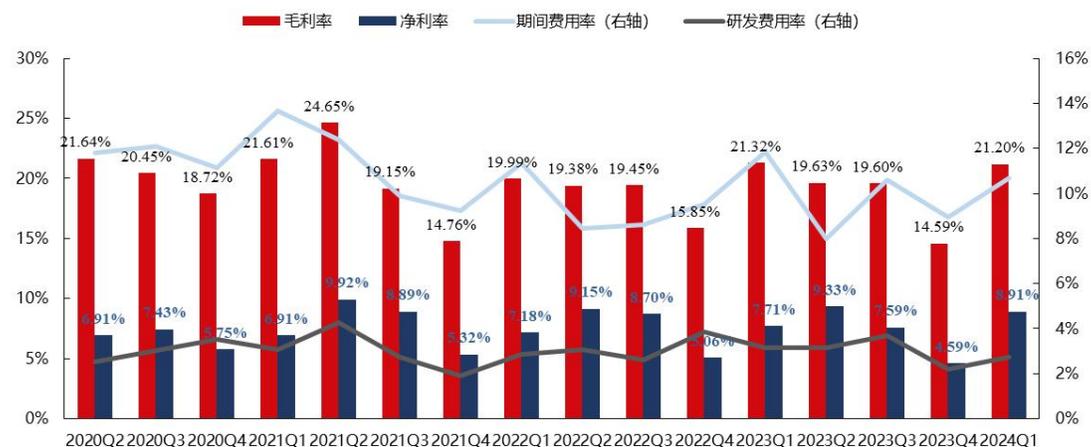


资料来源: Wind, 国联证券研究所

航发领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	航发				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	156.18	282.76	163.93	4.96%	-42.03%
净利润当期 (亿元)	12.05	12.99	14.60	21.23%	12.41%
毛利率	21.32%	14.59%	21.20%	(0.12)	6.61
净利率	7.71%	4.59%	8.91%	1.20	4.31
期间费用率	11.86%	8.94%	10.71%	(1.16)	1.77
ROE	2.37%	2.01%	2.56%	0.19	0.55

航发领域季度间的盈利能力情况对比



信息化领域年度间情况

- 信息化领域项目制为主，需求波动性较大，中期调整期间新研项目转化较慢，整体业绩承压。2021-2023年营收增速分别为18.3%/17.5%/-1.2%，2024Q1为7.2%。2021-2023年归母净利润增速分别为5.4%/21.7%/-61.5%，2024Q1信息化领域归母净利润为负。
- 信息化领域同样有降价压力叠加需求不振，盈利能力同比下滑明显。2023A信息化领域厂商毛利率为38.45%，净利率为6.92%，分别同比下滑4.85、8.37pct。

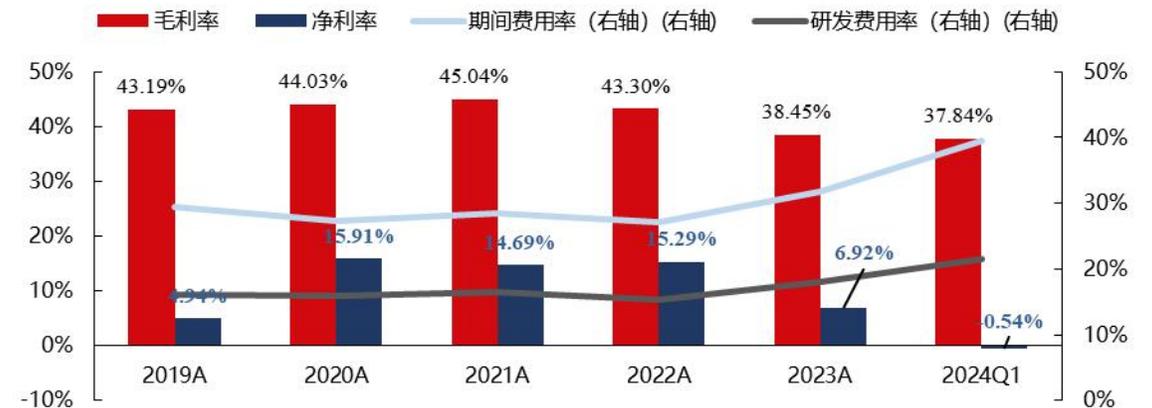
信息化领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	信息化		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	161.52	159.59	-1.19%
净利润当期 (亿元)	24.70	11.04	-55.28%
毛利率	43.30%	38.45%	(4.85)
净利率	15.29%	6.92%	(8.37)
期间费用率	27.13%	31.84%	4.71
ROE	8.74%	0.18%	(8.56)
存货 (亿元)	75.65	81.32	7.50%
资本性支出 (Capex)	15.55	14.82	-4.68%
合同负债 (亿元)	18.20	12.25	-32.70%

信息化领域全年累计营收、归母净利润及同比增速



信息化领域年度间的盈利能力情况对比



信息化领域季度间情况

▼ 信息化领域项目制驱动下，长期订单未落地下单季度业绩同比下滑较大。信息化领域过去四个季度2023Q2-2024Q1领域的营收增速分别为9.4%/0.6%/-17.1%/7.2%，2023Q2-2023Q4归母净利润增速分别为0.3%/-69.0%/-96.9%，2024Q1归母净利润为负。

▼ 未有稳定需求下信息化领域利润率波动较大。信息化领域2023Q4毛利率、净利率分别为32.84%、2.71%，分别同比-10.96pct、-18.18pct。2024Q1毛利率、净利率分别为37.84%、-0.54%，分别同比-3.42pct、-3.57pct。

信息化领域季度营收、归母净利润及同比增速

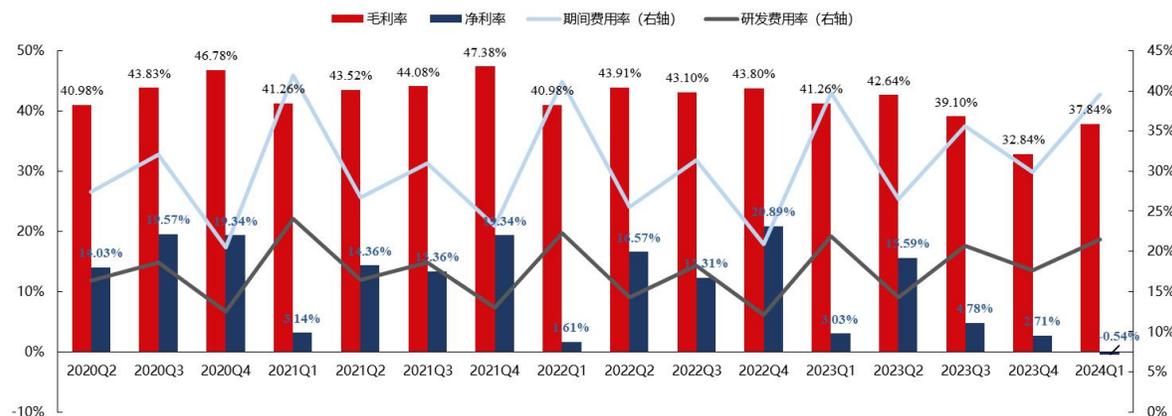


资料来源：Wind，国联证券研究所

信息化领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	信息化				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	25.79	51.33	27.66	7.24%	-46.11%
净利润当期 (亿元)	0.78	1.39	(0.15)	-119.22%	-110.77%
毛利率	41.26%	32.84%	37.84%	(3.42)	4.99
净利率	3.03%	2.71%	-0.54%	(3.57)	(3.25)
期间费用率	39.76%	29.84%	39.58%	(0.18)	9.74
ROE	0.14%	-2.03%	-0.55%	(0.69)	1.49

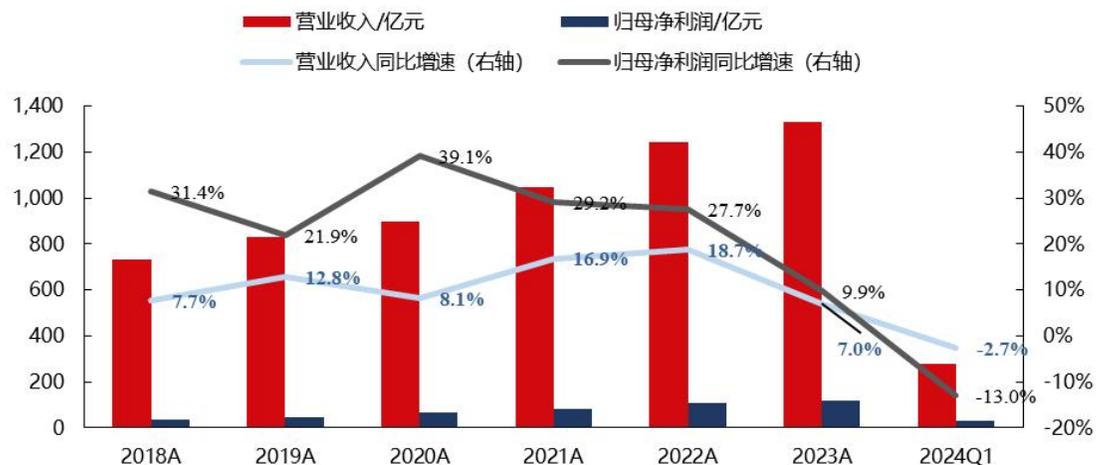
信息化领域季度间的盈利能力情况对比



军机领域年度间情况

- 军机领域在过去两年高基数增长背景下整体增速二阶导有所同比下滑，需求断档背景下，2024Q1营收首次同比下滑。军机领域当前2021-2023年营收增速分别为16.9%/18.7%/7.0，2024Q1为-2.7%。归母净利润增速分别为29.2%/27.7%/9.9%，2024Q1为-13.0%。
- 主机厂的供应链管理，事实上实质拉动整体产业链盈利能力持续提升。2023A军机领域厂商毛利率为17.64%，净利率为9.16%，分别同比提升0.82、0.19pct。

军机领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

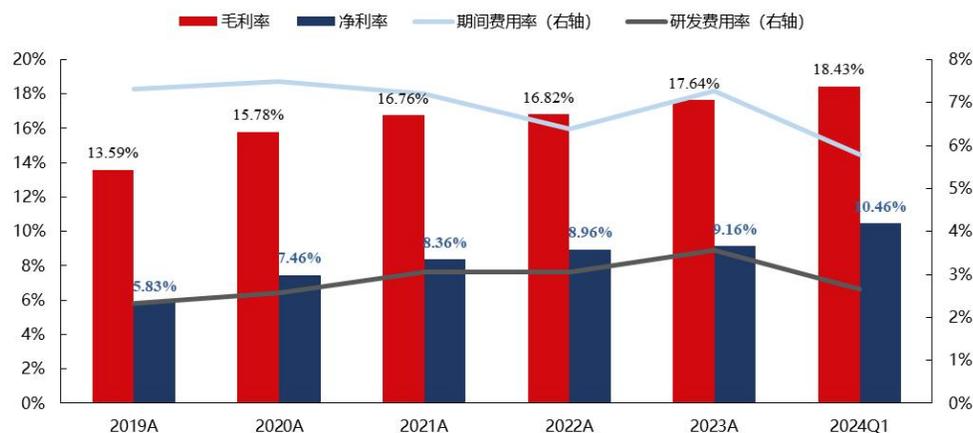


资料来源：Wind，国联证券研究所

军机领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	军机		
	2022A	2023A	同比
收入 (亿元)	1243.98	1330.90	6.99%
净利润当期 (亿元)	111.49	121.85	9.29%
毛利率	16.82%	17.64%	0.82
净利率	8.96%	9.16%	0.19
期间费用率	6.38%	7.27%	0.89
ROE	14.10%	11.16%	(2.94)
存货 (亿元)	570.74	538.82	-5.59%
资本性支出 (Capex)	68.35	87.92	28.63%
合同负债 (亿元)	522.06	316.73	-39.33%

军机领域年度间的盈利能力情况对比



军机领域季度间情况

- 高基数效应下，军机领域开始收入和利润增速逐季度持续降低。过去四个季度2023Q2-2024Q1领域的营收增速分别为9.9%/1.1%/5.2%/-2.7%，归母净利润增速分别为13.1%/9.0%/-5.7%/-13.0%。
- 军机领域整体盈利能力过去一直在提升，24Q1受需求影响盈利能力小幅同比下滑，但影响不大。2023Q4毛利率、净利率分别为15.34%、5.47%，分别同比+1.31pct、-0.42pct。2024Q1毛利率、净利率分别为18.43%、10.46%，分别同比-2.47pct、-1.31pct。

军机领域季度营收、归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

军机领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	军机				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入 (亿元)	285.33	352.95	277.63	-2.70%	-21.34%
净利润当期 (亿元)	33.58	19.31	29.04	-13.51%	50.44%
毛利率	20.89%	15.34%	18.43%	(2.47)	3.09
净利率	11.77%	5.47%	10.46%	(1.31)	4.99
期间费用率	6.86%	10.83%	5.80%	(1.06)	(5.04)
ROE	3.53%	1.39%	2.44%	(1.09)	1.05

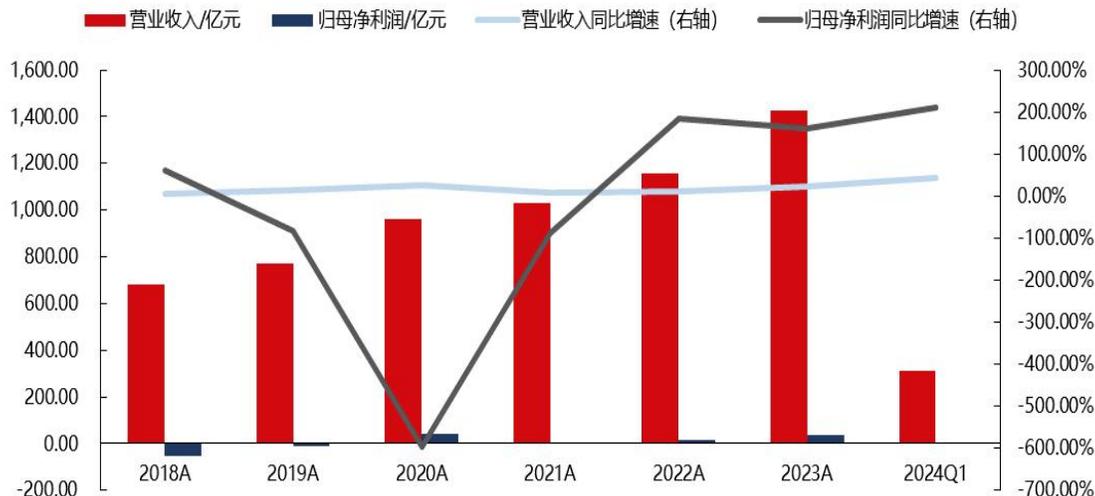
军机领域季度间的盈利能力情况对比



船舶（民船）领域2023A情况

- 民船行业景气周期正式进入业绩兑现期，各项指标全面向好。2021-2023年营收增速分别为7.2%/12.2%/23.6%，2024Q1为44.7%。归母净利润增速分别为-88.6%/184.9%/161.7%，2024Q1为209.6%。
- 受益于高毛利船型交付增加，行业毛利率、净利率有所提升。2023年船舶领域厂商毛利率为11.29%，净利率为3.13%，分别同比提升1.69pct、1.17pct；经营状况持续向好，ROE同比提升6.73pct。

船舶领域全年累计营收、归母净利润及同比增速



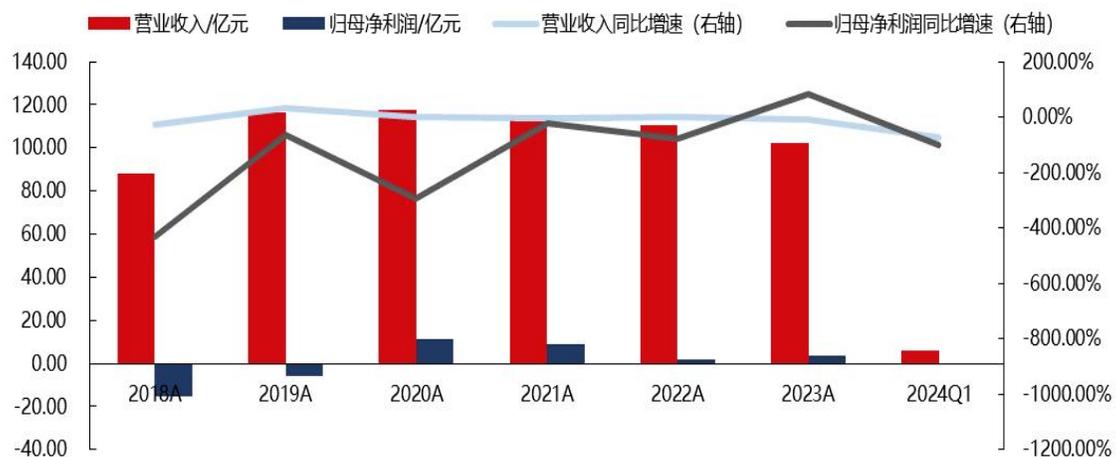
船舶领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	船舶（民）		
	2022A	2023A	同比
收入（亿元）	1155.77	1428.12	23.56%
净利润当期（亿元）	22.59	44.69	97.81%
毛利率	9.60%	11.29%	1.69
净利率	1.95%	3.13%	1.17
期间费用率	9.76%	8.72%	(1.05)
ROE	20.10%	26.83%	6.73
存货（亿元）	532.21	610.46	14.70%
资本性支出（Capex）	31.44	42.80	36.12%
合同负债（亿元）	723.49	942.68	30.30%

船舶（军船）领域2023A情况

- 军船领域主要为军船产业链中上游，受军工整体节奏影响，营收放缓。2021-2023年营收增速分别为-4.1%/-1.7%/-7.7%，2024Q1为-70.8%。归母净利润增速分别为-20.8%/-78.7%/82.2%，233Q为-102.4%。
- 受审价影响，行业毛利率有所下降，但净利率有所提升。2023年船舶军品领域厂商毛利率为29.38%，净利率为4%，分别同比-4pct、+2.22pct。

船舶领域全年累计营收、归母净利润及同比增速



船舶领域年度盈利、存货、合同负债等情况

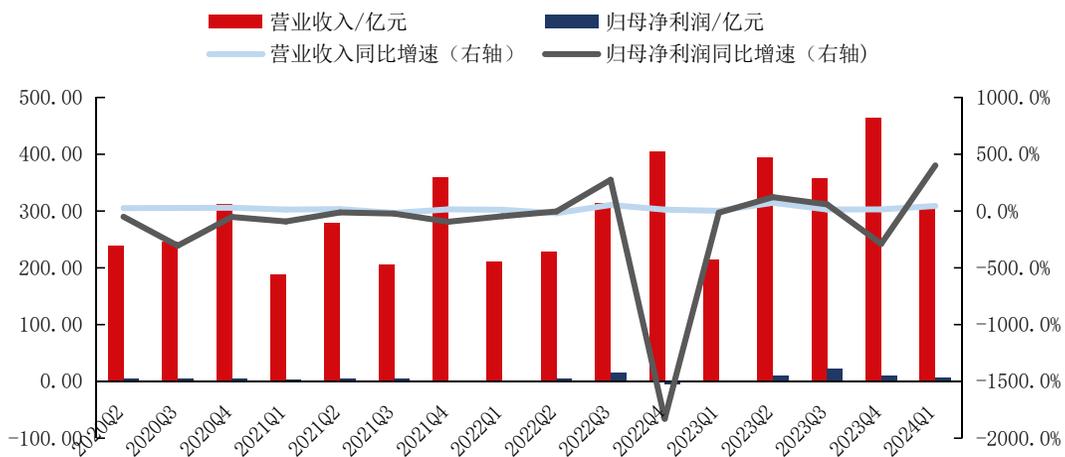
增速/增幅 (pct)	船舶（军）		
	2022A	2023A	同比
收入（亿元）	110.74	102.17	-7.73%
净利润当期（亿元）	1.97	4.08	107.18%
毛利率	29.38%	25.39%	(4.00)
净利率	1.78%	4.00%	2.22
期间费用率	20.10%	19.76%	(0.34)
ROE	-16.84%	-10.92%	5.92
存货（亿元）	46.96	46.11	-1.80%
资本性支出 (Capex)	12.13	6.58	-45.78%
合同负债（亿元）	7.11	4.99	-29.76%

船舶（民船）领域2024Q1情况

季度营收总体持续增长，呈季节性变化。过去四个季度2023Q2-2024Q1船舶民船领域的营收增速分别为72.8%/13.7%/14.6%/44.7%，归母净利润增速分别为122.2%/58.9%/-288.5%/401.7%。

船舶领域产品交付主要集中在三四季度，盈利能力环比提高。2024Q1毛利率9.29%、净利率为2.35%，分别环比提高-2.33pct、0.12pct。

船舶领域季度营收、归母净利润及同比增速

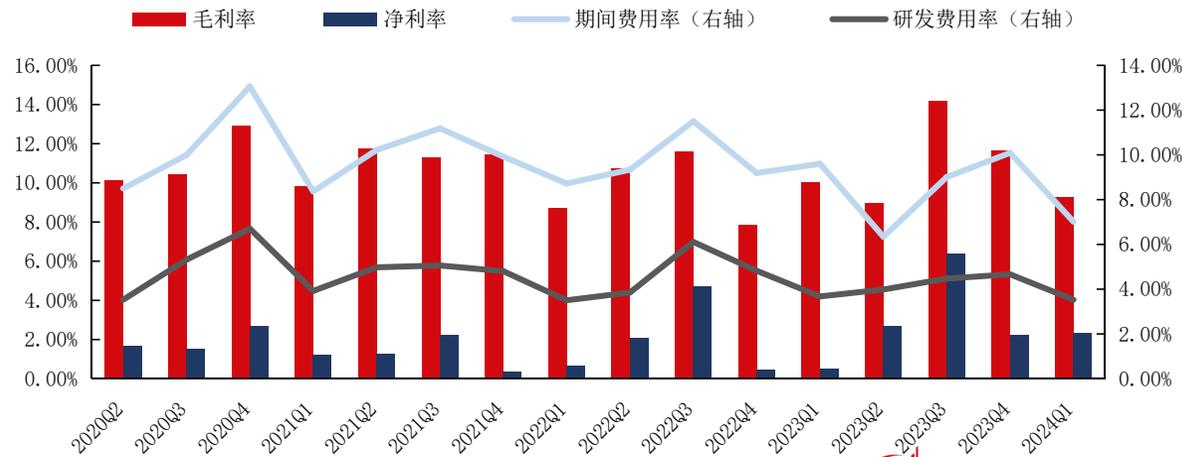


资料来源：Wind，国联证券研究所

船舶领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	船舶(民)				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入(亿元)	213.96	463.71	309.59	44.70%	-33.24%
净利润当期(亿元)	1.09	10.31	7.27	564.06%	-29.50%
毛利率	10.02%	11.62%	9.29%	(0.73)	(2.33)
净利率	0.51%	2.22%	2.35%	1.84	0.12
期间费用率	9.60%	10.09%	7.02%	(2.58)	(3.07)
ROE	2.95%	7.91%	6.37%	3.42	(1.54)

船舶领域季度间的盈利能力情况对比

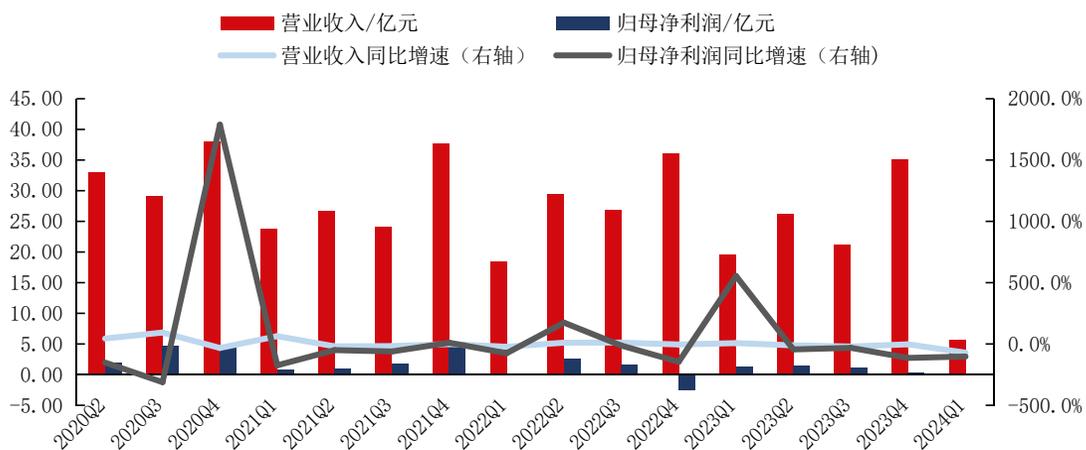


船舶（军船）领域2024Q1情况

季度营收增速较为平缓。过去四个季度2023Q2-2024Q1船舶领域的营收增速分别为-11.3%/-21.1%/-2.8%/-70.8%，归母净利润增速分别为-44.4%/-31.6%/-113.8%/-102.4%。

船舶军品交付主要集中在四季度，部分公司确收延迟在2024Q1交付，盈利情况有所好转。2024Q1毛利率、净利率分别为27.08%、4.75%，分别环比提高4.13、5.28pct。

船舶领域季度营收、归母净利润及同比增速

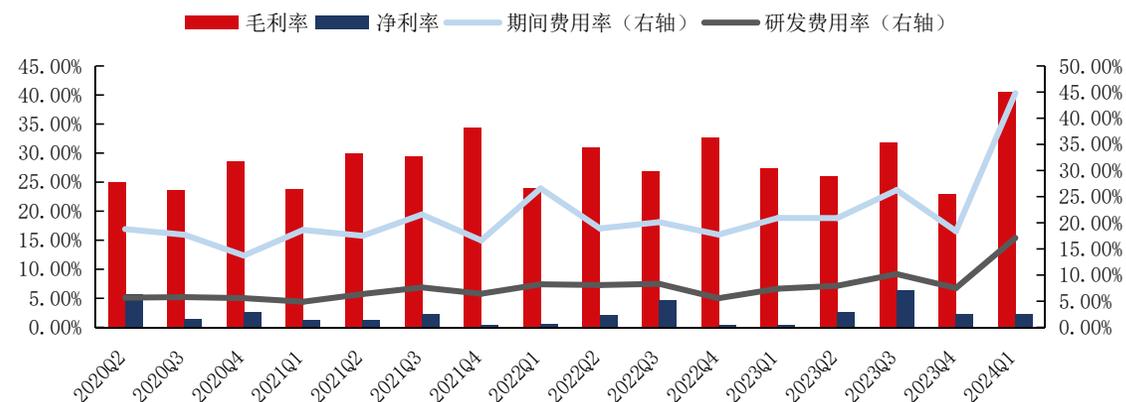


资料来源：Wind，国联证券研究所

船舶领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	船舶(军)				
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	同比	环比
收入(亿元)	19.62	35.28	19.61	-0.06%	-44.42%
净利润当期(亿元)	1.25	(0.19)	0.93	-25.83%	-594.56%
毛利率	27.36%	22.95%	27.08%	(0.28)	4.13
净利率	6.39%	-0.53%	4.75%	(1.65)	5.28
期间费用率	20.92%	19.82%	22.47%	1.55	2.65
ROE	1.83%	-16.71%	2.03%	0.20	18.74

船舶领域季度间的盈利能力情况对比

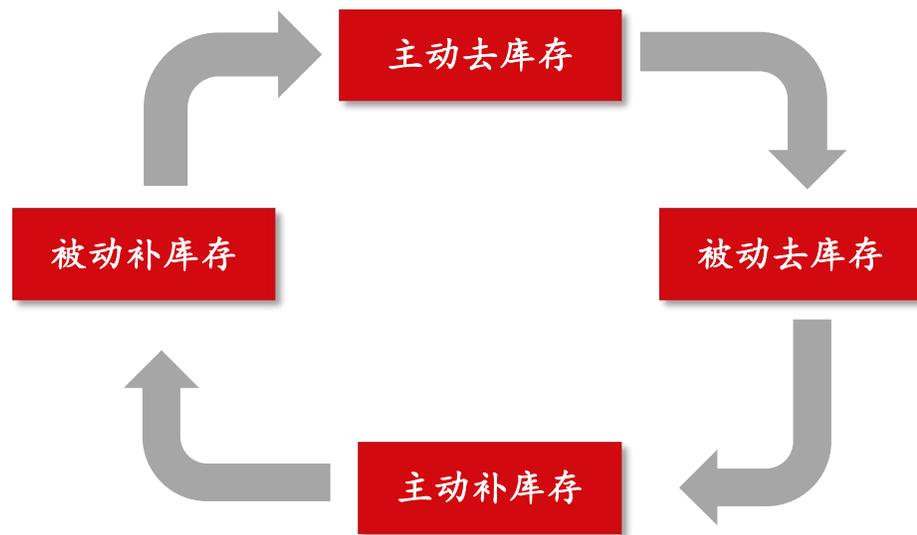




4、资产负债和现金流量表的看点

库存周期分析：下游已经开始主动补库存，后续订单落地后或进入被动补库存的状态

- ▼ **主机厂或处于主动补库存阶段：**主机厂2023Q2首次出现存货同比下滑并持续降库存，2024Q1开始有主动补库存的阶段或意味着需求的到来已在不远处；
- ▼ **中间环节或处于主动去库存阶段：**结构件与分系统处产业链中游，自在下游需求不明朗下开始降低存货，目前或处于主动去库存阶段；
- ▼ **上游材料或处于被动补库存：**上游原材料库存持续增长，或受中下游持续去库存与终端产品需求低迷影响，导致库存积压。未来随着新一批订单落地开启备货周期，上游材料或快速进入被动去库存阶段推动业绩释放。

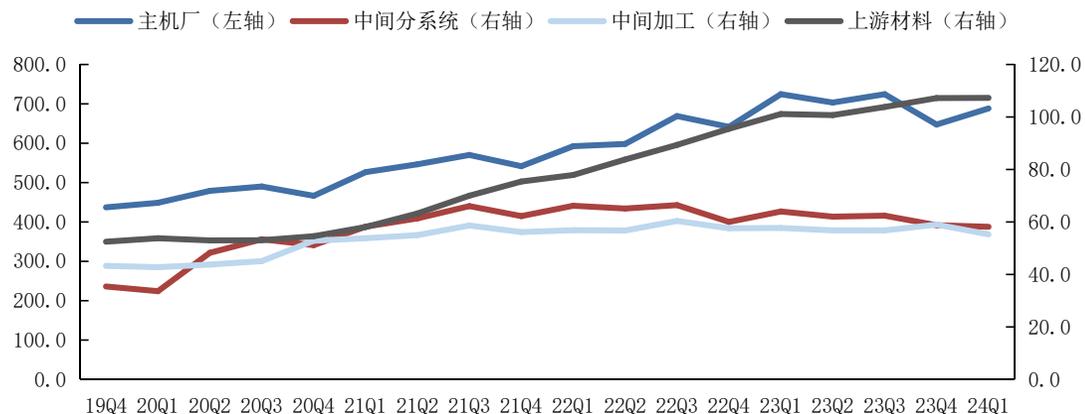


分产业链环节存货情况

2024Q1 存货绝对额/亿元 | 环比2023Q4 存货绝对额 | 同比2023Q1 存货绝对额

	2024Q1 存货绝对额/亿元	环比2023Q4 存货绝对额	同比2023Q1 存货绝对额
上游原材料	165	2.2%	7.3%
上游元器件	179	2.3%	1.0%
中游结构件	107	-2.9%	-9.4%
中下游分系统	72	-1.2%	-7.2%
下游主机厂	960	14.8%	4.4%
军工整体	1483	9.4%	2.5%

航空制造产业链的上中下游存货关系（单位：亿元）



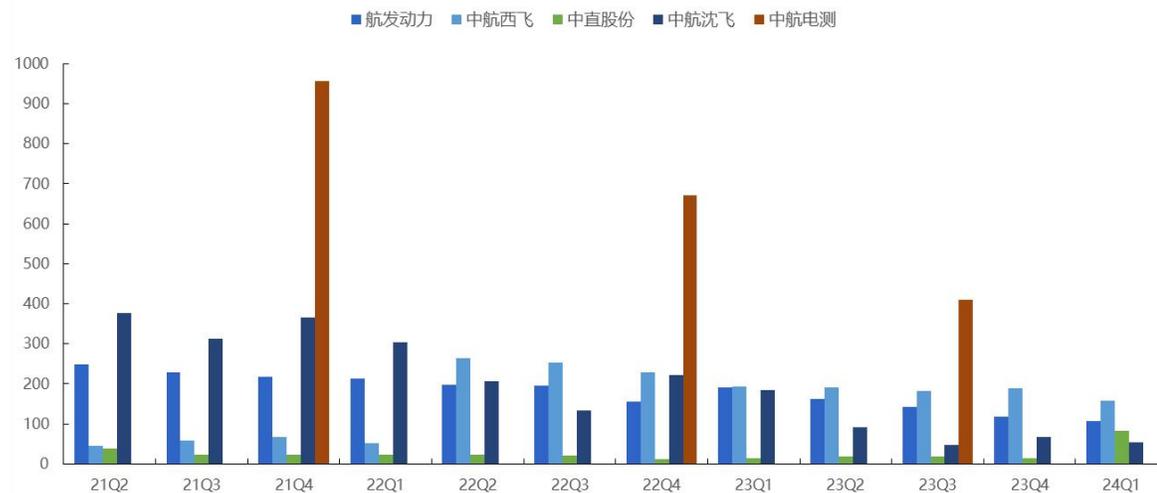
合同负债对比：后续成飞需求或仍为大头，发动机和运输机需求同比下滑幅度小

- 整体来看，中期调整影响下新增订单下达延迟，存量订单持续交付，产业链各环节合同负债持续消化；
- 比较不同主机厂合同负债情况，中航电测合同负债+预收款项绝对规模较大；中航沈飞合同负债同比下滑较快，亟需新订单的下达；航发动力和中航西飞合同负债持续高位平稳运行。

分产业链环节合同负债+预收款项比较

分产业链环节	合同负债+预收款项（亿元）				
	2024Q1	2023A	2023Q1	较期初增速	同比增速
上游原材料	14.2	13.3	13.6	6.9%	4.7%
上游元器件	12.0	14.8	22.0	-18.9%	-45.3%
中游结构件	10.0	11.4	12.9	-12.3%	-22.7%
中下游分系统	13.6	14.0	19.6	-2.8%	-30.9%
下游主机厂	401.7	389.3	586.4	3.2%	-31.5%
军工整体	451.5	442.7	654.5	2.0%	-31.0%

下游主机厂合同负债+预收款项比较（亿元）



产业链现金流分析：预算推迟落地致回款难度变大，整体现金流情况有所恶化

- 预算推迟落地当前下游客户回款进度趋缓，整体产业链的应收账款周转率均同比下滑明显；
- 下游回款变慢下整体产业链经营性现金流有所恶化，收现比角度经营质量开始降低。

分产业链环节应收账款周转率

分产业链环节	应收账款周转率				
	2024Q1	2023A	2023Q1	较期初增速	同比增速
上游原材料	0.9	5.2	1.2	-82%	-20%
上游元器件	0.3	2.0	0.5	-83%	-34%
中游结构件	0.4	2.4	0.6	-82%	-28%
中下游分系统	0.3	1.7	0.3	-84%	-18%
下游主机厂	0.4	3.4	0.7	-89%	-48%
军工整体	0.5	3.0	0.7	-84%	-30%

分产业链环节收现比

分产业链环节	收现比				
	2024Q1	2023A	2023Q1	较期初pcts	同比pcts
上游原材料	63%	74%	55%	-0.11	0.08
上游元器件	88%	93%	71%	-0.05	0.17
中游结构件	72%	85%	56%	-0.13	0.16
中下游分系统	76%	92%	61%	-0.16	0.15
下游主机厂	38%	80%	91%	-0.42	-0.53
军工整体	57%	83%	75%	-0.25	-0.18

中下游资本开支稳健增长或为后续订单做准备，上游在建工程增速较高静待产能释放

- 中下游资本开支稳健增长，主机厂自2022Q2开始capex持续正增长，军工行业以销定产的行业特性下或前瞻后续订单下达；
- 上游原材料受益前期capex的快速增长，在建工程增速已边际下行，当前或即将转固投产。

各产业链的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增速

	同比增速																			
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
上游原材料	2%	8%	14%	10%	33%	63%	59%	138%	95%	62%	65%	76%	44%	45%	46%	-4%	1%	3%	-1%	-20%
上游元器件	22%	25%	22%	30%	13%	23%	25%	55%	71%	84%	74%	22%	10%	-4%	3%	-24%	-12%	5%	8%	0%
中游加工	-16%	-5%	9%	159%	86%	81%	57%	38%	38%	41%	42%	-4%	-2%	12%	35%	4%	21%	14%	-5%	22%
中游分系统	67%	56%	24%	-74%	-48%	-30%	-33%	48%	53%	39%	65%	-3%	-6%	-3%	-1%	41%	25%	23%	16%	-9%
下游主机厂	-12%	-12%	8%	31%	10%	6%	14%	51%	15%	33%	4%	-12%	12%	9%	4%	8%	11%	5%	47%	87%

军工板块各产业链的在建工程期末余额的累计同比增速情况

	累计同比增速																			
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
上游原材料	4%	9%	-23%	-43%	-28%	-20%	-25%	19%	14%	53%	71%	22%	46%	71%	67%	14%	22%	36%	-5%	15%
上游元器件	-7%	5%	22%	-8%	5%	16%	16%	8%	18%	20%	15%	-3%	-10%	-11%	12%	9%	-14%	11%	21%	11%
中游加工	-2%	3%	-5%	1%	36%	53%	49%	23%	35%	62%	38%	12%	2%	29%	13%	2%	12%	28%	17%	21%
中游分系统	23%	-9%	47%	10%	10%	16%	2%	14%	10%	-15%	-28%	10%	15%	18%	6%	-9%	-8%	0%	39%	-3%
下游主机厂	4%	-14%	-16%	-3%	3%	9%	13%	3%	4%	-6%	-20%	6%	9%	1%	-8%	2%	7%	9%	8%	18%

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