

底部夯实；反转可期

2024 年 05 月 07 日

业绩回顾

2023 年，民生军工成份（不含舰船类）营收同比增长 7.2%；归母净利润同比下滑 8.4%。1Q24，行业营收同比下滑 3.5%；归母净利润同比下滑 20.9%，利润端的下滑是非常明显的。**我们更新观点如下：1) 行业调整自 4Q22 至今已经超过 1.5 年，随着各军工集团领导逐步到位，行业调整或近尾声；2) 2024 年行业或将呈现前低后高的趋势，当前已处于底部位置；3) 在产业链价值分布重构的背景下，我们相对看好中下游环节的未来发展。**

趋势分析

行业调整对财务端的影响，或主要体现在 23H2 和 24H1。2023 年：1) 民生军工成份（不含舰船）营收 4838 亿元，YoY +7.2%；归母净利润 362 亿元，YoY -8.4%。而 23H1 归母净利润增长 3.3%，可知 23H2 出现了明显的下滑，同时我们从 1Q24 的利润表现看，下滑或将延续至 2024 年中期；2) 行业毛利率同比下滑 0.3ppt 至 23.7%；净利率同比下滑 1.5ppt 至 7.7%，盈利能力有所减弱，企业在期间费用上支出增多；3) 行业经营活动净现金流同比增长 26% 至 921 亿元，改善明显；4) 行业存货较 2023 年初增长 5.0%，规模持续增长或反映公司为订单恢复做准备。

2023 年舰船板块表现亮眼；材料链条盈利能力较强。2023 年，分子板块看：1) 舰船营收同比增长 23%；归母净利润同比增长 4265%，表现亮眼。2) 新材料、锻造与成型净利率分别是 16.1%和 14.2%，盈利能力排名前两位；舰船净利率同比提升 1.7ppt 至 2.1%，盈利能力提升最快。**分产业链环节看：1) 上游毛利率最高且在过去呈波动上升趋势，但 2023 年同比下滑 1.7ppt 至 38.2%。2) 中游毛利率在过去呈波动上升趋势，自 2021 年开始下滑，或是因为国产替代带来的采购成本增加所致，2023 年同比小幅下滑 0.3ppt 至 28.8%。**

2023 年中游营收“逆势”增长；看好中下游长期成长价值。2023 年，分产业链环节看，中游营收同比增长 22%；归母净利润同比小幅下滑 1%。中游营收在各环节中增速最高，在需求总体较差的情况下展现了更大的韧性；上游对订单较敏感，营收增速弱于中游，但由于上游具有较强盈利能力，归母净利润增速快于中游。我们认为，中长期看，产业链价值分布有望向中下游转移，看好中下游长期成长价值。

建议关注

行业在需求调整（阶段性）的影响下，2023 年归母净利润首次出现同比下滑，且更具体的看，下滑主要集中于 23H2 和 24H1（预计）。**我们认为，2023 年是新旧成长周期的过渡年，而 2024 年或将是触底反弹的始年，我们坚定看好行业中长期的发展和机会。**舰船板块周期性较强，2023 年开始业绩表现亮眼；国企龙头（普遍位于产业链中下游环节）将持续受益于产业链价值重构。此外，“卫星互联网、国产大飞机、低空经济”等新质生产力也受到市场广泛关注。

建议关注：1) 龙头引领：中航沈飞、航发动力、中国船舶、中航高科、中航光电等；**2) 制导装备：**菲利华、新雷能、长盈通、智明达等；**3) 新域新质：**华秦科技、航天南湖、中科星图、广联航空、纵横股份、陕西华达、铂力特等；**4) 国企改革：**国博电子、航发控制、中航机载、中直股份、中航科工、国睿科技、七一二、海格通信、航天电子等。

风险提示：产能扩充不及预期、产品交付不确定性、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 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 军工行业 2023 年三季度业绩回顾：3Q23 板块业绩平淡；中下游将持续受益产业价值重构-2023/11/05
2. 军工行业 2023 年中报业绩回顾：2Q23 重拾增长；下半年有望开启新一轮成长周期-2023/09/08
3. 军工行业 2022 年年报及 2023 年一季报业绩回顾：业绩亮点少但变化多；预计全年增长前低后高-2023/05/08
4. 军工行业 2022 年三季度业绩回顾：3Q22 行业增长稳健；锻造板块业绩持续靓丽-2022/11/07
5. 军工行业 2022 年中报业绩回顾：2Q22 行业持续景气；无人机和锻造板块业绩靓丽-2022/09/05

目录

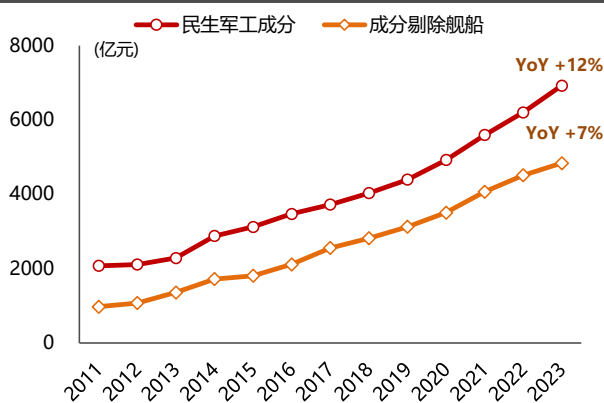
1 行业 2023 年营收增长 7.2%/利润下滑 8.4%	3
2 子板块和产业链回顾	6
2.1 2023 年子板块：舰船一枝独秀，利润同比大增 4265%	6
2.2 2023 年产业链：中游环节在收入和利润增速上“矛盾”	9
3 行业 1Q24 营收下滑 3.5%/利润下滑 20.9%	12
4 三年维度：锻造及成型、新材料板块增速较快	14
5 风险提示	15
插图目录	16

1 行业 2023 年营收增长 7.2%/利润下滑 8.4%

国防军工行业重点公司 2023 年年报及 2024 年一季度已披露完毕，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，利润波动较大，故我们分析的主要对象为股票池中剔除舰船板块后的公司。

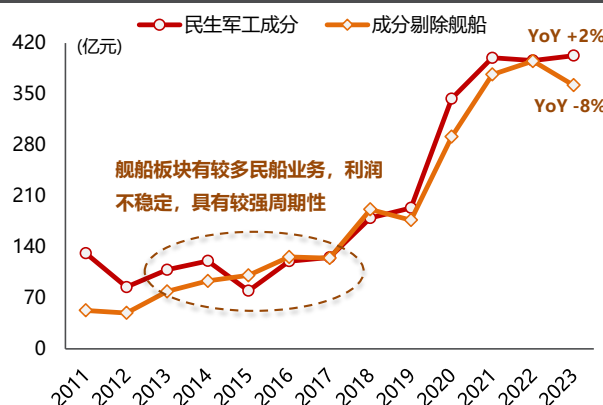
2023 年营收稳健增长；归母净利润下滑。2023 年，民生军工成份（不含舰船类）实现总营收 4838 亿元，YoY +7.2%；归母净利润 362 亿元，YoY -8.4%。若包含舰船板块，实现营收 6924 亿元，YoY +11.6%；归母净利润 403 亿元，YoY +1.7%。2023 年，舰船板块表现较好，归母净利润同比增长 4265%至 40.5 亿元。

图1：行业成份股营收趋势（含/不含舰船）



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图2：行业成份股归母净利润趋势（含/不含舰船）

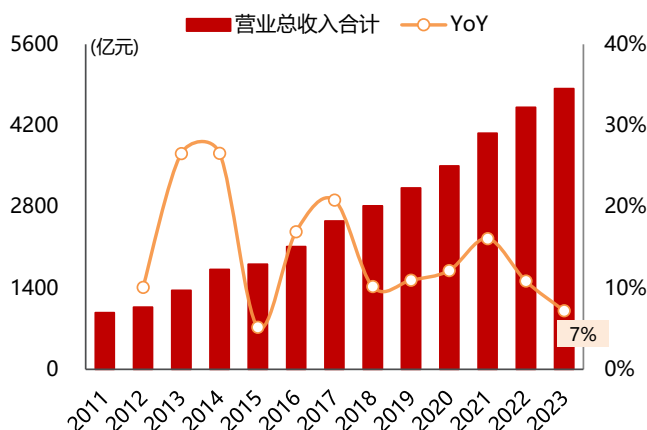


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

行业在“十四五”步入高速发展期；但 2023 年首次出现利润下滑。“十三五”

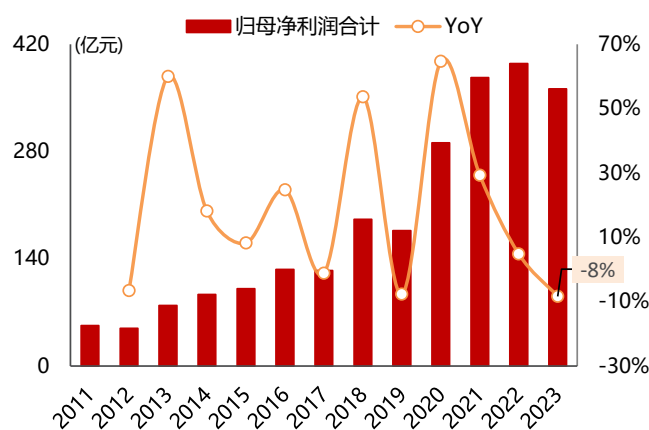
(2016~2020 年) 期间，民生军工成份（不含舰船类）营收由 2116 亿元逐年增长至 3506 亿元；归母净利润由 126 亿元增长至 291 亿元。随着行业进入“十四五”（2021~2025 年）高速发展期，营收与归母净利润规模均迈上了新台阶。2021 年营收突破 4000 亿元，2022~2023 年稳健增长；2023 年归母净利润突破 300 亿元，2022 年达到 396 亿元，2023 年需求阶段性调整，归母净利润同比下滑 8.4%。

图3：行业成份股营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

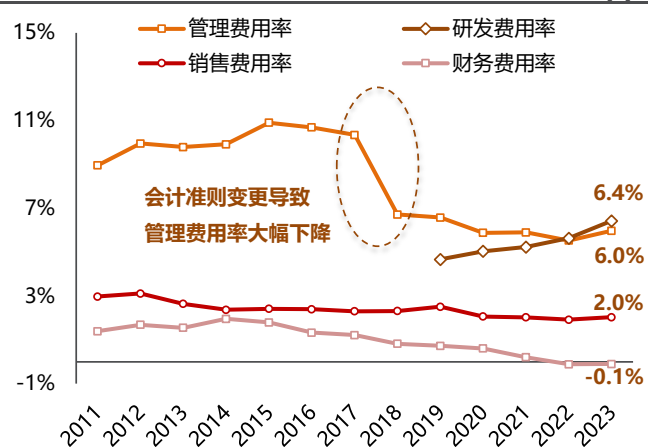
图4：行业成份股归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

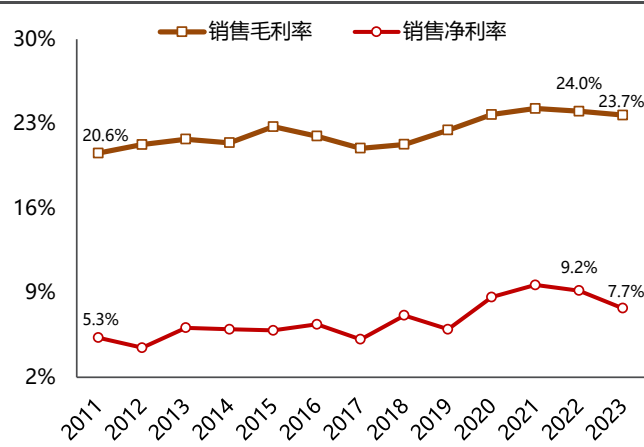
行业持续加强研发创新；盈利能力略有下降。2023年，行业期间费用率同比增长1.4ppt至14.3%，具体看，管理费用率(含研发)同比增长1.2ppt至12.4%，其中研发费用率同比增加0.8ppt至6.4%；销售费用率及财务费用率持续保持在较低水平且总体较为稳定。研发费用率总体呈上升态势反映出行业持续加强创新的特点，加大新品研发投入力度可助力企业长期可持续发展。2023年，行业销售毛利率同比下滑0.3ppt至23.7%；销售净利率同比下滑1.5ppt至7.7%。行业净利率自2011年以来总体呈上升趋势，2022~2023年连续两年同比下滑主要系毛利率下滑及费用率上升影响所致。

图5：2023年行业期间费用率为14.3%，YoY+1.4ppt



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：2019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；不含舰船类

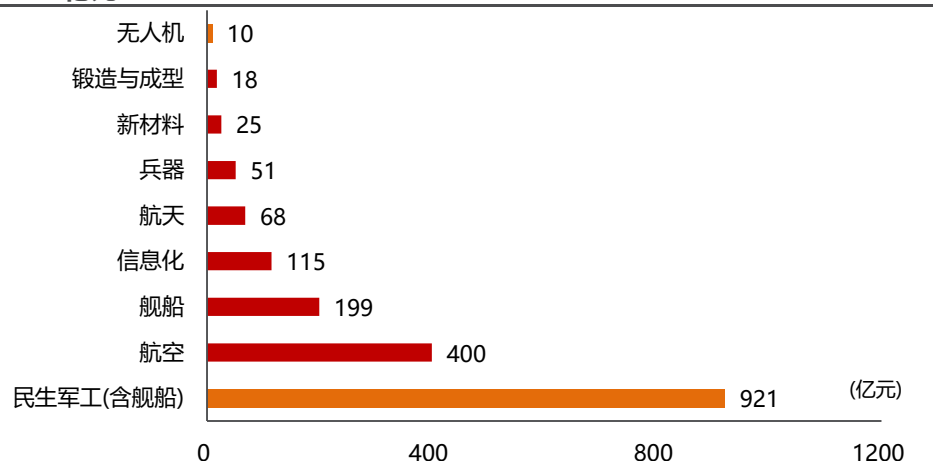
图6：2023年行业利润率同比下滑，连续两年下降



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

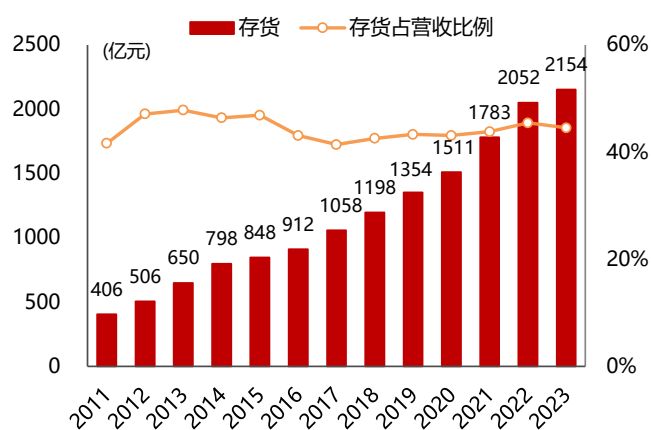
2023年民生军工成份(含舰船)经营活动净现金流同比增长26%。2023年，航空板块经营活动现金净流入400亿元；舰船、信息化、航天等所有子板块经营活动现金流均净流入。民生军工成份(含舰船)2023年经营活动净现金流为921亿元，YoY+26.0%，改善明显主要系中航西飞、航发动力、内蒙一机、中船科技、中航机载、中直股份、航天电器、中航光电等国企龙头现金流改善较明显所致。

图7：2023年民生军工成份(含舰船)经营活动净现金流同比增长26.0%至921亿元

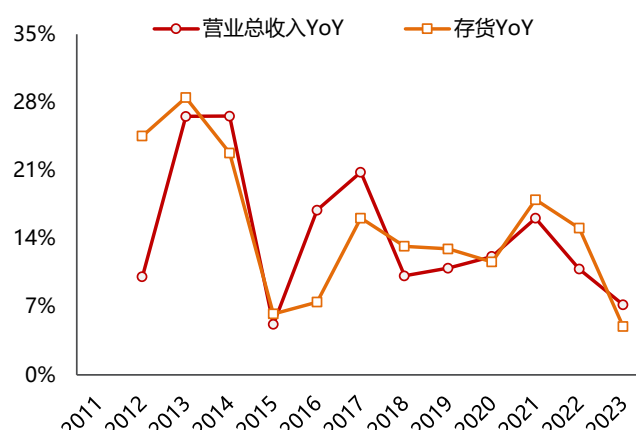


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

存货规模持续增长，或反映公司为后续订单恢复做准备。截至 2023 年末，行业存货规模较年初增长 5.0%至 2154 亿元，增速同比减少 10.1ppt；行业存货占总收入比为 44.5%，占比同比减少 0.9ppt。2011 年以来，行业存货占总收入比保持在 40%以上。从趋势上看，存货规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致。

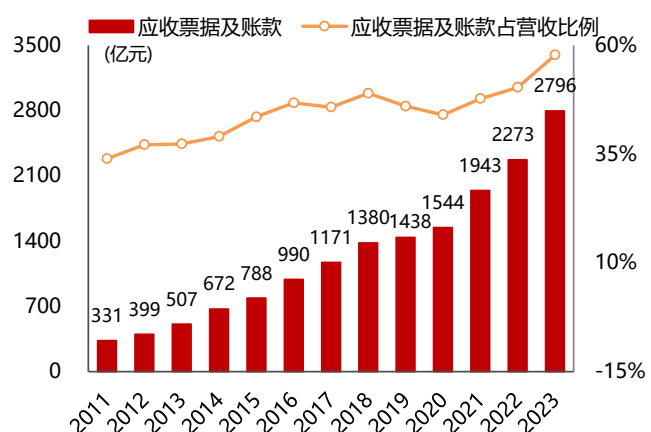
图8：行业存货余额及占营收比例


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

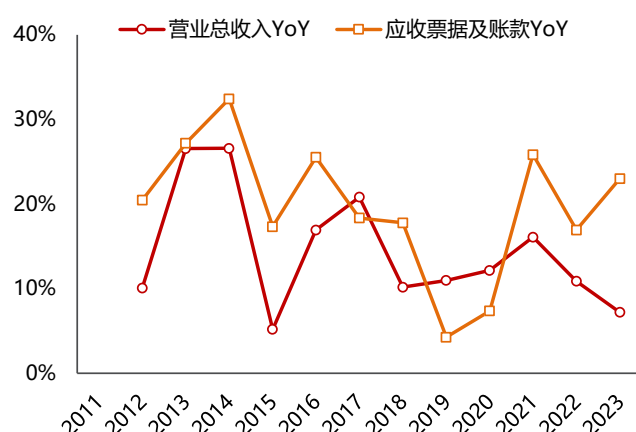
图9：行业存货与总营收同比增速对比


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

应收规模持续增长，或反映行业当前仍处于调整阶段。截至 2023 年末，行业应收票据及账款规模较年初增长 23.0%至 2796 亿元，增速同比增加 6.1ppt；行业应收票据及账款占总收入比为 57.8%，占比同比增加 7.4ppt。从趋势上看，应收规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致，其中，2023 年应收同比增速较高，而营收同比增速较 2022 年则有所放缓，应收增加或反映行业当前仍处于调整阶段。

图10：行业应收余额及占营收比例


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

图11：行业应收与总营收同比增速对比


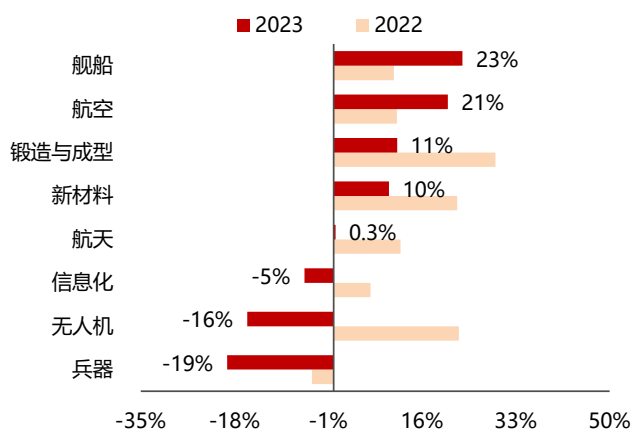
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2 子板块和产业链回顾

2.1 2023 年子板块：舰船一枝独秀，利润同比大增 4265%

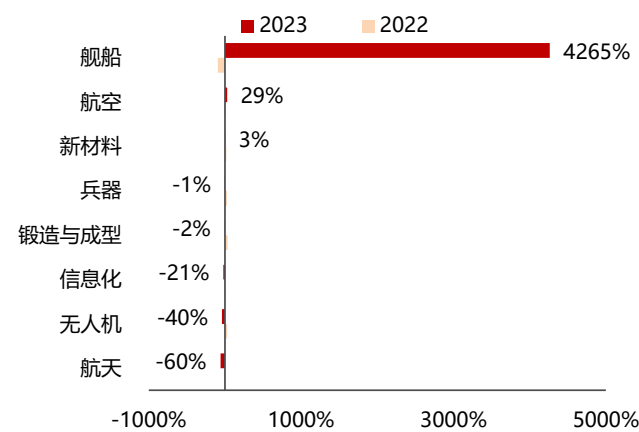
2023 年舰船营收/归母净利润同比增速最高。1) 收入端：2023 年，舰船板块实现营收 2085 亿元，YoY +23.3%，增速在所有子板块中排名第一，主要系中船科技 (+332.5%)、亚星锚链 (+27.3%)、中船防务 (+26.2%) 等快速增长所驱动。2) 利润端：2023 年，舰船板块实现归母净利润 41 亿元，YoY +4264.7%，增速在所有子板块中排名第一，主要系中国船舶 (+1620.7%)、中国动力 (+134.3%)、亚星锚链 (+58.7%)、中船科技 (+47.2%) 等快速增长所驱动。

图12：子板块营收同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

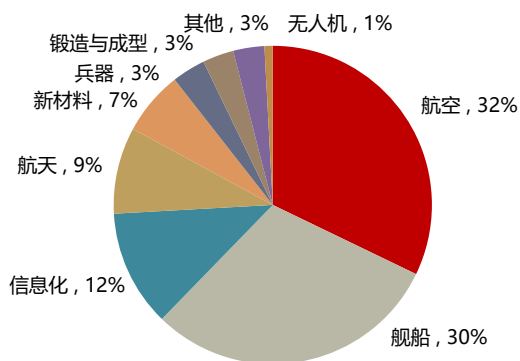
图13：子板块归母净利润同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

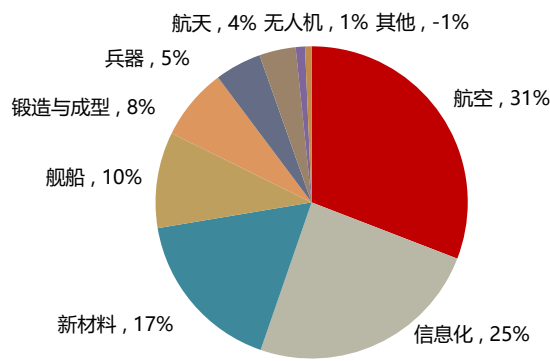
2023 年新材料及锻造与成型盈利能力较强。1) 2023 年子板块营收/利润占比：信息化营收/利润占比为 12%/25%；新材料营收/利润占比为 7%/17%；锻造与成型营收/利润占比为 3%/8%、兵器 3%/5%、无人机 0.8%/1.0%；上述板块利润占比高于营收占比，反映出较高的盈利水平。2) 2023 年子板块销售净利率：舰船净利率同比提升 1.7ppt 至 2.1%，在所有子板块中提升最快；兵器净利率同比提升 1.5ppt 至 8.6%；航空净利率同比提升 0.4ppt 至 5.9%。

图14：2023 年子板块营收分布



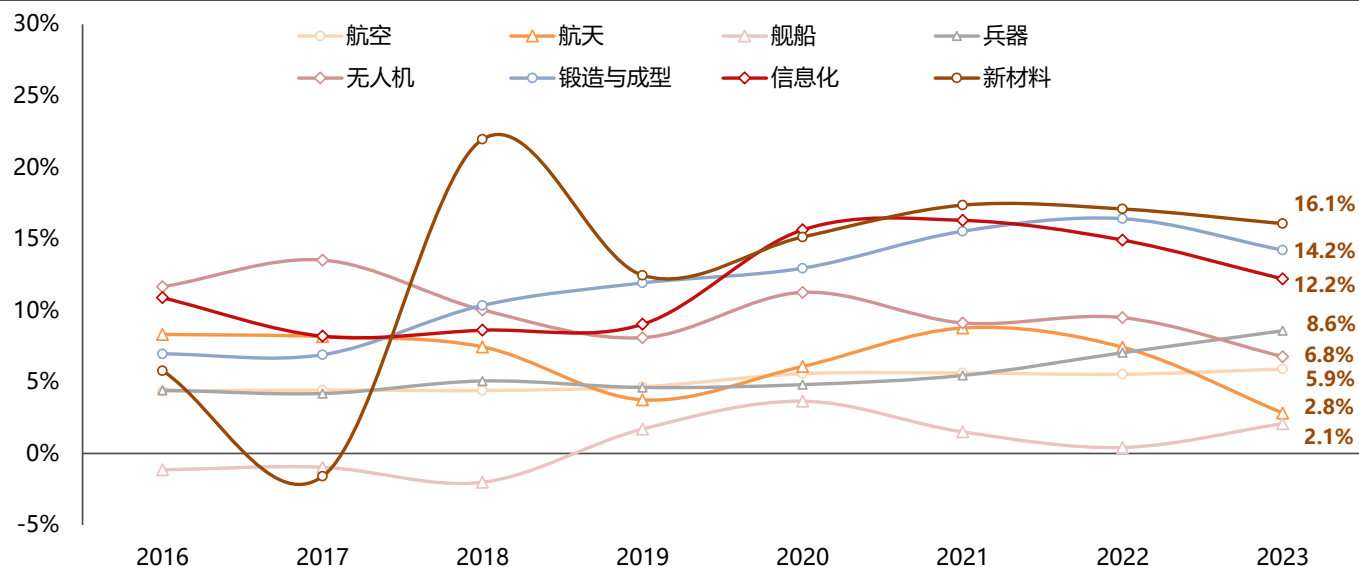
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图15：2023 年子板块归母净利润分布



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图16: 新材料、锻造与成型、信息化板块净利率较高; 但舰船、兵器净利率同比提升

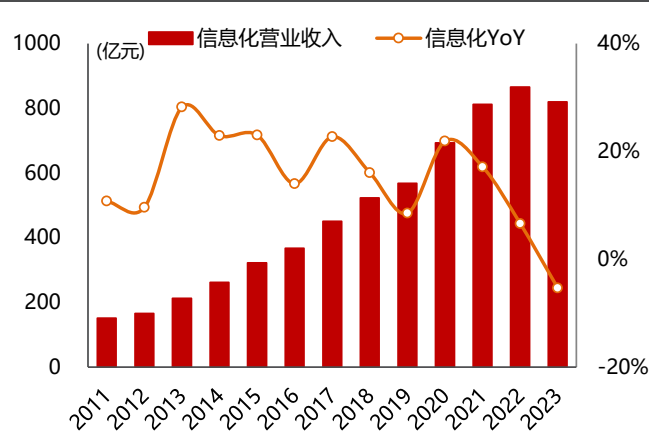


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

2023 年信息化板块归母净利润同比下滑 21.1%, 回落至 2020 年水平之下。

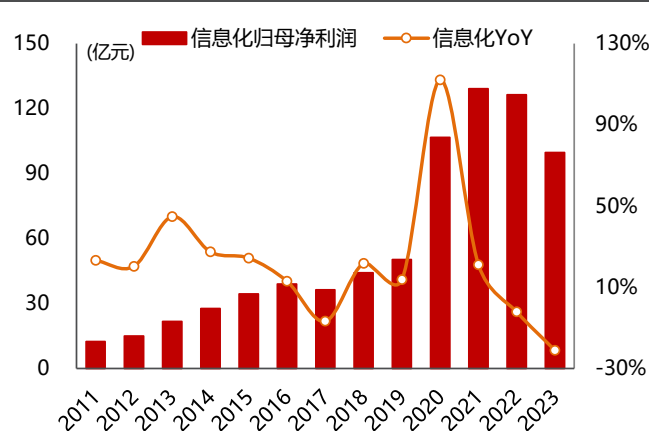
2023 年, 信息化板块实现营收 820.0 亿元, YoY -5.3%; 归母净利润 99.7 亿元, YoY -21.1%, 2022 年为自 2018 年以来的首次同比下滑, 归母净利润同比下滑 2.1%; 2023 年下滑幅度进一步加大。与新材料等板块的稳健表现相比, 信息化板块的这种较大波动的特点, 或与其产品迭代速度较快, 竞争格局相对较差有关。2023 年重点个股归母净利润同比增速: 振华风光 (+102%)、睿创微纳 (+58%)、智明达 (+28%)、陕西华达 (+22%)、高华科技 (+19%)、国博电子 (+16%)、振华科技 (+13%)、成都华微 (+11%)、国睿科技 (+9%)、紫光国微 (-4%)、航天南湖 (-35%)、铖昌科技 (-40%)、七一二 (-43%)、宏达电子 (-45%)、火炬电子 (-60%)、新雷能 (-66%)、鸿远电子 (-66%)。

图17: 信息化板块营收及同比增速



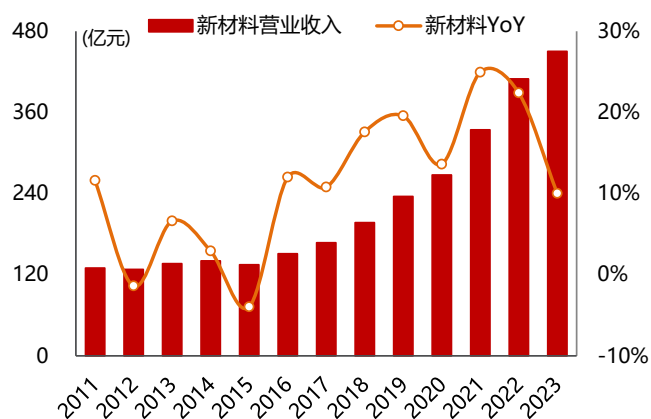
资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

图18: 信息化板块归母净利润及同比增速

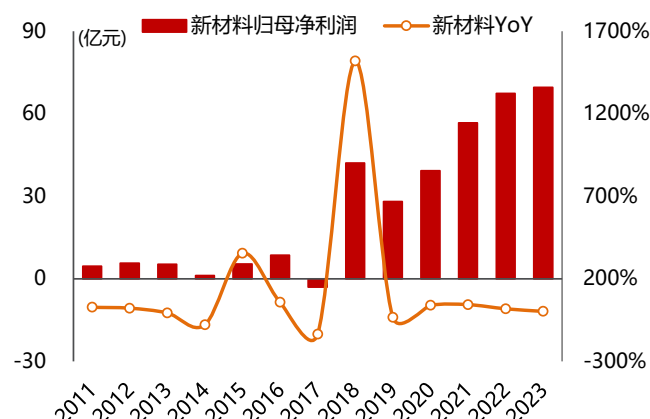


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

2023 年新材料板块归母净利润同比增长 3.3%，呈现出稳健的特点。2023 年，新材料板块实现营收 450.3 亿元，YoY +10.0%；归母净利润 69.6 亿元，YoY +3.3%，2020~2023 年，新材料板块归母净利润同比保持增长，但 2022~2023 年增速边际放缓。2023 年重点个股归母净利润同比增速：抚顺特钢 (+84%)、万泽股份 (+74%)、光启技术 (+55%)、中航高科 (+35%)、航材股份 (+30%)、图南股份 (+30%)、菲利华 (+10%)、西部材料 (+6%)、华秦科技 (+0.5%)、宝钛股份 (-2%)、钢研高纳 (-5%)、光威复材 (-7%)、西部超导 (-30%)、中简科技 (-51%)。

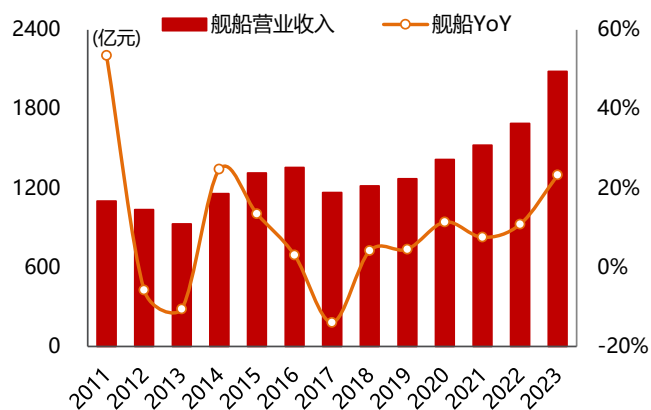
图19：新材料板块营收及同比增速


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

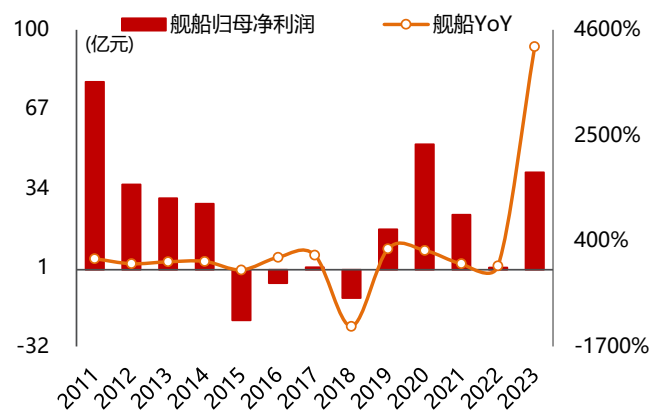
图20：新材料板块归母净利润及同比增速


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

2023 年舰船板块归母净利润同比大增 4265%，行业拐点或将来临。2023 年，舰船板块实现营收 2085.4 亿元，YoY +23.3%；归母净利润 40.5 亿元，YoY +4264.7%，船舶行业具有较强的周期性，2019 年同比扭亏，2020 年归母净利润同比增长 210.0%，2021~2022 年连续 2 年同比下滑，2023 年归母净利润同比大增 4264.7%。2023 年重点个股归母净利润同比增速：中国船舶 (+1621%)、中国动力 (+134%)、亚星锚链 (+59%)、中船科技 (+47%)。

图21：舰船板块营收及同比增速


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

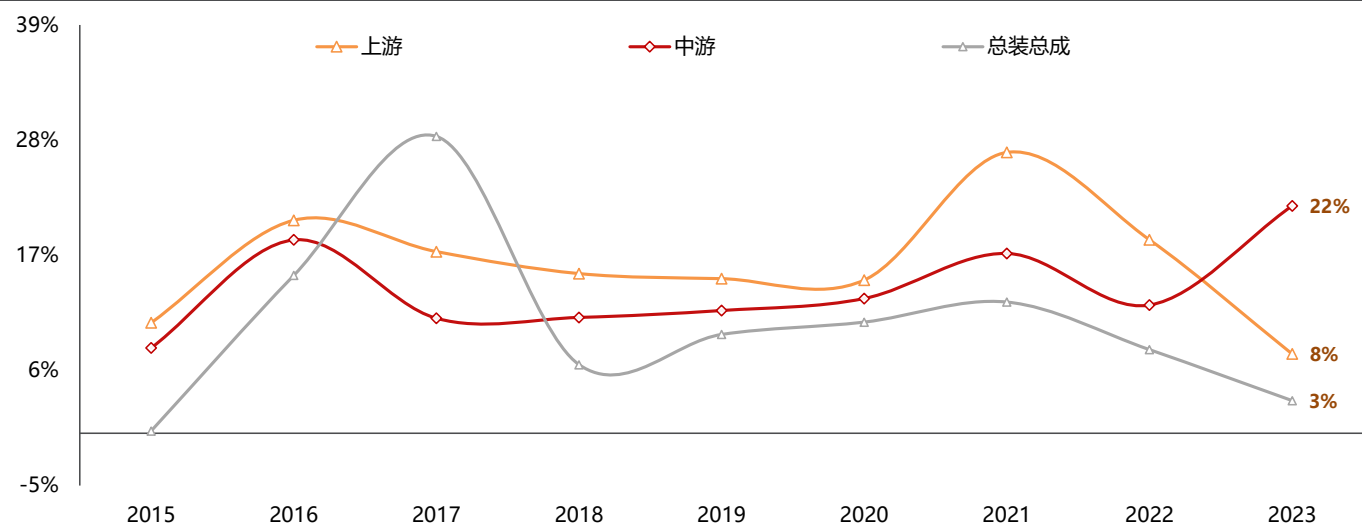
图22：舰船板块归母净利润及同比增速


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

2.2 2023 年产业链：中游环节在收入和利润增速上“矛盾”

2023 年收入端：中游环节同比增长 22%， “逆势”增长。我们分析 2015~2023 年各产业链环节营收的同比增速可知，产业链各环节趋势基本一致。2023 年各环节营收均实现同比正增长，中游、上游、总装总成同比增速分别是 22%、8%、3%，其中中游同比增速最高，达到 22%，大幅领先于其他各环节，实现行业调整下的“逆势”增长。此外，2022 年开始，上游及总装总成营收同比增长出现放缓迹象。

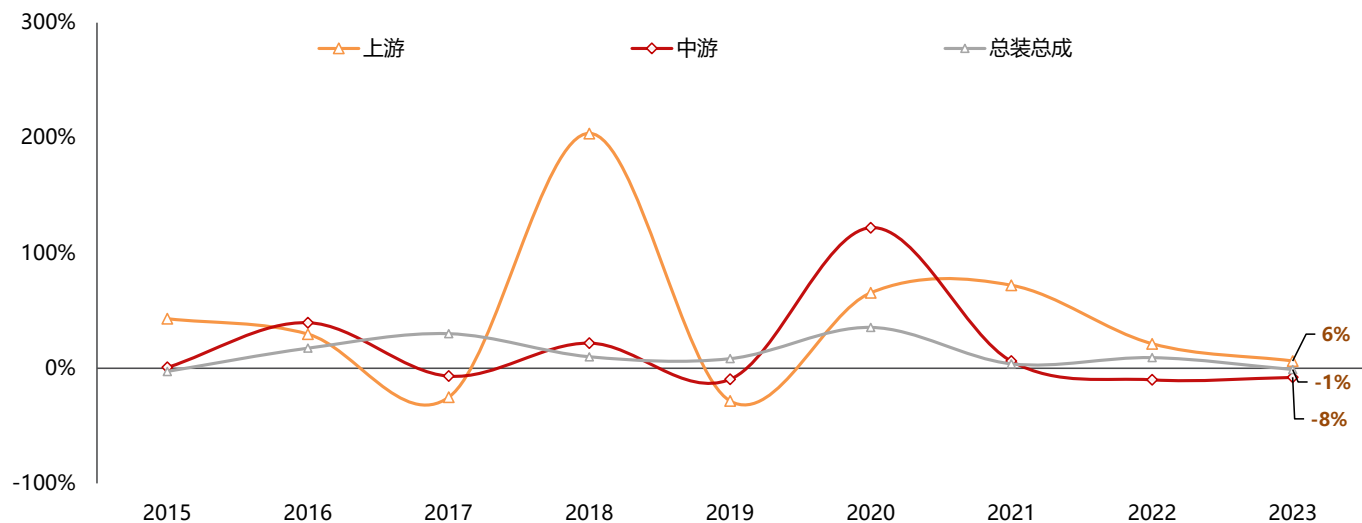
图23：分产业链环节营收同比增速：2023 年各环节均实现同比增长，其中中游增速最高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2023 年利润端：上游增长，中游下滑，下游稳定。我们分析 2015~2023 年各产业链环节归母净利润的同比增速可知，产业链各环节趋势基本一致，上游波动较大。2023 年，上游归母净利润同比增长 6%；中游同比下滑 8%，主机厂持平（微幅下滑 1%）。

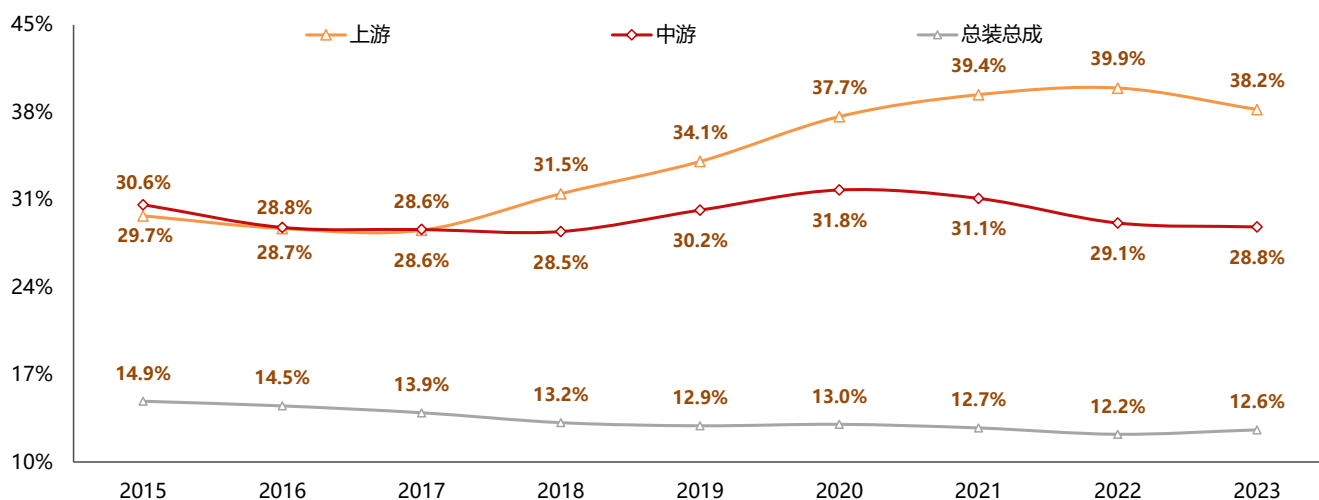
图24：分产业链环节归母净利润同比增速：2023 年上游同比增长；中游和总装总成同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2023 年毛利率：上游进入“下降通道”，中游和下游潜在受益。我们分析 2015~2023 年各产业链环节毛利率：**1) 上游：**毛利率呈上升趋势且增长较快，自 2020 年开始稳定在较高水平。2018~2022 年由 31.5%快速提升至 39.9%；2023 年同比下滑 1.7ppt 至 38.2%。**2) 中游：**毛利率自 2021 年开始出现下滑；2023 年同比小幅下滑 0.3ppt 至 28.8%。**3) 总装总成：**毛利率在 12.2%~14.8% 之间波动，总体稳定；2023 年同比提升 0.4ppt 至 12.6%。

图25：分产业链环节毛利率：上游总体最高

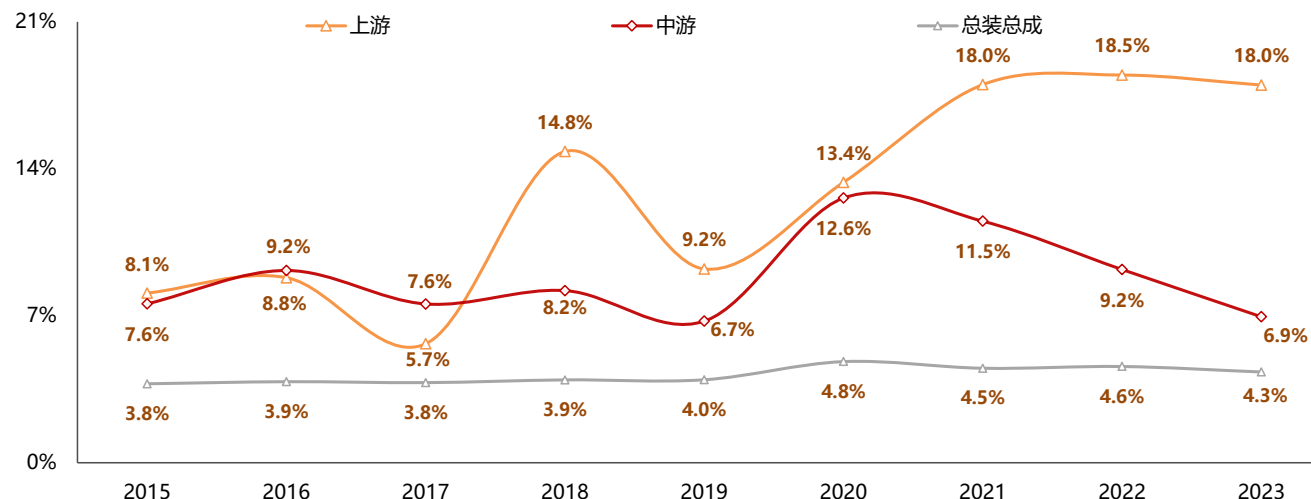


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2023 年净利率：上游环节最高。我们观察 2015~2023 年各环节净利率可知：

1) 上游：净利率最高且在过去呈波动上升趋势，2015~2022 年由 8.1%持续提升至 18.5%，但 2023 年出现小幅下滑，同比下滑 0.5ppt 至 18.0%。**2) 中游：**净利率自 2021 年开始下滑，主要是上游国产替代带来的成本增加，和在下游需求阶段性萎缩情况下，企业期间费用率反而增长所致。2023 年净利率同比下滑 2.3ppt 至 6.9%。**3) 总装总成：**净利率最低且波动较小，2015~2023 年均值为 4.2%。

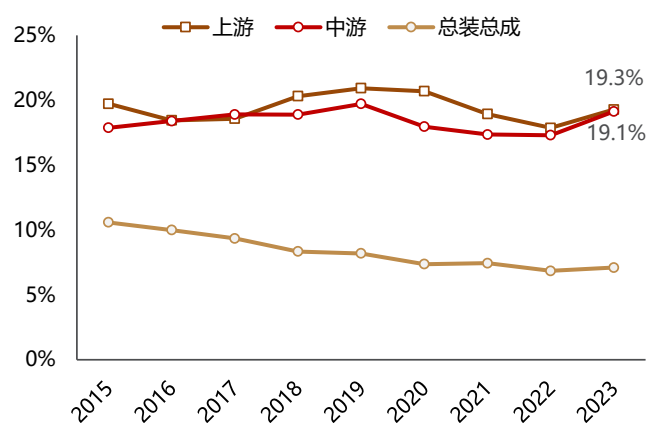
图26：分产业链环节净利率：上游总体最高，2023 年同比小幅下滑；中游 2021 年以来下滑趋势明显



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

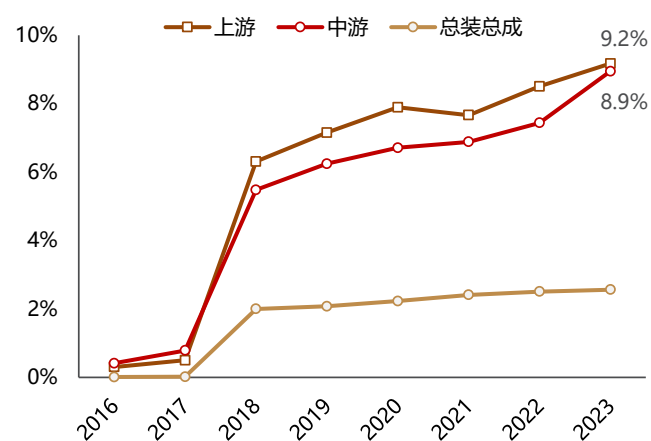
2021 年开始中游环节净利率下滑系期间费用、投资收益等综合影响。我们分析 2015~2023 年各环节影响净利率的指标发现：**1) 期间费用率：**上游和中游期间费用率水平相当且趋势基本一致，2023 年中游期间费用率同比增加 1.8ppt 至 19.1%；上游同比增加 1.4ppt 至 19.3%。其中，上游和中游的研发费用率均呈快速上升态势，2023 年中游研发费用率同比增加 1.5ppt 至 8.9%；上游同比增加 0.7ppt 至 9.2%。**2) 减值损失：**2023 年，上游合计计提资产减值损失和信用减值损失 22.6 亿元，占比总营收 2.0%；中游计提 34.2 亿元，占比总营收 2.8%。**3) 投资净收益：**2023 年，上游投资净收益 18.3 亿元，YoY +324.4%，占比总营收 1.6%；中游投资净收益 7.3 亿元，占比总营收 0.6%。综上，中游较上游环节计提更高的减值，同时投资收益较低，系 2021 年以来净利率下滑较快的原因。

图27：分产业链环节期间费用率



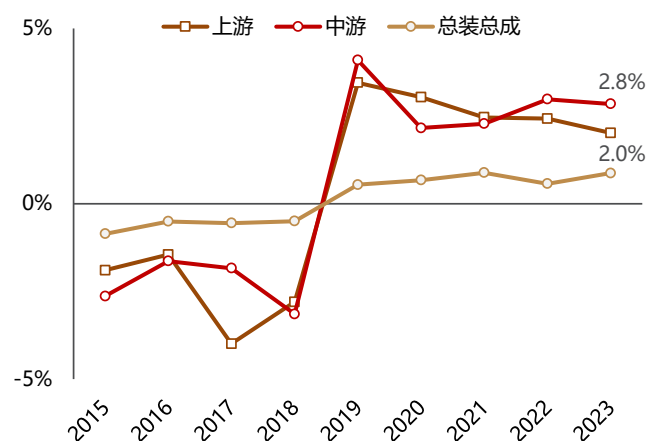
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

图28：分产业链环节研发费用率



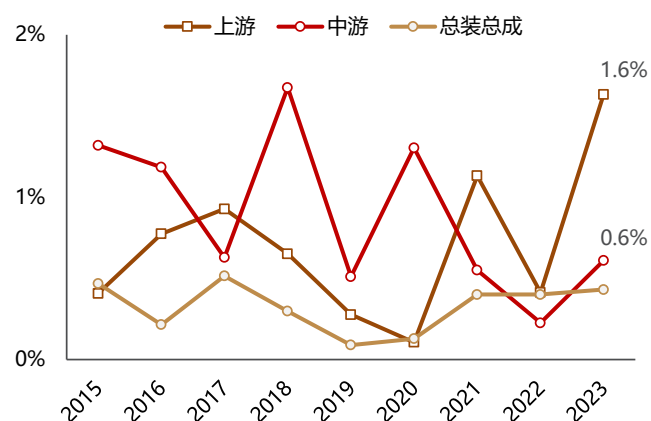
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

图29：分产业链环节减值损失/总营收



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

图30：分产业链环节投资净收益/总营收

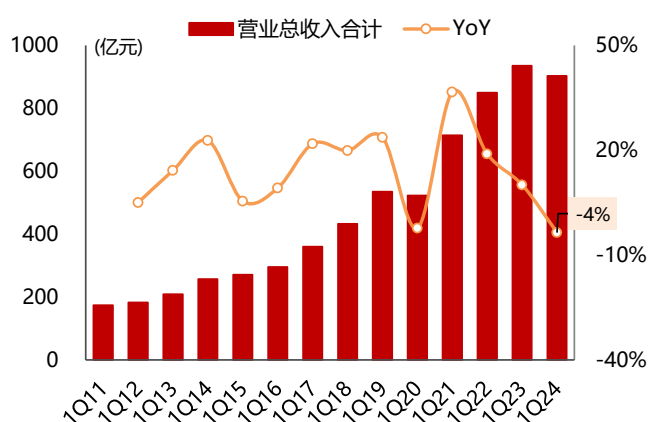


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

3 行业 1Q24 营收下滑 3.5%/利润下滑 20.9%

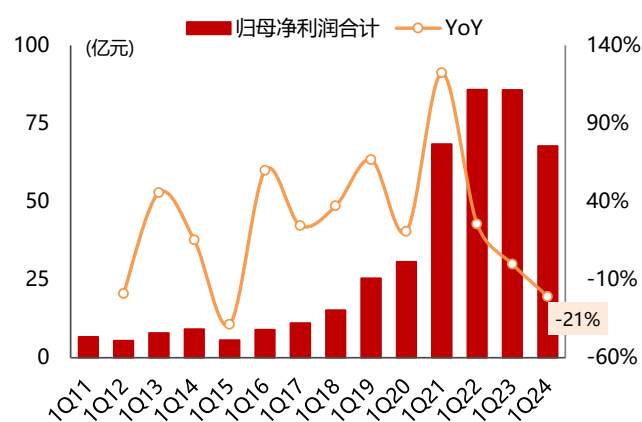
1Q24 营收和归母净利润均同比下滑，其中利润下滑幅度较大。1Q24，民生军工成份（不含舰船）实现营收 903 亿元，YoY -3.5%；归母净利润 68 亿元，YoY -20.9%。若包含舰船板块，则实现营收 1332 亿元，YoY +7.9%；归母净利润 75 亿元，YoY -16.0%。纵向看，“十三五”（2016~2020 年）期间，军工一季度营收和归母净利润总体呈增长态势，1Q21 开始，行业营收及归母净利润均上了新的台阶。但 2024 年受到行业整体需求节奏的影响，营收和利润端均同比下滑。

图31：一季度行业成份股营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

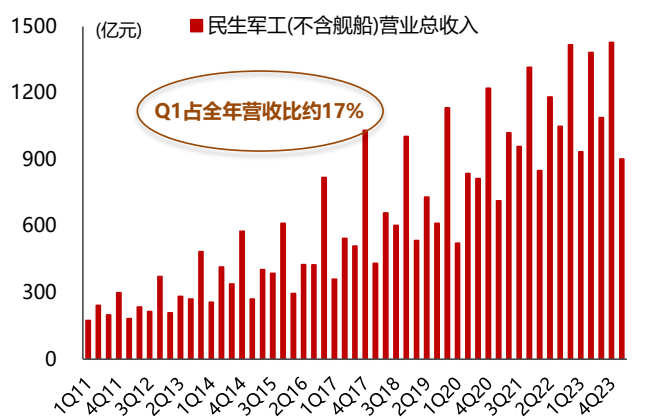
图32：一季度行业成份股归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

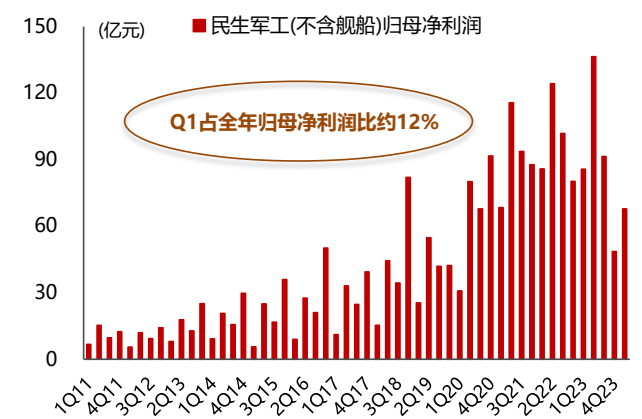
一季度营收/归母净利润占全年比 17%/12%。我们分析 2011~2023 年单季度数据发现，一季度营收占全年营收比例为 16.9%；归母净利润占全年归母净利润比例为 11.6%。从全年维度看，四个季度营收占比分别约为 17%、25%、22%、36%；归母净利润占比分别约为 12%、30%、22%、37%，一般来看，四季度营收与归母净利润在全年四个季度中占比最高；一季度占比相对较小。

图33：Q1 单季度占全年营收比约为 17%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

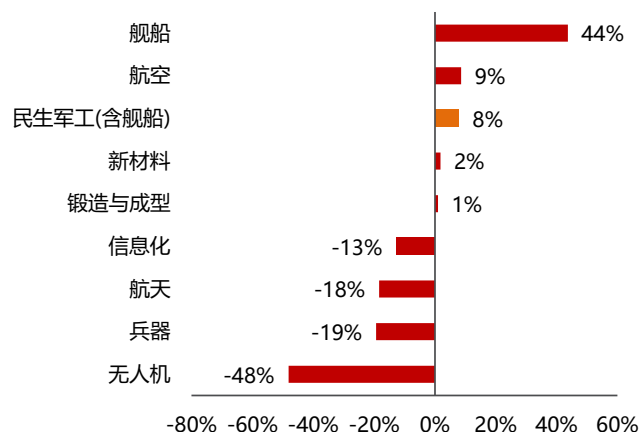
图34：Q1 单季度占全年归母净利润比约为 12%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

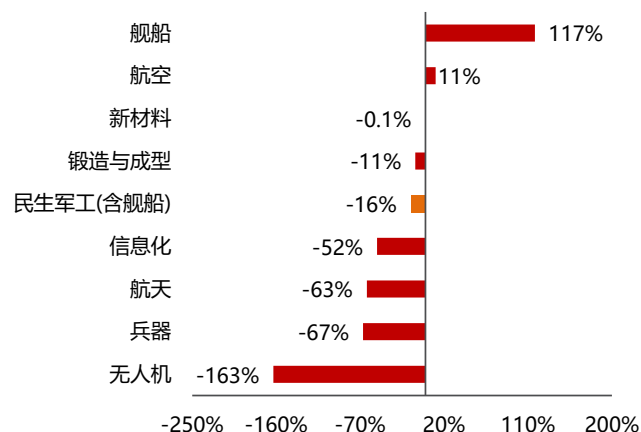
1Q24 舰船板块营收/归母净利润同比增速最高。 1) 收入端：1Q24，舰船、航空、新材料板块营收同比分别增加 44%、9%、2%，位列前三。 2) 利润端：1Q24，舰船、航空板块归母净利润同比分别增加 117%、11%；其他板块均出现不同程度的同比下滑。从收入和利润增速情况看，舰船板块可谓一枝独秀。

图35：1Q24 子板块营收同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

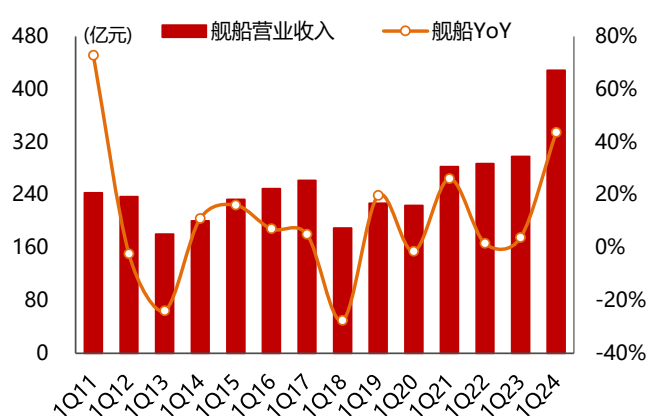
图36：1Q24 子板块归母净利润同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

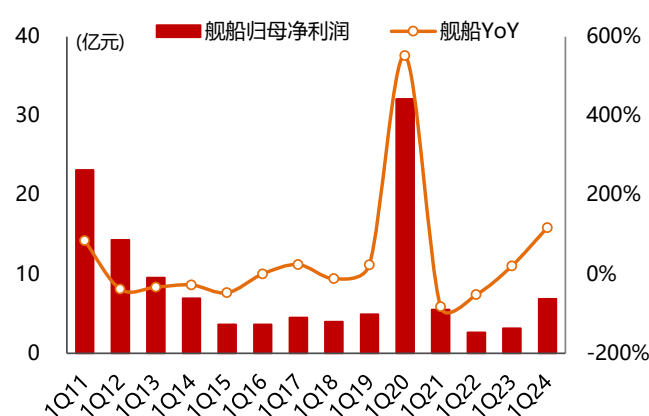
1Q24 舰船板块表现亮眼。 1Q24，舰船板块实现营收 428.8 亿元，YoY +43.7%；归母净利润 6.9 亿元，YoY +117.3%。 1Q24 重点个股归母净利润同比增速：中国船舶 (+821%)、中国动力 (+160%)、亚星锚链 (+15%)。

图37：历年一季度舰船板块营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图38：历年一季度舰船板块归母净利润及同比增速

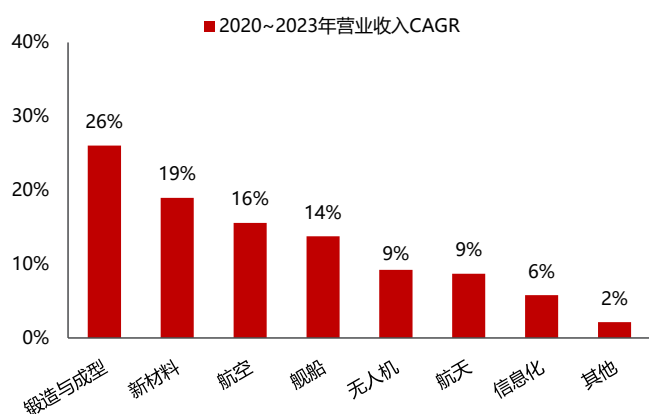


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

4 三年维度：锻造及成型、新材料板块增速较快

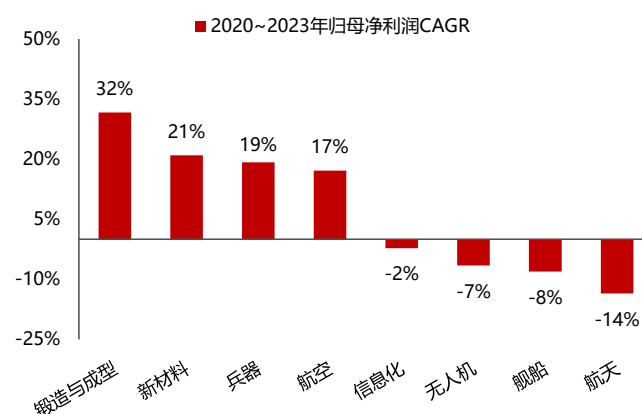
子板块角度：锻造与成型近三年营收及利润 CAGR 最高。1) 2020~2023 年，锻造与成型、新材料、航空板块营业收入年复合增速领先于其他板块，分别为 26%、19%、16%。2) 2020~2023 年，锻造与成型、新材料、兵器板块归母净利润年复合增速领先于其他板块，分别为 32%、21%、19%。

图39：2020~2023 年，锻造与成型、新材料板块营收复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

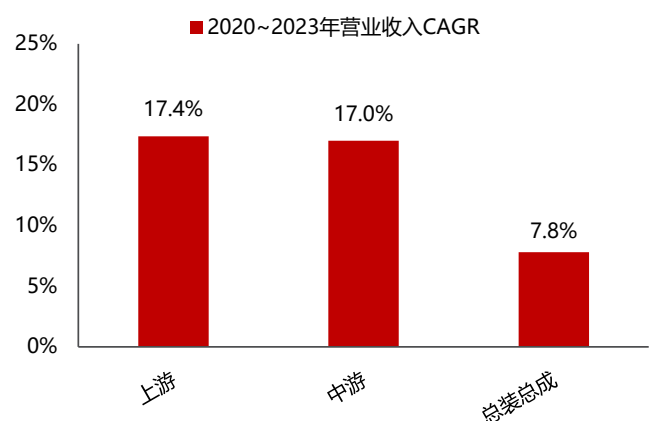
图40：2020~2023 年，锻造与成型、新材料板块归母净利润复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

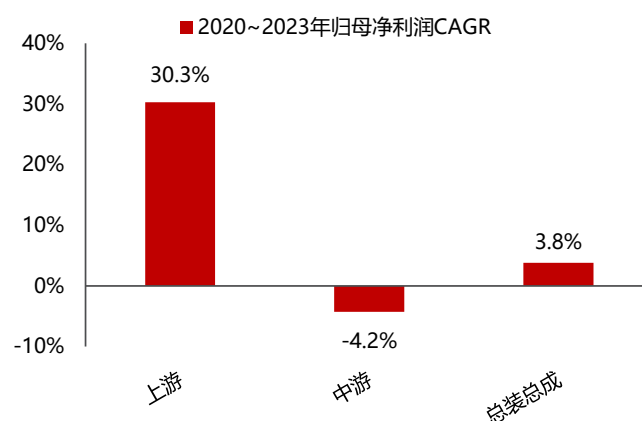
产业链环节角度：上游近三年营收/归母净利润 CAGR 最高。1) 2020~2023 年，上游环节营业收入年复合增速领先于其他板块，为 17.4%；中游次之，17.0%；总装总成复合增速最低，为 7.8%。2) 2020~2023 年，上游环节归母净利润年复合增速大幅领先于其他板块，为 30.3%；2020~2023 年，中游环节归母净利润分别是 89.8 亿元、95.2 亿元、85.7 亿元、78.8 亿元，三年维度看归母净利润有所下滑；总装总成复合增速为 3.8%。另外，上游归母净利润复合增速明显高于营收复合增速，反映出该环节较强的盈利能力。

图41：2020~2023 年，上游环节营收复合增速最高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图42：2020~2023 年，上游环节归母净利润复合增速最高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

5 风险提示

1) 产能扩充不及预期：行业中部分公司通过定增、发行可转债等方式募资扩产，如果募集资金不能及时到位，行业环境、市场环境等发生突变，或项目建设过程中由于管理不善或产生在目前条件下无法预料的技术障碍等因素影响了项目进程，募集资金投资项目的产能扩充进度将会不及预期。

2) 产品交付不确定性：国防军工行业产品的采购和交付一般具有较强计划性和确定性，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。

3) 行业政策发生变化：国防军工企业产销规模与经营模式一定程度上取决于国家的政策，政策调整或对业内企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 行业成份股营收趋势 (含/不含舰船)	3
图 2: 行业成份股归母净利润趋势 (含/不含舰船)	3
图 3: 行业成份股营收及同比增速	3
图 4: 行业成份股归母净利润及同比增速	3
图 5: 2023 年行业期间费用率为 14.3%, YoY+1.4ppt	4
图 6: 2023 年行业利润率同比下滑, 连续两年下降	4
图 7: 2023 年民生军工成份 (含舰船) 经营活动净现金流同比增长 26.0%至 921 亿元	4
图 8: 行业存货余额及占营收比例	5
图 9: 行业存货与总营收同比增速对比	5
图 10: 行业应收余额及占营收比例	5
图 11: 行业应收与总营收同比增速对比	5
图 12: 子板块营收同比增速: 2022 VS 2023	6
图 13: 子板块归母净利润同比增速: 2022 VS 2023	6
图 14: 2023 年子板块营收分布	6
图 15: 2023 年子板块归母净利润分布	6
图 16: 新材料、锻造与成型、信息化板块净利率较高; 但舰船、兵器净利率同比提升	7
图 17: 信息化板块营收及同比增速	7
图 18: 信息化板块归母净利润及同比增速	7
图 19: 新材料板块营收及同比增速	8
图 20: 新材料板块归母净利润及同比增速	8
图 21: 舰船板块营收及同比增速	8
图 22: 舰船板块归母净利润及同比增速	8
图 23: 分产业链环节营收同比增速: 2023 年各环节均实现同比增长, 其中中游增速最高	9
图 24: 分产业链环节归母净利润同比增速: 2023 年上游同比增长; 中游和总装总成同比下滑	9
图 25: 分产业链环节毛利率: 上游总体最高	10
图 26: 分产业链环节净利率: 上游总体最高, 2023 年同比小幅下滑; 中游 2021 年以来下滑趋势明显	10
图 27: 分产业链环节期间费用率	11
图 28: 分产业链环节研发费用率	11
图 29: 分产业链环节减值损失/总营收	11
图 30: 分产业链环节投资净收益/总营收	11
图 31: 一季度行业成份股营收及同比增速	12
图 32: 一季度行业成份股归母净利润及同比增速	12
图 33: Q1 单季度占全年营收比约为 17%	12
图 34: Q1 单季度占全年归母净利润比约为 12%	12
图 35: 1Q24 子板块营收同比增速	13
图 36: 1Q24 子板块归母净利润同比增速	13
图 37: 历年一季度舰船板块营收及同比增速	13
图 38: 历年一季度舰船板块归母净利润及同比增速	13
图 39: 2020~2023 年, 锻造与成型、新材料板块营收复合增速较高	14
图 40: 2020~2023 年, 锻造与成型、新材料板块归母净利润复合增速较高	14
图 41: 2020~2023 年, 上游环节营收复合增速最高	14
图 42: 2020~2023 年, 上游环节归母净利润复合增速最高	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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026