



军工行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

军工组

分析师：杨晨（执业 S1130522060001）
yangchen@gjzq.com.cn

分析师：温晓（执业 S1130524060001）
wenxiao@gjzq.com.cn

分析师：任旭欢（执业 S1130524070004）
renxuhuan@gjzq.com.cn

军工行业 24H1 业绩综述：上半年整体承压，等候订单释放

核心观点

24H1 业绩整体承压，或受需求延期、价格变动等因素影响。24H1 军工行业实现营收 1966 亿元（同比-10.6%），归母净利润 159 亿元（同比-28.2%）；毛利率 24.4%（同比-0.8pct），净利率 8.1%（同比-2.0pct）。**分领域：**航空整体仍有韧性，24H1 营收 1331 亿元（同比-6.5%），归母净利润 116 亿元（同比-9.7%）；电子信息化业绩承压明显，24H1 归母净利润 28 亿元（同比-57.7%）；**分环节：**中上游各环节收入和利润增速下降，下游主机发展韧性凸显。**核心赛道：**航空主机厂推进提质增效，净利率同比+0.3pct，彰显发展韧性；航发产业链上游或已启动新一轮生产交付周期，24H1 营业收入 440 亿元（同比+2.0%），钛合金业绩表现突出，24Q2 归母净利润同比+5.5%；军工电子整体承压，连接器业绩降幅较小，24H1 归母净利润 20.6 亿（同比-16.4%），被动元件业绩承压显著，24H1 归母净利润 8.9 亿（同比-61.3%）；导弹产业链业绩下滑，24H1 归母净利润 10 亿（同比-39.3%），或因订单下发节奏影响。新质新域赛道收入承压，24H1 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比-44.6%、-22.1%、-5.4%、-10.1%、-25.3%。新域新质赛道多处于科研或小批状态，未来转批产后有望增长。

24H1 订单延迟合同负债下降，产业链备货静待新一轮采购启动。24H1 军工行业整体合同负债 511 亿元（较期初-32.9%，较上一季度末-23.7%），新订单下放延迟，存量订单交付结转。行业积极备货扩产，存货 2333 亿元（较期初+5.7%），固定资产 1549 亿元（较期初+1.4%）。**分领域：**航空领域合同负债有所回落，24H1 合同负债 386 亿元（较期初-33.2%），静待终端客户订单下发；电子信息化领域产能逐步释放，固定资产较期初+2.0%。**分环节：**各环节合同负债下降，较期初-16.8%/-23.5%/-36.0%，新订单下放节奏减缓，存量订单交付顺利结转收入。**核心赛道：**航空主机厂 24H1 合同负债 269 亿元（较期初-32.1%），航发产业链 24H1 合同负债 88 亿元（较期初-30.7%），订单逐步交付合同负债转结收入；军工电子内部分化，连接器产能持续扩张，24H1 在建工程较期初+39.9%，订单延迟导致被动元件、集成电路、模块组件的合同负债对比期初有所下降；导弹产业链部分企业产品订单下发及交付验收进度不及预期，产能扩充等待后续订单下发。新质新域赛道存货方面，远火、卫星、水下、无人装备 24H1 均较期初有所增长，备货备产持续推进。

主机厂经营计划不变，下半年订单和采购有望恢复。主机厂中航沈飞、中航西飞、航发动力上半年关联采购执行率分别为 22%、27%、33%，下半年有望加大采购力度，拉动中上游需求。中航沈飞、中航西飞、中航高科、中航重机营收目标完成情况良好，均达到 40% 以上。北方导航由于订单延后，收入目标不及预期，下半年有望恢复。

投资建议

行业：百年建军目标务期必成，武器装备建设需求持续，上半年由于订单需求延迟导致板块业绩承压，内部出现分化，龙头公司表现相对突出。展望下半年，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复。

赛道：航空主机厂经营韧性较强，产业链积极备产，后续订单有望下达，新型军机持续列装；航空发动机赛道长坡厚雪，成熟型号加速列装，新型号批产在即；导弹装备作为现代战争攻防利器，明年有望开启景气新周期；新域新质领域，远程火箭弹符合远程打击和低成本化发展趋势，无人装备是未来作战方式中的重要应用，发展空间广阔。

投资建议：重点推荐新型战机航空主机厂【中航沈飞】、航空结构件平台型龙头【中航重机】、远火制导控制系统核心供应商【北方导航】。建议关注大飞机主机厂以及发动机主机链长。

风险提示

“十四五”武器装备建设的规划调整和落地时间不及预期；产能释放进度不及预期。



内容目录

样本股说明.....	6
军工行业整体：业绩增速放缓，积极备产静候景气回升.....	6
24H1 收入及利润增速放缓，盈利能力小幅下降.....	6
订单延迟合同负债回落，企业积极备产原材料增加.....	6
分下游领域：航空仍有韧性，电子信息化业绩承压.....	8
24H1 各领域收入增速放缓，电子信息化业绩承压.....	8
航空领域合同负债回落，电子信息化新增产能逐步释放.....	9
分产业链环节：中上游业绩增速分化，下游业绩稳定性凸显.....	11
24H1 中上游增速内部分化，下游核心主机厂小幅增长.....	11
中上游存货增加预付款项增速较快，下游采购力度加大.....	11
核心赛道表现.....	13
航空主机厂：24H1 收入端韧性凸显，静待装备建设采购启动.....	13
航发产业链：24H1 上中下游业绩分化，上游交付或已启动.....	15
军工电子：24H1 价格下行压力影响，板块业绩普遍承压.....	19
导弹产业链：24H1 订单延迟业绩承压，毛利率有所提升.....	23
新域新质：24H1 新型号仍待放量，存货增长或表征未来景气.....	25
主机下半年关联采购力度或加强，业绩目标牵引龙头公司有望提速.....	27
军工央企 24H1 关联交易执行力偏低，静候需求恢复.....	27
航空航发公司经营计划完成度较好，远火短期承压.....	27
投资建议与重点个股推荐.....	28
投资建议.....	28
重点个股推荐.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图表 1：军工行业 24H1 及 24Q2 基本面表现.....	6
图表 2：军工行业 24H1 营收及利润（亿元）.....	6
图表 3：军工行业 24H1 利润率及期间费用率.....	6
图表 4：军工行业 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流情况.....	7
图表 5：军工行业 2022H1-2024H1 存货结构.....	7
图表 6：军工行业 22Q1-24Q2 现金流情况（亿元）.....	7



图表 7: 军工行业 22Q1-24Q2 支付税费情况 (亿元)	7
图表 8: 军工行业各领域 24H1 与 24Q2 基本面表现	8
图表 9: 军工行业各领域企业 24H1 营收和归母净利润增速分布	8
图表 10: 军工各领域 24H1 及 24Q2 毛利率、净利率及期间费用率	8
图表 11: 军工各领域 24H1 及 24Q2 资产负债	9
图表 12: 航空 2022H1-2024H1 存货结构	9
图表 13: 航天 2022H1-2024H1 存货结构	9
图表 14: 兵器 2022H1-2024H1 存货结构	10
图表 15: 船舶 2022H1-2024H1 存货结构	10
图表 16: 电子信息化 2022H1-2024H1 存货结构	10
图表 17: 军工各领域 24H1 及 24Q2 现金流情况	10
图表 18: 军工行业各环节 24H1 营收及归母净利润	11
图表 19: 军工行业各环节 24H1 营收及归母净利润增速分布	11
图表 20: 军工各环节 24H1 及 24Q2 毛利率、净利率与期间费用	11
图表 21: 军工行业各环节 24H1 及 24Q2 资产负债	12
图表 22: 军工行业上游 2022H1-2024H1 存货结构	12
图表 23: 军工行业中游 2022H1-2024H1 存货结构	12
图表 24: 军工行业下游 2022H1-2024H1 存货结构	12
图表 25: 军工行业各环节 24H1 及 24Q2 现金流情况	13
图表 26: 航空主机厂 24H1 及 24Q2 业绩基本面表现	13
图表 27: 航空主机厂各年上半年营收及利润 (亿元)	13
图表 28: 航空主机厂各年上半年主要盈利指标情况	13
图表 29: 航空主机厂 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流情况	14
图表 30: 航空主机厂 2022H1-2024H1 存货结构	14
图表 31: 航空主机厂 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	15
图表 32: 航空主机厂 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)	15
图表 33: 航发产业链 24H1 年及 24Q2 业绩基本面表现	15
图表 34: 航发产业链各年上半年营收及利润 (亿元)	15
图表 35: 航发产业链各年上半年主要盈利指标情况	15
图表 36: 航发产业链 24H1 年及 24Q2 资产负债和现金流	16
图表 37: 航发产业链 2022H1-2024H1 存货结构	16
图表 38: 航发产业链 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	17
图表 39: 航发产业链 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)	17
图表 40: 航发产业链各板块 24H1 及 24Q2 营收与归母净利润	17
图表 41: 航发各板块 24H1 与 24Q2 盈利能力	17



图表 42: 航发各环节 24H1 资产负债情况	18
图表 43: 主机与系统 2022H1-2024H1 存货结构	18
图表 44: 中游锻造 2022H1-2024H1 存货结构	18
图表 45: 高温合金 2022H1-2024H1 存货结构	19
图表 46: 钛合金 2022H1-2024H1 存货结构	19
图表 47: 航发各板块 24H1 和 24Q2 资本性支出和经营性净现金流	19
图表 48: 军工电子 24H1 及 24Q2 基本面表现	19
图表 49: 军工电子各年上半年营收及利润 (亿元)	20
图表 50: 军工电子各年上半年利润率及期间费用率	20
图表 51: 军工电子 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流	20
图表 52: 军工电子 2022H1-2024H1 存货结构	21
图表 53: 军工电子 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	21
图表 54: 军工电子 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)	21
图表 55: 军工电子各板块 24H1 及 24Q2 基本面表现	22
图表 56: 军工电子各板块 24H1 毛利率、净利率与期间费用率	22
图表 57: 军工电子各板块 24H1 资产负债情况	22
图表 58: 连接器 2022H1-2024H1 存货结构	23
图表 59: 被动元件 2022H1-2024H1 存货结构	23
图表 60: 集成电路 2022H1-2024H1 存货结构	23
图表 61: 模块组件 2022H1-2024H1 存货结构	23
图表 62: 军工电子各板块 24H1 及 24Q2 现金流情况	23
图表 63: 导弹产业链 24H1 及 24Q2 基本面表现	24
图表 64: 导弹产业链各年上半年营收及利润 (亿元)	24
图表 65: 导弹产业链各年上半年利润率及期间费用率	24
图表 66: 导弹产业链 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流	24
图表 67: 导弹产业链 2022H1-2024H1 存货结构	25
图表 68: 导弹产业链 22Q1-24Q2 季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	25
图表 69: 导弹产业链 22Q1-24Q2 季度支付税费 (亿元)	25
图表 70: 新域新质各赛道 24H1 与 24Q2 营收与归母净利润	26
图表 71: 新域新质各赛道 24H1 与 24Q2 毛利率、净利率与期间费用率	26
图表 72: 新域新质各赛道 2024H1 资产负债端情况	26
图表 73: 新域新质各赛道 24H1 与 24Q2 资本性支出和经营净现金流	27
图表 74: 重要公司关联交易情况	27
图表 75: 重要公司经营计划营业收入目标及完成率	28
图表 76: 重要公司经营计划利润目标及完成情况	28



图表 77： 重点公司盈利预测与估值 28



样本股说明

我们以申万国防军工一级行业成分股为基础，综合考虑公司产品特征与收入结构，筛选出129个军工行业重点标的作为本次业绩分析的样本。其中，按应用领域划分：航空46家、电子信息化53家、航天12家、兵器12家、舰船6家；按产业链环节划分：上游环节38家、中游环节81家、下游环节10家。

军工行业整体：业绩增速放缓，积极备产静候景气回升

24H1 收入及利润增速放缓，盈利能力小幅下降

24H1 军工行业实现营收1966亿元（同比-10.6%），归母净利润159亿元（同比-28.2%），收入与利润增速下降，主要系部分订单下放有所延迟；收入增速高于利润增速，主要由于武器装备低成本化要求部分军品价格调整。24H1 军工行业毛利率24.4%（同比-0.8pct），净利率8.1%（同比-2.0pct），期间费用率14.7%（同比+1.5pct）。行业整体毛利率基本维持稳定，净利率小幅下降，期间费用率小幅提升，主要由于营业收入下降导致研发费用率有所提升。

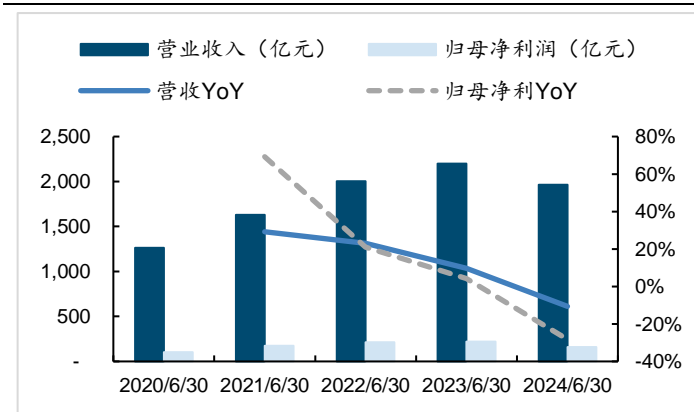
24Q2 收入1106亿元（同比-13.9%），归母净利润90亿元（同比-33.4%），利润端下滑速度大于营收端，主要因部分批产型号降价导致收入下降及费用占比提升。24Q2 毛利率24.1%，同比-0.2pct，环比-0.6pct；净利率8.1%，同比-2.4pct，环比+0.1pct；期间费用率14.2%，同比+2.4pct，环比-1.2pct，费用率环比下降主要因管理费用率下降。

图表1：军工行业 24H1 及 24Q2 基本面表现

	24H1	同比	24Q2	同比	环比
营收（亿元）	1966	-10.6%	1106	-13.9%	28.6%
归母净利润（亿元）	159	-28.2%	90	-33.4%	30.4%
毛利率	24.4%	-0.8pct	24.1%	-0.2pct	-0.6pct
净利率	8.1%	-2.0pct	8.1%	-2.4pct	0.1pct
期间费用率	14.7%	1.5pct	14.2%	2.4pct	-1.2pct

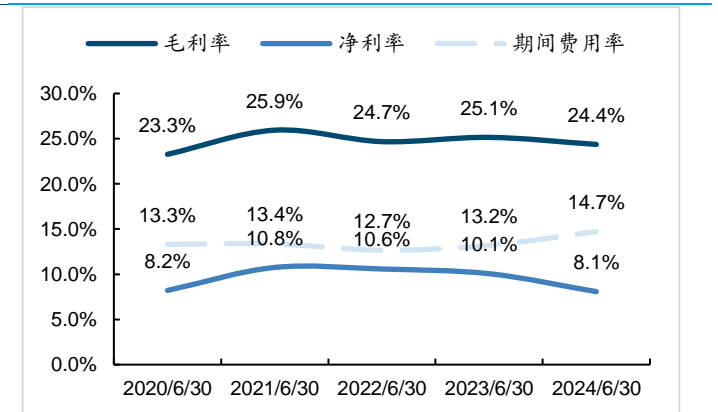
来源：wind，国金证券研究所；文章净利率指标统一采用归母净利润率，如无特别说明下同

图表2：军工行业 24H1 营收及利润（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：军工行业 24H1 利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

订单延迟合同负债回落，企业积极备产原材料增加

24H1 军工行业整体合同负债511亿元，较年初-32.9%，较上一季度末-23.7%，主要由于新订单下发延迟而存量订单顺利交付，合同负债逐步结转为收入。行业存货2333亿元，较年初+5.7%，其中原材料与在产品占比较期初提升，企业排产备货为新订单需求作准备。行业固定资产1549亿元，较期初+1.4%。行业在建工程302亿，较期初+15.2%，产能建设稳步推进。经营性现金流较去年同期大幅改善主要是航空板块现金流改善显著。

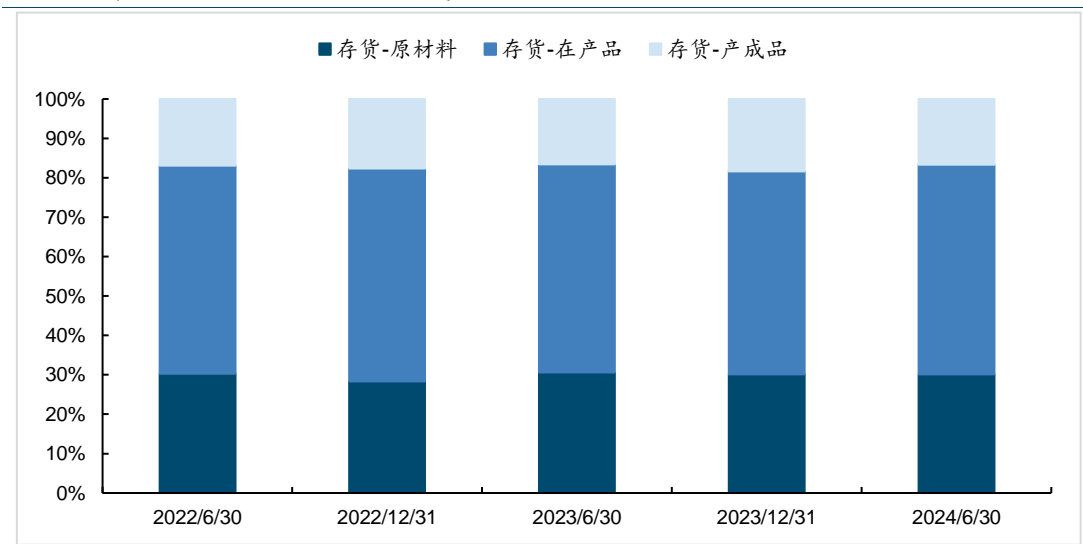


图表4: 军工行业 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流情况

单位: 亿元	2024/6/30	2024/3/31	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	511	669	-23.7%	761	-32.9%
预付款项	491	521	-5.8%	441	11.1%
存货	2333	2313	0.9%	2208	5.7%
在建工程	302	291	2.0%	262	15.2%
固定资产	1549	1518	4.5%	1527	1.4%
	24H1	同比	24Q2	同比	环比
资本性支出	164	12.4%	82	0.3%	-1.3%
	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-582	-688	-179	-418	-403

来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 军工行业 2022H1-2024H1 存货结构

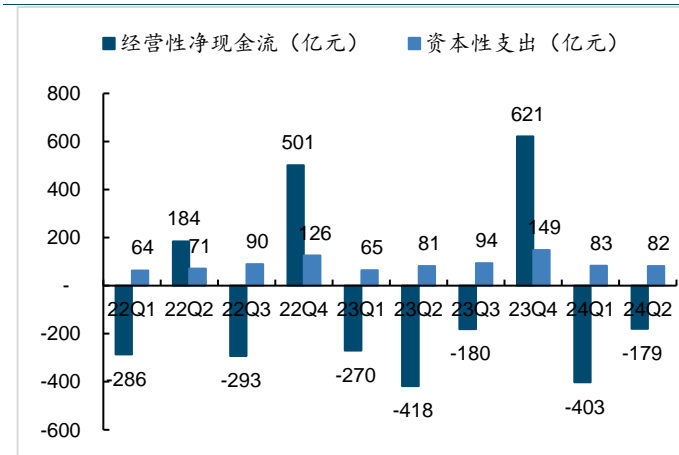


来源: wind, 国金证券研究所

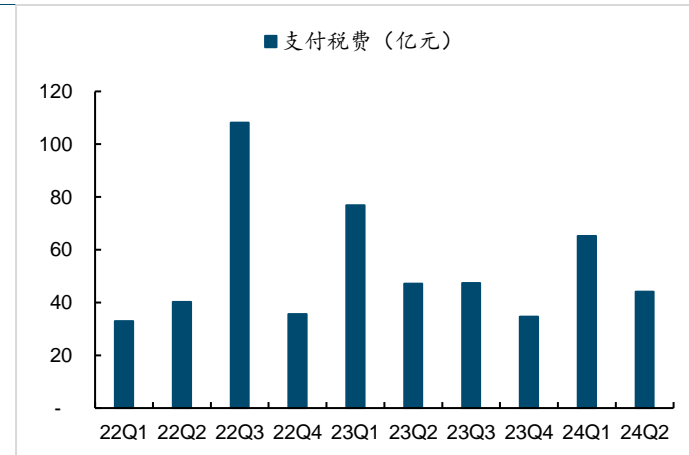
24H1 军工行业整体经营性净现金流为-582 亿元、去年同期为-688 亿元，上半年经营性净现金流优于去年同期，回款情况有所改善。24Q2 经营性净现金流为-179 亿元，军工行业多集中于年内回款，关注下半年企业回款情况。

图表6: 军工行业 22Q1-24Q2 现金流情况 (亿元)

图表7: 军工行业 22Q1-24Q2 支付税费情况 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所



来源: wind, 国金证券研究所



分下游领域：航空仍有韧性，电子信息化业绩承压

24H1 各领域收入增速放缓，电子信息化业绩承压

24H1 电子信息化营收同比-17.7%，归母净利润同比-57.7%。航空营收同比-6.5%，归母净利润同比-9.7%。航天营收同比-19.3%，归母净利润同比-45.5%。兵器营收同比-24.3%，归母净利润同比-60.2%。舰船营收同比+0.7%，归母净利润同比+100.2%，主要系 23H1 中船应急亏损较多（-1.5 亿），而本年度亏损大幅收窄所致。

24Q2 电子信息化赛道营收同比-20.8%，归母净利润同比-57.5%，主要系紫光国微、振华科技等利润下滑所致。航空赛道营收同比-10.2%，归母净利润同比-16.9%。航天赛道营收同比-19.8%，归母净利润同比-49.1%，主要系航天电子、菲利华等利润下滑所致。兵器赛道营收同比-29.3%，归母净利润同比-71.0%，主要系北方导航、内蒙一机、中兵红箭等利润下滑所致。舰船赛道营收同比-1.5%，归母净利润同比+5816.6%。

图表8：军工行业各领域 24H1 与 24Q2 基本面表现

	24H1				24Q2			
	营业收入 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比	营收同比	营收环比	归母净利润 同比	归母净利润 环比
电子信息化	331	-17.7%	28.2	-57.7%	-20.8%	25.4%	-57.5%	75.9%
航空	1,331	-6.5%	116.4	-9.7%	-10.2%	31.4%	-16.9%	20.0%
航天	163	-19.3%	8.9	-45.5%	-19.8%	13.9%	-49.1%	42.5%
兵器	97	-24.3%	3.3	-60.2%	-29.3%	26.7%	-71.0%	2.5%
舰船	44	0.7%	1.9	100.2%	-1.5%	29.4%	5816.6%	233.1%

来源：Wind，国金证券研究所

图表9：军工行业各领域企业 24H1 营收和归母净利润增速分布

	营收增速					归母净利润增速				
	电子信息化	航空	航天	兵器	舰船	电子信息化	航空	航天	兵器	舰船
增速高于 30%	7	6	3	1	3	6	8	1	3	1
增速在 20%-30%	2	4	0	2	0	0	3	0	0	1
增速 10%-20%	2	3	0	1	0	0	3	0	0	0
增速 0-10%	6	10	2	0	1	4	6	1	1	0
增速-10%-0	10	10	1	1	0	1	3	2	0	1
增速-20%--10%	8	5	3	2	2	4	8	0	1	2
增速低于-20%	18	8	3	5	0	38	15	8	7	1

来源：wind，国金证券研究所

24H1 航空板块毛利率 19.6%，同比-0.1pct，净利率 8.7%，同比-0.3pct，盈利能力小幅下降。航天板块毛利率 30.1%，同比+3.1pct，净利率 5.5%，同比-2.6pct，主要系航天电子、航天电器毛利率有所提升。兵器板块毛利率 19.2%，同比-1.2pct，净利率 3.4%，同比-3.1pct，主要由于期间费用率同比提升。舰船板块毛利率 25.5%，同比+3.3pct，净利率 4.3%，同比+2.1pct，主要是中船盈利毛利率提升较多。电子信息化板块毛利率 42.2%，同比-3.1pct，净利率 8.5%，同比-8.1pct，盈利能力受降价显著承压。

24Q2 航空领域毛利率同比+0.2pct，净利率同比-0.7pct，盈利能力维持稳定；航天领域毛利率同比+3.4pct，净利率同比-3.5pct；电子信息化领域毛利率同比-1.7pct，净利率同比-8.4pct，产品降价压力下，电子信息化板块盈利能力显著下滑。

图表10：军工各领域 24H1 及 24Q2 毛利率、净利率及期间费用率

24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
航空	19.6%	-0.1pct	8.7%	-0.3pct	9.0%	0.4pct
航天	30.1%	3.1pct	5.5%	-2.6pct	22.6%	5.7pct
兵器	19.2%	-1.2pct	3.4%	-3.1pct	16.9%	4.4pct



24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
舰船	25.5%	3.3pct	4.3%	2.1pct	19.4%	-0.7pct
电子信息化	42.2%	-3.1pct	8.5%	-8.1pct	32.4%	5.4pct
24Q2	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
航空	0.2pct	-1.2pct	-0.7pct	-0.8pct	1.4pct	-0.3pct
航天	3.4pct	2.5pct	-3.5pct	1.2pct	6.0pct	-0.4pct
兵器	-1.3pct	-1.3pct	-4.5pct	-0.7pct	5.4pct	-0.7pct
舰船	6.5pct	0.8pct	5.7pct	3.6pct	-2.5pct	-4.5pct
电子信息化	-1.7pct	1.7pct	-8.4pct	2.8pct	6.5pct	-3.7pct

来源: Wind, 国金证券研究所

航空领域合同负债回落, 电子信息化新增产能逐步释放

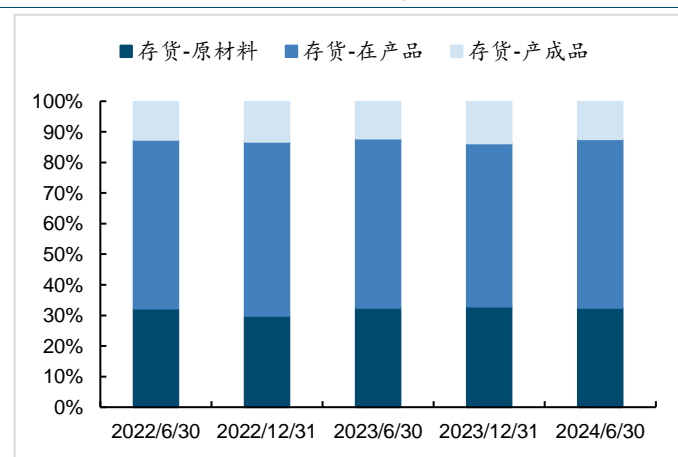
24H1 电子信息化、航空、航天、兵器、舰船合同负债分别较期初-9.4%、-33.2%、-25.6%、-53.1%、-19.9%。年内新订单下放有所延迟, 各领域存量订单有序交付, 合同负债有所下降, 航空及兵器领域合同负债回落显著。电子信息化、航空、航天、兵器、舰船存货分别较期初+1.4%、+6.5%、+8.0%、+1.0%、+10.2%, 其中兵器和舰船领域原材料与在产品占比比较期初提高, 或表征企业积极备货; 航空、航天领域在产品占比提升, 或表明期内接单节奏较慢, 正在生产存量订单。

图表11: 军工各领域 24H1 及 24Q2 资产负债

2024/6/30	合同负债 较年初增 (亿元) 长	预付款项 较年初增 (亿元) 长	存货(亿 较年初增 元) 长	在建工程 较年初增 (亿元) 长	固定资产 较年初增 (亿元) 长	应收款项 较年初增 (亿元) 长
电子信息化	42.3 -9.4%	53.8 14.2%	382.8 1.4%	44.3 6.9%	269.0 2.0%	713.8 -0.9%
航空	386.3 -33.2%	301.8 12.6%	1,493.0 6.5%	214.7 21.9%	1,021.3 1.8%	1,793.6 17.2%
航天	42.5 -25.6%	90.1 10.7%	318.3 8.0%	14.3 18.7%	120.6 -2.3%	264.6 15.2%
兵器	33.1 -53.1%	23.2 -0.8%	87.0 1.0%	22.0 -3.7%	100.6 1.0%	127.5 3.7%
舰船	6.7 -19.9%	21.7 0.5%	52.0 10.2%	7.1 -28.6%	37.0 -2.4%	100.6 8.6%

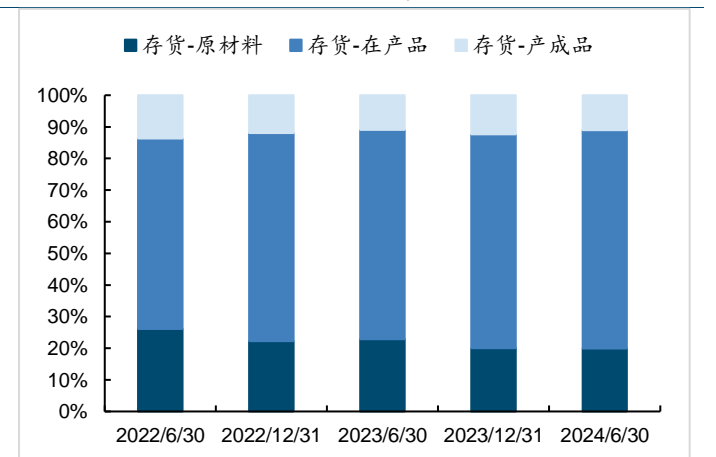
来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 航空 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

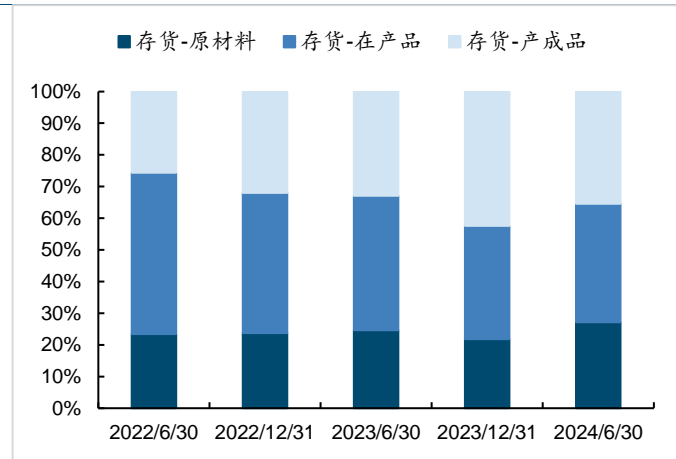
图表13: 航天 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

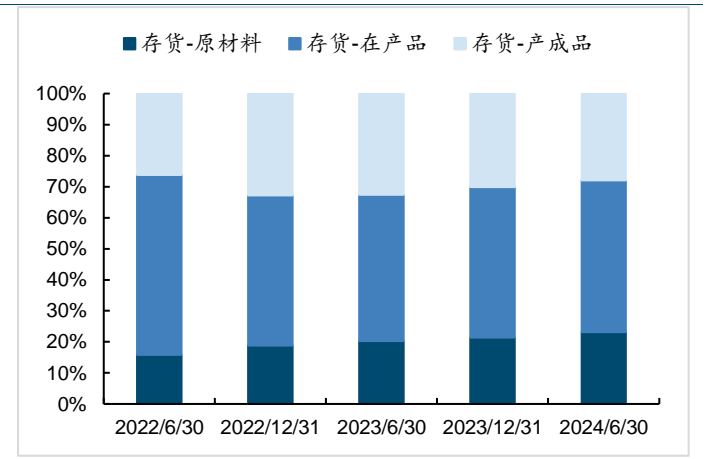


图表14: 兵器 2022H1-2024H1 存货结构



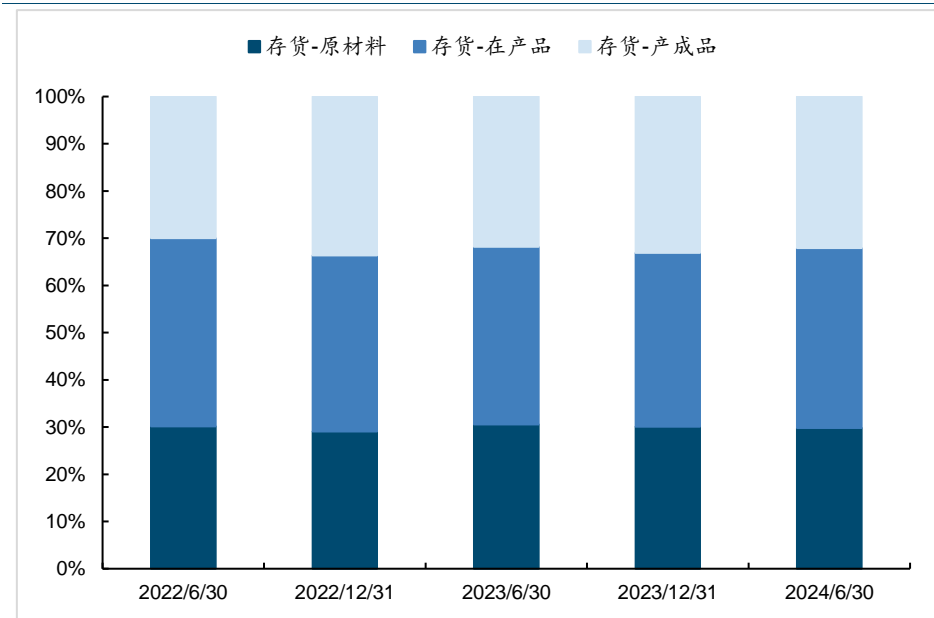
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 船舶 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 电子信息化 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

24H1 航空、兵器、舰船和电子信息化领域资本性支出分别同比+17.4%、+11.7%、+3.9%、+6.8%，各产业链整体仍处于扩产节奏。而航天领域资本性支出同比-10.4%，扩产周期进入尾声产能逐步释放。24H1 航空领域经营性净现金流-473.3 亿元，去年同期为-591.4 亿元，本年度各大主机厂回款情况改善显著，带动经营性净现金流增长较多。军品回款多集中于年末，后续现金流情况有望改善。

图表17: 军工各领域 24H1 及 24Q2 现金流情况

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24H1	同比	24Q2	同比	环比	2024/6/30	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
航空	109.1	17.4%	56.1	3.6%	6.0%	-473.3	-591.4	-168.4	-404.8	-304.9
航天	10.2	-10.4%	4.3	-23.2%	-26.8%	-57.6	-28.4	-26.8	5.6	-30.8
兵器	6.9	11.7%	3.3	-2.3%	-6.8%	-42.6	-41.7	-20.7	-32.8	-21.9
舰船	3.0	3.9%	2.3	73.5%	194.5%	-3.7	-5.0	3.1	0.9	-6.8
电子信息化	35.1	6.8%	15.6	-7.6%	-19.9%	-4.8	-21.5	33.5	12.7	-38.3

来源: wind, 国金证券研究所



分产业链环节：中上游业绩增速分化，下游业绩稳定性凸显

24H1 中上游增速内部分化，下游核心主机厂小幅增长

24H1 受到部分领域订单下发延迟、产品交付节奏阶段性调整等因素影响，军工行业各环节收入和利润增速下降，归母净利润增速承压。下游主机业绩增速分化明显，航空领域，中航西飞营收同比增长 3.95%，中航沈飞营收-6.6%，中直股份、洪都航空、中无人机、航天彩虹营收、归母端均阶段性承压。行业景气度相对较低时，龙头链主基本面表现稳定。中游业绩增速分化明显，航亚科技、铂力特等专业领域龙头增速较高，电子信息化、兵器、航空制造领域部分规模较小的配套企业营收端承压，抗冲击能力弱；龙头链主业绩表现相对稳健。

图表18：军工行业各环节 24H1 营收及归母净利润

	24H1				24Q2			
	营收 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
上游	487	-9.2%	80.8	-26.5%	-7.8%	18.2%	-25.6%	23.0%
中游	689	-13.2%	42.8	-38.9%	-18.1%	16.5%	-48.4%	25.9%
下游	790	-9.1%	35.2	-14.8%	-13.6%	47.8%	-25.4%	56.1%

来源：wind，国金证券研究所

图表19：军工行业各环节 24H1 营收及归母净利润增速分布

	营业收入增速			归母净利润增速		
	上游	中游	下游	上游	中游	下游
增速高于 30%	3	17	0	3	16	0
增速在 20%-30%	2	6	0	2	2	0
增速 10%-20%	3	3	0	2	0	1
增速 0-10%	9	8	2	4	7	1
增速-10%-0	9	11	2	3	3	1
增速-20%--10%	6	13	1	3	11	1
增速低于-20%	6	23	5	21	42	6

来源：wind，国金证券研究所

24H1 上游毛利率 37.8%，同比-3.3pct，净利率 16.6%，同比-3.9pct；24H1 中游毛利率 30.4%，同比-0.4pct；净利率 6.2%，同比-2.6pct；中游盈利能力分化，航亚科技毛利率+10.5pct，爱乐达、立航科技毛利率分别下降 48.8pct/31.2pct，或系受到客户需求减少、降本等行业因素影响。下游盈利能力维持相对稳定，毛利率 10.9%，同比+0.7pct；净利率 4.4%，同比-0.3pct。核心主机厂中航沈飞推进提质增效，盈利能力小幅提升。

图表20：军工各环节 24H1 及 24Q2 毛利率、净利率与期间费用

24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
上游	37.8%	-3.3pct	16.6%	-3.9pct	18.4%	+1.9pct
中游	30.4%	-0.4pct	6.2%	-2.6pct	22.4%	+2.4pct
下游	10.9%	+0.7pct	4.4%	-0.3pct	5.7%	+0.8pct
24Q2	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
上游	-1.9pct	+3.0pct	-4.0pct	+0.7pct	+2.7pct	+1.0pct
中游	+0.1pct	+0.6pct	-3.8pct	+0.5pct	+3.4pct	-1.4pct
下游	+0.1pct	-0.8pct	-0.7pct	+0.2pct	+1.6pct	-0.3pct

来源：Wind，国金证券研究所

中上游存货增加预付款项增速较快，下游采购力度加大

24H1 上中下游各环节合同负债较期初不同程度下降，分别较期初-16.8%/-23.5%/-36.0%，



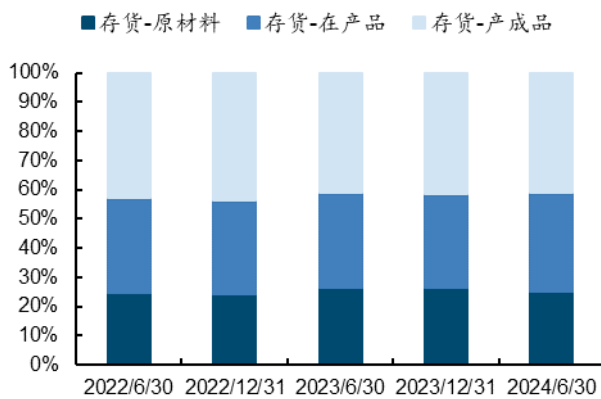
十四五中期调整新订单下放节奏减缓，存量订单交付顺利结转收入。上游和下游存货分别较期初+4.4%/+4.5%，预付款项分别较期初+15.4%/+16.1%，或已开启新一轮备产备货；其中中游在产品占比提升，或由于部分环节已开启新一轮排产；下游预付款项较期初+8.8%，存货较期初+7.3%，或已接到中上游产品进行生产。产能端上中下游在建工程分别较期初+20.7%/+16.5%/+6.1%，行业仍处于扩产节奏中。

图表21：军工行业各环节24H1及24Q2资产负债

2024/6/30	合同负债 (亿元)	较年初增 长	预付款项 (亿元)	较年初增 长	存货(亿 元)	较年初增 长	在建工程 (亿元)	较年初增 长	固定资产 (亿元)	较年初增 长	应收款项 (亿元)	较年初增 长
上游	24.9	-16.8%	22.7	+15.4%	400.4	+4.4%	110.3	+20.7%	386.4	+3.1%	732.8	+3.5%
中游	111.2	-23.5%	141.3	+16.1%	911.9	+4.5%	118.3	+16.5%	672.4	+1.1%	1,384.3	+10.5%
下游	374.8	-36.0%	326.7	+8.8%	1,020.8	+7.3%	73.7	+6.1%	489.6	+0.4%	883.0	+20.0%

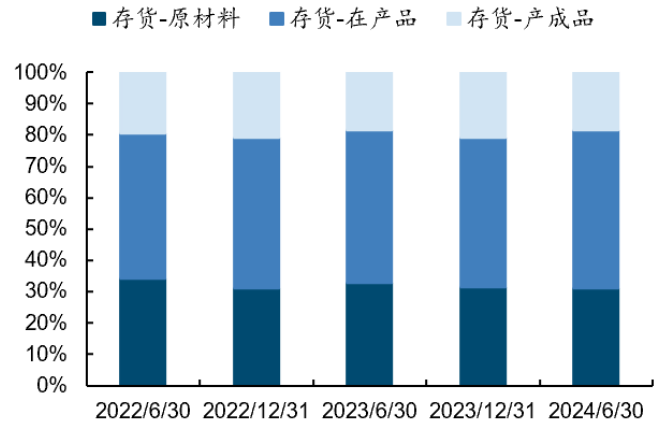
来源：wind，国金证券研究所

图表22：军工行业上游2022H1-2024H1存货结构



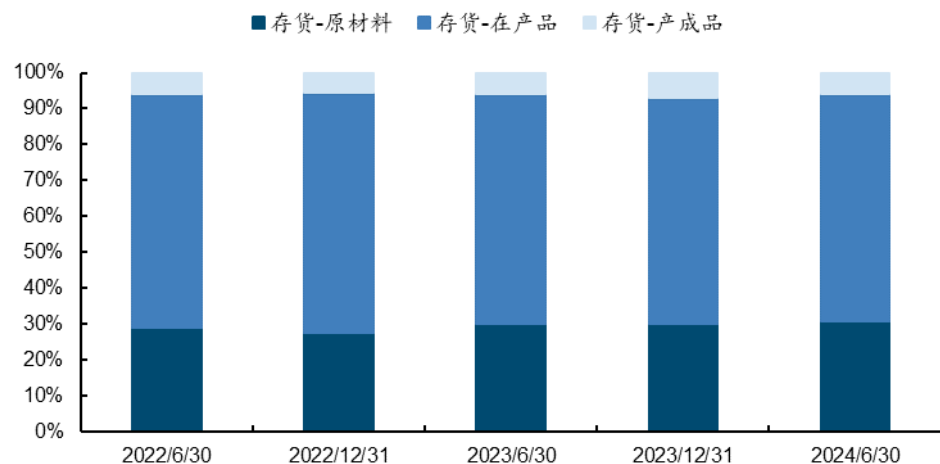
来源：wind，国金证券研究所

图表23：军工行业中游2022H1-2024H1存货结构



来源：wind，国金证券研究所

图表24：军工行业下游2022H1-2024H1存货结构



来源：wind，国金证券研究所

24H1 上下游企业加大现金管理力度，上游复旦微电、振华科技、中航光电等原材料企业存在购买商品支付的现金减少、到期票据增长等现象，现金流相对改善。航天电子、航发科技、中航重机等中游加工企业存在销售商品收入减少、采购商品支出增加等现象，现金流流出增加。下游核心主机厂中航沈飞、中航西飞销售商品、提供劳务收到的现金同比分别增加 67.2 亿元/50.6 亿元，现金流情况好转。



图表25: 军工行业各环节24H1及24Q2现金流情况

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24H1	同比	24Q2	同比	环比	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
上游	49.5	1.1%	23.1	-6.1%	-12.8%	39.3	35.4	63.9	64.7	-24.6
中游	76.4	14.6%	38.5	1.9%	1.7%	-145.2	-131.6	-40.5	-27.2	-104.7
下游	38.4	25.5%	20.1	5.5%	9.3%	-476.2	-591.8	-202.8	-455.8	-273.4

来源: wind, 国金证券研究所

核心赛道表现

航空主机厂: 24H1 收入端韧性凸显, 静待装备建设采购启动

24H1 主机厂收入端韧性凸显, 盈利能力提升。24H1 主机厂营收 528 亿 (-10.1%), 归母净利润 26 亿 (-4.3%), 降幅低于营收降幅; 毛利率 10.1% (+1.3pct), 期间费用率轻微上升 (+0.8pct), 净利率略有上升 (+0.3pct)。内部分化来看, 主机厂中航沈飞营收短期承压 (-6.6%), 系受合同签订进度影响, 相关产品既定需求未如期签订合同所致; 洪都航空营收同比减少 20.55%, 中无人机营收同比减少 77.22%, 均系本期产品交付量有所下降所致。从盈利质量来看, 主机厂 24H1 整体毛利率 10.1% (+1.3pct), 其中中航沈飞毛利率 12.5% (+2.1pct); 24H1 主机厂期间费率 4.4% (+0.8pct) 小幅提升; 净利率 4.9% (+0.3pct) 小幅提升。

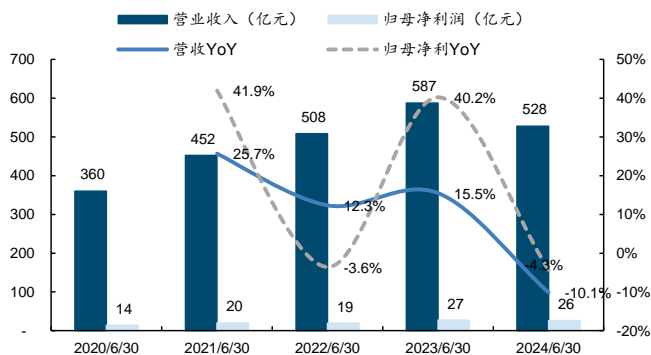
24Q2 主机厂营收端承压, 期间费用小幅提升。24Q2 主机厂实现营收 307 亿元, 同比-17.5%, 增速维持稳定。24Q2 实现归母净利润 15 亿元, 同比-14.9%, 环比+40%。盈利质量来看, 24Q2 主机厂毛利率为 9.8%, 维持稳定; 24Q2 主机厂研发费率 2.2% (+0.6pct), 带动期间费用率同比提升 1.6pct, 净利率同比提升 0.2pct。

图表26: 航空主机厂24H1及24Q2业绩基本面表现

	24H1	同比	24Q2	同比	环比
营收 (亿元)	528	-10.1%	307	-17.5%	38.7%
归母净利润 (亿元)	26	-4.3%	15	-14.9%	40.0%
毛利率	10.1%	1.3pct	9.8%	0.7pct	-0.8pct
净利率	4.9%	0.3pct	5.0%	0.2pct	0.0pct
期间费用率	4.4%	0.8pct	4.6%	1.6pct	0.4pct

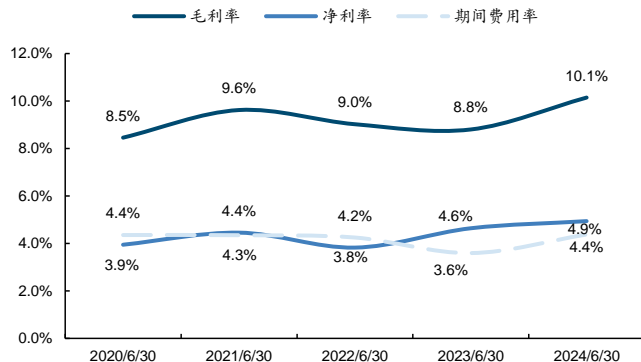
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 航空主机厂各年上半年营收及利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 航空主机厂各年上半年主要盈利指标情况



来源: Wind, 国金证券研究所

24H1 主机厂合同负债较期初下降, 静候新订单落地。24H1 主机厂合同负债 269 亿元 (较年初-32.1%, 较上季度末-22%), 在手订单生产交付逐步结转。内部分化来看, 24H1 中航沈飞、中航成飞、洪都航空合同负债均有所下降, 中无人机合同负债较期初增加, 主要系收到客户预付款。存货端看, 随着存量订单逐步交付, 主机厂存货小幅增长, 其中原材料占比提升, 或表明主机厂提前开始备产。

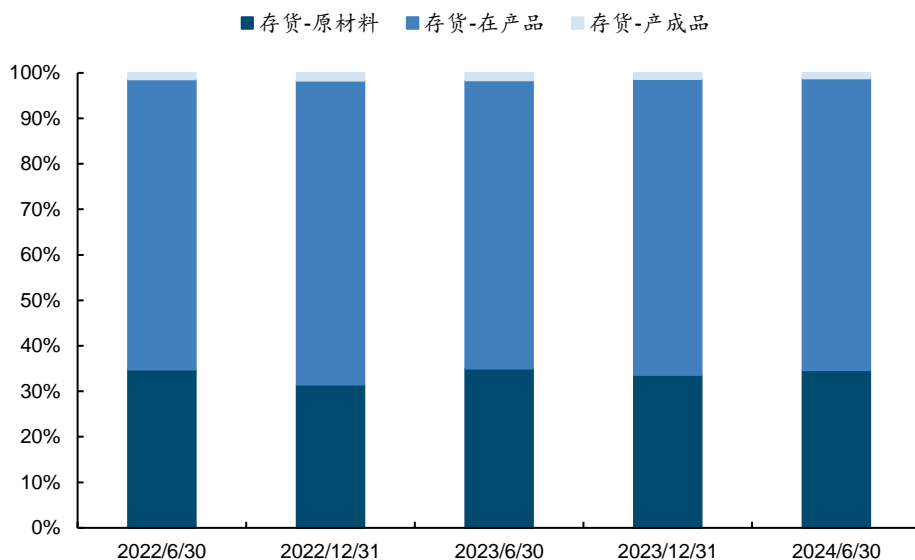


图表29: 航空主机厂 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流情况

单位: 亿元	2024/6/30	2024/3/31	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	269	345	-22.0%	397	-32.1%
预付款项	237	263	-10.1%	205	15.4%
存货	585	597	-2.0%	584	0.2%
在建工程	30	22	36.4%	29	3.8%
固定资产	212	162	30.6%	211	0.2%
应收款项	523	484	8.0%	422	24.0%
	2023/6/30	同比增长	23Q2	同比增长	环比增长
资本性支出	20	33.1%	10	-13.4%	-6.5%
	2023/6/30	去年同期	23Q2	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-340	-452	-112	-314	-228

来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 航空主机厂 2022H1-2024H1 存货结构

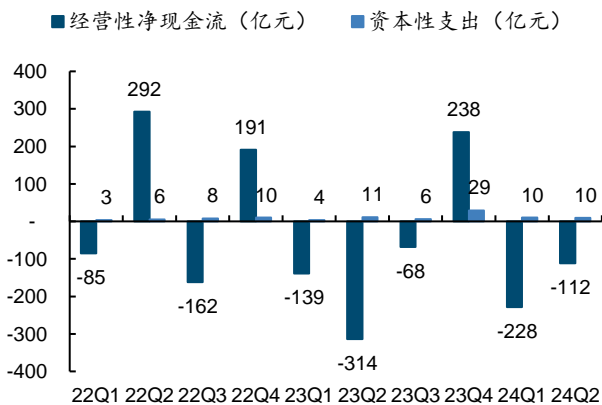


来源: wind, 国金证券研究所

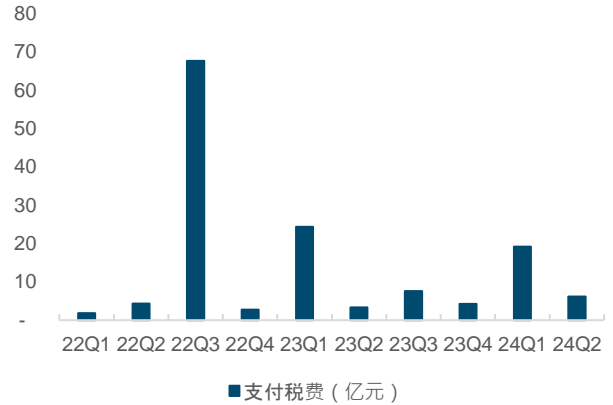
经营性现金流情况来看, 24H1 主机厂经营性现金流经营性现金净流量为-340 亿元, 同比 23H1 增加 112 亿元。其中中航西飞 24H1 经营性净现金流-131.52 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 83.87 亿元, 同比增加 50.59 亿; 中航沈飞 24H1 经营性净现金流-58.95 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 118.49 亿, 同比增加 67.2 亿。主机厂以现金形式支付货款, 改善中上游现金质量, 同时也给出中上游备货备产的信号, 静候新订单的下放。



图表31: 航空主机厂 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)



图表32: 航空主机厂 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

航发产业链: 24H1 上中下游业绩分化, 上游交付或已启动

24H1 航发产业链营收 440 亿元, 同比+2.0%; 归母净利润 39 亿元, 同比-4.9%。24H1 航发产业链毛利率 20.2%, 同比-1pct, 其中, 上游高温合金毛利率有所提升, 钢研高纳毛利率+3.2pct, 抚顺特钢毛利率+1.6pct, 或与镍元素降价有关; 钛合金基本持平, 中游锻造毛利率下降, 中航重机毛利率-3.8pct, 派克新材毛利率-5.2pct, 或因产品价格周期性波动所致; 航发净利率 8.9%, 同比-0.7pct, 原因是毛利率下降影响。

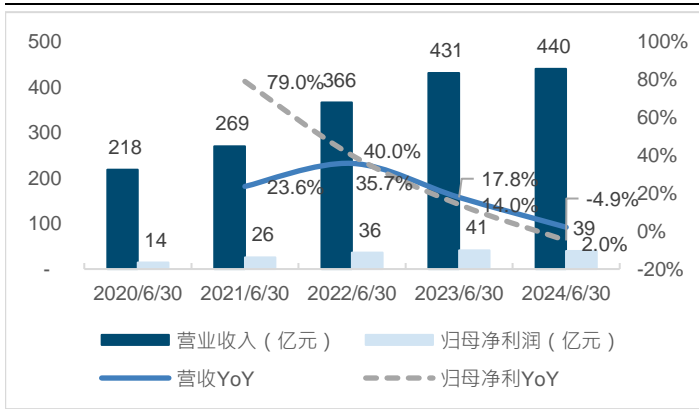
24Q2 航发产业链营收 255 亿元, 同比+1.2%; 归母净利润 22 亿元, 同比-13.4%; 毛利率 19.7%, 同比-1.1pct, 其中部分下游价格周期性波动导致中游锻造企业盈利能力下降。净利率 8.8%, 同比-1.5pct, 主要受毛利率下降影响。

图表33: 航发产业链 24H1 年及 24Q2 业绩基本面表现

	24H1	同比	24Q2	同比	环比
营收 (亿元)	440	2.0%	255	1.2%	38.5%
归母净利润 (亿元)	39	-4.9%	22	-13.4%	31.7%
毛利率	20.2%	-1.0pct	19.7%	-1.1pct	-1.2pct
净利率	8.9%	-0.7pct	8.8%	-1.5pct	-0.5pct
期间费用率	9.0%	0.0pct	8.3%	0.4pct	-1.6pct

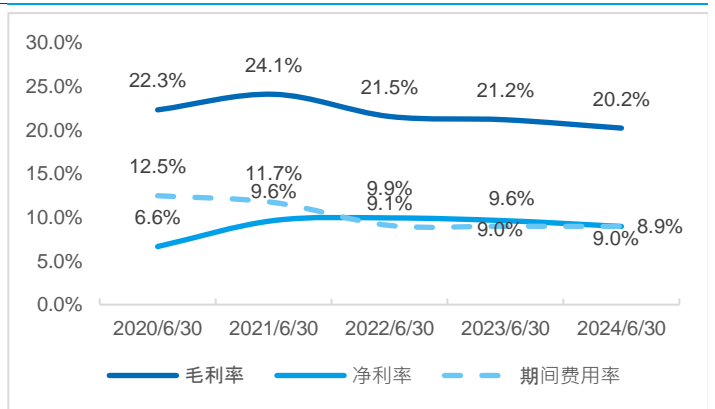
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 航发产业链各年上半年营收及利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 航发产业链各年上半年主要盈利指标情况



来源: Wind, 国金证券研究所

合同负债短期下降, 积极备产下存货大幅增加。24H1 航发产业链合同负债 88 亿元, 较年初下降 36.8%, 静待新订单下发。24H1 存货 570 亿元, 较年初增加 14.5%, 主要由于航发



动力存货增加较多,或表征主机厂积极备产短期收入增长有保障;上游宝钛股份存货下降,或表明上游原材料厂商生产交付顺利。

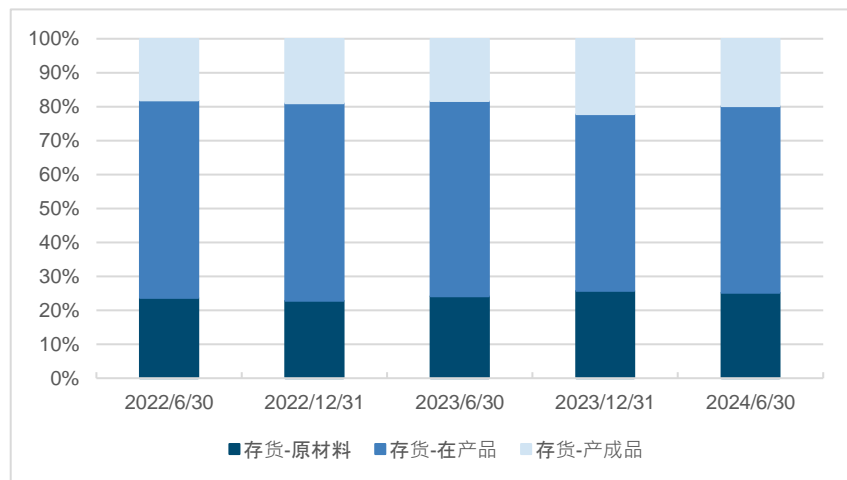
24H1 航发产业链投资增长显著,扩产步伐稳健专注长期发展。24H1 航发产业链在建工程 77 亿元(较年初+23.2%,较上季度末+4.8%),固定资产 434 亿元(较年初+2.7%,较上季度末+3.2%)。24H1 在建工程较年初增加,资本性支出同比增长 18.8%,表明产业链仍处于扩产节奏,短期需求波动或对长期发展影响有限。

图表36: 航发产业链 24H1 年及 24Q2 资产负债和现金流

单位: 亿元	2024/6/30	2024/3/31	较上一季度末增长	2024/12/31	较年初增长
合同负债	88	128	-30.7%	140	-36.8%
预付款项	43	45	-4.0%	48	-10.3%
存货	570	564	1.1%	498	14.5%
在建工程	77	73	4.8%	63	23.2%
固定资产	434	420	3.2%	422	2.7%
应收款项	629	580	8.4%	552	13.9%
	24H1	同比增长	24Q2	同比增长	环比增长
资本性支出	37	18.8%	20	20.7%	14.8%
	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-104	-101	-62	-86	-42

来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 航发产业链 2022H1-2024H1 存货结构

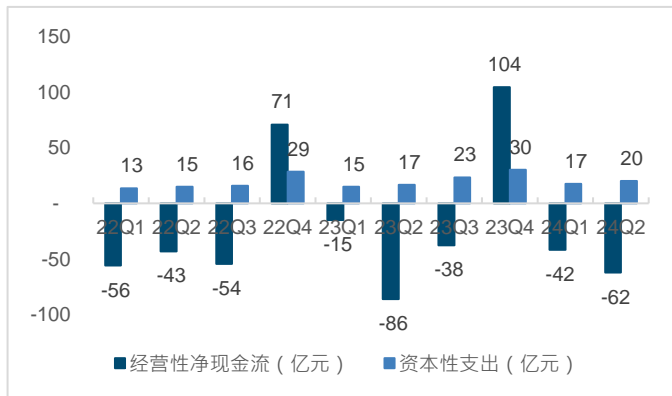


来源: wind, 国金证券研究所

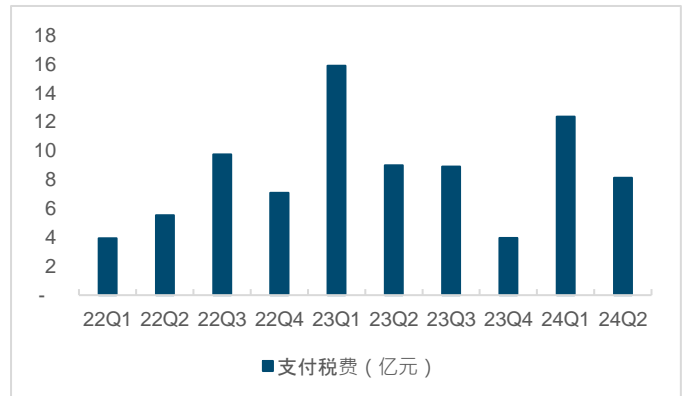
24H1 经营性净现金流-104 亿元,较去年同期基本持平,分领域看有所分化,其中高温合金领域由于购买商品支出增多导致现金流流出增加,或说明上游原材料领域正积极备产。24Q2 经营性净现金流为-62 亿元,较去年同期有所改善。



图表38: 航发产业链 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)



图表39: 航发产业链 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

24H1 航发产业链上中游业绩增速分化: 上游业绩小幅增长, 高温合金营收增长 7.2%, 归母净利润增长 15.8%; 钛合金营收-1.2%, 归母净利润-6.3%基本持平; 中游锻造营收-6.3%, 归母-16.8%; 主机与系统营收与归母同比+4.1%/-9.4%; 或说明上游原材料生产与交付顺利, 新一轮交付周期开启; 中、下游受到交付节奏影响, 业绩暂时承压, 随着生产交付的稳步推进, 中、下游有望开启新一轮高增长。

24Q2 航发产业链业绩表现分化, 上游钛合金业绩表现突出, 西部超导营收+3.1%, 归母净利润+11.8%, 宝钛股份营收 3.8% 小幅增长; 高温合金领域, 抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、航材股份营收增速分别为-0.3%/+10.3%/+6.4%/+12.9%。中游锻造 24Q2 单季业绩承压, 中航重机、派克新材、航宇科技 24Q2 单季营收增速分别为-10.8%/-13.7%/-32%, 静待新一轮生产交付周期开启。24Q2 下游主机与系统营收同比+5.0%, 归母净利润同比-23.0%, 航发动力营收+5.6%, 归母净利润-31%, 主要是上期转让股票、购买结构性存款取得投资收益, 本期无此事项所致。

图表40: 航发产业链各板块 24H1 及 24Q2 营收与归母净利润

	营收 (亿元)	24H1		24Q2			
		营收同比	归母净利润 (亿元)	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
主机与系统	214	4.1%	10.6	5.0%	77.8%	-23.0%	56.4%
中游锻造	81	-6.3%	9.9	-14.1%	4.2%	-25.5%	20.4%
高温合金	82	7.2%	9.1	4.8%	11.5%	0.2%	3.1%
钛合金	58	-1.2%	7.5	3.5%	19.5%	5.5%	78.7%
特种功能材料	5	27.0%	2.2	21.7%	-4.1%	6.3%	-11.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

主机与系统 24H1 毛利率 13.9%, 同比-0.5pct; 净利率 5.0%, 同比-0.7pct, 基本维持稳定。高温合金毛利率同比提升 1.1pct, 或因镍元素降价所致; 钛合金 24H1 毛利率同比变化-0.3pct, 维持稳定。中游锻造环节毛利率 28.4%, 同比-3.6pct, 主要系部分产品价格周期性波动所致。

主机与系统 24Q2 毛利率同比-0.7pct, 或由于批产型号价格调整, 后续随新型号转批产及降本增效工作的推进, 盈利能力有望筑底回升。高温合金与钛合金环节毛利率环比提升, 或由于 Q2 金属材料价格有所下降。中游锻造环节毛利率同比-4.3pct, 主要系部分产品价格周期性波动所致。

图表41: 航发各板块 24H1 与 24Q2 盈利能力

24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
主机与系统	13.9%	-0.5pct	5.0%	-0.7pct	7.5%	-0.2pct
中游锻造	28.4%	-3.6pct	12.2%	-1.5pct	11.4%	-0.3pct
高温合金	22.5%	1.1pct	11.0%	0.8pct	9.7%	0.5pct



24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
钛合金	25.8%	-0.3pct	13.1%	-0.7pct	9.4%	0.6pct
特种功能材料	56.3%	-1.8pct	44.4%	-3.6pct	15.7%	1.5pct
24Q2	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
主机与系统	-0.7pct	-2.6pct	-1.7pct	-0.7pct	0.4pct	-3.3pct
中游锻造	-4.3pct	1.6pct	-2.0pct	1.8pct	-0.3pct	-0.3pct
高温合金	0.9pct	0.8pct	-0.5pct	-0.9pct	1.8pct	1.5pct
钛合金	2.2pct	8.9pct	0.3pct	5.1pct	-0.1pct	0.3pct
特种功能材料	-3.3pct	-5.1pct	-6.2pct	-3.6pct	2.0pct	4.1pct

来源: Wind, 国金证券研究所

24H1 主机与系统、中游锻造及高温合金环节合同负债较期初均有明显下降, 生产交付顺利。高温合金环节在产品占比提升, 产成品占比降低, 或表明近期交付量较大; 钛合金环节原材料占比降低, 在产品占比提升, 或表明公司已开启新一轮备产。

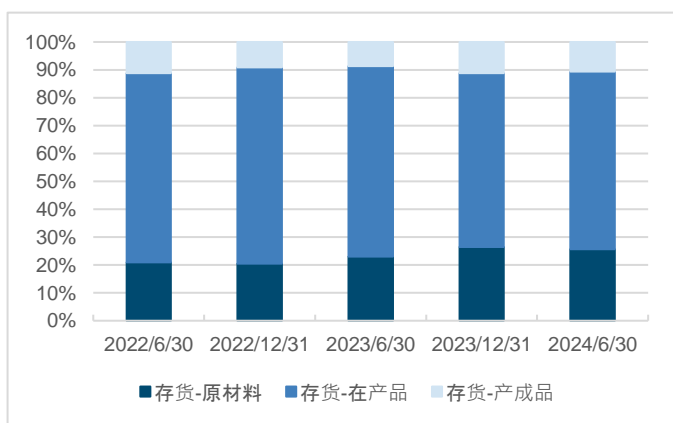
图表42: 航发各环节 24H1 资产负债情况

2024/6/30	合同负债 较年初增 (亿元) 长	预付款项 较年初增 (亿元) 长	存货(亿 较年初增 元) 长	在建工程 较年初增 (亿元) 长	固定资产 较年初增 (亿元) 长	应收款项 较年初增 (亿元) 长
主机与系统	75.9 -38.2%	34.4 -15.3%	376.6 21.1%	33.7 16.3%	245.2 1.7%	350.0 15.9%
中游锻造	2.7 -64.9%	3.0 33.7%	55.9 1.5%	12.7 31.4%	67.3 1.4%	131.3 15.9%
高温合金	5.1 -15.2%	3.6 32.7%	65.6 8.8%	12.6 10.7%	70.0 5.5%	60.1 7.0%
钛合金	4.5 33.2%	1.7 -15.7%	70.2 -0.3%	10.5 31.6%	47.0 3.1%	79.0 11.2%
特种功能材料	0.2 24.5%	0.3 -14.1%	2.0 59.0%	7.6 65.8%	4.2 41.4%	8.2 -11.4%

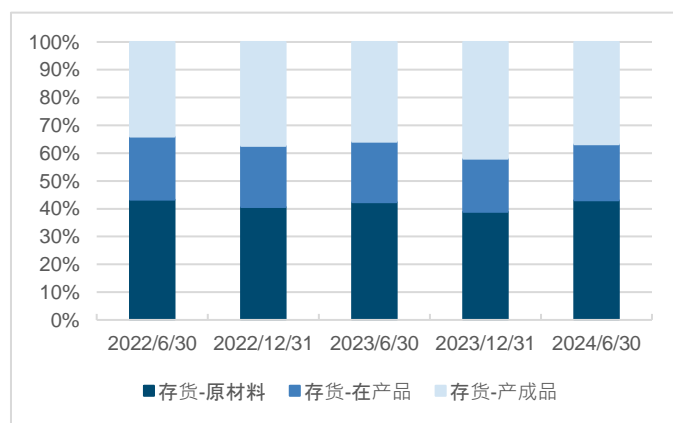
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 主机与系统 2022H1-2024H1 存货结构

图表44: 中游锻造 2022H1-2024H1 存货结构



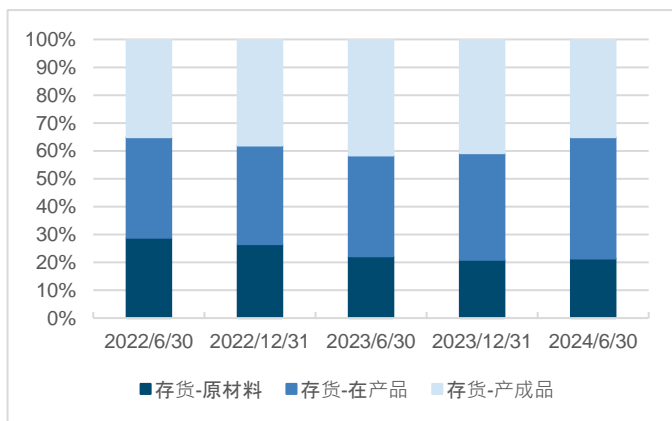
来源: wind, 国金证券研究所



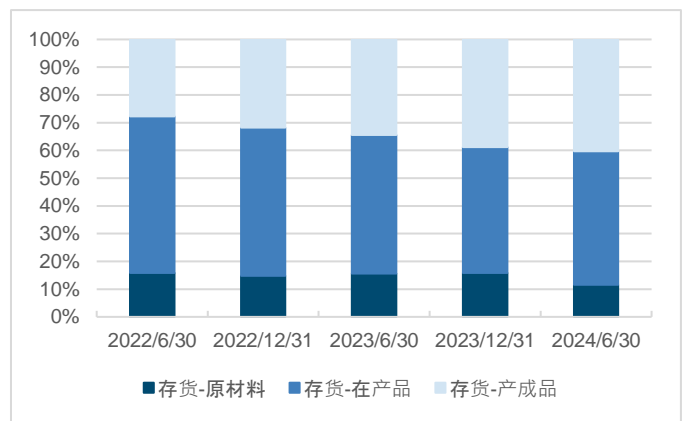
来源: wind, 国金证券研究所



图表45: 高温合金 2022H1-2024H1 存货结构



图表46: 钛合金 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

24H1 主机与系统、中游锻造资本性支出同比+24.1%/+15.7%，产能扩张持续推进，高温合金资本性支出同比减少 8.9%，系本期项目建设及理财投资均较上年同期减少所致。主机与系统、钛合金 24H1 经营性现金流有所增加，回款有所改善，中游锻造、高温合金的经营性净现金流均较去年同期减少。

图表47: 航发各板块 24H1 和 24Q2 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24H1	同比	24Q2	同比	环比	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
主机与系统	19.5	24.1%	11.3	40.0%	39.5%	-101.9	-104.6	-69.9	-111.8	-32.1
中游锻造	6.5	15.7%	3.6	10.5%	27.6%	-2.2	-0.5	-0.3	6.1	-2.0
高温合金	5.0	-8.9%	2.8	-10.4%	31.5%	-6.4	-1.4	2.5	13.0	-8.9
钛合金	2.8	3.9%	0.9	4.1%	-50.1%	6.2	4.7	3.7	6.1	2.5
特种功能材料	3.7	81.9%	1.3	12.8%	-48.2%	0.6	1.0	1.8	0.6	-1.1

来源: Wind, 国金证券研究所

军工电子: 24H1 价格下行压力影响, 板块业绩普遍承压

军工电子产业链业绩阶段性承压。24H1 军工电子产业链整体实现营收 278 亿元 (同比-20.1%), 归母净利润 46 亿元 (同比-40.5%), 降价压力下业绩下滑显著, 其中紫光国微、振华科技利润金额下降幅度较大。24H1 军工电子产业链整体毛利率为 44.4% (同比-3.1pct), 净利率为 16.6% (同比-5.7pct)。24H1 期间费用率为 24.9% (同比+4.6pct), 主要系研发费用率上升, 持续开发新品静候订单回暖。

24Q2 军工电子产业链实现营收 151 亿元 (同比-19.3%), 归母净利润 26 亿元 (同比-38.8%); 毛利率同比-1.0pct, 净利率同比-5.4pct。军工电子产业链受价格下行压力影响较大, 营业收入下降亦导致期间费用率提升。从 24Q2 板块财务数据可见, 各项经营指标环比已有一定程度改善, 正在逐渐走出盈利底部。

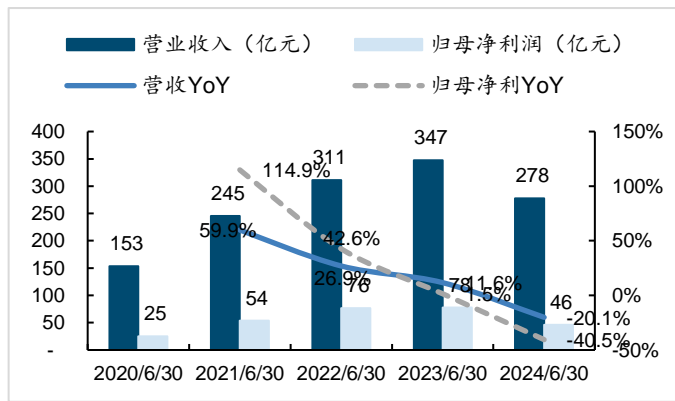
图表48: 军工电子 24H1 及 24Q2 基本面表现

	24H1	同比	24Q2	同比	环比
营收	278	-20.1%	151	-19.3%	19.9%
归母净利润	46	-40.5%	26	-38.8%	26.3%
毛利率	44.4%	-3.1pct	45.6%	-1.0pct	2.8pct
净利率	16.6%	-5.7pct	17.0%	-5.4pct	0.9pct
期间费用率	24.9%	4.6pct	25.4%	6.0pct	1.0pct

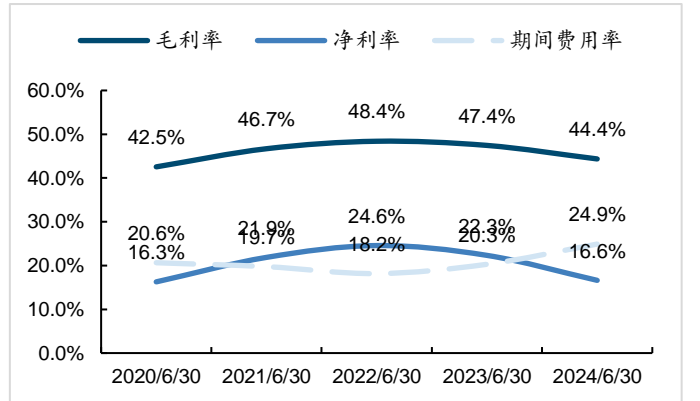
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元



图表49: 军工电子各年上半年营收及利润 (亿元)



图表50: 军工电子各年上半年利润率及期间费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

24H1 军工电子产业链整体合同负债 12 亿元 (较上季度末-15.1%、较年初-29.2%), 预付款项 10 亿元 (较上季度末-8.4%、较年初+4.5%), 主要因新增订单延迟, 企业按照合同约定交付商品, 存量订单逐步结转为收入。存货 230 亿元 (较上季度末+0.8%、较年初+2.8%), 其中在产品与产成品占比小幅度提升。24H1 军工电子产业链在建工程较年初+28.5%, 固定资产较年初+0.4%, 资本性支出同比-0.1%。在建工程提升较多主要系海格通信 (24H1 末在建工程 6.29 亿, 期初 2.96 亿, 主要系“海格天腾信息产业基地”项目提升较多) 以及航天南湖 (24H1 末在建工程 3.55 亿, 期初 2.54 亿, 主要系“产业园一期”项目提升较多) 的影响。

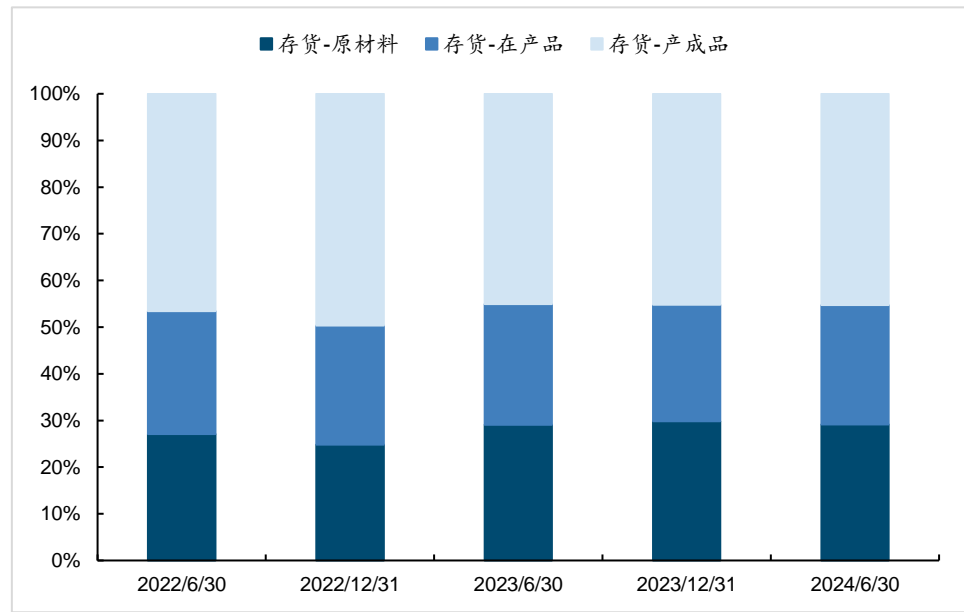
图表51: 军工电子 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流

单位: 亿元	2024/6/30	2024/3/31	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	12	14	-15.1%	17	-29.2%
预付款项	10	11	-8.4%	10	4.5%
存货	230	228	0.8%	224	2.8%
在建工程	48	43	11.3%	37	28.5%
固定资产	182	181	0.9%	182	0.4%
应收款项	517	536	-3.5%	520	-0.7%
	2024/6/30	同比	24Q2	同比	环比
资本性支出	26	-0.1%	12	0.3%	-6.6%
	2024/6/30	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
经营性净现金流	37	20	51	38	-15

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元



图表52: 军工电子 2022H1-2024H1 存货结构

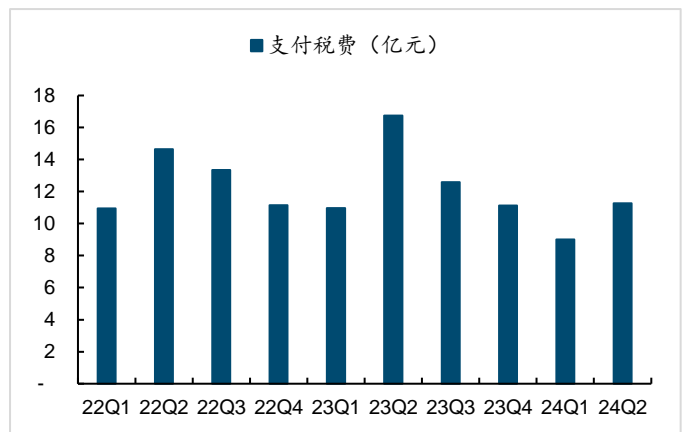
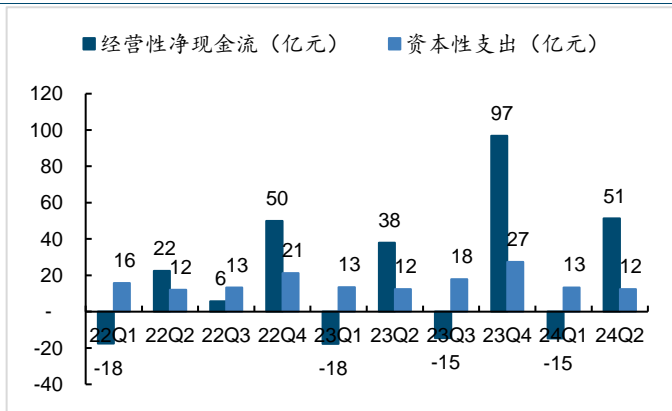


来源: wind, 国金证券研究所

24H1 军工电子产业链整体经营性净现金流 37 亿元、去年同期为 20 亿元; 24Q2 经营性净现金流 51 亿元, 去年同期为 38 亿元, 上一季度为-15 亿元。24Q2 经营性净现金流环比回升, 主要系季节性回款周期的影响。对比去年同期, 则主要是复旦微电的影响 (24H1 经营性净现金流为 1.3 亿, 去年同期为-10.9 亿), 公司 24H1 备货使得支付供应商货款大幅增加。

图表53: 军工电子 22Q1-24Q2 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)

图表54: 军工电子 22Q1-24Q2 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

军工电子各环节业绩, 整体短期显著承压, 连接器降幅相对较低。其中, 24H1 连接器营收 129 亿元, 同比-15.2%, 归母净利润 20.6 亿, 同比-16.4%。集成电路营收 62 亿元, 同比-14.7%, 归母净利润 13.8 亿元, 同比-39.9%, 主要系紫光国微、振芯科技、臻镭科技、铖昌科技利润下滑较大; 模块组件营收 32 亿元, 同比-29.1%, 归母净利润 2.9 亿元, 同比-59.1%, 主要系新雷能、智明达、全信股份利润下滑较大。被动元件收入 54 亿元, 同比-29.3%, 归母净利润 8.9 亿元, 同比-61.3%, 振华科技利润下滑较大。各环节中, 连接器的收入和归母净利润降幅相对较低。

24Q2 各环节业绩环比均改善, 被动元件环比大幅提升。连接器营收环比+14.3%, 归母净利润环比+6.7%。被动元件营收环比+26.2%, 归母净利润环比+70.8%。集成电路营收环比+28.3%, 归母净利润环比+33.4%。模块组件营收环比+16.8%, 归母净利润环比+32.5%。



图表55: 军工电子各板块 24H1 及 24Q2 基本面表现

	24H1				24Q2			
	营收	营收同比	归母净利润	归母净利润同 比	营收同比	营收环比	归母净利润同 比	归母净利润环 比
连接器	129	-15.2%	20.6	-16.4%	-10.7%	14.3%	-13.5%	6.7%
被动元件	54	-29.3%	8.9	-61.3%	-26.6%	26.2%	-52.7%	70.8%
集成电路	62	-14.7%	13.8	-39.9%	-17.9%	28.3%	-43.6%	33.4%
模块组件	32	-29.1%	2.9	-59.1%	-35.0%	16.8%	-59.1%	32.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

产业链内各环节盈利能力下降, 连接器盈利能力相对稳定, 被动元件下滑最大。连接器 24H1 毛利率和净利率同比+1.6pct/-0.2pct。被动元件 24H1 毛利率和净利率同比-10.1pct/-13.4pct, 期间费用率同比+6.2pct; 集成电路 24H1 毛利率和净利率同比-7.6pct/-9.4pct; 模块组件 24H1 毛利率和净利率同比-0.7pct/-6.5pct。降价压力导致 24H1 军工电子盈利能力下滑, 其中连接器盈利能力相对稳定。

24Q2 各环节盈利能力环比均好转。其中, 连接器 24Q2 毛利率和净利率环比+5.4pct/-1.1pct。被动元件 24Q2 毛利率和净利率环比+3.0pct/+4.8pct; 集成电路 24Q2 毛利率和净利率环比-2.2pct/+0.9pct; 模块组件 24Q2 毛利率和净利率环比-1.5pct/+1.1pct。被动元件、集成电路、模块组件 24Q2 期间费用率环比均有所下降。

图表56: 军工电子各板块 24H1 毛利率、净利率与期间费用率

24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
连接器	38.9%	1.6pct	15.9%	-0.2pct	19.6%	2.9pct
被动元件	46.0%	-10.1pct	16.3%	-13.4pct	24.1%	6.2pct
集成电路	58.6%	-7.6pct	22.4%	-9.4pct	36.0%	4.2pct
模块组件	36.3%	-0.7pct	8.9%	-6.5pct	26.5%	8.3pct
24Q2	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
连接器	5.1pct	5.4pct	-0.5pct	-1.1pct	6.2pct	6.6pct
被动元件	-7.0pct	3.0pct	-10.2pct	4.8pct	5.6pct	-4.2pct
集成电路	-7.5pct	-2.2pct	-10.4pct	0.9pct	3.9pct	-6.2pct
模块组件	0.3pct	-1.5pct	-5.6pct	1.1pct	9.4pct	-1.8pct

来源: wind, 国金证券研究所

军工电子各环节的资产负债端, 连接器、集成电路和模块组件合同负债有所下降。24H1 连接器、被动元件、集成电路与模块组件合同负债较年初-31.3%/-4.5%/-30.8%/-23.8%; 连接器预付款项较年初+61.0%, 主要系航天电器预付款项增加较多; 连接器、集成电路、模块组件在建工程较年初+39.9%/+38.1%/+40.6%。连接器在建工程提升较多主要系因中航光电的“高端互连科技产业社区项目”、“基础器件产业园(一期)”及“民机与工业互连产业园项目”等项目贡献。

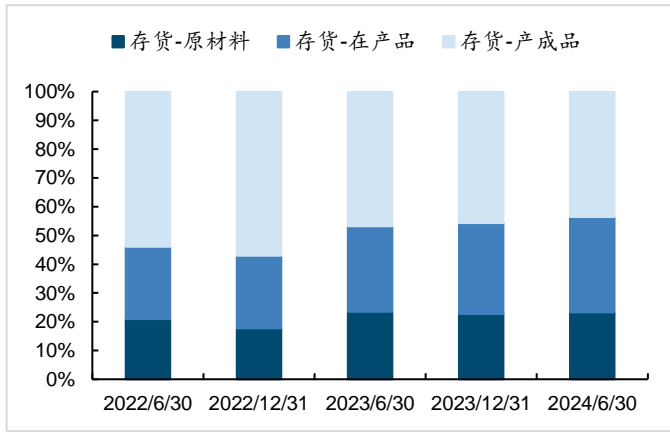
图表57: 军工电子各板块 24H1 资产负债情况

2024/6/30	合同负债	较年初增 长	预付款项	较年初增 长	存货	较年初增 长	在建工程	较年初增 长	固定资产	较年初增 长	应收款项	较年初增 长
连接器	3.7	-31.3%	2.1	61.0%	65.5	11.5%	27.6	39.9%	68.3	1.0%	205.7	6.7%
被动元件	0.7	-4.5%	1.4	6.4%	54.6	4.1%	5.3	-21.7%	56.0	1.1%	115.9	-8.7%
集成电路	6.3	-30.8%	5.7	-9.2%	76.9	-1.8%	8.1	38.1%	29.4	2.3%	117.1	-1.2%
模块组件	1.2	-23.8%	0.7	19.4%	32.9	-3.8%	6.7	40.6%	28.8	-3.9%	77.9	-4.8%

来源: Wind, 国金证券研究所

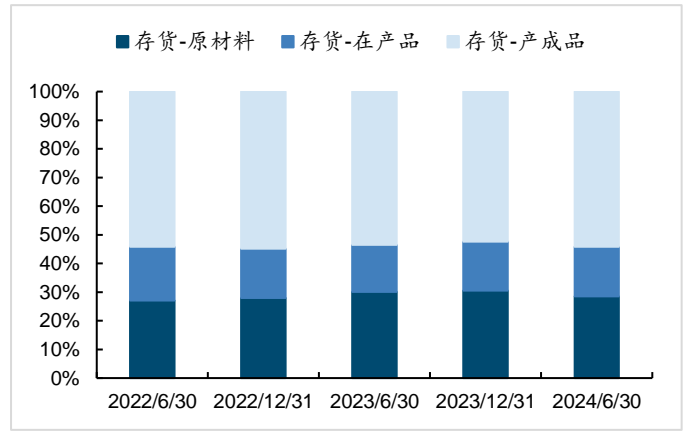


图表58: 连接器 2022H1-2024H1 存货结构



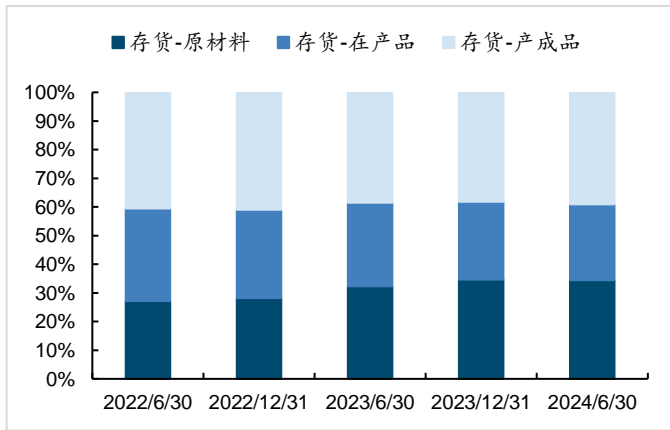
来源: wind, 国金证券研究所

图表59: 被动元件 2022H1-2024H1 存货结构



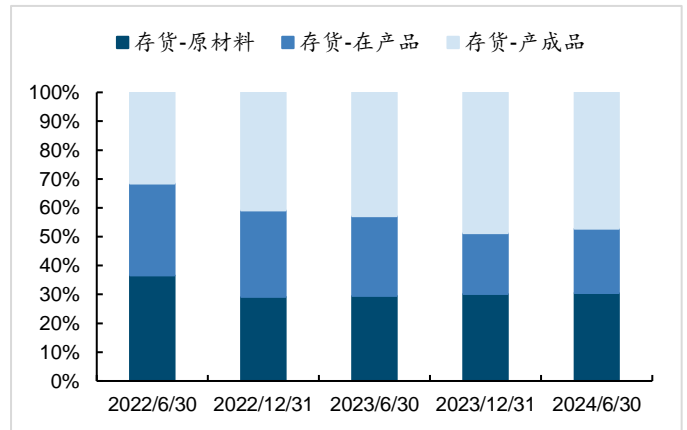
来源: wind, 国金证券研究所

图表60: 集成电路 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

图表61: 模块组件 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind, 国金证券研究所

军工电子板块产能逐步释放, 连接器 24H1 资本性支出 9.5 亿元, 同比-1.7%。被动元件与模块组件板块扩产接近尾声, 资本性支出同比下降, 产能逐步到位。集成电路 24H1 资本性支出 7.2 亿元, 同比+12.5%。被动元件、集成电路及模块组件上半年现金回款情况有所改善。连接器经营性现金流同比下滑, 主要是航天电器的影响 (24H1 为-5.8 亿, 去年同期为 2.7 亿), 受传统配套市场需求波动影响, 公司货款回收低于上年同期。

图表62: 军工电子各板块 24H1 及 24Q2 现金流情况

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24H1	同比	24Q2	同比	环比	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
连接器	9.5	-1.7%	5.1	11.0%	16.6%	4.4	8.0	11.2	16.3	-6.9
被动元件	4.5	-10.2%	2.5	-19.3%	19.2%	21.0	12.6	18.2	9.7	2.8
集成电路	7.2	12.5%	3.1	36.3%	-23.5%	6.2	-0.3	12.6	6.3	-6.4
模块组件	4.5	-3.4%	1.7	-29.0%	-37.5%	5.0	-0.1	9.3	5.5	-4.3

来源: Wind, 国金证券研究所

导弹产业链: 24H1 订单延迟业绩承压, 毛利率有所提升

24H1 导弹产业链整体实现营收 73 亿元(同比-20.7%), 归母净利润 10 亿元(同比-39.3%)。从盈利指标看, 24H1 导弹产业链毛利率为 42.9%, 同比提升 2.5pct; 期间费用率提同比增长 8.6pct; 净利率下降 4.3pct。其中, 航天电器的毛利率提升较多 (24H1 为 47.52%, 同比+11.89pct), 对板块整体毛利率拉动显著。

24Q2 毛利率与期间费用率环比提升, 营收与归母净利润降幅明显收窄。24Q2 导弹产业链



实现营收 36 亿元，同比下降 28.7%，环比下降 4.4%；实现归母净利润 5 亿元，同比下降 48.5%，环比下降 9.6%。24Q2 产业链整体期间费用率（含研发费用）同比增加 12.7pct，环比增加 6.5pct。毛利率环比提升主要系上文提及的航天电器毛利率的拉动。

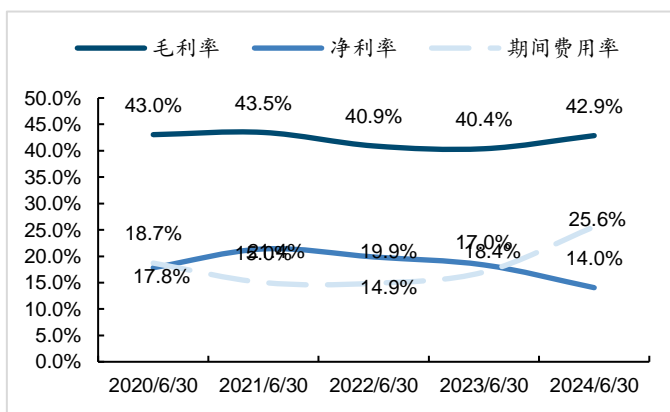
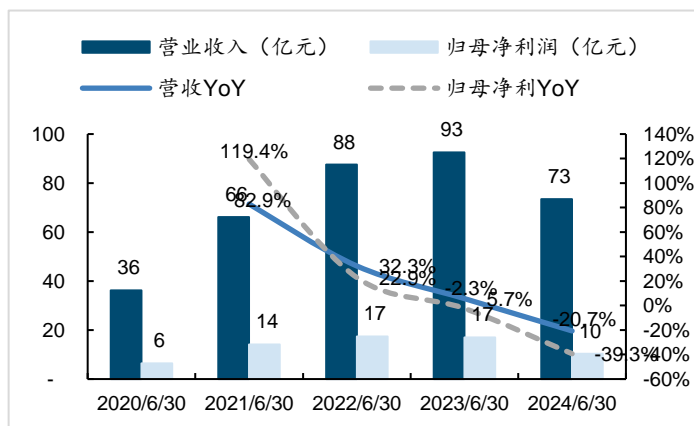
图表63: 导弹产业链 24H1 及 24Q2 基本面表现

	24H1	同比	24Q2	同比	环比
营收	73	-20.7pct	36	-28.7pct	-4.4pct
归母净利润	10	-39.3pct	5	-48.5pct	-9.6pct
毛利率	42.9%	2.5pct	46.3%	6.1pct	6.6pct
净利率	14.0%	-4.3pct	13.6%	-5.2pct	-0.8pct
期间费用率	25.6%	8.6pct	28.9%	12.7pct	6.5pct

来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 导弹产业链各年上半年营收及利润(亿元)

图表65: 导弹产业链各年上半年利润率及期间费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

24H1 合同负债较年初-43.1%，较上一季度末-37.6%；预付款项较年初+56.6%，较上一季度末+14.3%。在建工程较年初增长 30.4%，固定资产减少 4.5%。24H1 末存货较年初减少 2.7%，对比期初，产成品占比下降，原材料及在产品占比提升。预付款项提升主要系菲利华的影响，在建工程提升主要系国博电子的影响。

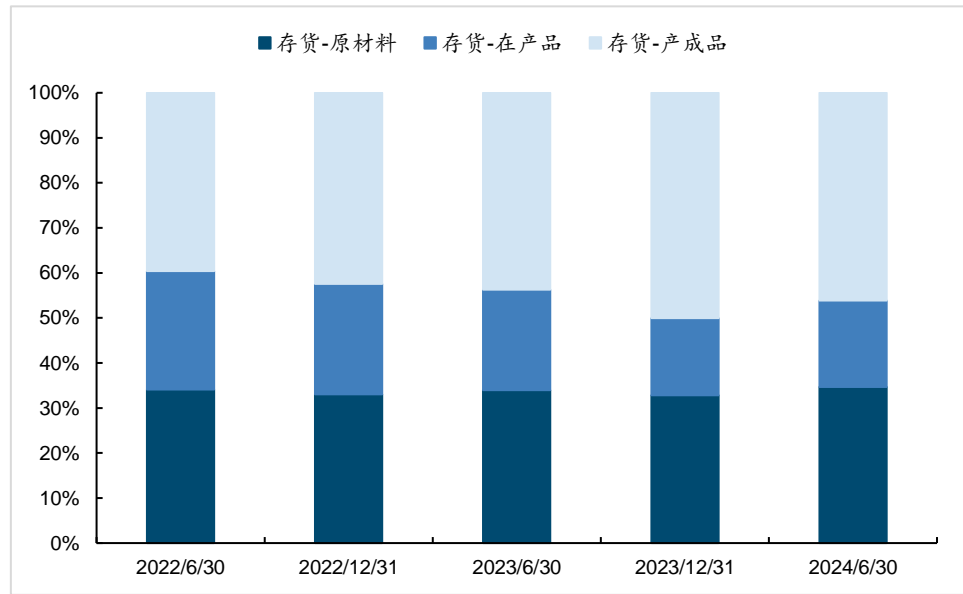
图表66: 导弹产业链 24H1 及 24Q2 资产负债和现金流

单位: 亿元	2024/6/30	2024/3/31	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	6	10	-37.6%	11	-43.1%
预付款项	5	4	14.3%	3	56.6%
存货	63	61	2.4%	65	-2.7%
在建工程	9	8	10.8%	7	30.4%
固定资产	66	65	0.2%	69	-4.5%
应收款项	130	138	-5.6%	127	2.3%
	2024/6/30	同比	24Q2	同比	环比
资本性支出	7	-21.9%	3	-27.6%	-26.9%
	2024/6/30	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-3	10	5	19	-8

来源: Wind, 国金证券研究所



图表67: 导弹产业链 2022H1-2024H1 存货结构

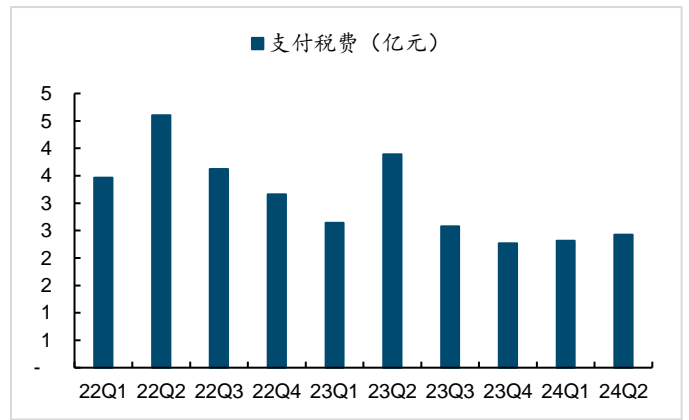
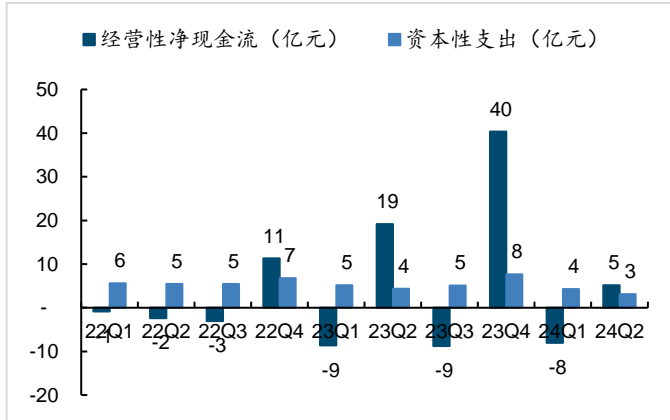


来源: wind, 国金证券研究所

24H1 导弹产业链经营活动净现金流为-3 亿元, 同比减少 13 亿元, 其中 Q2 经营性现金流同比减少 14 亿元, 主要系菲利华 (24H1 为 0.06 亿元, 去年同期为 2.54 亿元) 以及雷电微力 (24H1 为-1.36 亿元, 去年同期为 4.86 亿元) 现金流下滑的影响。

图表68: 导弹产业链 22Q1-24Q2 季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)

图表69: 导弹产业链 22Q1-24Q2 季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

新域新质: 24H1 新型号仍待放量, 存货增长或表征未来景气

新域新质作为先进战斗力代表, 需重点关注重点赛道投资机会, 我们筛选远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备赛道作为新域新质代表赛道进行分析。由于新型装备大部分处于在研转批产早期, 对于相关公司的业绩和收入贡献相对较小, 因此更需注重资产负债领域的分析。

24H1 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比-44.6%、-22.1%、-5.4%、-10.1%、-25.3%, 归母净利润分别同比-102.3%、-46.9%、-25.3%、-53.9%、-68.1%。其中, 远火赛道受到客户单位总体合同签订进度影响, 相关产品正式合同尚未签订, 收入及利润下滑较明显。卫星赛道收入主要系航天电子因交付不及预期, 下滑较大 (24H1 收入下滑 20%)。而利润层面, 板块内多数企业由于卫星业务占比较小, 但主业承压导致利润下滑较大。水下赛道样本数相对较小, 整体略有下滑。电磁频谱赛道七一、烽火电子收入略有下降, 但利润下滑较大 (24H1 归母净利润七一、烽火电子下滑 68%, 烽火电子下滑 1245%), 主要系产品交付价格承压。

24Q2 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比-43.3%、-25.1%、-5.9%、-



16.5%、-28.6%，归母净利润分别同比-79.6%、-48.2%、-29.5%、-53.0%、-70.0%。环比经营数据改善显著。

图表70：新城新质各赛道 24H1 与 24Q2 营收与归母净利润

	24H1				24Q2			
	营业收入 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比	营收同比	营收环比	归母净利润同 比	归母净利润环 比
远火	17	-44.6%	-0.1	-102.3%	-43.3%	106.2%	-79.6%	-189.2%
卫星	219	-22.1%	12.2	-46.9%	-25.1%	16.7%	-48.2%	94.7%
水下	29	-5.4%	1.3	-25.3%	-5.9%	51.7%	-29.5%	186.1%
电磁频谱	60	-10.1%	2.8	-53.9%	-16.5%	27.1%	-53.0%	576.7%
无人装备	92	-25.3%	2.4	-68.1%	-28.6%	8.9%	-70.0%	48.8%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

24H1 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备毛利率分别同比+3.5pct、+3.0pct、+1.4pct、-3.9pct、+0.4pct。受收入结构变化影响，远火毛利率有所提升。卫星板块毛利提升主要系航天电子以及航天电器的拉动。电磁频谱毛利率下滑较大，主要系七一二以及烽火电子价格承压所致。净利率分别同比-9.0pct、-2.6pct、-1.2pct、-4.4pct、-3.5pct，由于费用率同步提升，净利率降幅大于毛利率。24Q2 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备毛利率分别同比+0.5pct、+2.8pct、+0.6pct、-4.1pct、+1.4pct。

图表71：新城新质各赛道 24H1 与 24Q2 毛利率、净利率与期间费用率

24H1	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
远火	32.7%	3.5pct	-0.4%	-9.0pct	34.5%	16.2pct
卫星	32.7%	3.0pct	5.6%	-2.6pct	26.8%	6.6pct
水下	30.0%	1.4pct	4.4%	-1.2pct	21.6%	0.9pct
电磁频谱	29.9%	-3.9pct	4.7%	-4.4pct	26.7%	2.6pct
无人装备	20.5%	0.4pct	2.6%	-3.5pct	17.5%	4.2pct
24Q2	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
远火	0.5pct	-7.9pct	-7.7%	14.3pct	12.7pct	-24.5pct
卫星	2.8pct	1.6pct	-3.1%	2.7pct	7.3pct	-0.6pct
水下	0.6pct	-0.4pct	-1.8%	2.5pct	0.7pct	-5.4pct
电磁频谱	-4.1pct	2.3pct	-5.6%	5.9pct	4.2pct	-3.7pct
无人装备	1.4pct	1.7pct	-4.1%	0.8pct	5.6pct	0.8pct

来源：Wind，国金证券研究所

远火赛道 24H1 合同负债较期初-17.7%；卫星赛道 24H1 合同负债较期初-18.8%；水下赛道合同负债较期初+16.4%；电磁频谱赛道合同负债较期初-12.8%；无人装备赛道合同负债较期初-23.5%。卫星、无人装备赛道持续扩产，24H1 在建工程较期初均有所提升，主要系航天电子的影响（24H1 在建工程 10.3 亿，期初 8.7 亿，主要系“高可靠星间激光终端研制及供应能力提升项目”提升较多）。存货方面，远火、卫星、水下、无人装备 24H1 均较期初有所增长，备货备产持续推进。

图表72：新城新质各赛道 2024H1 资产负债端情况

单位：亿元	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
远火	3.0	-17.7%	1.5	41.9%	19.7	27.4%	3.2	18.9%	32.6	-0.2%	63.4	2.3%
卫星	42.0	-18.8%	103.7	11.6%	372.0	7.9%	30.2	35.2%	152.5	-3.1%	396.3	9.6%



单位: 亿元	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长	应收款项	较年初增长
水下	3.6	16.4%	8.2	3.3%	39.0	18.0%	4.7	-34.1%	28.0	-1.4%	63.6	1.6%
电磁频谱	7.2	-12.8%	17.4	37.4%	57.1	-7.6%	9.0	-2.4%	34.8	7.6%	140.7	1.7%
无人装备	22.1	-23.5%	44.0	14.0%	246.0	10.7%	11.9	18.5%	72.4	1.3%	161.8	15.0%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

资本性支出方面, 北方导航、长城军工、国科军工均提升较多, 从而带动板块整体资本性支出向上, 板块产能持续投入中。电磁频谱方面, 主要是海格通信以及四川九洲资本性支出较多。无人装备则主要系航天电子资本性支出拉动。现金流方面, 24H1 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备经营性净现金流分别为-16.6/-59.9/0.0/-11.7/-39.1 亿元, 行业回款存在压力, 多数公司现金状况不及去年同期水平。24Q2 水下赛道现金流情况有所改善, 远火、卫星、电磁频谱、无人装备赛道现金流情况不及同期水平。

图表73: 新城新质各赛道 24H1 与 24Q2 资本性支出和经营净现金流

单位: 亿元	资本性支出					经营性净现金流				
	24H1	同比	24Q2	同比	环比	24H1	去年同期	24Q2	去年同期	上一季度
远火	3.1	80.9%	1.2	96.3%	-37.4%	-16.6	-8.3	-5.7	-5.2	-10.9
卫星	19.7	-1.0%	8.5	-9.4%	-23.8%	-59.9	-56.8	-18.5	-3.5	-41.5
水下	2.1	5.7%	1.2	-0.3%	27.2%	0.0	-4.2	4.0	1.2	-4.0
电磁频谱	5.2	90.4%	2.6	75.8%	0.3%	-11.7	-12.7	-3.9	-3.6	-7.8
无人装备	4.5	41.4%	1.8	-7.5%	-32.1%	-39.1	-26.7	-17.2	-5.9	-21.9

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

主机下半年关联采购力度或加强, 业绩目标牵引龙头公司有望提速

军工央企 24H1 关联交易执行力偏低, 静候需求恢复

2024H1 受到交付节奏、人事变动、订单节奏波动等多重因素影响, 中航沈飞、中航西飞、洪都航空等公司的关联采购执行率较低, 静候下游终端客户订单下发, 带动公司增加关联采购。而 24H1 航发控制、中航重机关联销售稳步推进, 达成率接近 50%。

图表74: 重要公司关联交易情况

公司简称	关联交易指标	2024预计关联交易	2024H1实际关联交易	2024H1执行率
中航沈飞	关联采购	316.2	69.6	22%
中航西飞	关联采购	268.4	71.4	27%
洪都航空	关联采购	26.7	6.1	23%
航发动力	关联采购	161.0	53.2	33%
中航机载	关联销售	224.5	70.6	31%
航发控制	关联销售	45.8	22.9	50%
中航光电	关联销售	44.0	15.4	35%
中航重机	关联销售	45.0	22.1	49%
航天电器	关联销售	23.0	6.3	28%
中航高科	关联销售	46.0	16.0	35%

来源: 公司半年报, 公司公告, 国金证券研究所; 货币单位: 亿元

航空航发公司经营计划完成度较好, 远火短期承压

营业收入目标层面, 24H1 中航沈飞、中航西飞、中航高科、中航重机、航发控制、中航机载、内蒙一机营收目标完成情况良好, 均达到 40% 以上。而北方导航由于订单延后, 收入目标不及预期, 若下半年订单回暖, 或有望迎来低基数下的相对高增长。中直股份业绩下滑主要系产品交付量同比下降。

利润目标层面, 24H1 中航沈飞、中航高科、中航光电、中航重机、中航机载利润目标完成情况良好。北方导航、振华科技实际利润与目标差距较大, 分别是受到订单下达不及预期以及产品价格压力的影响。



图表75: 重要公司经营计划营业收入目标及完成率

公司简称	赛道	细分领域	2024年营收目标	2024年H1实际营收	完成率
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	90-110	42.8	38.91%-47.56%
中航高科	航空产业链	复合材料	50.0	25.5	51%
中航光电	航空产业链	元器件	221.0	92.0	42%
中航重机	航空产业链	模锻件	119.0	54.7	46%
中航机载	航空产业链	航空分系统	285.2	114.8	40%
航发控制	航空产业链	航空分系统	56.0	28.1	50%
航发动力	航空产业链	主机厂	497.6	185.5	37%
中航西飞	航空产业链	主机厂	451.0	203.3	45%
中航沈飞	航空产业链	主机厂	510.3	216.2	42%
中直股份	航空产业链	主机厂	308.1	81.7	27%
北方导航	兵器装备	系统配套	38.0	2.9	8%
内蒙一机	兵器装备	主机厂	100.0	47.9	48%
振华科技	电子信息化	集成电路	69.0	24.3	35%
航天电子	航空系统	系统配套	205.0	77.1	38%

来源: 公司公告, 公司半年报, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表76: 重要公司经营计划利润目标及完成情况

公司简称	赛道	细分领域	利润指标	2024年计划	2024年H1实际	同比增长
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	净利润	4-7	2.3	32.57%-57%
中航高科	航空产业链	复合材料	利润总额	12.8	7.0	55%
中航光电	航空产业链	元器件	利润总额	41.1	19.5	47%
中航重机	航空产业链	模锻件	利润总额	18.6	8.5	46%
中航机载	航空产业链	航空分系统	利润总额	24.4	10.9	45%
航发动力	航空产业链	主机厂	归母净利润	15.1	5.9	39%
中航沈飞	航空产业链	航空分系统	净利润	37.6	16.2	43%
中直股份	航空产业链	主机厂	归母净利润	7.2	3.0	42%
北方导航	兵器装备	系统配套	利润总额	2.9	-1.1	-38%
振华科技	电子信息化	集成电路	利润总额	20.0	4.9	25%
华测导航	电子信息化	北斗导航	净利润	5.6	2.5	43%

来源: 公司公告, 公司半年报, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

投资建议与重点个股推荐

投资建议

百年建军目标务期必成, 武器装备建设需求持续, 上半年由于订单需求延迟导致板块业绩承压, 内部出现分化, 龙头公司表现相对突出。展望下半年, 随着行业订单逐步下达, 板块景气度有望恢复。航空主机厂经营韧性较强, 产业链积极备产, 后续订单有望下达, 新型军机持续列装; 航空发动机赛道长坡厚雪, 成熟型号加速列装, 新型号批产在即; 导弹防务装备作为现代战争攻防利器, 明年有望开启景气新周期; 新域新质领域, 远程火箭弹符合远程打击和低成本化发展趋势, 无人装备是未来作战方式中的重要应用, 发展空间广阔。

重点个股推荐

重点推荐新型战机航空主机厂【中航沈飞】、航空结构件平台型龙头【中航重机】、远火制导控制系统核心供应商【北方导航】。建议关注军民大飞机龙头【中航西飞】、发动机平台型龙头【航发动力】。

图表77: 重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)				PE			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中航沈飞	1.090	1.370	1.700	2.110	37.82	30.09	24.25	19.54



	EPS (元)				PE			
中航重机	0.903	1.058	1.272	1.531	19.08	16.29	13.55	11.25
北方导航	0.128	0.134	0.202	0.287	69.06	65.97	43.76	30.80
中航西飞	0.311	0.400	0.510	0.637	79.00	61.31	48.13	38.51
航发动力	0.530	0.624	0.751	0.915	66.98	56.91	47.29	38.82

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 股价取 2024 年 8 月 30 日收盘价, 中航沈飞、中航重机、北方导航采用国金预测数据, 中航西飞、航发动力盈利预测取 wind 一致预测均值。

风险提示

“十四五”武器装备建设的规划调整和落地时间不及预期: 中期调整规划影响武器装备订单下发力度和时间, 存在调整幅度与落地时间不及预期的风险。

产能释放进度不及预期: 产能扩充是公司业绩释放的基础, 若扩产进度不及预期对行业发展速度有所影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究