

2Q24 业绩环比明显改善；需求复苏信号逐渐增强

2024 年 09 月 02 日

业绩回顾

1H24, 民生军工成分 (不含舰船) 营收同比下滑 10.8%; 归母净利润同比下滑 27.6%。2Q24, 行业营收同比下滑 15.8%, 环比增长 29.1%; 归母净利润同比下滑 31.9%; 环比增长 37.1%。**2024 年半年报反映出行业需求端趋弱对企业业绩端的影响, 业绩表现与市场预期一致。值得注意的是, 2Q24 业绩端环比已有明显改善, 需求复苏信号逐渐增强, 行业有望逐渐走出底部。**

趋势分析

需求不振对业绩影响或主要体现在 2H23 和 1H24。2024 上半年: **1) 业绩表现:** 半年度看, 从 2H23 开始, 行业业绩端出现下滑, 延续至 1H24 (营收/归母净利润 YOY -11%/-28%)。单季度看, 1Q24 和 2Q24 行业归母净利润环比均出现明显改善, 需求复苏信号逐渐增强, 我们判断下半年行业有望逐步走出底部。**2) 盈利能力:** 行业毛利率同比下滑 2.0ppt 至 35.9%; 净利率同比下滑 5.1ppt 至 5.9%。毛利率下滑一定程度上受产品结构变化与高附加值产品价格下降等因素影响; 净利率下滑受毛利率下滑及期间费用率上升 (营收规模减少但费用支出未同比例减少) 等影响。

1H24 舰船板块延续 2023 年快速增长态势。分子板块: 1) 1H24 舰船板块 营收/归母净利润同比增长 22%/92%, 延续上年态势, 也是所有子板块中唯一利润正增长的板块。**2) 1H24 舰船板块净利率同比提升 0.6ppt 至 4.6%, 是所有子板块中唯一净利率同比提升的板块。分产业链环节: 1) 1H24 上游、中游及总装营收与归母净利润均出现不同程度下滑。总体看, 1H23 增速较高的环节在 1H24 下滑幅度也较大, 除需求端调整影响外, 还有基数影响。2) 上游及中游净利率 1H24 同比下滑; 但总装总成稳中有升, 1H24 净利率“逆势”同比增长。**

三年维度看舰船板块与总装环节利润增速最快。1H21~1H24, 1) 分子板块: 收入角度看, 新材料、舰船营收 CAGR 领先于其他板块, 锻造与成型、航空也实现了正增长。利润角度看, 舰船、锻造与成型归母净利润 CAGR 领先于其他板块, 航空、新材料也实现了正增长。兵器、无人机、信息化等板块均出现下滑。**2) 分产业链环节:** 中游营收 CAGR 领先于上游与总装; 但总装归母净利润 CAGR 领先于其他板块, 反映出其业绩的稳健性和不断提升的盈利能力。

建议关注

我们认为, 受多重因素影响, 军工板块自 2022 年 8 月至今已深度调整两年之余, 板块当前处于相对底部位置。且行业季度利润环比已有明显改善, 我们预计下半年行业的需求和市场的信心或将逐步恢复, 军工有望开启新一轮成长周期。建议关注:

1) 龙头引领: 中航沈飞、中航西飞、航发动力、中航光电、中航高科、中航重机、中国船舶、西部超导、中国重工、中国动力、航材股份等;

2) 制导装备: 菲利华、航天电器、新雷能、长盈通、北方导航等;

3) 新域新质: 华秦科技、航天南湖、中科星图、广联航空、陕西华达、铂力特、国科军工、莱斯信息、宗申动力、光威复材、图南股份等;

4) 国企改革: 国博电子、航天电子、航发控制、中航机载、中直股份、国睿科技、宝钛股份等。

风险提示: 产品交付不确定性、产品价格下降、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

分析师 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 年年报及 2024 年一季报业绩回顾: 底部夯实; 反转可期-2024/05/07
2. 军工行业 2023 年三季报业绩回顾: 3Q23 板块业绩平淡; 中下游将持续受益产业价值重构-2023/11/05
3. 军工行业 2023 年半年报业绩回顾: 2Q23 重拾增长; 下半年有望开启新一轮成长周期-2023/09/08
4. 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
5. 军工行业 2022 年三季报业绩回顾: 3Q22 行业增长稳健; 锻造板块业绩持续靓眼-2022/11/07

目录

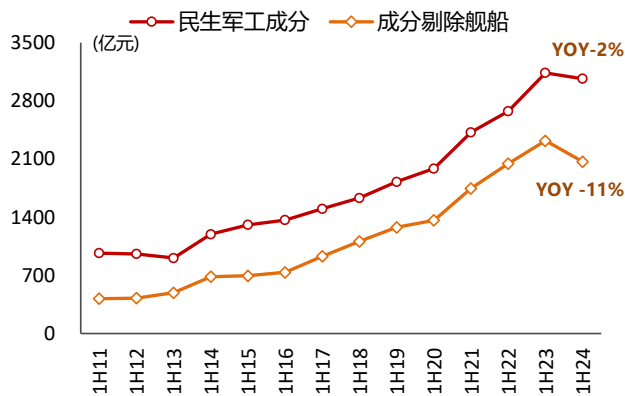
1 军工 1H24 营收/利润下滑 11%/28%	3
2 子板块和产业链环节回顾	6
2.1 1H24 子板块：舰船板块业绩保持快速增长势头	6
2.2 1H24 产业链：总装总成环节表现稳健	9
3 军工 2Q24 营收/利润同比下滑，但环比改善明显	11
4 三年维度：舰船板块增速最快	14
5 风险提示	15
插图目录	16

1 军工 1H24 营收/利润下滑 11%/28%

国防军工行业公司 2024 年半年报已披露完毕,我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析。由于舰船板块中含有较多民船资产,利润波动较大,故我们分析时可能会采用包含舰船板块或不包含等不同角度。

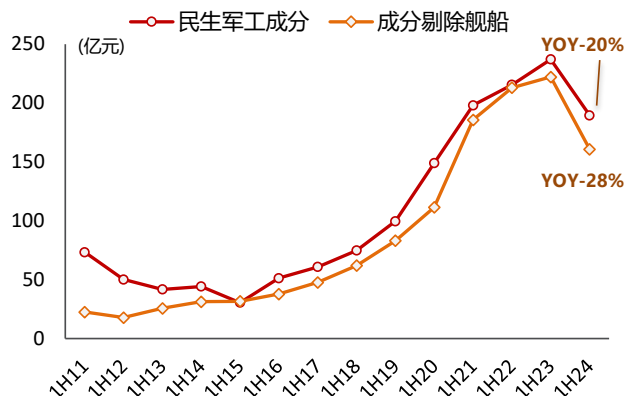
1H24 行业营收及归母净利润均出现同比下滑。1H24,民生军工成分(不含舰船)合计实现营收 2068 亿元, YOY -10.8%; 实现归母净利润 161 亿元, YOY -27.6%。若包含舰船板块,则合计实现营收 3067 亿元, YOY -2.2%; 实现归母净利润 190 亿元, YOY -20.1%。1H24,在需求端尚未出现恢复的影响下,行业业绩同比下滑,但舰船板块延续了 2023 年的态势,表现持续较好,1H24 营收/归母净利润同比增长 22.2%/92.3%。

图1: 上半年行业成分股营收趋势 (含/不含舰船)



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

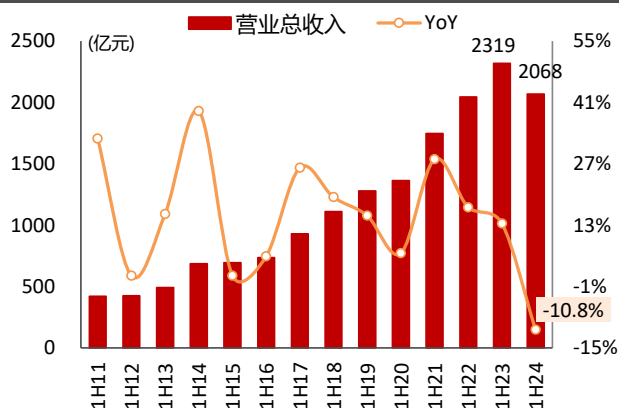
图2: 上半年行业成分股归母净利润趋势 (含/不含舰船)



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

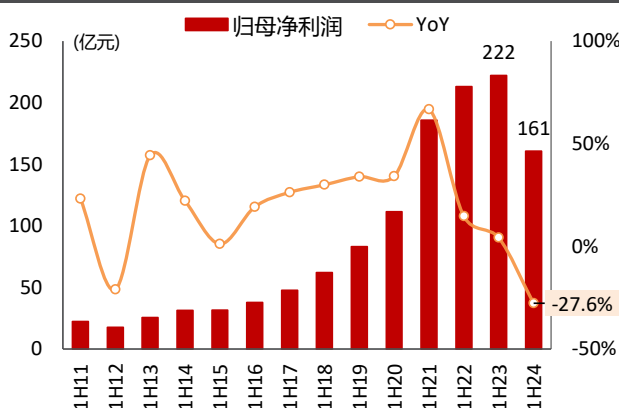
行业需求端调整影响 1H24 业绩表现。行业进入“十四五”(2021~2025 年)以来,营收与归母净利润规模较“十三五”期间均迈上了新台阶,但 2023 年开始,行业需求端出现阶段性调整,反映在 1H24 业绩上即营收与归母净利润规模均同比减少。1H23,因生产交付确认等周期影响,行业财务数据表现尚可;但 1H24,民生军工成分(不含舰船)营收与归母净利润自 2013 年以来首次出现同比下滑。

图3: 上半年行业成分股营收及同比增速



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

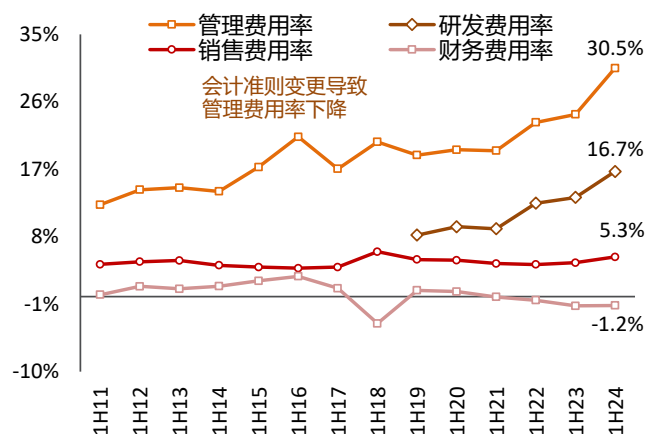
图4: 上半年行业成分股归母净利润及同比增速



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

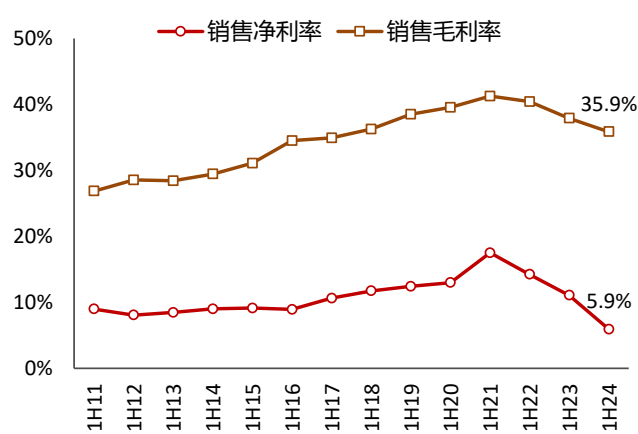
营收规模减少但费用并未同比例下降，导致费用率大幅提升。1H24 行业期间费用率同比增长 10.5ppt 至 51.3%，具体看：**1) 管理费用率（含研发）** 同比增加 9.6ppt 至 47.2%，其中研发费用率同比增加 3.5ppt 至 16.7%；**2) 销售费用率** 同比增加 0.8ppt 至 5.3%；**3) 财务费用率** 同比增加 0.05ppt 至 -1.2%。行业销售费用率及财务费用率持续保持在较低水平且总体较为稳定；研发费用率总体呈上升态势，反映出行业持续加强创新的特点，即使在需求端总体趋弱的大环境下，企业仍保持持续性研发投入，加大研发投入力度可助力其长期可持续发展。

图5：1H24 期间费用率同比增长 10.5ppt 至 51.3%



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

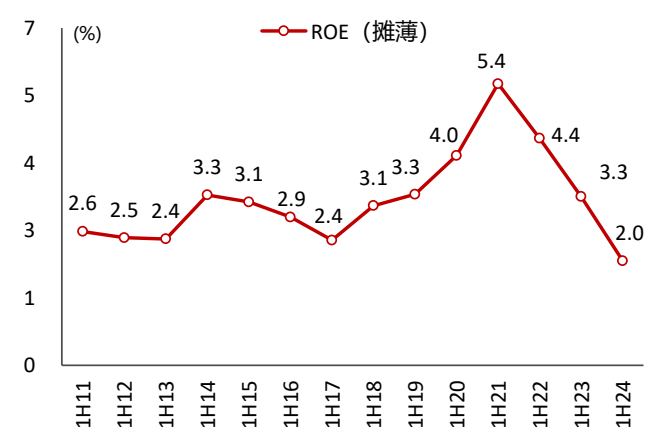
图6：1H24 毛利率与净利率均出现同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

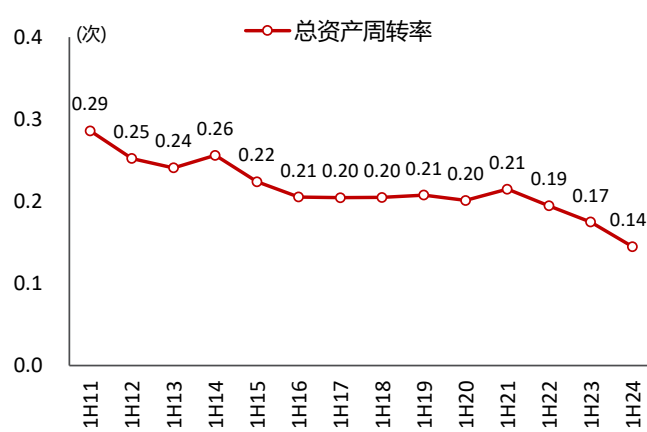
盈利能力下降；总资产周转率平稳下滑。1) 1H24，行业销售毛利率同比下降 2.0ppt 至 35.9%；销售净利率同比下降 5.1ppt 至 5.9%；行业 ROE 同比下降 1.2ppt 至 2.0%。行业毛利率一定程度上受到产品结构变化与高附加值产品价格下降等因素的影响，自 1H22 以来有所下滑；净利率受到毛利率下滑和期间费用率上升等影响，1H24 下滑幅度较大。2) 行业总资产周转率平稳下降，或与行业内定增产活动持续增加有关。

图7：1H24 盈利能力下降；ROE 出现较大幅度下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

图8：1H11 以来总资产周转率总体呈下降趋势

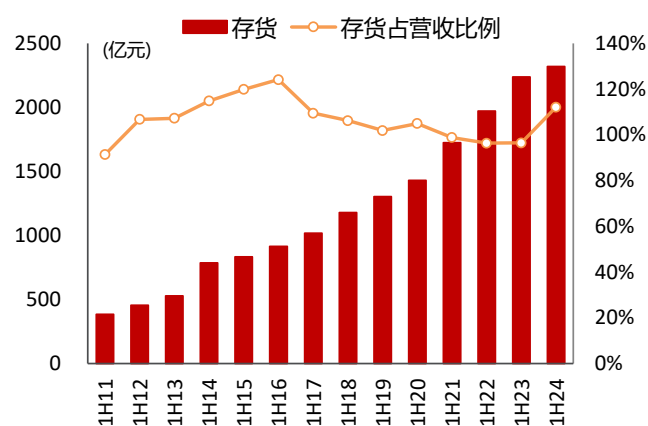


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

存货规模持续增长，或反映企业的库存积压问题和为订单恢复提前进行准备。

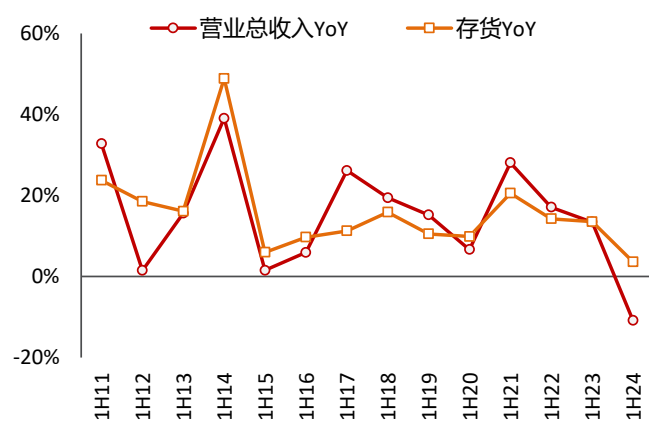
截至 2024 年 6 月 30 日，行业存货规模较 2023 年 6 月 30 日增长 3.6% 至 2318 亿元，增速同比减少 9.9ppt。存货占总收入比为 112.1%，占比同比提升 15.6ppt。存货占营收比例的同比大幅提升一定程度上系营收规模减少的影响，也在一定程度上反映出企业的库存积压问题，同时也反映出部分企业为后续订单恢复做产备料。从趋势上看，存货规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致。

图9：上半年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10：上半年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，在一定程度上存在信用减值的风险（虽然由于行业特殊性，应收通常不会形成坏账）。

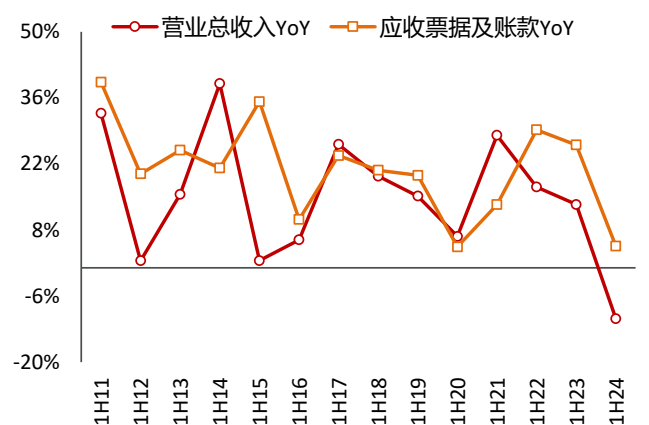
截至 2024 年 6 月 30 日，行业应收票据及账款规模较 2023 年 6 月 30 日增长 4.6% 至 3069 亿元，增速同比减少 21.5ppt。应收票据及账款占总收入比为 148.4%，占比同比提升 21.8ppt。应收占营收比例的同比大幅提升一定程度上系营收规模减少的影响。从趋势上看，应收规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致。其中，1H22~1H24 应收同比增速较营收同比增速更高，或反映出行业回款问题并无好转，以及当前仍处于持续调整的阶段。

图11：上半年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12：上半年行业应收与总营收同比增速对比



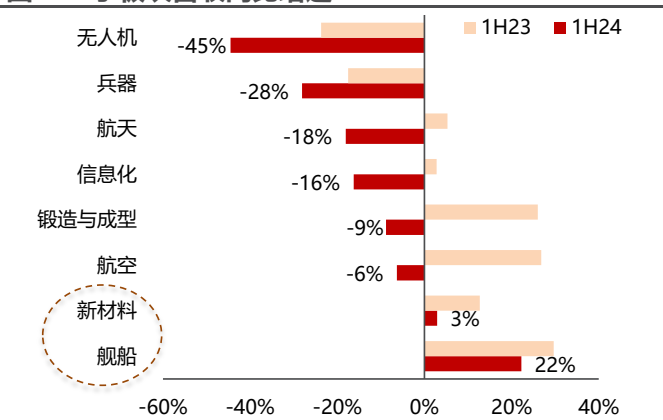
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2 子板块和产业链环节回顾

2.1 1H24 子板块：舰船板块业绩保持快速增长势头

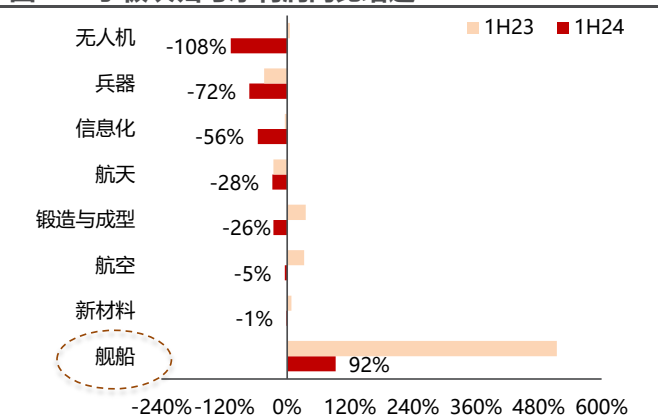
1H24 舰船营收及归母净利润增速最高。 1) **收入端**：1H24，舰船板块实现营收 999 亿元，YOY +22.2%，增速在所有子板块中排名第一，主要系江龙船艇 (+76.5%)、中船科技 (+58.6%)、中船防务 (+45.9%)、中国重工 (+31.0%) 等快速增长所驱动。2) **利润端**：1H24，舰船板块实现归母净利润 28.9 亿元，YOY +92.3%，增速在所有子板块中排名第一，也是唯一实现同比正增长的板块，主要系中船防务 (+1095.4%)、中国重工 (+177.1%)、中国船舶 (+155.3%)、中国动力 (+65.7%)、江龙船艇 (+62.2%) 等快速增长所驱动。

图13：子板块营收同比增速：1H23 VS 1H24



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

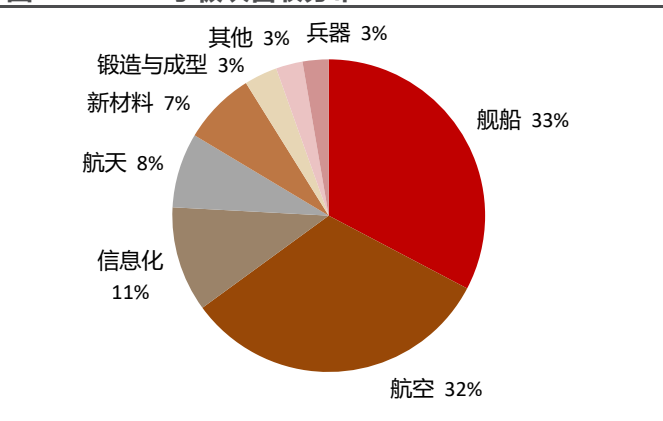
图14：子板块归母净利润同比增速：1H23 VS 1H24



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

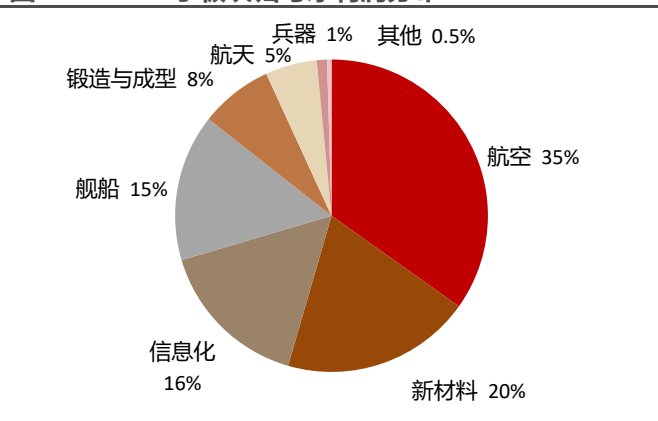
1H24 舰船净利率同比提升。 1) **1H24 子板块营收/归母净利润占比情况**：新材料占比分别为 7%/20%；信息化占比分别为 11%/16%；锻造与成型占比分别为 3%/8%、航空占比分别为 32%/35%；上述板块归母净利润占比高于营收占比，反映出较高的盈利水平。2) **1H24 子板块销售净利率水平**：舰船净利率同比提升 0.6ppt 至 4.6%，是所有子板块中唯一净利率同比提升的板块。

图15：1H24 子板块营收分布



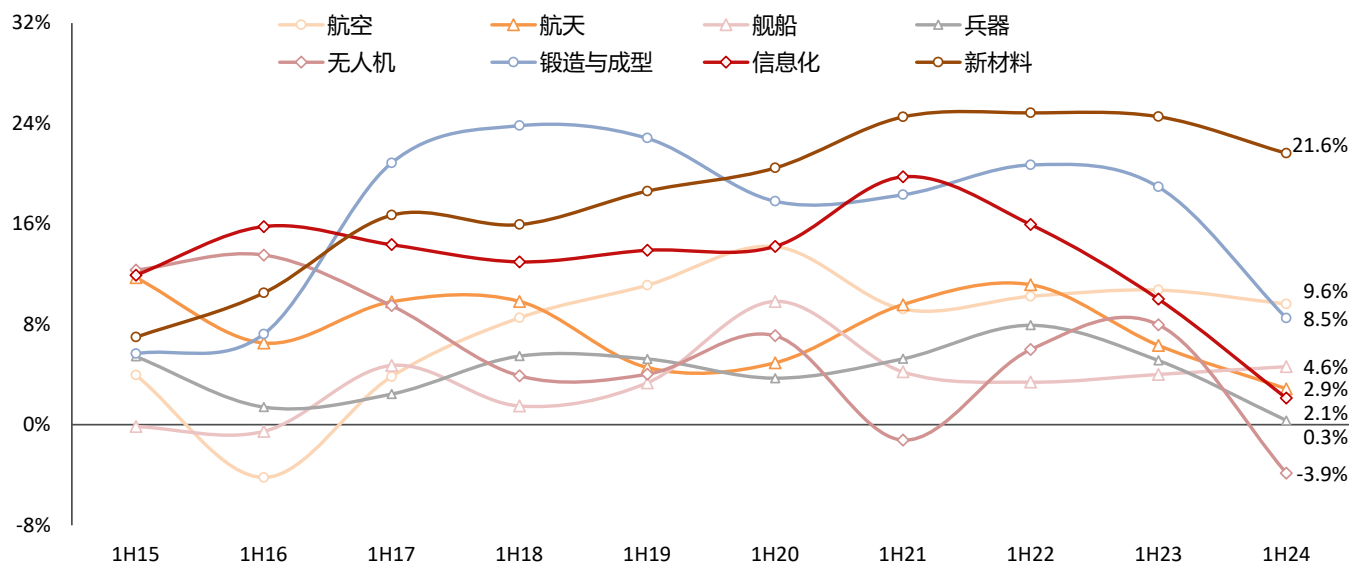
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图16：1H24 子板块归母净利润分布



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

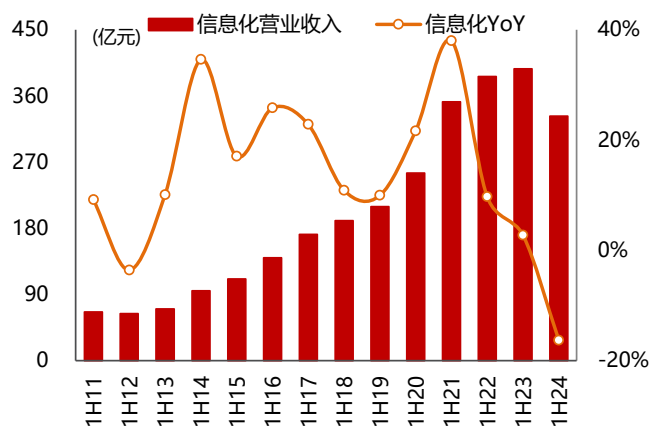
图17：新材料、锻造与成型、信息化板块净利率总体较高但1H23以来均出现不同程度下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

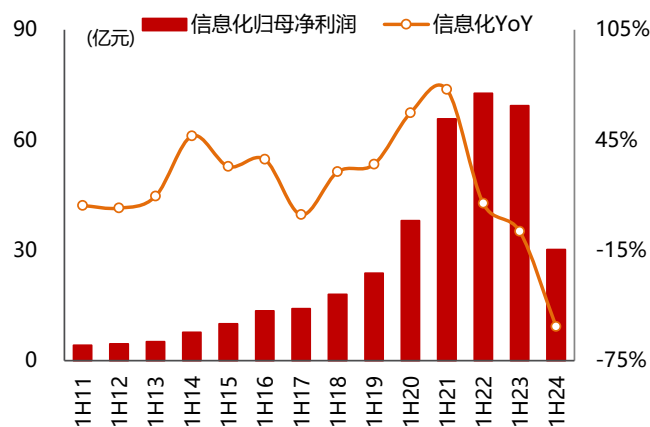
信息化板块 1H24 归母净利润同比下滑 56.4%。1H24，信息化板块实现营收 332.5 亿元，YOY -16.3%；归母净利润 30.3 亿元，YOY -56.4%，1H23 为我们所统计的自 1H10 以来的首次同比下滑，1H24 同比下滑幅度进一步增加。与其他子板块的稳健表现相比，信息化板块呈现出波动较大的特点，或与其产品迭代速度较快、竞争格局相对较差等因素有关。**信息化重点个股 1H24 归母净利润同比增速**：国睿科技 (+3%)、振华风光 (-10%)、睿创微纳 (-13%)、国博电子 (-21%)、高华科技 (-24%)、火炬电子 (-35%)、宏达电子 (-36%)、陕西华达 (-46%)、鸿远电子 (-46%)、紫光国微 (-47%)、振华科技 (-73%)、智明达 (-96%)、新雷能 (转亏)、铖昌科技 (转亏)。

图18：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

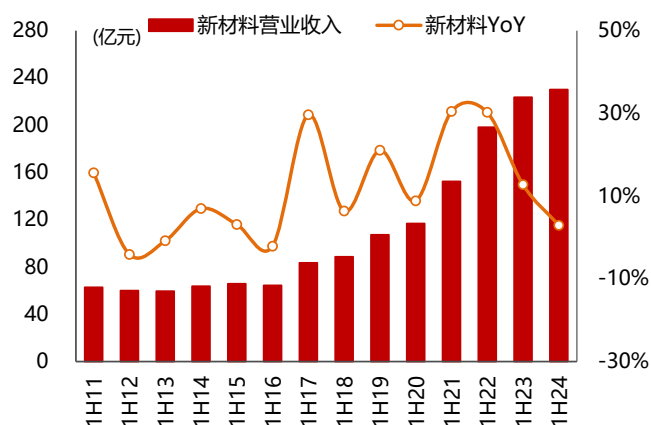
图19：信息化板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

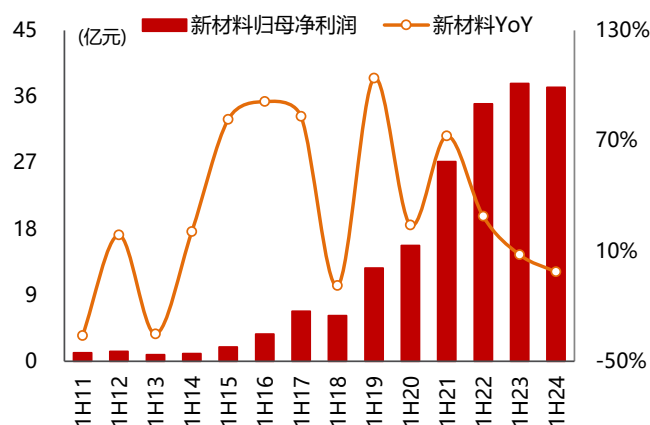
新材料板块 1H24 归母净利润同比下滑 1.4%。1H24，新材料板块实现营收 230.1 亿元，YOY +2.9%；归母净利润 37.3 亿元，YOY -1.4%。**新材料重点个股 1H24 归母净利润同比增速：**抚顺特钢 (+45%)、光启技术 (+20%)、华秦科技 (+17%)、钢研高纳 (+17%)、万泽股份 (+12%)、中航高科 (+9%)、图南股份 (+7%)、宝钛股份 (+6%)、航材股份 (+5%)、西部材料 (-8%)、光威复材 (-11%)、西部超导 (-17%)、隆达股份 (-20%)、菲利华 (-40%)、中简科技 (-50%)。

图20：新材料板块营收及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

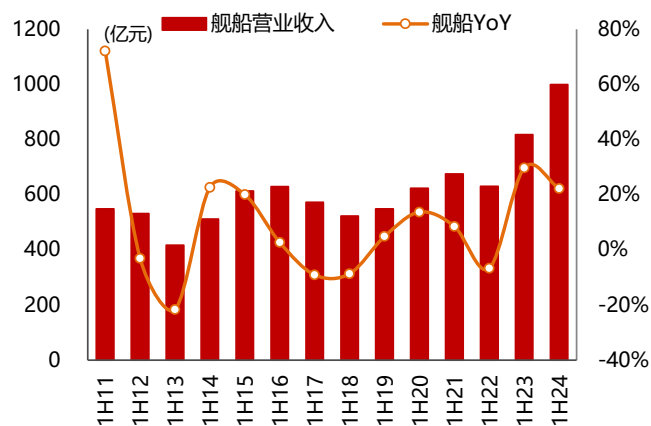
图21：新材料板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

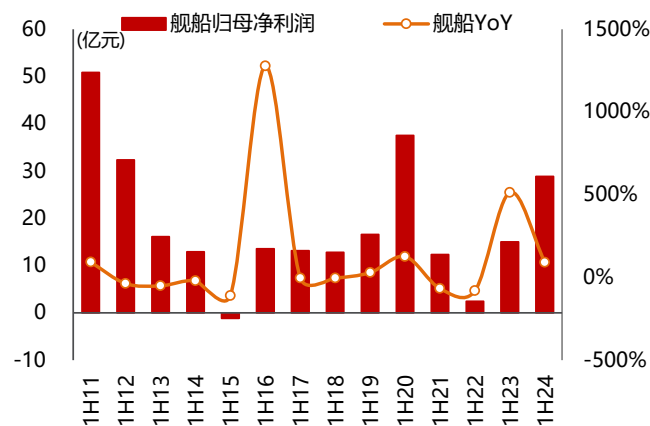
舰船板块 1H24 归母净利润同比增长 92.3%。1H24，舰船板块实现营收 998.9 亿元，YOY +22.2%；归母净利润 28.9 亿元，YOY +92.3%。历史上，船舶行业具有较强的周期性，归母净利润规模波动较大，且其周期较长。其中，1H23~1H24 保持同比较快增长。**舰船重点个股 1H24 归母净利润同比增速：**中船防务 (+1095%)、中国重工 (+177%)、中国船舶 (+155%)、中国动力 (+66%)、江龙船艇 (+62%)、亚星锚链 (+27%)。

图22：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23：舰船板块归母净利润及同比增速

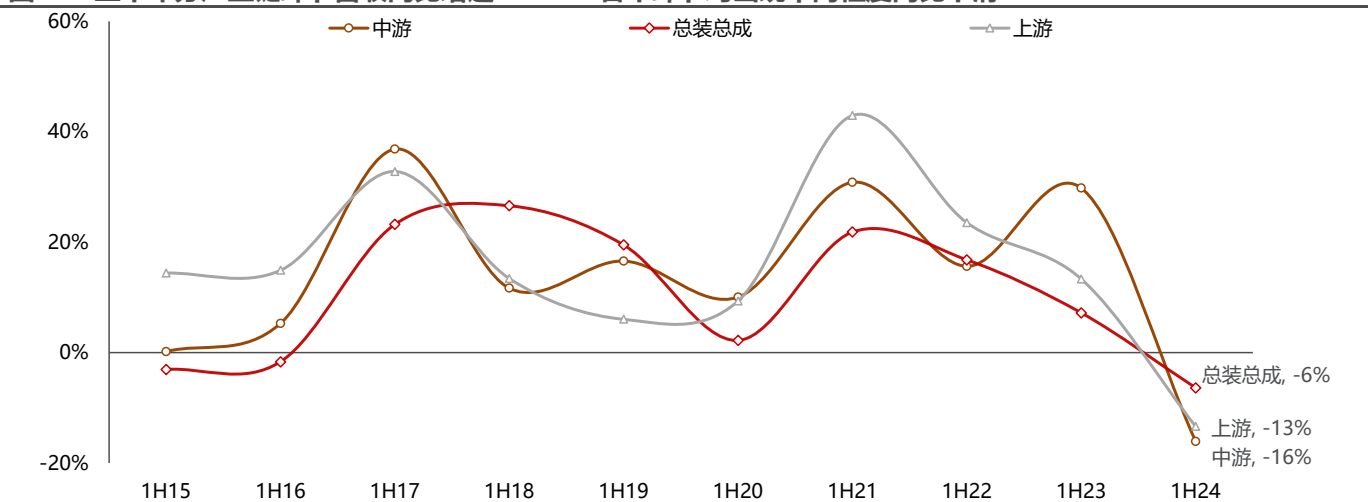


资料来源：wind，ifind，民生证券研究院

2.2 1H24 产业链：总装总成环节表现稳健

1H24 收入端：各个环节均出现不同程度的同比下滑。我们分析 2015~2024 年上半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。1H17~1H23，各环节营收端均保持同比正增长；1H24，受到行业需求端调整影响，各个环节营收均出现同比下滑，其中，总装总成下滑幅度最小，为 6%；上游和中游分别下滑 13%及 16%，我们发现，1H23 增速较高的环节在 1H24 下滑幅度也更大，一定程度上受到基数的影响。

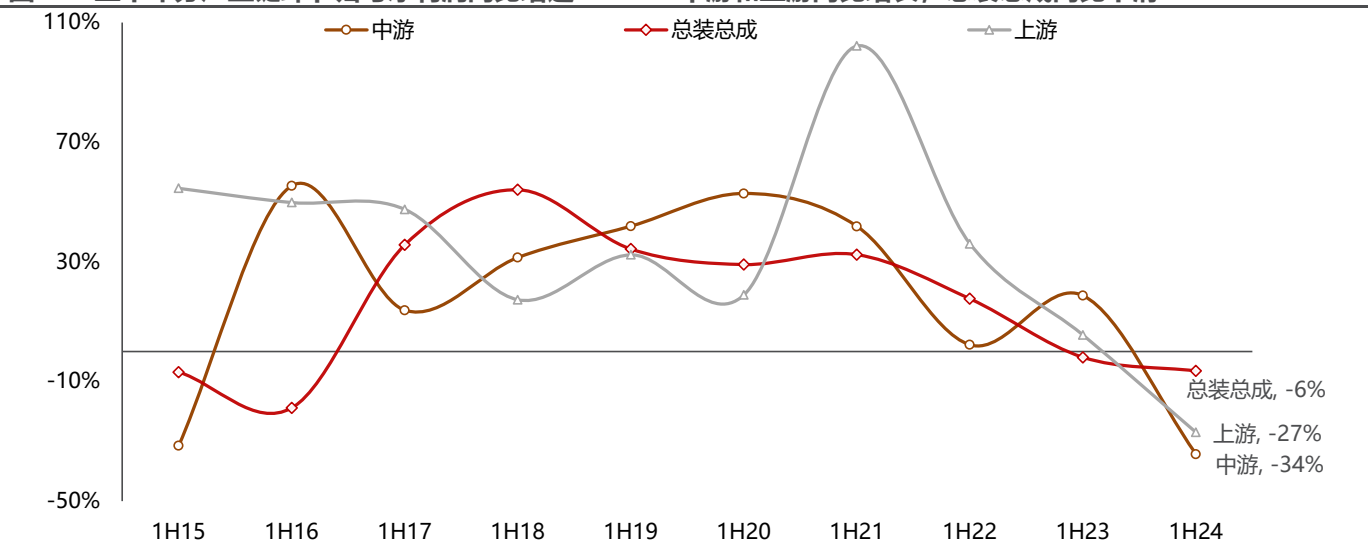
图24：上半年分产业链环节营收同比增速：1H24 各个环节均出现不同程度同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

1H24 利润端：各个环节均出现不同程度的同比下滑。我们分析 2015~2024 年上半年各产业链环节归母净利润的同比增速发现，增速波动较大。1H24，总装总成、上游、中游归母净利润分别同比下滑 6%、27%、34%，与营收端所展现出的规律一致，1H23 增速较快的环节在 1H24 下滑也较多。

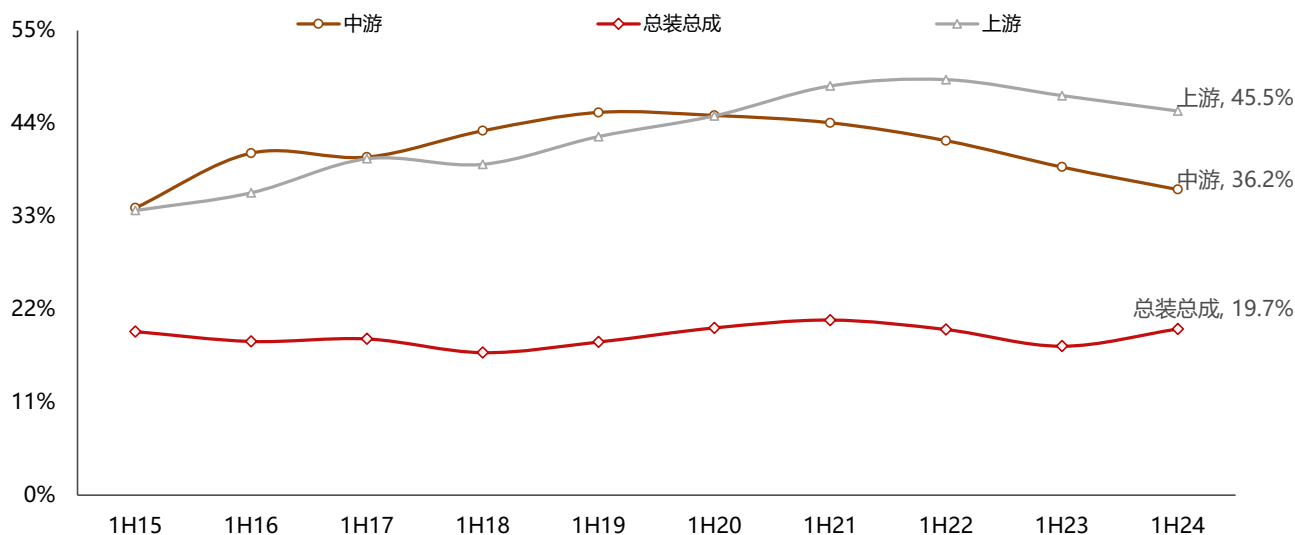
图25：上半年分产业链环节归母净利润同比增速：1H23 中游和上游同比增长；总装总成同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

1H24 毛利率：总装总成“逆势”同比提升。我们分析 2015~2024 年上半年各产业链环节毛利率：**1)** 总装总成毛利率在 16.9%~20.7%波动，总体稳定，1H24 同比提升 2.0ppt 至 19.7%；**2)** 上游毛利率在 1H15~1H21 呈上升趋势且提升较快，但 1H22 开始出现下滑，产品价格下降或为主要影响因素；**3)** 中游：毛利率呈先升后降态势，1H20 开始下滑主要系国产替代带来的上游采购成本增加所致。

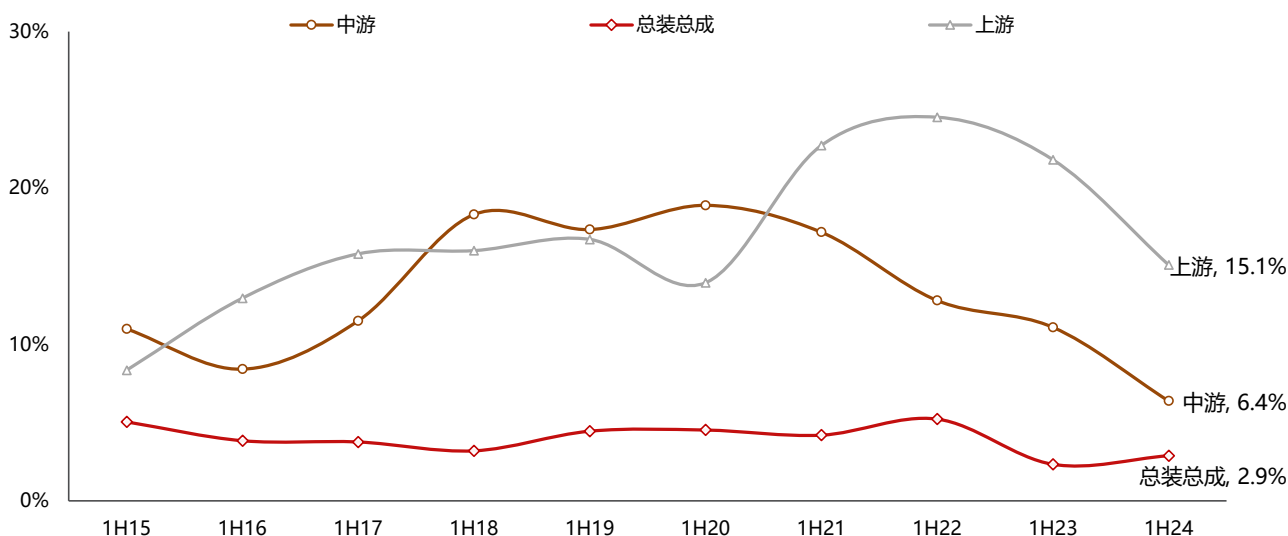
图26：上半年分产业链环节毛利率：1H24 总装总成毛利率“逆势”实现同比提升



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

1H24 净利率：总装总成“逆势”同比提升。我们分析 2015~2024 年上半年各产业链净利率：**1)** 上游净利率最高且在 1H15~1H21 呈波动上升趋势，1H22 开始出现下滑，1H24 同比下滑 6.7ppt 至 15.1%；**2)** 中游净利率在 1H15~1H20 呈波动上升趋势，1H21 开始出现下滑，1H24 同比下滑 4.7ppt 至 6.4%；**3)** 总装总成净利率最低且波动较小，1H24 同比“逆势”提升 0.6ppt 至 2.9%。

图27：上半年分产业链环节净利率：上游总体最高但自 23 年开始出现下降趋势

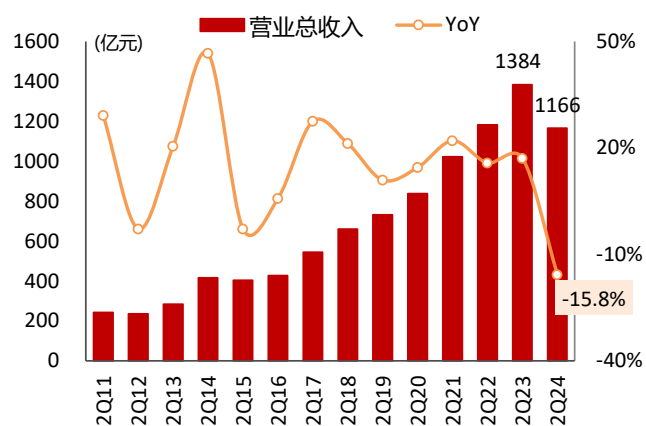


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

3 军工 2Q24 营收/利润同比下滑, 但环比改善明显

2Q24 业绩同比下滑; 但环比有明显增长。2Q24, 民生军工成分 (不含舰船) 实现营收 1166 亿元, YOY -15.8%; 归母净利润 93 亿元, YOY -31.9%。若包含舰船板块, 实现营收 1736 亿元, YOY -8.8%; 归母净利润 115 亿元, YOY -22.5%。纵向看, “十三五” (2016~2020 年) 期间, 行业二季度营收和归母净利润持续增长; 2021~2023 年, 行业二季度营收及归母净利润均上了新台阶; 2023 年以来, 行业需求端趋弱, 1Q23~2Q24 连续 6 个季度的行业归母净利润同比增速分别是 -0.1%、+9.8%、-10.2%、-39.5%、-20.9%、-31.9%。从中我们可知, 2023 年三季度开始, 行业归母净利润连续 4 个季度同比下滑。但从环比角度看, 1Q24 开始, 行业归母净利润环比有明显改善, 1Q24~2Q24, 行业归母净利润环比增速分别为 40.0%、37.1%。行业有望逐步走出底部。

图28: 二季度行业成分股营收及同比增速



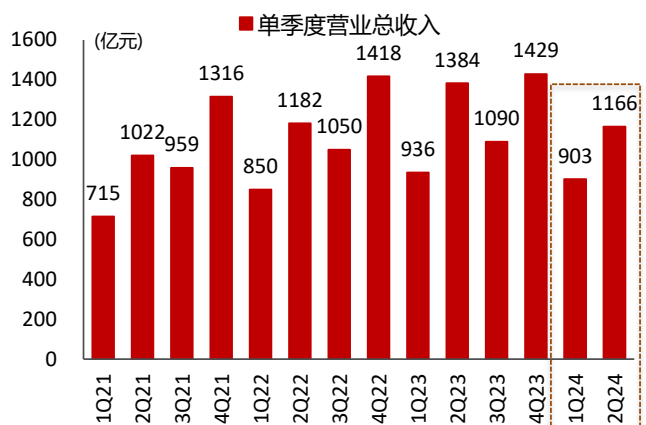
资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

图29: 二季度行业成分股归母净利润及同比增速



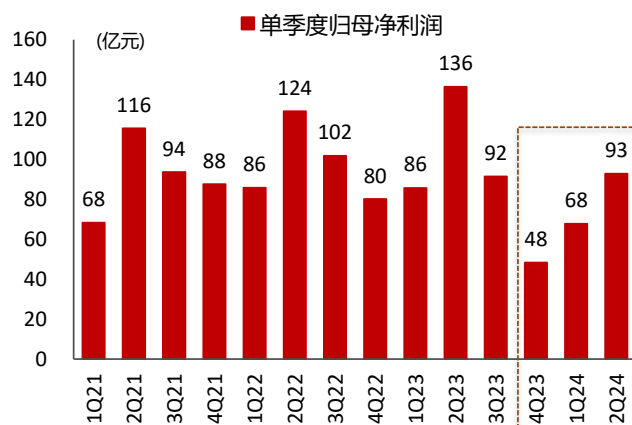
资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

图30: 1Q21~2Q24 单季度行业成分股营收: 2Q24 环比增长 29.1%



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

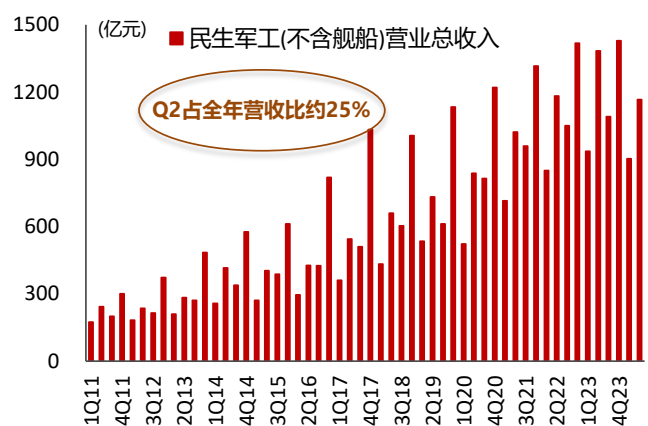
图31: 1Q21~2Q24 单季度行业成分股归母净利润: 2Q24 环比增长 37.1%



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

2Q 营收/归母净利润占全年比 25%/30%。我们分析 2011~2023 年单季度数据发现，二季度营收占全年营收比例为 24.5%；归母净利润占全年归母净利润比例为 29.5%。从全年维度看，四个季度营收占比分别为 17%、25%、22%、36%；归母净利润占比分别为 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，二季度其次。

图32：Q2 单季度占全年营收比约为 25%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

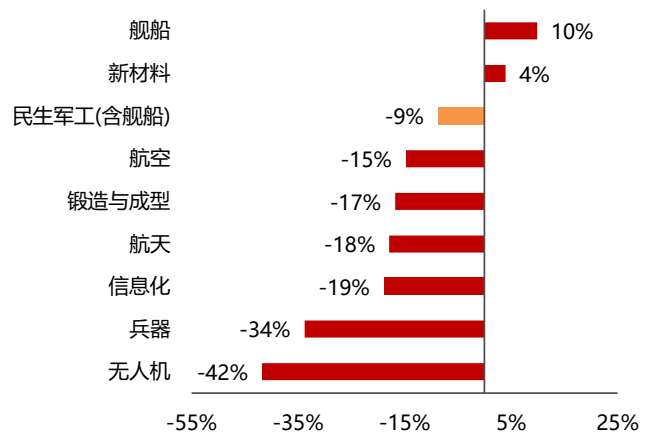
图33：Q2 单季度占全年归母净利润比约为 30%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

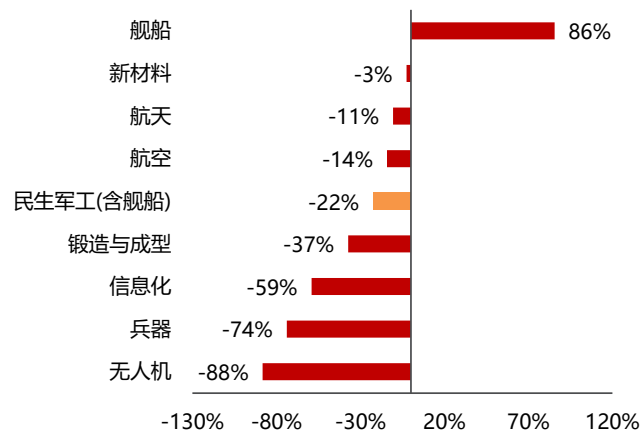
舰船板块 2Q24 营收/归母净利润同比增速最高。 1) 收入端：2Q24 舰船、新材料营收同比分别增加 10%、4%，是实现正增长的板块；其他子板块均出现不同程度的下滑。2) 利润端：2Q24 舰船归母净利润同比增加 86%，是唯一实现正增长的板块。

图34：2Q24 子板块营收同比增速



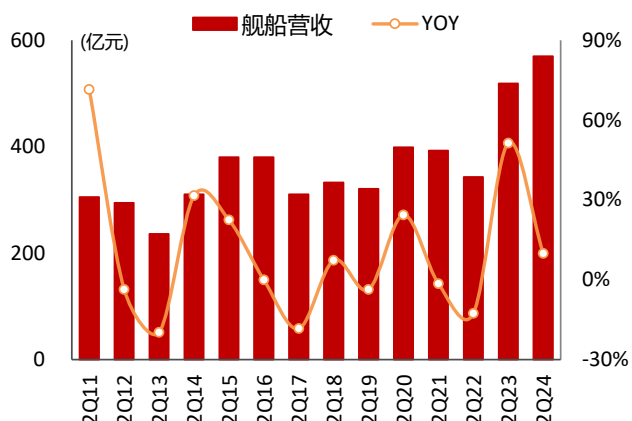
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图35：2Q24 子板块归母净利润同比增速



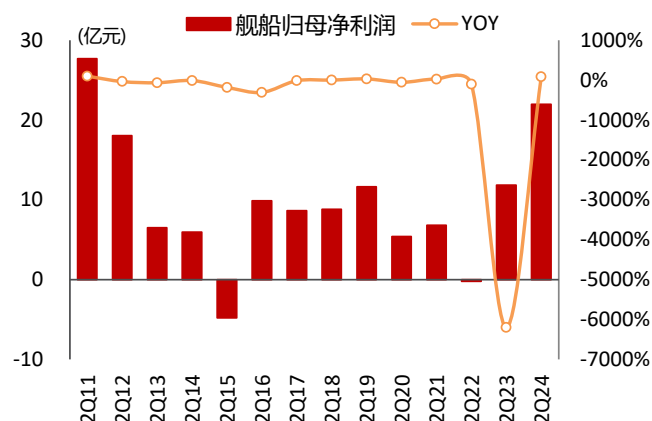
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图36: 历年二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

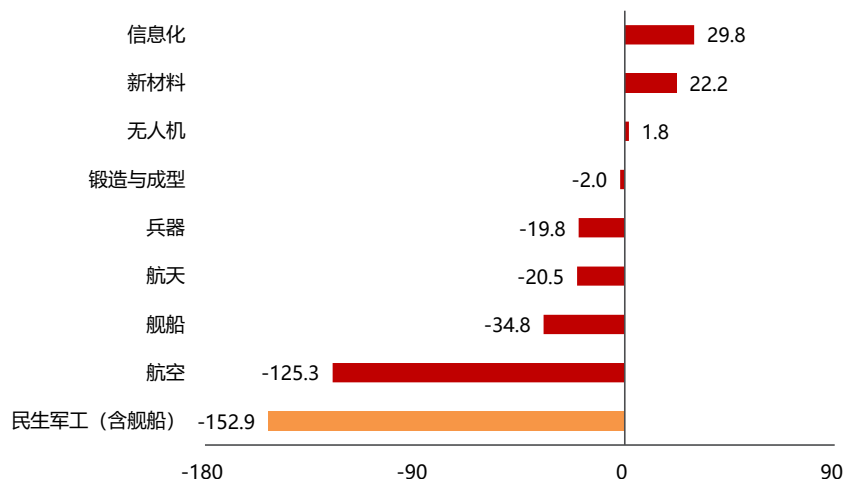
图37: 历年二季度舰船板块归母净利润及同比增速



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

2Q24 信息化、新材料、无人机板块经营活动现金流净流入。2Q24, 信息化板块经营活动现金净流入金额最大, 为 29.8 亿元; 新材料板块经营活动现金流保持净流入, 为 22.2 亿元; 无人机板块净流入 1.8 亿元。锻造与成型、兵器、航天、舰船、航空板块经营活动现金流净流出分别为 2.0 亿元、19.8 亿元、20.5 亿元、34.8 亿元、125.3 亿元, 其中, 航空板块现金流净流出较多主要系航发动力 (-73.7 亿元)、中航西飞 (-40.1 亿元)、中直股份 (-39.6 亿元) 等净流出较多所致。民生军工成分 (含舰船) 2Q24 经营活动净现金流为-152.9 亿元。

图38: 2Q24 民生军工 (含舰船) 经营活动净现金流为-153 亿元

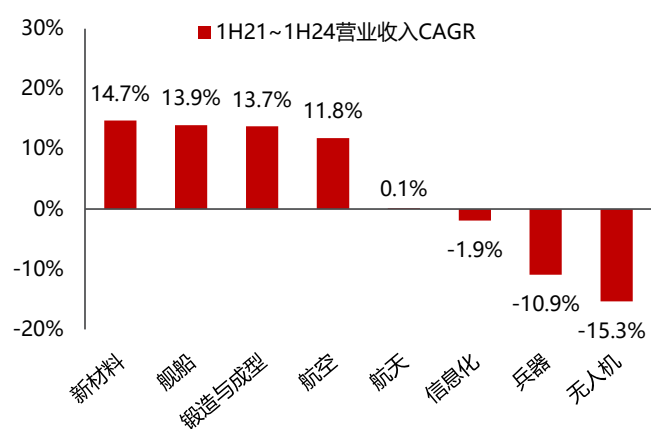


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

4 三年维度：舰船板块增速最快

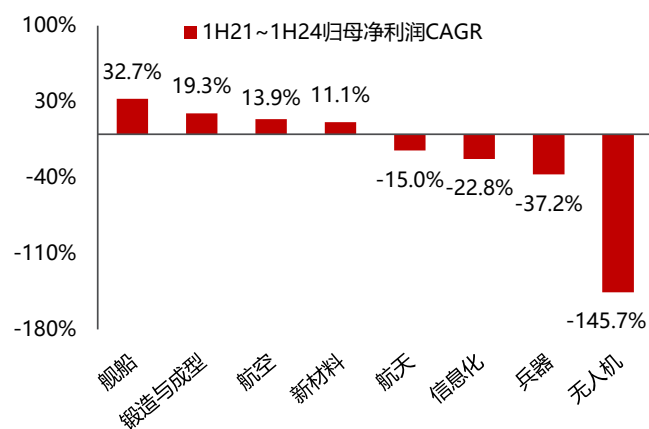
子板块近三年 GAGR：舰船归母净利润增速最高。1) 1H21~1H24，新材料、舰船板块营收年复合增速领先于其他板块，分别为 14.7%、13.9%；锻造与成型、航空板块也实现了正增长，增速分别是 13.7%、11.8%；其余板块均出现不同程度下滑。2) 1H21~1H24，舰船、锻造与成型板块归母净利润年复合增速领先于其他板块，分别为 32.7%、19.3%；航空、新材料板块也实现了正增长，增速分别是 13.9%、11.1%；其余板块均出现不同程度下滑。

图39：1H21~1H24 新材料、舰船板块营收复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

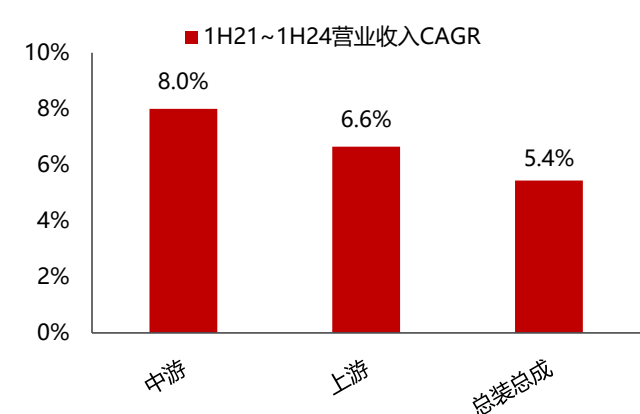
图40：1H21~1H24 舰船、锻造与成型板块归母净利润复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

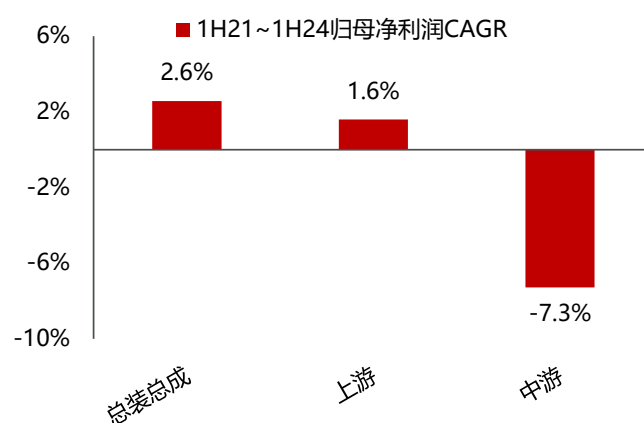
产业链分环节近三年 CAGR：中游营收增速最高/总装总成归母净利润增速最高。1) 1H21~1H24，中游环节营业收入年复合增速领先于其他板块，为 8.0%；上游次之，为 6.6%；总装总成复合增速最低，为 5.4%。2) 1H21~1H24，总装总成环节归母净利润年复合增速领先于其他板块，为 2.6%；上游次之，为 1.6%；中游复合增速最低，为-7.3%。产业链各环节近三年营收及归母净利润复合增速总体较低甚至出现下滑，主要原因系 1H24 业绩端普遍出现下滑所致。

图41：1H21~1H24 中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42：1H21~1H24 总装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) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

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

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

插图目录

图 1: 上半年行业成分股营收趋势 (含/不含舰船)	3
图 2: 上半年行业成分股归母净利润趋势 (含/不含舰船)	3
图 3: 上半年行业成分股营收及同比增速	3
图 4: 上半年行业成分股归母净利润及同比增速	3
图 5: 1H24 期间费用率同比增长 10.5ppt 至 51.3%	4
图 6: 1H24 毛利率与净利率均出现同比下滑	4
图 7: 1H24 盈利能力下降; ROE 出现较大幅度下滑	4
图 8: 1H11 以来总资产周转率总体呈下降趋势	4
图 9: 上半年行业存货余额及占营收比例	5
图 10: 上半年行业存货与总营收同比增速对比	5
图 11: 上半年行业应收余额及占营收比例	5
图 12: 上半年行业应收与总营收同比增速对比	5
图 13: 子板块营收同比增速: 1H23 VS 1H24	6
图 14: 子板块归母净利润同比增速: 1H23 VS 1H24	6
图 15: 1H24 子板块营收分布	6
图 16: 1H24 子板块归母净利润分布	6
图 17: 新材料、锻造与成型、信息化板块净利率总体较高但 1H23 以来均出现不同程度下滑	7
图 18: 信息化板块营收及同比增速	7
图 19: 信息化板块归母净利润及同比增速	7
图 20: 新材料板块营收及同比增速	8
图 21: 新材料板块归母净利润及同比增速	8
图 22: 舰船板块营收及同比增速	8
图 23: 舰船板块归母净利润及同比增速	8
图 24: 上半年分产业链环节营收同比增速: 1H24 各个环节均出现不同程度同比下滑	9
图 25: 上半年分产业链环节归母净利润同比增速: 1H23 中游和上游同比增长; 总装总成同比下滑	9
图 26: 上半年分产业链环节毛利率: 1H24 总装总成毛利率“逆势”实现同比提升	10
图 27: 上半年分产业链环节净利率: 上游总体最高但自 23 年开始出现下降趋势	10
图 28: 二季度行业成分股营收及同比增速	11
图 29: 二季度行业成分股归母净利润及同比增速	11
图 30: 1Q21~2Q24 单季度行业成分股营收: 2Q24 环比增长 29.1%	11
图 31: 1Q21~2Q24 单季度行业成分股归母净利润: 2Q24 环比增长 37.1%	11
图 32: Q2 单季度占全年营收比约为 25%	12
图 33: Q2 单季度占全年归母净利润比约为 30%	12
图 34: 2Q24 子板块营收同比增速	12
图 35: 2Q24 子板块归母净利润同比增速	12
图 36: 历年二季度舰船板块营收及同比增速	13
图 37: 历年二季度舰船板块归母净利润及同比增速	13
图 38: 2Q24 民生军工 (含舰船) 经营活动净现金流为-153 亿元	13
图 39: 1H21~1H24 新材料、舰船板块营收复合增速较高	14
图 40: 1H21~1H24 舰船、锻造与成型板块归母净利润复合增速较高	14
图 41: 1H21~1H24 中游环节营收复合增速最高	14
图 42: 1H21~1H24 总装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