



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

# 国防军工行业

## ——2024H1 军工财报综述

国联证券国防军工研究团队

2024年9月5日

证券研究报告 报告评级：强于大市 | 维持

# 目 录

## 第一部分

2024H1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





## 1、2024H1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 华泰科技	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

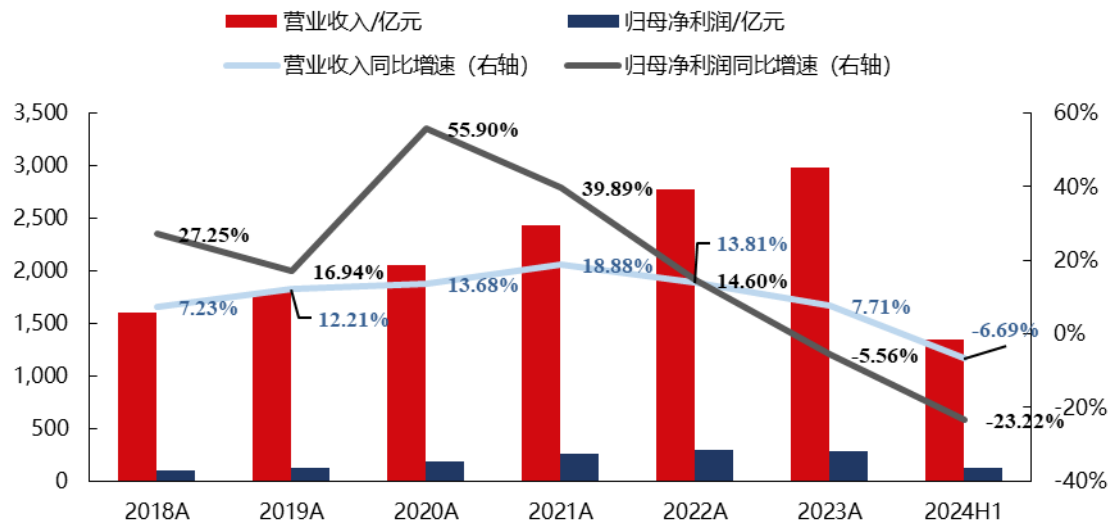
导弹	航发	信息化	军机	船舶
智明达 新雷能 鸿远电子 国博电子 长盈通 菲利华 航天电器 盟升电子	抚顺特钢 华泰科技 图南股份 钢研高纳 派克新材 航宇科技 航亚科技 万泽股份 中航重机 航发科技 航发控制 航发动力	七一二 上海瀚讯 海格通信 邦彦技术 盛路通信 佳缘科技 中科星图 航天宏图	西部超导 宝钛股份 中简科技 光威复材 三角防务 爱乐达 中航高科 中航沈飞 中航西飞 洪都航空 北摩高科 中航光电	邦彦技术 中科海讯 ST瑞科 中国海防 久之洋 海兰信 亚星锚链 湘电股份 江龙船艇 中船科技 中国动力 中国重工 中国船舶 中船防务

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，我们后续的综述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，目前中国船舶与中国重工已经公告重组，我们在综述中仍然分开统计。

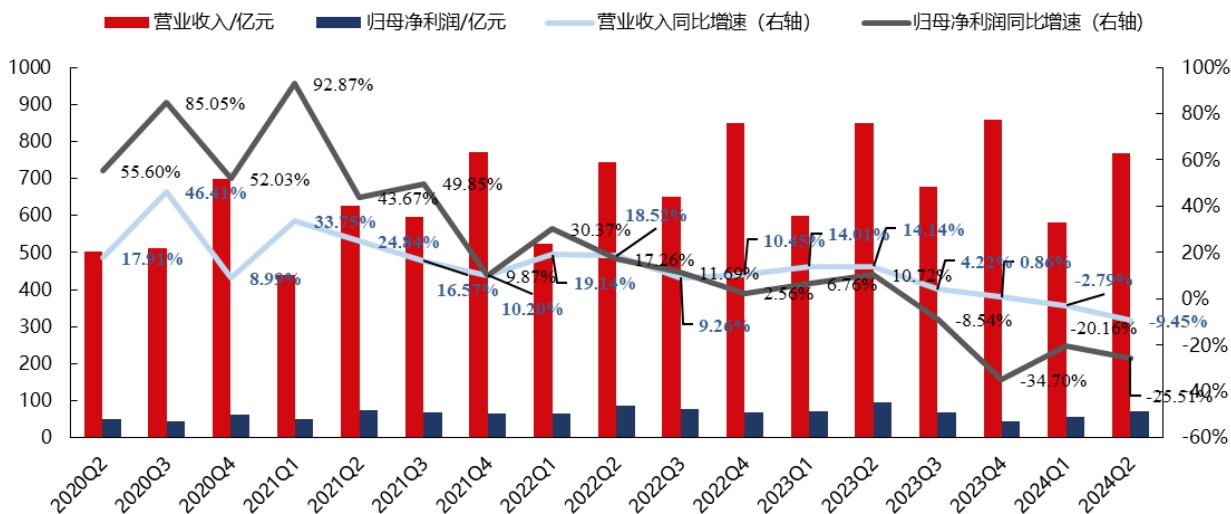
## 军工板块整体收入和利润增速情况：景气度仍持续下滑，行业困境显著

- 军工行业尚未实现订单流转顺畅，销售回款+收入确认仍然受阻，新增需求低迷，行业景气度不断恶化。
- 整体军工板块2021A-2024H1的营收增速同比分别为18.88%/13.81%/7.71%/-6.69%，归母净利润增速同比分别为39.89%/14.60%/-5.56%/-23.22%。其中回溯过去4个季度的财务数据，军工板块2023Q3-2024Q2的营收增速同比分别为4.22%/0.86%/-2.79%/-9.45%，归母净利润增速同比分别为-8.54%/-34.70%/-20.16%/-25.51%。

### 军工板块累计营收、归母净利润及同比增速



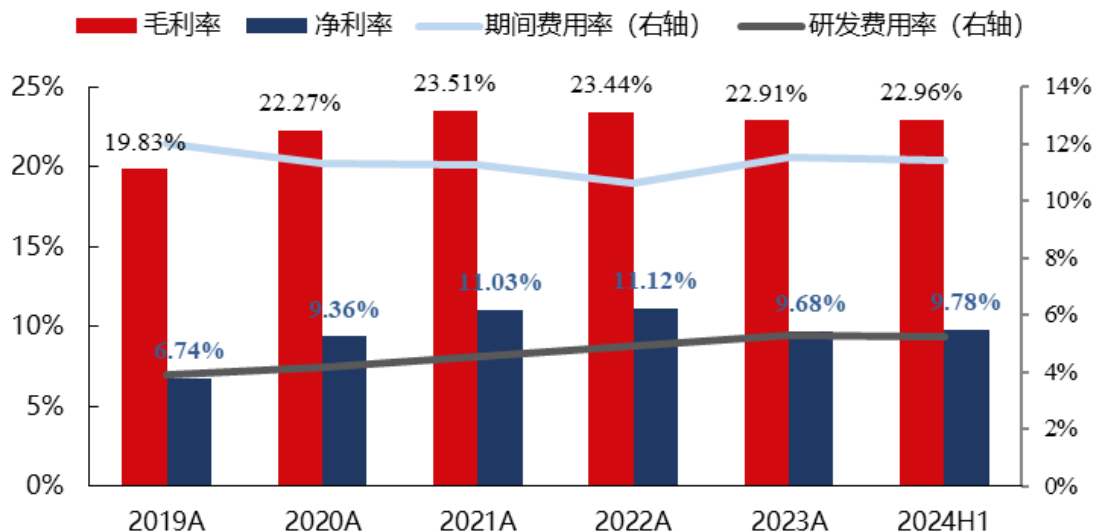
### 军工板块单季度营收、归母净利润及同比增速



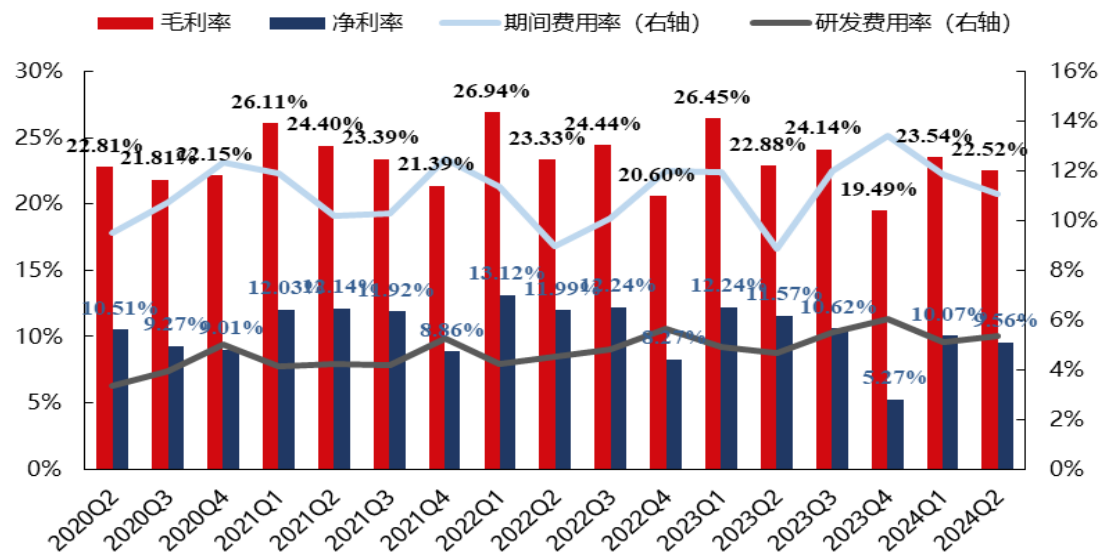
## 军工板块整体盈利能力情况：单Q2毛利率下滑幅度有限，但期间费用率还是增长

单二季度来看在经历了整体价格体系重塑的过程中，军工的盈利能力下滑幅度有限，核心矛盾还是量。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2024Q2继续下滑。毛利率方面，2024H1整体军工板块毛利率达22.96%，同比降低1.39pct；期间费用率为11.41%，同比微增0.90pct；净利率为9.78%，同比下滑2.07pct。单季度来看，2024Q2毛利率为22.52%，同比下滑0.35pct，环比下滑1.02pct，2024Q2净利率为9.56%，同比下滑2.01pct，环比下滑0.51pct。

### 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

- ▼ 下游主机厂环节的仍有一定优势但也开始出现下滑，2024Q2主机厂实现同比-9%的收入变动和同比-3%的归母净利润变动；
- ▼ 上游原材料环节有一定企稳的现象，上游原材料2024Q2收入同比增长3%，利润同比下滑4%，接近企稳。
- ▼ 上游加工（锻铸造）环节的景气恶化最为明显，2024Q2加工环节实现同比-20%的收入变动和同比-42%的归母净利润变动；
- ▼ 航发领域在持续保持优势后在本季度首次迎来较大幅度下滑，2024Q2实现同比1%的收入增长和同比-17%的归母净利润变动；
- ▼ DD领域的业绩同比下滑仍保持较大幅度，未见明显收敛。船舶领域在民船景气度兑现下业绩增速保持高速增长。

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	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	
分产业链环节	主机厂	16%	19%	1%	9%	14%	16%	7%	2%	4%	-9%	7%	4%	-15%	17%	26%	30%	39%	-10%	28%	-3%
	分系统	7%	21%	5%	-4%	6%	0%	-1%	-23%	8%	-11%	36%	56%	0%	-9%	28%	3%	-12%	-100%	23%	-28%
	原材料	22%	20%	14%	33%	15%	5%	6%	7%	0%	3%	22%	13%	11%	31%	6%	-1%	-9%	-7%	-5%	-4%
	电子	20%	15%	21%	8%	11%	14%	-1%	3%	-19%	-14%	32%	17%	21%	-7%	-2%	1%	-22%	-34%	-45%	-40%
	加工	36%	20%	39%	17%	25%	24%	1%	-2%	-1%	-20%	83%	39%	30%	-5%	21%	48%	-13%	-48%	-15%	-42%
分领域	导弹	42%	31%	23%	0%	6%	8%	-13%	-14%	-14%	-33%	31%	16%	5%	-16%	-10%	0%	-40%	-31%	-32%	-55%
	航发	30%	30%	6%	4%	18%	21%	13%	12%	5%	1%	39%	21%	4%	-10%	27%	22%	-1%	8%	20%	-17%
	信息化	25%	25%	24%	9%	21%	9%	1%	-17%	7%	-12%	-31%	46%	14%	15%	70%	0%	-69%	-97%	—	-66%
	军机	24%	22%	13%	17%	12%	10%	1%	5%	-3%	-7%	33%	30%	22%	26%	18%	13%	9%	-6%	-13%	-6%
	船舶	2%	-12%	41%	15%	4%	50%	26%	15%	43%	10%	-60%	-94%	84%	-334%	50%	3878%	140%	-112%	119%	87%

## 军工不同子集下的盈利能力分析：降价担忧较大，但实际盈利能力变化没那么大

- ▼ **分环节**：事实上我们观察到2024年开始分环节的盈利变化不大，主机厂未表现出持续的盈利能力提升，上游企业的盈利能力也未出现显著恶化，盈利能力在持续恶化的是加工（锻铸造）；
- ▼ **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下滑但基本稳定，船舶盈利能力持续改善，其他领域盈利波动性较强，未见到有较大的差距；

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	24Q2	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	
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%	10.1%	3.4%	4.0%	3.6%	2.9%	3.7%	4.4%	4.7%	2.4%	4.6%	4.7%
	分系统	32.4%	34.2%	30.9%	30.6%	33.9%	33.3%	31.2%	28.0%	32.3%	33.7%	10.0%	16.3%	9.3%	17.0%	12.1%	17.0%	8.4%	0.4%	14.0%	13.7%
	原材料	31.4%	30.5%	28.5%	28.2%	28.4%	29.2%	28.9%	28.2%	27.6%	29.4%	17.4%	17.9%	17.9%	13.9%	16.2%	17.0%	16.1%	11.3%	15.4%	16.0%
	电子	50.1%	49.1%	48.9%	46.0%	49.3%	48.2%	46.4%	42.1%	43.9%	47.1%	26.0%	26.4%	25.2%	17.8%	22.8%	23.3%	19.6%	11.6%	15.5%	16.4%
	加工	36.6%	34.9%	35.6%	32.1%	36.3%	37.6%	31.4%	28.4%	31.9%	31.7%	18.9%	16.9%	20.1%	14.5%	18.0%	19.6%	15.5%	7.9%	15.4%	14.3%
分领域	导弹	42.0%	40.8%	39.0%	38.0%	39.9%	39.8%	37.7%	42.1%	39.6%	46.9%	19.1%	19.7%	17.2%	14.6%	16.3%	18.5%	12.1%	13.1%	13.1%	12.9%
	航发	20.0%	19.4%	19.4%	15.9%	21.3%	19.6%	19.6%	14.6%	21.2%	18.6%	7.2%	9.2%	8.7%	5.1%	7.7%	9.3%	7.6%	4.6%	8.9%	7.8%
	信息化	41.0%	43.9%	43.1%	43.8%	41.3%	42.6%	39.1%	32.8%	37.8%	36.3%	1.6%	16.6%	12.3%	20.9%	3.0%	15.6%	4.8%	2.7%	-0.5%	7.0%
	军机	20.3%	16.6%	17.3%	14.0%	20.9%	16.2%	19.1%	15.3%	18.4%	16.7%	11.3%	9.2%	10.2%	5.9%	11.8%	9.3%	10.8%	5.5%	10.5%	9.4%
	船舶	10.3%	10.2%	11.0%	10.3%	12.5%	9.3%	13.6%	12.4%	11.1%	11.5%	0.7%	0.2%	2.1%	-1.9%	1.0%	2.5%	3.7%	0.5%	1.9%	4.3%



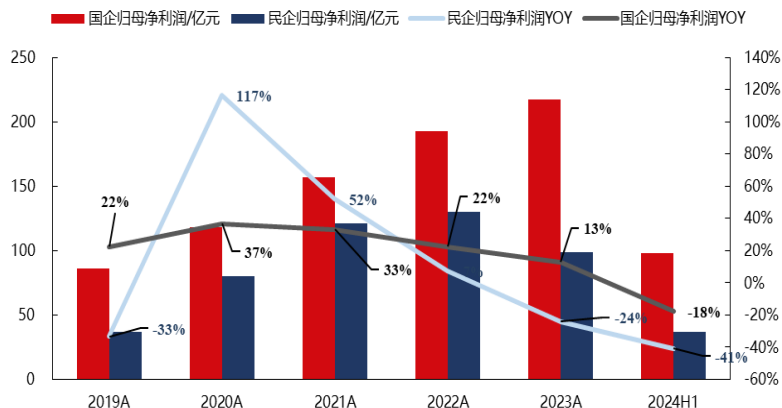
# 国企改革跟踪：需求波动下国民企表现分化，国企韧性更强高质量发展趋势明显

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2024Q1、2024Q2归母净利润增速同比为-14%、-20%，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。

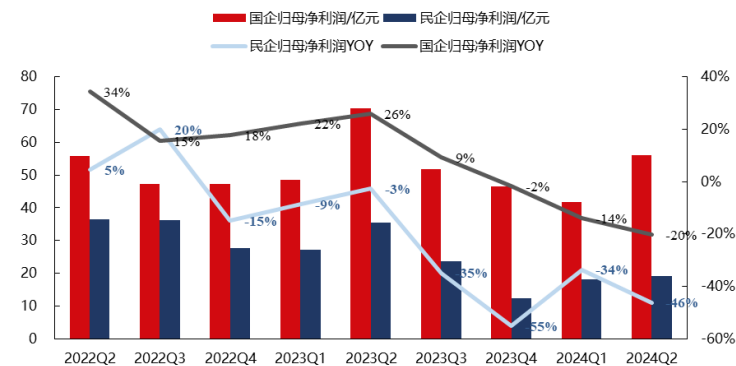
高质量发展驱动下国企盈利能力持续提升，且韧性更强，2023Q3国企净利率首次超过民企且持续保持；

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，国企在需求疲软背景下盈利能力仅小幅同比下滑。

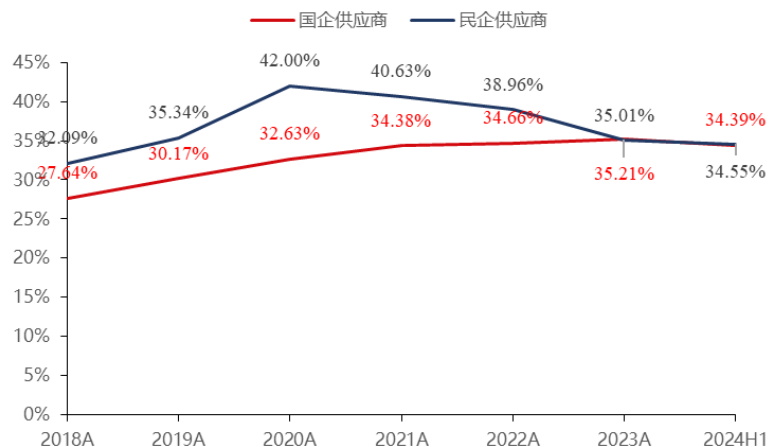
### 军工国央企年度间的盈利增速情况对比



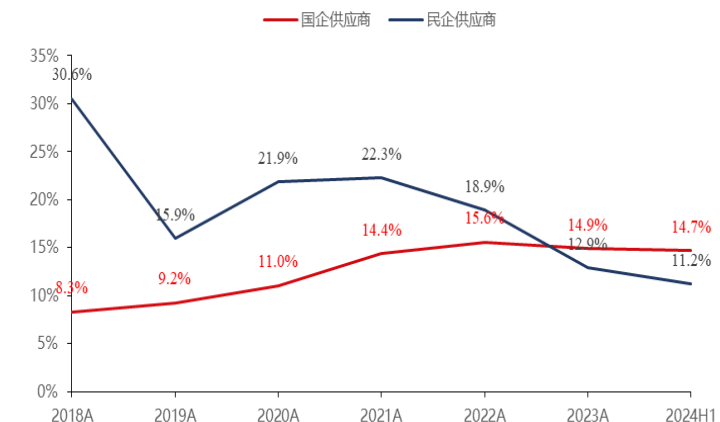
### 军工国央企分季度的盈利增速情况对比



### 国企与民企供应商的毛利率历年对比



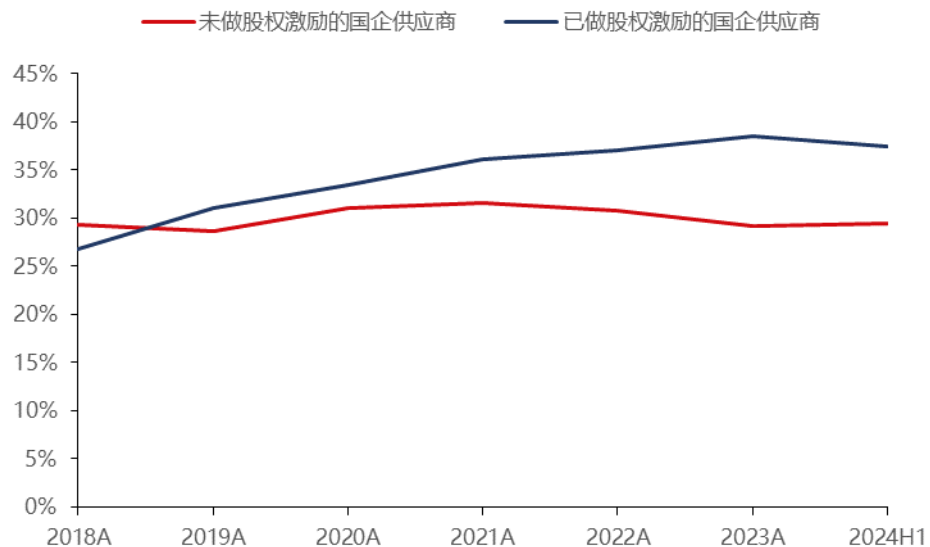
### 国企与民企供应商的净利率历年对比



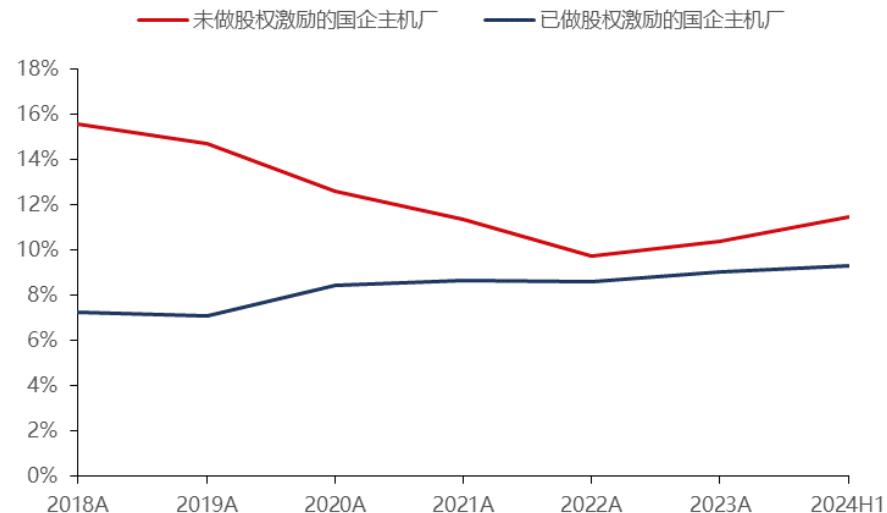
## 国企改革跟踪：股权激励在景气上行阶段作用明显，下行期激励兑现到管理效率会更慢

- 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。
- 但在行业下行期即使是国央企的股权激励见效较慢，如中航沈飞、中航光电这类管理已有显著提升的公司仍然有较强的alpha，但股权激励做在行业下行期开端的中航西飞、航天电器、七一二等国央企尚未显现出激励后的管理效能，核心还是行业景气度在持续恶化。

### 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



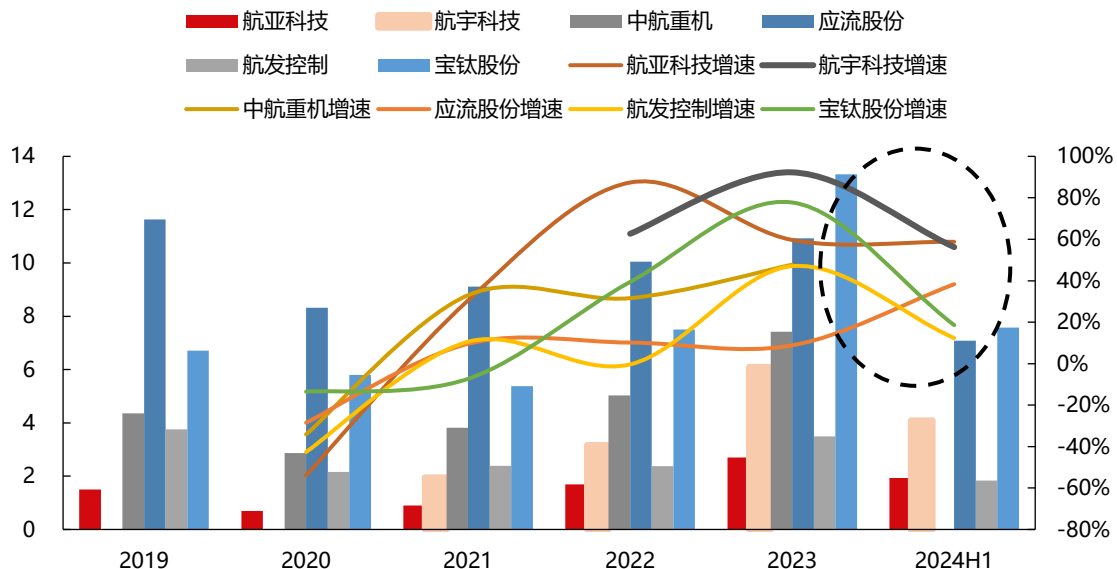
### 已做激励的国企与未做激励的国企主机厂毛利率历年对比



# 民航需求持续复苏叠加国际转包份额转移，国内厂商转包业务保持快速增长态势

国际民航需求持续复苏叠加疫情、海外冲突对航空供应链造成冲击，海外通货膨胀及能源价格上涨，国内产品价格上更具竞争力，多因素牵引转包份额向中国转移。航亚科技、航宇科技、中航重机、应流股份、宝钛股份等公司转包业务保持快速增长。

各公司转包收入及同比增速/亿元/增速为右轴



各公司转包业务进展情况

公司	订单情况及转包进展
中航重机	子公司宏山公司与赛峰、贝克休斯、罗罗签订长协订单，年订货金额总额约新增7000万元；还与波音公司达成多项钛合金结构件研发合作，年订货金额约新增2000万元。
航亚科技	2023年与赛峰公司签署的GENX新一代发动机项目已于24H1逐步实现量产，并且今年公司已成功导入GE9X项目，年内将加速GE9X、XWB等项目的研发进度以满足客户需求。
航宇科技	公司预估长协期间在手订单金额约20.92亿元。在主流国际发动机主机客户中实现了部分存量产品市场份额的显著提升，以及新图号的导入。
应流股份	受益于海外航空市场需求增长，公司与海外相关公司合作关系更加密切，继续满负荷生产LAEP系列发动机机匣，订单规模进一步扩大

# 龙头经营目标指引叠加低基数效应下，下半年军工营收业绩有望逐季明显改善

过往来看，龙头公司经营目标实现完成度较高。考虑到今年上半年时序完成进度普遍较低，为完成全年考核下半年或推进进度、提升业绩，叠加2023H2业绩低基数，下半年业绩同比或显著改善。

基于相关公司的2024年经营目标指引，测算其2024年下半年需要达到的收入或利润体量及对应同比增速（亿元）

公司简称	指引项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2023H1	2023A	2023H2	2024H1	2024H2E		
中航沈飞	营业收入	目标值		220.26	265.70	321.14	406.68	460.90	510.26						
		目标增长率		9.31%	11.82%	17.57%	19.30%	10.80%	10.33%						
		实际值	201.51	237.61	273.16	340.88	415.98	462.48		231.50	462.48	230.98	216.25	下半年目标值	294.01
	完成率		108%	103%	106%	102%	100%							下半年对应目标增速	27%
	净利润	目标值		8.12	11.84	16.39	21.24	29.20	37.62						
		目标增长率		9.25%	34.88%	10.73%	25.26%	26.69%	25.10%						
实际值		7.43	8.78	14.80	16.96	23.05	30.07		14.93	30.07	15.14	16.18	下半年目标值	21.44	
	完成率		108%	125%	103%	109%	103%						下半年对应目标增速	42%	
中航西飞	营业收入	目标值		323.00	343.72	323.00	365.00	431.00	451.00						
		目标增长率		-3.49%	0.22%	-3.54%	11.62%	14.44%	11.91%						
		实际值	334.68	342.98	334.84	327.00	376.60	403.01		195.56	403.01	207.45	203.29	下半年目标值	247.71
		完成率		106%	97%	101%	103%	94%						下半年对应目标增速	19%
中航重机	营业收入	目标值		57.00	62.00	73.80	100.00	110.00	119.00						
		目标增长率		4.70%	3.59%	10.18%	13.77%	4.07%	12.51%						
		实际值	54.44	59.85	66.98	87.90	105.70	105.77		55.04	105.77	50.73	54.72	下半年目标值	64.28
	完成率		105%	108%	119%	106%	96%							下半年对应目标增速	27%
	利润总额	目标值		2.95	4.10	5.70	12.00	16.00	18.60						
		目标增长率		0.25%	0.50%	10.98%	4.93%	4.27%	15.86%						
实际值		2.94	4.08	5.14	11.44	15.34	16.05		9.52	16.05	6.53	8.54	下半年目标值	10.06	
	完成率		138%	125%	201%	128%	100%						下半年对应目标增速	54%	
中航高科	营业收入	目标值		26.96	29.00	38.00	45.00	49.00	50.00						
		目标增长率		1.63%	17.25%	30.51%	18.18%	10.21%	4.61%						
		实际值	26.53	24.73	29.12	38.08	44.46	47.80		24.12	47.80	23.67	25.47	下半年目标值	24.53
	完成率		92%	100%	100%	99%	98%						下半年对应目标增速	4%	
利润总额	目标值		2.96	4.00	7.30	8.93	11.76	12.82							
	目标增长率		-38.49%	-40.07%	41.34%	26.53%	31.60%	5.68%							
	实际值	4.81	6.67	5.16	7.06	8.94	12.13		6.48	12.13	5.65	7.05	下半年目标值	5.77	
	完成率		226%	129%	97%	100%	103%						下半年对应目标增速	2%	

# 龙头经营目标指引叠加低基数效应下，下半年军工营收业绩有望逐季明显改善

基于相关公司的2024年经营目标指引，测算其2024年下半年需要达到的收入或利润体量及对应同比增速（亿元）

公司简称	指引项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024E	2023H1	2023A	2023H2	2024H1	2024H2E	
中航光电	营业收入	目标值	71	84.5	105	115	142.3	175	221					
		目标增长率		8.11%	14.64%	11.59%	10.59%	10.49%	10.09%					
		实际值	78.16	91.59	103.05	128.67	158.38	200.74		107.58	200.74	93.17	91.97	下半年目标值 129.03
	完成率	110.08%	108.39%	98.14%	111.89%	111.30%	114.71%						下半年对应目标增速 38%	
	归母净利润	目标值	10.8	12.2	14	19	25.39	33.6	41.1					
		目标增长率		9.20%	11.61%	13.02%	11.97%	10.02%	10.08%					
实际值		11.17	12.54	16.81	22.67	30.54	37.34		22.76	37.34	14.57	19.55	下半年目标值 21.55	
完成率	103.44%	102.82%	120.08%	119.34%	120.28%	111.12%						下半年对应目标增速 48%		
航发动力	营业收入	目标值		230.00	265.00	318.44	384.29	422.65	497.62					
		目标增长率		-0.44%	5.11%	11.22%	12.69%	13.93%	13.78%					
		实际值	231.02	252.10	286.33	341.02	370.97	437.34		177.75	437.34	259.59	185.48	下半年目标值 312.14
	完成率		110%	108%	107%	97%	103%						下半年对应目标增速 20%	
	归母净利润	目标值			10.80	11.72	12.59	13.58	15.12					
		目标增长率			0.24%	2.27%	6.01%	7.12%	6.37%					
实际值		10.64	10.77	11.46	11.88	12.68	14.21		7.25	14.21	6.96	5.95	下半年目标值 9.17	
完成率			106%	101%	101%	105%						下半年对应目标增速 32%		
航发控制	营业收入	目标值		29.80	31.00	38.30	51.00	54.50	56.00					
		目标增长率		8.51%	0.24%	9.47%	22.69%	10.29%	5.18%					
		实际值	27.46	30.92	34.99	41.57	49.42	53.24		27.34	53.24	25.90	28.06	下半年目标值 27.94
	完成率		104%	113%	109%	97%	98%						下半年对应目标增速 8%	
中直股份	营业收入	目标值				166.21	220.42	308.13						
		目标增长率				-23.72%	13.19%	32.07%						
		实际值	130.66	157.95	196.55	217.90	194.73	233.30		105.58	233.30	127.72	81.74	下半年目标值 226.39
	完成率					117%	106%						下半年对应目标增速 77%	
归母净利润	目标值					3.29	3.98	7.16						
	目标增长率					-67.58%	3.82%	103.77%						
	实际值	5.95	6.80	8.34	10.15	3.83	3.51		1.40	3.51	2.11	3.39	下半年目标值 3.77	
完成率					117%	88%						下半年对应目标增速 78%		
光威复材	净利润	目标值						9.02						
		目标增长率												
		实际值	3.77	5.22	6.42	7.58	9.34	8.73		4.13	8.73	4.60	3.68	下半年目标值 5.34
	完成率												下半年对应目标增速 16%	



## 2、分产业链环节增速和盈利能力

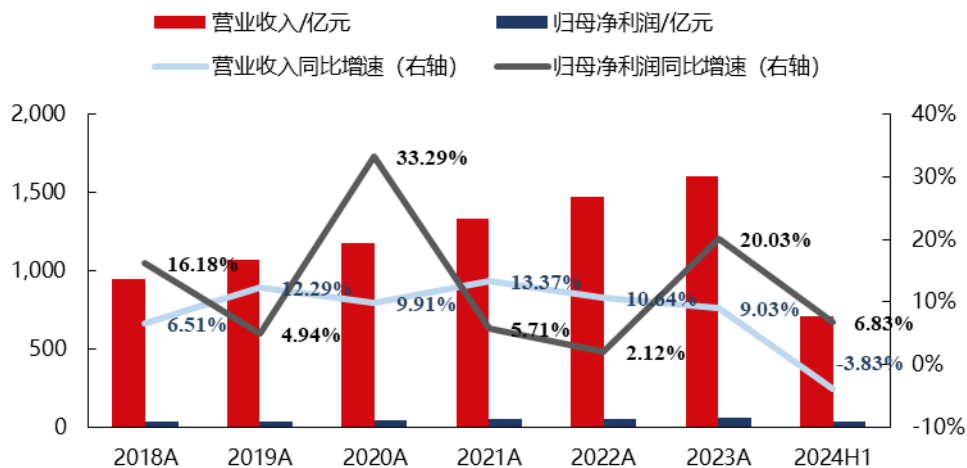
## 主机厂年度间情况

主动跨期调节及供应链管理下，军工下游主机厂整体业绩稳步提升。军工主机厂2024H1营收和归母净利润增速分别为-3.83%/6.83%。事实上主机厂的收入也因为需求疲软开始下滑，但净利率提升支撑了业绩的增长。

2024H1主机厂整体毛利率为10.37%，同比提升1.00pct。细分来看，主营成熟机型的中航沈飞2024H1毛利率为12.53%，同比提升2.09pct；航发动力毛利率2024H1毛利率为11.27%，同比下滑0.63pct；中航西飞仍处于毛利率筑底阶段，2024H1毛利率为5.89%，同比下滑0.63pct。

需求或见底但扩产依旧，前瞻十五五需求的韧性。2024H1主机厂的合同负债同比下滑了34%，但CAPEX同比增长45%。

主机厂环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

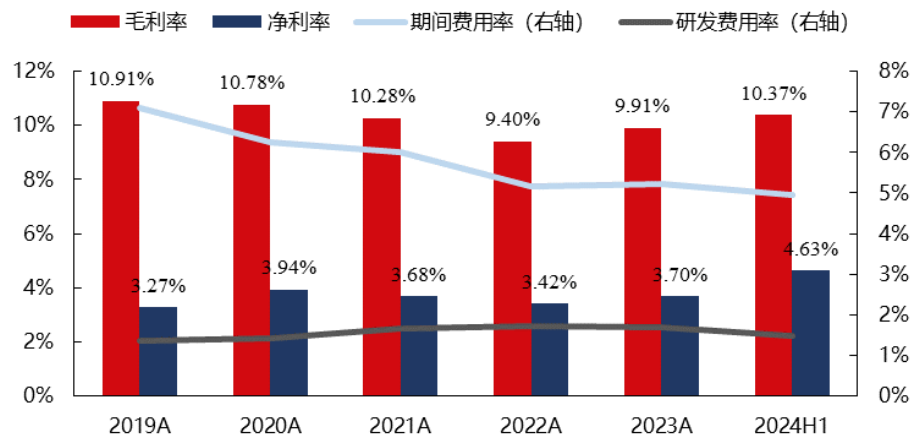


资料来源：Wind，国联证券研究所

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		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	738.91	710.58	-3.83%
净利润当期 (亿元)	30.52	32.93	7.90%
毛利率	9.37%	10.37%	1.00
净利率	4.13%	4.63%	0.50
期间费用率	4.22%	4.96%	0.74
ROE	3.25%	3.13%	(0.12)
存货 (亿元)	871.59	931.99	6.93%
资本性支出 (Capex)	22.91	33.19	44.85%
合同负债 (亿元)	514.13	339.18	-34.03%

主机厂环节年度间的盈利能力情况对比

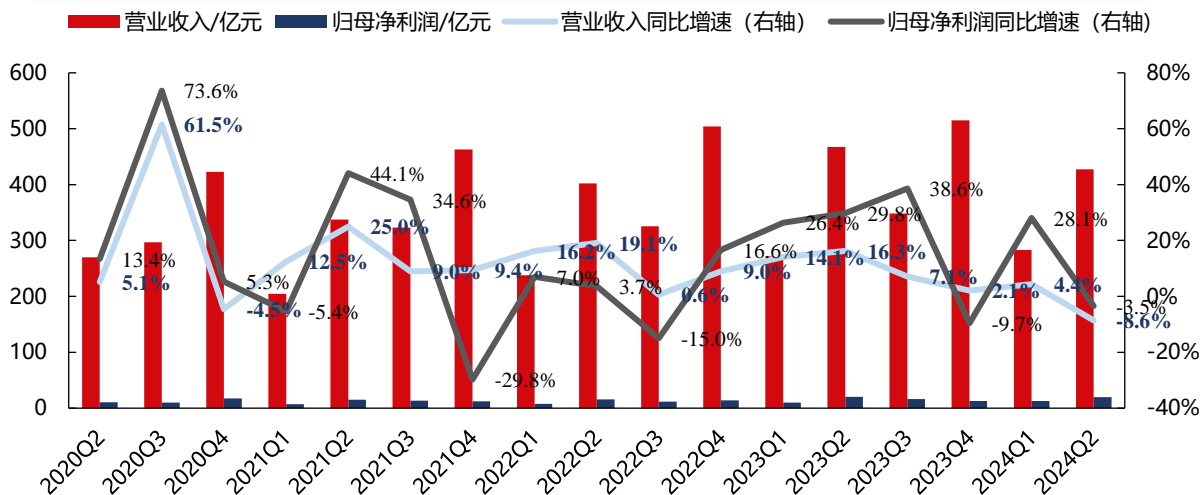


# 主机厂季度间情况

主机厂板块收入端增速首次负增长，业绩端仍保持稳健增长。过去四个季度2023Q3-2024Q2主机厂的营收增速分别为7.1%/2.1%/4.4%/-8.6%，归母净利润增速分别为38.6%/-9.7%/28.1%/-3.5%。

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2024Q2毛利率、净利率分别为10.10%、4.68%，分别同比+1.13pct、+0.29pct。

### 主机厂环节季度营收、归母净利润及同比增速

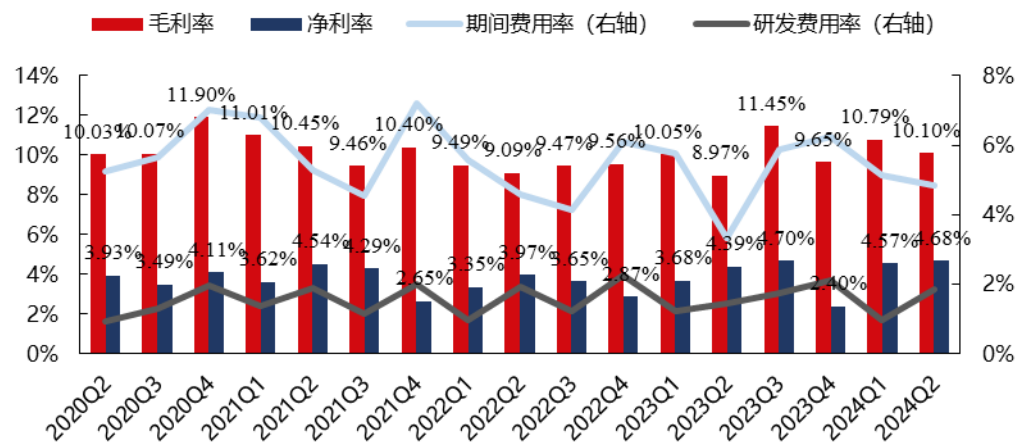


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 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				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	467.50	283.24	427.34	-8.59%	50.87%
净利润当期 (亿元)	20.52	12.95	19.98	-2.65%	54.24%
毛利率	8.97%	10.79%	10.10%	1.13	(0.69)
净利率	4.39%	4.57%	4.68%	0.29	0.10
期间费用率	3.32%	5.13%	4.85%	1.52	(0.29)
ROE	2.10%	1.23%	1.85%	(0.25)	0.61

### 主机厂环节季度间的盈利能力情况对比





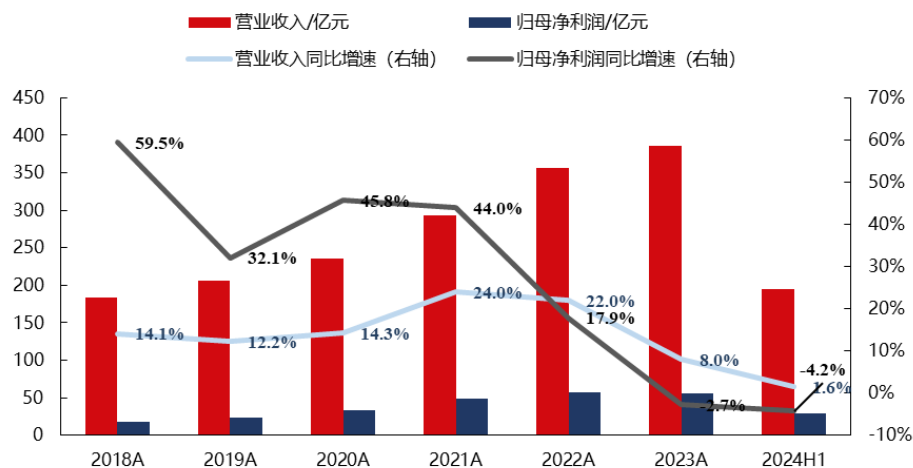
# 新材料年度间情况

- 军工新材料环节整体开始收入利润增速企稳的态势凸显。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%，2024H1为1.6%；归母净利润增速分别为44.0%/17.9%/-2.7%，2024H1为-4.2%。
- 阶梯性降价影响叠加收入增速同比下滑规模效应减弱，新材料盈利能力略微下降。2024H1原材料毛利率为28.56%，净利率为15.73%，分别同比下滑0.24、0.89pct。

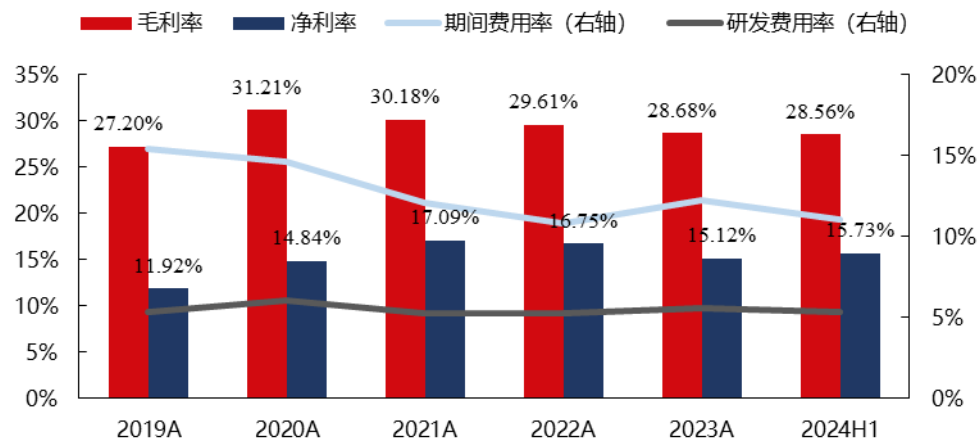
## 原材料环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	原材料		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	191.25	194.27	1.58%
净利润当期 (亿元)	31.80	30.56	-3.89%
毛利率	28.80%	28.56%	(0.24)
净利率	16.62%	15.73%	(0.89)
期间费用率	10.26%	11.07%	0.81
ROE	6.59%	5.63%	(0.96)
存货 (亿元)	150.31	166.89	11.03%
资本性支出 (Capex)	20.98	19.19	-8.53%
合同负债 (亿元)	13.04	11.70	-10.33%

## 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

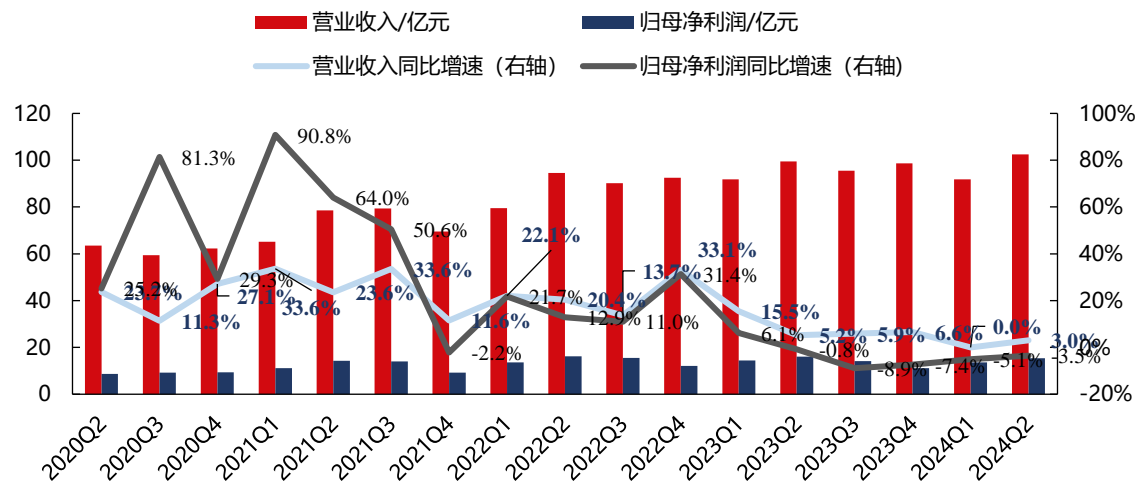


# 新材料季度间情况

伴随下游客户的逐步补库存，当前已看到上游新材料企业的业绩下滑幅度收窄。过去四个季度2023Q3-2024Q2原材料厂商的营收增速分别为5.9%/6.6%/0%/3.0%，归母净利润增速分别为-8.9%/-7.4%/-5.1%/-3.5%。

材料端的盈利能力同样保持稳定。2024Q2毛利率、净利率分别为29.42%、16.05%，分别同比+0.23pct、-0.98pct。

原材料环节季度营收、归母净利润及同比增速

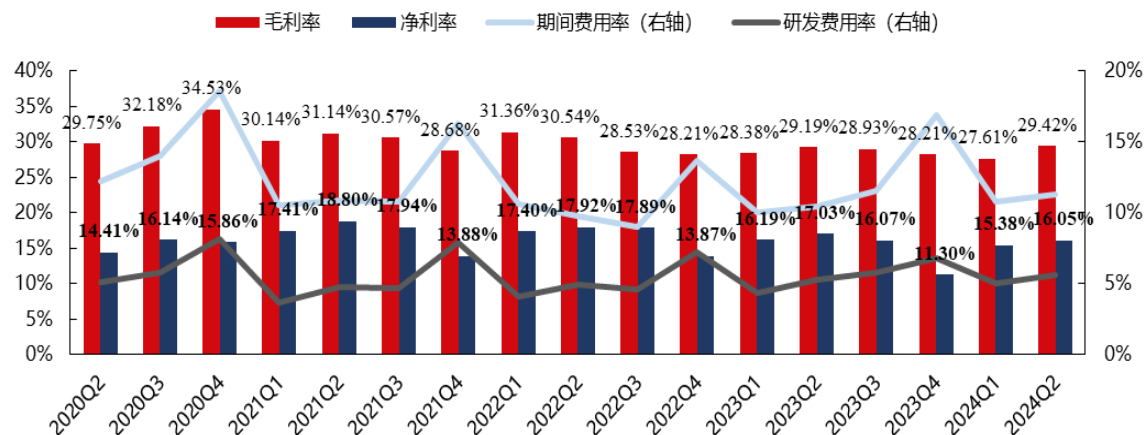


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	99.46	91.78	102.48	3.03%	11.65%
净利润当期 (亿元)	16.93	14.11	16.45	-2.88%	16.52%
毛利率	29.19%	27.61%	29.42%	0.23	1.80
净利率	17.03%	15.38%	16.05%	(0.98)	0.67
期间费用率	10.46%	10.79%	11.32%	0.86	0.54
ROE	3.42%	2.66%	2.93%	(0.48)	0.28

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，当前需求疲软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%，2024H1为-16.7%。

归母净利润增速分别为56.1%/15.9%/-12.2%，2024H1为-42.4%。国

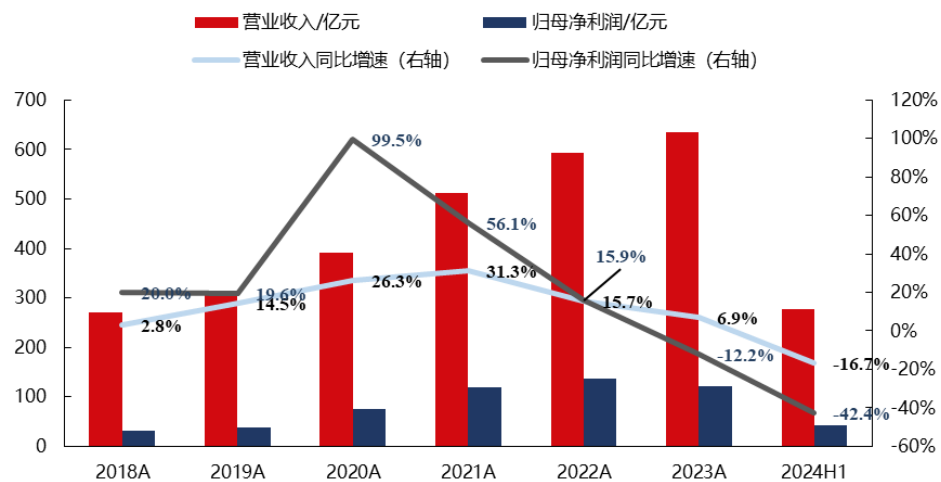
产替代赋予元器件过去3年业绩的高增速，需求在高基数效应及短期行业去库存调整下出现显著同比下滑，营收业绩增速均持续回落。

处于低成本和统型过程中的元器件板块盈利能力下滑幅度较大。

2024H1元器件厂商毛利率为45.63%，净利率为15.96%，分别同比下

滑3.10、7.10pct。

### 元器件环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

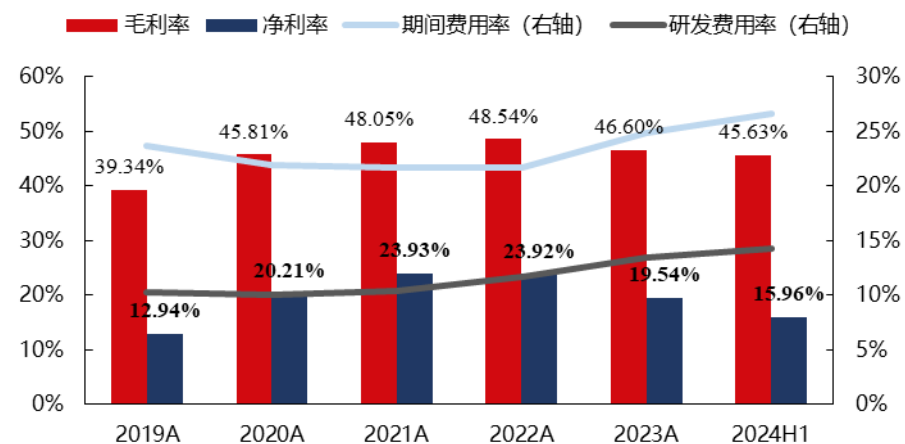


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 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		
	2023H1	2024H1	同比
收入(亿元)	333.72	277.93	-16.72%
净利润当期(亿元)	76.97	44.36	-42.37%
毛利率	48.72%	45.63%	(3.10)
净利率	23.06%	15.96%	(7.10)
期间费用率	21.50%	26.58%	5.08
ROE	6.03%	2.52%	(3.50)
存货(亿元)	245.71	253.54	3.18%
资本性支出(Capex)	28.32	26.85	-5.22%
合同负债(亿元)	28.24	21.23	-24.81%

### 元器件环节年度间的盈利能力情况对比

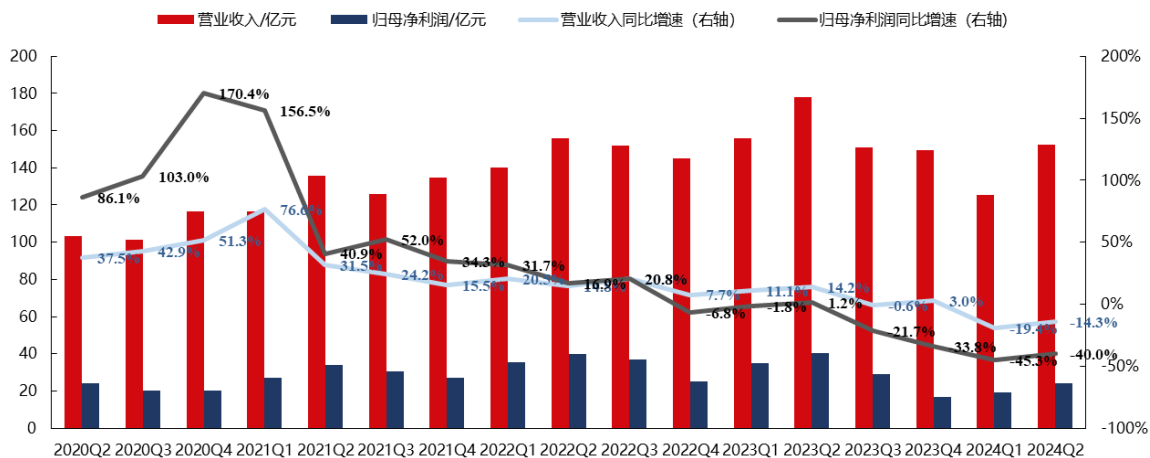


# 元器件季度间情况

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2023Q3-2024Q2元器件厂商的营收增速分别为-0.6%/3.0%/-19.4%/-14.3%，归母净利润增速分别为-21.7%/-33.8%/-45.3%/-40.0%。

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2024Q2毛利率、净利率分别为47.08%、16.35%，分别同比-1.17pct、-6.90pct。

### 元器件环节季度营收、归母净利润及同比增速

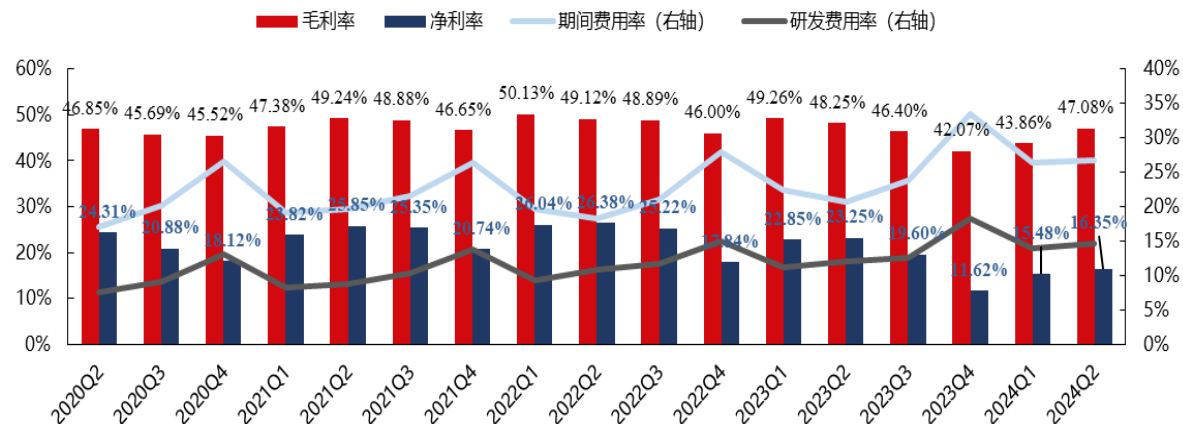


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 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				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	177.96	125.49	152.44	-14.34%	21.48%
净利润当期 (亿元)	41.38	19.43	24.93	-39.75%	28.34%
毛利率	48.25%	43.86%	47.08%	(1.17)	3.23
净利率	23.25%	15.48%	16.35%	(6.90)	0.87
期间费用率	20.65%	26.48%	26.67%	6.02	0.19
ROE	3.30%	1.07%	1.44%	(1.86)	0.37

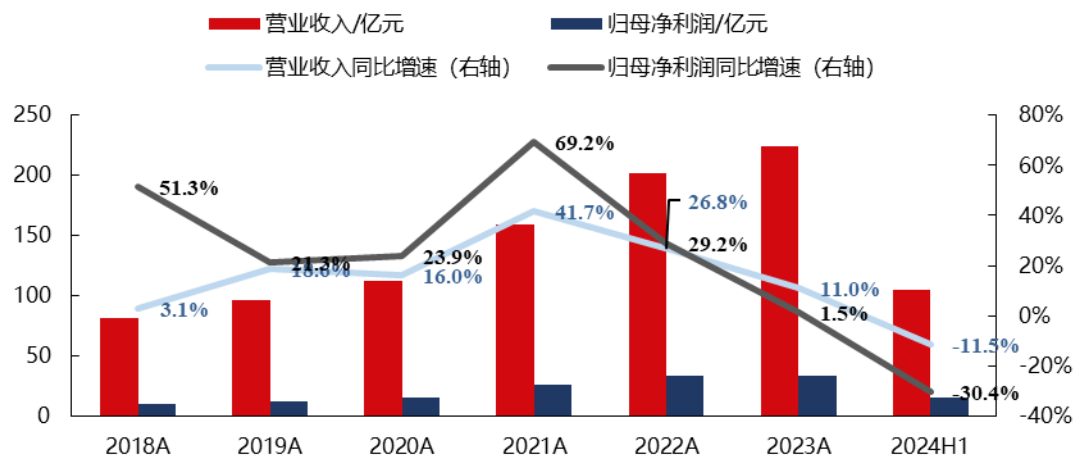
### 元器件环节季度间的盈利能力情况对比



## 结构件加工年度间情况

- 连续高基数增速的背景下，24H1结构件加工环节出现了较大的收入利润下滑。2021-2023年营收增速分别为41.7%/26.8%/11.0%，2024H1为-11.5%；归母净利润增速分别为69.2%/29.2%/1.5%，2024H1为-30.4%。
- 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。2024H1结构件加工环节毛利率为31.81%，净利率为14.84%，分别同比下滑5.19、4.07pct。

加工环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

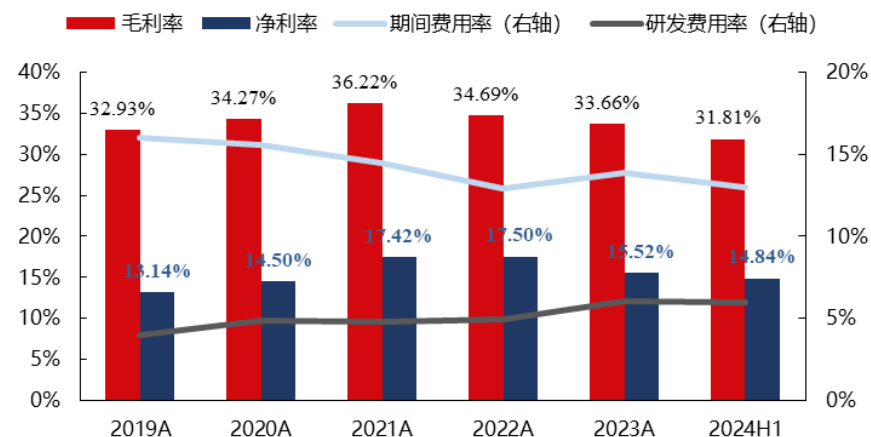


资料来源：Wind，国联证券研究所

加工环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	118.80	105.14	-11.50%
净利润当期 (亿元)	22.46	15.60	-30.54%
毛利率	37.00%	31.81%	(5.19)
净利率	18.90%	14.84%	(4.07)
期间费用率	11.86%	12.96%	1.10
ROE	6.61%	3.43%	(3.18)
存货 (亿元)	83.03	85.64	3.14%
资本性支出 (Capex)	9.52	13.23	38.95%
合同负债 (亿元)	8.47	4.88	-42.43%

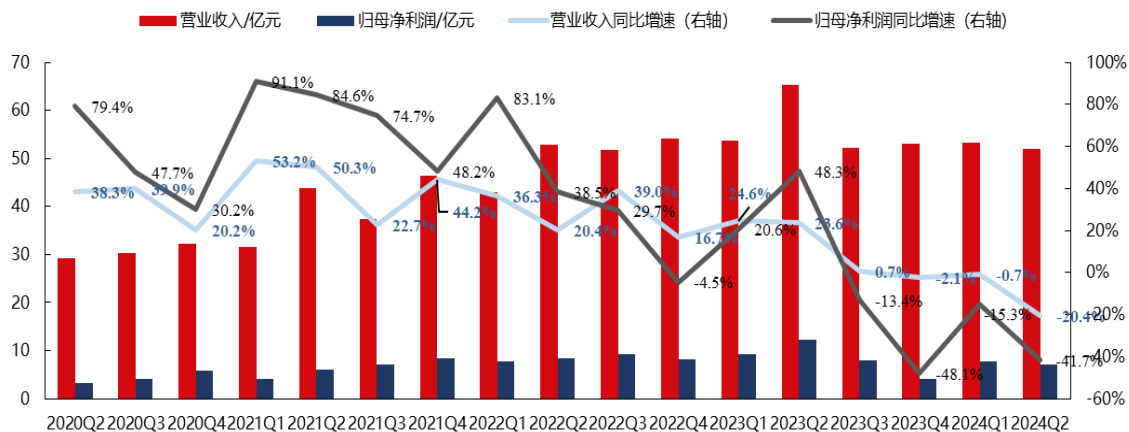
加工环节年度间的盈利能力情况对比



## 结构件加工季度间情况

- 作为当前结构件环节中最重要下游需求，航发产业链三季度开始的去库存需求疲软背景下收入、业绩两个季度连续同比下滑。过去四个季度2023Q3-2024Q2结构件加工厂商的营收增速分别为0.7%/-2.1%/-0.7%/-20.4%，归母净利润增速分别为-13.4%/-48.1%/-15.3%/-41.7%。
- 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。2024Q2毛利率、净利率分别为31.74%、14.30%，分别同比-5.83pct、-5.34pct。

加工环节季度营收、归母净利润及同比增速

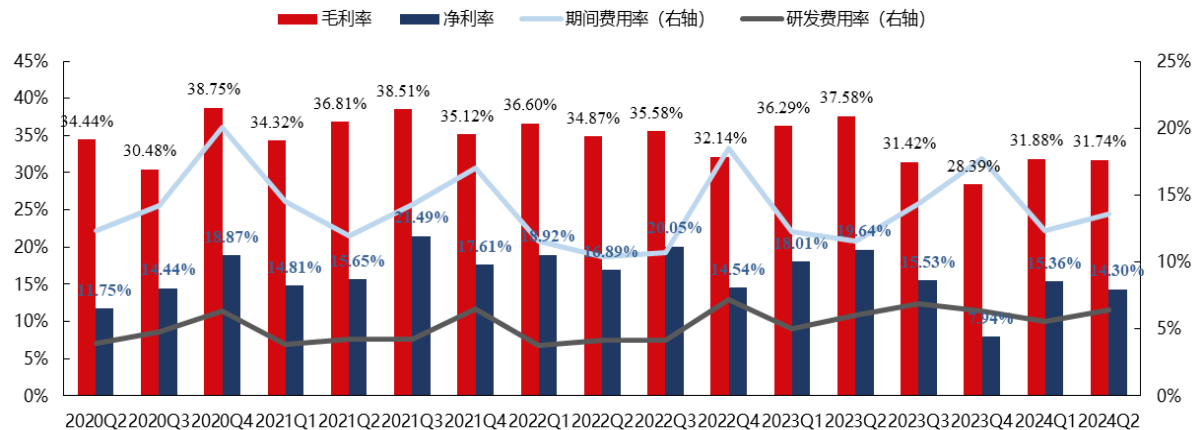


资料来源: Wind, 国联证券研究所

加工环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	65.21	53.25	51.89	-20.43%	-2.56%
净利润当期 (亿元)	12.81	8.18	7.42	-42.05%	-9.29%
毛利率	37.58%	31.88%	31.74%	(5.83)	(0.13)
净利率	19.64%	15.36%	14.30%	(5.34)	(1.06)
期间费用率	11.56%	12.36%	13.57%	2.01	1.22
ROE	3.70%	1.96%	1.45%	(2.25)	(0.51)

加工环节季度间的盈利能力情况对比





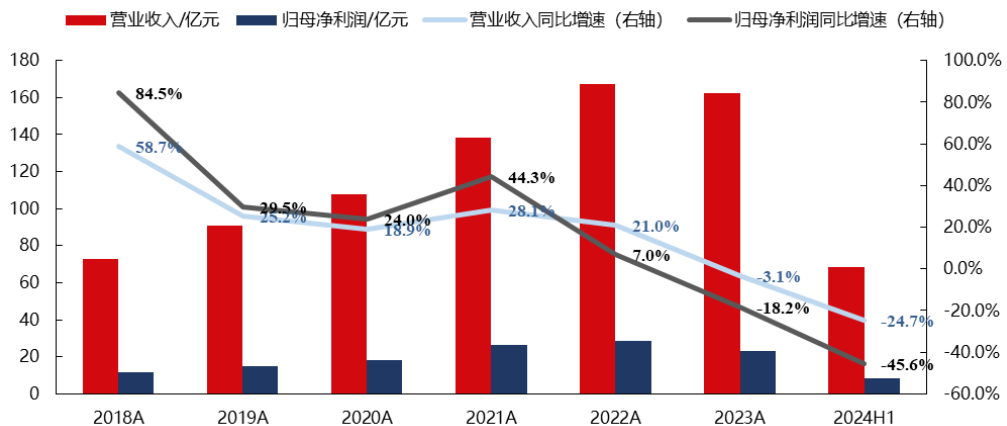
### 3、分需求领域的增速和盈利能力

## 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，几乎停止的订单使得该部分的收入可能已降到谷底。2021-2023年营收增速分别为28.1%/21.0%/-3.1%，24H1为-24.7%。归母净利润增速分别为44.3%/7.0%/-18.2%，2024H1为-45.6%。

毛利率稳定但期间费用率提升较大，盈利能力因此有所同比下滑。2024H1 DD毛利率为43.18%，净利率为13.00%，分别同比3.33pct、-4.51pct。

### DD领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

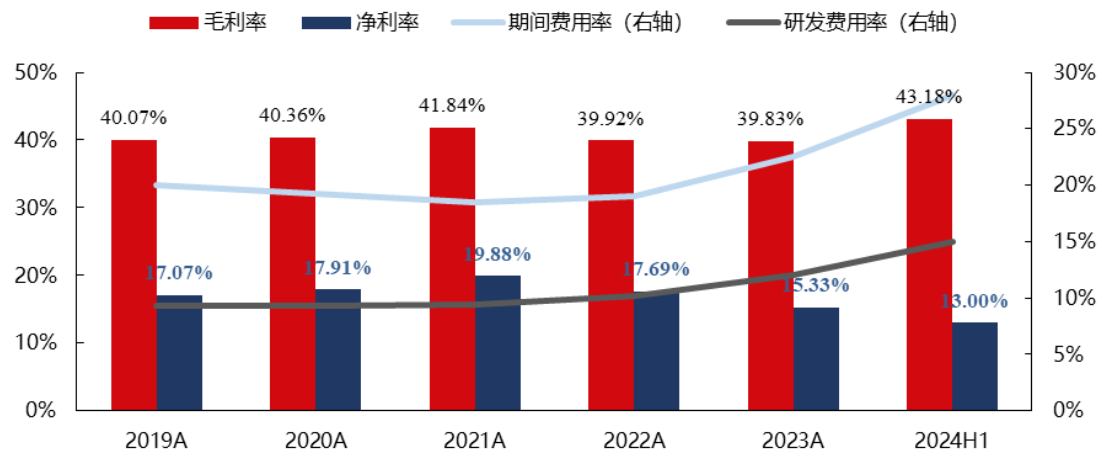


资料来源：Wind，国联证券研究所

### DD领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	DD		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	90.76	68.37	-24.68%
净利润当期 (亿元)	15.90	8.89	-44.09%
毛利率	39.85%	43.18%	3.33
净利率	17.51%	13.00%	(4.51)
期间费用率	18.25%	27.99%	9.74
ROE	4.45%	1.53%	(2.92)
存货 (亿元)	46.71	50.38	7.87%
资本性支出 (Capex)	9.42	8.23	-12.62%
合同负债 (亿元)	0.97	1.40	45.21%

### DD领域年度间的盈利能力情况对比

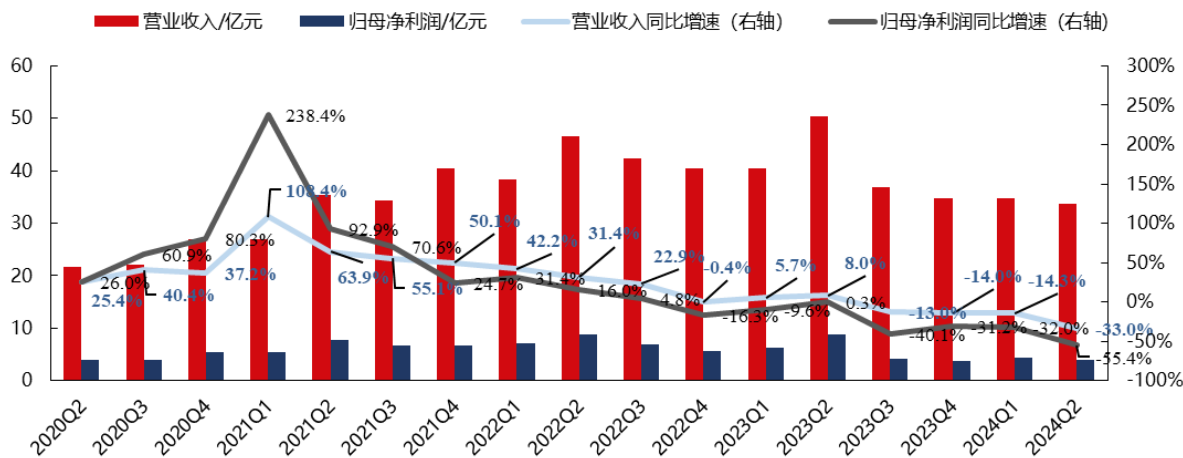




# DD领域季度间情况

- 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2023Q3-2024Q2dd领域的营收增速分别为-13.0%/-14.0%/-14.3%/-33.0，归母净利润增速分别为-40.1%/-31.2%/-32.0%/-55.4%。
- DD领域毛利率、净利率因为经营规模效应减弱呈现同比下滑。2024Q2毛利率、净利率分别为46.88%、12.90%，分别同比7.08pct、-5.58pct。

DD领域季度营收、归母净利润及同比增速

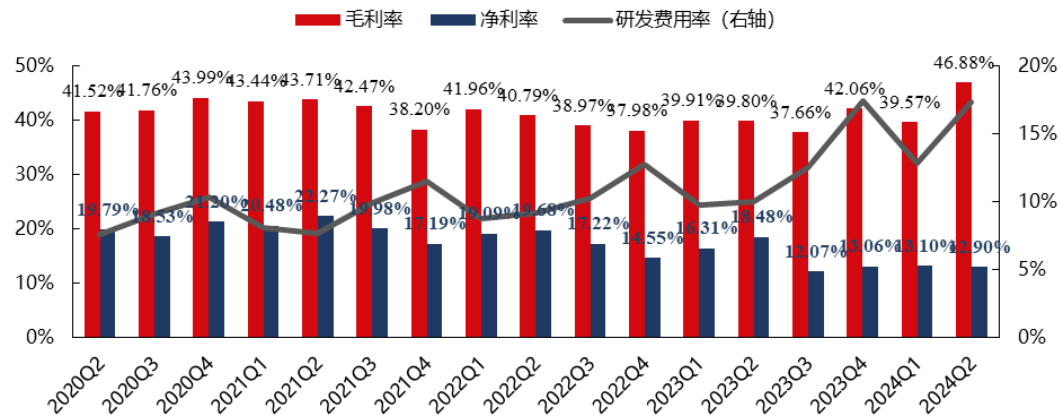


资料来源: Wind, 国联证券研究所

DD领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	导弹				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	50.31	34.66	33.70	-33.02%	-2.78%
净利润当期 (亿元)	9.30	4.54	4.35	-53.25%	-4.25%
毛利率	39.80%	39.57%	46.88%	7.08	7.31
净利率	18.48%	13.10%	12.90%	(5.58)	(0.20)
期间费用率	17.10%	24.63%	31.45%	14.35	6.83
ROE	2.90%	0.68%	0.85%	(2.05)	0.17

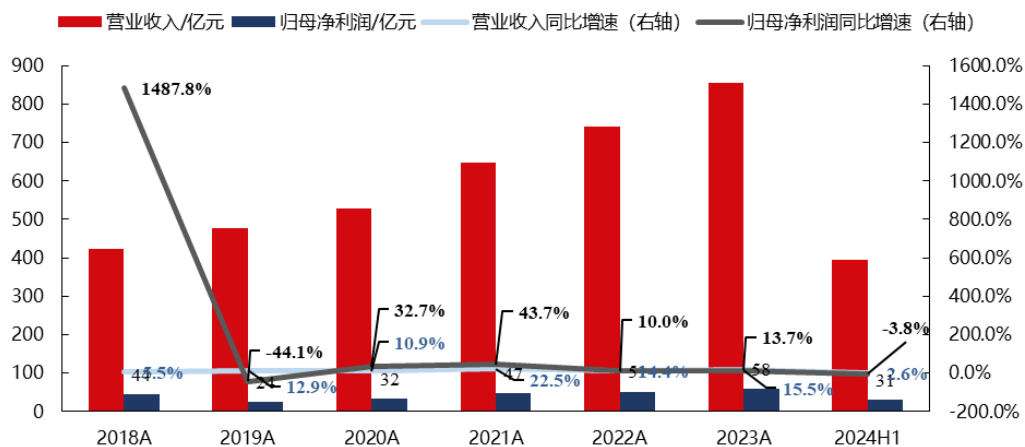
DD领域季度间的盈利能力情况对比



## 航发领域年度间情况

- 航发产业链整体增速保持平稳，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%，24H1为2.6%。归母净利润增速分别为43.7%/10.0%/13.7%，24H1为-3.8%。
- 航发产业链目前仍未出现大幅度的价格变动，整体盈利能力稳定。2024H1航发产业链厂商毛利率为19.70%，净利率为8.24%，分别同比-0.61、-0.43pct。

### 航发领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

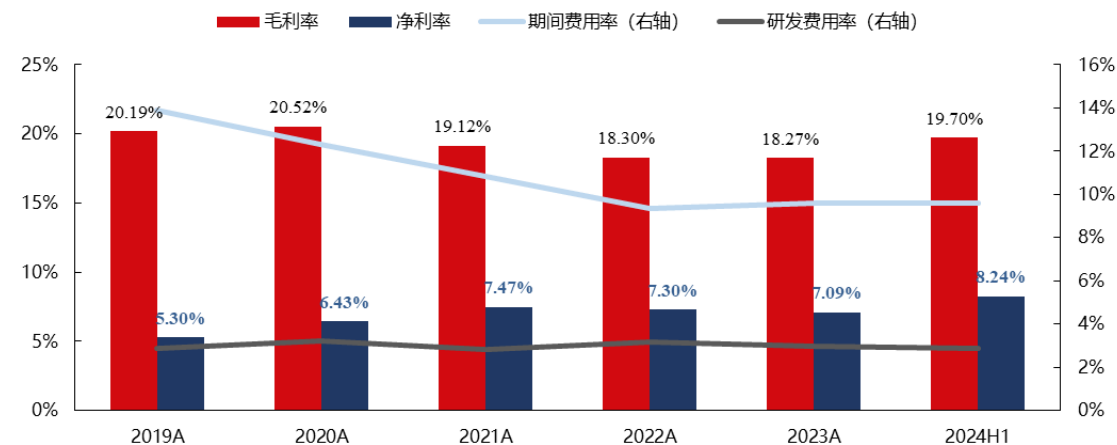


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 航发领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	航发		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	385.14	395.00	2.56%
净利润当期 (亿元)	33.41	32.55	-2.58%
毛利率	20.32%	19.70%	(0.61)
净利率	8.68%	8.24%	(0.43)
期间费用率	9.57%	9.57%	0.01
ROE	5.30%	5.10%	(0.21)
存货 (亿元)	489.45	524.64	7.19%
资本性支出 (Capex)	31.61	39.56	25.16%
合同负债 (亿元)	179.20	83.99	-53.13%

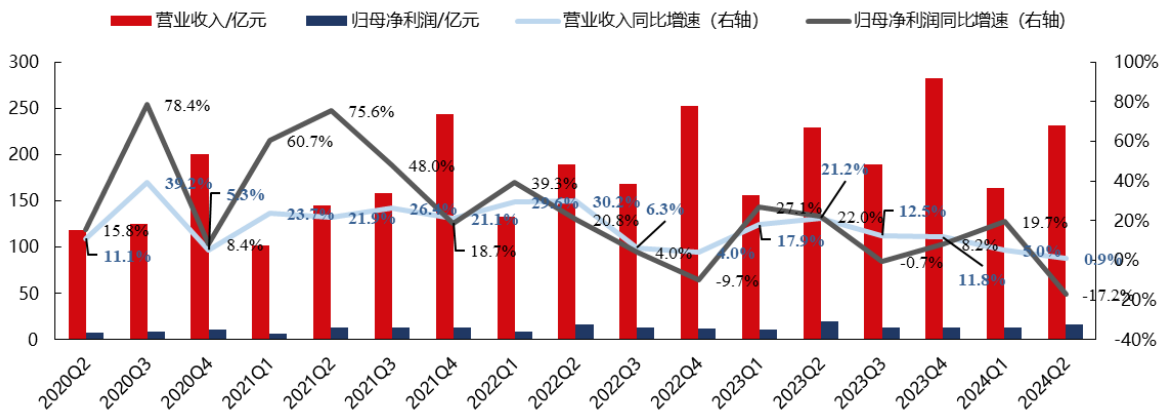
### 航发领域年度间的盈利能力情况对比



## 航发领域季度间情况

- 受到航发去库存的影响，整体航发领域在24Q2开始出现了较大幅度的利润下滑。过去四个季度2023Q3-2024Q2领域的营收增速分别为12.5%/11.8%/5.0%/0.9%，归母净利润增速分别为-0.7%/8.2%/19.7%/-17.2%。
- 航发产业链当前盈利能力保持稳定略有下降。2024Q2毛利率、净利率分别为18.64%、7.77%，分别同比-0.99pct、-1.56pct。

### 航发领域季度营收、归母净利润及同比增速

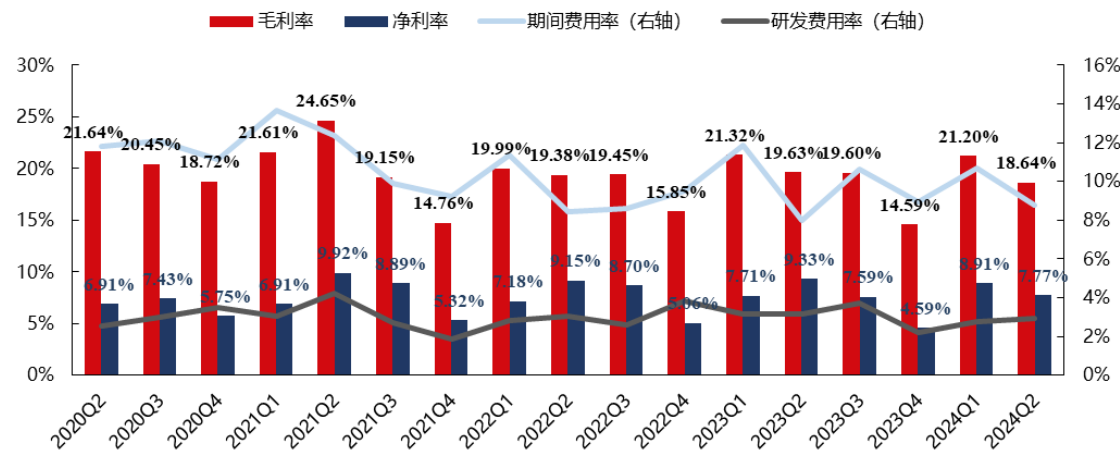


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 航发领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	航发				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入(亿元)	228.96	163.93	231.08	0.92%	40.96%
净利润当期(亿元)	21.37	14.60	17.95	-15.99%	22.92%
毛利率	19.63%	21.20%	18.64%	(0.99)	(2.56)
净利率	9.33%	8.91%	7.77%	(1.56)	(1.14)
期间费用率	8.01%	10.71%	8.77%	0.77	(1.93)
ROE	2.93%	2.56%	2.50%	(0.43)	(0.05)

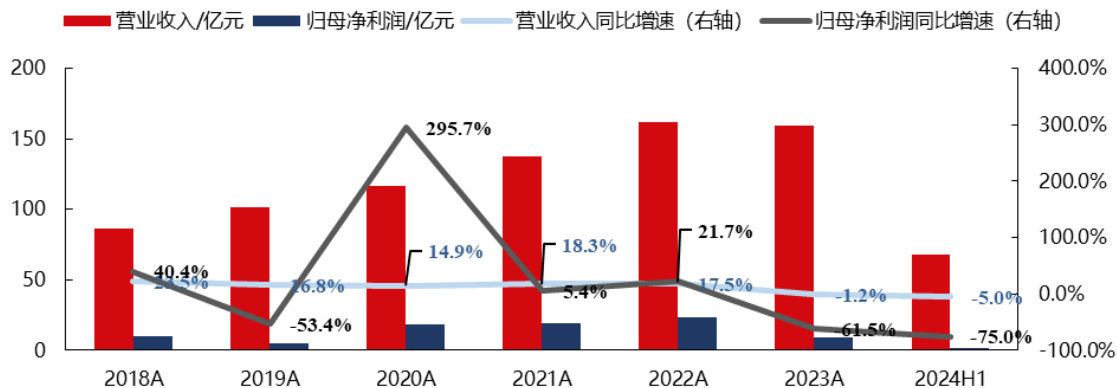
### 航发领域季度间的盈利能力情况对比



# 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，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%，2024H1为-5.0%。2021-2023年归母净利润增速分别为5.4%/21.7%/-61.5%，2024H1信息化领域归母净利润为-75.0%。
- 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。2024H1信息化领域厂商毛利率为36.91%，净利率为3.95%，分别同比下滑5.22、7.10pct。

信息化领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

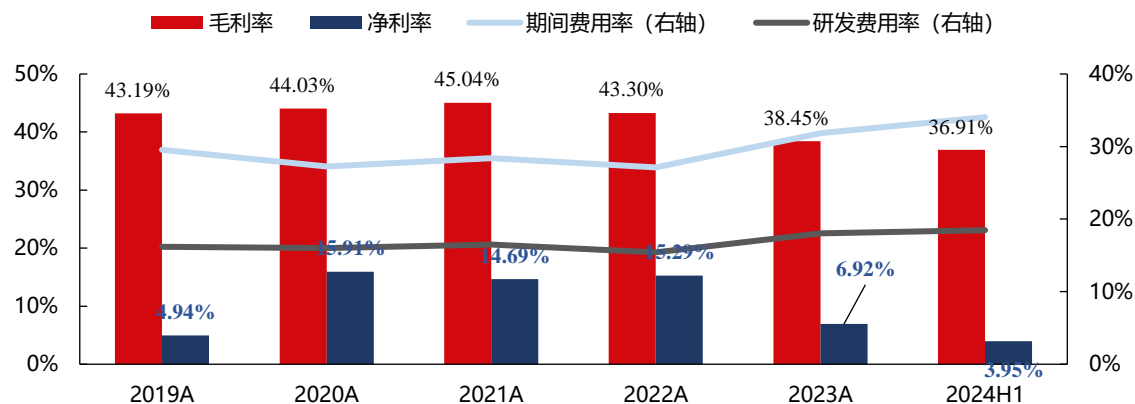


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	71.38	67.83	-4.98%
净利润当期 (亿元)	7.89	2.68	-66.02%
毛利率	42.14%	36.91%	(5.22)
净利率	11.05%	3.95%	(7.10)
期间费用率	31.31%	34.04%	2.73
ROE	2.04%	-0.14%	(2.18)
存货 (亿元)	83.89	77.23	-7.94%
资本性支出 (Capex)	6.86	6.96	1.45%
合同负债 (亿元)	16.67	9.90	-40.60%

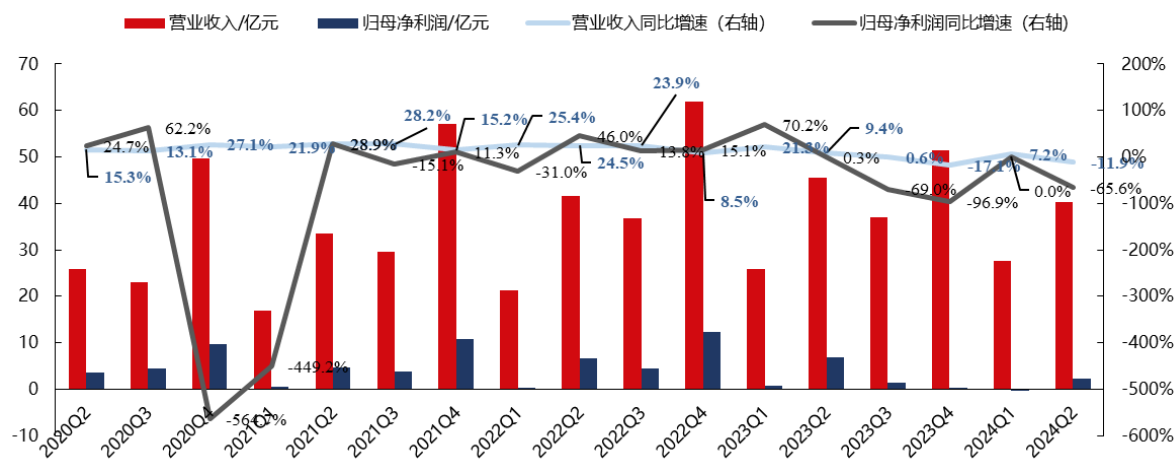
信息化领域年度间的盈利能力情况对比



## 信息化领域季度间情况

- 信息化领域项目制驱动下，长期订单未落地下利润几乎为负。信息化领域过去四个季度2023Q3-2024Q2领域的营收增速分别为0.6%/-17.1%/7.2%/-11.9%，归母净利润增速分别为-69.0%/-96.9%/(当期利润为负)/-65.6%。
- 未有稳定需求下信息化领域利润率持续下降。信息化领域2024Q2毛利率、净利率分别为36.28%、7.05%，分别同比-6.36pct、-8.55pct。

信息化领域季度营收、归母净利润及同比增速

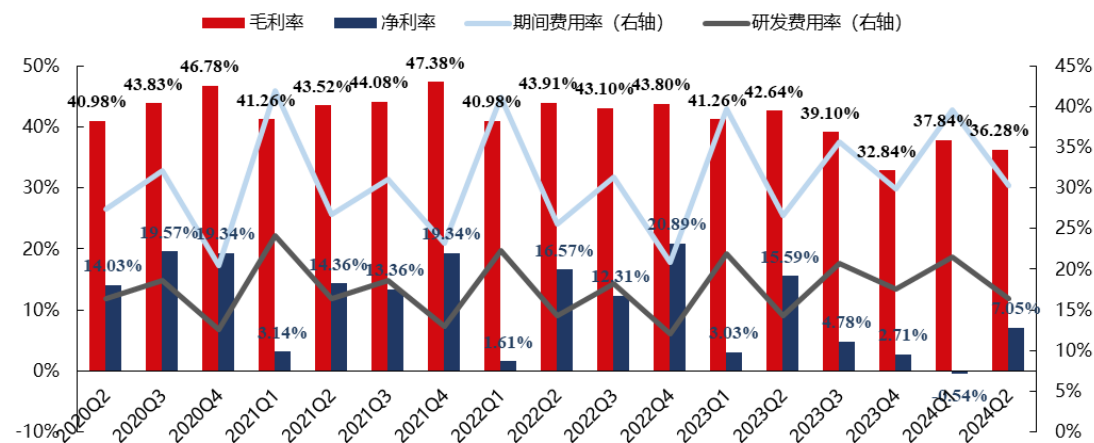


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	45.59	27.66	40.17	-11.89%	45.24%
净利润当期 (亿元)	7.11	(0.15)	2.83	-60.19%	-1987.95%
毛利率	42.64%	37.84%	36.28%	(6.36)	(1.56)
净利率	15.59%	-0.54%	7.05%	(8.55)	7.59
期间费用率	26.54%	39.58%	30.23%	3.69	(9.35)
ROE	1.89%	-0.55%	0.40%	(1.49)	0.95

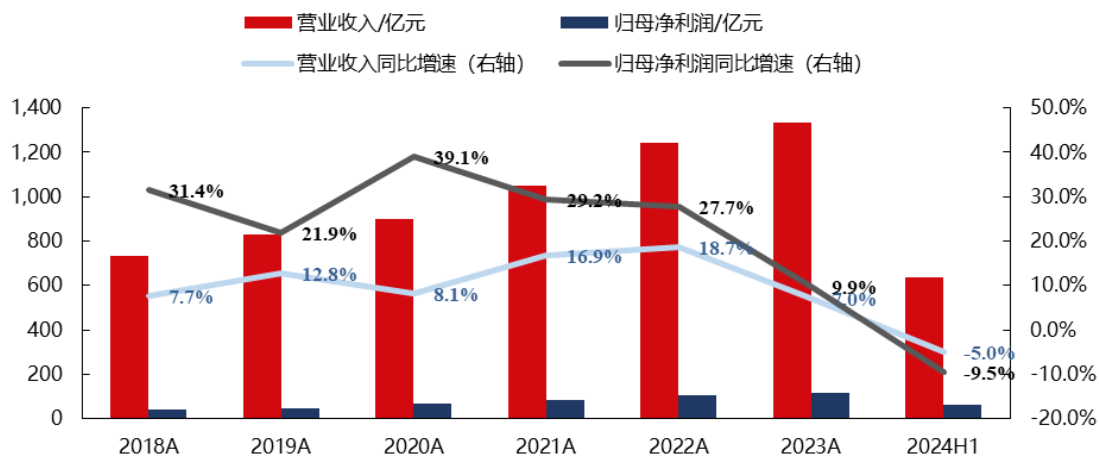
信息化领域季度间的盈利能力情况对比



## 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，需求疲软背景下，2024H1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%，2024H1为-5.0%。归母净利润增速分别为29.2%/27.7%/9.9%，2024H1为-9.5%。
- 飞机领域更多是新增订单尚未落地，因此整体依然保持平稳状态。2024H1军机领域厂商毛利率为17.45%，净利率为9.83%，分别同比-0.75、-0.50pct。

军机领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

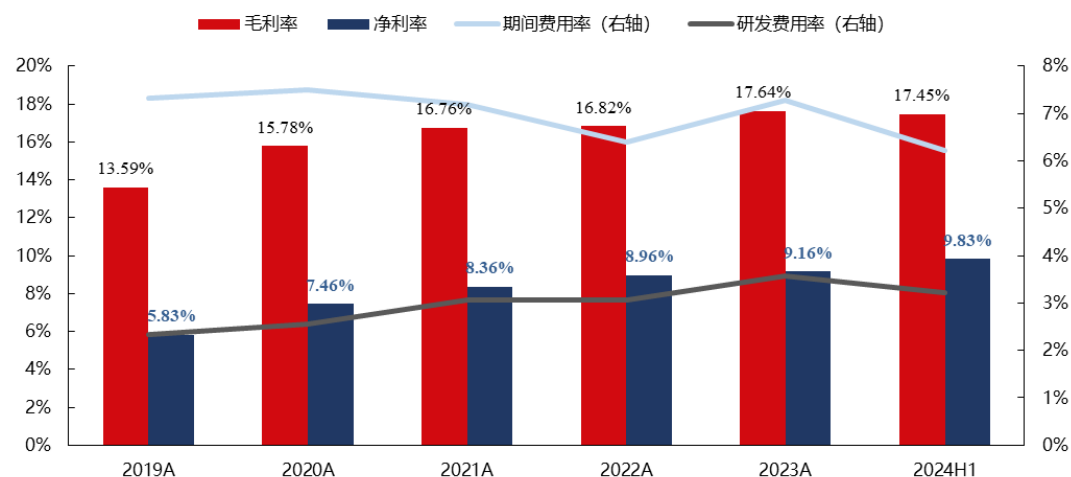


资料来源: Wind, 国联证券研究所

军机领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	军机		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	670.94	637.18	-5.03%
净利润当期 (亿元)	69.32	62.66	-9.60%
毛利率	18.20%	17.45%	(0.75)
净利率	10.33%	9.83%	(0.50)
期间费用率	5.71%	6.21%	0.50
ROE	7.01%	4.89%	(2.12)
存货 (亿元)	543.31	503.43	-7.34%
资本性支出 (Capex)	30.25	32.46	7.30%
合同负债 (亿元)	343.85	195.17	-43.24%

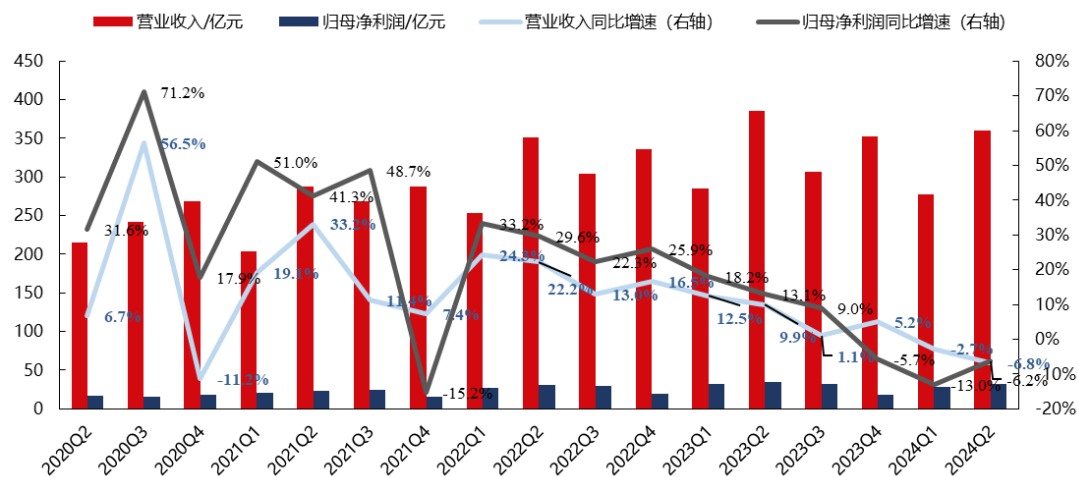
军机领域年度间的盈利能力情况对比



## 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2023Q3-2024Q2领域的营收增速分别为1.1%/5.2%/-2.7%/-6.8%，归母净利润增速分别为9.0%/-5.7%/-13.0%/-6.2%。
- 军机领域整体盈利能力过去一直在提升，2024Q2来看仍然较为稳定。2024Q2毛利率、净利率分别为16.70%、9.35%，分别同比+0.49pct、0.08pct。

### 军机领域季度营收、归母净利润及同比增速

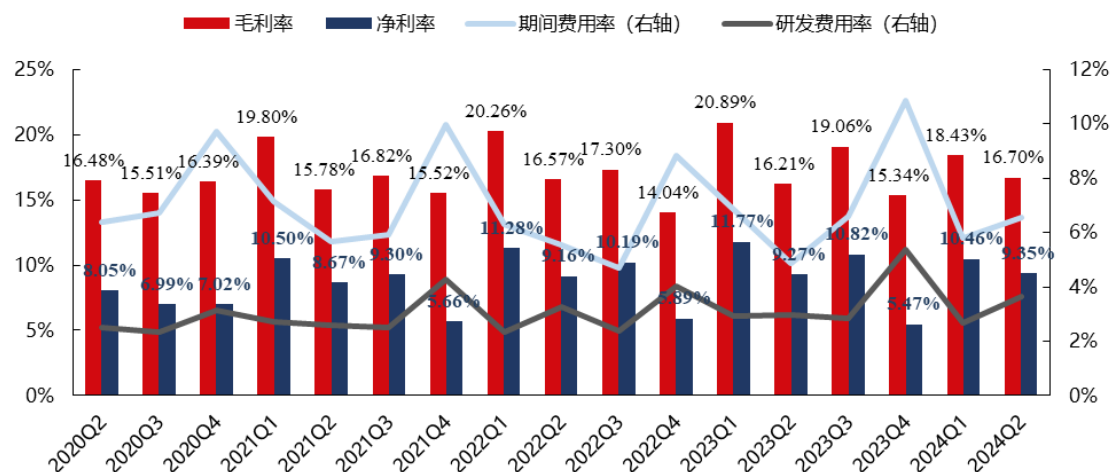


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 军机领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	军机				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入 (亿元)	385.62	277.63	359.55	-6.76%	29.51%
净利润当期 (亿元)	35.74	29.04	33.62	-5.93%	15.75%
毛利率	16.21%	18.43%	16.70%	0.49	(1.72)
净利率	9.27%	10.46%	9.35%	0.08	(1.11)
期间费用率	4.86%	5.80%	6.53%	1.67	0.74
ROE	3.41%	2.44%	2.40%	(1.00)	(0.04)

### 军机领域季度间的盈利能力情况对比

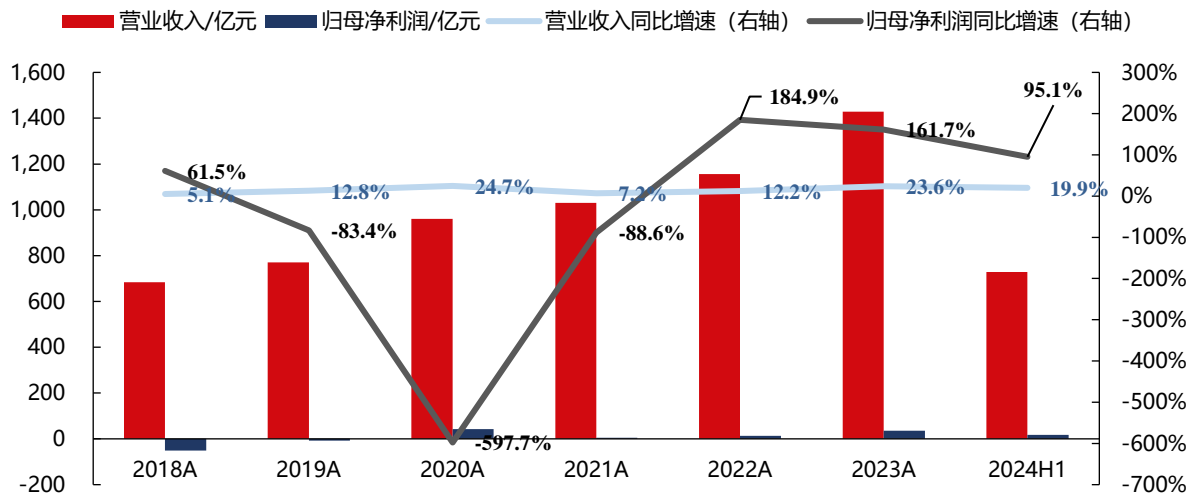


## 船舶（民船）领域年度间情况

民船行业景气持续，收入利润继续高增。2021-2023年营收增速分别为7.2%/12.2%/23.6%，2024H1为19.9%。归母净利润增速分别为-88.6%/184.9%/161.7%，2024H1为95.1%。

高价船逐渐交付，行业毛利率、净利率有所提升；船企控费显著，同时收入体量大幅增加，费用持续下降。2024H1年船舶领域厂商毛利率为9.79%，净利率为3.64%，分别同比提升0.45pct、1.72pct；经营状况持续向好，ROE同比提升4.04pct。

### 民船领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

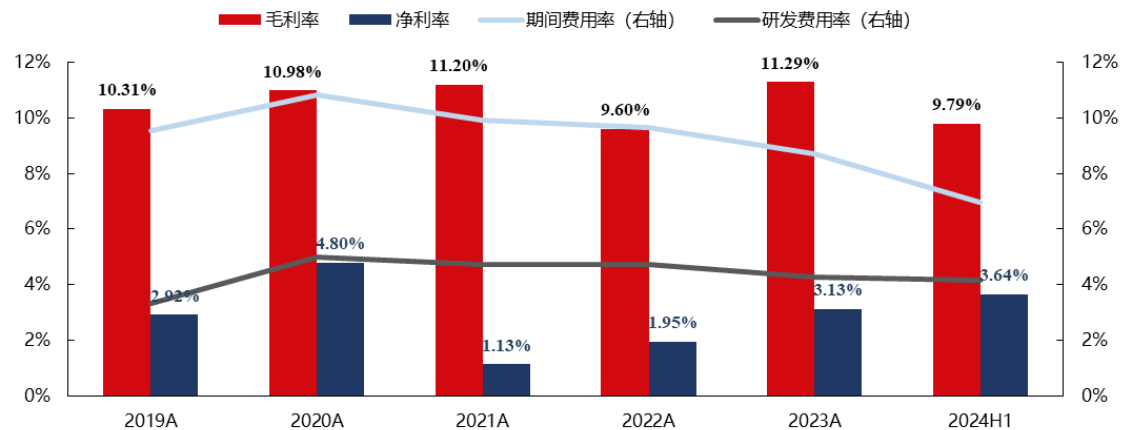


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 民船领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	船舶（民）		
	2023H1	2024H1	同比
收入（亿元）	607.34	728.20	19.90%
净利润当期（亿元）	11.68	26.53	127.16%
毛利率	9.34%	9.79%	0.45
净利率	1.92%	3.64%	1.72
期间费用率	7.49%	6.94%	(0.55)
ROE	10.59%	14.64%	4.04
存货（亿元）	571.45	611.93	7.08%
资本性支出 (Capex)	18.55	13.13	-29.23%
合同负债（亿元）	835.12	960.03	14.96%

### 民船领域年度间的盈利能力情况





# 船舶（民船）领域季度间情况

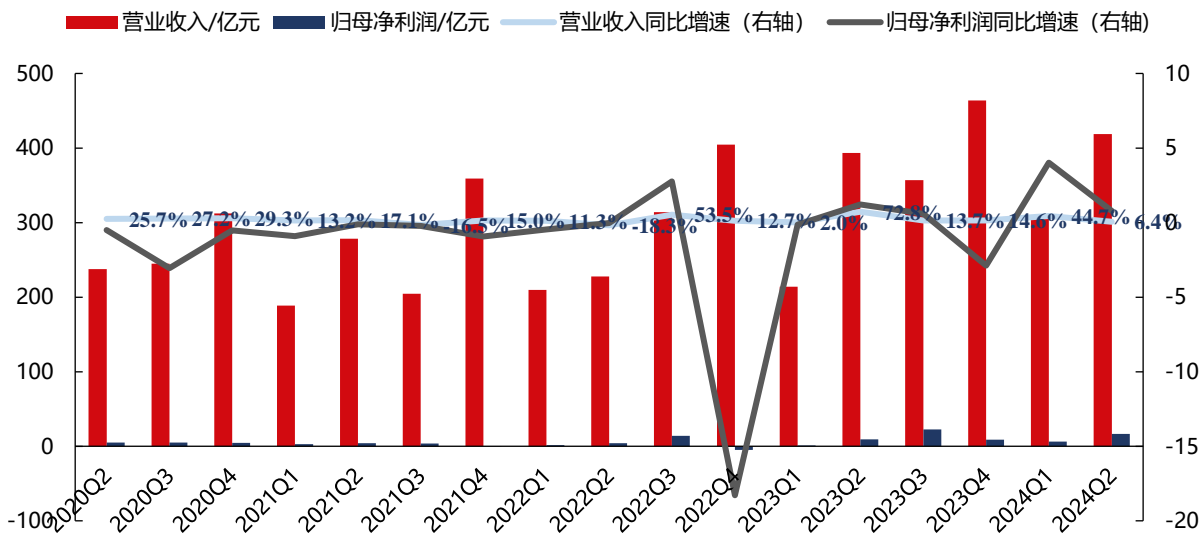
▼ 季度营收持续增长，利润进入逐季增加节奏。过去四个季度2023Q3-2024Q2船舶民船领域的营收增速分别为13.7%/14.6%/44.7%/6.4%，归母净利润增速分别为58.9%/-288.5%/401.7%/78.6%。

▼ 船舶领域产品交付主要集中在三四季度，毛利率环比有波动但是净利率环比提升。2024Q2毛利率10.17%、净利率为4.60%，分别环比提高0.88pct、2.26pct。

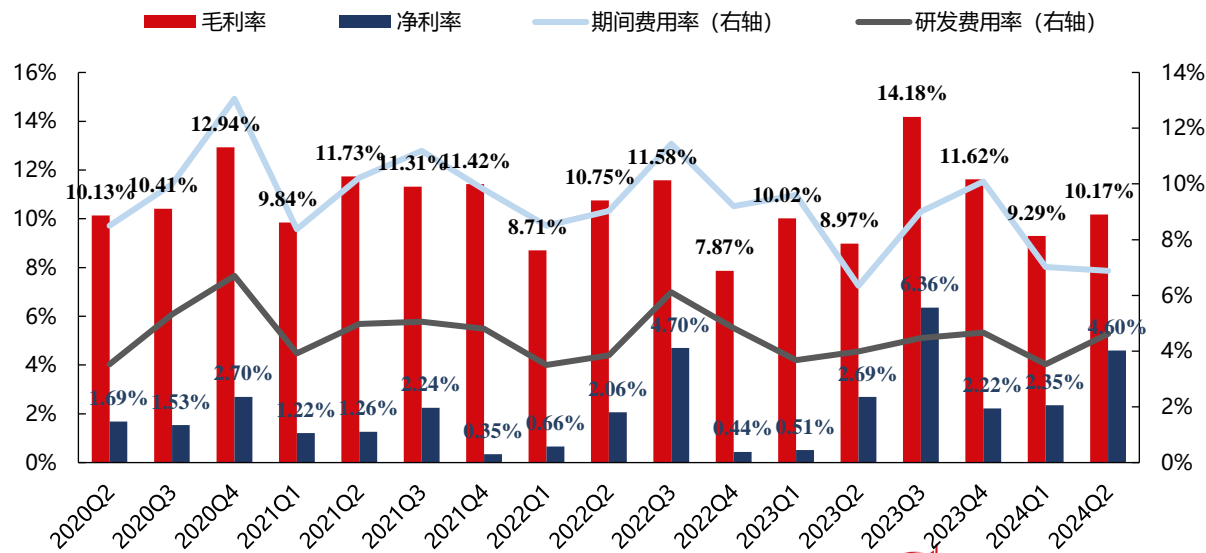
## 民船领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	船舶(民)				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入(亿元)	393.38	309.59	418.61	6.41%	35.22%
净利润当期(亿元)	10.59	7.27	19.26	81.99%	165.14%
毛利率	8.97%	9.29%	10.17%	1.19	0.88
净利率	2.69%	2.35%	4.60%	1.91	2.26
期间费用率	6.34%	7.02%	6.89%	0.54	(0.13)
ROE	7.59%	6.37%	8.20%	0.61	1.83

## 民船领域季度营收、归母净利润及同比增速



## 民船领域季度间的盈利能力情况对比

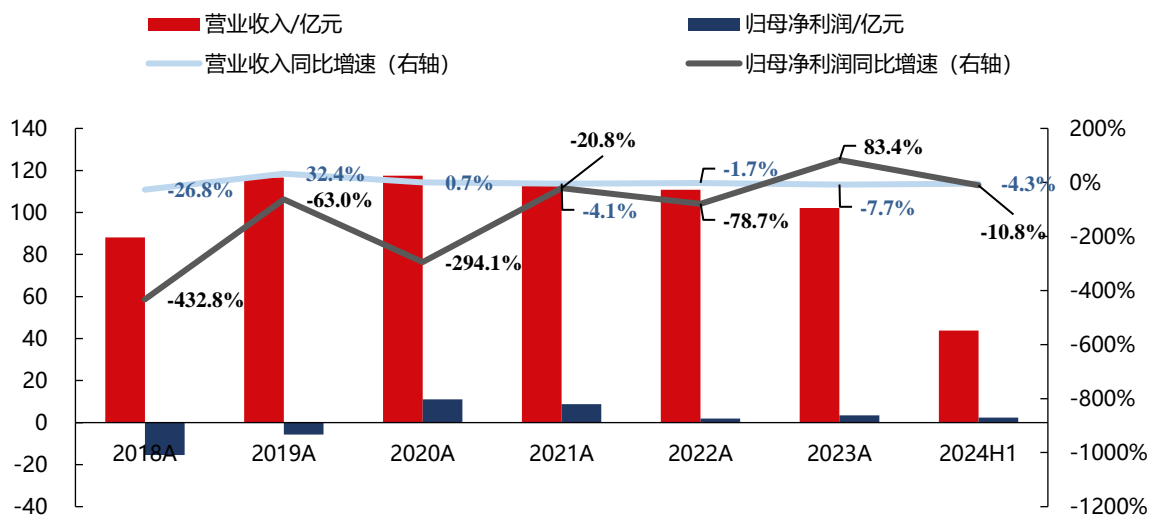


资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 船舶（军船）领域年度间情况

- 军船领域主要为军船产业链中上游，收入小幅下滑，利润整体下滑略有增长。2021-2023年营收增速分别为-4.1%/-1.7%/-7.7%，2024H1为-4.3%。归母净利润增速分别为-20.8%/-78.7%/83.4%，2024H1为-10.8%。
- 行业毛利率企稳回升，净利率略有下滑。2024H1年船舶军品领域厂商毛利率为28.05%，净利率为5.67%，分别同比1.5pct、-0.2pct。

军船领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

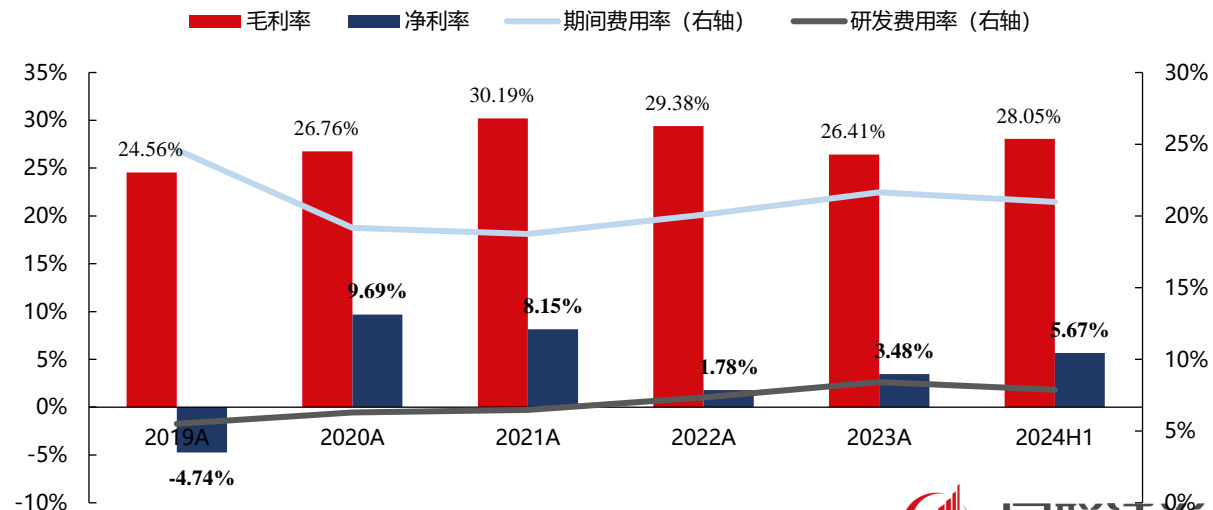


资料来源: Wind, 国联证券研究所

军船领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	船舶 (军)		
	2023H1	2024H1	同比
收入 (亿元)	45.75	43.79	-4.28%
净利润当期 (亿元)	2.69	2.48	-7.51%
毛利率	26.56%	28.05%	1.50
净利率	5.87%	5.67%	(0.20)
期间费用率	20.91%	20.99%	0.08
ROE	1.04%	-0.51%	(1.55)
存货 (亿元)	46.62	51.19	9.79%
资本性支出 (Capex)	3.04	3.28	8.22%
合同负债 (亿元)	5.32	5.73	7.65%

军船领域年度间的盈利能力情况

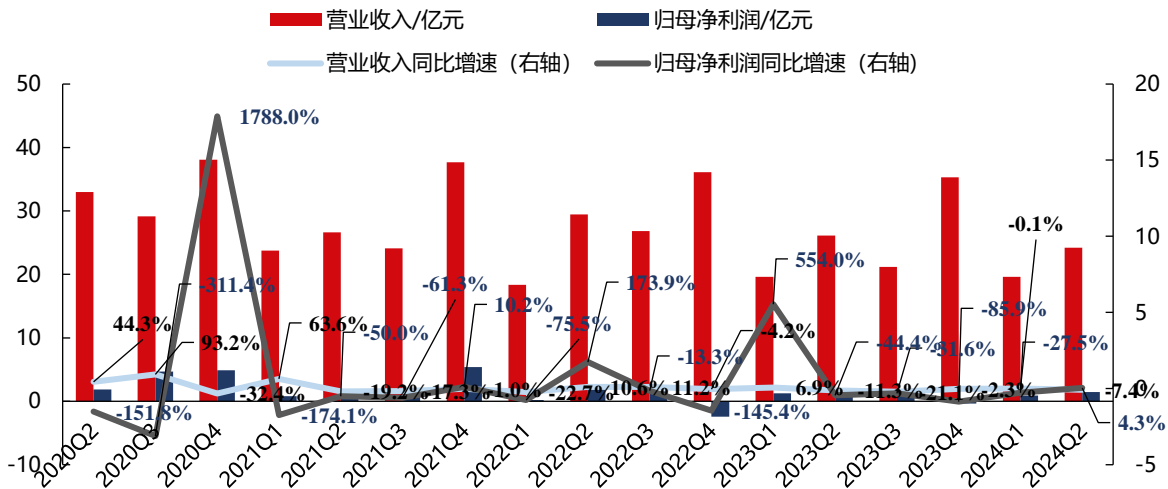


# 船舶（军船）领域季度间情况

▼ 单2季度收入下降大幅收窄，归母净利润三季度来增速首次转正。过去四个季度2023Q3-2024Q2军船领域的营收增速分别为-21.1%/-2.3%/-0.1%/-7.4%，归母净利润增速分别为-31.6%/-85.9%/-27.5%/4.3%。

▼ 单季度盈利能力环比好转，下半年逐季改善可期。2024Q2毛利率、净利率分别为28.84%、6.42%，分别环比提高1.76、1.68pct。

军船领域季度营收、归母净利润及同比增速

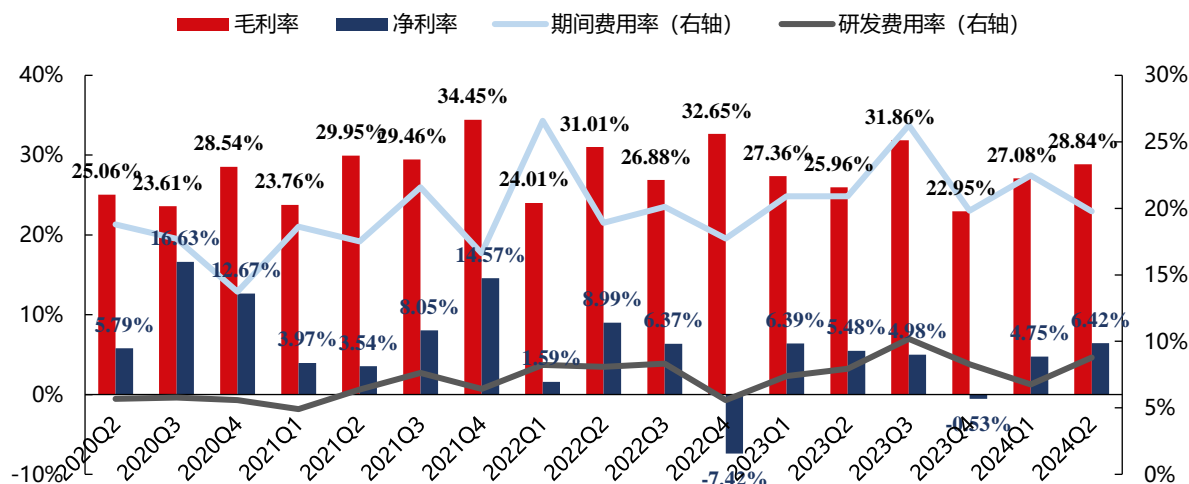


资料来源: Wind, 国联证券研究所

军船领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	船舶(军)				
	2023Q2	2024Q1	2024Q2	同比	环比
收入(亿元)	26.12	19.61	24.18	-7.44%	23.31%
净利润当期(亿元)	1.43	0.93	1.55	8.57%	66.88%
毛利率	25.96%	27.08%	28.84%	2.89	1.76
净利率	5.48%	4.75%	6.42%	0.95	1.68
期间费用率	20.90%	22.47%	19.78%	(1.11)	(2.69)
ROE	-0.80%	2.03%	-2.62%	(1.82)	(4.66)

军船领域季度间的盈利能力情况对比

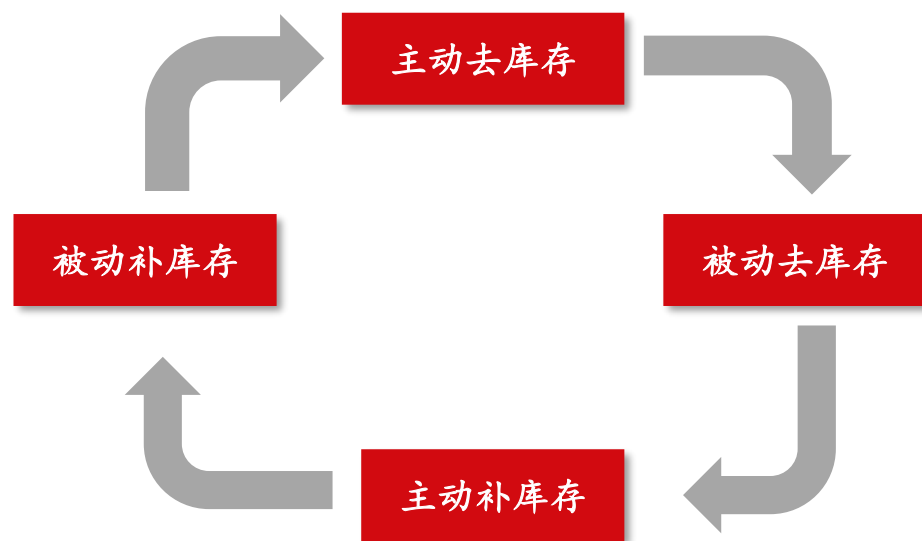




## 4、资产负债和现金流量表的看点

# 库存周期分析：整体库存仍在增加，原材料、主机厂增加明显，需求落地响应度高

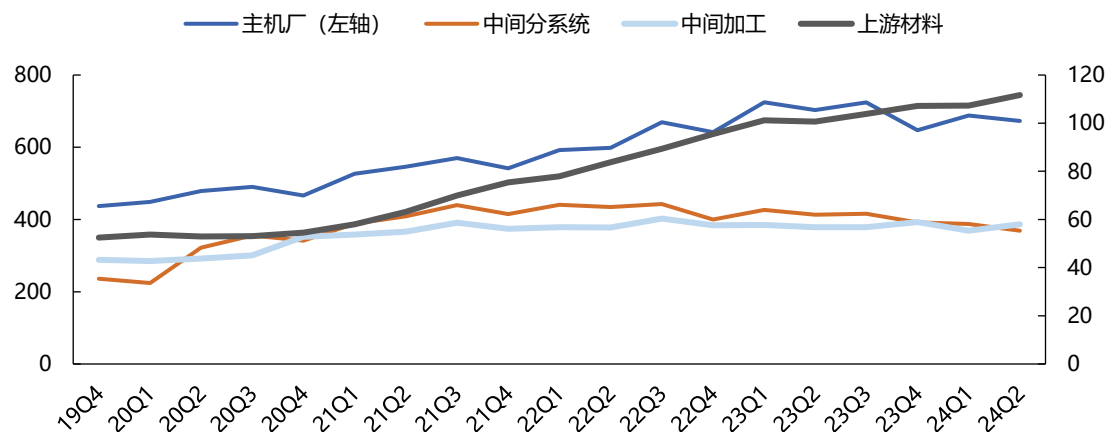
- ▼ **主机厂或处于主动补库存阶段：**主机厂2023Q2首次出现存货同比下滑并持续降库存，2024Q1开始有主动补库存的阶段或意味着需求的到来已在不远处；
- ▼ **中间环节或处于主动去库存阶段：**结构件与分系统处产业链中游，自在下游需求不明朗下开始降低存货，目前或处于主动去库存阶段；
- ▼ **上游材料或处于被动补库存：**上游原材料库存持续增长，或受中下游持续去库存与终端产品需求低迷影响，导致库存积压。未来随着新一批订单落地开启备货周期，上游材料或快速进入被动去库存阶段推动业绩释放。



分产业链环节存货情况

	24H1 存货绝对额/亿元	环比24Q1 存货	同比23H1 存货
上游原材料	169	2.5%	9.7%
上游元器件	181	1.3%	4.5%
中游结构件	112	4.8%	-2.8%
中下游分系统	70	-3.8%	-8.4%
下游主机厂	947	-1.3%	6.9%
军工整体	1479	-0.3%	5.3%

航空制造产业链的上中下游存货关系（单位：亿元）



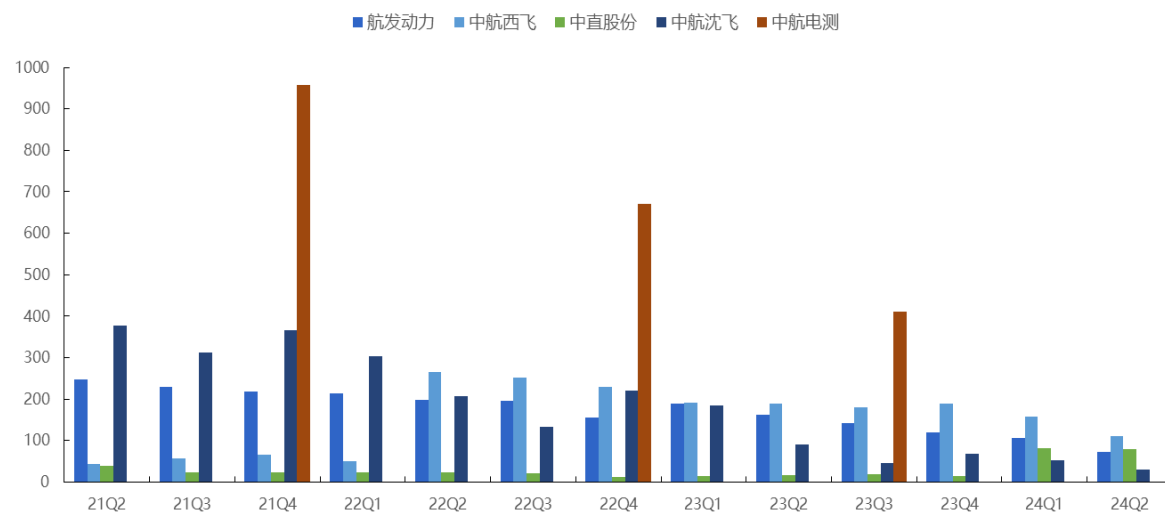
## ▶ 合同负债对比：主机厂下滑幅度均较大，后续成飞需求规模或仍相对较大

- ▼ 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亦下滑较快。

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）				
	24H1	23A	23H1	较期初增速	同比增速
上游原材料	12.2	13.3	13.8	-8.4%	-11.9%
上游元器件	10.3	14.8	19.1	-30.2%	-45.8%
中游结构件	6.4	11.4	10.1	-43.8%	-36.3%
中下游分系统	13.3	14.0	17.7	-4.4%	-24.5%
下游主机厂	295.0	389.3	465.3	-24.2%	-36.6%
军工整体	337.3	442.7	525.9	-23.8%	-35.9%

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				
	24H1	23A	23H1	较期初增速	同比增速
上游原材料	1.9	5.2	2.4	-64%	-21%
上游元器件	0.7	2.0	1.0	-67%	-30%
中游结构件	0.8	2.4	1.2	-66%	-29%
中下游分系统	0.5	1.7	0.7	-69%	-23%
下游主机厂	0.9	3.4	1.4	-74%	-38%
军工整体	1.0	3.0	1.3	-68%	-27%

分产业链环节收现比

分产业链环节	收现比				
	24H1	23A	23H1	较期初pcts	同比pcts
上游原材料	75%	74%	72%	0.79	2.68
上游元器件	98%	93%	80%	5.42	17.84
中游结构件	79%	85%	69%	-6.41	9.39
中下游分系统	82%	92%	69%	-9.92	13.07
下游主机厂	51%	80%	43%	-28.90	7.66
军工整体	67%	83%	59%	-15.31	8.45

## 下游主机厂进入再度资本开支阶段前瞻十五五需求，元器件、加工环节产能逐步达产

- 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；
- 上游原材料和元器件资本开支已经处于下行，过去的产能在逐步投产，整体投资已较为谨慎。
- 中游前期capex的快速增长，在建工程增速仍在边际上行，整体的产能投放较大。

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	2024Q2
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%	-15%
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%	-2%
中游加工	-16%	-5%	9%	159%	86%	81%	57%	38%	38%	41%	42%	-4%	-2%	12%	35%	4%	21%	14%	-5%	22%	14%
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%	0%
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%	44%

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

	在建工程累计同比增速																				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
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%	6%
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%	22%
中游加工	-2%	3%	-5%	1%	36%	53%	49%	23%	35%	62%	38%	12%	2%	29%	13%	2%	12%	28%	17%	21%	49%
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%	-1%
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%	24%



## 其他收益：增值税加计抵减政策实施，有望为企业带来较大额外利润增量

- 国家税务局颁布的公告，自2023年1月1日至2027年12月31日，允许先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额加计5%抵减应纳税增值税税额，抵减的部分纳入其他收益。
- 中航光电、中航西飞2024H1先进制造业进项税加计抵减/各自的2023A总收入分别为0.59%（1.19亿/200.74亿）、0.54%（2.18亿/403.01亿）。中航沈飞、航发控制等企业该比例水平仍较低，其他收益规模有望继续加大。

财政部、税务总局联合发布《关于先进制造业企业增值税加计抵减政策的公告》（财政部 税务总局公告 2023 年第 43 号，以下简称 43 号公告），明确自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，允许先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额加计 5% 抵减应纳税增值税税额。

其他收益累计同比增速

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
上游原材料	-2%	-8%	-3%	5%	-21%	2%	17%	14%	22%	17%	1%	11%	21%	16%	30%	85%	41%	70%	55%	86%	40%
上游元器件	14%	2%	9%	18%	37%	32%	17%	59%	12%	47%	25%	17%	-2%	4%	10%	25%	40%	12%	16%	70%	67%
中游加工	105%	92%	17%	95%	-14%	24%	27%	44%	80%	43%	38%	-12%	-22%	-9%	-17%	-6%	-14%	18%	10%	21%	81%
中游分系统	86%	149%	14%	44%	5%	22%	14%	-25%	5%	-26%	-24%	8%	-1%	29%	10%	64%	37%	3%	17%	-26%	-25%
下游主机厂	80%	36%	11%	622%	339%	182%	193%	-65%	-51%	-46%	-50%	-33%	-9%	1%	18%	-65%	-39%	-37%	-14%	86%	232%

## 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。

## 分析师和联系人

分析师 吴爽

SAC: S0590523110001

## 办公地址

### 上海

虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

### 北京

东城区安定门外大街208号中邮政安广场A座4层

### 深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

### 无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16层

# 评级说明和声明

## 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。	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。

## 版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！