

军工行业短期承压，航海装备景气上行

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近12月市场表现



分析师 余炜超

SAC证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

- 《低空经济未来已来，近万亿市场待释放》 2024-04-30
- 《国防军工周报(2024/02/17-2024/02/24)》 2024-02-25
- 《国防军工周报(2024/01/27-2024/02/03)》 2024-02-04

国防军工行业2023及2024Q1业绩报告综述

核心观点

- ❖ **国防军工行业2023年营收增速排名靠前，2024Q1行业利润承压：**2023年，国防军工行业营收5872.08亿元，在31个申万一级行业中排名25；营收增速为4.91%，排名第10；归母净利润为318.67亿元，排名第20；归母净利润同比增速为2.82%，排名第15。2024Q1，国防军工行业营收1104.52亿元，在31个申万一级行业中排名27；营收增速为2.33%，排名第14；归母净利润为65.91亿元，排名第23；归母净利润同比增速为-15.39%，排名第20。
- ❖ **航空装备营收稳定增长，航天装备景气度短期走弱：**航空装备，自2020年至2023年均实现了10%以上的营收增速，2020Q1至2024Q1季度营收也同比连续增长。行业景气度凸显。**航天装备**，2023&2024Q1营收分别同比下降2.1%/25.7%，归母净利润下降43.5%/46.4%，毛利率表现稳中向好，未来卫星互联网产业链突破有望带动行业上行。
- ❖ **航海装备行业扭亏为盈，军工电子&地面兵装利润下行：**航海装备，2023&2024Q1营收分别同比增长19.6%/52.1%，归母净利润同比增长345.3%/207.0%，实现盈利。**军工电子**，2023&2024Q1营收分别同比减少2.9%/25.7%，归母净利润减少29.3%/49.9%，毛利率同比小幅下滑1.3%/2.6%。**地面兵装**，2023&2024Q1营收分别同比下降20.1%/17.4%，归母净利润同比下降26.8%/37.3%。行业毛利率略有提高，但整体景气度暂时处于较低水平。
- ❖ **投资建议：**航空装备受益于低空经济或将迎来更广阔增长空间，航海装备景气度稳健上行，航天装备及军工电子或将受益于卫星互联网突破以及军工信息化智能化稳步推进带来的增量需求。因此我们建议关注航空装备、低空经济、卫星互联网及商业航天、弹药火工品产业链及个股。
- ❖ **风险提示：**装备放量不及预期风险；新技术研发不及预期；军品定价风险。

表：重点公司投资评级：

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价(05.10)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600760	中航沈飞	1,103.93	40.06	1.09	1.37	1.69	36.71	29.36	23.66	未覆盖
000768	中航西飞	675.96	24.30	0.31	0.41	0.54	78.51	58.76	45.10	未覆盖
600372	中航机载	606.31	12.53	0.39	0.46	0.55	32.14	27.24	23.01	未覆盖
600893	航发动力	1,000.93	37.55	0.53	0.63	0.76	70.42	59.67	49.14	未覆盖
000738	航发控制	273.56	20.80	0.55	0.64	0.76	37.65	32.50	27.52	未覆盖
002111	威海广泰	57.69	10.86	0.24	0.58	0.76	45.9	18.61	14.24	增持
603308	应流股份	102.47	15.09	0.45	0.64	0.90	33.79	23.45	16.85	增持

数据来源：wind数据，财通证券研究所（备注：威海广泰、应流股份使用财通证券预测数据外，其余预测数据均使用wind一致预期）

内容目录

1	国防军工行业 2023 年营收增速排名靠前，2024Q1 行业利润承压.....	5
2	国防军工二级行业：航空装备稳定放量，航海装备景气上行.....	6
2.1	航空航海装备营收快速增长，航海装备扭亏为盈.....	6
2.2	航海装备毛利率显著改善，费用率得到有效控制.....	10
2.3	航海装备景气度持续提升，航空装备投资支出继续增加.....	12
3	航空装备：各环节毛利率分化，主机厂订单持续消化.....	14
3.1	军机主机厂总体业绩持续提高，上游原材料总体业绩有所分化.....	14
3.2	主机厂毛利率及费用率均处于低位，其余环节毛利率及费用率分化.....	16
3.3	军机主机厂存货周转减速，合同负债+预收账款仍处于历史高位.....	19
4	军工电子及航天装备：多环节费用率上升，毛利率有所下滑.....	21
4.1	总体营收有所增长，归母净利润多数环节出现下滑.....	22
4.2	多数环节出现毛利率下降及费用率上升.....	23
4.3	存货周转速度处于近年来较低水平，合同负债+预收账款仍处于相对高位.....	24
5	航海装备及地面兵装总结：船舶景气度上行，兵装行业毛利率分化.....	25
5.1	船舶总装及配套营收显著增长，归母净利润获得显著改善.....	26
5.2	船舶总装环节毛利率显著改善，费用率得到有效控制.....	28
5.3	船舶存货周转速度显著加快，合同负债+预收账款稳健上升.....	30
6	投资建议.....	33
7	业绩概览.....	35
8	风险提示.....	38

图表目录

图 1.	2023 年申万一级行业营业收入及同比增长率.....	5
图 2.	2023 年申万一级行业归母净利润及同比增长率.....	5
图 3.	2024Q1 申万一级行业营业收入及同比增长率.....	6
图 4.	2024Q1 申万一级行业归母净利润及同比增长率.....	6
图 5.	2019-2023 年国防军工二级子行业营业收入对比.....	7
图 6.	2020-2023 年国防军工二级子行业营业收入增速对比.....	7
图 7.	2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业营业收入对比.....	8

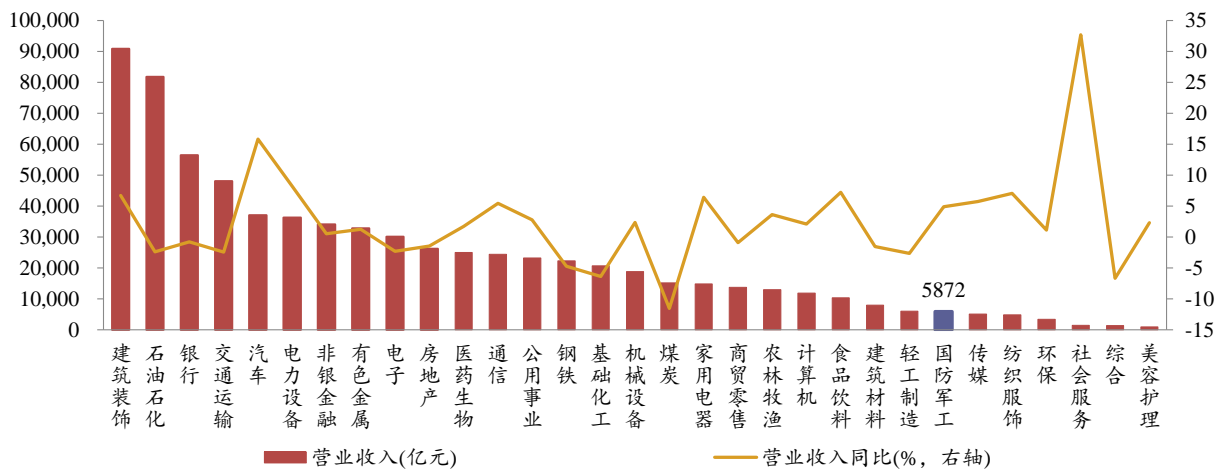
图 8. 2021Q1-2024Q1 国防军工二级子行业营业收入增速对比	8
图 9. 2019-2023 年国防军工二级子行业归母净利润对比	9
图 10. 2020-2023 年国防军工二级子行业归母净利润同比增速对比	9
图 11. 2020Q1-2024Q1 年国防军工二级子行业归母净利润对比.....	10
图 12. 2021Q1-2024Q1 国防军工二级子行业归母净利润同比增速对比	10
图 13. 2019-2023 年国防军工二级子行业毛利率对比	11
图 14. 2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业毛利率对比	11
图 15. 2019-2023 年国防军工二级子行业平均费用率对比	12
图 16. 2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业平均费用率对比	12
图 17. 2019-2023 年国防军工二级子行业合同负债+预收账款对比	13
图 18. 2019-2023 年国防军工二级子行业平均存货周转天数对比	13
图 19. 2019-2023 年国防军工二级子行业购建固定资产等现金支出对比	14
图 20. 2019-2023 年航空装备行业各环节营业收入对比	15
图 21. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节营业收入对比	15
图 22. 2019-2023 年航空装备行业各环节归母净利润对比	16
图 23. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节归母净利润对比	16
图 24. 2019-2023 年航空装备行业各环节毛利率对比	17
图 25. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节毛利率对比	17
图 26. 2019-2023 年航空装备行业中军机/航发主机厂毛利率对比	18
图 27. 2019-2023 年航空装备行业中军机/航发主机厂费用率对比	18
图 28. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业中军机/航发主机厂费用率对比	19
图 29. 2019-2023 年航空装备行业各环节存货周转天数对比	19
图 30. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节存货周转天数对比	20
图 31. 2019-2023 年航空装备行业各环节购建固定资产等现金支出对比	20
图 32. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节购建固定资产等现金支出对比	20
图 33. 2019-2023 年航空装备行业各环节合同负债+预收账款对比	21
图 34. 2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节合同负债+预收账款对比	21
图 35. 2019-2023&2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节营业收入对比.....	23
图 36. 2019-2023&2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节归母净利润对比.....	23
图 37. 2019-2023&2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节毛利率对比.....	24
图 38. 2019-2023&2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节费用率对比.....	24
图 39. 2019-2023, 2023Q1-2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节平均存货周转天数对比.....	25
图 40. 2019-2023, 2023Q1-2024Q1 军工电子&航天装备行业各环节合同负债+预收账款对比.....	25

图 41. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节营业收入对比	27
图 42. 2020Q1-2024Q1 航海装备及地面兵装行业各环节营业收入对比	27
图 43. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节归母净利润对比	28
图 44. 2020Q1-2024Q1 航海装备及地面兵装行业各环节归母净利润对比	28
图 45. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节毛利率对比	29
图 46. 2020Q1-2024Q1 年航海装备及地面兵装行业各环节毛利率对比	29
图 47. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节费用率对比	30
图 48. 2020Q1-2024Q1 年航海装备及地面兵装行业各环节费用率对比	30
图 49. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节存货周转天数对比	31
图 50. 2020Q1-2024Q1 航海装备及地面兵装行业各环节存货周转天数对比	31
图 51. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节合同负债+预收账款对比	32
图 52. 2019-2023 年航海装备及地面兵装行业各环节购建固定资产等现金支出对比.....	32
图 53. 2020Q1-2024Q1 航海装备及地面兵装行业各环节合同负债+预收账款对比	32
图 54. 2020Q1-2024Q1 航海装备及地面兵装行业各环节购建固定资产等现金支出对比	33
表 1. 航空装备中各上市公司环节标签划分.....	14
表 2. 军工电子及航天装备行业内上市公司环节标签划分.....	22
表 3. 航海装备及地面兵装环节标签划分.....	26
表 4. 国防军工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩一览.....	35

1 国防军工行业 2023 年营收增速排名靠前，2024Q1 行业利润承压

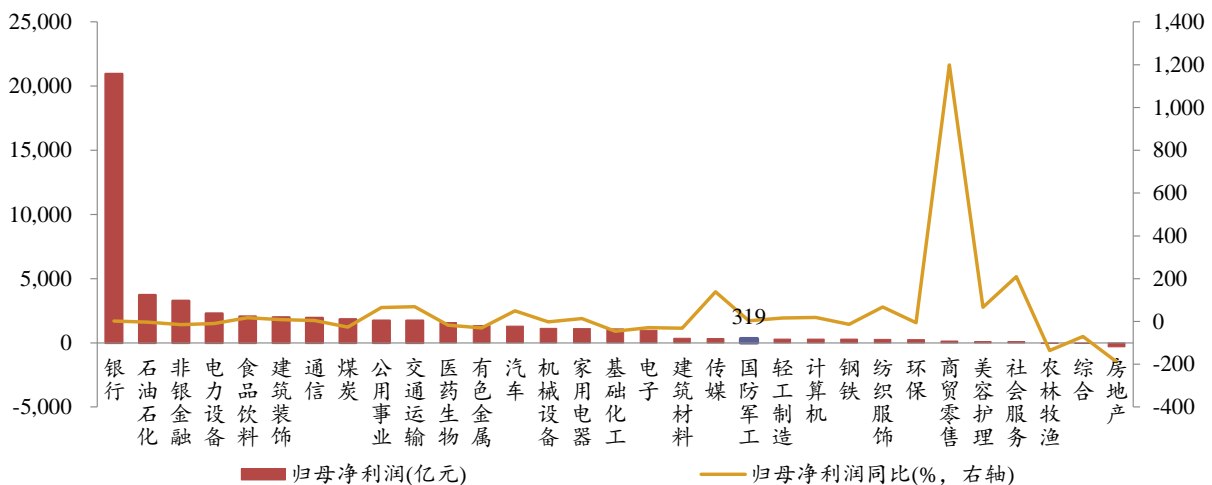
2023 年，国防军工行业营业收入 5872.08 亿元，在 31 个申万一级行业中排名 25；营业收入增速为 4.91%，排名第 10；归母净利润为 318.67 亿元，排名第 20；归母净利润同比增速为 2.82%，排名第 15。

图1.2023 年申万一级行业营业收入及同比增长率



数据来源：Wind，财通证券研究所

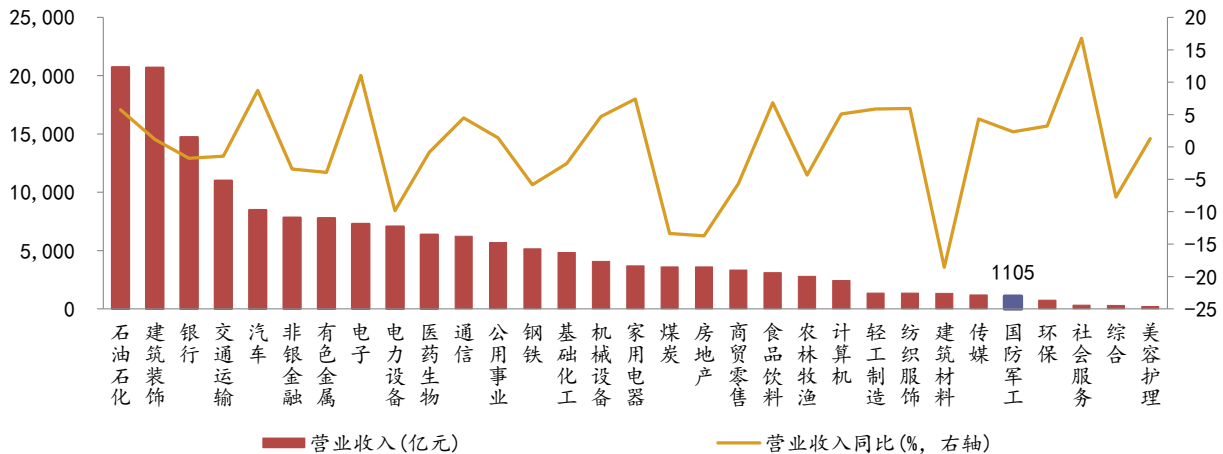
图2.2023 年申万一级行业归母净利润及同比增长率



数据来源：Wind，财通证券研究所

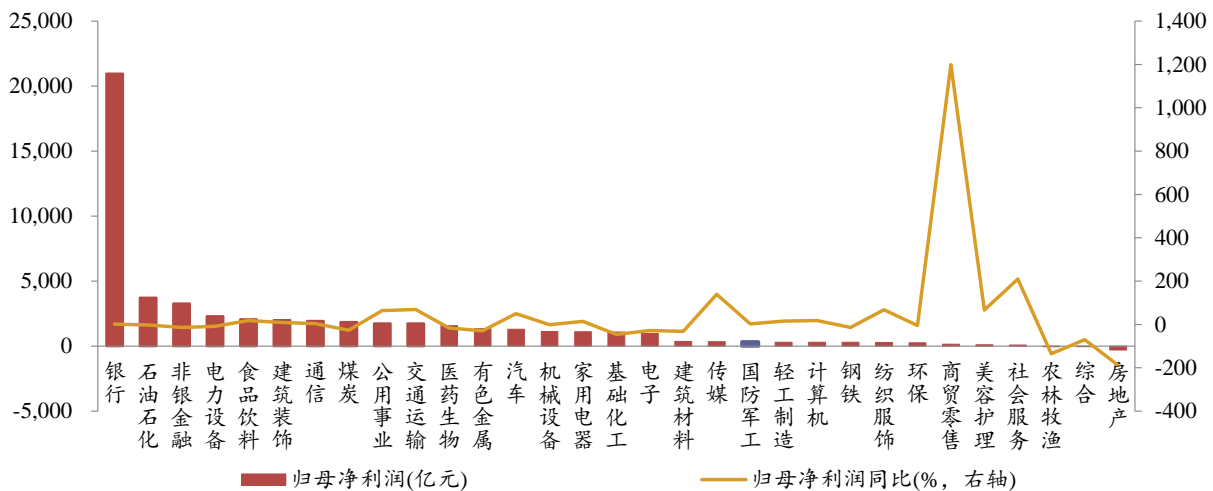
2024Q1，国防军工行业营业收入 1104.52 亿元，在 31 个申万一级行业中排名 27；营业收入增速为 2.33%，排名第 14；归母净利润为 65.91 亿元，排名第 23；归母净利润同比增速为 -15.39%，排名第 20。

图3.2024Q1 申万一级行业营业收入及同比增长率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图4.2024Q1 申万一级行业归母净利润及同比增长率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

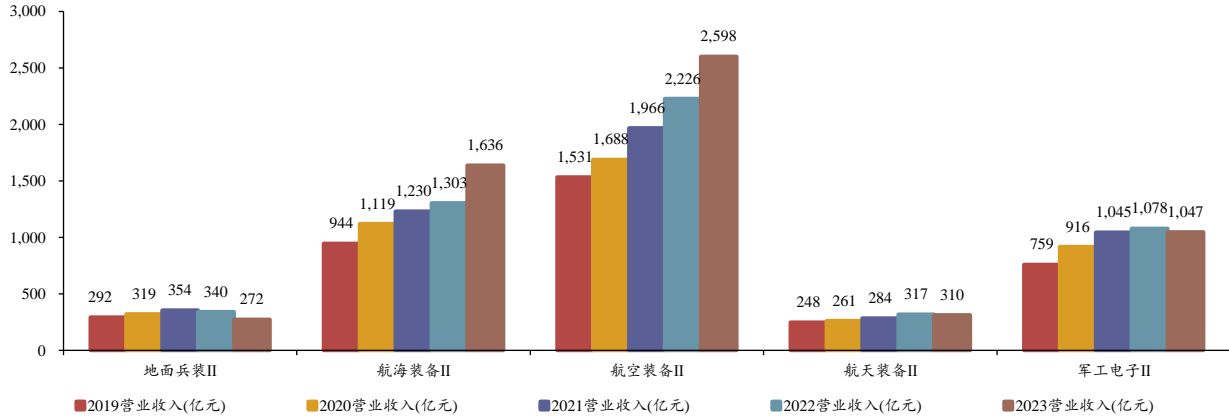
2 国防军工二级行业：航空装备稳定放量，航海装备景气上行

2.1 航空航海装备营收快速增长，航海装备扭亏为盈

按年度看，航空航海装备营收维持高增长态势。2023年，航空装备营业收入为2598.2亿元，在国防军工行业中占比最高，其次分别为航海装备的1636.0亿元，军工电子的1046.7亿元，航天装备的310.4亿元以及地面兵装的271.8亿元。从增速上看，航海装备实现了最高的营业收入增速25.6%，其次分别为航空装备的16.7%，航天装备的-2.1%，军工电子的-2.9%以及地面兵装的-20.1%。其中，航空装备自2020年至2023年均实现了10%以上的营业收入增速，行业景气度凸显；

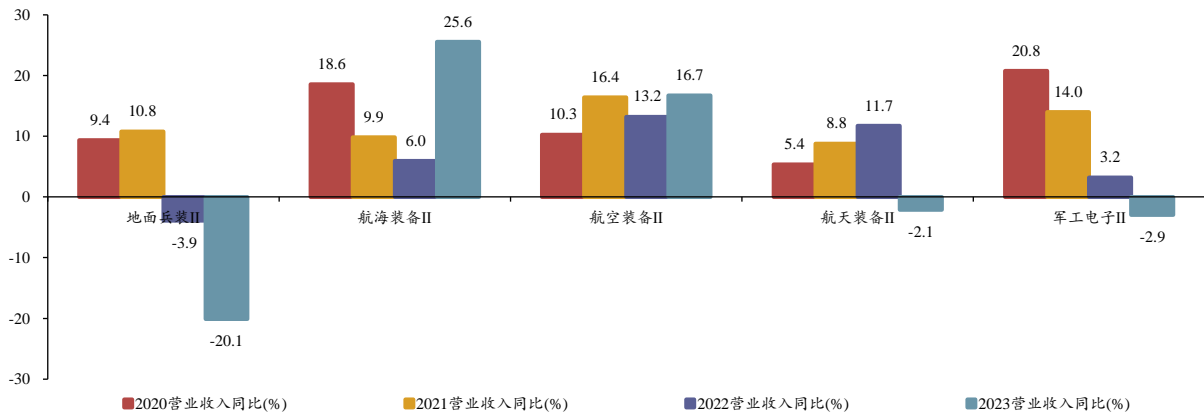
航海装备实 2023 年现了五大子行业中最快营收增速, 同比提高 19.6%; 航天装备、军工电子行业景气度下行, 地面兵装营收增速下降幅度继续加大。

图5.2019-2023 年国防军工二级子行业营业收入对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所 (备注: 为保持口径统一, 样本数据使用 2019 营业收入不为 0 的样本, 下同)

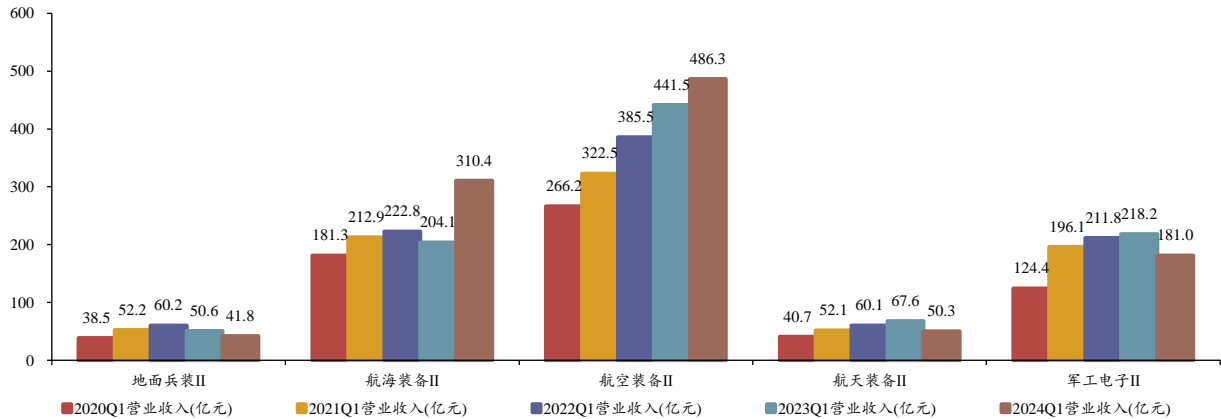
图6.2020-2023 年国防军工二级子行业营业收入增速对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

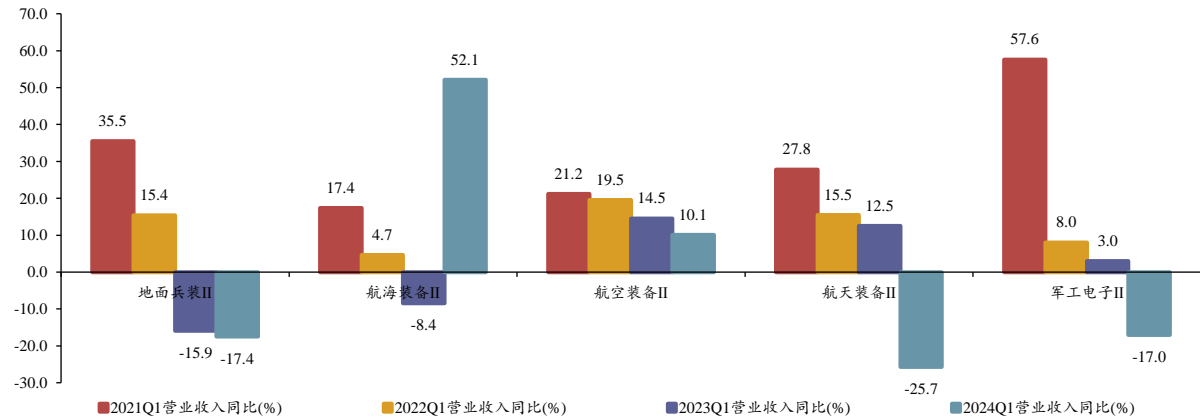
分季度看, 2024Q1 航海装备营收仍增长迅速。2024Q1, 航空装备营业收入为 486.3 亿元, 在国防军工行业中占比最高, 其次分别为航空装备的 310.4 亿元, 军工电子的 181.0 亿元, 航天装备的 50.3 亿元以及地面兵装的 14.8 亿元。从增速上看, 航海装备实现了最高的营业收入增速 52.1%, 其次分别为航空装备的 10.1%, 军工电子的 -17.0%, 地面兵装的 -17.4% 以及航天装备的 -25.7%。

图7.2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业营业收入对比



数据来源：Wind，财通证券研究所（备注：为保持口径统一，样本数据使用2019营业收入不为0的样本，下同）

图8.2021Q1-2024Q1 国防军工二级子行业营业收入增速对比

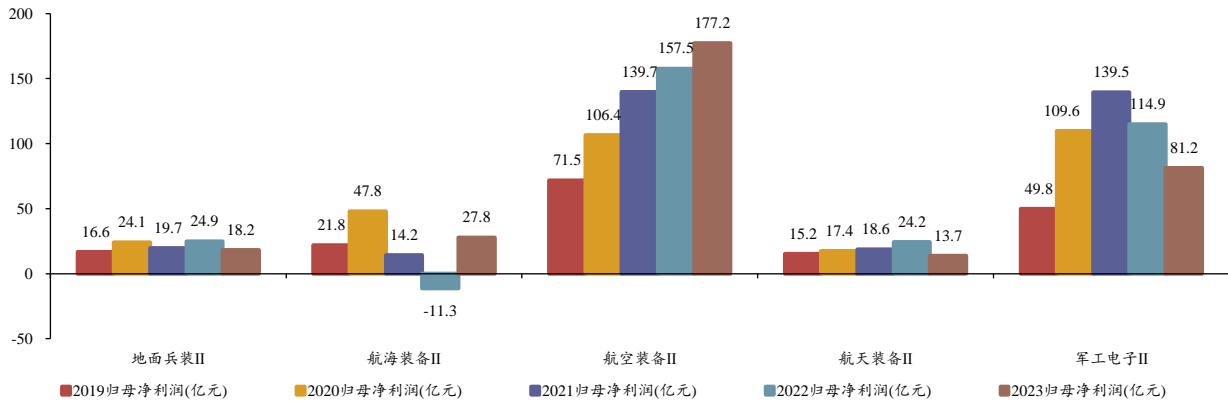


数据来源：Wind，财通证券研究所

按年度看，航空装备归母净利润持续增长，航海装备归母净利润实现扭亏为盈。2023年，航空装备以177.2亿元实现了国防军工行业中的最高归母净利润，2019年至2023年实现连续增长；军工电子实现归母净利润81.2亿元，相比2022年的114.9亿元有所下滑；航海装备归母净利润实现了扭亏为盈，从2022年的-11.3亿元增长至2023年的27.8亿元；而地面兵装和航天装备则均有一定下滑。

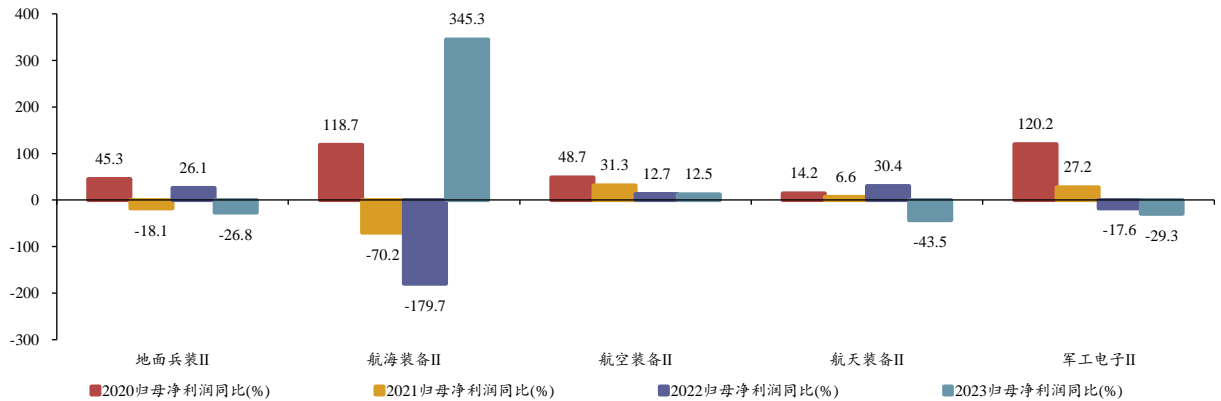
航海装备扭亏为盈增速最快，航空装备增长较为稳定。2023年，航海装备归母净利润实现由负转正，实现了最高的归母净利润同比增速345.3%，航海装备景气度拐点得到验证，其次为航空装备的12.5%，此外，军工电子、地面兵装及航天装备归母净利润同比增速分别为-29.3%、-26.8%和-43.5%。

图9.2019-2023 年国防军工二级子行业归母净利润对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图10.2020-2023 年国防军工二级子行业归母净利润同比增速对比

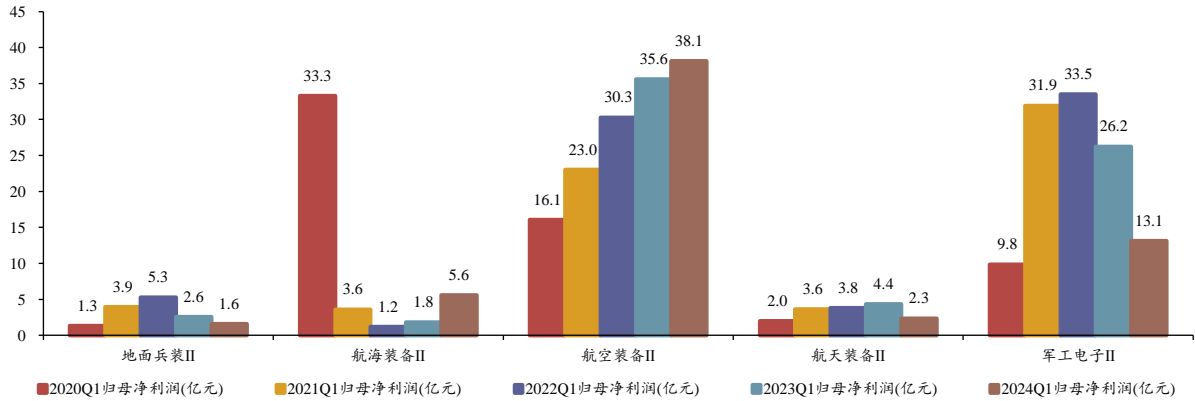


数据来源: Wind, 财通证券研究所

分季度看,航空装备归母净利润持续增长,航海装备归母净利润持续改善。2024Q1,航空装备以 38.1 亿元实现了国防军工行业中的最高归母净利润,2020Q1 至 2024Q1 实现连续增长;军工电子实现归母净利润 13.1 亿元,相比 2023Q1 的 26.2 亿元大幅下滑;航海装备归母净利润持续改善,从 2022Q1 的 1.2 亿元改善至 2024Q1 的 5.6 亿元;而地面兵装和航天装备则仍有小幅下滑。

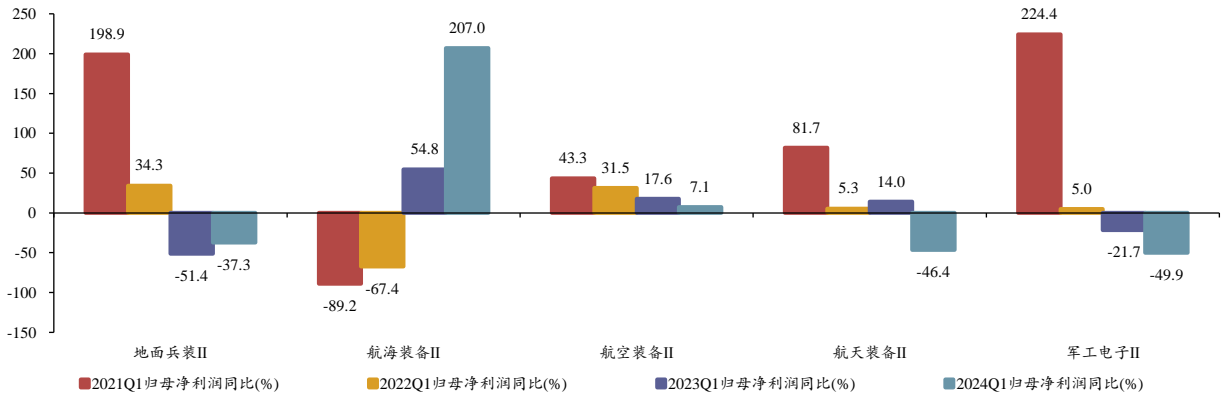
2024Q1 航海装备增速领先,军工电子降幅扩大。2024Q1 年,航海装备归母净利润大幅改善,实现了最高的归母净利润同比增速 207.0%,航海装备 Q1 景气度持续向好,其次为航空装备的 7.1%,此外,地面兵装、航天装备及军工电子归母净利润持续下滑,同比分别为-37.3%、-46.4%和-49.9%。

图11.2020Q1-2024Q1 年国防军工二级子行业归母净利润对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图12.2021Q1-2024Q1 国防军工二级子行业归母净利润同比增速对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

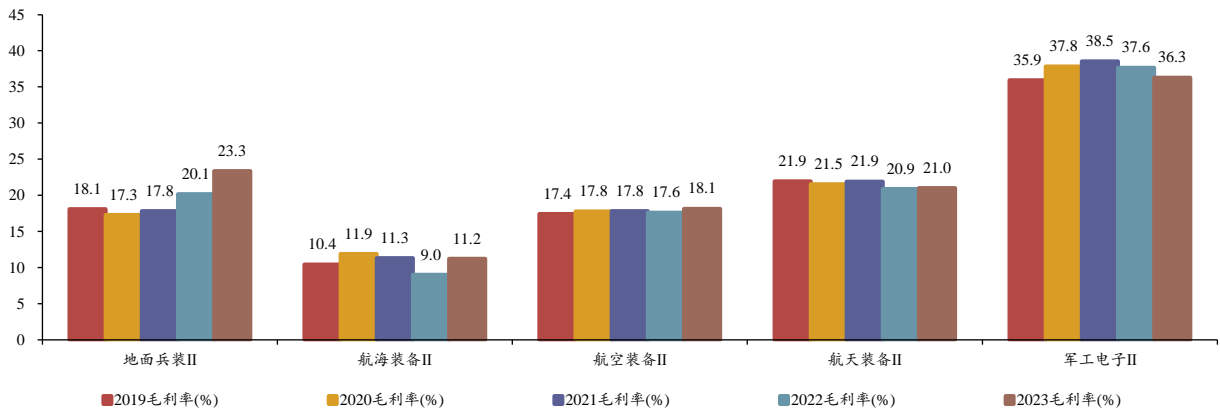
2.2 航海装备毛利率显著改善，费用率得到有效控制

按年度看，军工电子毛利率有所下滑，航海装备毛利率改善明显。2023年，军工电子行业毛利率仍旧处于五个子行业之首，但已从2022年的37.6%下滑至2023年的36.3%。航海装备毛利率仍旧为五个子行业最低水平，但已从2022年的9.0%增加至2023年的11.2%，毛利率水平基本回升到2021年水平；航空装备毛利率实现小幅增长，从2022年的17.6%微增至2023年的18.1%；航天装备行业毛利率从2022年的20.9%微增至2023年的21.0%；而地面兵装则从2022年的20.1%增至2023年的23.3%。

分季度看，航天装备毛利率略有提升，军工电子下降明显。2024Q1，军工电子行业毛利率仍旧处于五个子行业之首，但已从2023Q1的38.8%下滑至2024Q1的36.2%。航天装备行业毛利率从2023Q1的20.2%微增至2024Q1的20.7%；航海

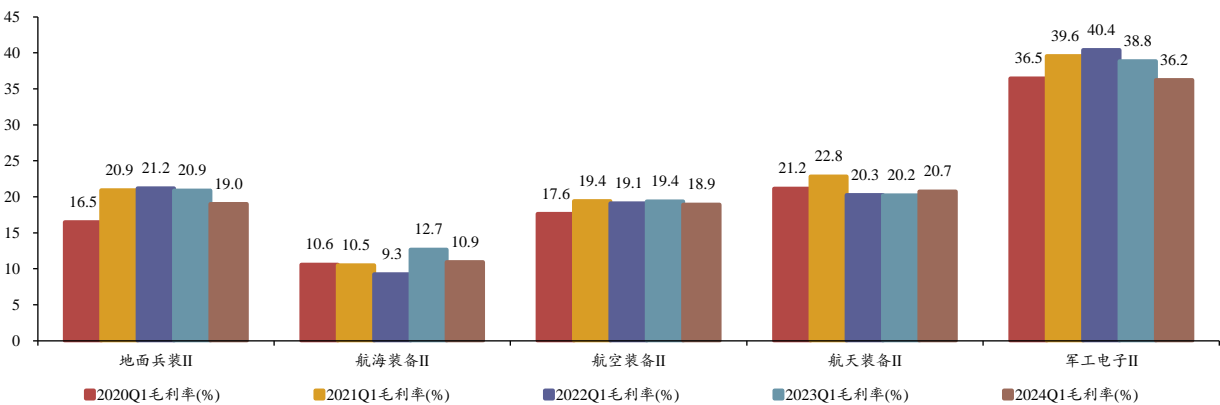
装备毛利率仍旧为五个子行业最低水平，2024Q1 毛利率水平同比有所下滑；航空装备毛利率小幅下滑，从 2023Q1 的 19.4% 降至 2024Q1 的 18.9%；而地面兵装则从 2023Q1 的 19.4% 降至 2024Q1 的 19.0%。

图13.2019-2023 年国防军工二级子行业毛利率对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业毛利率对比



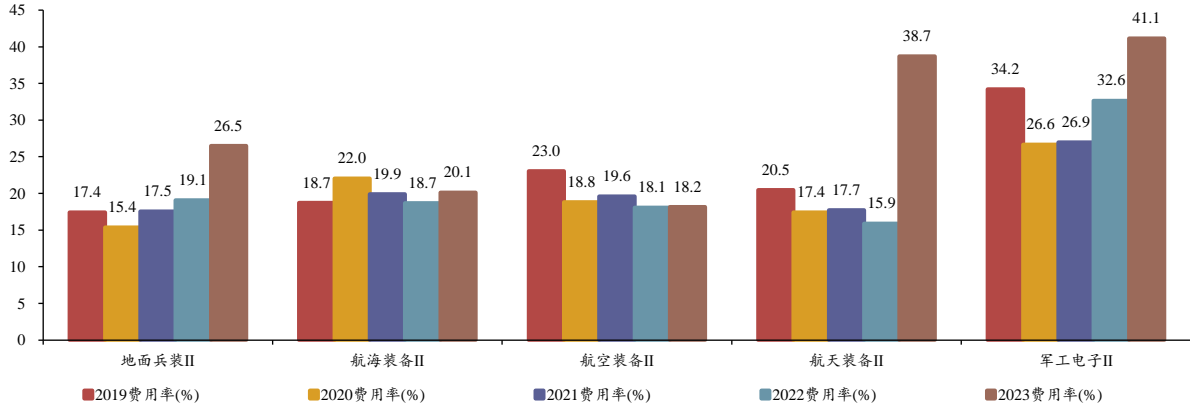
数据来源：Wind，财通证券研究所

按年度看，航空航海费用率得到有效控制，航天装备和军工电子费用率显著上升。2023 年，航空航海装备费用率较 2022 年波动较小，而 2023 年航天装备费用率由 2022 年的 15.9% 大幅提升至 2023 年的 38.7%；2023 年军工电子、航天装备及地面兵装费用率也出现一定的同比提高，分别达到 41.1% 和 26.5%。

分季度看，航空及兵装波动明显，航海航天相对稳定。2024Q1，航空装备费用率由 2023Q1 的 20.4% 提升至 41.0%，地面兵装费用率由 2023Q1 的 27.9% 提升至

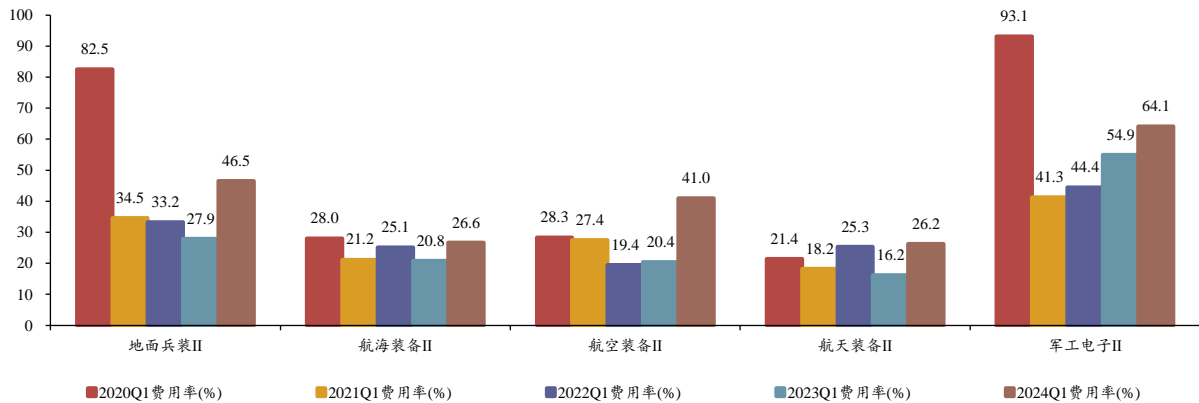
46.5%；军工电子费用率同比增加相对较小，由 2023Q1 的 54.9%提升至 64.1%。
2024Q1 航海与航天装备费用率基本维持在 2022Q1 年的水平。

图15.2019-2023 年国防军工二级子行业平均费用率对比



数据来源：Wind，财通证券研究所（备注：此处费用率为使用等权平均方法获得）

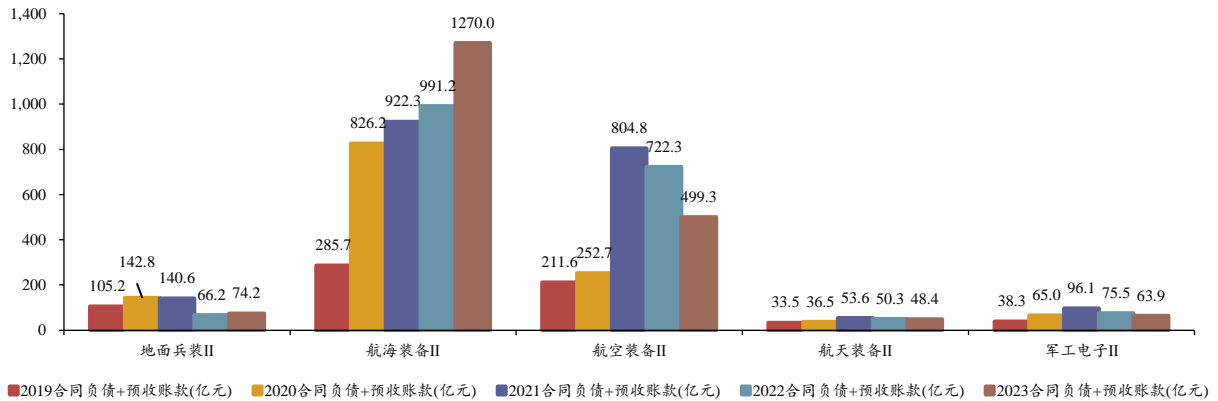
图16.2020Q1-2024Q1 国防军工二级子行业平均费用率对比



数据来源：Wind，财通证券研究所（备注：此处费用率为使用等权平均方法获得）

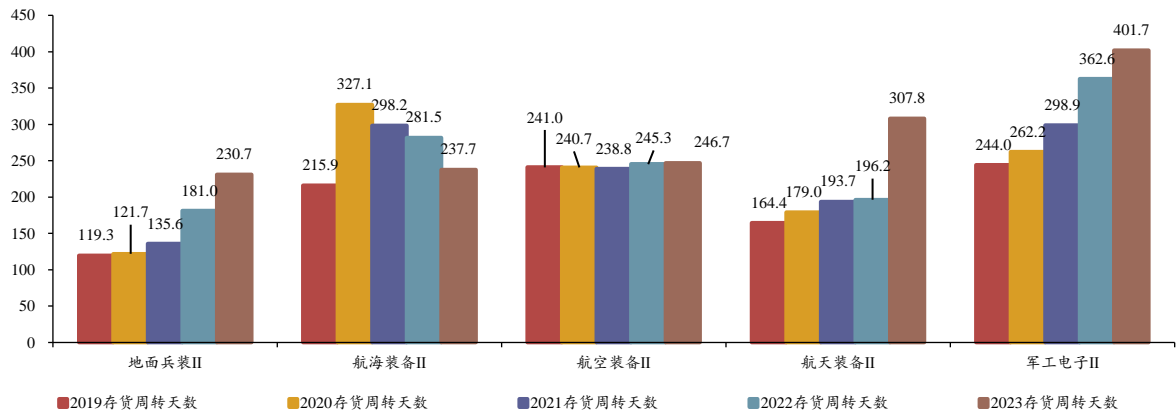
2.3 航海装备景气度持续提升，航空装备投资支出继续增加

航海装备合同负债+预收账款项目稳定增长，景气度进一步获得验证。2023 年，航海装备合同负债+预收账款项目由 2022 年的 991.2 亿元增长至 1270.0 亿元，成为国防军工行业中占比最高的行业，行业景气度进一步提升，航空装备的合同负债+预收账款项目由 2022 年的 722.3 亿元降为 499.3 亿元，反映了航空装备行业的订单正稳步消化，但存量订单仍旧处于高位。

图17.2019-2023 年国防军工二级子行业合同负债+预收账款对比


数据来源：Wind，财通证券研究所

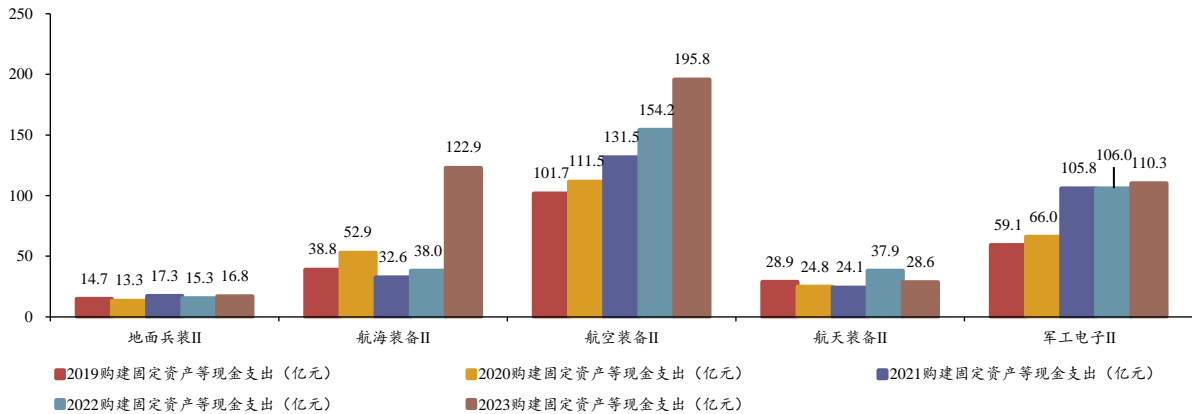
航海装备存货周转显著加快，军工电子存货周转天数逐年增加。2023年，航海装备行业平均存货周转天数由2022年的281.5天减少至237.7天，交货周期变短，航空装备行业平均存货周转天数由245.3天微升至246.7天，仍旧保持较快的交货节奏，军工电子逐年增加，从2019年的244.0天增加至2023年的401.7天，处于近五年高位。此外，地面兵装及航天装备存货周转天数均有所增加。

图18.2019-2023 年国防军工二级子行业平均存货周转天数对比


数据来源：Wind，财通证券研究所（备注：使用样本内数据等权重平均）

航海装备、航空装备固定资产支出显著增加。从购建固定资产等现金支出方面来看，2023年，航海装备该项支出由2022年的38.0亿元增长至2023年的122.9亿元，增幅达到281.55%，航海装备较快的固定资产支出有望加速产能扩张。航空装备2023年该项支出由2022年的154.2亿元增长至195.8亿元，反映出该行业景气度持续较高。地面兵装及军工电子该项支出略有增长，而航天装备则出现一定程度下滑。

图19.2019-2023年国防军工二级子行业购建固定资产等现金支出对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

3 航空装备:各环节毛利率分化,主机厂订单持续消化

本章节根据航空装备上市公司主营业务为其打上环节标签,为保持统计口径一致,本章节剔除2019年无财务数据的航空装备上市公司。环节标签划分情况如下表所示。

表1.航空装备中各上市公司环节标签划分

环节标签	成份名称	2019年有财务数据否	环节标签	成份名称	2019年有财务数据否
军机主机厂	中航西飞	是	航空零部件	*ST 炼石	是
	中航沈飞	是		利君股份	是
	中直股份	是		博云新材	是
	洪都航空	是		北摩高科	是
无人机	航天彩虹	是		晨曦航空	是
	观典防务	是		爱乐达	是
航发主机厂	航发动力	是		广联航空	是
航空锻件	中航重机	是		晟楠科技	是
	派克新材	是		航发控制	是
	三角防务	是		航发科技	是
碳纤维	光威复材	是	高温合金	钢研高纳	是
	中简科技	是	复合材料	中航高科	是
钛合金	西部超导	是			

数据来源: Wind, 财通证券研究所 (备注: 为保持统计口径统一, 本文选择2019年有财务数据的航空装备行业上市公司)

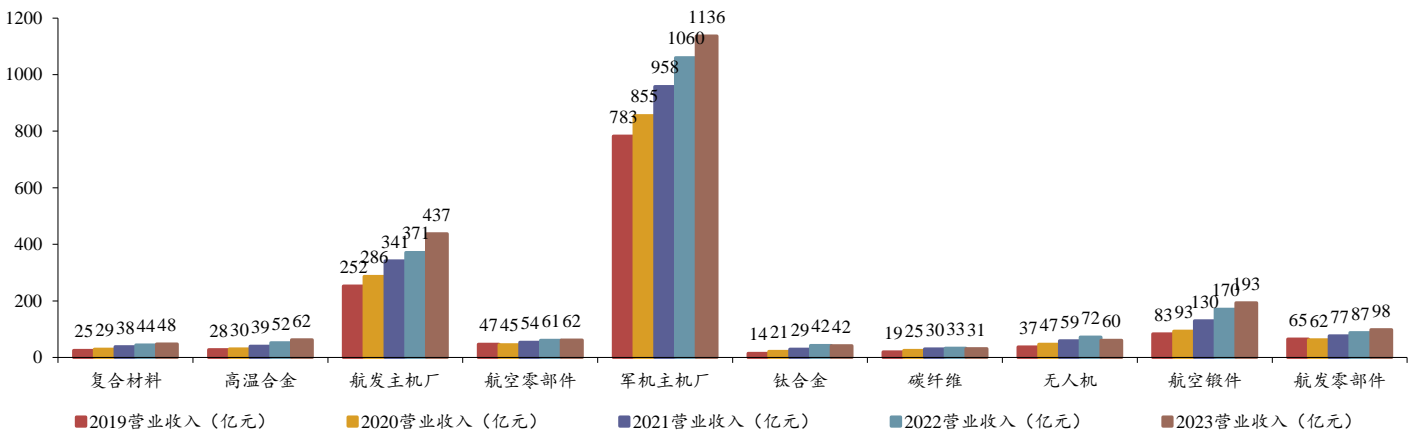
3.1 军机主机厂总体业绩持续提高,上游原材料总体业绩有所分化

主机厂营收持续提高,部分上游环节营收有所分化。2023年,航空装备行业中,下游军机主机厂(营收同比+7.2%)、航发主机厂(营收同比+17.9%)均实现了营

业收入的增长，但无人机环节出现了较大幅度下降（营收同比-16.2%）。中游航空零部件（营收同比+0.8%）、航空锻件（营收同比+13.4%）以及航发零部件（营收同比+12.6%）环节稳中有升，上游则出现了一定分化：高温合金（营收同比+19.1%）以及复合材料（营收同比+7.5%）呈现增长态势，钛合金（营收同比-1.6%）以及碳纤维（营收同比-7.0%）出现了一定程度的下滑。

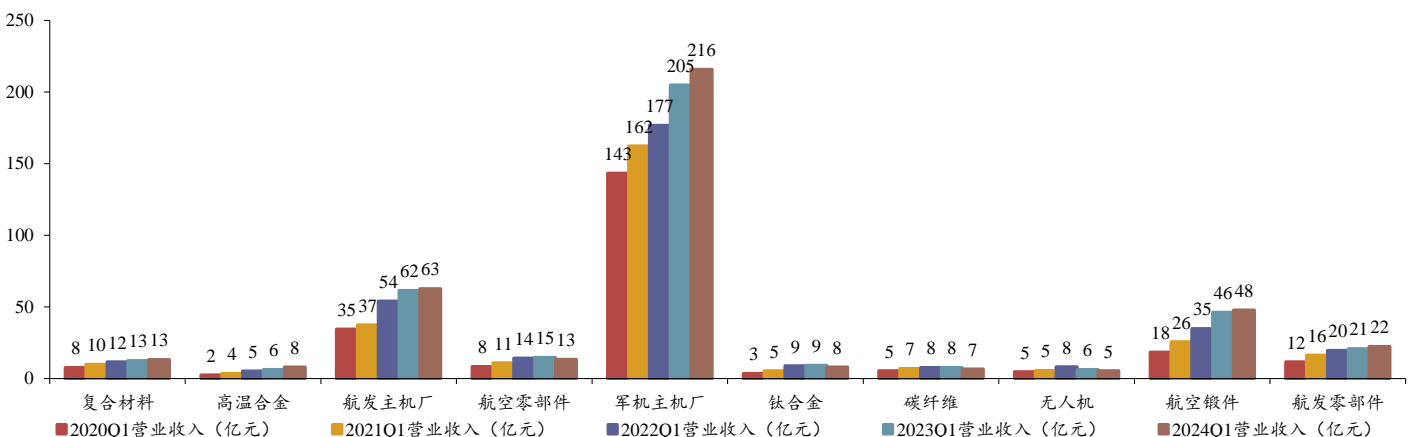
2024Q1，下游军机主机厂（营收同比+5.4%）、航发主机厂（营收同比+2%）营收水平稳定，无人机环节依然呈现较大幅度下降的趋势（营收同比-14.7%）。中游与上游环节出现了一定的分化，航空锻件（营收同比+3.6%）以及航发零部件（营收同比+6.9%）环节稳中有升，但航空零部件（营收同比-9.8%）营收下滑，高温合金（营收同比+28.6%）持续增长，复合材料（营收同比+5.2%）基本与上年同期持平，钛合金（营收同比-14.0%）以及碳纤维（营收同比-13.8%）出现了一定程度的下滑。

图20.2019-2023 年航空装备行业各环节营业收入对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图21.2020Q1-2024Q1 航空装备行业各环节营业收入对比

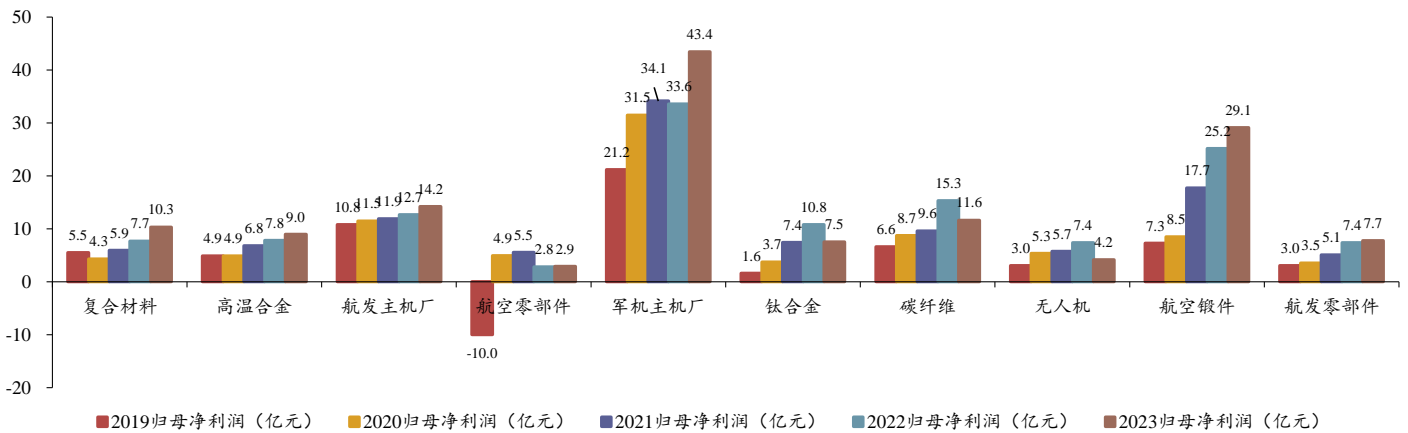


数据来源：Wind，财通证券研究所

主机厂归母净利润再创新高，多数环节归母净利润稳步增长。2019-2023年，军机/航发主机厂归母净利润稳步增长，2023年创归母净利润新高43.43亿元，无人机归母净利润大幅下滑至4.2亿元；中游部分航空零部件（同比+3.9%）、航空锻件（同比+15.7%）、航发零部件（同比+5.4%）归母净利润均实现一定程度增长；上游部分归母净利润分化明显：复合材料（同比+34.8%）及高温合金（同比+14.9%）实现增长，钛合金（同比-30.3%）及碳纤维（同比-24.0%）出现明显下滑。

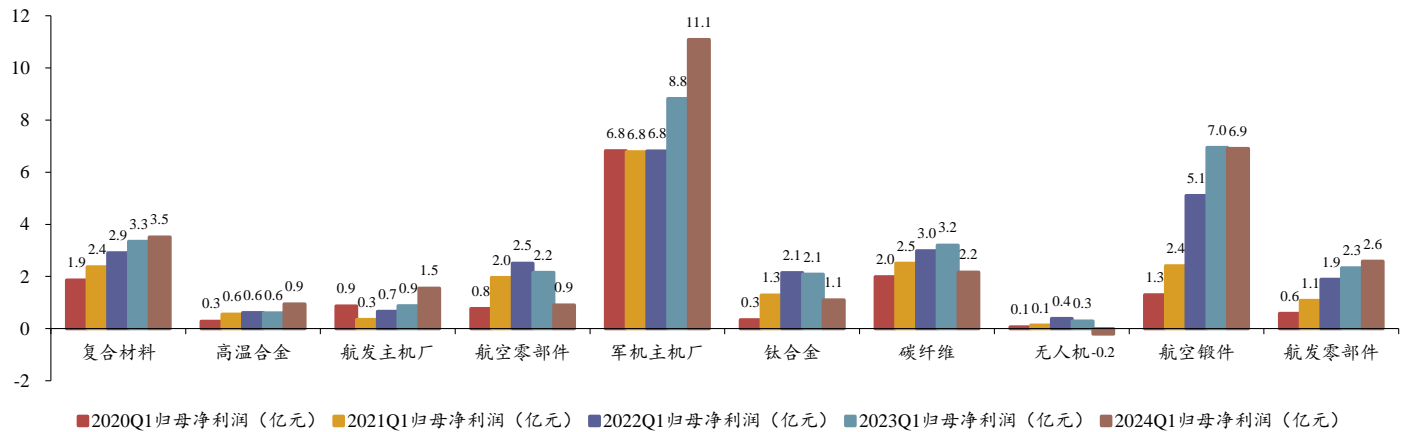
2024Q1，航空零部件（同比-58.0%）出现明显下滑，航空锻件（同比-0.6%）净利润也略有波动，其余环节继续延续2023年增长趋势。

图22.2019-2023年航空装备行业各环节归母净利润对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

图23.2020Q1-2024Q1航空装备行业各环节归母净利润对比



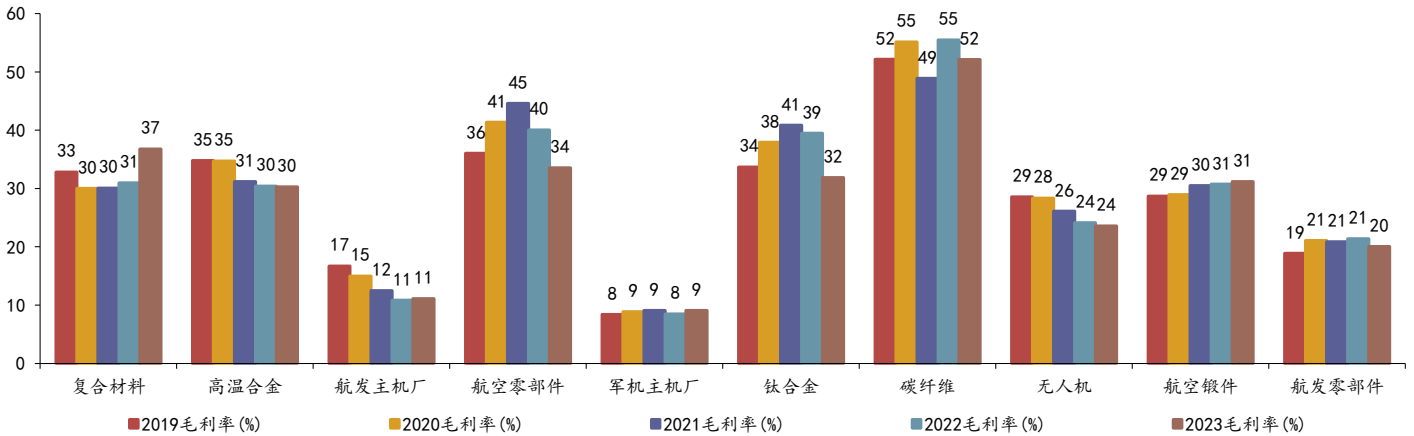
数据来源：Wind，财通证券研究所

3.2 主机厂毛利率及费用率均处于低位，其余环节毛利率及费用率分化

主机厂受定价因素限制毛利率维持低位，其余环节毛利率分化严重。主机厂定价规则为： $装备价格 = 定价成本 + 5\% * 目标成本 + 激励(约束)利润$ ，该定价规则一定程度上限制了主机厂毛利率上限，因此主机厂毛利率在航空装备中处于最低

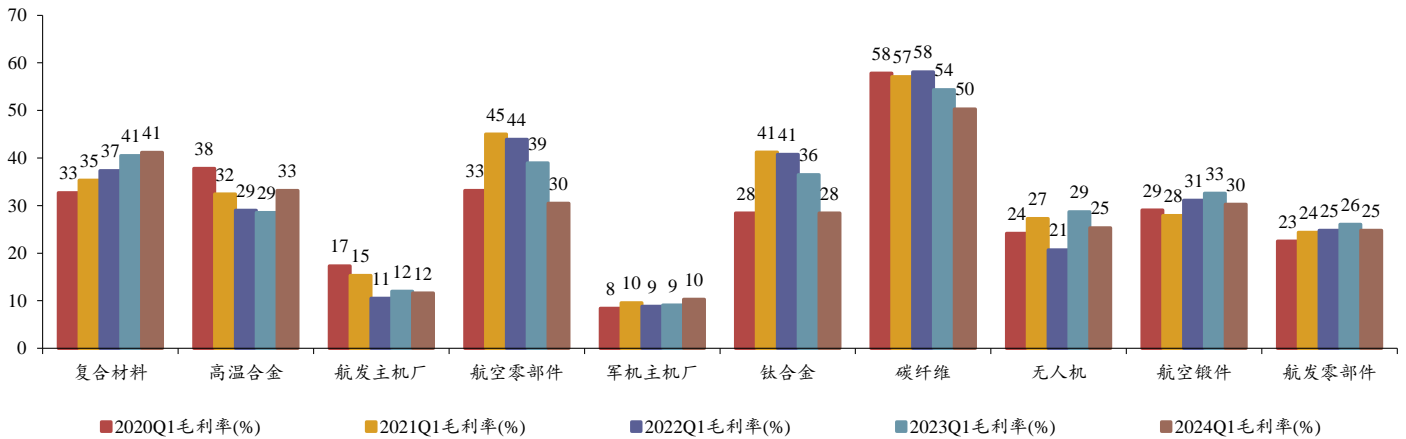
水平。2023年，下游环节总体毛利率保持稳定，军机主机厂毛利率稳中有升。复合材料环节毛利率出现了一定程度的提高，钛合金、碳纤维、航空零部件等环节出现了毛利率的显著下降。2024Q1，军机/航发主机厂毛利率基本维持稳定，无人机毛利率略有下滑，中游环节各个业务都呈现不同程度的毛利率下滑，下游环节毛利率分化，高温合金有所提升，复合材料维持稳定，钛合金、碳纤维环节毛利率依然处于下滑状态。

图24.2019-2023年航空装备行业各环节毛利率对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

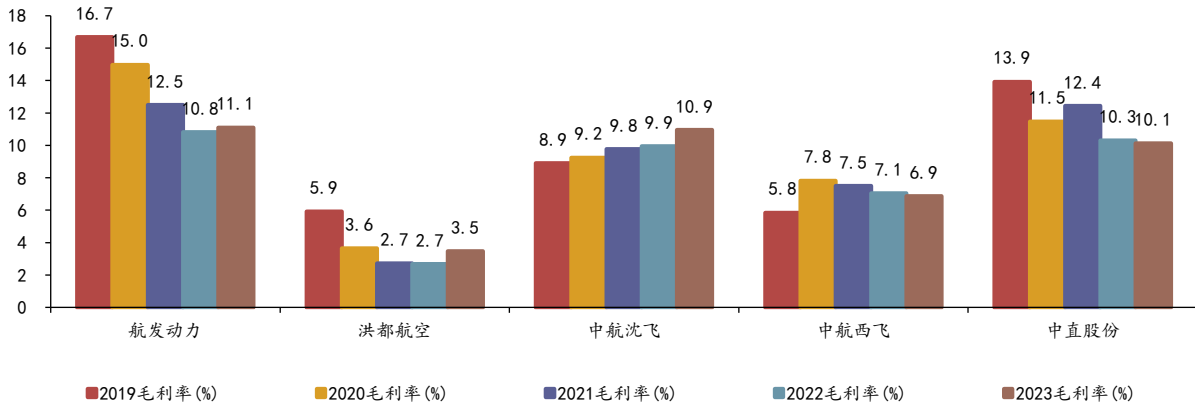
图25.2020Q1-2024Q1航空装备行业各环节毛利率对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

主机厂中航发主机厂毛利率相对较高，军机主机厂差异显著。由于航发主机厂集中度显著高于军机主机厂，且航空发动机与军机数量存在显著的倍数关系，因此航发主机厂拥有更明显的规模效应。2023，航发动力毛利率（11.1%）高于军机主机厂，在军机主机厂中，中航沈飞由于型号成熟，毛利率处于军机主机厂最高水平。2023，中航西飞及中直股份毛利率相比2022有一定的下滑。此外，洪都航空毛利率近年来均处于军机/航发主机厂中最低水平，2023相比2022有一定改善。

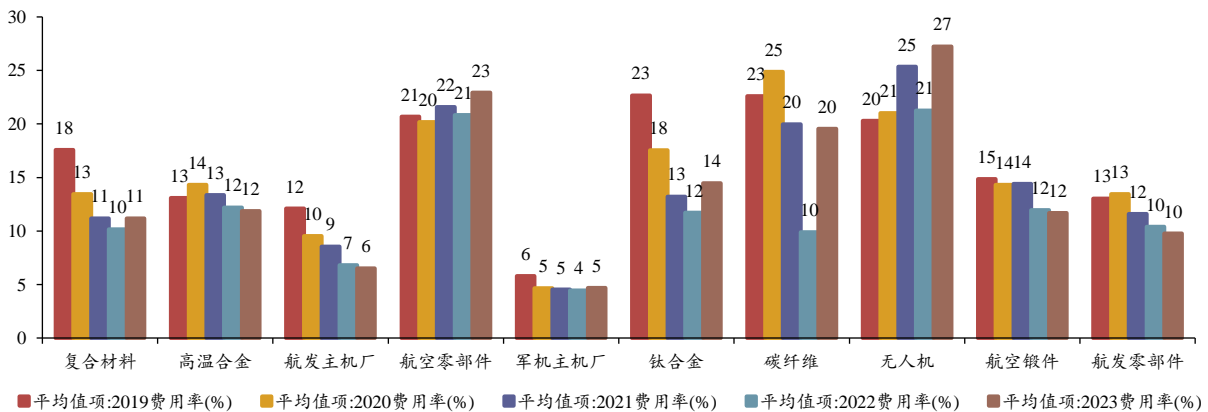
图26.2019-2023年航空装备行业中军机/航发主机厂毛利率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

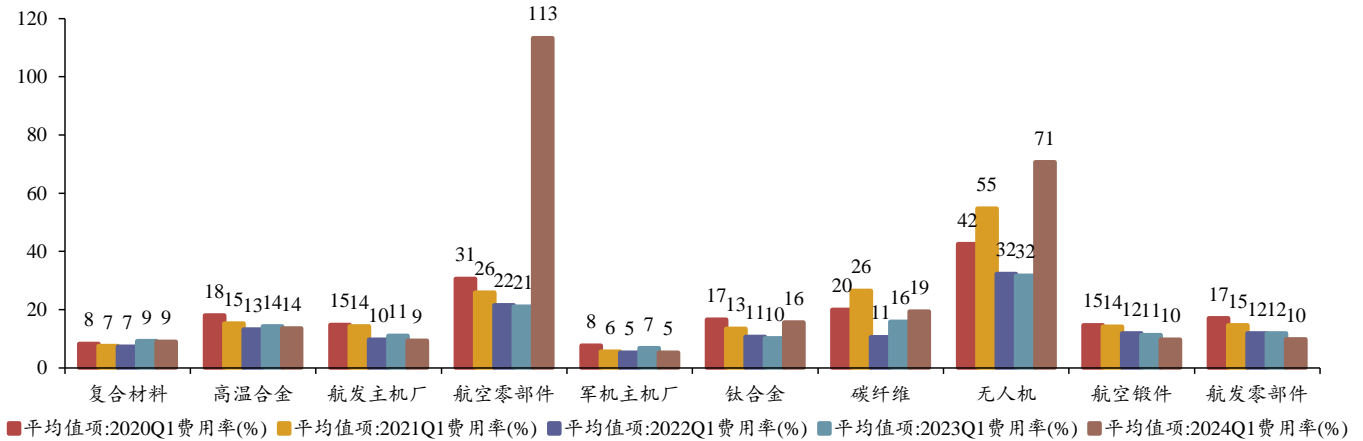
军机/航发主机厂费用率处于较低水平。2023年,军机主机厂总体费用率为4.8%,持续保持为航空装备各环节中最低水平,航发主机厂费用率仅高于军机主机厂且有所下降,其余环节互有涨跌。2024Q1,各环节费用率明显分化,由于部分公司季度性收入存在较大波动,费用率计算分母过小,导致航空零部件费用率高达113%。

图27.2019-2023年航空装备行业中军机/航发主机厂费用率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图28.2020Q1-2024Q1 航空装备行业中军机/航发主机厂费用率对比

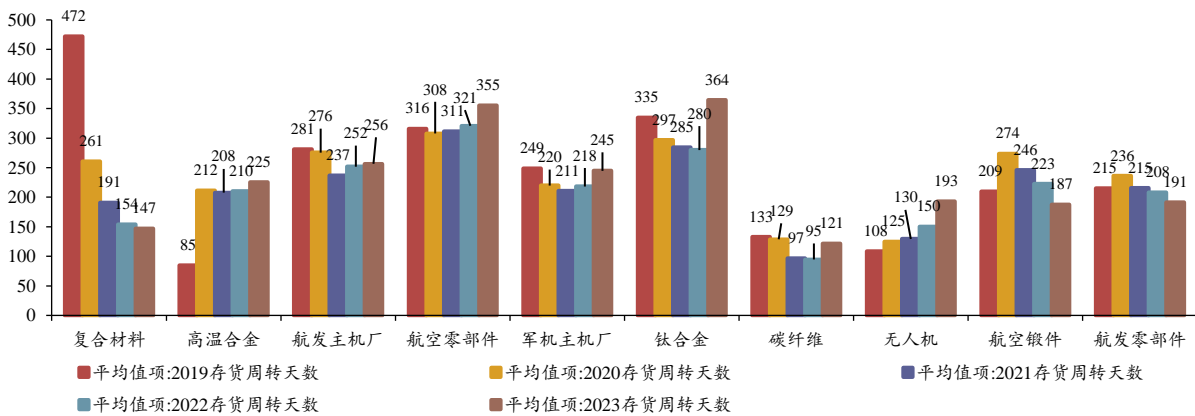


数据来源：Wind，财通证券研究所（晨曦航空，立航科技在2024Q1的营收较少，导致航空零部件板块费用率骤升）

3.3 军机主机厂存货周转减速，合同负债+预收账款仍处于历史高位

主机厂存货周转速度处于近年来较高水平，航空锻件及航发零部件交货速度加快。2023年，从存货周转天数来看，军机/航发主机厂存货周转略有减速，复合材料、航空锻件及航发零部件交货速度显著提升。2024Q1，由于部分公司存货周转周期过长导致航空零部件环节存货周转天数异常。

图29.2019-2023 年航空装备行业各环节存货周转天数对比



数据来源：Wind，财通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/065133340042011224>