

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 |

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。

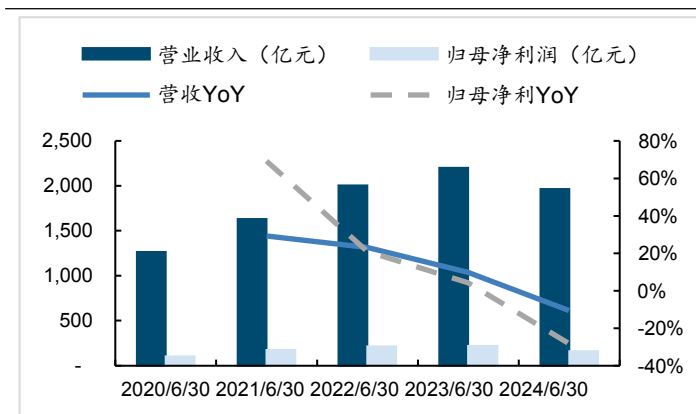
24Q2 收入1106亿元（同比-13.9%），归母净利润90亿元（同比-33.4%），利润端下滑速度大于营收端，主要因部分批产型号降价导致收入下降及费用占比提升。24Q2 毛利率24.1%，同比-0.2pct，环比-0.6pct；净利率8.1%，同比-2.4pct，环比+0.1pct；期间费用率14.2%，同比+2.4pct，环比-1.2pct，费用率环比下降主要因管理费用率下降。

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 |

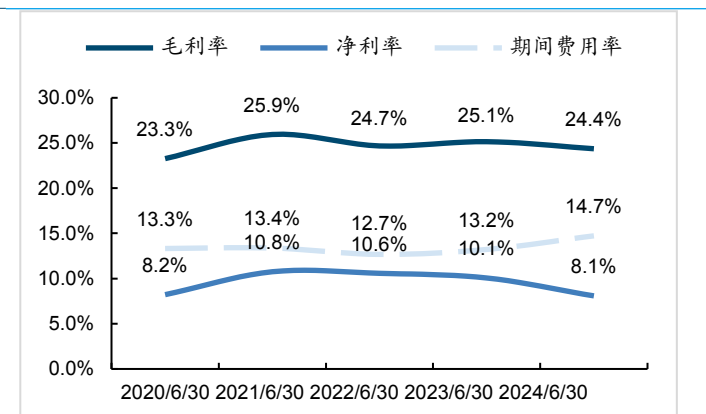
来源：wind，；文章净利率指标统一采用归母净利率，如无特别说明下同

图表2：军工行业 24H1 营收及利润（亿元）



来源：，

图表3：军工行业 24H1 利润率及期间费用率



来源：，

订单延迟合同负债回落，企业积极备产原材料增加

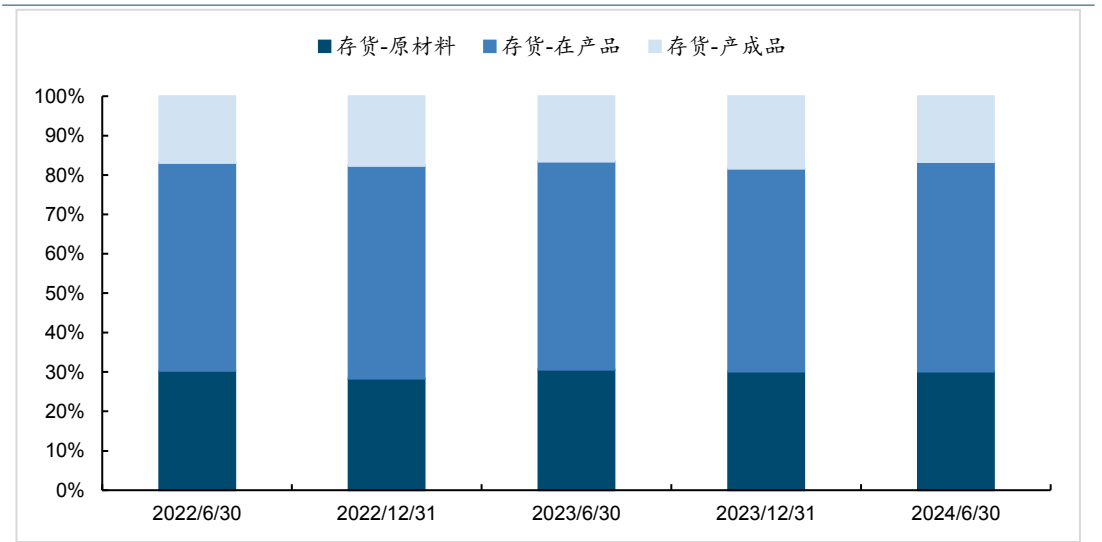
24H1 军工行业整体合同负债511亿元，较年初-32.9%，较上一季度末-23.7%，主要由于新订单下发延迟而存量订单顺利交付，合同负债逐步结转为收入。行业存货2333亿元，较年初+5.7%，其中原材料与在产品占比较期初提升，企业排产备货为新订单需求作准备。行业固定资产1549亿元，较期初+1.4%。行业在建工程302亿，较期初+15.2%，产能建设稳步推进。经营性现金流较去年同期大幅改善主要是航空板块现金流改善显著。

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

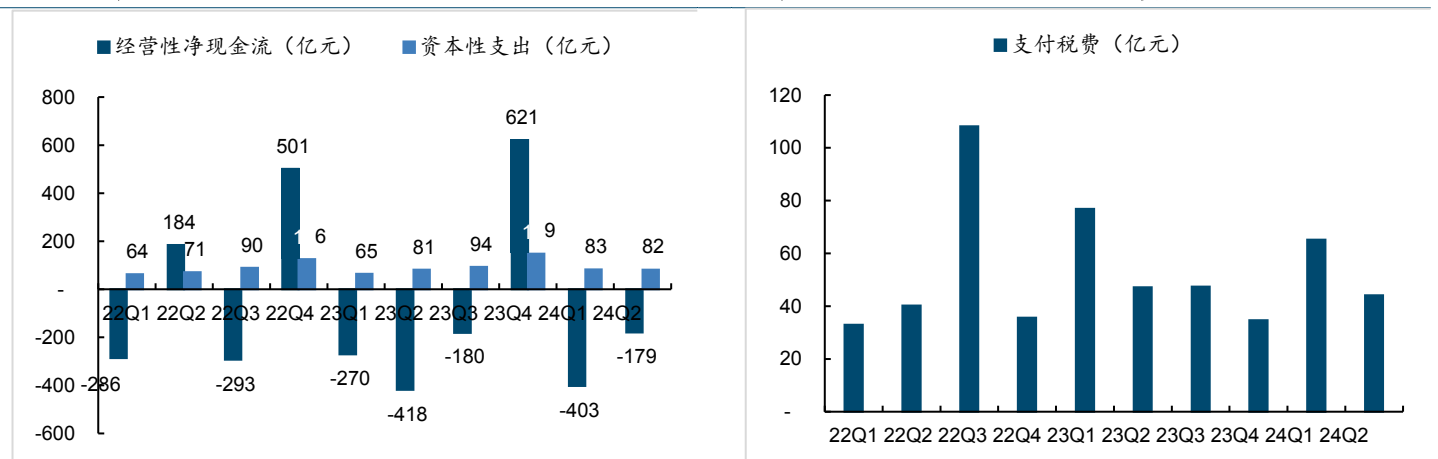
图表5: 军工行业 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind,

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,

来源: wind,

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： ，

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，

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： ，

航空领域合同负债回落，电子信息化新增产能逐步释放

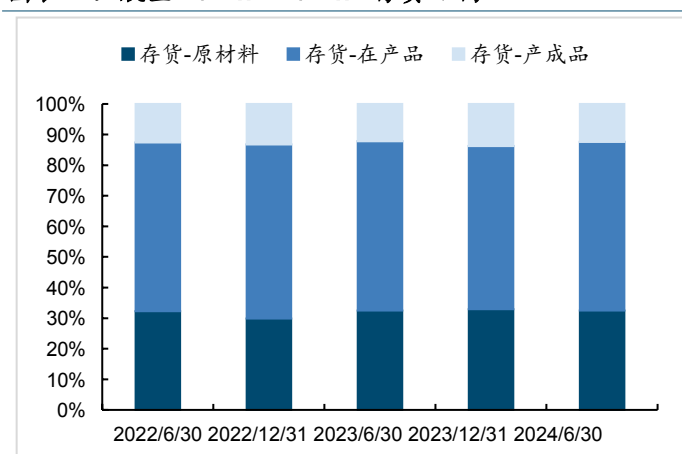
24H1 电子信息化、航空、航天、兵器、舰船合同负债分别较期初-9.4%、-33.2%、-25.6%、-53.1%、-19.9%。年内新订单下放有所延迟，各领域存量订单有序交付，合同负债有所下降，航空及兵器领域合同负债回落显著。电子信息化、航空、航天、兵器、舰船存货分别较期初+1.4%、+6.5%、+8.0%、+1.0%、+10.2%，其中兵器和舰船领域原材料与在产品占比较期初提高，或表征企业积极备货；航空、航天领域在产品占比提升，或表明期内接单节奏较慢，正在生产存量订单。

图表11: 军工各领域 24H1 及 24Q2 资产负债

| 2024/6/30 | 合同负债 (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 |
|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|
| 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 |

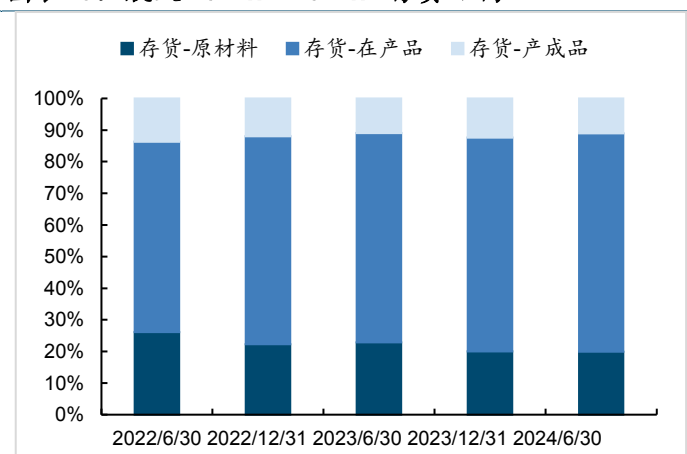
来源：wind，

图表12: 航空 2022H1-2024H1 存货结构



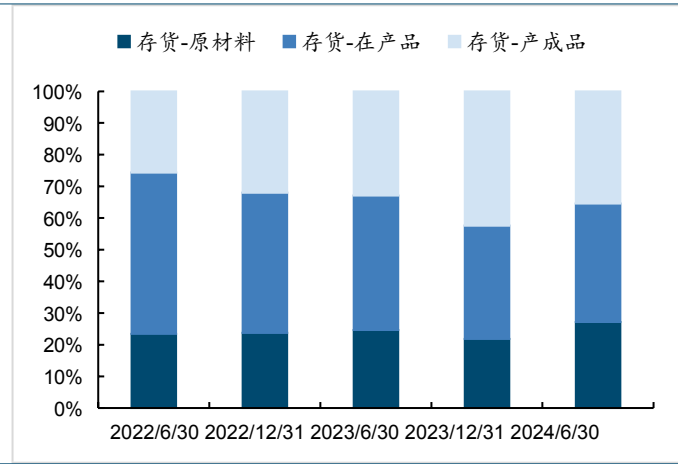
来源：wind，

图表13: 航天 2022H1-2024H1 存货结构



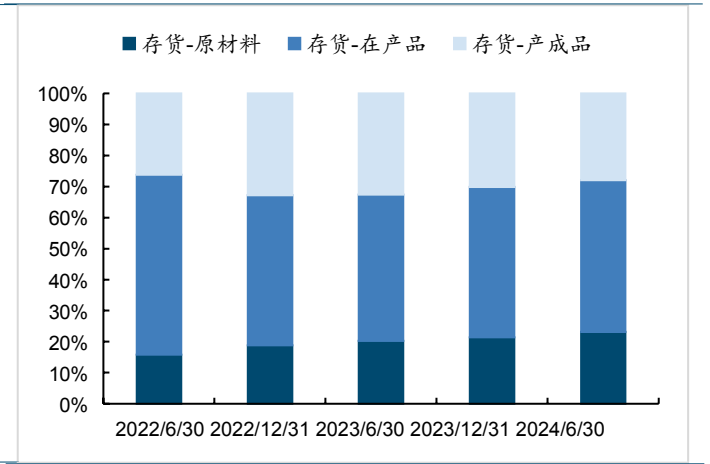
来源：wind，

图表14: 兵器 2022H1-2024H1 存货结构



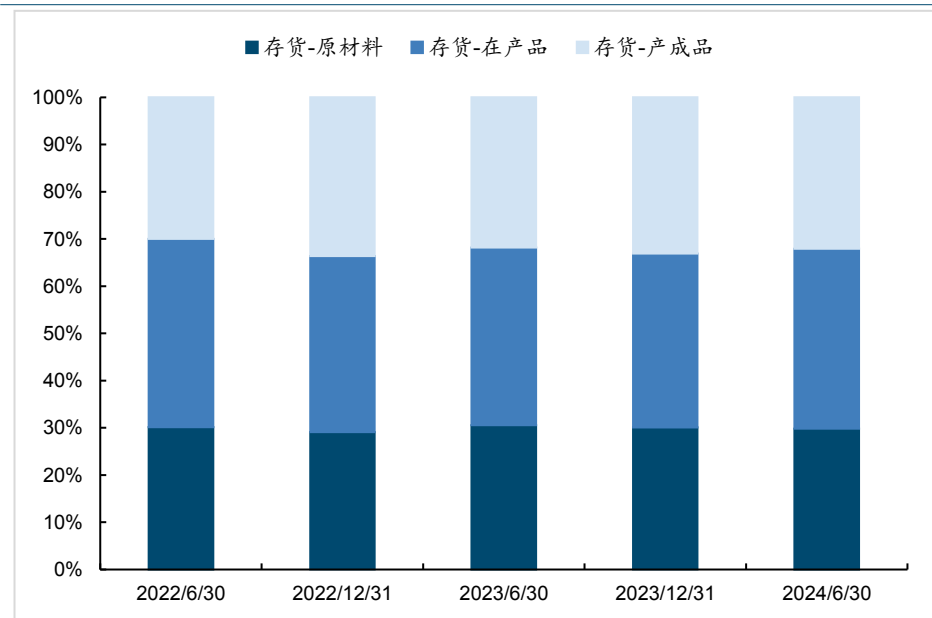
来源: wind,

图表15: 船舶 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind,

图表16: 电子信息化 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind,

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,

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，

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，

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： ，

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 %

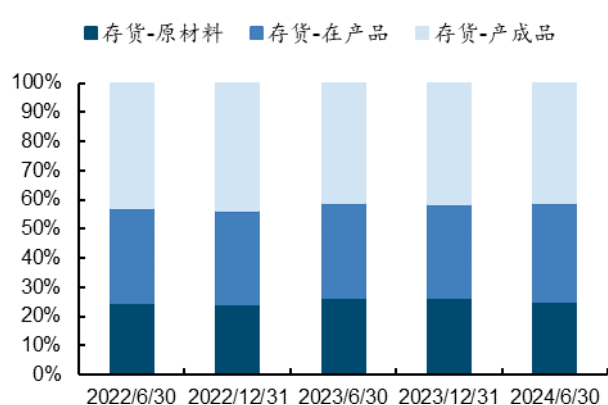
十四五中期调整新订单下放节奏减缓，存量订单交付顺利结转收入。上游和中游存货分别较期初+4.4%/+4.5%、预付款项分别较期初+15.4%/+16.1%，或已开启新一轮备产备货；中游在产品结构占比提升，或由于部分环节已开启新一轮排产；下游预付款项较期初+8.8%，存货较期初+7.3%，或已接到中上游产品进行生产。产能端上中下游在建工程分别较期初+20.7%/+16.5%/+6.1%，行业仍处于扩产节奏中。

图表21: 军工行业各环节 24H1 及 24Q2 资产负债

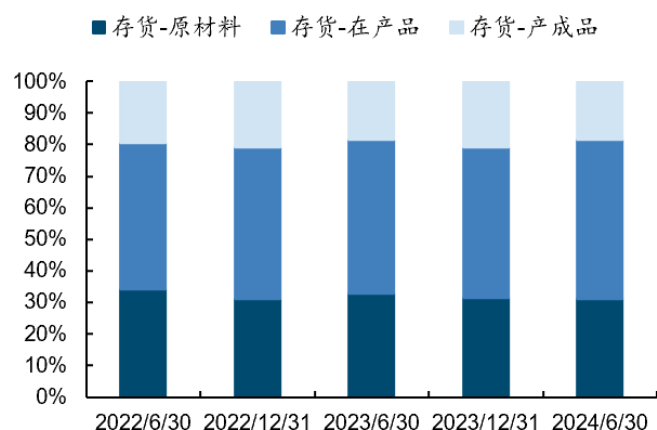
| 2024/6/30 | 合同负债 (亿元) | 较年初增 长 | 预付款项 (亿元) | 较年初增 长 | 存货(亿 元) | 较年初增 长 | 在建工程 (亿元) | 较年初增 长 | 固定资产 (亿元) | 较年初增 长 | 应收款项 (亿元) | 较年初增 长 |
|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|
| 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,

图表22: 军工行业上游 2022H1-2024H1 存货结构 图表23: 军工行业中游 2022H1-2024H1 存货结构

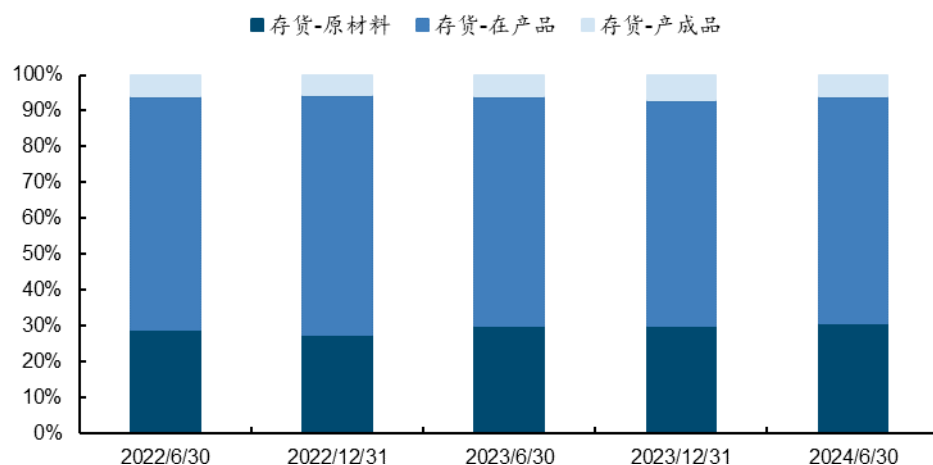


来源: wind,



来源: wind,

图表24: 军工行业下游 2022H1-2024H1 存货结构



来源: wind,

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,

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。

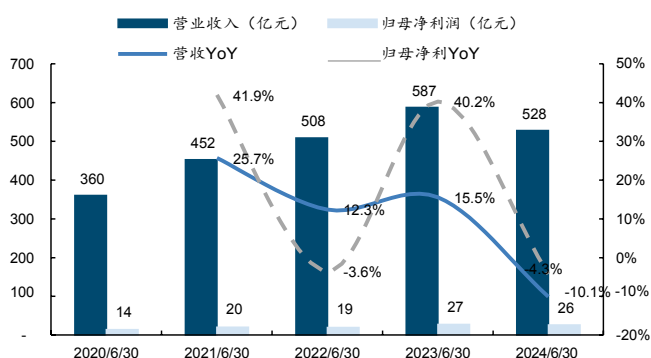
24Q2 主机厂营收端承压, 期间费用小幅提升。24Q2 主机厂实现营收 307 亿元, 同比-17.5%, 增速维持稳定。24Q2 实现归母净利润 15 亿元, 同比-14.9%, 环比+40%。盈利质量来看, 24Q2 主机厂毛利率为 9.8%, 维持稳定; 24Q2 主机厂研发费率 2.2% (+0.6pct), 带动期间费用率同比提升 1.6pct, 净利率同比提升 0.2pct。

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 |

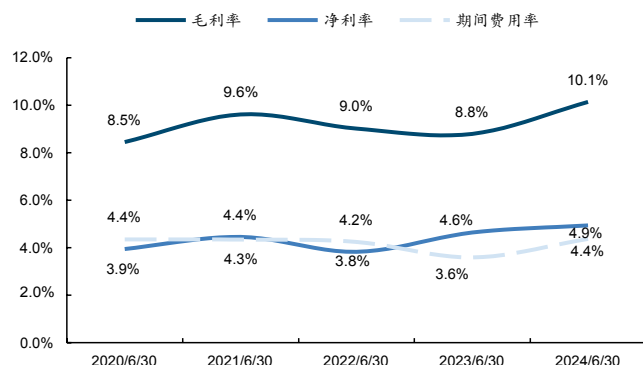
来源: ,

图表27: 航空主机厂各年上半年营收及利润 (亿元)



来源: ,

图表28: 航空主机厂各年上半年主要盈利指标情况



来源: ,

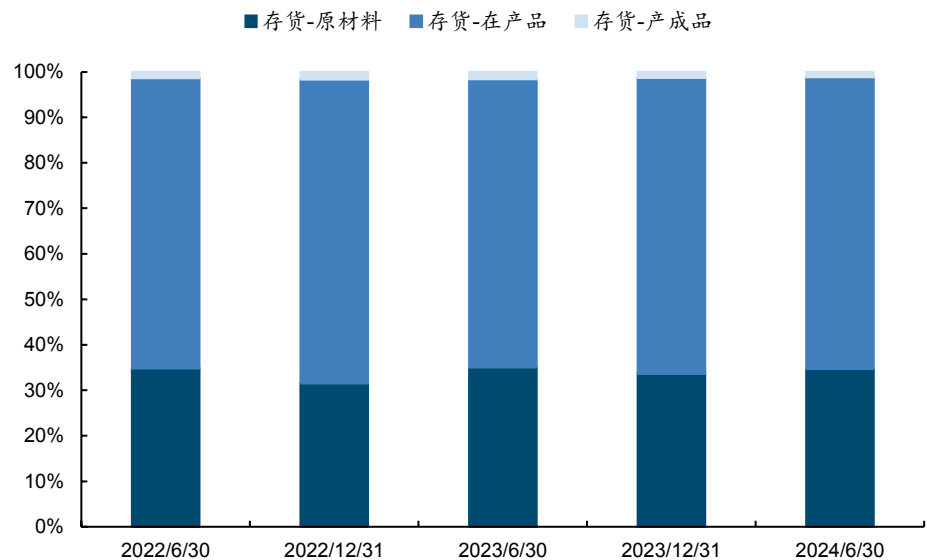
24H1 主机厂合同负债较期初下降, 静候新订单落地。24H1 主机厂合同负债 269 亿元 (较年初-32.1%, 较上季度末-22%), 在手订单生产交付逐步结转。内部分化来看, 24H1 中航沈飞、中航成飞、洪都航空合同负债均有所下降, 中无人机合同负债较期初增加, 主要系收到客户预付款。存货端看, 随着存量订单逐步交付, 主机厂存货小幅增长, 其中原材料占比提升, 或表明主机厂提前开始备产。

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,

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。

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/885141141132011330>