



# 军工行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

军工组

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

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

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

## 军工行业 24 年三季度报业绩综述：业绩承压，景气复苏将至

### 核心观点

订单延迟使行业承压，板块整体业绩下滑。24Q1-Q3 军工行业实现营收 2854 亿元（同比-11.4%），归母净利润 209 亿元（同比-33.2%）；毛利率 24.4%（同比-1.0pct），净利率 7.3%（同比-2.4pct）。**分领域：**航空整体呈现下滑态势，24Q1-Q3 营收 1929 亿元（同比-8.1%），归母净利润 157.7 亿元（同比-16.8%）；**电子信息化**业绩承压明显，24Q1-Q3 归母净利润 31.8 亿元（同比-64.1%）；**分环节：**上中下游各环节收入和利润均呈现下降态势。**核心赛道：**航空主机厂 24Q1-Q3 实现收入 761 亿元（同比-11.3%），订单需求延迟导致收入下滑。净利率同比-0.7pct，盈利能力基本保持稳定；航发产业链 24Q1-Q3 营业收入 633 亿元（同比-1.3%）；军工电子整体承压，连接器 24Q1-Q3 归母净利润 29.1 亿（同比-18.9%），被动元件业绩承压更为显著，24Q1-Q3 归母净利润 12.6 亿（同比-57.8%）；导弹产业链业绩下滑，24Q1-Q3 归母净利润 12 亿（同比-45.2%），或因订单下发节奏影响。新质新域赛道方面，24Q1-Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比-30.2%、-25.5%、-3.2%、-11.0%、-33.3%。新域新质赛道多处于科研或小批状态，未来转批产后有望增长。

**24Q3 合同负债仍回落，静候新一轮采购启动。**24Q1-Q3 军工行业整体合同负债 479 亿元（较期初-37.0%，较上一季度末-6.2%），主要系新订单下放延迟，存量订单交付结转导致。行业积极备货扩产，存货 2445 亿元（较期初+10.8%），固定资产 1591 亿元（较期初+4.2%）。**分领域：**航空领域合同负债有所回落，24Q1-Q3 合同负债 356.7 亿元（较期初-38.3%），静待终端客户订单下发；**电子信息化**领域产能逐步释放，固定资产较期初+6.3%。**分环节：**各环节合同负债下降，上中下游较期初-20.1%/-20.8%/-41.7%，系新订单下放节奏减缓所致。**核心赛道：**航空主机厂 24Q1-Q3 合同负债 247 亿元（较期初-37.8%），航发产业链 24Q1-Q3 合同负债 79 亿元（较期初-43.5%），订单逐步交付合同负债结转收入；24Q3 连接器、被动元件、集成电路、模块组件合同负债分别较年初-27.7%/-14.7%/-54.0%/-21.4%，行业需求阶段性放缓导致订单延迟；**导弹产业链**，24Q3 合同负债较年初-59.5%，较二季度末-28.8%，主要系新增订单延迟下发导致。新质新域赛道，远火、卫星、水下、无人装备存货 24Q1-Q3 均较期初有所增长，备货备产持续推进。

### 投资建议

**行业：**百年建军目标务期必成，武器装备建设需求持续，当下由于订单需求延迟导致板块业绩承压。展望四季度及明年，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复。

**赛道：**航空主机厂经营有所下滑，静待后续订单下达启动景气拐点；航空发动机赛道长坡厚雪，成熟型号加速列装，新型号批产在即；**导弹装备**作为现代战争攻防利器，明年有望开启景气新周期；**新域新质**领域，远火符合远程打击和低成本化发展趋势，无人装备是未来作战方式中的重要应用，发展空间广阔。

**投资建议：**重点推荐新型战机航空主机厂【中航沈飞】、航空结构件平台型龙头【中航重机】、远火制导控制系统核心供应商【北方导航】、军民中大型飞机制造龙头【中航西飞】。建议关注航空发动机主机链长。

### 风险提示

“十四五”武器装备建设的规划调整和落地时间不及预期；产能释放进度不及预期。



## 内容目录

样本股说明.....	5
军工行业整体：业绩整体承压，合同负债下滑等候订单恢复.....	5
军工板块业绩承压，板块整体营业收入以及利润均下滑.....	5
订单延迟合同负债回落，预付款项增长表征备产正恢复.....	5
分下游领域：各领域收入普遍下降，订单延迟合同负债回落.....	6
24Q3 各下游领域营业收入下降，航天领域下降幅度较大.....	6
合同负债较年初有所回落，期望四季度现金流情况改善.....	7
分产业链环节：整体业绩承压，下游核心主机厂呈下滑态势.....	8
24Q3 上中下游营业收入下降，各类盈利指标亦有所降低.....	8
整体交付节奏呈放缓态势，下游环节存货规模有所上升.....	9
核心赛道表现.....	9
航空主机厂：24Q3 经营有所下滑，静待新订单恢复启动.....	9
航发产业链：营收阶段性下滑，存货增加等待交付推进.....	11
军工电子：收入整体下滑，价格因素致利润率同比下降.....	14
导弹产业链：订单交付延迟业绩下降，需等待采购恢复.....	16
新域新质：24Q3 新型号待放量，存货增长表征未来景气.....	18
投资建议与重点个股推荐.....	19
投资建议.....	19
重点个股推荐.....	20
风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1：军工行业 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现.....	5
图表 2：军工行业各年前三季度营收及利润（亿元）.....	5
图表 3：军工行业各年前三季度利润率及期间费用率.....	5
图表 4：军工行业 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流情况.....	5
图表 5：军工行业 22Q2-24Q3 现金流情况（亿元）.....	6
图表 6：军工行业 22Q2-24Q3 支付税费情况（亿元）.....	6
图表 7：军工行业各领域 24Q1-Q3 与 24Q3 基本面表现.....	6
图表 8：军工行业各领域企业 24Q3 营收和归母净利润增速分布.....	7
图表 9：军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率及期间费用率.....	7



图表 10:	军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债	8
图表 11:	军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况	8
图表 12:	军工行业各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 营收及归母净利润	8
图表 13:	军工各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率与期间费用	9
图表 14:	军工行业各环节 24Q3 资产负债	9
图表 15:	军工行业各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况	9
图表 16:	航空主机厂 24Q1-Q3 及 24Q3 业绩基本面表现	10
图表 17:	航空主机厂各年前三季度营收及利润 (亿元)	10
图表 18:	航空主机厂各年前三季度主要盈利指标情况	10
图表 19:	航空主机厂 24Q1-Q3 及 Q3 资产负债和现金流情况	10
图表 20:	航空主机厂 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	11
图表 21:	航空主机厂 22Q2-24Q3 单季度支付税费 (亿元)	11
图表 22:	航发产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 业绩基本面表现	11
图表 23:	航发产业链各年前三季度营收及利润 (亿元)	11
图表 24:	航发产业链各年前三季度主要盈利指标情况	11
图表 25:	航发产业链 24Q1-Q3 年及 24Q3 资产负债和现金流	12
图表 26:	航发产业链 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	12
图表 27:	航发产业链 22Q2-24Q3 单季度支付税费 (亿元)	12
图表 28:	航发产业链各板块 24Q1-Q3 及 24Q3 营收与归母净利润	12
图表 29:	航发各板块 24Q1-Q3 与 24Q3 盈利能力	13
图表 30:	航发各环节 24Q3 资产负债情况	13
图表 31:	航发各板块 24Q1-Q3 和 24Q3 资本性支出和经营性净现金流	14
图表 32:	军工电子 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现	14
图表 33:	军工电子各年前三季度营收及利润 (亿元)	14
图表 34:	军工电子各年前三季度利润率及期间费用率	14
图表 35:	军工电子 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流	15
图表 36:	军工电子 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)	15
图表 37:	军工电子 22Q2-24Q2 单季度支付税费 (亿元)	15
图表 38:	军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现	15
图表 39:	军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率与期间费用率	16
图表 40:	军工电子各版块 24Q3 资产负债情况	16
图表 41:	军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况	16
图表 42:	导弹产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现	17
图表 43:	导弹产业链各年前三季度营收及利润 (亿元)	17
图表 44:	导弹产业链各年前三季度利润率及期间费用率	17



图表 45: 导弹产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流 .....	17
图表 46: 导弹产业链 22Q2-24Q3 季度经营性净现金流与资本支出 (亿元) .....	18
图表 47: 导弹产业链 22Q2-24Q3 季度支付税费 (亿元) .....	18
图表 48: 新域新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 营收与归母净利润 .....	18
图表 49: 新域新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 毛利率、净利率与期间费用率 .....	19
图表 50: 新域新质各赛道 2024Q1-Q3 资产负债端情况 .....	19
图表 51: 新域新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 资本性支出和经营净现金流 .....	19
图表 52: 重点公司盈利预测与估值 .....	20



## 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：业绩整体承压，合同负债下滑等候订单恢复

### 军工板块业绩承压，板块整体营业收入以及利润均下滑

24Q1-Q3 军工行业实现营收 2854 亿元(同比-11.4%)，归母净利润 209 亿元(同比-33.2%)，主要由于行业订单下放有所延迟；利润降幅大于收入降幅，主要由于武器装备低成本化要求导致部分军品价格调整。24Q1-Q3 军工行业毛利率 24.4% (同比-1.0pct)，净利率 7.3% (同比-2.4pct)，期间费用率 15.6% (同比+1.6pct)。行业整体毛利率维持稳定，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。

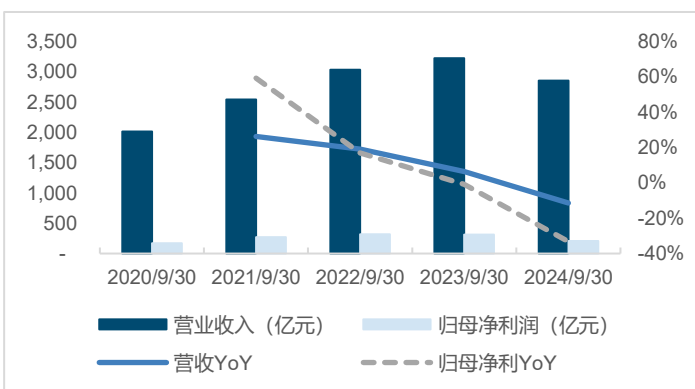
24Q3 收入 887 亿元 (同比-13.3%)，归母净利润 51 亿元 (同比-44.7%)，利润降幅大于收入降幅，一方面由于费用支出增加，另一方面由于部分批产型号降价。24Q3 毛利率 24.3%，同比-1.6pct，环比+0.2pct；净利率 5.8%，同比-3.3pct，环比-2.4pct；期间费用率 17.4%，同比+1.9pct，环比+3.2pct，费用率同环比均有所提升。

图表1：军工行业 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现

	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
营收(亿元)	2,854	-11.4%	887	-13.3%	-19.8%
归母净利润(亿元)	209	-33.2%	51	-44.7%	-43.2%
毛利率	24.4%	-1.0pct	24.3%	-1.6pct	0.2pct
净利率	7.3%	-2.4pct	5.8%	-3.3pct	-2.4pct
期间费用率	15.6%	1.6pct	17.4%	1.9pct	3.2pct

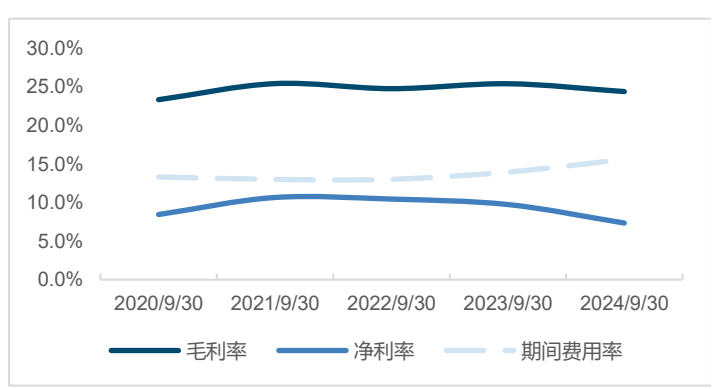
来源：wind，国金证券研究所；净利率指标统一采用归母净利率，如无特别说明下同

图表2：军工行业各年前三季度营收及利润(亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：军工行业各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

### 订单延迟合同负债回落，预付款项增长表征备产正恢复

24Q3 军工行业整体合同负债 479 亿元，较年初-37.0%，较上一季度末-6.2%，主要由于新订单下发延迟，存量订单交付合同负债逐步结转为收入。预付款项 555 亿元，较年初+25.7%，较上一季度末+13.1%，主要系中直股份的影响。行业存货 2445 亿元，较年初+10.8%，部分产品存在交付确认延迟现象。行业固定资产 1591 亿元，较上一季度末+2.8%，产能有序释放。行业在建工程 288 亿，较上一季度末-4.6%。

图表4：军工行业 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流情况

单位：亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	479	511	-6.2%	761	-37.0%



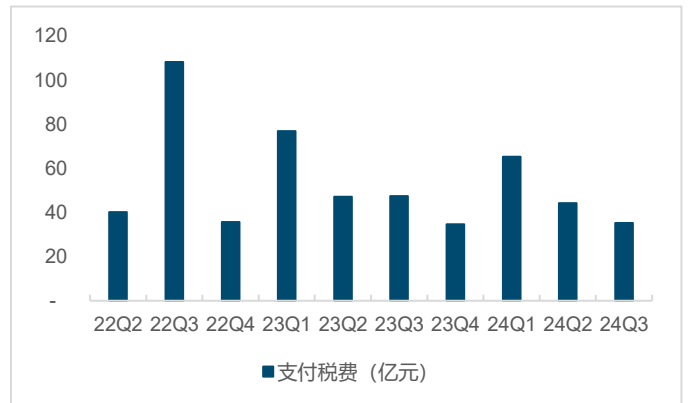
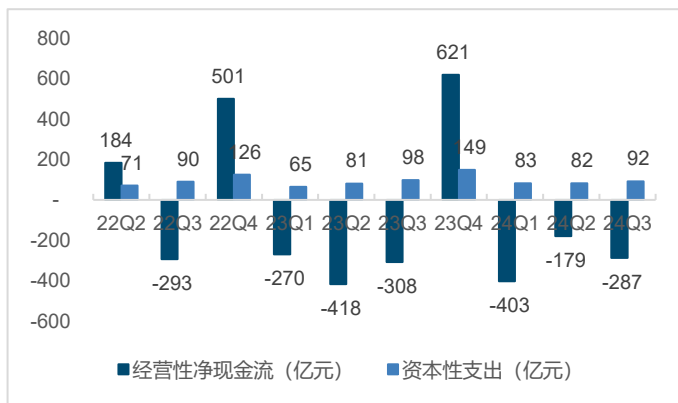
单位：亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
预付款项	555	491	13.1%	441	25.7%
存货	2,445	2,333	4.8%	2,207	10.8%
在建工程	288	302	-4.6%	262	9.9%
固定资产	1,591	1,549	2.8%	1,528	4.2%
应收款项	3,063	2,928	4.6%	2,630	16.5%
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
资本性支出	256	5.1%	92	-5.9%	12.7%
	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-869	-997	-287	-308	-179

来源：wind，国金证券研究所

24Q1-Q3 军工行业整体经营性净现金流为-869 亿元、去年同期为-997 亿元，整体经营性净现金流优于去年同期，回款情况有所改善。24Q3 经营性净现金流为-287 亿元，军工行业多集中于年内回款，关注四季度企业回款情况。

图表5：军工行业 22Q2-24Q3 现金流情况（亿元）

图表6：军工行业 22Q2-24Q3 支付税费情况（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

## 分下游领域：各领域收入普遍下降，订单延迟合同负债回落

### 24Q3 各下游领域营业收入下降，航天领域下降幅度较大

24Q1-Q3 电子信息化营收同比-18.2%，归母净利润同比-64.1%，主要系下游库存积累以及产品降价等因素影响。航空营收同比-8.1%，归母净利润同比-16.8%，行业订单延迟导致收入下滑。航天营收同比-22.8%，归母净利润同比-35.4%，新旧型号交替过程中收入增速下降，订单延迟利润下滑。兵器营收同比-16.2%，归母净利润同比-71.3%，主要系中兵红箭、北方导航、内蒙一机等利润下滑较大。舰船营收同比+5.3%，归母净利润同比+63.0%，主要系中船应急同比大幅扭亏所致。

24Q3 电子信息化赛道营收同比-19.2%，归母净利润同比-83.4%，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-11.5%，归母净利润同比-31.3%，行业订单延迟导致利润下滑。航天赛道营收同比-31.1%，归母净利润同比-5.1%，多重因素影响因增订单延迟。兵器赛道营收同比+4.2%，归母净利润同比-97.3%。舰船赛道营收同比+15.3%，归母净利润同比-14.6%。

图表7：军工行业各领域 24Q1-Q3 与 24Q3 基本面表现

	24Q1-Q3				24Q3			
	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
航空	1,929	-8.1%	157.7	-16.8%	-11.5%	-21.1%	-31.3%	-34.3%
航天	223	-22.8%	14.1	-35.4%	-31.1%	-30.6%	-5.1%	-1.8%
兵器	150	-16.2%	3.4	-71.3%	4.2%	-2.5%	-97.3%	-94.3%



	24Q1-Q3					24Q3		
舰船	67	5.3%	2.3	63.0%	15.3%	-7.8%	-14.6%	-73.4%
电子信息化	485	-18.2%	31.8	-64.1%	-19.2%	-16.0%	-83.4%	-79.6%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 军工行业各领域企业 24Q3 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%	9	8	3	4	1	9	9	3	1	2
增速在 20%-30%	3	4	0	0	1	1	1	2	1	0
增速 10%-20%	2	1	0	1	0	3	3	0	2	0
增速 0-10%	8	9	0	2	1	1	3	0	1	1
增速-10%-0	5	5	1	1	1	2	1	0	0	0
增速-20%--10%	4	6	2	1	0	1	6	0	0	0
增速低于-20%	22	13	6	3	2	36	23	7	7	3

来源: wind, 国金证券研究所

24Q1-Q3 电子信息化板块毛利率 41.5%，同比-2.9pct，净利率 6.6%，同比-8.4pct，价格压力下盈利能力下滑；航空板块毛利率 19.6%，同比-0.4pct，净利率 8.2%，同比-0.9pct，盈利能力小幅下滑。航天板块毛利率 31.8%，同比+3.8pct，净利率 6.3%，同比-1.2pct，主要由于期间费用率同比提升较多。兵器板块毛利率 19.1%，同比-2.9pct，净利率 2.3%，同比-4.4pct。舰船板块毛利率 24.6%，同比-0.0pct，净利率 3.4%，同比+1.2pct。

24Q3 电子信息化领域毛利率同比-2.4pct，净利率同比-9.1pct，产品降价压力及高研发投入下盈利能力下滑；航空领域毛利率同比-1.1pct，净利率同比-2.0pct，盈利能力小幅下降；航天领域毛利率同比+6.3pct，净利率同比+2.4pct，其中主要系航天电子毛利率提升较多；兵器领域毛利率同比-7.0pct，净利率同比-6.9pct；舰船领域毛利率同比-6.9pct，净利率同比-0.6pct，期间费用率下降较多。

图表9: 军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率及期间费用率

24Q1-Q3	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%	-0.4pct	8.2%	-0.9pct	9.7%	0.6pct
航天	31.8%	3.8pct	6.3%	-1.2pct	24.5%	6.1pct
兵器	19.1%	-2.9pct	2.3%	-4.4pct	17.1%	2.9pct
舰船	24.6%	0.0pct	3.4%	1.2pct	19.4%	-2.6pct
电子信息化	41.5%	-2.9pct	6.6%	-8.4pct	33.6%	5.7pct
24Q3	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	-1.1pct	0.6pct	-2.0pct	-1.4pct	1.1pct	2.3pct
航天	6.3pct	5.4pct	2.4pct	2.5pct	7.8pct	7.2pct
兵器	-7.0pct	0.4pct	-6.9pct	-2.9pct	-1.0pct	0.9pct
舰船	-6.9pct	-3.0pct	-0.6pct	-4.1pct	-6.8pct	2.1pct
电子信息化	-2.4pct	-3.2pct	-9.1pct	-7.4pct	6.4pct	5.4pct

来源: Wind, 国金证券研究所

### 合同负债较年初有所回落，期望四季度现金流情况改善

24Q3 航空、航天、兵器、舰船、电子信息化合同负债分别较年初-38.3%、-29.3%、-57.5%、-15.5%、-3.1%，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、航天、兵器、舰船、电子信息化预付款项分别较年初+34.7%、+12.8%、+2.5%、+3.2%、+18.2%，各赛道预付款项增加或表征订单拐点。



图表10: 军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债

2024/9/30	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
航空	356.7	-38.3%	360.9	34.7%	1,587.3	13.2%	204.3	16.0%	1,058.1	5.5%	1,914.0	25.0%
航天	40.4	-29.3%	91.9	12.8%	325.4	10.4%	14.7	22.0%	113.2	-8.3%	245.2	6.7%
兵器	30.1	-57.5%	23.9	2.5%	90.0	4.5%	20.4	-10.7%	102.7	3.2%	147.3	19.8%
舰船	7.1	-15.5%	22.2	3.2%	54.8	17.3%	7.4	-24.6%	37.1	-2.2%	103.9	12.2%
电子信息化	45.2	-3.1%	55.7	18.2%	387.4	2.7%	41.6	0.4%	280.2	6.3%	731.4	1.5%

来源: wind, 国金证券研究所

24Q1-Q3 航空领域资本性支出同比+7.1%，结合在建工程增长情况，仍处于扩产节奏。24Q1-Q3 航空领域经营性净现金流-714.1 亿元，去年同期为-867.8 亿元，军品回款多集中于年末，四季度现金流情况有望改善。

24Q3 航空及兵器领域资本性支出分别同比-6.7%、-3.7%，24Q3 电子信息化、航空和航天领域资本性支出分别环比提升 19.8%、15.3%、3.1%，扩产节奏环比改善。而舰船领域资本性支出环比-60.1%，扩产周期进入尾声产能逐步释放。

图表11: 军工各领域 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
电子信息化	53.8	5.4%	18.7	2.9%	19.8%	-12.6	-45.9	-7.7	-24.4	33.5
航空	173.8	7.1%	64.7	-6.7%	15.3%	-714.1	-867.8	-240.8	-276.4	-168.4
航天	14.7	-14.2%	4.4	-21.8%	3.1%	-66.0	-41.0	-8.4	-12.6	-26.8
兵器	10.2	6.3%	3.3	-3.7%	-2.0%	-69.5	-40.3	-26.9	1.4	-20.7
舰船	4.0	-3.2%	0.9	-21.3%	-60.1%	-7.3	-1.5	-3.6	3.5	3.1

来源: wind, 国金证券研究所

## 分产业链环节：整体业绩承压，下游核心主机厂呈下滑态势

### 24Q3 上中下游营业收入下降，各类盈利指标亦有所降低

24Q1-Q3 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，军工各环节营收和归母净利润有所下滑。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 1.44%，洪都航空营收+58.5%，中航沈飞、中无人机、航天彩虹营收以及归母净利润均阶段性承压。

24Q3 上中下游收入有所下滑，其中，中下游营收分别同比-18.7%、-13.4%，内部分化较明显，下游航空领域主机厂如中航沈飞收入下滑较多。24Q3 上中下游归母净利润分别同比-27.8%、-58.6%、-69.0%。中游爱乐达、铂力特、立航科技归母净利润为负，同比-119.02%、-396.21%、-1174.38%，中航机载-52.1%，下游航空领域中航沈飞、中兵红箭归母净利润同比-77.11%、-204.69%。

图表12: 军工行业各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 营收及归母净利润

	24Q1-Q3				24Q3			
	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	729	-8.1%	115.6	-26.9%	-5.6%	-7.9%	-27.8%	-22.0%
中游	989	-14.9%	53.0	-44.1%	-18.7%	-19.1%	-58.6%	-57.0%
下游	1,136	-10.4%	40.7	-32.8%	-13.4%	-26.9%	-69.0%	-72.0%

来源: wind, 国金证券研究所

24Q1-Q3 上游毛利率 37.3%，同比-3.1pct；净利率 15.8%，同比-4.1pct。上游企业受产品降价压力毛利率下降，其中军工电子类企业维持较高研发投入，期间费用率同比提高，净利率下降幅度更大。中游毛利率 30.5%，同比-0.4pct；净利率 5.4%，同比-2.8pct，规模





效应释放毛利率维持相对稳定，期间费用率提升导致净利率下滑。下游盈利能力维持相对稳定，毛利率 10.7%，同比-0.2pct；净利率 3.6%，同比-1.2pct。

24Q3 上游、下游毛利率同比分别为-2.7pct/-2.5pct，产品降价压力下毛利率同比下降；上中下游净利率分别同比-4.4pct/-3.3pct/-3.1pct，主要由于期间费用率提升，研发费用率及财务费用率提升较明显。24Q3 中游毛利率环比+0.3pct，内部挖潜毛利率提升。

图表13：军工各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率与期间费用

24Q1-Q3	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	37.3%	-3.1pct	15.8%	-4.1pct	18.6%	+1.7pct
中游	30.5%	-0.4pct	5.4%	-2.8pct	23.9%	+2.8pct
下游	10.7%	-0.2pct	3.6%	-1.2pct	6.4%	+0.8pct
24Q3	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	-2.7pct	-2.8pct	-4.4pct	-2.6pct	1.5pct	0.0pct
中游	-0.3pct	0.3pct	-3.3pct	-3.0pct	3.8pct	+5.5pct
下游	-2.5pct	-0.429pct	-3.1pct	-2.8pct	0.8pct	+2.1pct

来源：Wind，国金证券研究所；

### 整体交付节奏呈放缓态势，下游环节存货规模有所上升

24Q3 上中下游各环节合同负债较期初不同程度下降，分别较年初-20.1%/-21.5%/-41.7%，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。24Q3 上中下游存货分别较年初+8.4%、+8.9%、+13.4%，整体产品交付节奏放缓，部分企业为准备产品交付进行备货，存货规模有所上升。下游中，航发动力存货大幅增加，较年初提升 35.6%，公司表示主要是订单增加，产品投入增加所致。中下游在建工程分别较年初+16.7%、+13.3%，仍处于扩产节奏中，上游在建工程较期初-0.1%，固定资产较年初+13.1%，或表明产能逐渐释放。

图表14：军工行业各环节 24Q3 资产负债

2024/9/30	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	23.9	-20.1%	22.4	13.9%	415.6	8.4%	91.3	-0.1%	424.0	13.1%	778.1	9.9%
中游	114.2	-21.5%	151.9	24.8%	949.5	8.9%	118.4	16.7%	677.9	1.9%	1,410.7	12.6%
下游	341.3	-41.7%	380.4	26.8%	1,079.7	13.4%	78.7	13.3%	489.3	0.4%	952.9	29.4%

来源：wind，国金证券研究所；

24Q1-Q3 上下游企业加大现金管理力度，经营性净现金流分别为 36.3/-691.0 亿，企业回款情况优于去年同期水平，现金回款较快；中游经营性净现金流同比-214.7 亿元，不及去年同期水平。24Q3 上下游经营性净现金流分别为-3/-214.8 亿，企业回款情况优于去年同期水平，现金回款较快；中游经营性净现金流同比-69.5 亿元，不及去年同期水平。

图表15：军工行业各环节 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况

	资本性支出(亿元)					经营性净现金流(亿元)				
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
上游	76.7	-6.0%	27.2	-16.6%	18.1%	36.3	20.4	-3.0	-15.0	63.9
中游	116.0	5.1%	39.5	-9.5%	2.6%	-214.7	-197.0	-69.5	-65.4	-40.5
下游	63.7	22.3%	25.3	17.7%	26.0%	-691.0	-819.9	-214.8	-228.1	-202.8

来源：wind，国金证券研究所；

## 核心赛道表现

### 航空主机厂：24Q3 经营有所下滑，静待新订单恢复启动

24Q1-Q3 航空主机厂营收 761 亿（同比-11.3%），归母净利润 31 亿（同比-24.9%），降幅高于营收降幅；毛利率 9.5%（+0.1pct），期间费用率轻微上升（+0.7pct），净利率略有下降（-0.7pct）。主机厂内部有所分化，中航西飞、洪都航空归母净利润增速分别为+17.4%/+59.9%，中航沈飞、中直股份、中无人机、航天彩虹-23.1%/-29.9%/-134.1%/-95.7%。



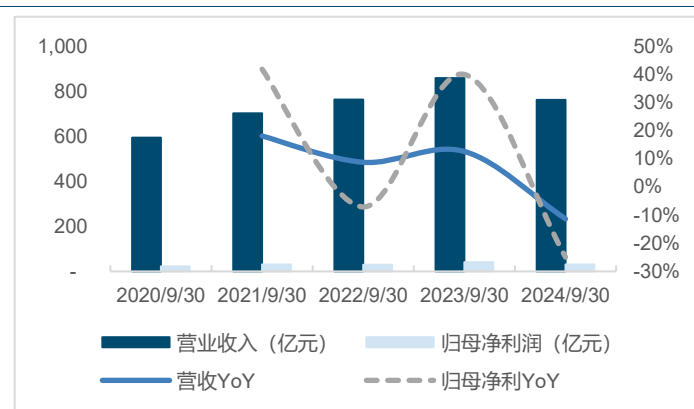
24Q3 主机厂实现营收 232 亿元，同比-14.4%；实现归母净利润 5 亿元，同比-63.2%。盈利质量来看，24Q3 主机厂毛利率为 8.1%，同比-3.2pct；净利率 2.1%，同比-2.8pct，降幅小于毛利率降幅，其中中直股份 Q3 毛利率同比-8.39pct，归母净利率同比-2.4pct。

图表16: 航空主机厂 24Q1-Q3 及 24Q3 业绩基本面表现

	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
营收 (亿元)	761	-11.3%	232	-14.4%	-24.3%
归母净利润 (亿元)	31	-24.9%	5	-63.2%	-67.3%
毛利率	9.5%	0.1pct	8.1%	-3.2pct	-1.7pct
净利率	4.0%	-0.7pct	2.1%	-2.8pct	-2.8pct
期间费用率	4.9%	0.7pct	5.6%	0.2pct	1.1pct

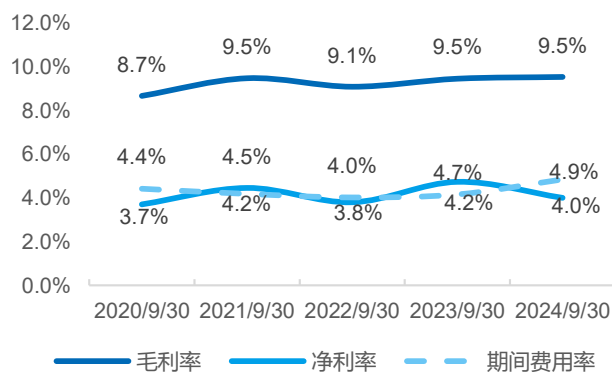
来源: Wind, 国金证券研究所;

图表17: 航空主机厂各年前三季度营收及利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所;

图表18: 航空主机厂各年前三季度主要盈利指标情况



来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q3 主机厂合同负债较期初下降，静候新订单落地。24Q3 航空主机厂合同负债 247 亿元（较年初-37.8%，较二季度末-8.4%），在手订单生产交付逐步结转。内部分化来看，中直股份、中航沈飞和中航西飞产品稳定交付合同负债下降。24Q3 航空主机厂存货 600 亿，较年初+2.7%，预付款项较年初+43.8%，或表主机厂正在积极备产，下游产品需求增加。

图表19: 航空主机厂 24Q1-Q3 及 Q3 资产负债和现金流情况

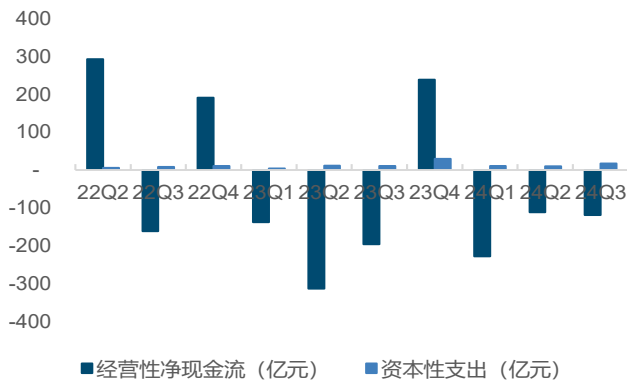
单位: 亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	247	269	-8.4%	397	-37.8%
预付款项	295	237	24.6%	205	43.8%
存货	600	585	2.5%	584	2.7%
在建工程	35	30	16.3%	29	20.7%
固定资产	209	212	-1.1%	211	-0.9%
应收款项	547	523	4.6%	422	29.6%
	2024/9/30	同比增长	24Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	37	46.6%	17	66.2%	78.8%
	2024/9/30	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-459	-649	-119	-196	-112

来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q1-Q3 航空主机厂经营性净现金流-459 亿，主要由于现金回款力度较弱以及主机厂采购增加。中航西飞 24Q1-Q3 经营性净现金流-137.26 亿元，中直股份经营性净现金流-114.53 亿元，中航沈飞经营性净现金流-58.8 亿元。主机厂以现金形式支付货款，改善中上游现金流质量，同时也给出中上游备货备产的信号，静候新订单的下放。

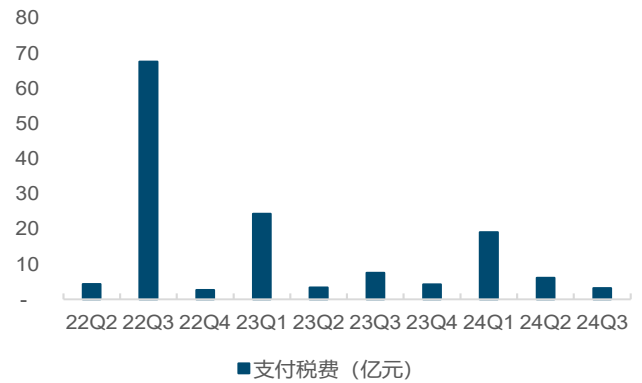


图表20: 航空主机厂 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 航空主机厂 22Q2-24Q3 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

航发产业链: 营收阶段性下滑, 存货增加等待交付推进

受航发产业链备货节奏周期性波动影响, 整体增速阶段性放缓。24Q1-Q3 航发产业链营收 633 亿元, 同比-1.3%; 归母净利润 54 亿元, 同比-8.3%。24Q1-Q3 航发产业链毛利率 20.6%, 同比-0.4pct; 净利率 8.6%, 同比-0.7pct, 整体保持稳定。

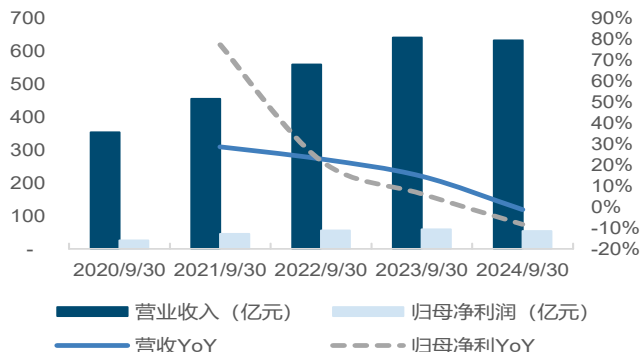
24Q3 航发产业链营收 194 亿元, 同比-8.1%; 归母净利润 15 亿元, 同比-16.1%; 毛利率 21.6%, 同比+0.8pct, 毛利率趋于稳定; 净利率 7.8%, 同比-0.7pct, 主要受期间费用率上升影响。

图表22: 航发产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 业绩基本面表现

	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
营收 (亿元)	633	-1.3%	194	-8.1%	-24.2%
归母净利润 (亿元)	54	-8.3%	15	-16.1%	-32.7%
毛利率	20.6%	-0.4pct	21.6%	0.8pct	1.9pct
净利率	8.6%	-0.7pct	7.8%	-0.7pct	-1.0pct
期间费用率	9.7%	0.4pct	11.5%	1.4pct	3.2pct

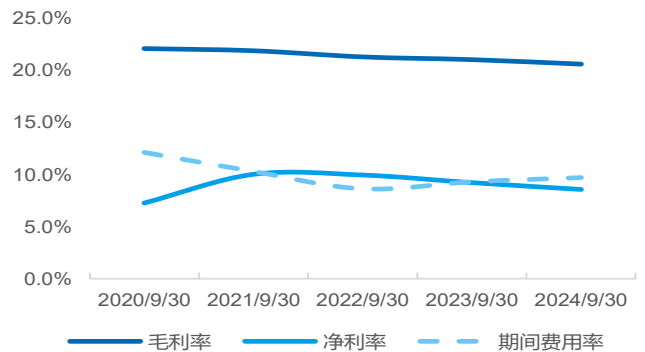
来源: Wind, 国金证券研究所;

图表23: 航发产业链各年前三季度营收及利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所;

图表24: 航发产业链各年前三季度主要盈利指标情况



来源: Wind, 国金证券研究所;

合同负债短期下降, 积极备产下部分产品交付节奏波动导致存货增长。24Q3 航发产业链合同负债 79 亿元, 较年初-43.5%, 静待新订单下发。24Q3 存货 624 亿元, 较年初+25.4%。受各企业积极备产和部分产品阶段性交付节奏放缓影响, 存货较期初增加, 主要是订单增加, 产品投入增加。

在建工程转固产能逐步释放, 扩产支撑长期发展。24Q3 航发产业链在建工程 70 亿元 (较



年初+12.8%)，固定资产 447 亿元 (较年初+5.8%)，在建工程转固下产能逐步释放。24Q3 在建工程较年初维持增长，资本性支出维持同比增长，表明产业链仍处于扩产节奏，产能扩张支撑长期发展。

图表25: 航发产业链 24Q1-Q3 年及 24Q3 资产负债和现金流

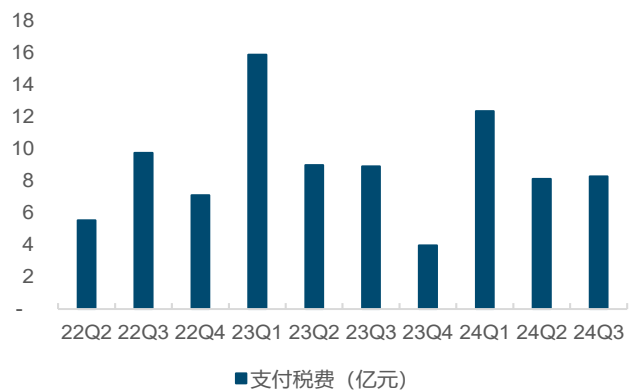
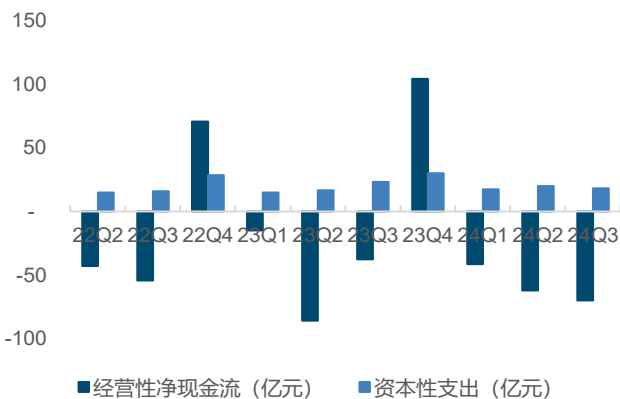
单位: 亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	79	88	-10.6%	140	-43.5%
预付款项	39	43	-9.6%	48	-18.8%
存货	624	570	9.5%	498	25.4%
在建工程	70	77	-8.5%	63	12.8%
固定资产	447	434	3.1%	422	5.8%
应收款项	675	629	7.4%	552	22.4%
	24Q1-Q3	同比增长	24Q3	同比增长	环比增长
资本性支出	56	1.3%	18	-22.4%	-9.6%
	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-174	-139	-70	-38	-62

来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q1-Q3 经营性净现金流-174 亿元, 表现不及去年同期水平, 主要是由于航发动力产品一般集中年底回款导致。24Q3 经营性净现金流为-70 亿元, 关注四季度现金回款情况。

图表26: 航发产业链 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)

图表27: 航发产业链 22Q2-24Q3 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所;

来源: wind, 国金证券研究所;

上游业绩小幅增长, 特种功能材料营收同比增加+22.6%, 归母+14.4%; 高温合金营收同比增长 2.4%, 归母净利润同比-2.9%; 钛合金营收+0.5%, 归母净利润-1.0%, 基本持平; 中游锻造营收与归母同比-8.5%/-13%; 主机与系统营收与归母同比-0.8%/-16.7%, 或说明上游原材料生产与交付顺利, 新一轮交付周期开启; 中、下游受到交付节奏影响, 业绩暂时承压, 随着生产交付的稳步推进, 中、下游有望开启新一轮高增长。

24Q3 航发产业链业绩表现分化, 上游钛合金业绩表现突出, 归母净利润同比+11.7%, 其中西部超导营收同比+24.43%, 归母净利润+58.04%; 高温合金领域, 钢研高纳、图南股份、航材股份营收增速分别为-15.7%/-7.3%/-21.7%, 业绩承压。中游锻造领域, 中航重机、派克新材、航宇科技 24Q3 单季营收增速分别为-16.7%/+2.8%/-22.2%, 静待新一轮生产交付周期开启。24Q3 主机与系统营收同比-11%, 归母净利润同比-35.7%, 航发动力营收-13.18%, 归母净利润-57.01%。

图表28: 航发产业链各板块 24Q1-Q3 及 24Q3 营收与归母净利润

24Q1-Q3				24Q3			
营收 (亿)	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比



	24Q1-Q3					24Q3		
	元)	(亿元)						
主机与系统	302	-0.8%	13.6	-16.7%	-11.0%	-35.5%	-35.7%	-55.2%
中游锻造	114	-8.5%	14.1	-13.0%	-13.3%	-20.3%	-2.5%	-23.2%
高温合金	122	2.4%	12.4	-2.9%	-6.2%	-8.1%	-32.5%	-27.6%
钛合金	87	0.5%	11.2	-1.0%	4.0%	-4.4%	11.7%	-23.4%
特种功能材料	7	22.6%	3.1	14.4%	14.8%	6.3%	8.0%	-7.3%

来源: Wind, 国金证券研究所;

主机与系统 24Q1-Q3 毛利率 14.5%，同比+0.1pct，主机积极开展提质增效，产品成熟度提升，盈利能力有望持续改善；高温合金 24Q1-Q3 毛利率同比提升 0.1pct，或因镍元素降价所致；钛合金毛利率同比变化-0.2pct，维持稳定；中游锻造环节毛利率 28.8%，同比-2pct，主要系部分产品价格下降所致。

主机与系统 24Q3 毛利率同比+1.6pct，或由于新型号转批产及降本增效工作的推进所致，盈利能力筑底回升。中游锻造环节毛利率环比提升，或由于 Q3 金属材料价格有所下降。高温合金和钛合金环节毛利率环比-1.3pct/-3.2pct，主要系部分产品价格周期性波动所致。

图表29: 航发各板块 24Q1-Q3 与 24Q3 盈利能力

24Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
主机与系统	14.5%	0.1pct	4.5%	-0.9pct	8.5%	0.4pct
中游锻造	28.8%	-2.0pct	12.3%	-0.6pct	12.0%	-0.3pct
高温合金	22.2%	0.1pct	10.2%	-0.6pct	10.4%	1.1pct
钛合金	26.1%	-0.2pct	12.8%	-0.2pct	9.3%	0.2pct
特种功能材料	54.6%	-4.2pct	41.9%	-3.0pct	17.8%	2.8pct

24Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
主机与系统	1.6pct	3.1pct	-1.3pct	-1.5pct	2.2pct	4.7pct
中游锻造	1.6pct	0.6pct	1.4pct	-0.5pct	-0.1pct	2.2pct
高温合金	-1.8pct	-1.3pct	-3.3pct	-2.3pct	2.5pct	1.6pct
钛合金	0.1pct	-3.2pct	0.9pct	-3.1pct	-0.7pct	-0.4pct
特种功能材料	-8.8pct	-2.3pct	-2.3pct	-5.4pct	5.5pct	3.9pct

来源: Wind, 国金证券研究所;

积极备货静待订单下放，产能扩充夯实成长基础。24Q3 主机与系统合同负债较年初-46.1%，存货较年初+34.0%，中游锻造合同负债较年初-68.3%，存货较年初+17.6%，交付节奏阶段性波动不改赛道高景气，中下游企业积极备货静待新增订单下放。

特种功能材料 24Q3 合同负债、存货、在建工程、固定资产同比+115.0%/94.0%/94.3%/57.4%，表明华秦科技正积极扩大产能，订单需求旺盛；国产化要求牵引下上游高温合金大幅扩产，高温合金 24Q3 固定资产较年初+11.4%，高温合金相关企业产能释放夯实成长基础。

图表30: 航发各环节 24Q3 资产负债情况

2024/9/30	合同负债	较年初增	预付款项	较年初增	存货 (亿	较年初增	在建工程	较年初增	固定资产	较年初增	应收款项	较年初增
	(亿元)	长	(亿元)	长	元)	长	(亿元)	长	(亿元)	长	(亿元)	长
主机与系统	66.1	-46.1%	28.6	-29.5%	417.0	34.0%	33.1	14.3%	247.9	2.8%	386.6	28.0%
中游锻造	2.4	-68.3%	4.6	102.2%	64.8	17.6%	10.0	4.1%	72.5	9.2%	132.2	16.7%
高温合金	6.7	11.5%	3.6	33.9%	67.7	12.4%	9.3	-18.3%	73.9	11.4%	66.2	17.8%
钛合金	3.5	1.5%	1.7	-13.9%	72.6	3.0%	9.2	15.3%	47.9	5.3%	83.5	17.5%
特种功能材料	0.3	115.0%	0.4	-0.2%	2.4	94.0%	8.9	94.3%	4.7	57.4%	7.0	-24.5%

来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q1-Q3 主机与系统资本性支出同比+3.2%，中游锻造同比+2.8%，高温合金同比-29.6%，



钛合金同比+15.9%，特种功能材料同比+59.8%，景气牵引下板块大幅扩产，龙头企业打造平台，长期发展可期。中游锻造、高温合金、钛合金、特种功能材料 24Q3 经营性现金流有所增加，回款有所改善，主机与系统较去年同期减少-44.4 亿，主要由于现金采购增加所致，四季度回款加速有望改善。

图表31：航发各板块 24Q1-Q3 和 24Q3 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出 (亿元)					经营性净现金流 (亿元)				
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
主机与系统	28.1	3.2%	8.6	-25.2%	-23.7%	-173.6	-131.9	-71.7	-27.3	-69.9
中游锻造	10.4	2.8%	3.9	-13.3%	7.4%	-1.3	-5.1	0.9	-4.6	-0.3
高温合金	7.1	-29.6%	2.1	-54.5%	-26.8%	-8.5	-4.2	-2.1	-2.9	2.5
钛合金	5.0	15.9%	2.1	36.7%	128.8%	8.1	3.3	1.9	-1.4	3.7
特种功能材料	5.0	59.8%	1.3	19.1%	4.0%	1.6	-0.7	0.9	-1.7	1.8

来源：Wind，国金证券研究所；

军工电子：收入整体下滑，价格因素致利润率同比下降

军工电子产业链营收和利润保持增长，24Q1-Q3 军工电子产业链整体实现营收 411 亿元（同比-18.3%），归母净利润 62 亿元（同比-42.4%），24Q1-Q3 军工电子产业链整体毛利率为 43.3%（同比-3.3pct）、净利率为 15.1%（同比-6.3pct），利润率整体同比下降，或因客户低成本化采购要求下产品价格下降、研发投入加大导致费用率上升。期间费用率为 25.1%（同比+4.3pct），主要系研发费用率上升，投入开发新品静候订单回暖。

24Q3 军工电子产业链营收及归母净利润增同比减少 14.2%/47.2%，环比减少 11.8%/38.0%。24Q3 毛利率与净利率同比-3.8pct/-7.5pct、环比-4.5pct/-5.0pct；期间费用率上升、盈利能力有所下降。期间费用率提升主要由于企业维持高研发投入，研发费用率明显提升。

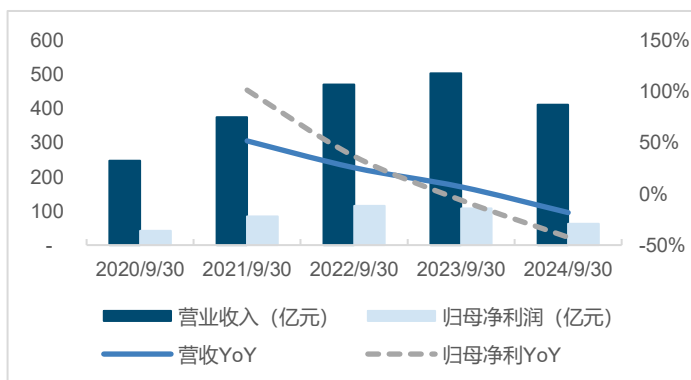
图表32：军工电子 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现

	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
营收(亿元)	411	-18.3%	133	-14.2%	-11.8%
归母净利润(亿元)	62	-42.2%	16	-47.2%	-38.0%
毛利率	43.3%	-3.3pct	41.1%	-3.8pct	-4.5pct
净利率	15.1%	-6.3pct	12.0%	-7.5pct	-5.0pct
期间费用率	25.1%	4.3pct	25.6%	3.4pct	0.2pct

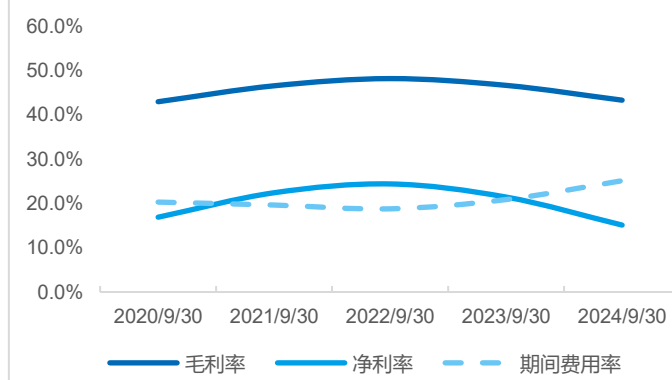
来源：Wind，国金证券研究所；

图表33：军工电子各年前三季度营收及利润 (亿元)

图表34：军工电子各年前三季度利润率及期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所；



来源：Wind，国金证券研究所

24Q3 军工电子产业链整体合同负债 10 亿元（较上季度末-16.5%，较年初-40.8%）。企业有序生产订单逐步交付，而新订单有所延迟。预付款项 11 亿元（较上季度末+5.9%、较年初+10.7%），存货 237 亿元（较上季度末+3.3%、较年初+6.1%），部分企业产品交付节奏影响发出商品规模增大，存货有所增加。24Q3 军工电子产业链在建工程较年初+1.2%，固



定资产较年初+14.0%，24Q1-Q3 资本性支出同比-7.3%。

图表35: 军工电子 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流

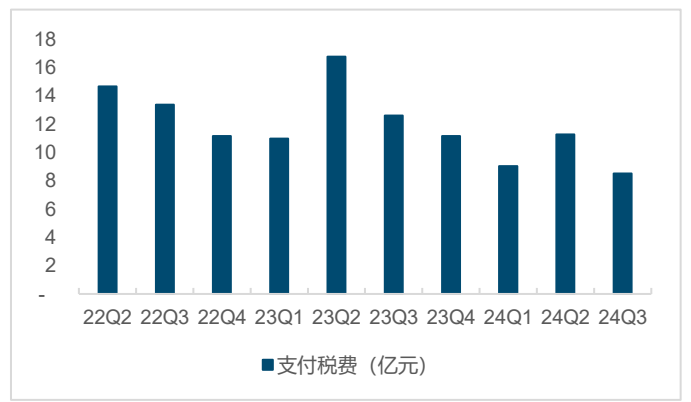
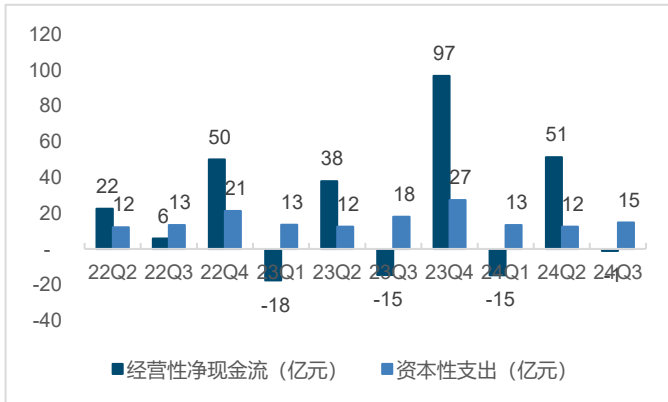
单位: 亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31
合同负债	10	12	-16.5%	17
预付款项	11	10	5.9%	10
存货	237	230	3.3%	224
在建工程	38	48	-21.3%	37
固定资产	207	182	13.6%	182
应收款项	539	517	4.3%	520
	2024/9/30	同比	24Q3	同比
资本性支出	41	-7.3%	15	-17.7%
	2024/9/30	去年同期	24Q3	去年同期
经营性净现金流	35	6	-1	-15

来源: wind, 国金证券研究所

24Q1-Q3 军工电子产业链整体经营性净现金流 35 亿元、去年同期为 6 亿元，同比增加 29 亿元。24Q3 经营性净现金流-1 亿元，上一季度为 51 亿元。

图表36: 军工电子 22Q2-24Q3 单季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)

图表37: 军工电子 22Q2-24Q2 单季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

24Q1-Q3 连接器营收 193 亿元，同比-11.5%；归母净利润 29.1 亿元，同比-18.9%，受到产品降价以及防务产品订单延迟等因素影响业绩减少。中航光电 24Q1-Q3 实现收入 140.95 亿元，同比下滑 8.23%。集成电路营收 90 亿元，同比-16.3%，归母净利润 17.6 亿元，同比-47.0%，主要由于部分产品报告期内价格承压。模块组件营收 45 亿元，同比-28.9%，归母净利润 2.8 亿元，同比-68.3%。被动元件收入 82 亿元，同比-27.1%，归母净利润 12.6 亿元，同比-57.8%，受元器件降价、下游库存消化等多重因素影响下滑显著。

图表38: 军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现

	24Q1-Q3				24Q3			
	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
连接器	193	-11.5%	29.1	-18.9%	-2.9%	-7.3%	-24.5%	-20.0%
被动元件	82	-27.1%	12.6	-57.8%	-22.4%	-7.7%	-46.1%	-33.1%
集成电路	90	-16.3%	17.6	-47.0%	-19.5%	-17.7%	-62.9%	-51.4%
模块组件	45	-28.9%	2.8	-68.3%	-28.4%	-25.3%	-105.6%	-105.9%

来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q1-Q3 连接器毛利率和净利率同比-0.3pct/-1.4pct，盈利能力基本稳定，仅小幅度下



降；被动元件毛利率和净利率同比-7.0pct/-11.1pct，客户低成本采购压力下元器件价格下降，盈利能力下滑；集成电路毛利率和净利率同比-7.5pct/-11.3pct，企业维持较高研发投入，研发费用率提高导致净利率同比下降；模块组件毛利率和净利率同比+0.2pct/-7.6pct，期间费用率同比+8.4pct，净利率降幅大于毛利率。

24Q3各环节中，连接器盈利能力有所下降，被动元件持续筑底。集成电路领域由于部分产品降价、产品结构调整以及高额研发投入影响，毛利率同比-7.4pct，净利率同比-15.7pct。

图表39：军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 毛利率、净利率与期间费用率

2024/9/30	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
连接器	37.5%	-0.3pct	15.1%	-1.4pct	19.2%	2.4pct
被动元件	44.9%	-7.0pct	15.3%	-11.1pct	24.2%	5.7pct
集成电路	57.5%	-7.5pct	19.5%	-11.3pct	37.0%	4.9pct
模块组件	36.7%	0.2pct	6.1%	-7.6pct	28.3%	8.4pct
24Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
连接器	-4.1pct	-6.7pct	-3.8pct	-2.1pct	1.2pct	-4.1pct
被动元件	-0.2pct	-4.4pct	-5.9pct	-5.1pct	4.8pct	2.1pct
集成电路	-7.4pct	-2.4pct	-15.7pct	-9.3pct	6.5pct	6.0pct
模块组件	2.3pct	2.0pct	-10.3pct	-10.2pct	8.5pct	7.2pct

来源：wind，国金证券研究所

24Q3 连接器、被动元件、集成电路、模块组件合同负债分别较年初-27.7%/-14.7%/-54.0%/-21.4%，行业需求阶段性放缓订单延迟，原有订单产品逐步交付、预收款项减少。

图表40：军工电子各版块 24Q3 资产负债情况

2024/9/30	合同负债 较年初增 (亿元)	较年初增 长	预付款项 较年初增 (亿元)	较年初增 长	存货(亿 较年初增 元)	较年初增 长	在建工程 较年初增 (亿元)	较年初增 长	固定资产 较年初增 (亿元)	较年初增 长	应收款项 较年初增 (亿元)	较年初增 长
连接器	3.9	-27.7%	2.2	68.2%	72.9	24.1%	19.5	-1.3%	86.2	27.6%	219.4	13.8%
被动元件	0.6	-14.7%	1.4	5.6%	54.4	3.8%	6.0	-10.9%	55.0	-0.8%	117.6	-7.4%
集成电路	4.2	-54.0%	6.3	0.5%	76.0	-3.0%	4.5	-23.3%	36.0	25.3%	119.5	0.9%
模块组件	1.2	-21.4%	0.6	0.5%	34.0	-0.3%	7.5	59.3%	30.0	0.2%	82.1	0.4%

来源：Wind，国金证券研究所；

连接器、被动元件、集成电路、模块组件 24Q1-Q3 资本性支出分别为 15.1/7.0/12.2/6.4 亿元，同比-18.2%、-13.1%、+23.0%、-14.3%。集成电路仍处于产能扩张阶段，臻镭科技、景嘉微等企业资本性支出提升较多；被动元件、连接器以及模块组件资本性支出有所下滑。

图表41：军工电子各版块 24Q1-Q3 及 24Q3 现金流情况

	资本性支出(亿元)					经营性净现金流(亿元)				
	2024/9/30	同比	24Q3	同比	环比	2024/9/30	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
连接器	15.1	-18.2%	5.5	-36.5%	7.9%	0.7	2.9	-3.7	-5.1	11.2
被动元件	7.0	-13.1%	2.4	-18.0%	-1.3%	25.0	9.1	4.0	-3.5	18.2
集成电路	12.2	23.0%	4.9	42.4%	57.1%	8.8	0.2	2.5	0.4	12.6
模块组件	6.4	-14.3%	1.9	-32.9%	6.4%	1.0	-6.5	-3.9	-6.4	9.3

来源：Wind，国金证券研究所；

导弹产业链：订单交付延迟业绩下降，需等待采购恢复

24Q1-Q3 导弹产业链实现营收 104 亿元(同比-20.8%)，归母净利润 12 亿元(同比-45.2%) 部分产品新增订单和产品交付节奏有所延迟。从盈利质量指标来看，24Q1-Q3 导弹产业链毛利率为 41.7%，同比+1.9pct，主要系国博电子、航天电器毛利率提升所致。24Q1-Q3 导弹产业链净利率 11.5%，同比-5.1pct，主要系期间费用率提高导致净利率下滑。

24Q3 导弹产业链实现营收 30 亿元(同比-21.1%)，归母净利润 2 亿元(同比-65.8%)。24Q3 导弹产业链毛利率维持相对稳定，净利率同比-7.1pct，主要由于整体期间费用率同比+6.5pct。



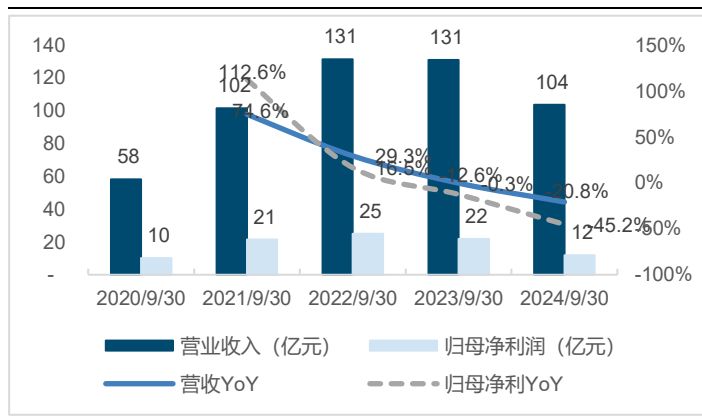


图表42: 导弹产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 基本面表现

	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
营收 (亿元)	104	-20.8%	30	-21.1%	-15.5%
归母净利润 (亿元)	12	-45.2%	2	-65.8%	-66.2%
毛利率	41.7%	1.9pct	39.0%	0.6pct	-7.3pct
净利率	11.5%	-5.1pct	5.5%	-7.1pct	-8.2pct
期间费用率	26.5%	8.0pct	28.6%	6.5pct	-0.3pct

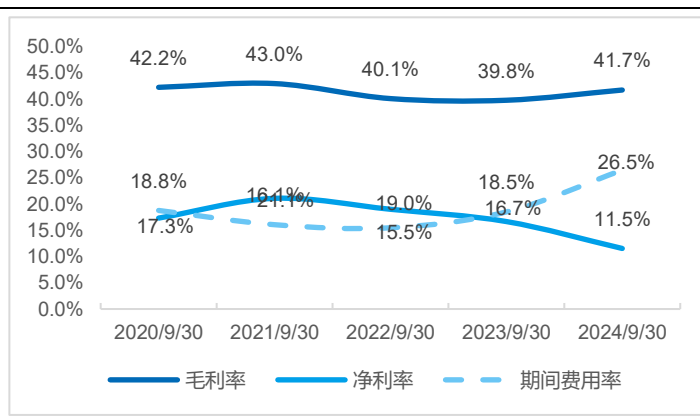
来源: Wind, 国金证券研究所;

图表43: 导弹产业链各年前三季度营收及利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所;

图表44: 导弹产业链各年前三季度利润率及期间费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

24Q3 合同负债较年初-59.5%，较二季度末-28.8%，主要系新增订单延迟下发导致。24Q3 在建工程较年初增长 41.4%，固定资产较年初减少 3.3%。24Q3 存货较年初+1.2%，部分企业原材料战略储备及备货增加，静候采购恢复。

图表45: 导弹产业链 24Q1-Q3 及 24Q3 资产负债和现金流

单位: 亿元	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度末增长	2023/12/31	较年初增长
合同负债	4	6	-28.8%	11	-59.5%
预付款项	4	5	-23.2%	3	20.3%
存货	65	63	3.9%	65	1.2%
在建工程	10	9	8.4%	7	41.4%
固定资产	67	66	1.3%	69	-3.3%
应收款项	131	130	0.2%	127	2.5%
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比
资本性支出	11	-26.2%	3	-34.3%	7.2%
	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-4	2	-1	-9	5

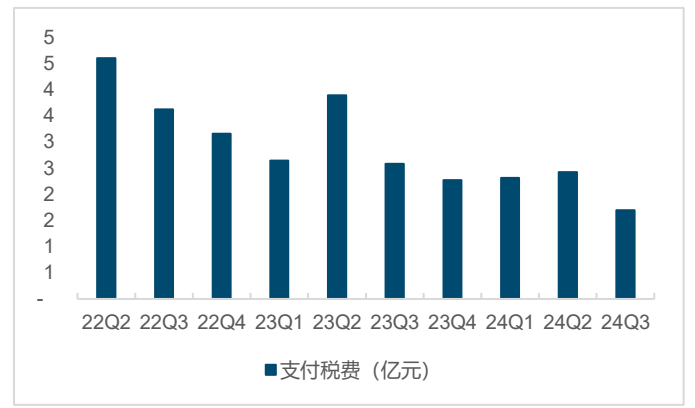
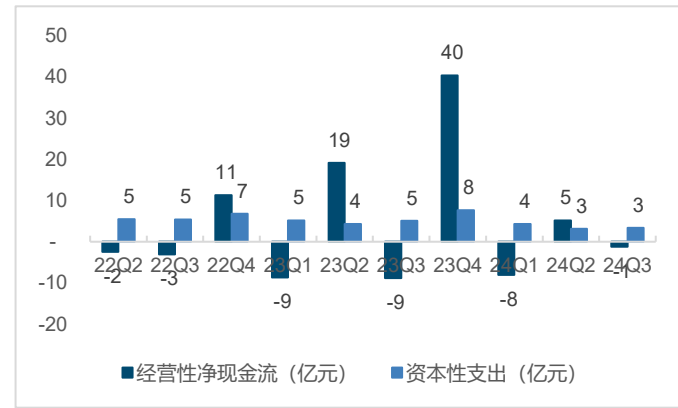
来源: Wind, 国金证券研究所;

24Q1-Q3 导弹产业链经营活动净现金流为-4 亿元，同比减少 6 亿元。24Q3 导弹产业链经营获得净现金流-1 亿元，同比增加 8 亿元，今年由于行业订单延迟，下游客户现金回款较慢，关注四季度回款情况。



图表46: 导弹产业链 22Q2-24Q3 季度经营性净现金流与资本支出 (亿元)

图表47: 导弹产业链 22Q2-24Q3 季度支付税费 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

**新城新质: 24Q3 新型号待放量, 存货增长表征未来景气**

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

24Q1-Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比-30.2%、-25.5%、-3.2%、-11.0%、-33.3%, 归母净利润分别同比-92.0%、-48.5%、-17.2%、-72.2%、-57.1%。其中, 远火赛道受到客户单位总体合同签订进度影响, 相关产品正式合同尚未签订, 收入及利润下滑较明显。卫星赛道收入主要系航天电子因交付不及预期, 下滑较大。而利润层面, 板块内多数企业由于卫星业务占比较小, 但主业承压导致利润下滑较大。水下赛道样本数相对较小, 整体略有下滑。电磁频谱赛道主要系相关产品交付价格承压, 导致业绩下滑。

24Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备营收分别同比+1.3%、-33.1%、+1.7%、-12.9%、-57.3%, 归母净利润分别同比-63.8%、-53.7%、+6.7%、-134.8%、-7.0%。

图表48: 新城新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 营收与归母净利润

	24Q1-Q3				24Q3			
	营业收入 (亿元)	营收同比	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
远火	31	-30.2%	0.3	-92.0%	1.3%	24.6%	-63.8%	-30.2%
卫星	303	-25.5%	15.5	-48.5%	-33.1%	-28.6%	-53.7%	-59.4%
水下	44	-3.2%	1.9	-17.2%	1.7%	-16.8%	6.7%	-33.9%
电磁频谱	88	-11.0%	2.2	-72.2%	-12.9%	-17.8%	-134.8%	-125.4%
无人装备	112	-33.3%	4.3	-57.1%	-57.3%	-59.9%	-7.0%	64.6%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

24Q1-Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备毛利率分别同比+0.6pct、+3.5pct、+0.7pct、-4.9pct、+1.6pct。受收入结构变化影响, 远火毛利率有所提升。卫星板块毛利提升主要系航天电子以及航天电器的拉动。电磁频谱毛利率下滑较大, 主要系七一二以及烽火电子价格承压所致。净利率分别同比-7.1pct、-2.3pct、-0.7pct、-5.5pct、-2.2pct, 由于费用率同步提升, 净利率降幅大于毛利率。24Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备毛利率分别环比-4.6pct、+2.9pct、-1.7pct、-4.6pct、+15.5pct。



图表49: 新城新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 毛利率、净利率与期间费用率

24Q1-Q3	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
远火	29.4%	0.6pct	0.9%	-7.1pct	29.2%	10.2pct
卫星	33.7%	3.5pct	5.1%	-2.3pct	28.8%	7.3pct
水下	29.4%	0.7pct	4.3%	-0.7pct	21.9%	0.6pct
电磁频谱	28.8%	-4.9pct	2.5%	-5.5pct	27.8%	2.5pct
无人装备	23.4%	1.6pct	3.9%	-2.2pct	21.8%	6.8pct
24Q3	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
远火	-2.4pct	-4.6pct	-4.4pct	-1.9pct	2.4pct	-3.6pct
卫星	4.9pct	2.9pct	-1.7pct	-3.0pct	9.7pct	7.5pct
水下	-0.6pct	-1.7pct	0.2pct	-1.1pct	-0.2pct	3.1pct
电磁频谱	-7.0pct	-4.6pct	-7.8pct	-9.5pct	2.3pct	5.3pct
无人装备	10.6pct	15.5pct	6.7pct	9.4pct	19.7pct	21.2pct

来源: Wind, 国金证券研究所

远火赛道 24Q1-Q3 合同负债较期初-17.4%; 卫星赛道 24Q1-Q3 合同负债较期初-19.4%; 水下赛道合同负债较期初+24.2%; 电磁频谱赛道合同负债较期初-14.0%; 无人装备赛道合同负债较期初-25.6%。卫星、无人装备赛道持续扩产, 24Q1-Q3 在建工程较期初均有所提升, 主要系航天电子的影响。存货方面, 远火、卫星、水下、无人装备 24Q1-Q3 均较期初有所增长, 备货备产持续推进。

图表50: 新城新质各赛道 2024Q1-Q3 资产负债端情况

单位: 亿元	合同负债	较年初增	预付款项	较年初增	存货	较年初增	在建工程	较年初增	固定资产	较年初增	应收款项	较年初增
元	长	长	长	长	长	长	长	长	长	长	长	长
远火	3.0	-17.4%	1.6	52.4%	20.2	30.7%	3.6	34.8%	32.7	0.1%	67.7	9.1%
卫星	41.7	-19.4%	108.5	16.8%	381.5	10.7%	28.4	27.1%	151.8	-3.6%	383.4	6.1%
水下	3.9	24.2%	9.5	20.2%	40.1	21.3%	5.5	-24.1%	28.0	-1.1%	67.1	7.3%
电磁频谱	7.1	-14.0%	17.9	41.4%	57.3	-7.2%	10.1	10.2%	34.8	7.7%	146.9	6.2%
无人装备	21.5	-25.6%	45.9	19.0%	255.1	14.8%	11.8	17.5%	64.1	-10.3%	133.5	-5.2%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

现金流方面, 24Q1-Q3 远火、卫星、水下、电磁频谱、无人装备经营性净现金流分别为-17.2/-75.9/-1.8/-19.5/-46.4 亿元。24Q3 水下赛道、卫星现金流情况有所改善, 电磁频谱、无人装备赛道现金流情况不及同期水平。

图表51: 新城新质各赛道 24Q1-Q3 与 24Q3 资本性支出和经营净现金流

单位: 亿元	资本性支出					经营性净现金流				
	24Q1-Q3	同比	24Q3	同比	环比	24Q1-Q3	去年同期	24Q3	去年同期	上一季度
远火	3.9	38.5%	0.8	-26.4%	-31.1%	-17.2	-8.9	-0.6	-0.6	-5.7
卫星	31.2	4.9%	11.6	16.9%	35.9%	-75.9	-81.3	-15.9	-24.5	-18.5
水下	3.0	11.0%	0.9	24.7%	-18.9%	-1.8	-1.4	-1.8	2.8	4.0
电磁频谱	8.1	84.3%	2.9	74.3%	12.1%	-19.5	-16.5	-7.8	-3.9	-3.9
无人装备	6.6	31.1%	2.0	12.8%	11.3%	-46.4	-28.5	-7.3	-1.8	-17.2

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

## 投资建议与重点个股推荐

### 投资建议

百年建军目标务期必成, 武器装备建设需求持续, 当下由于订单需求延迟导致板块业绩承压。展望四季度及明年, 随着行业订单逐步下达, 板块景气度有望恢复。航空主机厂经营有所下滑, 静待后续订单下达启动景气拐点; 航空发动机赛道长坡厚雪, 成熟型号加速列装, 新型号批产在即; 导弹装备作为现代战争攻防利器, 明年有望开启景气新周期; 新城



新质领域，远火符合远程打击和低成本化发展趋势，无人装备是未来作战方式中的重要应用，发展空间广阔。

### 重点个股推荐

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

图表52：重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)				PE			
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中航沈飞	1.090	1.370	1.700	2.110	41.95	33.38	26.90	21.67
中航重机	0.900	1.059	1.272	1.531	24.60	20.91	17.41	14.46
北方导航	0.130	0.096	0.280	0.405	83.69	113.33	38.86	26.86
中航西飞	0.311	0.360	0.423	0.500	89.69	77.36	65.84	55.70
航发动力	0.530	0.607	0.734	0.901	78.91	68.88	56.95	46.43

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所；注：股价取 2024 年 11 月 1 日收盘价，航发动力相关数据取自同花顺 iFinD 一致预测

### 风险提示

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

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



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明:**

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
 电话: 021-80234211  
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
 邮编: 201204  
 地址: 上海浦东新区芳甸路1088号  
 紫竹国际大厦5楼

**北京**  
 电话: 010-85950438  
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
 邮编: 100005  
 地址: 北京市东城区建国内大街26号  
 新闻大厦8层南侧

**深圳**  
 电话: 0755-86695353  
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
 邮编: 518000  
 地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
 18楼1806



**【小程序】**  
 国金证券研究服务



**【公众号】**  
 国金证券研究