



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

军工行业2024年三季度报综述 与基金持仓分析

国联证券国防军工研究团队

2024年11月03日

证券研究报告

报告评级：强于大市 | 维持

请务必阅读报告末页的重要声明

目 录

第一部分

20243Q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

第五部分

增量资金边际决定军工涨跌且具备较大增持空间



1、20243Q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

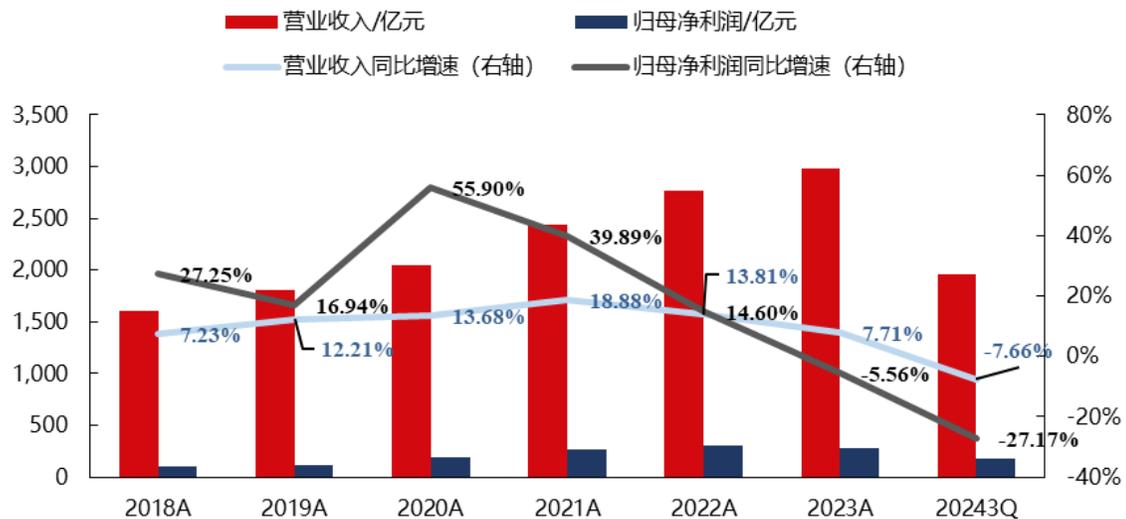
导弹	航发	信息化	军机	船舶
智明达 新雷能 鸿远电子 国博电子 长盈通 菲利华 航天电器 盟升电子	抚顺特钢 华泰科技 图南股份 钢研高纳 派克新材 航宇科技 航亚科技 万泽股份 中航重机 航发科技 航发控制 航发动力	七一二 上海瀚讯 海格通信 邦彦技术 盛路通信 佳缘科技 中科星图 航天宏图	西部超导 宝钛股份 中简科技 光威复材 三角防务 爱乐达 中航高科 中航沈飞 中航西飞 洪都航空 北摩高科 中航光电	邦彦技术 中科海讯 ST瑞科 中国海防 久之洋 海兰信 亚星锚链 湘电股份 江龙船艇 中船科技 中国动力 中国重工 中国船舶 中船防务

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。

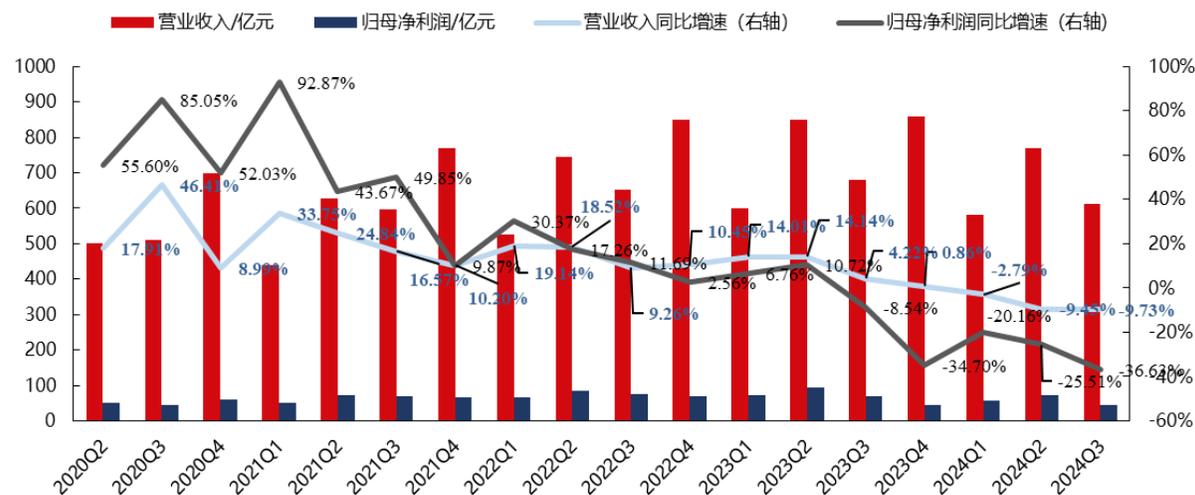
军工板块整体收入和利润增速情况：三季度景气度仍持续下滑，行业困境显著

- 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-20243Q的营收增速同比分别为18.88%/13.81%/7.71%/-7.66%，归母净利润增速同比分别为39.89%/14.60%/-5.56%/-27.17%。其中回溯过去4个季度的财务数据，军工板块2023Q4-2024Q3的营收增速同比分别为0.86% /-2.79%/-9.45%/-9.73%，归母净利润增速同比分别为-34.70%/-20.16%/-25.51%/-36.63%。

军工板块累计营收、归母净利润及同比增速



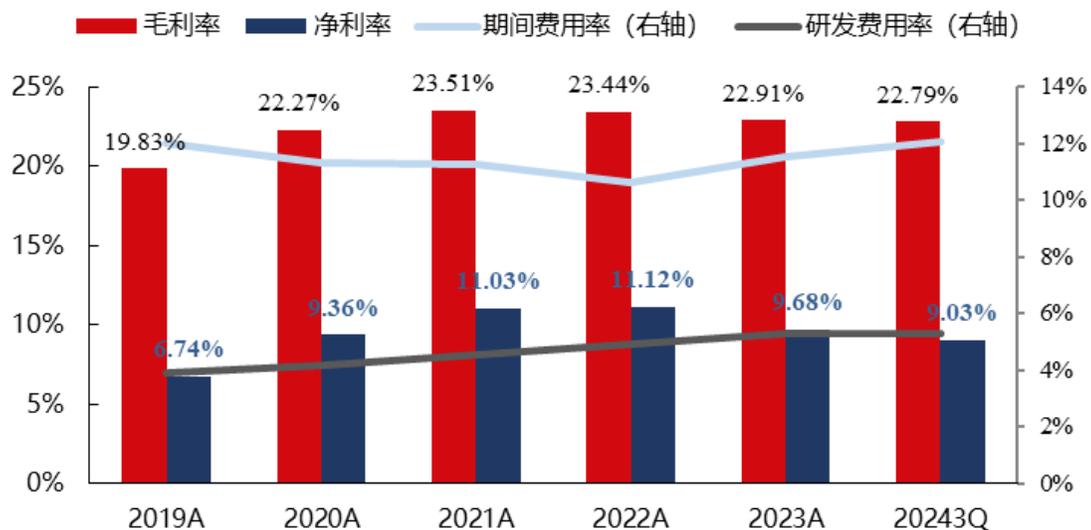
军工板块单季度营收、归母净利润及同比增速



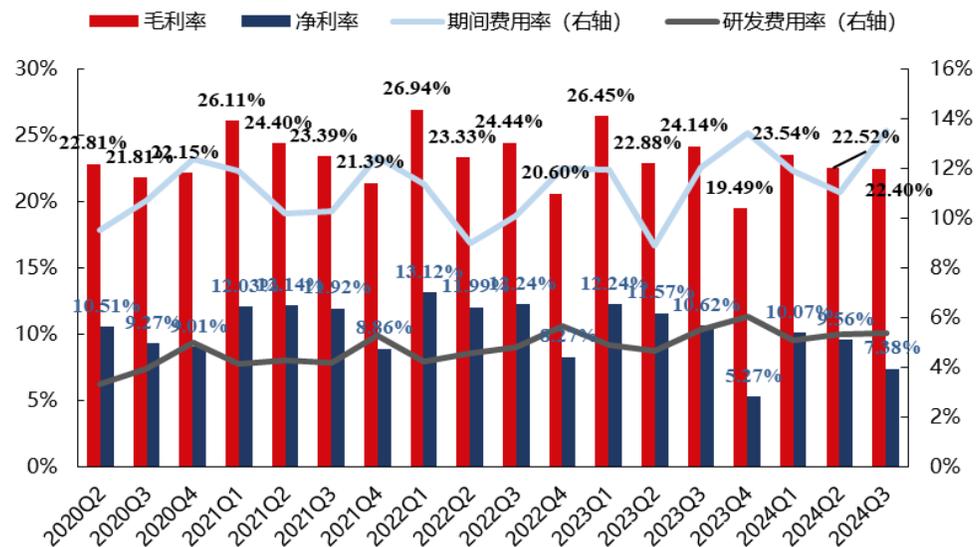
军工板块整体盈利能力情况：单Q3毛利率下滑幅度有限，但净利率下滑较为明显

单三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2024Q3继续下滑。毛利率方面，20243Q整体军工板块毛利率达22.79%，同比降低1.50pct；期间费用率为12.07%，同比微增0.90pct；净利率为9.03%，同比下滑2.42pct。单季度来看，2024Q3毛利率为22.40%，同比下滑1.74pct，环比下滑0.12pct，2024Q3净利率为7.38%，同比下滑3.24pct，环比下滑2.18pct。

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：上游原材料显著恢复，锻铸造领域大幅度下滑

- ▼ 下游主机厂环节受合同签订进度影响收入、利润下滑明显，2024Q3主机厂实现同比-12%的收入变动和同比-61%的归母净利润变动；
- ▼ 上游原材料环节已经恢复，上游原材料2024Q3收入同比增长4%，归母净利润同比增长3%。
- ▼ 加工（锻铸造）环节的景气仍在恶化，2024Q3加工环节实现同比-23%的收入变动和同比-57%的归母净利润变动；
- ▼ 航发领域再次出现较大幅度下滑，2024Q3实现同比-11%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。船舶领域业绩增速出现明显下滑。

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	24Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
分产业链环节	主机厂	16%	19%	1%	9%	14%	16%	7%	2%	4%	-9%	-12%	7%	4%	-15%	17%	26%	30%	39%	-10%	28%	-3%	-61%
	分系统	7%	21%	5%	-4%	6%	0%	-1%	-23%	8%	-11%	-15%	36%	56%	0%	-9%	28%	3%	-12%	-100%	23%	-28%	-67%
	原材料	22%	20%	14%	33%	15%	5%	6%	7%	0%	3%	4%	22%	13%	11%	31%	6%	-1%	-9%	-7%	-5%	-4%	3%
	电子	20%	15%	21%	8%	11%	14%	-1%	3%	-19%	-14%	-7%	32%	17%	21%	-7%	-2%	1%	-22%	-34%	-45%	-40%	-34%
	加工	36%	20%	39%	17%	25%	24%	1%	-2%	-1%	-20%	-23%	83%	39%	30%	-5%	21%	48%	-13%	-48%	-15%	-42%	-57%
分领域	导弹	42%	31%	23%	0%	6%	8%	-13%	-14%	-14%	-33%	-29%	31%	16%	5%	-16%	-10%	0%	-40%	-31%	-32%	-55%	-106%
	航发	30%	30%	6%	4%	18%	21%	13%	12%	5%	1%	-11%	39%	21%	4%	-10%	27%	22%	-1%	8%	20%	-17%	-17%
	信息化	25%	25%	24%	9%	21%	9%	1%	-17%	7%	-12%	-8%	-31%	46%	14%	15%	70%	0%	-69%	-97%	—	-66%	-209%
	军机	24%	22%	13%	17%	12%	10%	1%	5%	-3%	-7%	-21%	33%	30%	22%	26%	18%	13%	9%	-6%	-13%	-6%	-27%
	船舶	2%	-12%	41%	15%	4%	50%	26%	15%	43%	10%	-4%	-60%	-94%	84%	-323%	50%	3878%	140%	-112%	119%	87%	-23%

军工不同子集下的盈利能力分析：虽收入下滑明显，但毛利率表现平稳

- 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（毛利率）同比提升，军机领域盈利能力同比小幅提升，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；

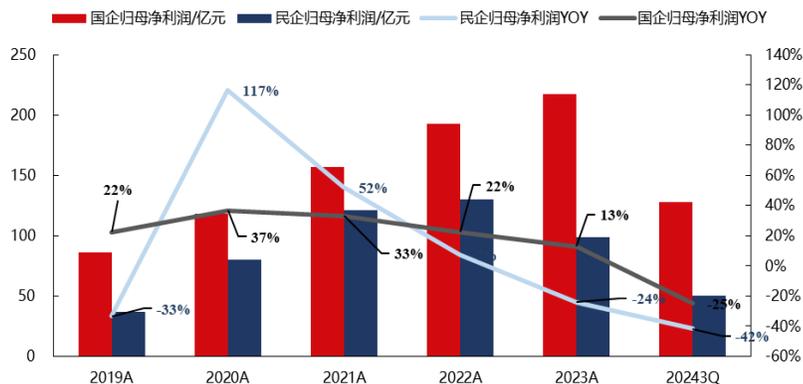
军工分产业链环节、分领域盈利能力

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	24Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
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%	9.5%	3.4%	4.0%	3.6%	2.9%	3.7%	4.4%	4.7%	2.4%	4.6%	4.7%	2.1%
	分系统	32.4%	34.2%	30.9%	30.6%	33.9%	33.3%	31.2%	28.0%	32.3%	33.7%	26.8%	10.0%	16.3%	9.3%	17.0%	12.1%	17.0%	8.4%	0.4%	14.0%	13.7%	3.4%
	原材料	31.4%	30.5%	28.5%	28.2%	28.4%	29.2%	28.9%	28.2%	27.6%	29.4%	29.5%	17.4%	17.9%	17.9%	13.9%	16.2%	17.0%	16.1%	11.3%	15.4%	16.0%	15.4%
	电子	50.1%	49.1%	48.9%	46.0%	49.3%	48.2%	46.4%	42.1%	43.9%	47.1%	43.4%	26.0%	26.4%	25.2%	17.8%	22.8%	23.3%	19.6%	11.6%	15.5%	16.4%	13.6%
	加工	36.6%	34.9%	35.6%	32.1%	36.3%	37.6%	31.4%	28.4%	31.9%	31.7%	27.2%	18.9%	16.9%	20.1%	14.5%	18.0%	19.6%	15.5%	7.9%	15.4%	14.3%	8.7%
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%	37.3%	19.1%	19.7%	17.2%	14.6%	16.3%	18.5%	12.1%	13.1%	13.1%	12.9%	-1.2%
	航发	20.0%	19.4%	19.4%	15.9%	21.3%	19.6%	19.6%	14.6%	21.2%	18.6%	21.4%	7.2%	9.2%	8.7%	5.1%	7.7%	9.3%	7.6%	4.6%	8.9%	7.8%	7.0%
	信息化	41.0%	43.9%	43.1%	43.8%	41.3%	42.6%	39.1%	32.8%	37.8%	36.3%	33.3%	1.6%	16.6%	12.3%	20.9%	3.0%	15.6%	4.8%	2.7%	-0.5%	7.0%	-3.2%
	军机	20.3%	16.6%	17.3%	14.0%	20.9%	16.2%	19.1%	15.3%	18.4%	16.7%	20.6%	11.3%	9.2%	10.2%	5.9%	11.8%	9.3%	10.8%	5.5%	10.5%	9.4%	10.0%
	船舶	10.3%	10.2%	11.0%	10.3%	12.5%	9.3%	13.6%	12.4%	11.1%	11.5%	13.3%	0.7%	0.2%	2.1%	-1.9%	1.0%	2.5%	3.7%	0.5%	1.9%	4.3%	3.7%

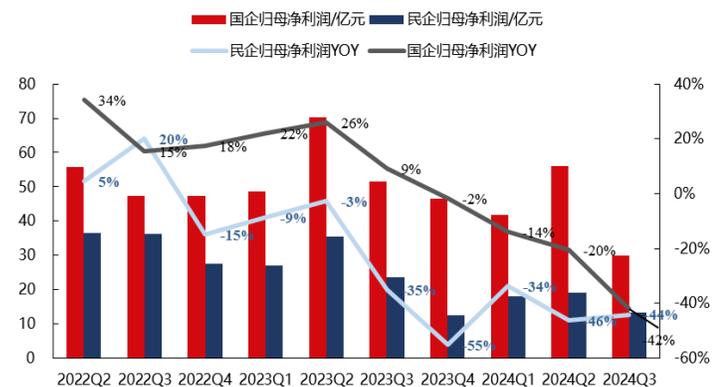
国企改革跟踪：受上游主机业绩影响，国企业绩出现明显下滑

过往来看，军工央企的业绩稳定性更强，但2024年三季度受损明显。军工央企2020-2021业绩增速低于民参企业，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。2024年三季度受上游主机业绩影响，国企业绩出现明显下滑。

军工国央企年度间的盈利增速情况对比



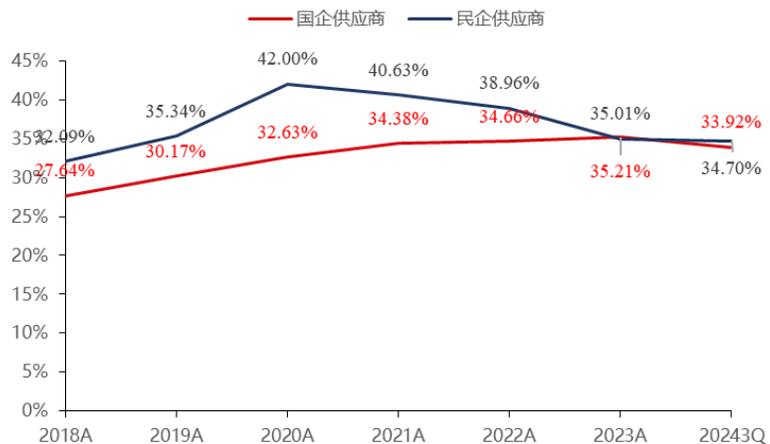
军工国央企分季度的盈利增速情况对比



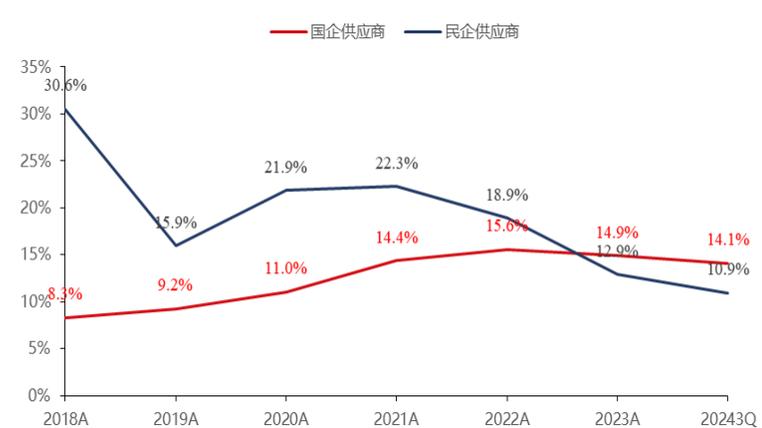
高质量发展驱动下国企盈利能力持续提升，且韧性更强，2023Q3国企净利率首次超过民企且持续保持；

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。

国企与民企供应商的毛利率历年对比



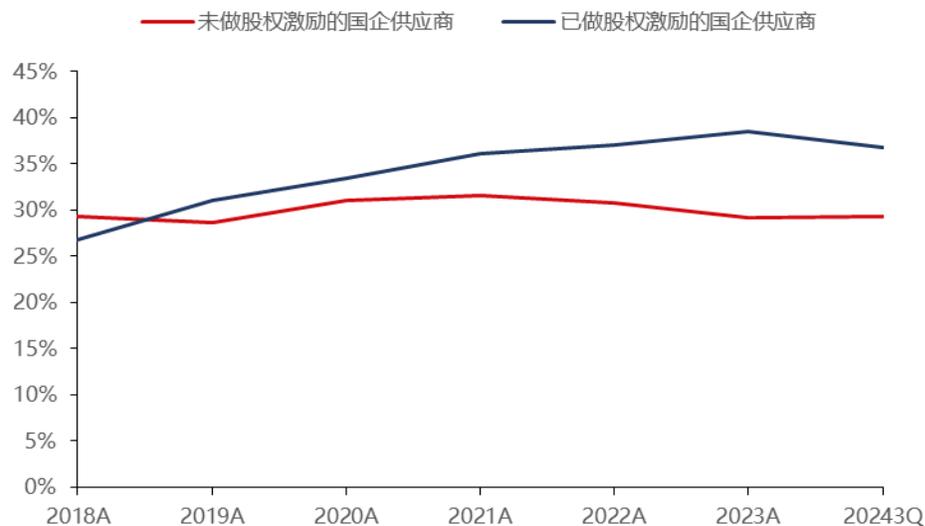
国企与民企供应商的净利率历年对比



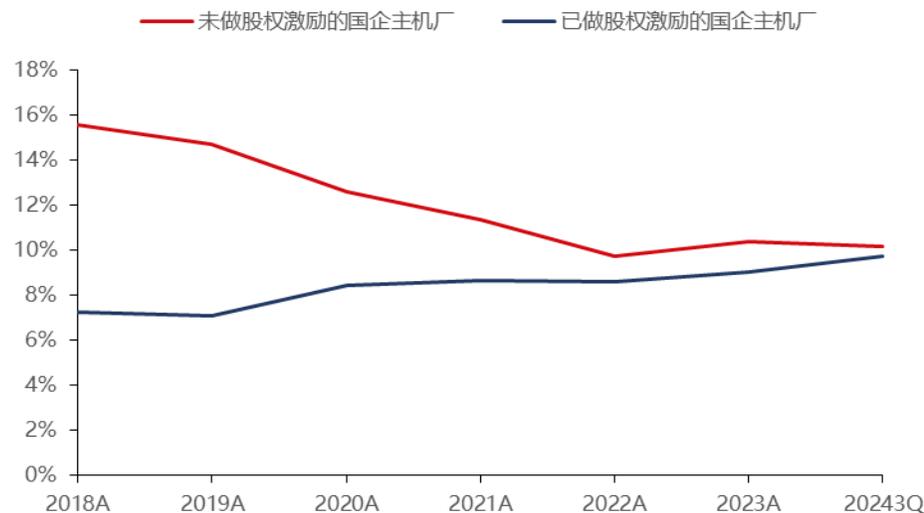
国企改革跟踪：股权激励在景气上行阶段作用明显，下行期激励兑现到管理效率或更慢

- 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、中航光电这类管理效率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





2、分产业链环节增速和盈利能力

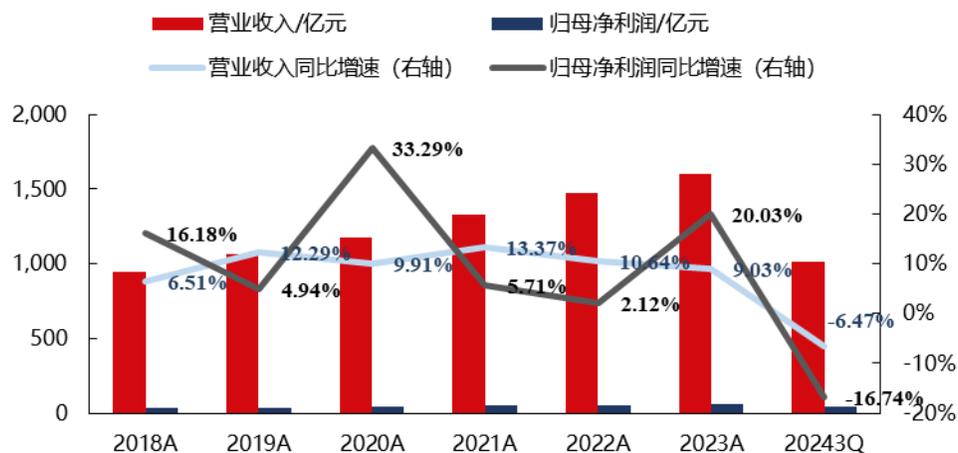
主机厂年度间情况

受合同进度签订影响，军工下游主机厂业绩出现明显下滑。军工主机厂20243Q营收和归母净利润同比增速分别为-6.47%/-16.74%。

20243Q主机厂整体毛利率为10.12%，同比提升0.08pct。细分来看，主营成熟机型的中航沈飞20243Q毛利率为12.48%，同比提升1.63pct；航发动力毛利率20243Q毛利率为12.04%，同比下滑0.06pct；中航西飞20243Q毛利率为7.36%，同比提升0.22pct。

中航沈飞合同负债边际变化明显，首次逆转下滑趋势。20243Q公司合同负债58.1亿/同比25%、环比97%，绝对值环比增加28.62亿元，或反映了当前终端需求由断档逐步转向恢复的情况，强化后续订单进一步落地预期。

主机厂环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

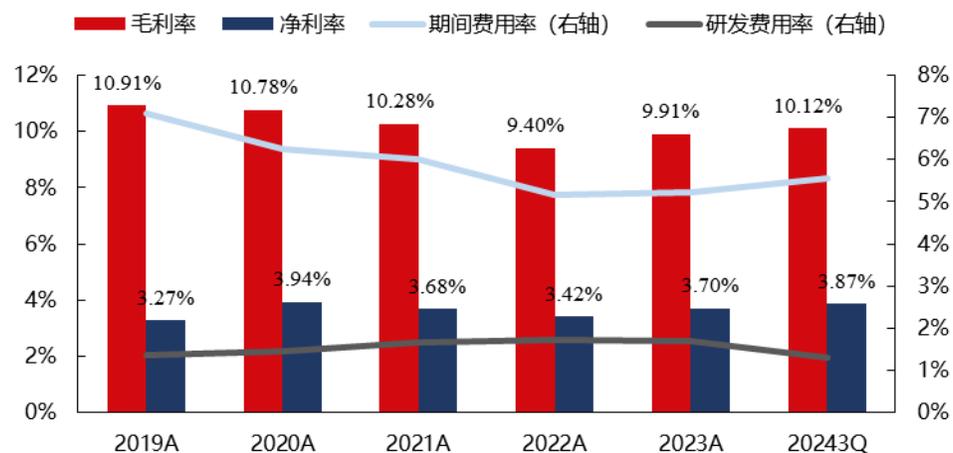


资料来源：Wind，国联证券研究所

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		
	20233Q	20243Q	同比
收入(亿元)	1087.30	1016.95	-6.47%
净利润当期(亿元)	46.88	39.36	-16.04%
毛利率	10.04%	10.12%	0.08
净利率	4.31%	3.87%	(0.44)
期间费用率	4.75%	5.54%	0.79
ROE	4.97%	3.56%	(1.41)
存货(亿元)	904.30	983.05	8.71%
资本性支出(Capex)	37.28	53.19	42.69%
合同负债(亿元)	444.70	306.73	-31.02%

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持续负增长，业绩端大幅下滑。过去四个季度2023Q4-2024Q3主机厂的营收增速分别为2.1%/4.4%/-8.6%/-12.1%，归母净利润增速分别为9.7%/28.1%/-3.5%/-61.0%。

主机厂板块毛利率较为稳健，净利率下滑明显，整体板块单季度2024Q3毛利率、净利率分别为9.53%、2.10%，分别同比-1.93pct、-2.60pct。

主机厂环节季度盈利、存货、合同负债等情况

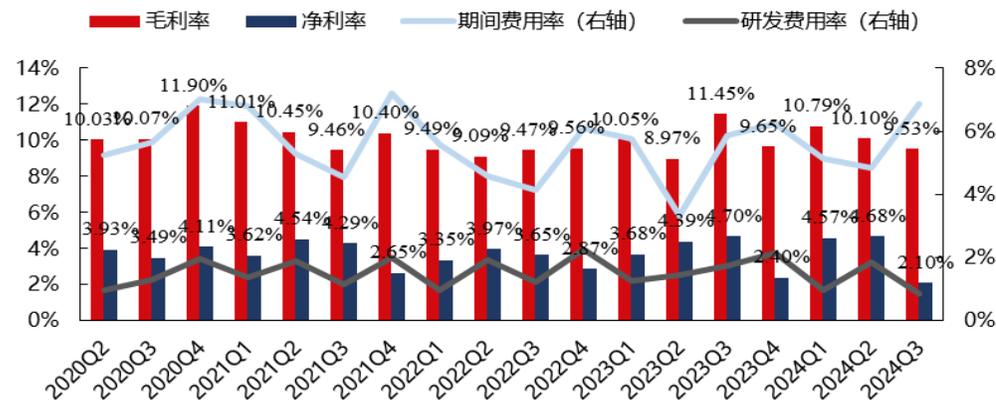
增速/增幅 (pct)	主机厂				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	348.40	427.34	306.37	-12.06%	-28.31%
净利润当期 (亿元)	16.36	19.98	6.43	-60.71%	-67.83%
毛利率	11.45%	10.10%	9.53%	(1.93)	(0.57)
净利率	4.70%	4.68%	2.10%	(2.60)	(2.58)
期间费用率	5.89%	4.85%	6.89%	1.00	2.04
ROE	1.75%	1.85%	0.48%	(1.27)	(1.37)

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

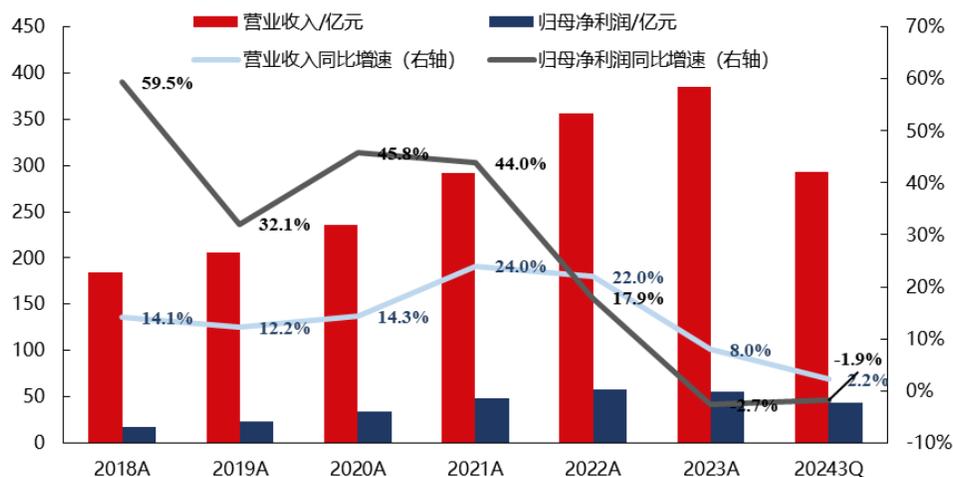
主机厂环节季度间的盈利能力情况对比



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%，20243Q为2.2%；归母净利润增速分别为44.0%/17.9%/-2.7%，20243Q为-1.9%。
- 新材料盈利能力整体平稳。20243Q原材料毛利率为28.87%，净利率为15.62%，分别同比+0.02、-0.82pct。

原材料环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

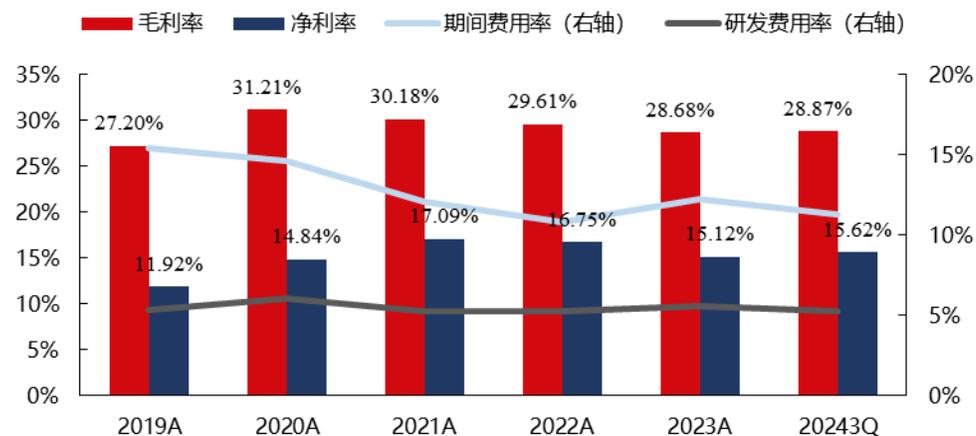


资料来源：Wind，国联证券研究所

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		
	20233Q	20243Q	同比
收入 (亿元)	286.75	293.18	2.25%
净利润当期 (亿元)	47.14	45.79	-2.86%
毛利率	28.84%	28.87%	0.02
净利率	16.44%	15.62%	(0.82)
期间费用率	10.69%	11.30%	0.60
ROE	9.43%	8.25%	(1.18)
存货 (亿元)	155.31	174.40	12.29%
资本性支出 (Capex)	33.19	27.81	-16.22%
合同负债 (亿元)	12.99	12.45	-4.14%

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

上游新材料企业的业绩已率先恢复。过去四个季度2023Q4-2024Q3 原材料厂商的营收增速分别为5.9%/6.6%/0%/3.0% /3.6%，归母净利润增速分别为-8.9%/-7.4%/-5.1%/-3.5%/3.2%。

材料端的盈利能力保持稳定。2024Q3毛利率、净利率分别为29.46%、15.40%，分别同比+0.53pct、-0.67pct。

原材料环节季度营收、归母净利润及同比增速

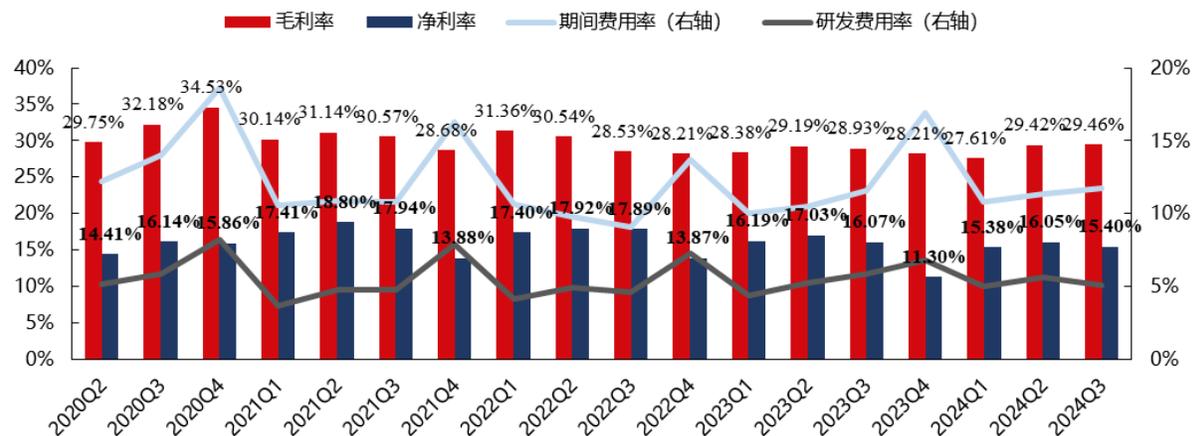


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	95.50	102.48	98.92	3.58%	-3.48%
净利润当期 (亿元)	15.34	16.45	15.23	-0.74%	-7.39%
毛利率	28.93%	29.42%	29.46%	0.53	0.04
净利率	16.07%	16.05%	15.40%	(0.67)	(0.65)
期间费用率	11.56%	11.32%	11.74%	0.18	0.42
ROE	2.88%	2.93%	2.65%	(0.23)	(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%，20243Q为-13.8%。

归母净利润增速分别为56.1%/15.9%/-12.2%，20243Q为-40.1%。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

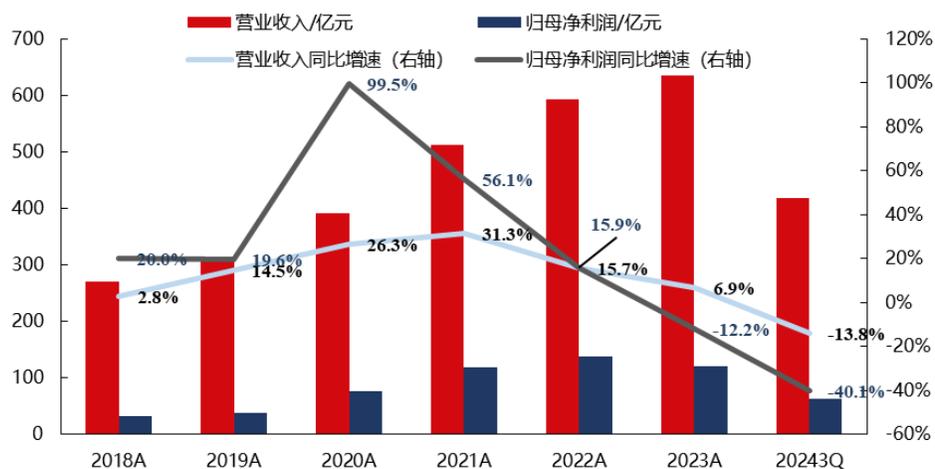
期行业去库存调整下出现显著同比下滑，营收业绩增速均持续回落。

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。

20243Q元器件厂商毛利率为44.87%，净利率为15.18%，分别同比下

滑3.13、6.80pct。

元器件环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

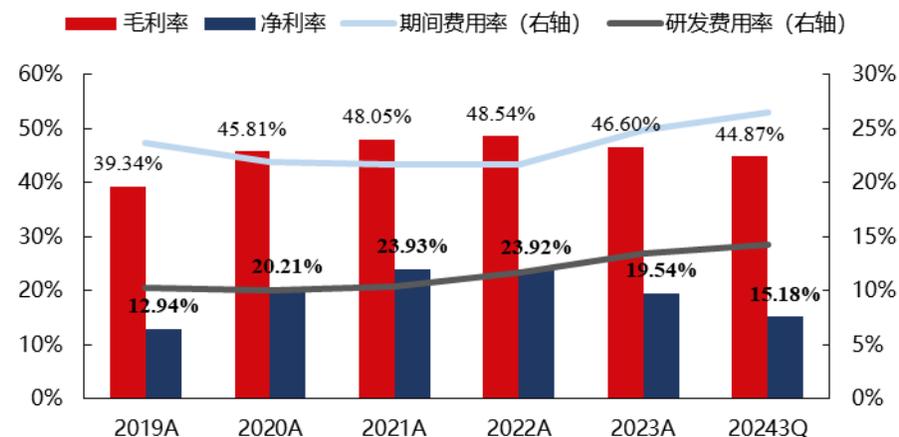


资料来源：Wind，国联证券研究所

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		
	20233Q	20243Q	同比
收入 (亿元)	484.74	418.00	-13.77%
净利润当期 (亿元)	106.57	63.46	-40.45%
毛利率	48.00%	44.87%	(3.13)
净利率	21.99%	15.18%	(6.80)
期间费用率	22.21%	26.54%	4.33
ROE	7.75%	3.40%	(4.35)
存货 (亿元)	253.35	260.13	2.68%
资本性支出 (Capex)	46.55	40.68	-12.61%
合同负债 (亿元)	25.45	19.28	-24.24%

元器件环节年度间的盈利能力情况对比

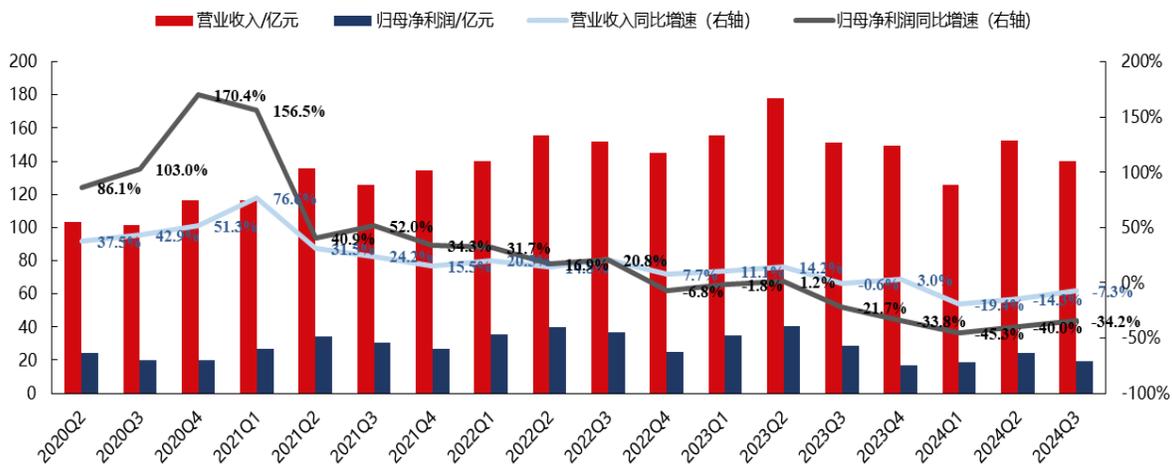


元器件季度间情况

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2023Q4-2024Q3元器件厂商的营收增速分别为3.0%/-19.4%/-14.3%/-7.3%，归母净利润增速分别为-33.8%/-45.3%/-40.0%/-34.2%。

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2024Q3毛利率、净利率分别为43.37%、13.64%，分别同比-3.04pct、-5.97pct。

元器件环节季度营收、归母净利润及同比增速

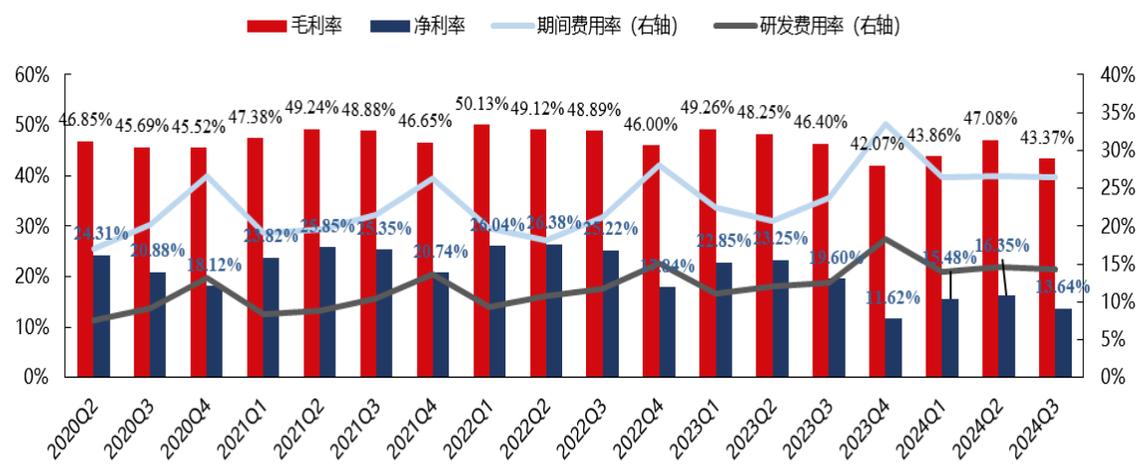


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	151.03	152.44	140.07	-7.26%	-8.12%
净利润当期 (亿元)	29.61	24.93	19.10	-35.48%	-23.38%
毛利率	46.40%	47.08%	43.37%	(3.04)	(3.72)
净利率	19.60%	16.35%	13.64%	(5.97)	(2.72)
期间费用率	23.79%	26.67%	26.46%	2.67	(0.20)
ROE	1.84%	1.44%	0.90%	(0.95)	(0.55)

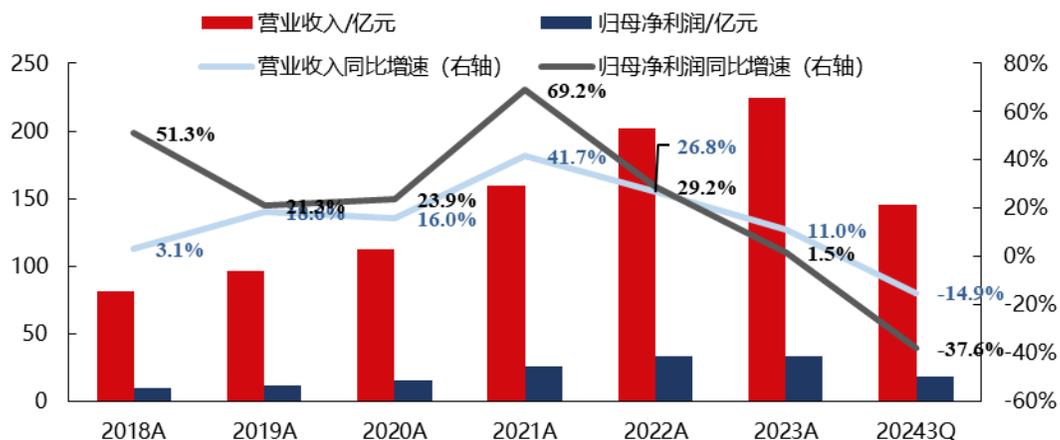
元器件环节季度间的盈利能力情况对比



结构件加工年度间情况

- 20243Q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%，20243Q为-14.9%；归母净利润增速分别为69.2%/29.2%/1.5%，20243Q为-37.6%。
- 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。20243Q结构件加工环节毛利率为30.52%，净利率为13.14%，分别同比下滑4.77、4.73pct。

加工环节全年累计营收、归母净利润及同比增速

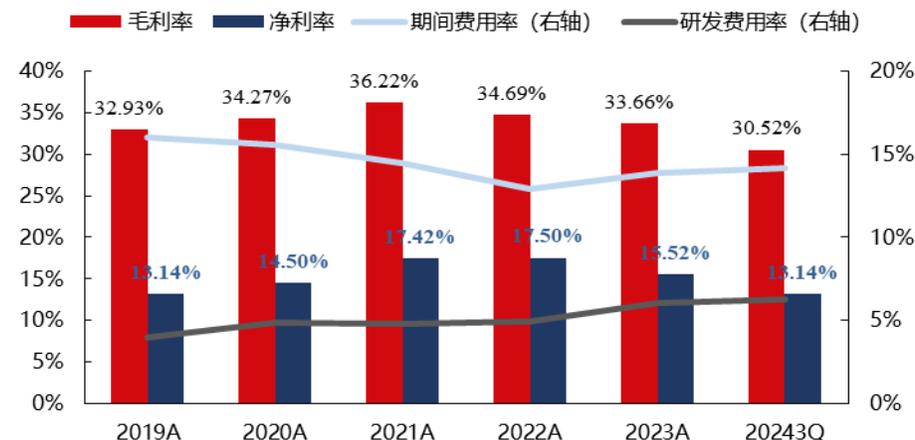


资料来源: Wind, 国联证券研究所

加工环节年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工		
	20233Q	20243Q	同比
收入 (亿元)	170.97	145.49	-14.90%
净利润当期 (亿元)	30.56	19.12	-37.43%
毛利率	35.29%	30.52%	(4.77)
净利率	17.88%	13.14%	(4.73)
期间费用率	12.63%	14.19%	1.56
ROE	8.92%	4.17%	(4.75)
存货 (亿元)	82.78	95.19	14.99%
资本性支出 (Capex)	16.38	21.72	32.60%
合同负债 (亿元)	7.95	5.40	-32.05%

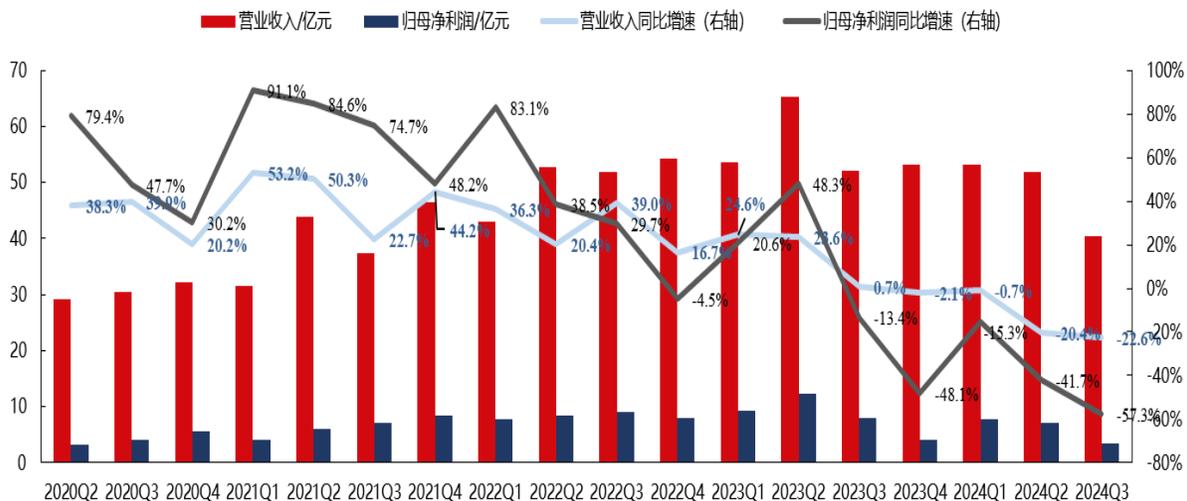
加工环节年度间的盈利能力情况对比



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、业绩持续同比下滑。过去四个季度2023Q4-2024Q3结构件加工厂商的营收增速分别为-2.1%/-0.7%/-20.4%/-22.6%，归母净利润增速分别为-48.1%/-15.3%/-41.7%/-57.3%。
- 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。2024Q3毛利率、净利率分别为27.16%、8.73%，分别同比-4.25pct、-6.81pct。

加工环节季度营收、归母净利润及同比增速

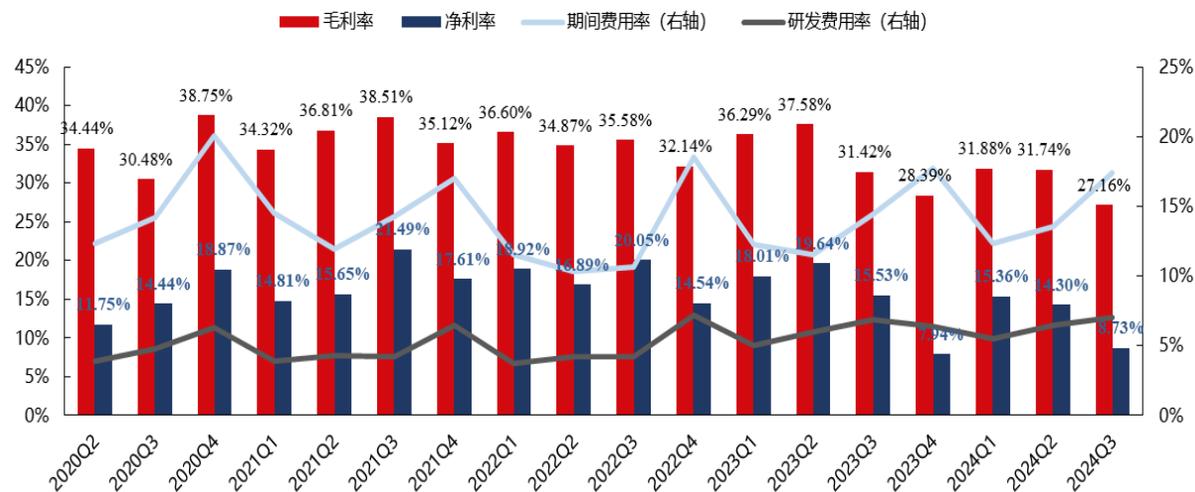


资料来源: Wind, 国联证券研究所

加工环节季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	加工				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	52.16	51.89	40.36	-22.64%	-22.23%
净利润当期 (亿元)	8.10	7.42	3.52	-56.53%	-52.53%
毛利率	31.42%	31.74%	27.16%	(4.25)	(4.58)
净利率	15.53%	14.30%	8.73%	(6.81)	(5.57)
期间费用率	14.39%	13.57%	17.40%	3.01	3.83
ROE	2.31%	1.45%	0.77%	(1.54)	(0.68)

加工环节季度间的盈利能力情况对比





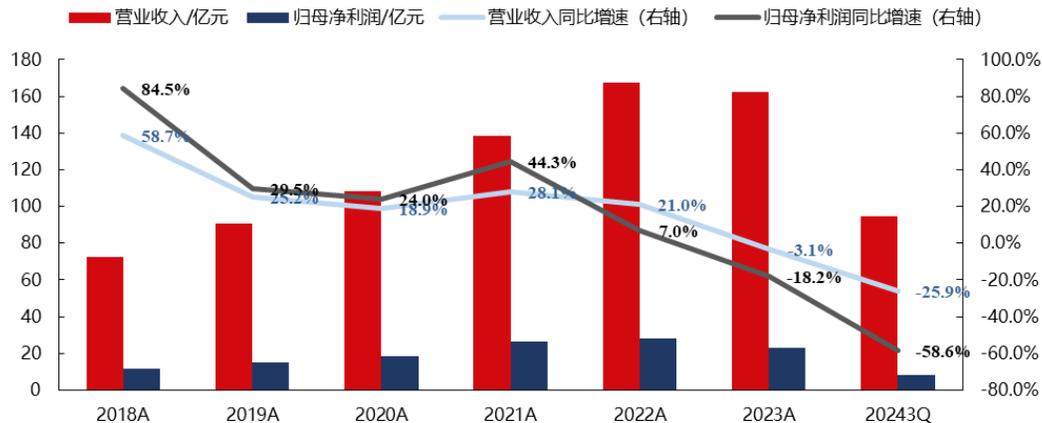
3、分需求领域的增速和盈利能力

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，订单严重下滑使得该部分的收入可能已见底。2021-2023年营收增速分别为28.1%/21.0%/-3.1%，20243Q为-25.9%。归母净利润增速分别为44.3%/7.0%/-18.2%，20243Q为-58.6%。

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。20243Q DD毛利率为41.54%，净利率为9.06%，分别同比2.32pct、-6.88pct。

DD领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

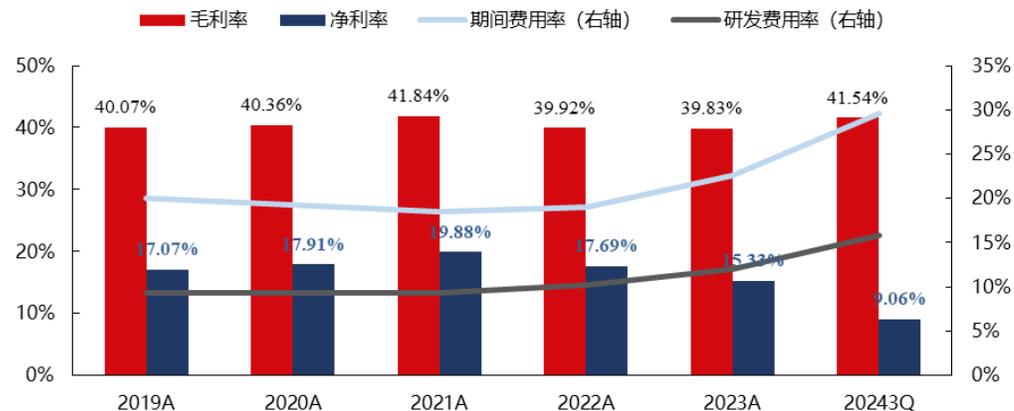


资料来源：Wind，国联证券研究所

DD领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	DD		
	20233Q	20243Q	同比
收入 (亿元)	127.54	94.50	-25.90%
净利润当期 (亿元)	20.34	8.56	-57.89%
毛利率	39.22%	41.54%	2.32
净利率	15.94%	9.06%	(6.88)
期间费用率	19.93%	29.55%	9.63
ROE	5.37%	0.75%	(4.62)
存货 (亿元)	49.52	55.64	12.37%
资本性支出 (Capex)	15.28	11.82	-22.65%
合同负债 (亿元)	0.89	1.78	100.04%

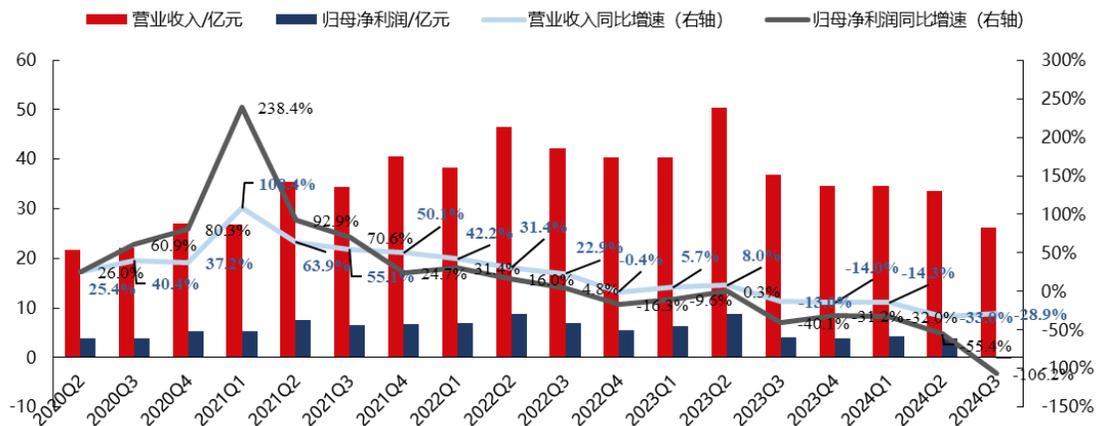
DD领域年度间的盈利能力情况对比



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2023Q4-2024Q3dd领域的营收增速分别为-14.0%/-14.3%/-33.0%/-28.9%，归母净利润增速分别为-31.2%/-32.0%/-55.4%/-106.2%。
- 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。2024Q3毛利率、净利率分别为37.27%、-1.24%，分别同比-0.39pct、-13.31pct。

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				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	36.78	33.70	26.14	-28.93%	-22.44%
净利润当期 (亿元)	4.44	4.35	(0.32)	-107.28%	-107.43%
毛利率	37.66%	46.88%	37.27%	(0.39)	(9.61)
净利率	12.07%	12.90%	-1.24%	(13.31)	(14.13)
期间费用率	24.07%	31.45%	33.64%	9.57	2.19
ROE	0.90%	0.85%	-0.79%	(1.69)	(1.64)

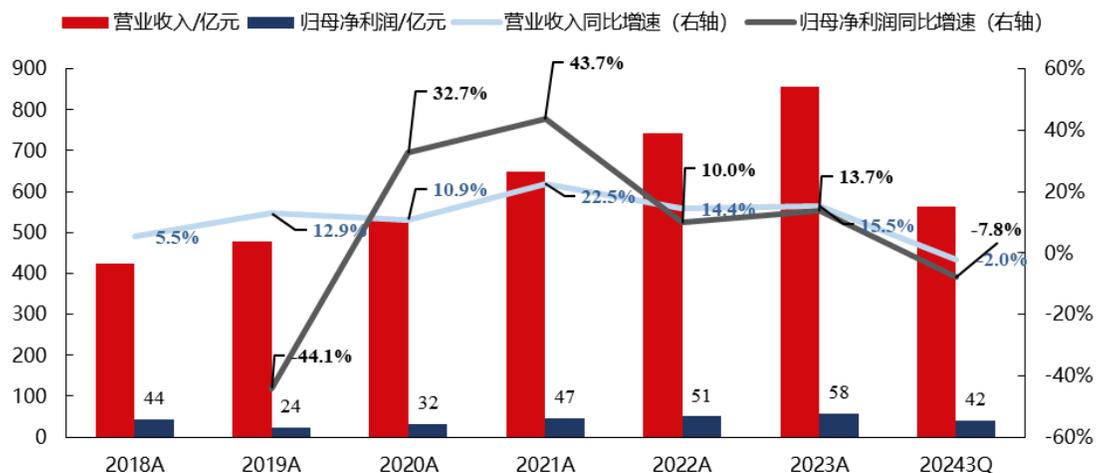
DD领域季度间的盈利能力情况对比



航发领域年度间情况

- 航发产业链整体增速开始出现负增长。航发产业链2021-2023年营收增速分别为22.5%/14.4%/15.5%，20243Q为-2.0%。归母净利润增速分别为43.7%/10.0%/13.7%，20243Q为-7.8%。
- 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。20243Q航发产业链厂商毛利率为20.20%，净利率为7.89%，分别同比+0.13、-0.43pct。

航发领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

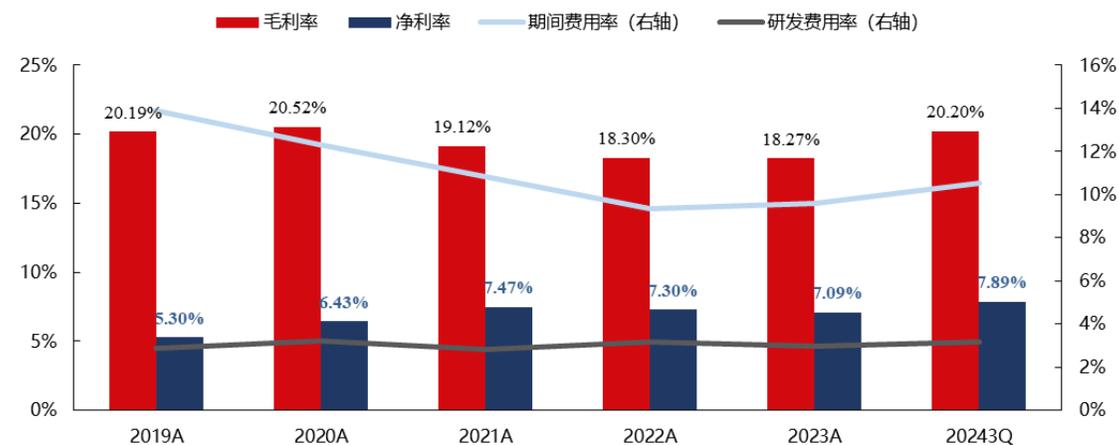


资料来源：Wind，国联证券研究所

航发领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	航发		
	20233Q	20243Q	同比
收入 (亿元)	574.09	562.88	-1.95%
净利润当期 (亿元)	47.75	44.39	-7.05%
毛利率	20.08%	20.20%	0.13
净利率	8.32%	7.89%	(0.43)
期间费用率	9.92%	10.54%	0.62
ROE	7.80%	7.10%	(0.70)
存货 (亿元)	523.17	579.22	10.71%
资本性支出 (Capex)	54.54	57.17	4.83%
合同负债 (亿元)	160.00	75.65	-52.72%

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2023Q4-2024Q3领域的营收增速分别为11.8%/5.0%/0.9%/-11.1%，归母净利润增速分别为8.2%/19.7%/-17.2%/-17.2%。
- 航发产业链当前盈利能力保持稳定。2024Q3毛利率、净利率分别为21.38%、7.05%，分别同比+1.79pct、-0.54pct。

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				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	188.94	231.08	167.88	-11.15%	-27.35%
净利润当期 (亿元)	14.34	17.95	11.83	-17.47%	-34.06%
毛利率	19.60%	18.64%	21.38%	1.79	2.75
净利率	7.59%	7.77%	7.05%	(0.54)	(0.72)
期间费用率	10.62%	8.77%	12.81%	2.19	4.04
ROE	2.47%	2.50%	2.08%	(0.39)	(0.42)

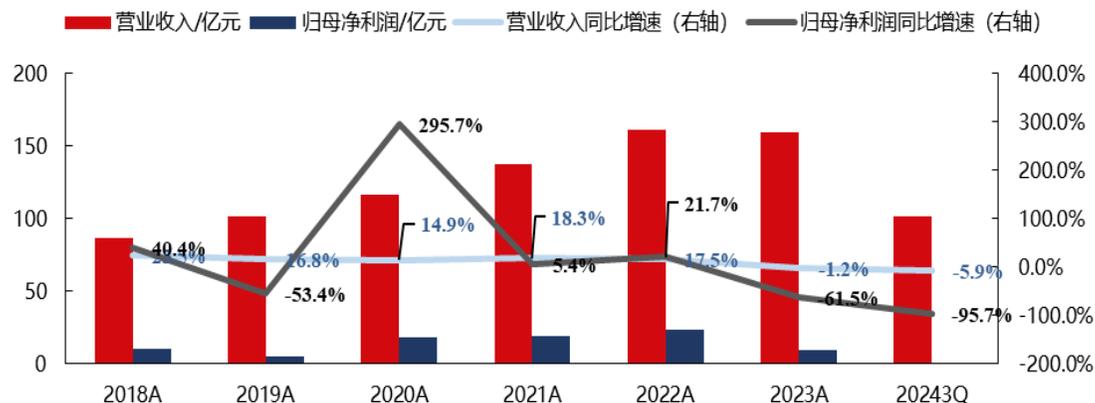
航发领域季度间的盈利能力情况对比



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%，20243Q为-5.9%。2021-2023年归母净利润增速分别为5.4%/21.7%/-61.5%，20243Q信息化领域归母净利润为-95.7%。
- 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。20243Q信息化领域厂商毛利率为35.71%，净利率为1.56%，分别同比下滑5.39、7.36pct。

信息化领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

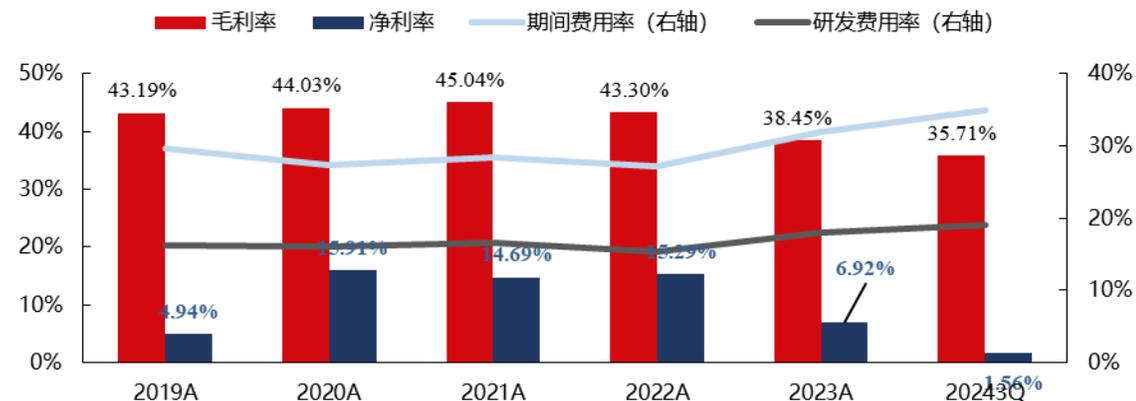


资料来源：Wind，国联证券研究所

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		
	20233Q	20243Q	同比
收入(亿元)	108.27	101.86	-5.91%
净利润当期(亿元)	9.65	1.59	-83.53%
毛利率	41.10%	35.71%	(5.39)
净利率	8.92%	1.56%	(7.36)
期间费用率	32.78%	35.00%	2.22
ROE	2.26%	-1.05%	(3.31)
存货(亿元)	86.97	77.66	-10.70%
资本性支出(Capex)	9.39	12.07	28.59%
合同负债(亿元)	15.82	11.33	-28.41%

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为负。信息化领域过去四个季度2023Q4-2024Q3领域的营收增速分别为-17.1%/7.2%/-11.9%/-7.7%，归母净利润增速分别为-69.0%/-96.9%/(当期利润为负)/-65.6%/(当期利润为负)。
- 未有稳定需求下信息化领域利润率持续下降。信息化领域2024Q3毛利率、净利率分别为33.32%、-3.20%，分别同比-5.79pct、-7.99pct。

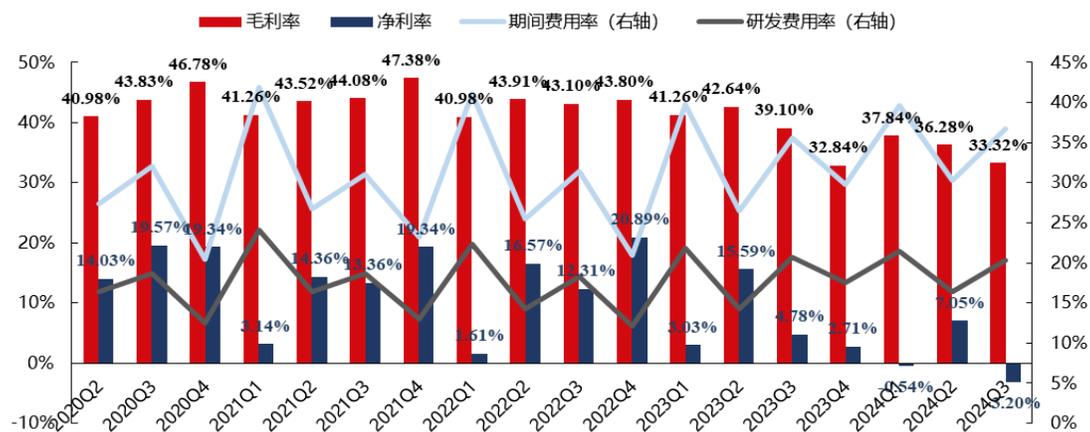
信息化领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	信息化				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	36.88	40.17	34.04	-7.72%	-15.27%
净利润当期 (亿元)	1.76	2.83	(1.09)	—	—
毛利率	39.10%	36.28%	33.32%	(5.79)	(2.96)
净利率	4.78%	7.05%	-3.20%	(7.99)	(10.25)
期间费用率	35.62%	30.23%	36.92%	1.30	6.69
ROE	0.23%	0.40%	-0.91%	(1.14)	(1.31)

信息化领域季度营收、归母净利润及同比增速



信息化领域季度间的盈利能力情况对比

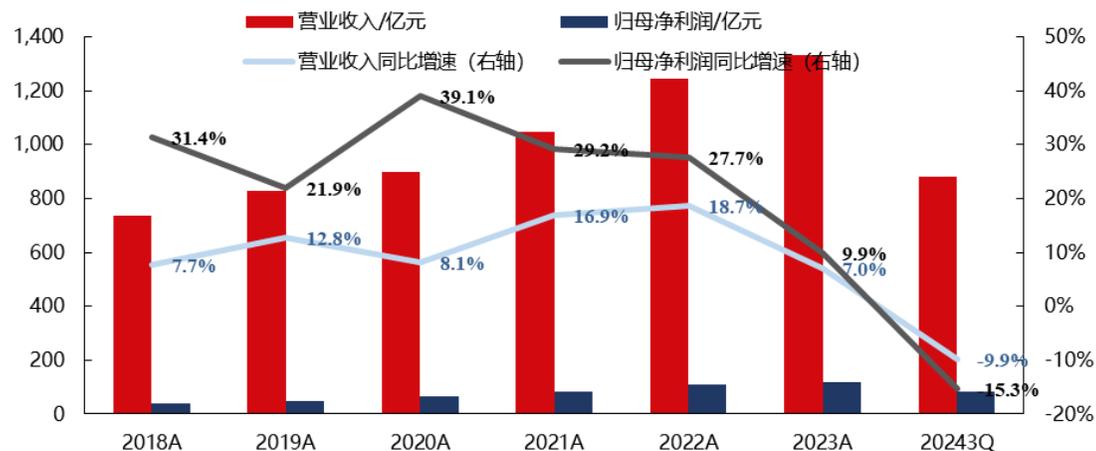


资料来源: Wind, 国联证券研究所

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有所同比下滑，需求疲软背景下，20243Q营收持续同比下滑。军机领域当前2021-2023年营收增速分别为16.9%/18.7%/7.0%，20243Q为-9.9%。归母净利润增速分别为29.2%/27.7%/9.9%，20243Q为-15.3%。
- 飞机领域更多是新增订单尚未落地，因此盈利整体依然保持平稳状态。20243Q军机领域厂商毛利率为18.32%，净利率为9.88%，分别同比-0.15、-0.61pct。

军机领域全年累计营收、归母净利润及同比增速

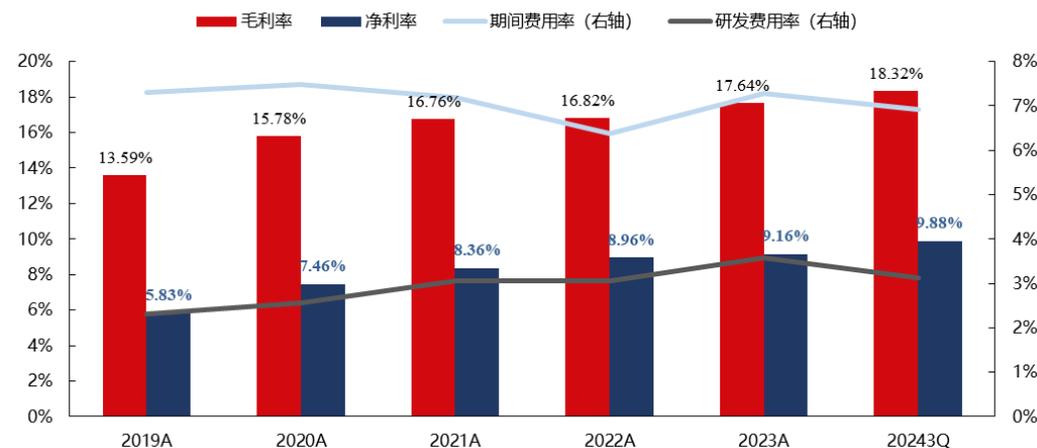


资料来源：Wind，国联证券研究所

军机领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅(pct)	军机		
	20233Q	20243Q	同比
收入(亿元)	977.95	880.91	-9.92%
净利润当期(亿元)	102.54	87.01	-15.15%
毛利率	18.47%	18.32%	(0.15)
净利率	10.49%	9.88%	(0.61)
期间费用率	5.99%	6.92%	0.93
ROE	9.84%	6.85%	(3.00)
存货(亿元)	539.62	557.39	3.29%
资本性支出(Capex)	47.98	55.25	15.14%
合同负债(亿元)	291.63	206.69	-29.13%

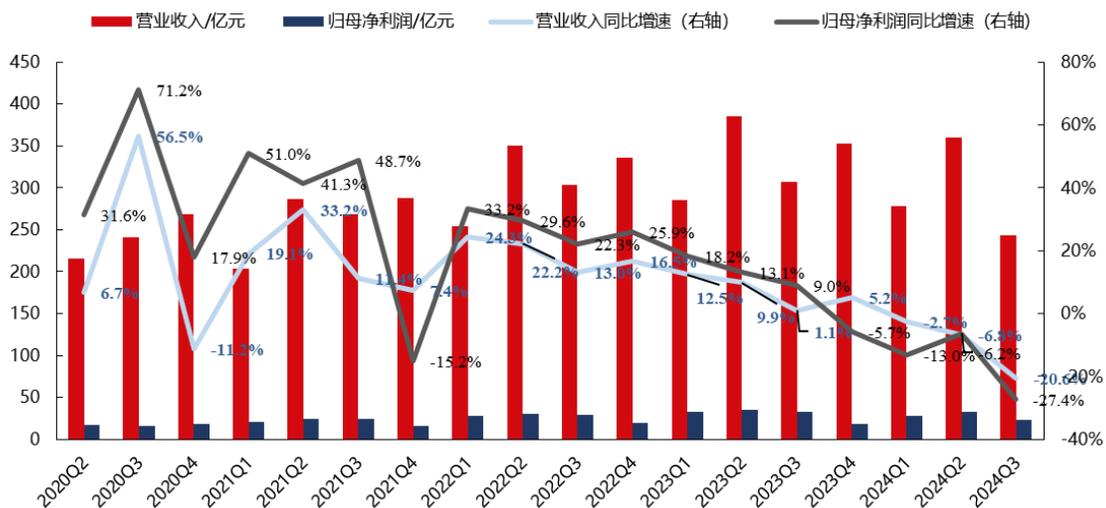
军机领域年度间的盈利能力情况对比



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2023Q4-2024Q3军机领域的营收增速分别为5.2%/-2.7%/-6.8%/-20.6%，归母净利润增速分别为-5.7%/-13.0%/-6.2%/-27.4%。
- 军机领域整体盈利能力过去一直在提升，2024Q3来看仍然较为稳定。2024Q3毛利率、净利率分别为20.59%、9.99%，分别同比+1.53pct、-0.83pct。

军机领域季度营收、归母净利润及同比增速

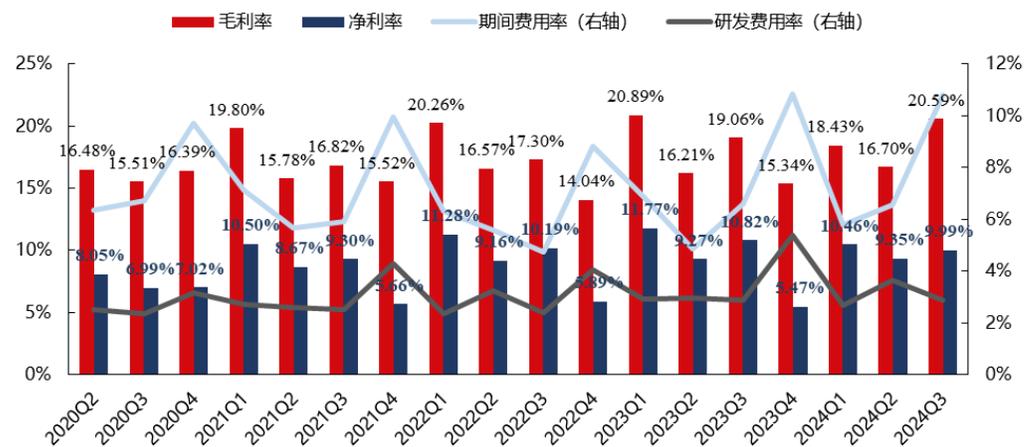


资料来源：Wind，国联证券研究所

军机领域季度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	军机				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	307.01	359.55	243.73	-20.61%	-32.21%
净利润当期 (亿元)	33.22	33.62	24.34	-26.73%	-27.60%
毛利率	19.06%	16.70%	20.59%	1.53	3.89
净利率	10.82%	9.35%	9.99%	(0.83)	0.64
期间费用率	6.58%	6.53%	8.75%	2.17	2.21
ROE	2.90%	2.40%	1.99%	(0.92)	(0.42)

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

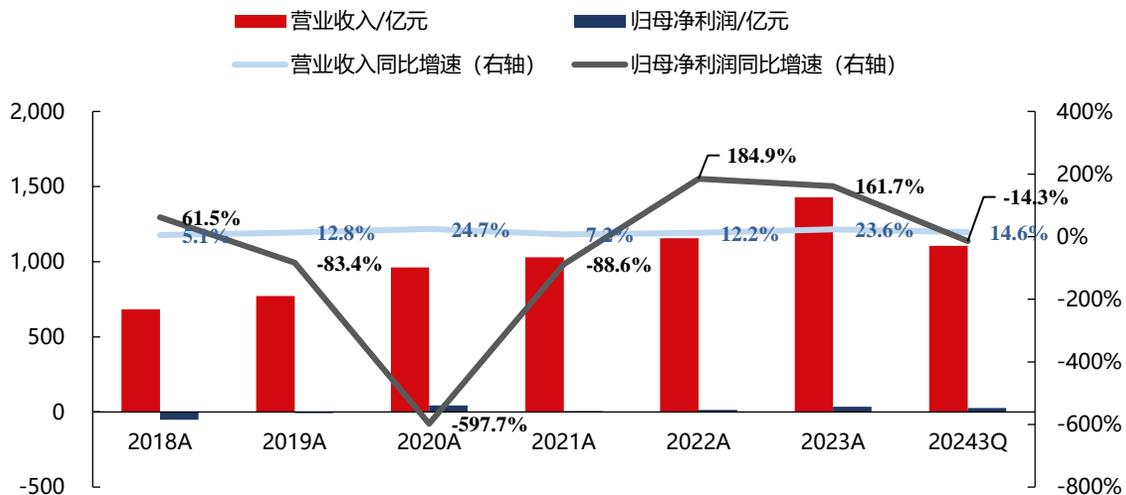
民船行业受节奏影响，收入利润暂时进入稳定增速区间。2021-2023年营收增速分别为7.2%/12.2%/23.6%，20243Q为14.6%。归母净利润增速分别为-88.6%/184.9%/161.7%，20243Q为-14.3%。

民船行业盈利进入“拐点后、高增前”时期，毛利率、净利率略增，合同负债小幅增加，费用率稳步下降，经营稳步提升。20243Q年船舶领域厂商毛利率为10.85%，净利率为3.80%，分别同比提升-0.29pct、0.23pct；经营状况持续向好，ROE同比提升1.12pct。

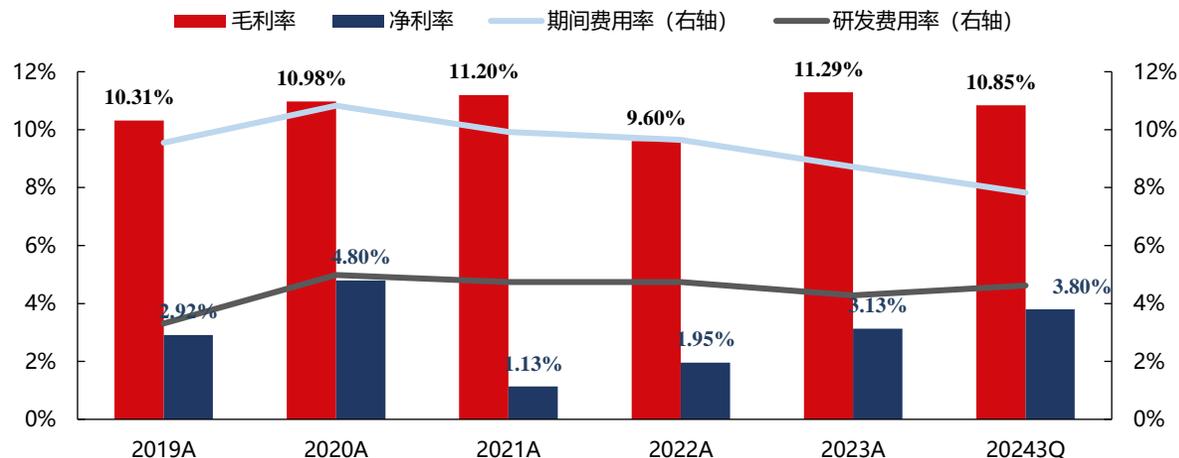
民船领域年度盈利、存货、合同负债等情况

增速/增幅 (pct)	船舶（民）		
	20233Q	20243Q	同比
收入（亿元）	964.41	1105.24	14.60%
净利润当期（亿元）	34.38	41.98	22.11%
毛利率	11.14%	10.85%	(0.29)
净利率	3.57%	3.80%	0.23
期间费用率	8.05%	7.82%	(0.23)
ROE	18.91%	20.02%	1.12
存货（亿元）	627.00	617.85	-1.46%
资本性支出（Capex）	26.43	20.91	-20.88%
合同负债（亿元）	920.34	1011.94	9.95%

民船领域全年累计营收、归母净利润及同比增速



民船领域年度间的盈利能力情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

船舶（民船）领域季度间情况

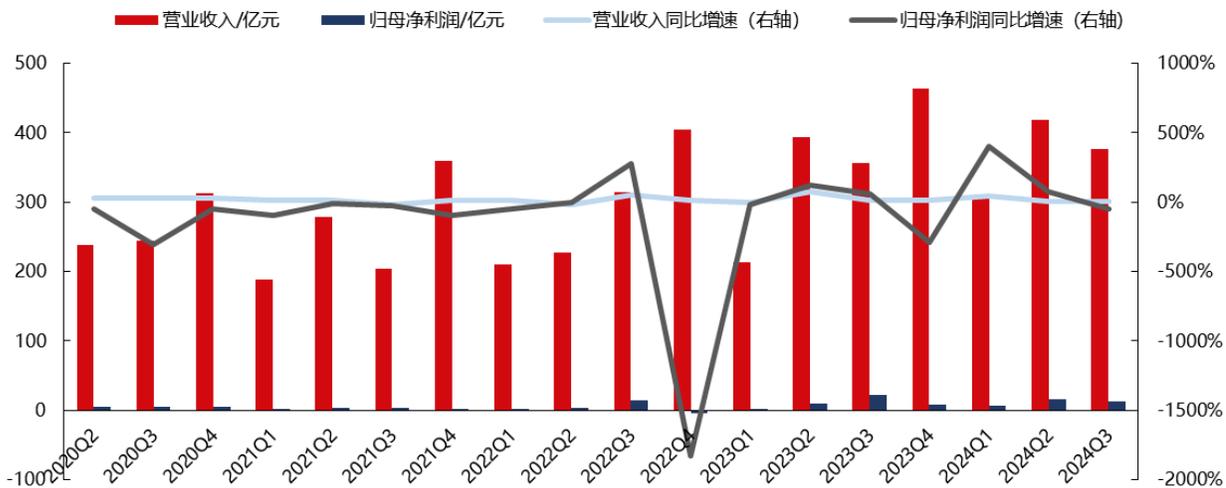
季度营收首次出现负增长，船舶建造周期长或受订单节奏以及高基数影响。过去四个季度2023Q4-2024Q3船舶民船领域的营收增速分别为14.6%/44.7%/6.4%/5.6%，归母净利润增速分别为-288.5%/401.7%/78.6%/-44.6%。

毛利率、净利率情况趋势向好，盈利能力稳步改善。2024Q3毛利率12.88%、净利率为4.10%，分别环比提高2.7pct、-0.5pct。

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)				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入(亿元)	357.07	418.61	377.04	5.59%	-9.93%
净利润当期(亿元)	22.70	19.26	15.45	-31.93%	-19.78%
毛利率	14.18%	10.17%	12.88%	(1.30)	2.71
净利率	6.36%	4.60%	4.10%	(2.26)	(0.50)
期间费用率	9.01%	6.89%	9.53%	0.52	2.64
ROE	8.33%	8.20%	5.44%	(2.88)	(2.76)

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



船舶（军船）领域年度间情况

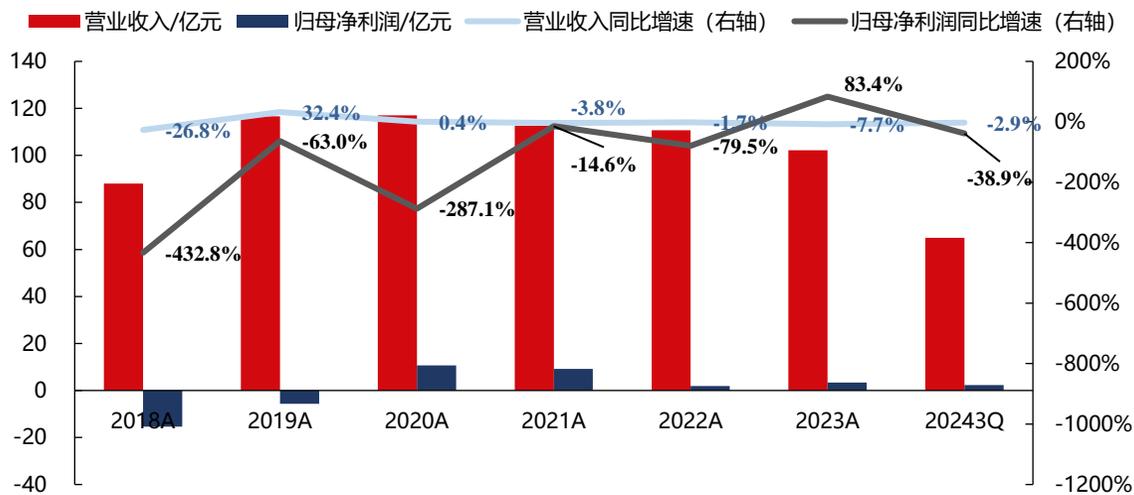
▼ 军船领域主要为军船产业链中上游，收入下滑收窄，利润继续加速下滑。2021-2023年营收增速分别为-3.8%/-1.7%/-7.7%，20243Q为-2.9%。归母净利润增速分别为-14.6%/-79.5%/83.4%，20243Q为-38.9%。

▼ 行业毛利率、净利率基本持平，利润端恶化或接近尾声。20243Q年船舶军品领域厂商毛利率为26.28%，净利率为3.7%，分别同比-1.55pct、-1.89pct。

军船领域年度盈利、存货、合同负债等情况

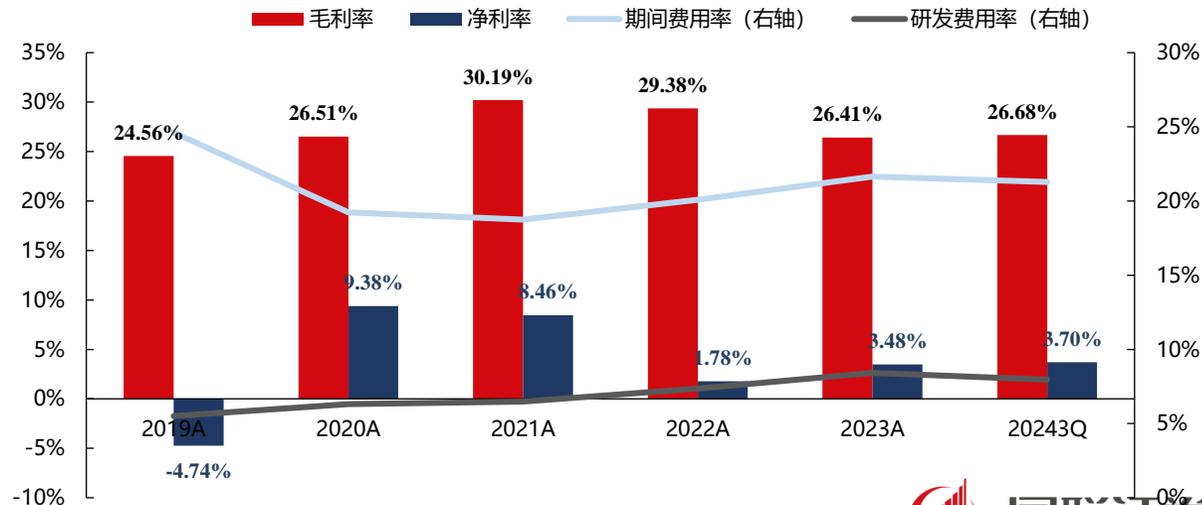
增速/增幅 (pct)	船舶（军）		
	20233Q	20243Q	同比
收入（亿元）	66.91	65.00	-2.86%
净利润当期（亿元）	3.74	2.40	-35.69%
毛利率	28.24%	26.68%	(1.55)
净利率	5.59%	3.70%	(1.89)
期间费用率	22.59%	21.29%	(1.30)
存货（亿元）	48.55	54.72	12.71%
资本性支出（Capex）	4.00	4.19	4.63%
合同负债（亿元）	5.69	7.28	27.81%

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

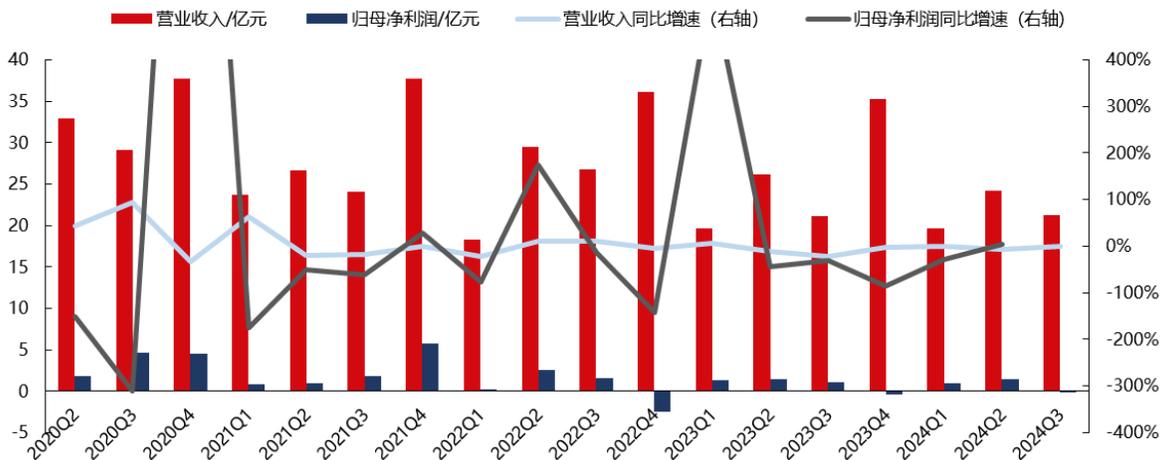
军船领域年度间的盈利能力情况



船舶（军船）领域季度间情况

- 单3季度收入同比略有增加，或受交付节奏影响环比下滑；由于毛利率/净利率同比/环比均有所下滑，归母净利润下滑较为严重。过去四个季度2023Q4-2024Q3军船领域的营收增速同比分别为-2.3%/-0.1%/-7.4%/0.21%，单3季度环比下滑12.28%；归母净利润增速分别为-85.9%/-27.5%/4.3%（当期利润为负）。
- 单季度盈利能力变差，静待四季度企稳修复。2024Q3毛利率、净利率分别为23.86%、-0.37%，分别同比下滑8.01、5.35pct，环比下滑4.99、6.79pct。

军船领域季度营收、归母净利润及同比增速

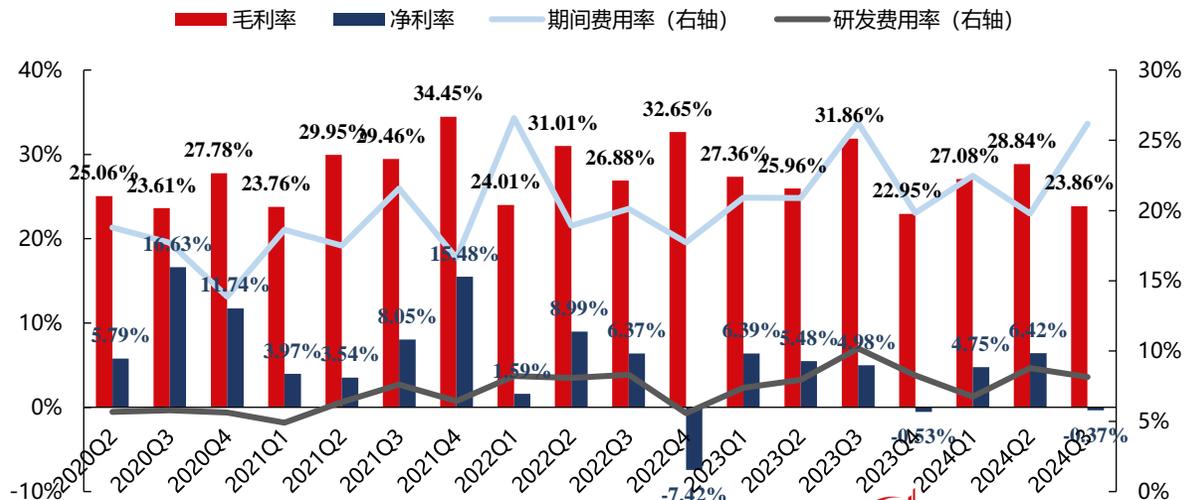


资料来源：Wind，国联证券研究所

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）				
	2023Q3	2024Q2	2024Q3	同比	环比
收入 (亿元)	21.17	24.18	21.21	0.21%	-12.28%
净利润当期 (亿元)	1.05	1.55	(0.08)		
毛利率	31.86%	28.84%	23.86%	(8.01)	(4.99)
净利率	4.98%	6.42%	-0.37%	(5.35)	(6.79)
期间费用率	26.25%	19.78%	21.93%	(4.31)	2.15
ROE	1.30%	-2.62%	-7.25%	(8.55)	(4.63)

军船领域季度间的盈利能力情况对比

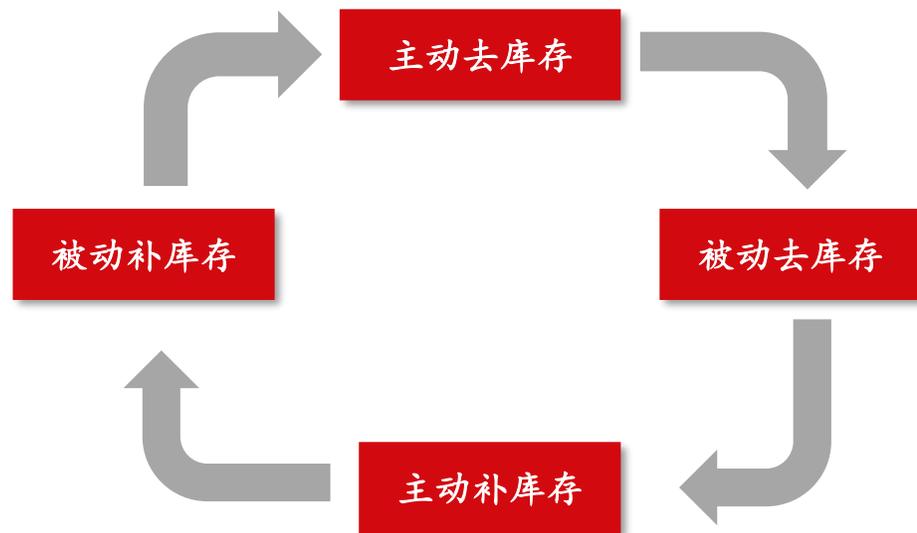




4、资产负债和现金流量表的看点

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

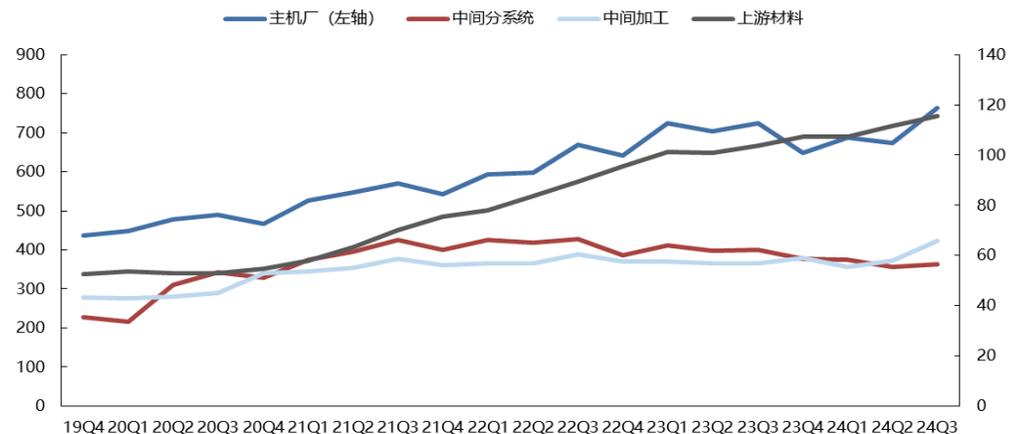
- ▼ **主机厂或处于主动补库存阶段：**主机厂2023Q2首次出现存货同比下滑并持续降库存，2024Q1开始有主动补库存的阶段或意味着需求的到来已在不远处；
- ▼ **中间环节或处于主动去库存阶段：**结构件与分系统处产业链中游，自在下游需求不明朗下开始降低存货，目前或处于主动去库存阶段；
- ▼ **上游材料或处于被动补库存：**上游原材料库存持续增长，或受中下游持续去库存与终端产品需求低迷影响，导致库存积压。未来随着新一批订单落地开启备货周期，上游材料或快速进入被动去库存阶段推动业绩释放。



分产业链环节存货情况

	24Q3存货绝对额/亿元	环比24Q2存货	同比23Q3存货
上游原材料	177	4.4%	11.6%
上游元器件	187	3.3%	5.4%
中游结构件	121	8.7%	5.9%
中下游分系统	71	2.5%	-7.3%
下游主机厂	1002	5.8%	8.9%
军工整体	1558	5.4%	7.7%

航空制造产业链的上中下游存货关系（单位：亿元）



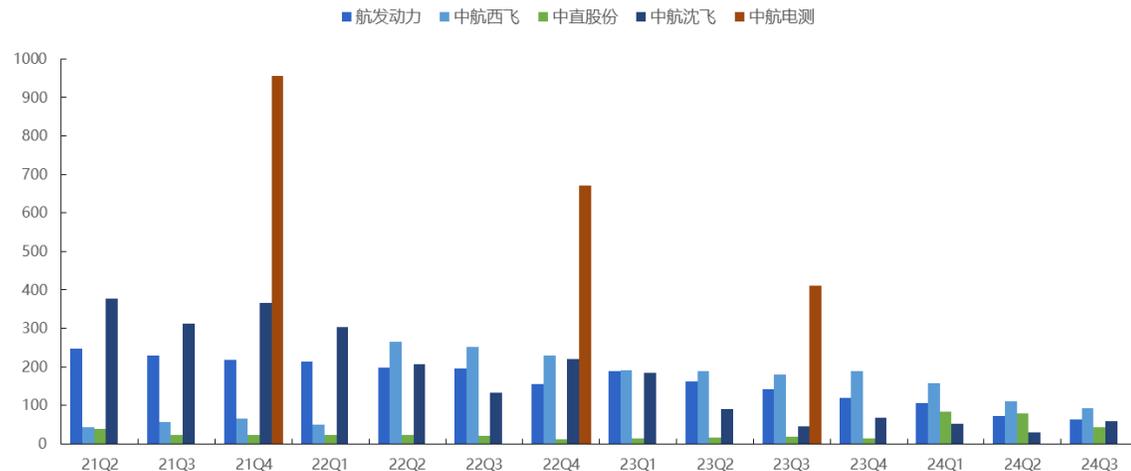
合同负债对比：除中航沈飞外，其他主机厂均继续下滑

- 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；
- 中航沈飞合同负债边际变化明显，首次逆转下滑趋势。20243Q中航沈飞合同负债+预收款项58.1亿/同比25%、环比97%，绝对值环比增加28.62亿元，或反映了当前终端需求由断档逐步转向恢复的情况，强化后续订单进一步落地预期。

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）				
	24Q3	23A	23Q3	较期初增速	同比增速
上游原材料	13.0	13.3	13.9	-2.1%	-6.6%
上游元器件	8.3	14.8	16.8	-43.8%	-50.4%
中游结构件	7.9	11.4	9.2	-30.7%	-14.6%
中下游分系统	13.7	14.0	17.4	-1.7%	-21.0%
下游主机厂	260.4	389.3	394.6	-33.1%	-34.0%
军工整体	303.3	442.7	451.9	-31.5%	-32.9%

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				
	24Q3	23A	23Q3	较期初增速	同比增速
上游原材料	2.7	5.2	3.5	-49%	-24%
上游元器件	1.0	2.0	1.4	-52%	-28%
中游结构件	1.2	2.4	1.7	-51%	-27%
中下游分系统	0.7	1.7	1.0	-58%	-25%
下游主机厂	1.3	3.4	2.0	-62%	-35%
军工整体	1.4	3.0	1.9	-54%	-27%

分产业链环节收现比

分产业链环节	收现比				
	24Q3	23A	23Q3	较期初pcts	同比pcts
上游原材料	72%	74%	69%	-2.24	2.94
上游元器件	93%	93%	77%	0.02	15.46
中游结构件	84%	85%	69%	-1.60	14.65
中下游分系统	79%	92%	75%	-12.89	4.44
下游主机厂	54%	80%	48%	-26.40	5.97
军工整体	68%	83%	60%	-14.72	7.82

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	2024Q3
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%	-21%
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%	-11%
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%	0%
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%	4%
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%	43%

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	2024Q3
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%	-19%
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%	-3%
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%	38%
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%	-10%
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%	33%

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。

其他收益累计同比增速

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	2024Q3
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%	13%
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%	43%
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%	-13%
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%	-17%
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%	220%



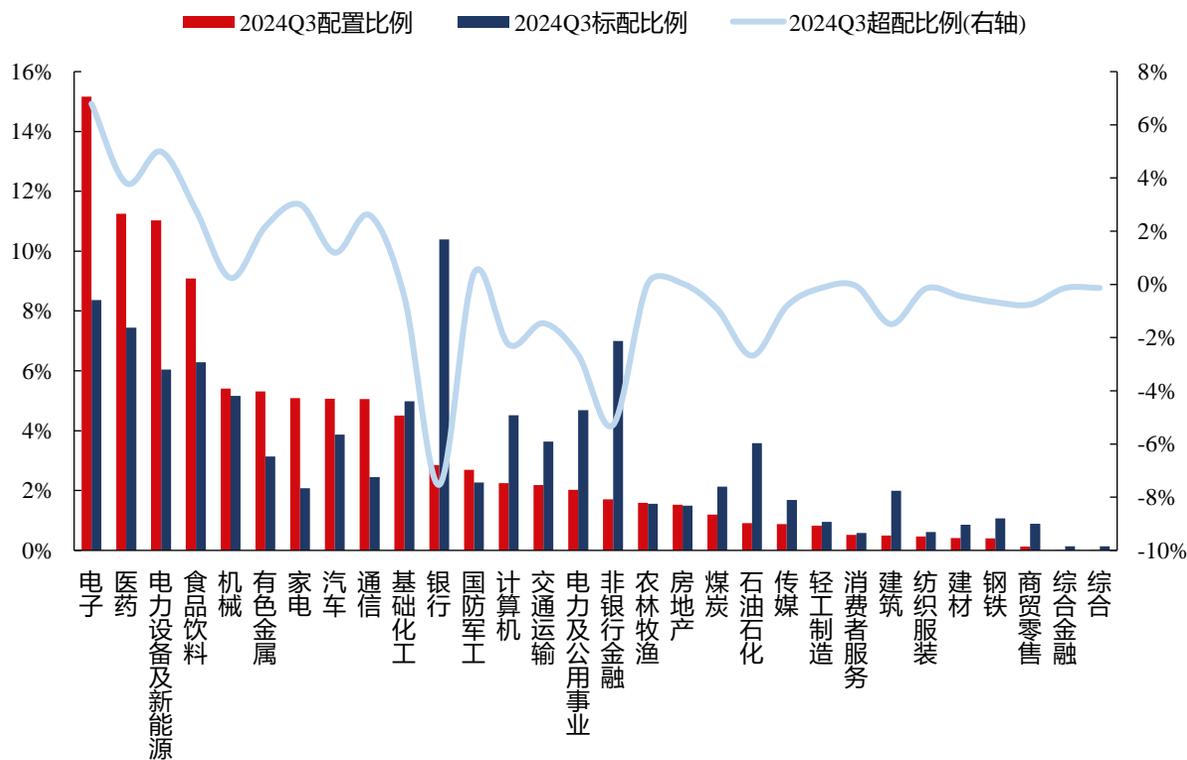
5、增量资金边际决定军工涨跌且具备较大 增持空间

国防军工2024Q3主动基金持仓情况概览（标的来自中信指数）

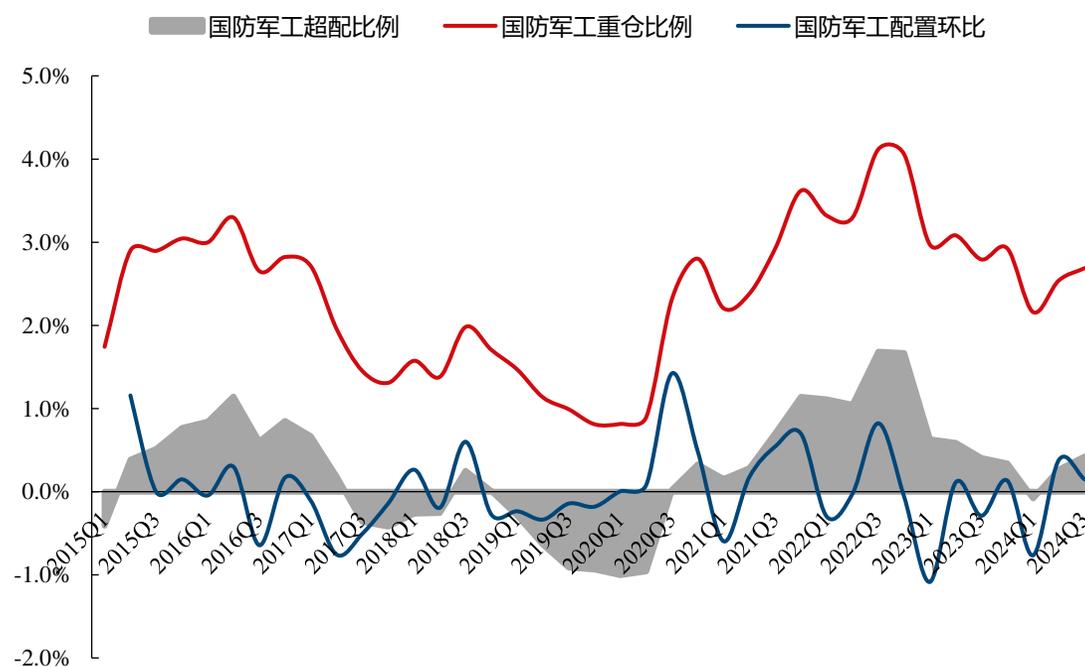
中信指数口径：2024Q3国防军工板块基金配置比例位列各行业第12位，超配比例位列各行业第9位；

2024Q3国防军工板块主动基金配置比例为2.69%，环比提升0.15pcts，超配比例为0.42%，环比+0.15pcts。

国防军工板块基金配置比例位列各行业第12位



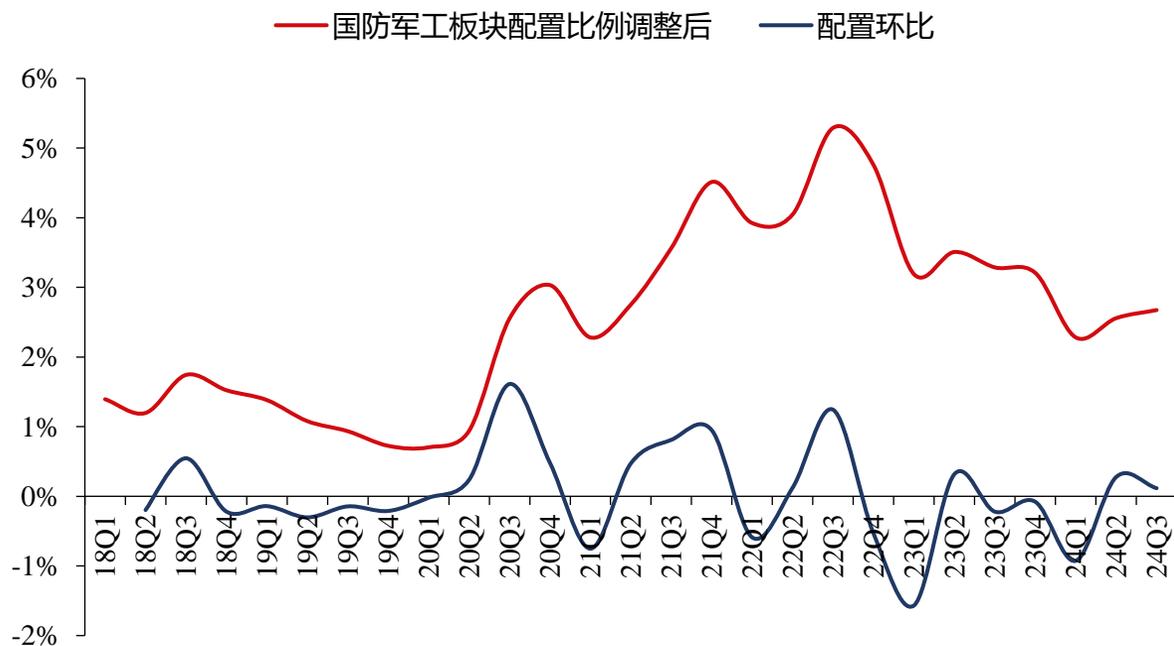
国防军工板块历史配置情况



军工2024Q2主动基金持仓（调整后），剔除船舶相关标的后，军工仍处于低配

- 基于中信军工指数成分股，我们新增臻镭科技、铂力特、紫光国微、图南股份、抚顺特钢、中科星图，剔除中国重工、中船防务后重新计算军工板块主动基金配置情况；
- 2024Q3国防军工板块主动基金配置比例为2.67%，环比提升0.12pcts，超配比例为+0.07%，环比提升0.16pcts。

调整后国防军工板块配置情况



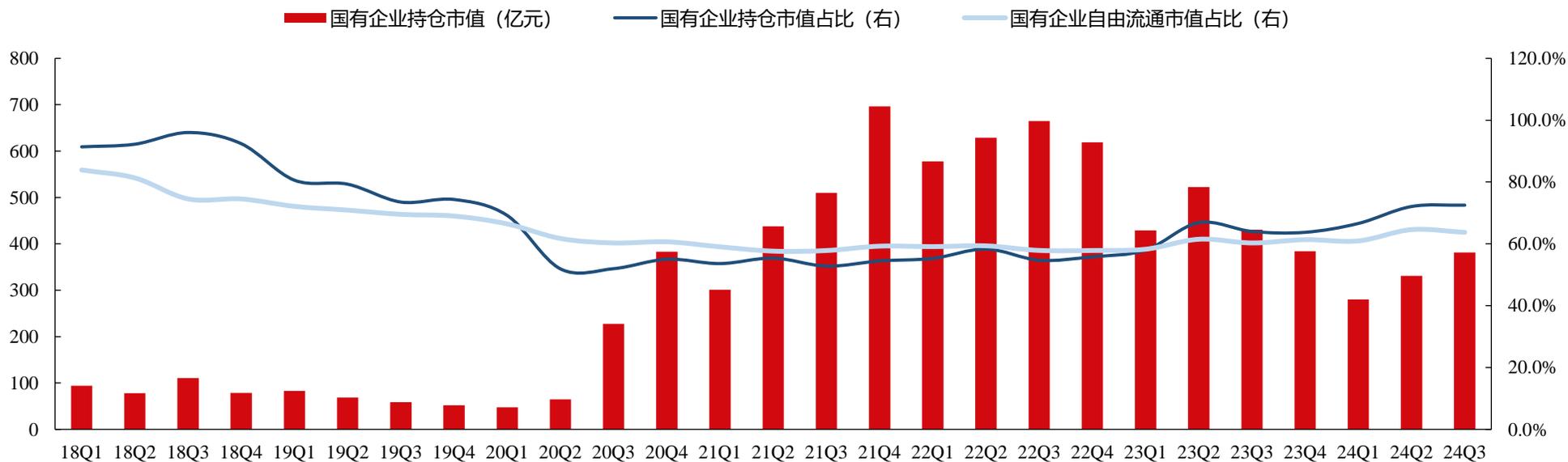
调整后国防军工板块超配情况



国有企业仍处于超配提升趋势但提升幅度显著放缓

国有企业主动基金持仓情况:2024Q3国有企业持仓市值占国防军工板块比例为72.5%，环比提升0.43pcts，相较于国有企业流通市值占比，超配比例为8.79%；

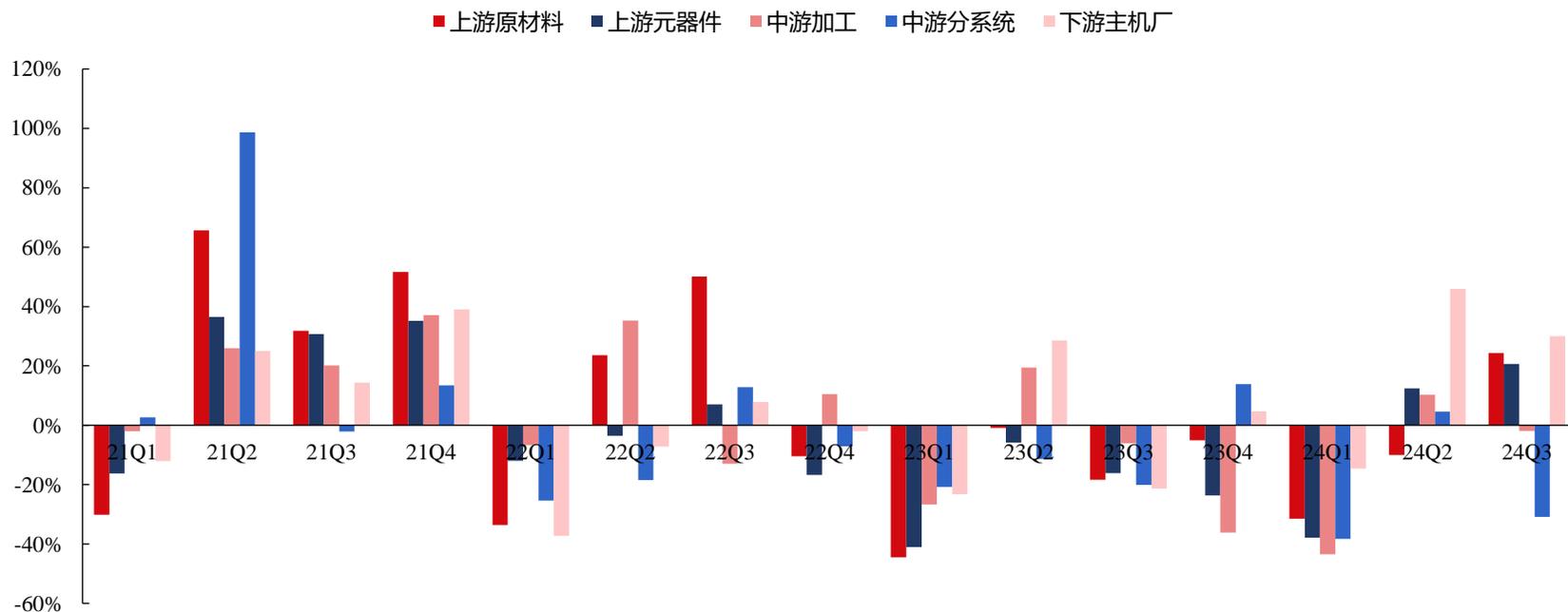
国有企业2024Q3主动基金持仓情况



除中游外，其他环节持仓环比均呈现不同程度提升，其中主机厂依然增幅最大

2024Q3原材料、元器件、加工、分系统、主机厂环节重仓持股市值环比分别变化24%、21%、-2%、-31%、30%。

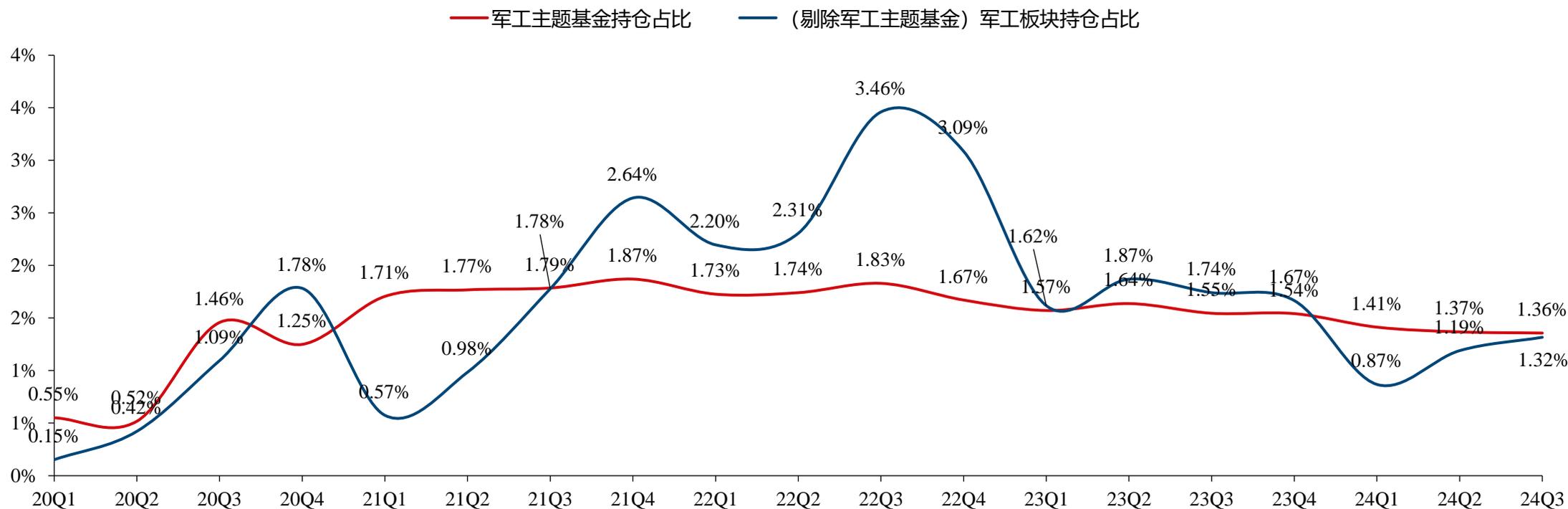
产业链分环节持仓市值变化情况



军工主题基金持仓规模基本持平，军工持仓增量资金基本来自全基金基金，且全基金基金目前军工持仓比例仍处于历史中低水平

我们把普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型四类基金归类为主动权益配置军工的基金，其中，挑选出军工主题基金，扣除军工主题基金的为全基配置的基金。结果显示，过去行情的驱动主要来自于全基增量资金配置，而当前仍处于历史低位，增加配置空间较大。

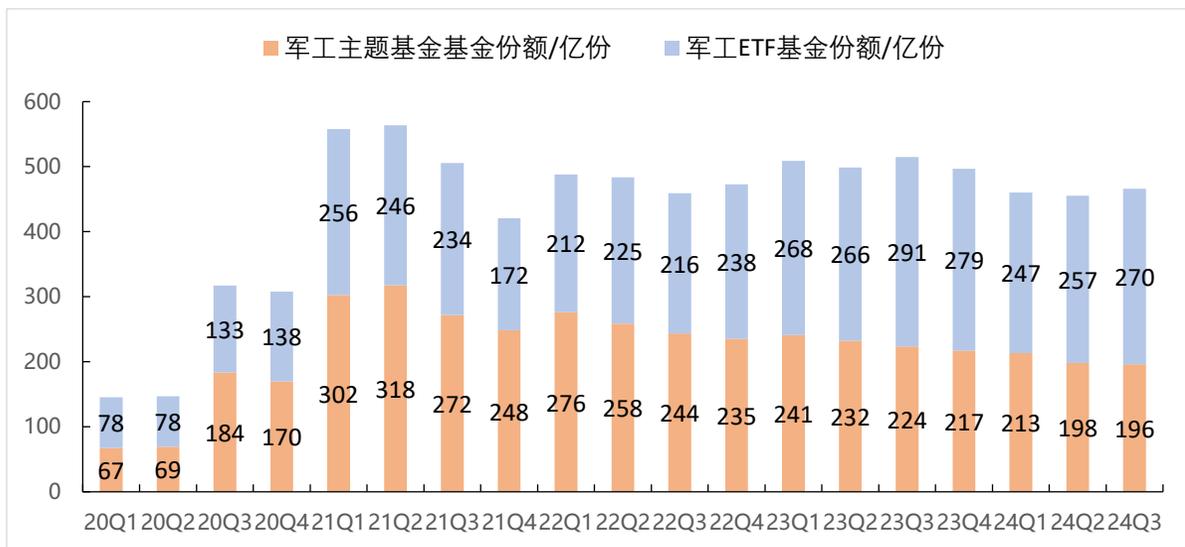
军工主题基金与剔除军工主题基金的全基持仓情况



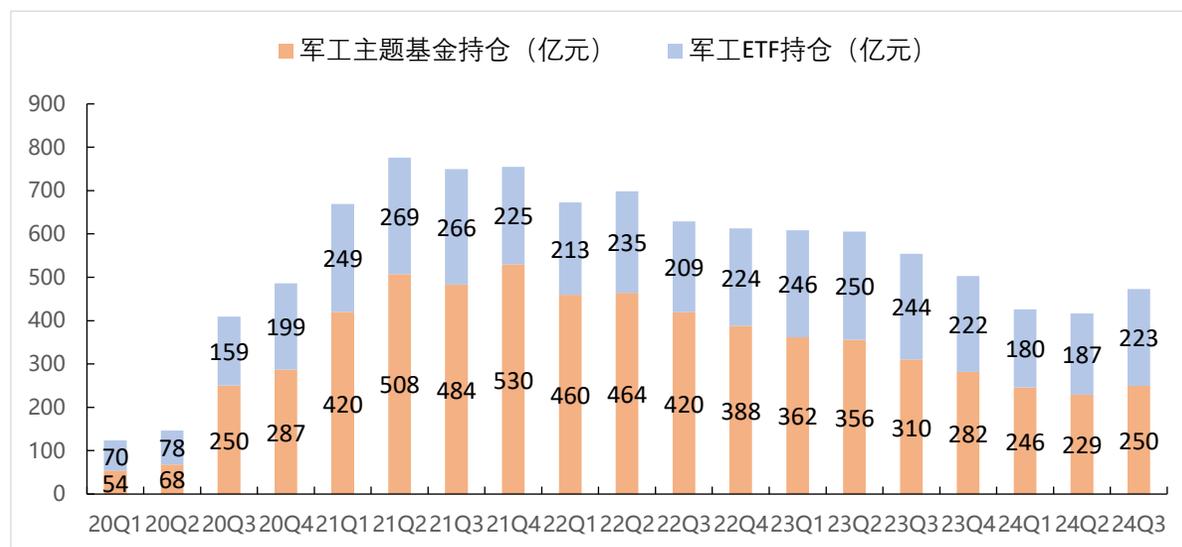
ETF更能显示资金自上而下配置的意愿，Q3军工ETF边际明显提升彰显资金配置信心

军工基金可分为主动和被动基金，其中普通股票型、偏股混合型、平衡混合型、灵活配置型四种类型下的军工基金为军工主题基金属于军工主动基金，军工ETF基金为军工被动基金。

军工主题基金和军工ETF持仓份额情况



军工主题基金和军工ETF持仓金额情况



2024Q3军工板块前二十大重仓

2024Q3军工板块前二十大重仓

序号	股票代码	股票简称	Q3末总市值 (亿元)	持股基金数	基金持股数量 (百万股)	基金持股比例	基金持仓市值 (亿元)	较Q2基金持仓市值变动
1	600150.SH	中国船舶	1,868	283	218	4.86%	90.9	-7.6
2	002179.SZ	中航光电	923	125	145	7.05%	63.3	6.9
3	600760.SH	中航沈飞	1,287	105	109	3.98%	51.1	8.4
4	600893.SH	航发动力	1,101	69	85	3.18%	34.9	5.8
5	002025.SZ	航天电器	255	72	61	13.42%	34.0	9.1
6	300395.SZ	菲利华	223	72	77	15.07%	33.1	16.2
7	000768.SZ	中航西飞	768	77	98	3.53%	26.9	6.7
8	601989.SH	中国重工	1,254	80	417	1.83%	22.9	5.2
9	600862.SH	中航高科	299	37	99	7.11%	21.3	2.0
10	600765.SH	中航重机	300	53	96	6.50%	19.3	1.7
11	000733.SZ	振华科技	242	11	42	7.66%	18.5	7.5
12	300699.SZ	光威复材	274	44	56	6.78%	18.3	10.2
13	002049.SZ	紫光国微	530	13	28	3.24%	17.2	0.6
14	300855.SZ	图南股份	105	23	52	17.80%	13.8	0.0
15	688333.SH	铂力特	142	26	21	7.78%	11.0	-1.5
16	688122.SH	西部超导	302	33	24	3.65%	11.0	-1.1
17	600685.SH	中船防务	382	33	40	4.86%	10.8	-1.6
18	600316.SH	洪都航空	179	16	42	5.85%	10.5	10.1
19	688281.SH	华秦科技	181	20	11	22.87%	10.3	1.3
20	000738.SZ	航发控制	289	30	42	3.17%	9.2	-0.5

2024Q3军工板块前二十大加仓

2024Q3军工板块前二十大加仓

序号	股票代码	股票简称	Q3末总市值 (亿元)	持股基金数	基金持股数量 (百万股)	基金持股比例	基金持仓市值 (亿元)	较Q2基金持仓市值变动
1	300395.SZ	菲利华	223	72	77	15.07%	33.1	16.2
2	300699.SZ	光威复材	274	44	56	6.78%	18.3	10.2
3	600316.SH	洪都航空	179	16	42	5.85%	10.5	10.1
4	002025.SZ	航天电器	255	72	61	13.42%	34.0	9.1
5	600760.SH	中航沈飞	1,287	105	109	3.98%	51.1	8.4
6	000733.SZ	振华科技	242	11	42	7.66%	18.5	7.5
7	002179.SZ	中航光电	923	125	145	7.05%	63.3	6.9
8	000768.SZ	中航西飞	768	77	98	3.53%	26.9	6.7
9	600893.SH	航发动力	1,101	69	85	3.18%	34.9	5.8
10	601989.SH	中国重工	1,254	80	417	1.83%	22.9	5.2
11	688563.SH	航材股份	248	5	15	12.89%	8.2	3.0
12	600435.SH	北方导航	164	26	49	3.23%	5.3	2.3
13	600862.SH	中航高科	299	37	99	7.11%	21.3	2.0
14	600765.SH	中航重机	300	53	96	6.50%	19.3	1.7
15	688281.SH	华秦科技	181	20	11	22.87%	10.3	1.3
16	600764.SH	中国海防	179	4	5	0.72%	1.3	1.2
17	688522.SH	纳睿雷达	112	18	8	9.73%	4.3	1.1
18	002625.SZ	光启技术	538	4	4	0.24%	1.0	0.9
19	002049.SZ	紫光国微	530	13	28	3.24%	17.2	0.6
20	688510.SH	航亚科技	44	7	7	2.79%	1.2	0.5

2024Q3军工板块前二十大减仓

2024Q3军工板块前二十大减仓

序号	股票代码	股票简称	Q3末总市值 (亿元)	持股基金数	基金持股数量 (百万股)	基金持股比例	基金持仓市值 (亿元)	较Q2基金持仓市值变动
1	600150.SH	中国船舶	1,868	283	218	4.86%	90.9	-7.6
2	603712.SH	七一二	142	9	16	2.02%	2.9	-5.5
3	688568.SH	中科星图	204	18	13	2.36%	4.8	-5.2
4	300775.SZ	三角防务	157	17	14	2.57%	3.9	-2.8
5	002389.SZ	航天彩虹	170	5	4	0.37%	0.6	-2.6
6	688239.SH	航宇科技	54	7	3	2.21%	1.1	-1.8
7	600685.SH	中船防务	382	33	40	4.86%	10.8	-1.6
8	688333.SH	铂力特	142	26	21	7.78%	11.0	-1.5
9	688270.SH	臻镭科技	59	9	7	4.74%	1.9	-1.5
10	688122.SH	西部超导	302	33	24	3.65%	11.0	-1.1
11	600879.SH	航天电子	277	8	28	0.87%	2.4	-0.6
12	001270.SZ	铖昌科技	74	1	1	0.61%	0.2	-0.6
13	600372.SH	中航机载	627	5	3	0.07%	0.4	-0.5
14	000738.SZ	航发控制	289	30	42	3.17%	9.2	-0.5
15	600562.SH	国睿科技	191	7	7	0.57%	1.1	-0.5
16	600038.SH	中直股份	342	15	22	3.70%	9.1	-0.5
17	002519.SZ	银河电子	59	1	0	0.02%	0.0	-0.4
18	300034.SZ	钢研高纳	133	4	5	0.63%	0.8	-0.4
19	300114.SZ	中航电测	313	13	5	0.92%	2.9	-0.4
20	688439.SH	振华风光	121	1	0	0.08%	0.1	-0.3

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
	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！