

“业绩底”正在形成；珠海航展催化行情

业绩回顾

1~3Q24，民生军工成分（不含舰船）营收同比下滑 11.6%；归母净利润同比下滑 31.9%，其中，3Q24 行业营收同比下滑 13.4%；归母净利润同比下滑 42.2%。行业上中下游出现全面下滑，但符合市场此前预期。我们注意到，行业前三季度和单第三季度的利润同比下滑幅度，均大于营收同比下滑幅度。我们认为，行业“业绩底”正在形成，行业复苏迹象正在显现，对 2024 年我们持乐观态度。

趋势分析

需求不振业绩承压；盈利能力持续下滑。 1) **业绩表现**：1Q23~3Q24，行业归母净利润同比增速分别是 -0.1%、+9.8%、-10.1%、-39.6%、-20.9%、-31.9%、-42.2%。2023 年下半年开始，行业季度归母净利润同比下滑，且幅度在 2024 年逐季扩大，板块业绩承压，但这往往也是行业底部特征之一。2) **盈利能力**：1~3Q24，行业毛利率同比减少 2.6ppt 至 35.3%；净利率同比减少 2.7ppt 至 13.1%。2022 年以来，行业前三季度毛利率呈下滑趋势，一定程度上受产品结构变化与产品价格下降等因素影响；净利率下滑则受毛利率下滑及期间费用率上升（营收规模减少但费用支出未同比例减少）等影响。

资产负债表体现行业“矛盾”之处；产业链上中下游业绩同比全面下滑。 1) 从存货的情况看，截至 2024 年 9 月 30 日，行业存货规模为 2431 亿元，存货占总收入比例为 80.7%，占比同比提升 12.8ppt，这反映出：**a)** 营收规模的减少；**b)** 企业的库存积压问题；**c)** 部分企业为后续订单恢复做备产备料。2) 从应收的情况看，截至 2024 年 9 月 30 日，行业应收票据及账款规模为 3212 亿元，占总收入比例为 106.6%，占比同比提升 13.1ppt，这也反映出营收规模的减少和行业当前回款压力较大的问题。3) 分产业链环节看，1~3Q24，上游、中游和下游总装总成营收与归母净利润均出现不同程度的同比下滑，其中，下游总装总成的净利润同比下滑幅度最小。

三年维度下舰船板块净利润增速最快。1-3Q21~1-3Q24，1) 分子板块：舰船、新材料营收 CAGR 领先于其他板块；锻造与成型、航空也实现了正增长；其余板块均下滑。舰船、航空归母净利润 CAGR 领先于其他板块；新材料、锻造与成型也实现了正增长；航天、信息化、兵器、无人机均出现下滑。2) **分产业链环节**：营收角度，中游复合增速领先于上游与下游总装总成；归母净利润角度，中游、下游总装总成及上游的复合增速均为负值。

建议关注

2023 年以来，行业需求端调整导致企业普遍出现订单不足的问题，进而影响业绩。我们认为，板块“业绩底”逐步确立，预计需求端或自今年四季度开始逐步恢复，我们对军工板块的后续发展持乐观态度。建议关注：

- 1) **龙头引领**：中航沈飞、中航高科、中航光电、中航西飞、航发动力、紫光国微、西部超导等；
- 2) **制导装备**：菲利华、新雷能、智明达、长盈通、北方导航等；
- 3) **新域新质**：华秦科技、航天南湖、广联航空、陕西华达、铂力特、西部材料、航天环宇等；
- 4) **国企改革**：航发控制、国博电子、航天电子、国睿科技、四创电子等。

➤ **风险提示**：产品交付不确定性、产品价格下降、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

分析师 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 军工行业 2024 年半年报业绩回顾：2Q24 业绩环比明显改善；需求复苏信号逐渐增强-2024/09/02
2. 军工行业 2023 年年报及 2024 年一季报业绩回顾：底部夯实；反转可期-2024/05/07
3. 军工行业 2023 年三季报业绩回顾：3Q23 板块业绩平淡；中下游将持续受益产业价值重构-2023/11/05
4. 军工行业 2023 年半年报业绩回顾：2Q23 重拾增长；下半年有望开启新一轮成长周期-2023/09/08
5. 军工行业 2022 年年报及 2023 年一季报业绩回顾：业绩亮点少但变化多；预计全年增长前低后高-2023/05/08

目录

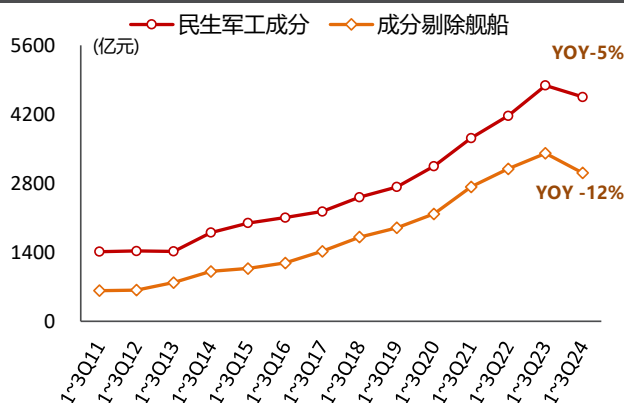
1 军工 1~3Q24 营收/利润同比下滑 12%/32%	3
2 子板块及产业链环节回顾	6
2.1 1~3Q24 子板块：舰船板块业绩保持快速增长势头	6
2.2 1~3Q24 产业链：出现全面下滑.....	9
3 军工 3Q24 营收/利润同比下滑 13%/42%	11
4 三年维度：舰船板块业绩增速最快	14
5 风险提示	15
插图目录	16

1 军工 1~3Q24 营收/利润同比下滑 12%/32%

国防军工行业公司 2024 年三季报已披露完毕,我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析。由于舰船板块中含有较多民船资产,利润波动较大,故我们分析时采用包含舰船板块或不包含等不同角度。

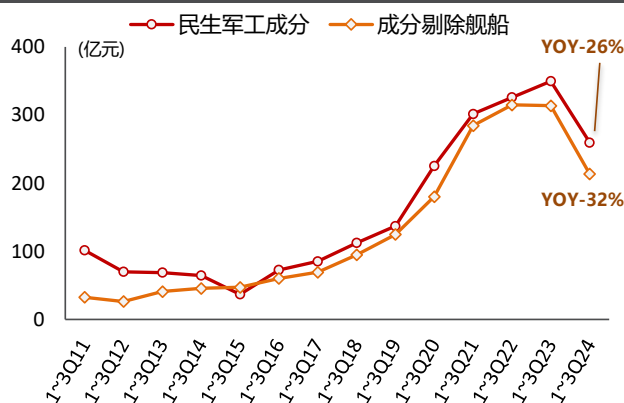
1~3Q24 行业营收及归母净利润均出现同比下滑。1~3Q24,民生军工成分(不含舰船)合计实现营收 3013 亿元, YOY -11.6%; 实现归母净利润 214 亿元, YOY -31.9%。若包含舰船板块,则合计实现营收 4552 亿元, YOY -4.9%; 实现归母净利润 260 亿元, YOY -25.7%。2024 年前三季度,在需求端持续调整的影响下,行业营收及归母净利润均同比下滑,但舰船板块延续了 2023 年的增长态势,表现持续较好,1~3Q24 营收、归母净利润分别同比增长 11.7%、27.9%。

图1: 前三季度行业营收同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

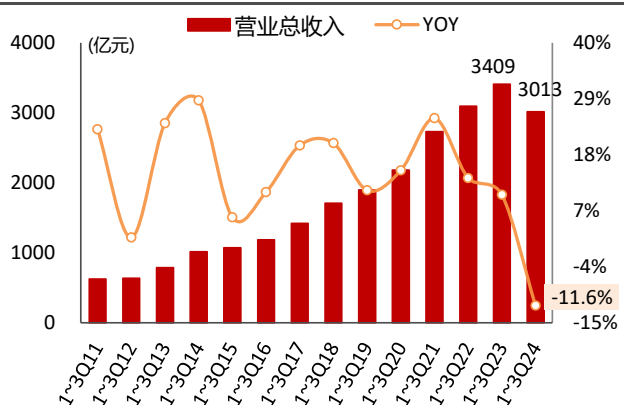
图2: 前三季度行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

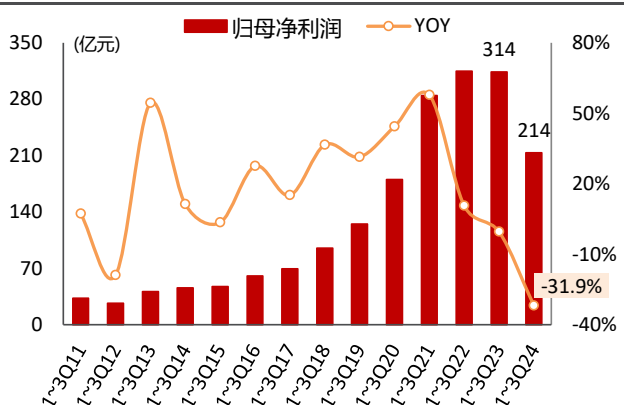
行业需求端调整影响 1~3Q24 业绩表现。行业进入“十四五”(2021~2025 年)以来,营收与归母净利润规模较“十三五”期间均迈上了新台阶,但 2023 年开始,行业需求端出现调整,反映在业绩上即 2023 年以来营收与归母净利润增速放缓甚至同比出现下滑。1~3Q24,民生军工成分(不含舰船)营收自 2011 年以来首次出现同比下滑;归母净利润自 2023 年开始连续两年同比下滑。

图3: 前三季度行业营收及同比增速



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

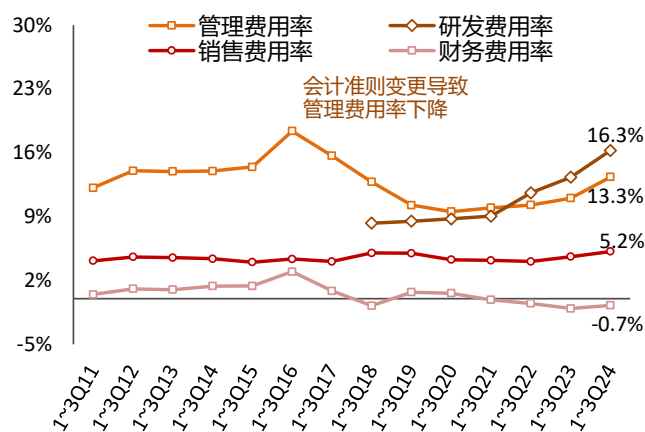
图4: 前三季度行业归母净利润及同比增速



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船类

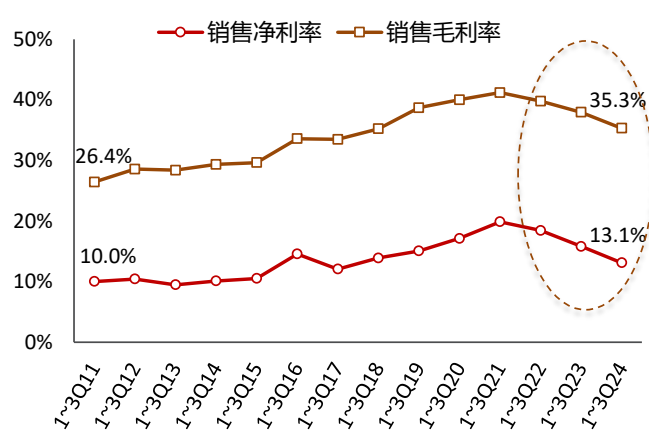
营收规模减少但费用并未同比例减少，导致费用率提升。1~3Q24，行业期间费用率同比增长 6.2ppt 至 34.0%（采用算术平均法¹），具体看：**1）**管理费用率同比增加 2.3ppt 至 13.3%；**2）**研发费用率同比增加 2.9ppt 至 16.3%；**3）**销售费用率同比增加 0.6ppt 至 5.2%；**4）**财务费用率同比增加 0.3ppt 至-0.7%。研发费用率呈上升态势，反映出行业持续加强创新的特点，即使在需求趋弱的情况下，企业仍保持持续性研发投入，加大研发投入力度可助力其长期可持续发展。

图5：1~3Q24 期间费用率同比增长 6.2ppt 至 34.0%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：2018 年及之后的研发费用单独披露，因此出现管理费用率骤降的现象；不含舰船类

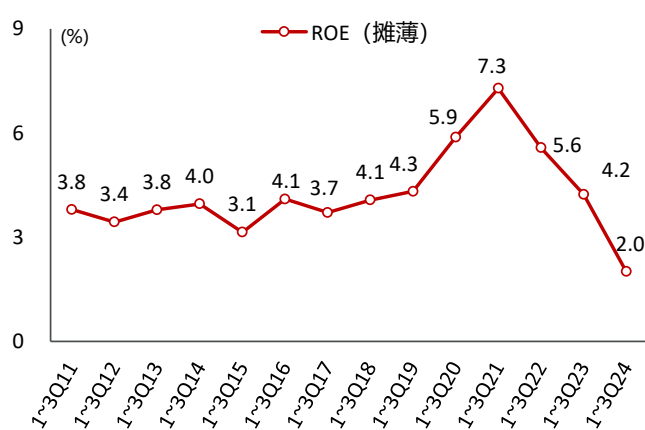
图6：1~3Q24 毛利率与净利率均出现同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类；剔除负值

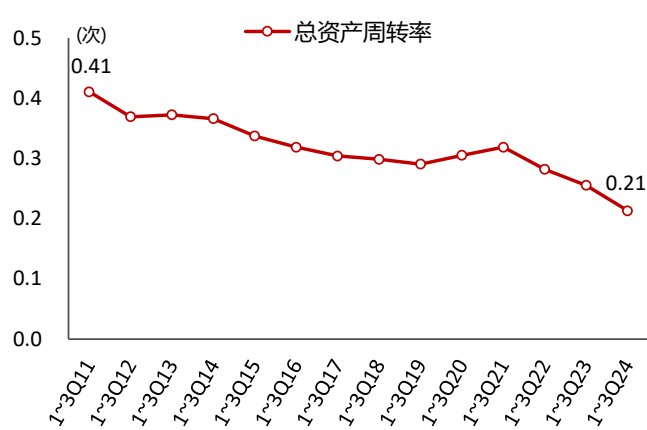
盈利能力下降；总资产周转率平稳下滑。1) 1~3Q24，行业销售毛利率同比下降 2.6ppt 至 35.3%；销售净利率同比下降 2.7ppt 至 13.1%（两者均与 2018 年接近）；ROE 同比下降 2.2ppt 至 2.0%。行业毛利率一定程度上受到产品结构变化和产品价格下降等因素的影响，自 1~3Q22 以来有所下滑；净利率受到毛利率下滑及期间费用率上升等影响，同样自 1~3Q22 以来下滑。**2）**行业总资产周转率平稳下降，或与行业内定增扩产活动持续增加、应收及存货规模增加有关。

图7：1~3Q24 ROE 同比出现较大幅度下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

图8：1~3Q11 以来总资产周转率总体呈下降趋势



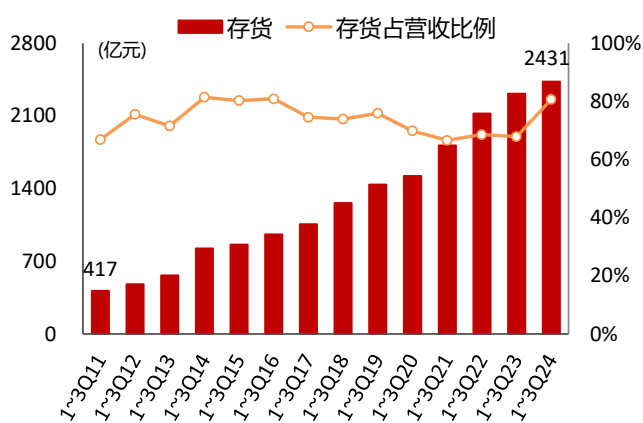
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：不含舰船类

¹ 说明：当采用整体法时，1~3Q24 行业期间费用率为 15.1%，与算术平均法出入较大。主要原因是由于收入下滑，部分公司期间费用率出现较大值。但为了保持报告的延续性，我们此处依然采用了算术平均法。

存货规模持续增长，或反映企业库存积压问题及为订单恢复做的备产准备。

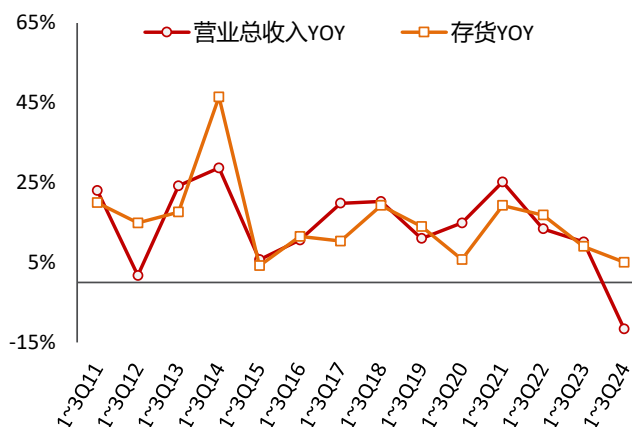
截至 2024 年 9 月 30 日，行业存货规模较 2023 年 9 月 30 日增长 5.0%至 2431 亿元，存货占总收入比为 80.7%，占比同比提升 12.8ppt。存货占营收比例的同比大幅提升一定程度上系营收规模减少的影响，也在一定程度上反映出企业的库存积压问题，另一方面也反映出部分企业为后续订单恢复做备产备料的准备。从趋势上看，存货规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致。

图9：前三季度行业存货余额及占营收比例



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

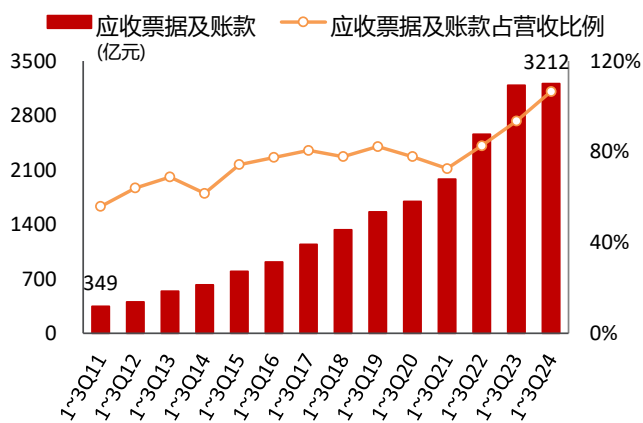
图10：前三季度行业存货与总营收同比增速对比



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

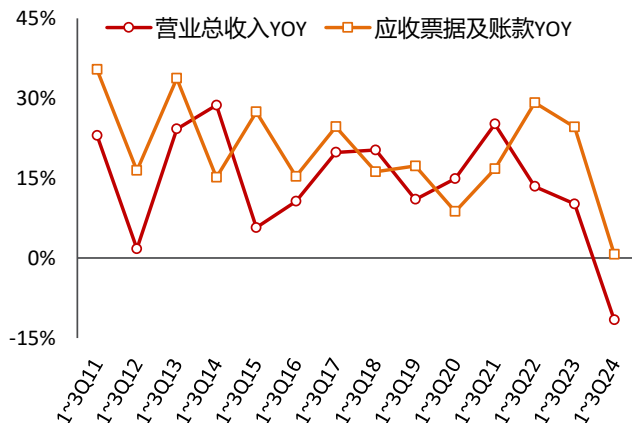
应收规模持续增长，一定程度上存在信用减值的风险（虽然由于行业特殊性，应收通常不会转成坏账）。截至 2024 年 9 月 30 日，行业应收票据及账款规模较上年同期增长 0.7%至 3212 亿元。应收票据及账款占总收入比为 106.6%，占比同比提升 13.1ppt（应收规模同比基本持平，但收入同比出现下滑）。应收占营收比例的同比大幅提升一定程度上系营收规模减少的影响，同时也反映出行业当前回款压力较大的问题。从趋势上看，应收规模的同比增速与营收同比增速总体较为一致。其中，2022 年以来，应收同比增速较营收同比增速更高，或反映出行业回款问题并无好转，以及当前仍处于持续调整的阶段。

图11：前三季度行业应收余额及占营收比例



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

图12：前三季度行业应收与总营收同比增速对比



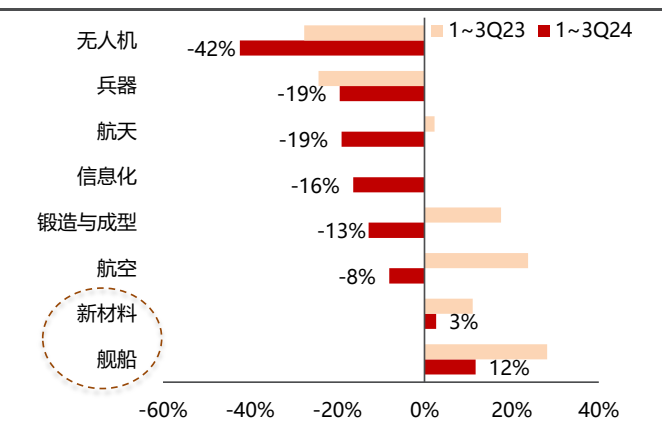
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

2 子板块及产业链环节回顾

2.1 1~3Q24 子板块：舰船板块业绩保持快速增长势头

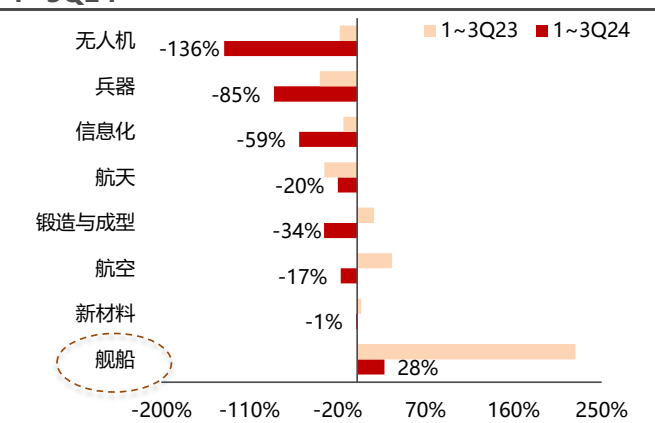
1~3Q24 舰船营收及归母净利润增速最高。1) 收入端：1~3Q24，舰船板块实现营收 1539 亿元，YOY +11.7%，增速在所有子板块中排名第一，主要系江龙船艇(+81.7%)、中船防务(+29.8%)、中国重工(+16.3%)、中国船舶(+13.1%)、中国动力(+12.8%) 等增长所驱动。2) 利润端：1~3Q24，舰船板块实现归母净利润 46.0 亿元，YOY +27.9%，增速在所有子板块中排名第一，也是唯一实现利润同比正增长的板块，主要系中船防务(+673.8%)、中国动力(+80.5%)、江龙船艇(+53.6%)、中国海防(+21.5%) 等快速增长所驱动。

图13：子板块营收同比增速：1~3Q23 VS 1~3Q24



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

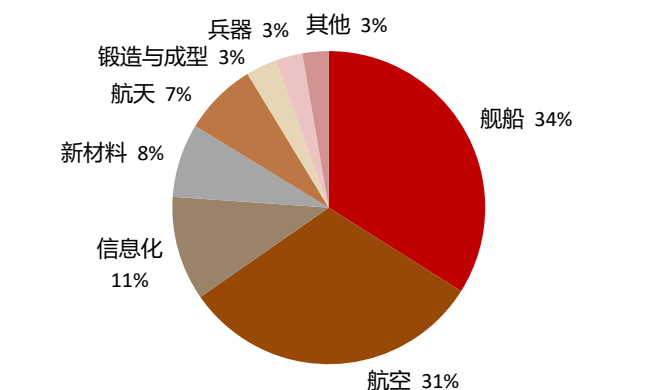
图14：子板块归母净利润同比增速：1~3Q23 VS 1~3Q24



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

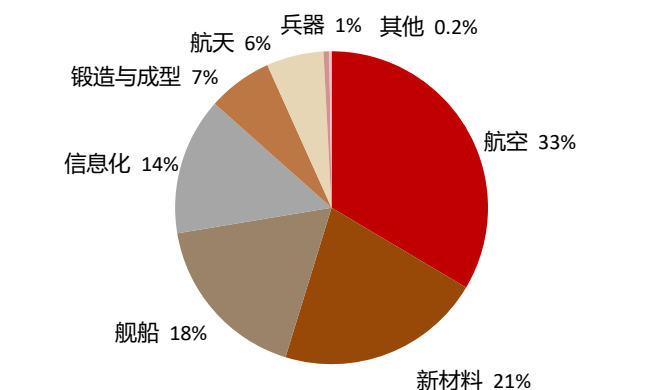
1~3Q24 航天及舰船净利率同比提升。1~3Q24：1) 子板块营收/归母净利润占比：新材料占比分别为 8%/21%；信息化占比分别为 11%/14%；锻造与成型占比分别为 3%/7%、航空占比分别为 31%/33%；上述板块归母净利润占比高于营收占比，盈利能力较强。2) 子板块净利率：航天、舰船净利率分别同比提升 2.5ppt、0.04ppt 至 14.3%、4.6%，其余板块净利率同比均出现不同程度下滑。

图15：1~3Q24 子板块营收分布



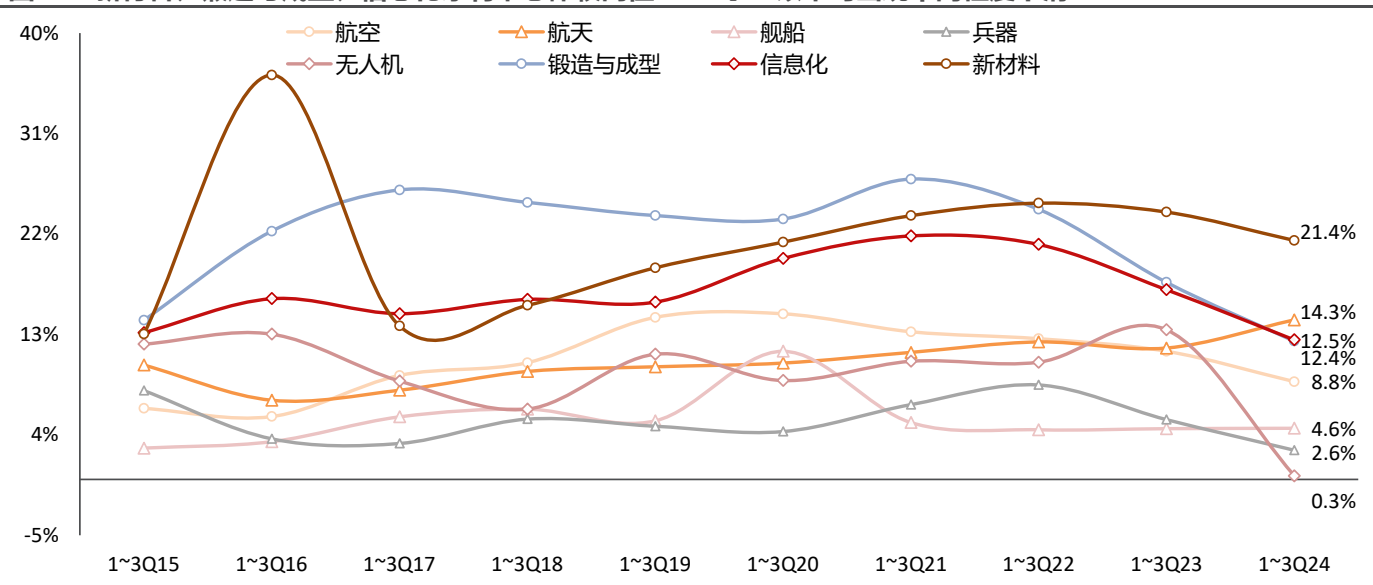
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图16：1~3Q24 子板块归母净利润分布



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图17：新材料、锻造与成型、信息化净利率总体较高但1~3Q23以来均出现不同程度下滑

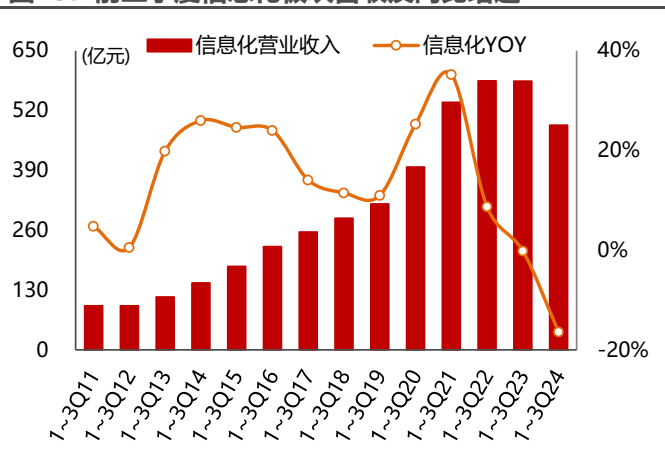


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

信息化板块1~3Q24归母净利润同比下滑59.4%(跌至2019年同期水平)。

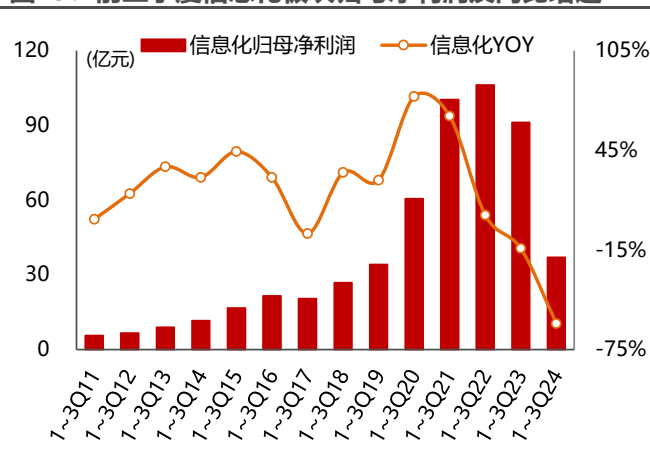
1~3Q24, 信息化板块实现营收488.5亿元, YOY -16.4%; 归母净利润37.0亿元, YOY -59.4%, 1~3Q23以来, 信息化板块业绩连续两年同比下滑, 且1~3Q24同比下滑幅度进一步加大。与其他子板块的稳健表现相比, 信息化板块呈现出波动较大的特点, 或与其产品迭代速度较快、竞争格局相对较差等因素有关。**信息化重点个股1~3Q24归母净利润同比增速:**睿创微纳(+25%)、国睿科技(-6%)、火炬电子(-23%)、高华科技(-25%)、国博电子(-32%)、宏达电子(-32%)、振华风光(-37%)、陕西华达(-45%)、鸿远电子(-48%)、紫光国微(-50%)、振华科技(-69%)、智明达(转亏)、铖昌科技(转亏)、新雷能(转亏)、航天南湖(转亏)。

图18：前三季度信息化板块营收及同比增速



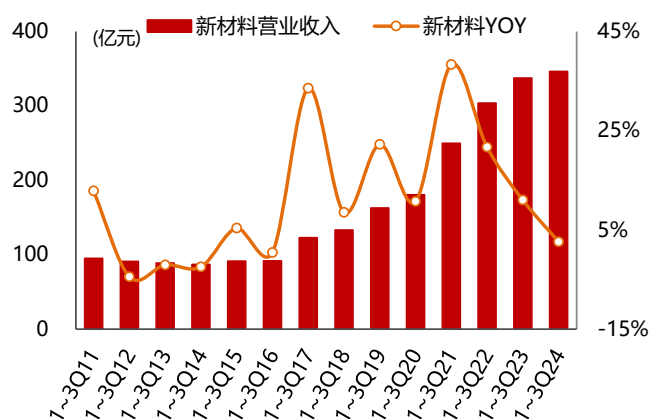
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图19：前三季度信息化板块归母净利润及同比增速

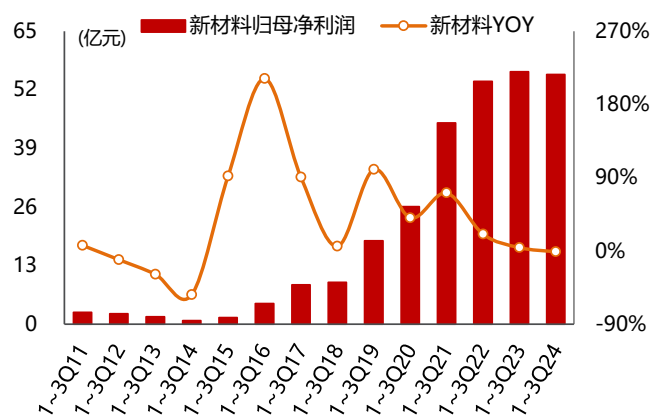


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

新材料板块 1~3Q24 归母净利润同比下滑 1.1% (较为稳健)。1~3Q24, 新材料板块实现营收 346.1 亿元, YOY +2.6%; 归母净利润 55.4 亿元, YOY -1.1%。1~3Q24, 新材料营收保持增长但增速自 1~3Q22 以来逐年下降; 归母净利润出现自 1~3Q15 以来的首次同比下滑。**新材料重点个股 1~3Q24 归母净利润同比增速:**光启技术(+20%)、华秦科技(+14%)、万泽股份(+13%)、抚顺特钢(+12%)、中航高科(+8%)、西部超导(+4%)、钢研高纳(-0.2%)、图南股份(-1%)、光威复材(-1%)、中简科技(-6%)、宝钛股份(-6%)、西部材料(-9%)、航材股份(-13%)、隆达股份(-25%)、菲利华(-43%)。

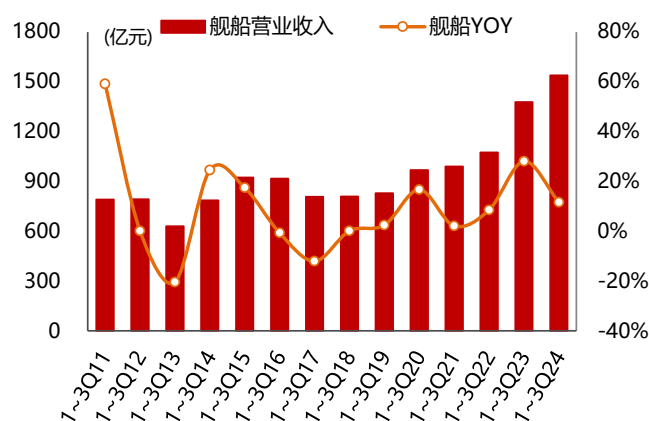
图20: 前三季度新材料板块营收及同比增速


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

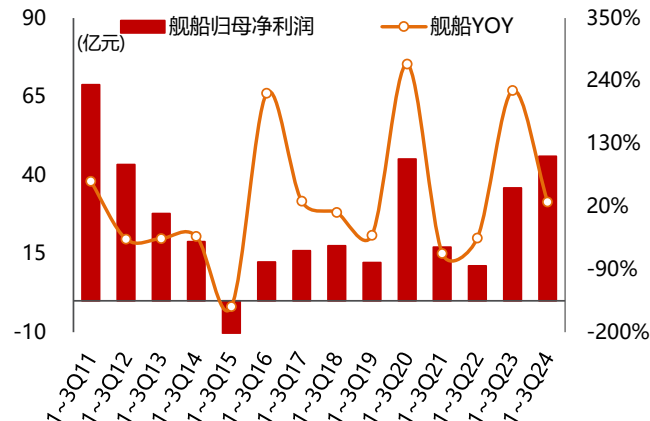
图21: 前三季度新材料板块归母净利润及同比增速


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

舰船板块 1~3Q24 归母净利润同比增长 27.9%。1~3Q24, 舰船板块实现营收 1539.1 亿元, YOY +11.7%; 归母净利润 46.0 亿元, YOY +27.9%。历史上, 船舶行业具有较强的周期性, 归母净利润规模波动较大, 且其周期较长, 其中, 2023 年以来业绩保持较快增速。**舰船重点个股 1~3Q24 归母净利润同比增速:**中船防务(+674%)、中国动力(+80%)、江龙船艇(+54%)、中国海防(+21%)、亚星锚链(+10%)、中国船舶(-11%)。

图22: 前三季度舰船板块营收及同比增速


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

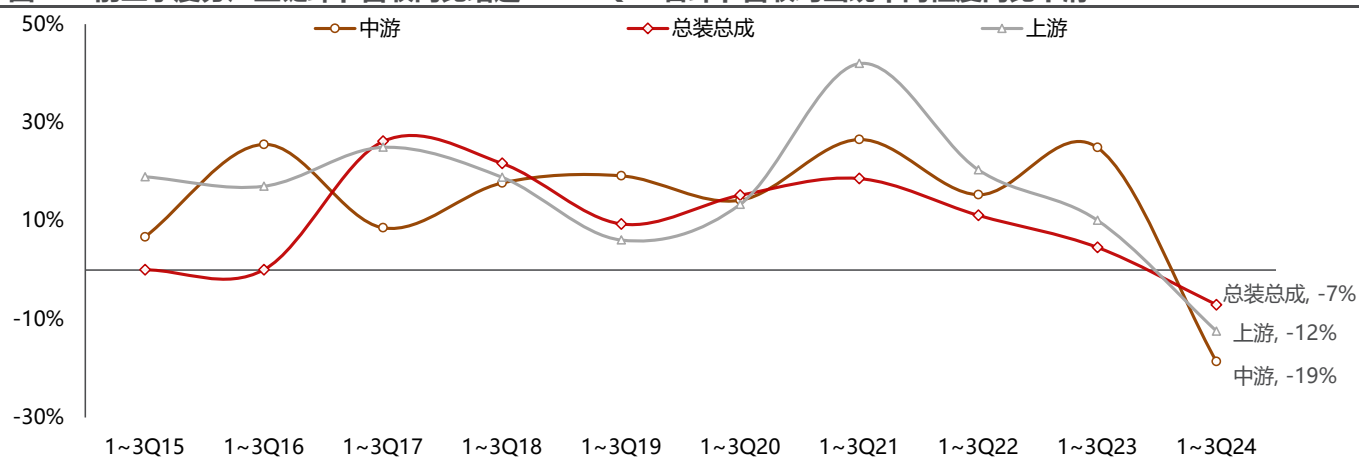
图23: 前三季度舰船板块归母净利润及同比增速


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

2.2 1~3Q24 产业链：出现全面下滑

1~3Q24 收入端：各环节均出现不同程度同比下滑。我们分析 2015~2024 年前三季度各产业链环节营收的同比增速可知，各环节趋势基本一致。1~3Q24，受到行业需求端调整影响，各环节营收均出现同比下滑，其中，总装总成下滑幅度最小，为 7%；上游、中游分别下滑 12%、19%，具体看，1~3Q23 增速较高的环节在 1~3Q24 下滑幅度也更大，因此，1~3Q24 各环节营收同比下滑除需求端阶段性调整的影响外，一定程度上也有基数因素的影响。

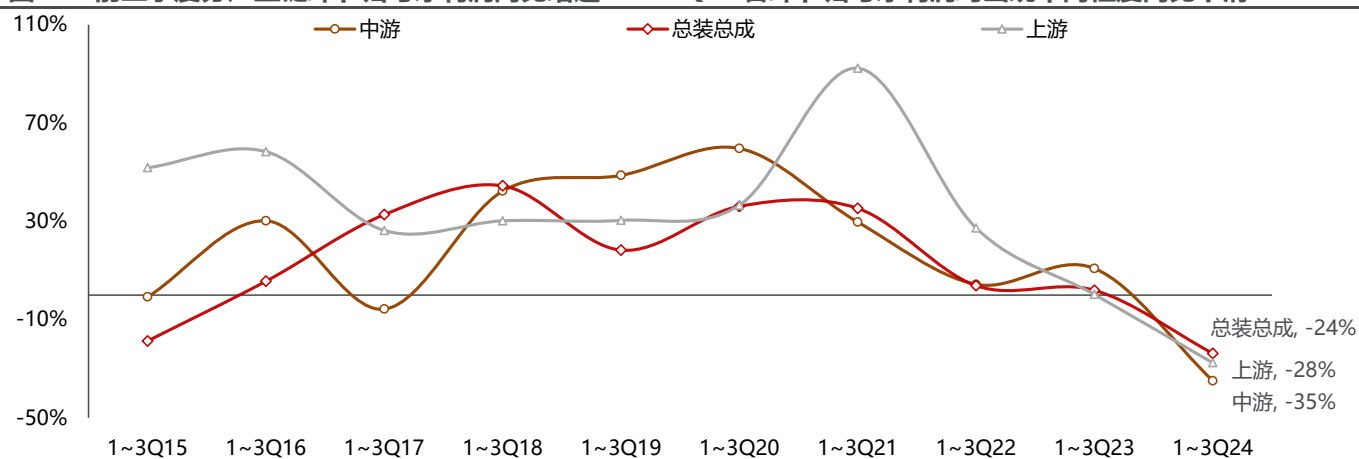
图24：前三季度分产业链环节营收同比增速：1~3Q24 各环节营收均出现不同程度同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

1~3Q24 利润端：各环节均出现不同程度同比下滑，且幅度大于营收下滑幅度。我们分析 2015~2024 年前三季度各产业链环节归母净利润的同比增速发现，增速波动较大。1~3Q24，总装总成、上游、中游归母净利润分别同比下滑 24%、28%、35%，且下滑幅度均大于营收下滑幅度，主要系产品结构变化、期间费用增加等影响所致。与收入端规律一致，1~3Q23 增速较快的环节在 1~3Q24 下滑也较多。

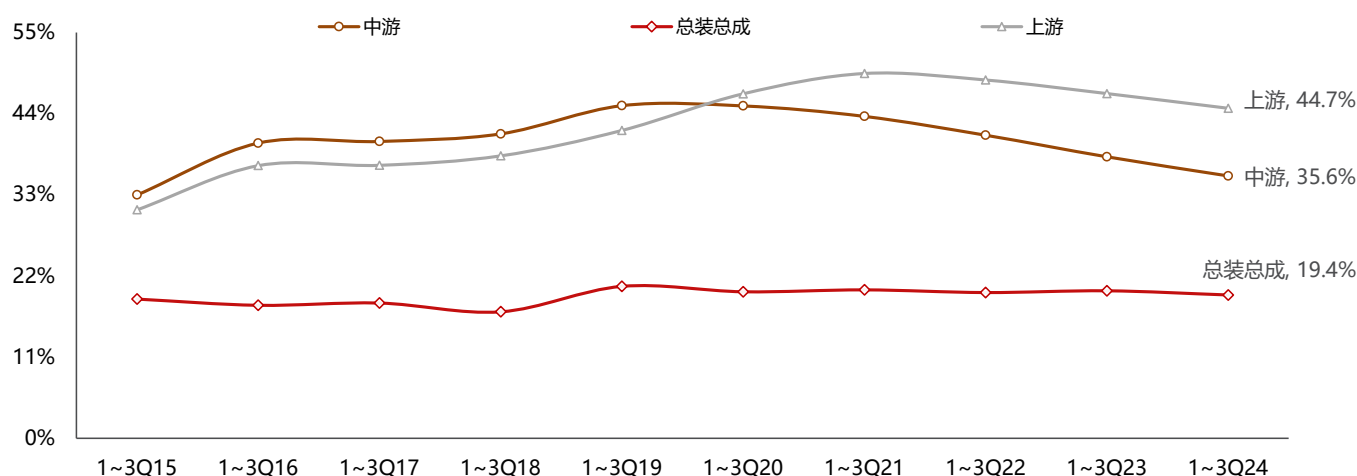
图25：前三季度分产业链环节归母净利润同比增速：1~3Q24 各环节归母净利润均出现不同程度同比下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

1~3Q24 毛利率：总装总成下滑幅度最小。我们分析 2015~2024 年前三季度各产业链环节毛利率：1) **上游**：2015~2021 年，前三季度毛利率呈上升趋势且提升较快，1~3Q21 达到 49.4%；但 1~3Q22 开始连续三年同比下滑，产品价格下降或为主要影响因素。2) **中游**：2015~2024 年，前三季度毛利率呈先升后降态势，1~3Q20 开始连续五年同比下滑，主要系国产替代带来的上游采购成本增加所致。3) **总装总成**：毛利率在 17.1%~20.6% 波动，总体稳定。

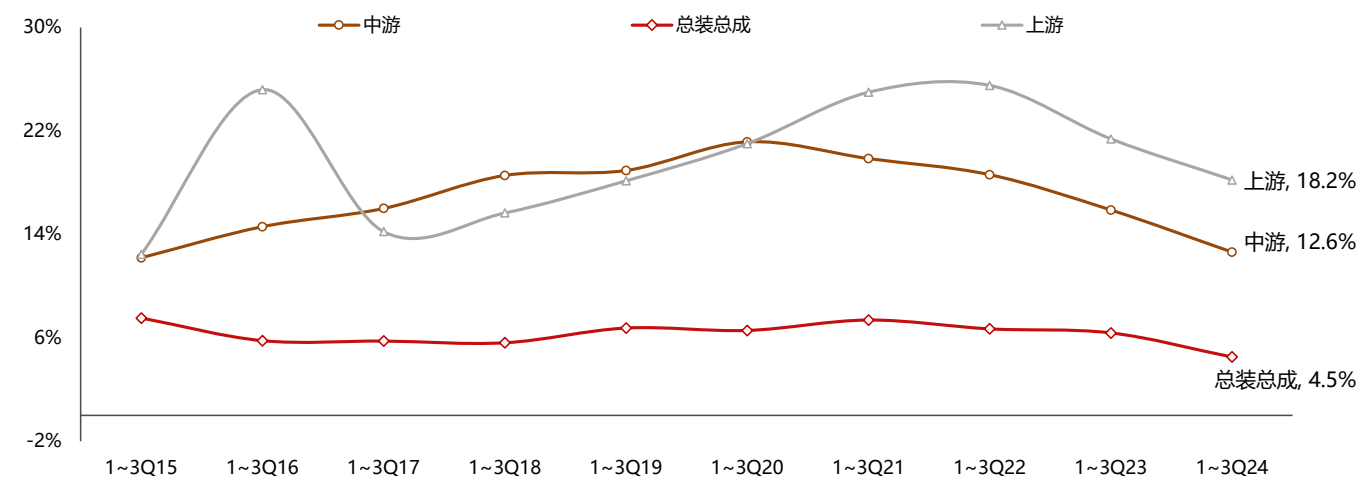
图26：前三季度分产业链环节毛利率：1~3Q24 总装总成毛利率同比下滑 0.6ppt 至 19.4%，总体稳定



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：剔除负值

1~3Q24 净利率：总装总成下滑幅度最小。我们分析 2015~2024 年前三季度各产业链环节净利率：1) **上游**：1~3Q21 以来净利率最高，但自 1~3Q23 以来呈快速下降趋势，1~3Q24 同比下滑 3.2ppt 至 18.2%；2) **中游**：1~3Q21 以来净利率连续四年同比下滑，其中 1~3Q24 同比下滑 3.3ppt 至 12.6%；3) **总装总成**：净利率最低但波动较小，1~3Q24 同比下滑 1.9ppt 至 4.5%。

图27：前三季度分产业链环节净利率：1~3Q24 总装总成净利率同比下滑 1.9ppt 至 4.5%，下滑幅度最小

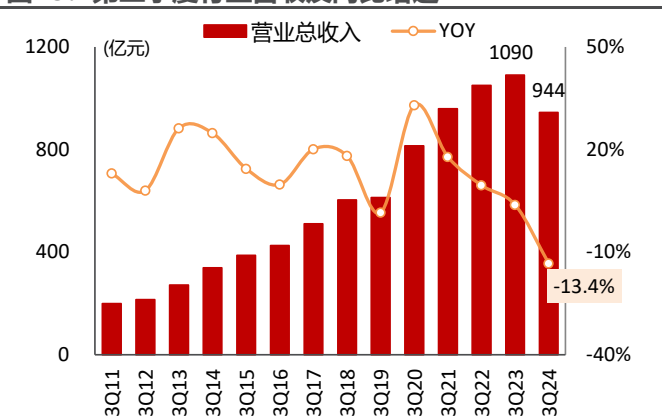


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：剔除负值

3 军工 3Q24 营收/利润同比下滑 13%/42%

3Q24 行业营收及归母净利润均出现同比下滑。3Q24，民生军工成分（不含舰船）实现营收 944 亿元，YOY -13.4%；归母净利润 53 亿元，YOY -42.2%。若包含舰船板块，实现营收 1484 亿元，YOY -10.1%；归母净利润 70 亿元，YOY -37.7%。纵向看，“十三五”（2016~2020 年）期间，行业单三季度营收及归母净利润持续增长；2021~2022 年延续增长态势；2023 年以来，行业需求端趋弱，1Q23~3Q24 过去 8 个季度，行业单季度归母净利润同比增速分别是-0.1%、+9.8%、-10.1%、-39.6%、-20.9%、-31.9%、-42.2%。

图28：第三季度行业营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

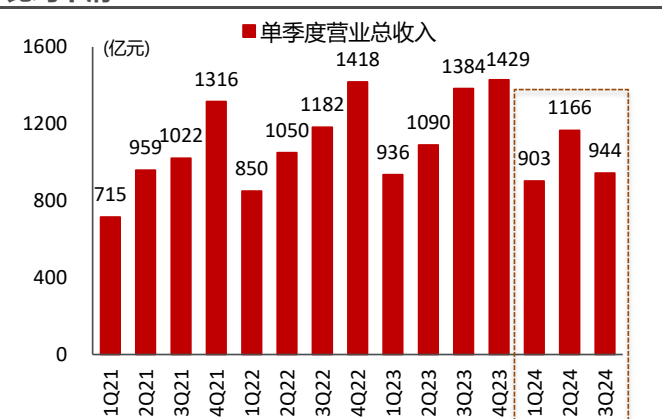
图29：第三季度行业归母净利润及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

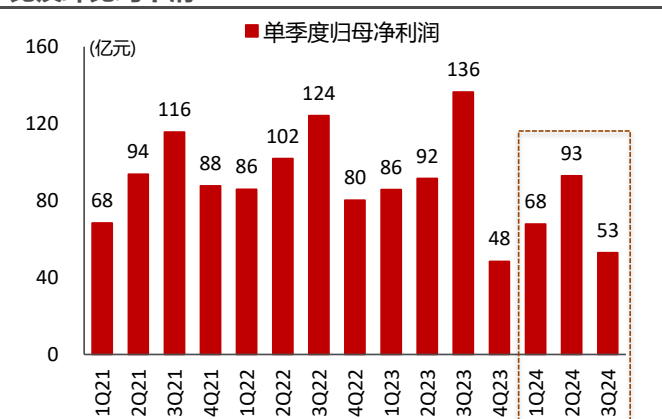
3Q24 行业营收/归母净利润环比下滑 19%/43%。1) 收入端：2021~2023 年，行业全年四个季度营收均呈前低后高态势；2024 年，受到需求端调整影响，行业季度间营收有所波动。2) 利润端：2021~2023 年，行业全年前三个季度归母净利润逐季增长，第四季度一般较低主要系企业计提减值损失等影响。2024 年，受到需求端调整影响，归母净利润规律与营收一致，其中，1Q24~2Q24，行业归母净利润环比增速分别为 40.0%、37.1%；但 3Q24 环比下滑 43.0%。

图30：1Q21~3Q24 单季度行业营收：3Q24 同比及环比均下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

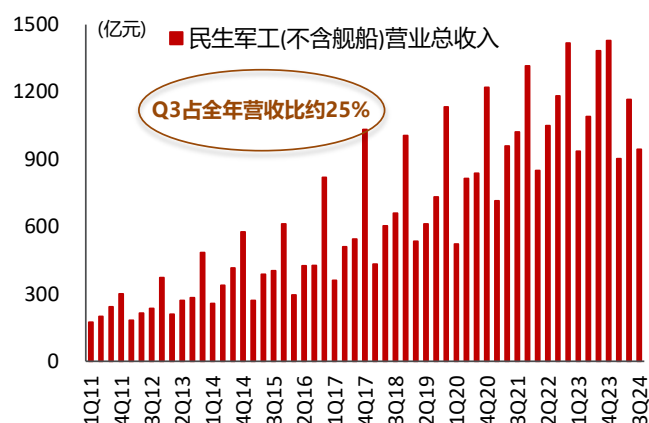
图31：1Q21~3Q24 单季度行业归母净利润：3Q24 同比及环比均下滑



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

第三季度营收/归母净利润占全年 25%/30%。我们分析 2011~2023 年单季度数据发现，三季度营收占全年营收比例为 24.5%；归母净利润占全年归母净利润比例为 29.5%。从全年维度看，四个季度营收占比分别为 17%、22%、25%、36%；归母净利润占比分别为 12%、22%、30%、37%。一般来看，四季度营收与归母净利润在全年四个季度中占比最高，全年四个季度呈前低后高的态势。

图32：单三季度占全年营收比约为 25%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

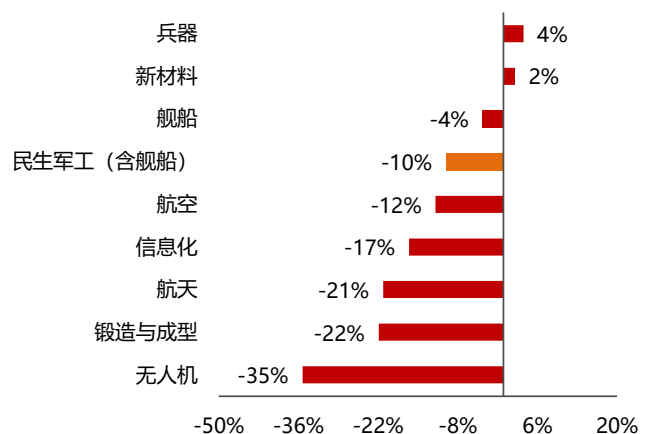
图33：单三季度占全年归母净利润比约为 30%



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船类

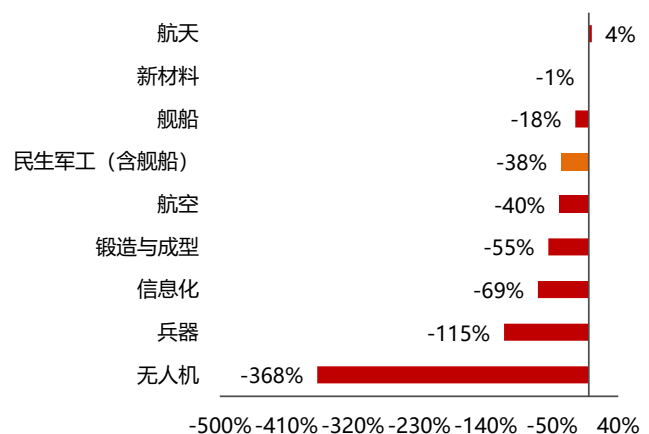
3Q24 航天归母净利润同比增速为正。1) 收入端：3Q24，兵器及新材料板块营收同比分别增长 4%、2%；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，无人机板块营收同比下滑幅度最大，达到 35%。2) 利润端：3Q24，航天板块归母净利润同比增长 4%，是唯一一个实现同比正增长的板块；其余板块均出现不同程度的下滑，其中，兵器及无人机板块同比转亏。

图34：3Q24 子板块营收同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图35：3Q24 子板块归母净利润同比增速

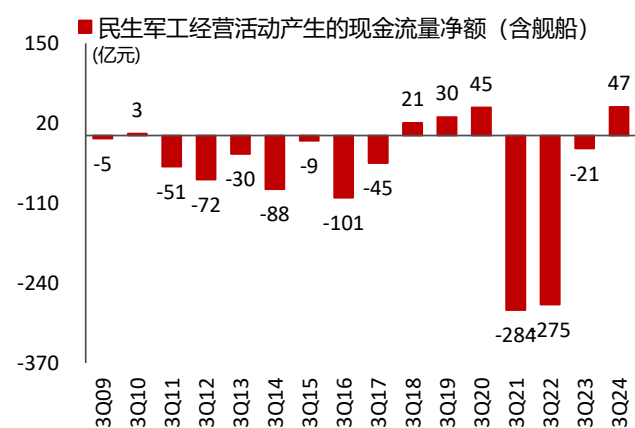


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

3Q24 行业经营活动现金净流出。3Q24，民生军工成分（不含舰船）经营活动净现金流为-174 亿元，自 2021 年以来，三季度经营活动现金连续四年净流出；若包含舰船板块，则为 47 亿元，同比转正。

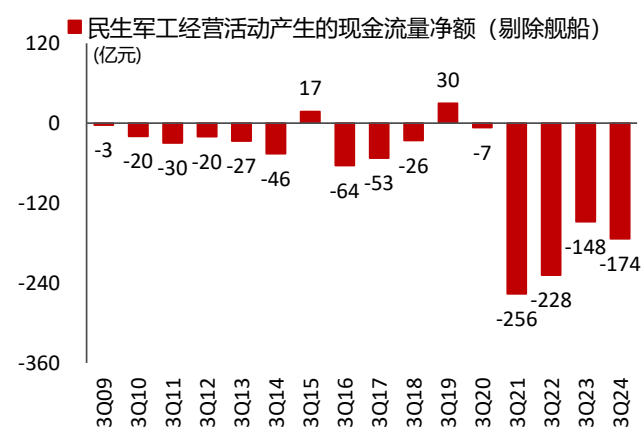
3Q24 舰船经营活动现金净流出较多。3Q24，舰船板块经营活动现金净流入金额最大，为 220.1 亿元；其次是无人机板块，净流入 0.5 亿元。锻造与成型、航天、新材料、信息化、兵器、航空板块经营活动现金净流出分别为 0.01 亿元、1.1 亿元、4.9 亿元、8.0 亿元、25.4 亿元、131.8 亿元。其中，航空板块经营现金净流出较多主要系航发动力（-69.0 亿元）、中航机载（-24.9 亿元）、中直股份（-22.5 亿元）等净流出较多所致。

图36：三季度行业经营活动净现金流（含舰船）



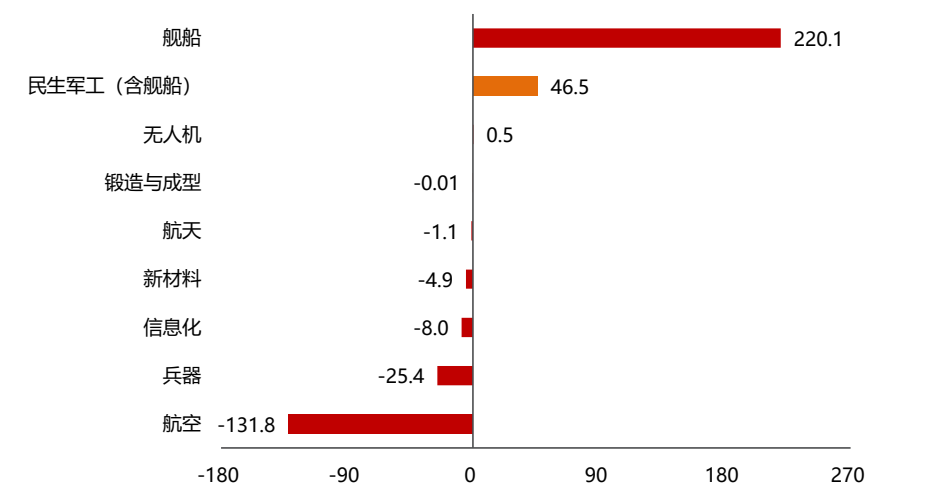
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图37：三季度行业经营活动净现金流（不含舰船）



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图38：3Q24 民生军工（含舰船）经营活动净现金流为 46.5 亿元

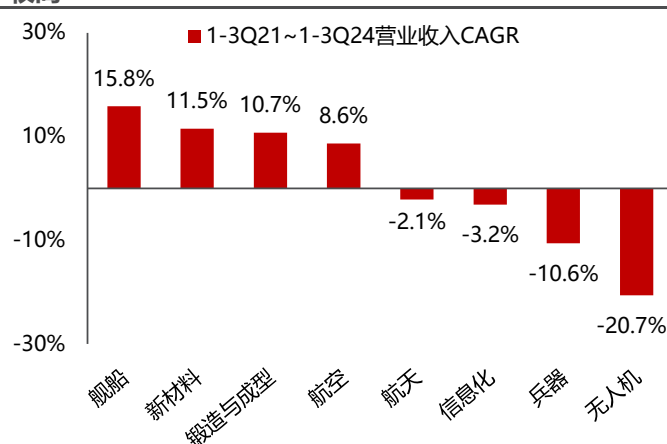


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

4 三年维度：舰船板块业绩增速最快

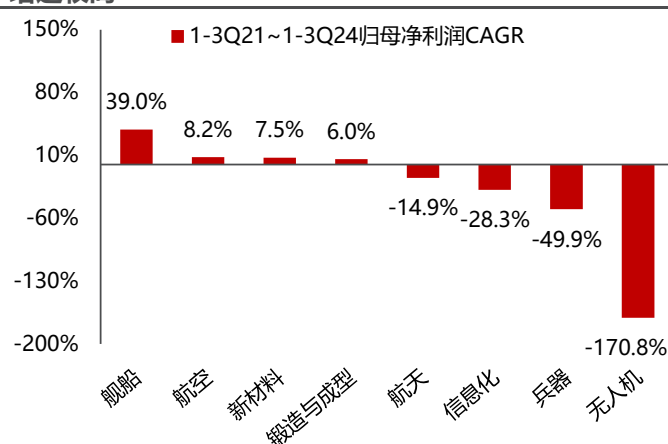
子板块近三年 GAGR：舰船营收及归母净利润增速最高。1) 2021~2024 年，舰船、新材料板块前三季度营收年复合增速领先于其他板块，分别为 15.8%、11.5%；锻造与成型、航空板块也实现了正增长，增速分别是 10.7%、8.6%；其余板块均出现不同程度下滑。2) 2021~2024 年，舰船、航空板块前三季度归母净利润年复合增速领先于其他板块，分别为 39.0%、8.2%；新材料、锻造与成型板块也实现了正增长，增速分别是 7.5%、6.0%；其余板块均出现不同程度下滑。

图39：1-3Q21~1-3Q24 舰船、新材料营收复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

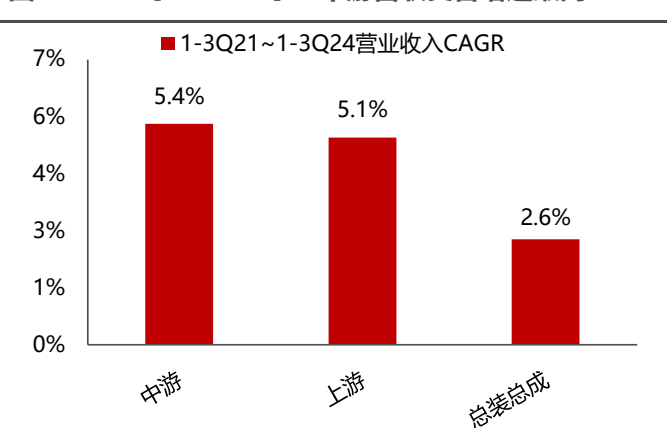
图40：1-3Q21~1-3Q24 舰船、航空归母净利润复合增速较高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

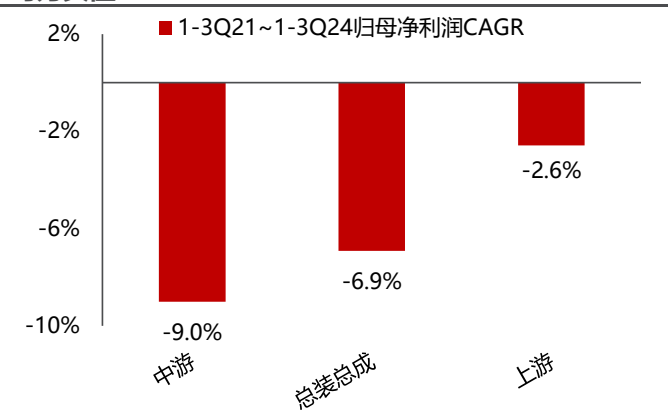
产业链分环节近三年 CAGR：中游营收增速最高。1) 1-3Q21~1-3Q24，中游营收年复合增速领先于其他板块，为 5.4%；上游次之，为 5.1%；总装总成复合增速最低，为 2.6%。2) 21 年前三季度~24 年前三季度，产业链各环节归母净利润均出现不同程度的下滑，其中，中游复合增速最低，为-9.0%；总装总成及上游分别是-6.9%、-2.6%。产业链各环节近三年营收及归母净利润复合增速总体较低甚至出现下滑，主要原因系行业 2023 年以来需求端调整所致。

图41：1-3Q21~1-3Q24 中游营收复合增速最高



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图42：1-3Q21~1-3Q24 各环节归母净利润复合增速均为负值



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

5 风险提示

1) 产品交付不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

2) 产品价格下降。国防军工行业下游装备有低成本化趋势，价格下降后向全产业链传导压力，产业链各环节企业或将面临产品价格下降的风险。

3) 行业政策发生变化。国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

插图目录

图 1: 前三季度行业营收同比增速 (含/不含舰船)	3
图 2: 前三季度行业归母净利润同比增速 (含/不含舰船)	3
图 3: 前三季度行业营收及同比增速	3
图 4: 前三季度行业归母净利润及同比增速	3
图 5: 1~3Q24 期间费用率同比增长 6.2ppt 至 34.0%	4
图 6: 1~3Q24 毛利率与净利率均出现同比下滑	4
图 7: 1~3Q24 ROE 同比出现较大幅度下滑	4
图 8: 1~3Q11 以来总资产周转率总体呈下降趋势	4
图 9: 前三季度行业存货余额及占营收比例	5
图 10: 前三季度行业存货与总营收同比增速对比	5
图 11: 前三季度行业应收余额及占营收比例	5
图 12: 前三季度行业应收与总营收同比增速对比	5
图 13: 子板块营收同比增速: 1~3Q23 VS 1~3Q24	6
图 14: 子板块归母净利润同比增速: 1~3Q23 VS 1~3Q24	6
图 15: 1~3Q24 子板块营收分布	6
图 16: 1~3Q24 子板块归母净利润分布	6
图 17: 新材料、锻造与成型、信息化净利率总体较高但 1~3Q23 以来均出现不同程度下滑	7
图 18: 前三季度信息化板块营收及同比增速	7
图 19: 前三季度信息化板块归母净利润及同比增速	7
图 20: 前三季度新材料板块营收及同比增速	8
图 21: 前三季度新材料板块归母净利润及同比增速	8
图 22: 前三季度舰船板块营收及同比增速	8
图 23: 前三季度舰船板块归母净利润及同比增速	8
图 24: 前三季度分产业链环节营收同比增速: 1~3Q24 各环节营收均出现不同程度同比下滑	9
图 25: 前三季度分产业链环节归母净利润同比增速: 1~3Q24 各环节归母净利润均出现不同程度同比下滑	9
图 26: 前三季度分产业链环节毛利率: 1~3Q24 总装总成毛利率同比下滑 0.6ppt 至 19.4%, 总体稳定	10
图 27: 前三季度分产业链环节净利率: 1~3Q24 总装总成净利率同比下滑 1.9ppt 至 4.5%, 下滑幅度最小	10
图 28: 第三季度行业营收及同比增速	11
图 29: 第三季度行业归母净利润及同比增速	11
图 30: 1Q21~3Q24 单季度行业营收: 3Q24 同比及环比均下滑	11
图 31: 1Q21~3Q24 单季度行业归母净利润: 3Q24 同比及环比均下滑	11
图 32: 单三季度占全年营收比约为 25%	12
图 33: 单三季度占全年归母净利润比约为 30%	12
图 34: 3Q24 子板块营收同比增速	12
图 35: 3Q24 子板块归母净利润同比增速	12
图 36: 三季度行业经营活动净现金流 (含舰船)	13
图 37: 三季度行业经营活动净现金流 (不含舰船)	13
图 38: 3Q24 民生军工 (含舰船) 经营活动净现金流为 46.5 亿元	13
图 39: 1-3Q21~1-3Q24 舰船、新材料营收复合增速较高	14
图 40: 1-3Q21~1-3Q24 舰船、航空归母净利润复合增速较高	14
图 41: 1-3Q21~1-3Q24 中游营收复合增速最高	14
图 42: 1-3Q21~1-3Q24 各环节归母净利润复合增速均为负值	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026