

国防军工行业深度报告

2024 年三季度报总结：业绩底部，复苏在即 增持（维持）

2024 年 11 月 14 日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书：S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

投资要点

■ **2024 年前三季度军工行业业绩表现承压：**受多重因素影响，由于人事调整、订单推迟、产业链降价等影响，军工板块营收和归母净利润均出现同比下降。此外，军工行业毛利率和净利率同比均有所下降，反映出盈利能力下滑。存货规模的增加和应收票据及账款规模的提升，也反映出行业的库存积压问题和回款压力。军工行业的子行业表现也呈现出明显的分化。其中，航海装备受船舶大周期拉动实现正增长，而地面兵装和军工电子则承压较大，归母净利润同比均下滑超过 50%。航空航天装备则相对稳健。尽管如此，展望 2024 年年报，行业“业绩底”正在形成，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复。

■ **下游需求的减少是导致营收和利润下滑的直接原因：**从营收和利润的表现来看，军工行业在 2024 年前三季度遭遇了较大的挑战。2024 年 1-3 季度，军工行业的营业总收入降至 3768.76 亿元，同比增长率首次转负，为 -4.85%，归母净利润也下滑至 213.83 亿元，同比增长率降至 -2.73%。这一变化是多重因素共同作用的结果，包括人事调整、订单推迟以及产业链降价等。这些因素不仅影响了军工企业的销售和订单量，也导致了营收和利润的双重下滑。

■ **盈利能力方面，2024 年前三季度销售毛利率继续下滑，ROE 受到周转率与净利率拖累：**2024 年前三季度销售毛利率下降至 19.76%，而销售期间费用率则有所回升至 7.53%。这反映出，在营业收入下降的背景下，企业的费用规模并未同步下降，尤其是研发费用占比最大，研发进程并未因短期需求变化而停滞。此外，ROE（净资产收益率）也受到了周转率与净利率的拖累，下降至 2024 年 Q1-3 的 3.27%。总资产周转率和销售净利率均有所下降，权益乘数也有所减少，这些因素共同导致了盈利能力的下滑。

■ **三季度报可能是全年“业绩底部”的信号：**尽管军工行业在 2024 年前三季度面临了较大的挑战，但行业的基本面逻辑仍然确定。随着“十四五”规划中期调整的逐步明朗，以及国防预算的合理增长，军工行业的阶段性需求不振现象有望得到改善。同时，产业链新产能的陆续就位也为新一轮批量采购奠定了基础。此外，部分军工上市公司的单季业绩同比高增，行业需求已经出现点状恢复，逐渐呈现复苏迹象。展望全年，军工行业下游需求有望陆续转化为实质性的合同订单，预计四季度军工行业业绩或出现较大幅度的同比、环比改善。

■ **投资建议：**1) 行业权重主机厂：航发动力、中航沈飞、中航西飞等；2) 精确制导弹药产业链：北方导航，菲利华，盟升电子，新雷能等；3) 主战装备核心供应商：火炬电子、钢研高纳、菲利华、华秦科技等。

■ **风险提示：**1) 行业订单不及预期；2) 新技术新产品应用进度不及预期；3) 行业竞争加剧；4) 军品降价压力增大。

行业走势



相关研究

《星舰第五次试飞成功，超重助推实现半空中捕获回收》

2024-10-14

《MEMS 惯性器件应用广泛，有望开拓广阔替代空间》

2024-08-26

内容目录

1. 2024 年前三季度军工行业业绩表现承压	4
1.1. 下游需求减少导致了营收及利润的下滑	4
1.2. 周转率与净利率是盈利能力的核心拖累	4
1.3. 存货与应收比例为近年来最高	6
1.4. 经营性现金流持续流出，投资扩张或持谨慎态度	7
2. 子行业表现分化，航海装备增长，地面兵装与军工电子承压	8
3. 展望全年，三季度或许正是军工行业业绩底部	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	12

图表目录

图 1:	申万军工前三季度营业总收入及同比增速	4
图 2:	申万军工前三季度归母净利润及同比增速	4
图 3:	申万军工前三季度销售毛利率	5
图 4:	申万军工销售期间费用率	5
图 5:	申万军工前三季度 ROE-TTM	5
图 6:	申万军工前三季度总资产周转率	5
图 7:	申万军工前三季度销售净利率	6
图 8:	申万军工前三季度权益乘数	6
图 9:	申万军工存货及同比增速	6
图 10:	申万军工存货营收比	6
图 11:	申万军工应收账款及同比增速	7
图 12:	申万军工应收账款营收比	7
图 13:	申万军工经营性现金净流量及同比增速	7
图 14:	申万军工投资性现金净流量及同比增速	7
图 15:	申万军工子行业前三季度营业总收入同比增速	8
图 16:	申万军工子行业前三季度归母净利润同比增速	8
图 17:	申万航天装备前三季度营业总收入及同比增速	8
图 18:	申万航天装备前三季度归母净利润及同比增速	8
图 19:	申万地面兵装前三季度营业总收入及同比增速	9
图 20:	申万地面兵装前三季度归母净利润及同比增速	9
图 21:	申万航空装备前三季度营业总收入及同比增速	9
图 22:	申万航空装备前三季度归母净利润及同比增速	9
图 23:	申万军工电子前三季度营业总收入及同比增速	10
图 24:	申万军工电子前三季度归母净利润及同比增速	10
图 25:	申万航海装备前三季度营业总收入及同比增速	10
图 26:	申万航海装备前三季度归母净利润及同比增速	10

1. 2024 年前三季度军工行业业绩表现承压

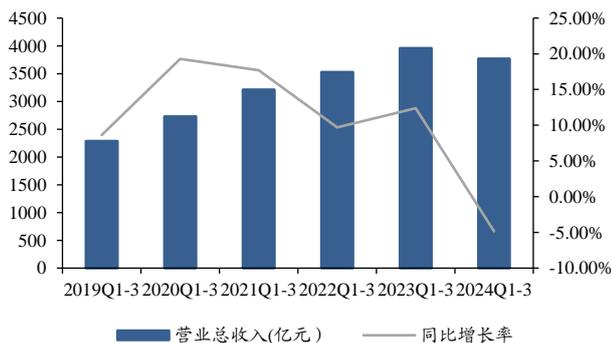
截至 2024 年 10 月，申万国防军工上市公司三季报已披露完毕。整体来看，2024 年前三季度军工行业业绩表现承压，受多重因素影响，由于人事调整、订单推迟、产业链降价等影响，军工板块营收和归母净利润均出现同比下降。此外，军工行业毛利率和净利率同比均有所下降，反映出盈利能力下滑。存货规模的增加和应收票据及账款规模的提升，也反映出行业的库存积压问题和回款压力。尽管如此，展望 2024 年年报，行业“业绩底”正在形成，随着行业订单逐步下达，板块景气度有望恢复。

1.1. 下游需求减少导致了营收及利润的下滑

2024Q1-3 申万军工营收及利润同比增长率五年内首次转负。申万军工在 2019 年至 2023 年前三季度展现了稳定的增长趋势，营业总收入从 2019Q1-3 的 2287.87 亿元增长至 2023Q1-3 的 3960.98 亿元，同比增长率保持在正数区间，尽管增速有所波动。然而，到了 2024Q1-3，营业总收入出现下滑，降至 3768.76 亿元，同比增长率首次转负，为-4.85%，表明营收增长势头放缓并出现衰退迹象。在利润方面，归母净利润也呈现出类似的增长模式，从 2019Q1-3 的 133.81 亿元增长至 2023Q1-3 的 294.11 亿元，但增速同样有所放缓。2024Q1-3，归母净利润下滑至 213.83 亿元，同比增长率降至-2.73%。

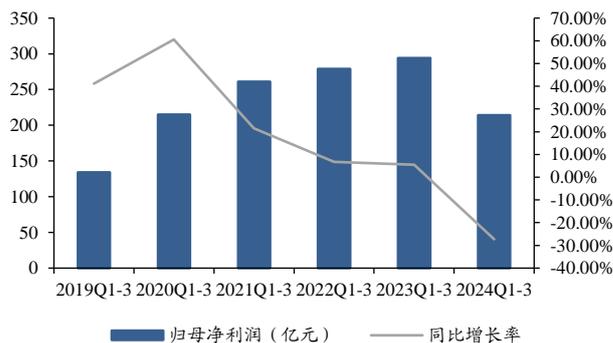
下游需求的减少直接影响了军工产品的销售和订单量，进而导致营收和利润的双重下滑。在下游需求疲软的背景下，即便军工企业可能通过提高生产效率或降低成本来应对，但整体市场环境的乏力仍然对业绩产生了显著的影响。然而，随着后续订单的逐步到位和市场需求的恢复，军工行业有望迎来新的发展机遇。

图1：申万军工前三季度营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：申万军工前三季度归母净利润及同比增速



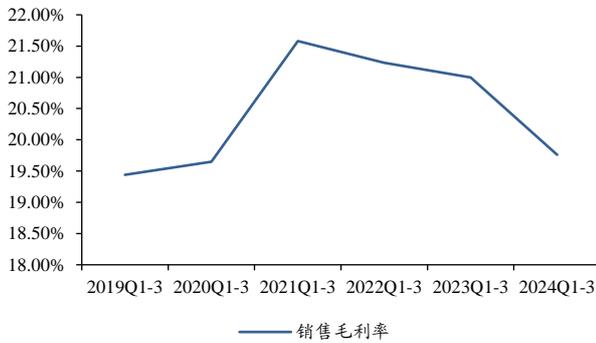
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 周转率与净利率是盈利能力的核心拖累

盈利能力方面，2024 年前三季度销售毛利率继续下滑，期间费用率反弹上升。从 2019 年到 2023 年前三季度，销售毛利率从 19.44% 上升至 21.58%，然而 2024 年前三季度，销售毛利率略有下降至 19.76%，未来武器装备低成本化的要求将是长期趋势，但随着装备批产规模提升，阶梯降价、批次降价逐步成为常态，对毛利率的影响也逐步趋于

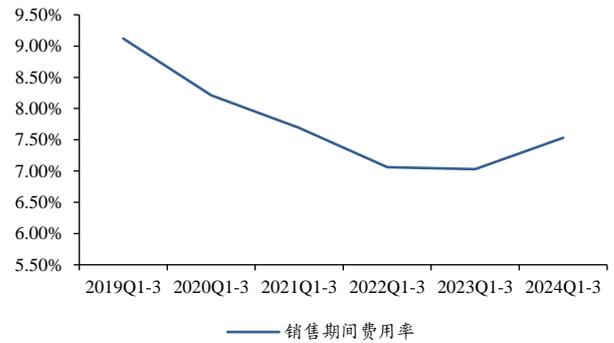
稳定。与此同时，销售期间费用率自 2019 年前三季度的 9.12% 逐年下降至 2023 年前三季度的 7.03%，但 2024 年前三季度，销售期间费用率回升至 7.53%，由于营业收入下降，但短期内费用规模并不会同比下降，尤其研发费用占比最大，研发进程不会因短期需求变化而停滞，导致期间费用率同比提升。

图3: 申万军工前三季度销售毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 申万军工销售期间费用率

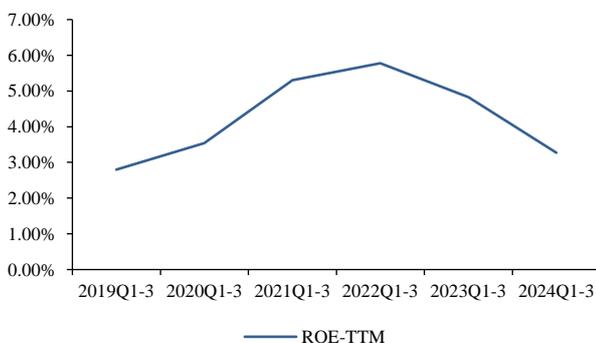


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

ROE 受到周转率与净利率拖累，2024 年前三季度 ROE-TTM 回落至 3.27%。 ROE-TTM 在 2022 年 Q1-3 达到近五年最高点 5.78%，而 2024 年 Q1-3 下降至 3.27%。总资产周转率从 2019 年 Q1-3 的 0.27 次逐渐上升至 2021 年 Q1-3 的 0.28 次，随后下降至 2024 年 Q1-3 的 0.25 次。销售净利率从 2019 年 Q1-3 的 2.84% 增长至 2021 年 Q1-3 的 6.41%，之后略有下降至 2024 年 Q1-3 的 4.29%。权益乘数从 2019 年 Q1-3 的 1.77 上升至 2022 年 Q1-3 的 2.02，之后下降至 2024 年 Q1-3 的 1.73。

因订单延迟与交付计划调整，周转率显著低于“十四五”前半程，持续的研发投入叠加产品结构变化与价格下降也导致净利率回调下滑。多家军工企业在 2024 年财报中提及“客户需求阶段性节奏变化”、“客户交付计划节点调整”、“集采降价”、“采购价格下调”等因素对报告期内营收利润产生影响，导致周转率与净利率下降。此外，上文提及的毛利率下滑及期间费用率上升也是净利率下滑的拉动因素。

图5: 申万军工前三季度 ROE-TTM



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 申万军工前三季度总资产周转率



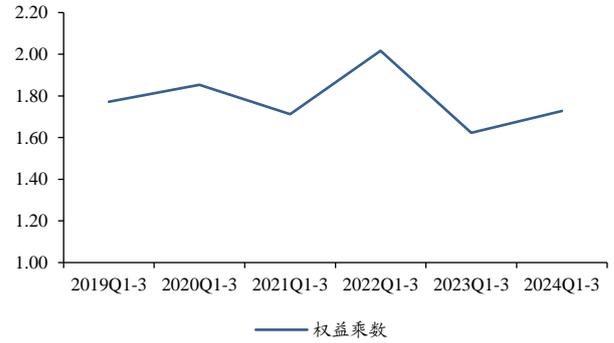
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 申万军工前三季度销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 申万军工前三季度权益乘数

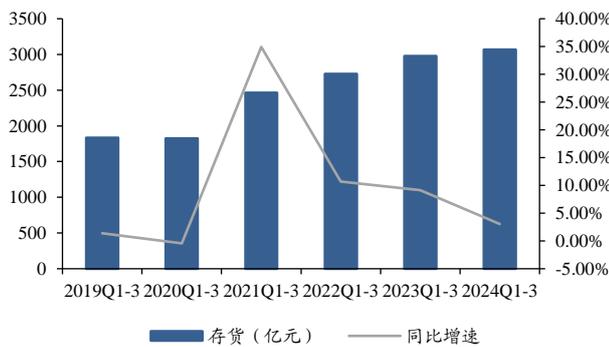


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 存货与应收比例为近年来最高

军工存货显示出整体增长的趋势，2024 年前三季度存货占营收比例达到 81.41%，为近五年最高。2019 年至 2020 年 Q1-3，存货从 1834.05 亿元微降至 1826.2 亿元，同比增速为 -0.43%。随后，2021 年 Q1-3 存货显著增长至 2464.13 亿元，同比增速达到 34.93%，同比增速近五年最快。至 2024 年 Q1-3，存货达到 3068.13 亿元，同比增速为 3.06%，显示出虽然增速有所减缓，但存货总量仍在稳步上升。尤其 2024 年前三季度，存货占营收比例达到 81.41%，为近年来最高。主要由于人事调整程度超预期导致中期调整进度慢于预期，部分需求递延导致存货增加，但从军工行业“以销定产”的经营特点而言，存货的增加很大程度上反映了下游需求的增长，也是为后续订单恢复做备产备料的准备。

图9: 申万军工存货及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 申万军工存货营收比

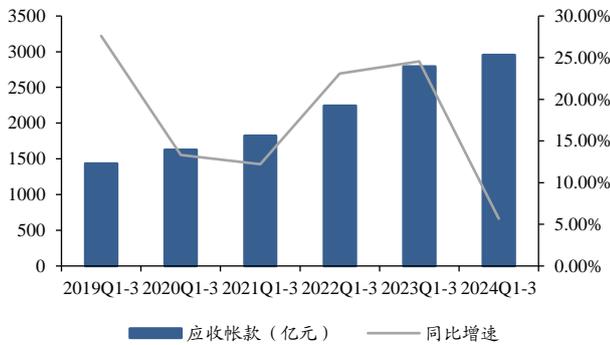


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

应收账款近五年内大幅增长，几乎翻了一番，2024 年前三季度应收账款占营收比例达到 78.36%，同样为近五年最高。应收账款从 2019 年 Q1-3 的 1433.64 亿元，到 2024 年 Q1-3 的 2953.25 亿元，应收账款总额在五年内实现了大幅增长，几乎翻了一番。这一增长趋势在 2022 年至 2023 年 Q1-3 尤为强劲，同比增速分别达到了 23.10%、24.55%。2024 年前三季度的应收账款增速虽然放缓至 5.68%，但绝对值仍达到了历史新高的 2953.25 亿元。同时从应收账款占营收比例的变化来看，这一比例从 2019 年 Q1-3 的

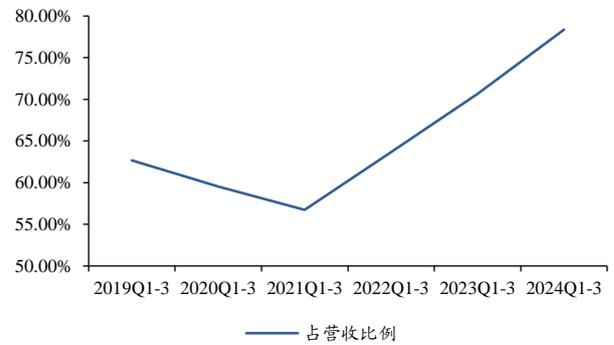
62.66%逐步上升至 2024 年 Q1-3 的 78.36%，虽然存在一定的回款积压问题，但考虑到军工行业客户主要是政府部队等单位，这些客户相对固定且处于主导地位，虽然付款周期较长，但是坏账风险较小。

图11: 申万军工应收账款及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 申万军工应收账款营收比

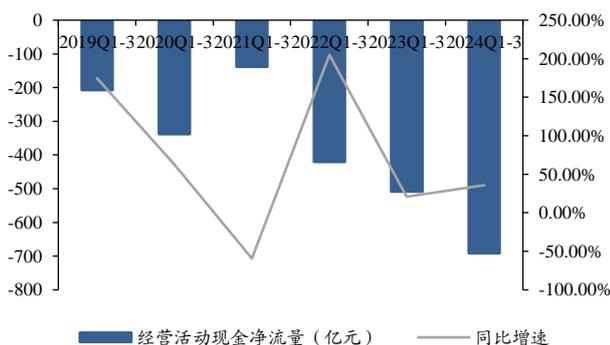


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.4. 经营性现金流持续流出，投资扩张或持谨慎态度

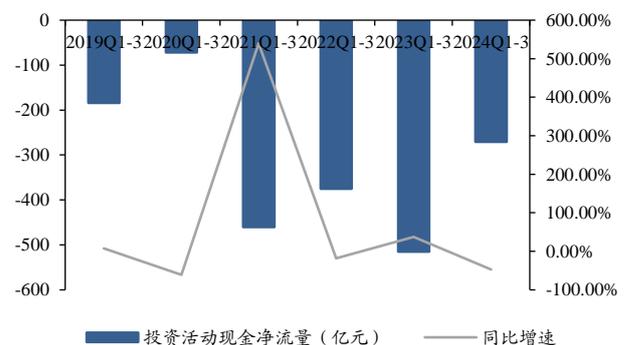
经营活动现金净流量持续下降，投资活动的现金流出压力也较大。经营活动现金净流量在过去五年中持续为负值，且绝对值逐年扩大，从 2019 年前三季度的-207.66 亿元增加至 2024 年前三季度的-691.24 亿元，尽管同比增速有所波动，但整体现金流状况并未得到显著改善。投资活动现金净流量同样呈现波动趋势，2019 年至 2022 年前三季度经历了先增后减的变化，到 2024 年前三季度降至-270.44 亿元，投资活动的现金流出压力较大。2024 年前三季度经营活动现金净流量的绝对值达到过去几年的最高值，面临较大的资金压力和运营挑战。同时，投资活动现金净流量的绝对值虽然同比减少，但仍处于较低水平，说明军工行业在投资扩张方面可能持谨慎态度。

图13: 申万军工经营性现金净流量及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 申万军工投资性现金净流量及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 子行业表现分化，航海装备增长，地面兵装与军工电子承压

2024 年前三季度各军工子行业的表现出现明显分化，仅航海装备受船舶大周期拉动实现正增长，其余子行业均出现不同程度下滑。军工五个子行业（航天装备、地面兵装、航空装备、军工电子、航海装备）2024 年前三季度整体下滑，地面兵装和军工电子下滑幅度最大，归母净利润同比均下滑超过 50%；航空航天装备相对稳健，显示出较强的盈利能力；因全球贸易格局的变化为各船型需求提供了新的支撑，仅航海装备受到船舶大周期影响实现正增长。

图15: 申万军工子行业前三季度营业总收入同比增速

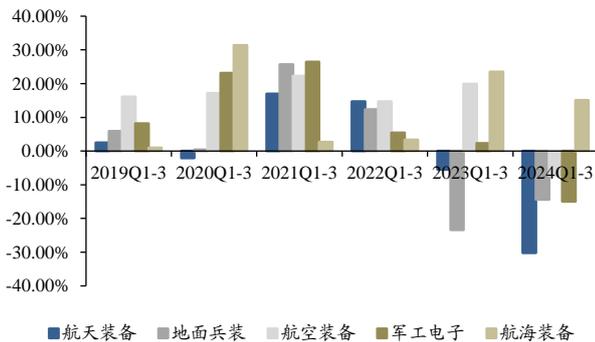
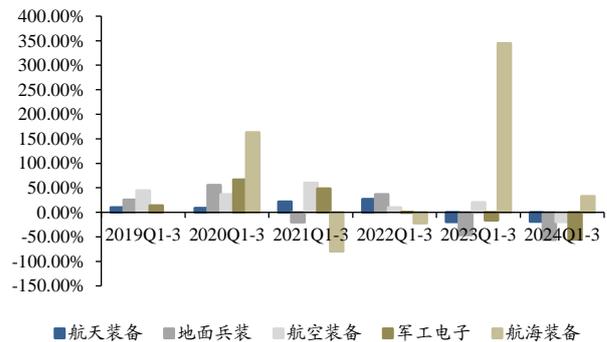


图16: 申万军工子行业前三季度归母净利润同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

航天装备行业面临市场需求疲软和订单减少，2024 年前三季度营收和利润同比均出现约 20-30%左右下滑。从 2019 年至 2022 年 Q1-3，营业总收入从 163.86 亿元增长至 215.32 亿元，整体保持增长态势。归母净利润也呈现类似趋势，从 2019 年 Q1-3 的 10.08 亿元增长至 2022 年 Q1-3 的 16.86 亿元。然而到 2024 年前三季度，营业总收入显著下降至 141.98 亿元，同比下降 30.23%，归母净利润也降至 11.05 亿元，同比下降 18.51%。航天装备行业在经历了一段增长期后，近期面临了较大的营收和利润压力，尤其是在 2024 年表现尤为明显。市场需求疲软和订单减少是导致航天行业业绩下滑的重要原因之一，此外技术风险和市场竞争加剧，导致利润率进一步压缩。

图17: 申万航天装备前三季度营业总收入及同比增速

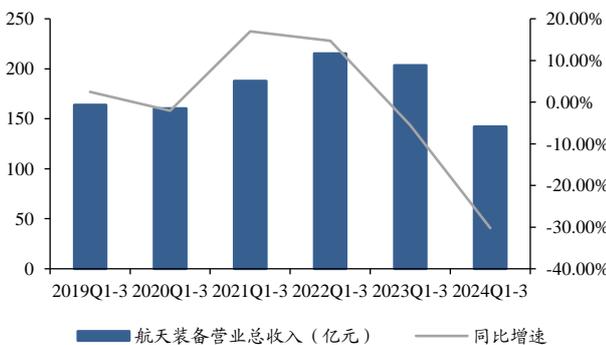
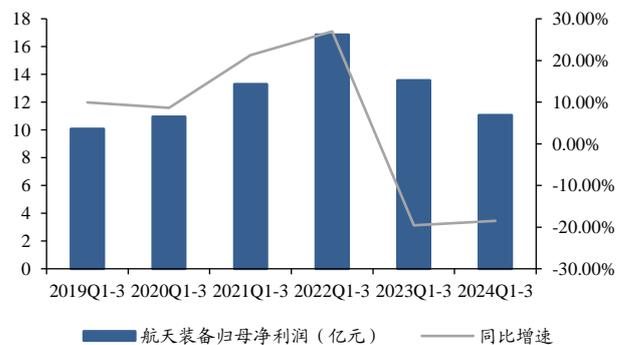


图18: 申万航天装备前三季度归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地面兵装 2024 年前三季度业绩下降幅度大，归母净利润同比下滑 56.17%。从 2019 年至 2023 年前三季度，营业总收入呈现先增后减的趋势，其中 2022 年前三季度达到最高点 237.30 亿元，而 2024 年前三季度则降至 155.68 亿元，同比减少 14.38%。归母净利润方面，2022 年前三季度增至 20.37 亿元，而到了 2024 年前三季度，归母净利润骤降至 4.78 亿元，同比大幅下降 56.17%。进入 2024 年后，营收和利润均出现了显著下滑，尤其是利润下降幅度较大。主要由于客户需求阶段性节奏变化、客户交付计划节点调整、部分项目验收延迟以及受客户单位总体合同签订进度影响等因素对营收利润产生影响。

图19：申万地面兵装前三季度营业总收入及同比增速

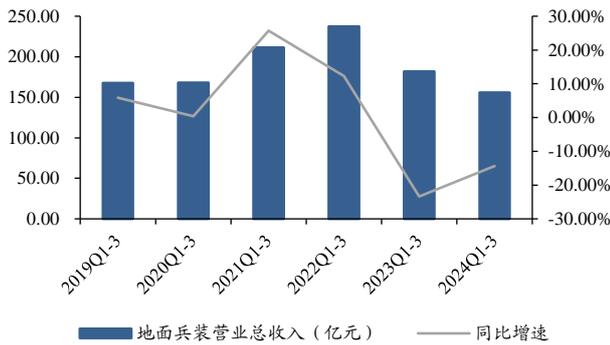
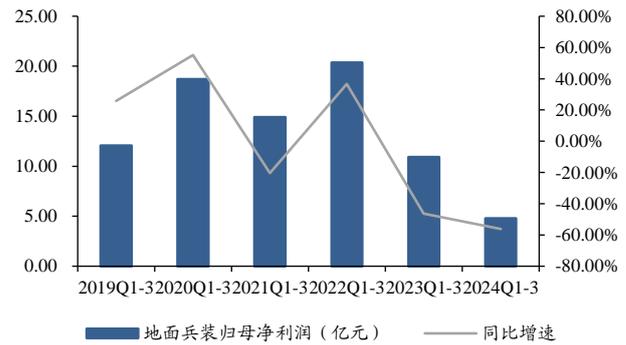


图20：申万地面兵装前三季度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

航空装备 2024 年前三季度业绩下滑相对较少，营收同比下滑-7.29%，归母净利润同比下滑 19.32%。近五年航空装备营收和利润均呈现增长态势，2021 年 Q1-3 达到高峰同比增长至 22.25%。然而，2024 年前三季度出现了变化，营业总收入同比减少了 7.29%，降至 1680.88 亿元，归母净利润也同比下降了 19.32%，为 118.07 亿元。相比其他军工子行业，航空装备行业基础稳固且市场需求持续，故下滑相对较少。

图21：申万航空装备前三季度营业总收入及同比增速

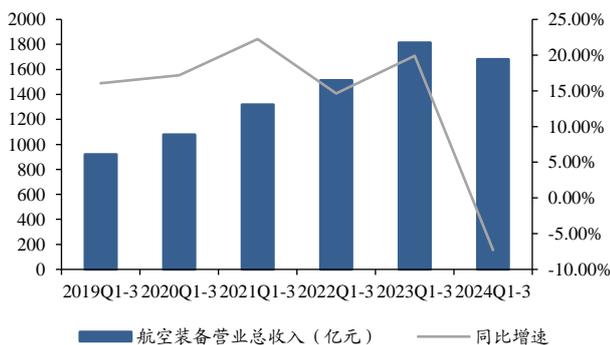
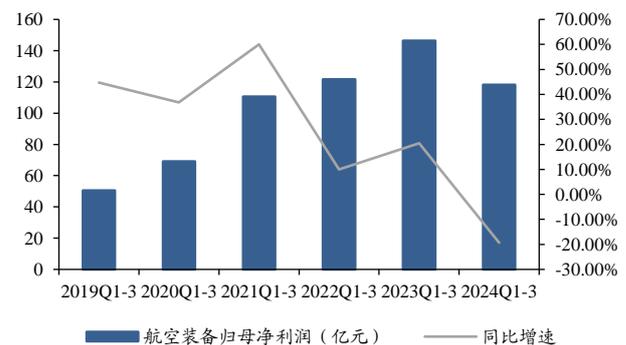


图22：申万航空装备前三季度归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2024 年前三季度军工电子行业归母净利润大幅下降至 42.63 亿元，同比减少了 55.20%。2019Q1-3 军工电子营业总收入为 472.37 亿元，随后逐年攀升，至 2023Q1-3 达到峰值 786.46 亿元。然而，2024Q1-3 的营业总收入降至 673.95 亿元，同比减少了 14.31%。在归母净利润方面，同样呈现出先增后减的趋势。2019Q1-3 的归母净利润为 46.26 亿元，

随后逐年大幅增长，2021Q1-3 达到 114.26 亿元的高点。但自 2022 年起，归母净利润开始回落，2024Q1-3 更是降至 42.63 亿元，同比大幅下滑了 55.20%。军工电子作为行业上游，受到行业下游的影响，面临显著的订单减少、价格压力与库存积压影响。

图23: 申万军工电子前三季度营业总收入及同比增速

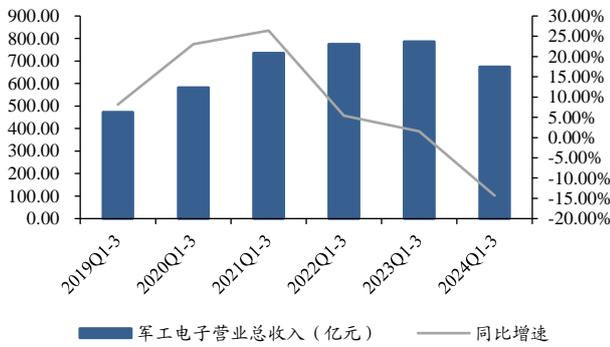
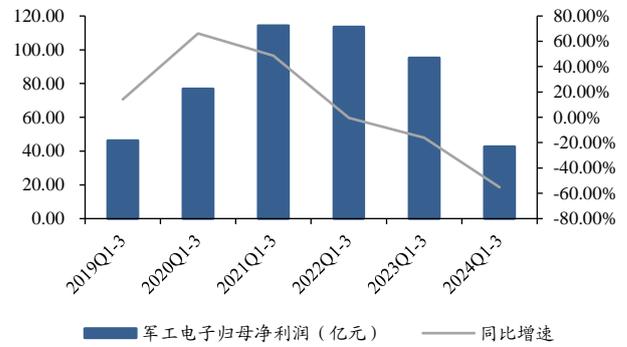


图24: 申万军工电子前三季度归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

航海装备受全球贸易增长大周期拉动，2024 年前三季度归母净利润进一步增长至 37.29 亿元，同比增加 32.56%。从 2019 年前三季度开始，营业总收入从 563.69 亿元增长至 2024 年同期的 1116.26 亿元。特别是 2024 年第一季度至第三季度，同比增速达到了 15.08%，营业总收入突破了 1100 亿元大关，创下历史新高。归母净利润方面，2019 年第一季度至第三季度为 14.95 亿元，而到了 2024 年同期，这一数字增长至 37.29 亿元，同比增长 32.56%，企业盈利能力显著增强。随着全球贸易的增加，对船舶和相关航海装备的需求也随之增加，尤其是对于集装箱船、油轮和散货船等主要船型的需求，此外全球对减少温室气体排放和海洋污染的关注增加，导致对低排放或零排放船舶的需求上升，促进了环保型航海装备的研发和生产。

图25: 申万航海装备前三季度营业总收入及同比增速

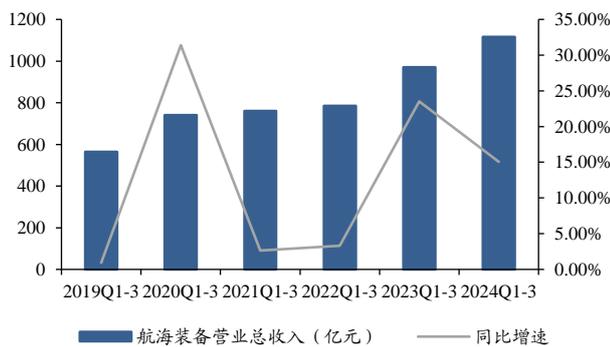
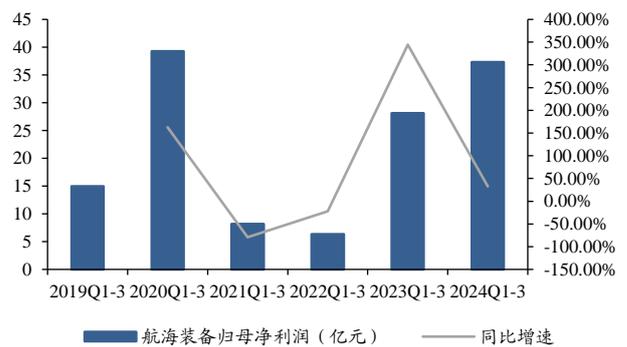


图26: 申万航海装备前三季度归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 展望全年，三季度或许正是军工行业业绩底部

三季度或是全年“业绩底部”。尽管三季报的业绩表现不佳，但这或许正是军工行业业绩底部的信号。受到行业订单下达推迟等因素影响，军工行业三季度业绩持续承压，但行业将伴随后续订单下达开启新一轮主动补库存周期，全产业链复苏在即。

三季度或是全年“基本面底部”。从行业趋势来看，基本面逻辑确定，军工行业的基本面或许已经见底。一方面，随着“十四五”规划中期调整的逐步明朗，军工行业的阶段性需求不振现象有望得到改善。另一方面，经过上一轮大订单拉动，产业链新产能陆续就位，具备新一轮批量采购的基础。同时，国防预算保持了合理增长，并逐步向装备费倾斜，这些均有利于军工行业的长期发展。

此外，从三季报中还可以看到一些积极的信号。例如，部分军工上市公司的单季业绩同比高增，结合近期多家公司公告的行业订单情况，行业需求已经出现点状恢复，逐渐呈现复苏迹象。

展望未来，军工行业下游需求有望陆续转化为实质性的合同订单。考虑到很多公司已经提前组织生产，合同落地后确认营收的节奏或较快。叠加较低的基数效应，预计四季度军工行业业绩或出现较大幅度的同比、环比改善。

4. 投资建议

- 1) **行业权重主机厂**：航发动力、中航沈飞、中航西飞等。
- 2) **精确制导弹药产业链**：北方导航，菲利华，盟升电子，新雷能等。
- 3) **主战装备核心供应商**：火炬电子、钢研高纳、菲利华、华秦科技等。

5. 风险提示

1) 行业订单不及预期：军工行业的订单通常与国防需求和国家战略紧密相关。如果订单不及预期，可能是由于国防预算调整、政策变化或战略重心转移等因素导致，这会对军工企业的营收和利润产生直接影响。

2) 新技术新产品应用进度不及预期：军工行业的技术创新和新产品开发是推动行业增长的关键因素。如果新技术新产品的应用进度慢于预期，可能是由于研发难度大、资金投入不足或市场需求不明确等原因。这将影响企业的竞争力和市场份额。

3) 行业竞争加剧：随着军工行业的市场化改革和民企的参与，行业竞争可能会加剧。竞争加剧可能会导致价格下降、利润减少，影响企业的盈利能力。

4) 军品降价压力增大：军品价格受国家采购政策和预算影响较大。如果降价压力增大，可能是由于国家采购政策调整或预算限制。这将直接影响军工企业的利润率和盈利能力，尤其是对于利润率较低的企业。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>