

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	1492.35
52周最高	1572.3
52周最低	999.45

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：鲍学博
SAC 登记编号：S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师：马强
SAC 登记编号：S1340523080002
Email: maqiang@cnpsec.com

近期研究报告

《中邮军工周报 10 月第 4 周：多家军工上市公司披露三季报，中国电科和中国电子旗下多家上市公司公告股东增持计划》 - 2024.10.28

业绩短期承压，订单有望改善

● 投资要点

2024Q1-Q3，我们跟踪的 71 只军工标的合计营收、归母净利润同比下滑。从我们跟踪的 71 只军工标的看，2024Q1-Q3 共实现营业收入 3743.56 亿元，同比减少 4.06%，共实现归母净利润 209.68 亿元，同比减少 25.37%。归母净利润同比下滑幅度大于营收降幅主要由于整体毛利率同比降低、四费率同比提高。2024Q1-Q3，71 只军工标的合计毛利同比减少 10.26% 达 705.33 亿元，整体毛利率 18.84%，同比降低 1.30pcts；整体四费率 12.24%，同比提高 0.71pcts。

分板块看，船舶板块业绩保持较快增长。2024Q1-Q3，船舶板块共实现营业收入 1306.52 亿元，同比增长 13.92%，实现归母净利润 41.01 亿元，同比增长 47.99%。航空、航天、国防信息化、地面兵装和材料板块营收增速分别为 -8.29%、-30.78%、-13.83%、-20.63% 和 -1.32%，归母净利润同比增速分别为 -17.40%、-54.37%、-63.48%、-72.66%、-7.52%。分产业链看，产业链各环节业绩不同程度承压，产业链上游、中游、下游营收增速分别为 -15.67%、-8.88%、+0.55%，归母净利润同比增速分别为 -30.22%、-29.54%、-12.30%。

合同负债总额维持高位，分板块变化显著。2024Q3 末，71 只军工标的合计合同负债金额 1922.75 亿元，同比增长 3.15%。分板块看，船舶板块合同负债金额 1482.66 亿元，同比增长 18.33%；航空、航天、国防信息化、地面兵装和材料板块合同负债金额分别为 331.76 亿元、38.86 亿元、31.75 亿元、17.13 亿元和 9.13 亿元，分别同比增长 -32.28%、-1.03%、-21.44%、-32.17% 和 -3.08%。从 2024 年军工央企日常关联交易预计值看，航天电子、中国船舶、中国动力、中航西飞、中航电测、航发动力 2024 年日常关联交易预计值分别同比增长 64%、31%、23%、22%、17%、12%。从 2024Q1-Q3 营收看，中国船舶、中国动力营收实现较快增长，增速分别为 13.12% 和 12.83%。

今年以来（2024 年 1 月 1 日至 10 月 31 日），中证军工指数上涨 12.67%，申万军工指数上涨 12.90%。2024 年 10 月 31 日，中证军工指数 11090.32，军工板块 PE-TTM 估值为 75.30 倍，军工板块 PB 估值为 3.07 倍。军工板块 PE-TTM 估值和 PB 估值均处于历史中部区域，自 2014 年 1 月 1 日起，历史上有 68.31% 的时间板块 PE-TTM 估值低于当前水平，39.87% 的时间板块 PB 估值低于当前水平。

军工行业经过了 2020-2022 年的较快增长后，2023 年细分领域业绩差异显著，结构分化加剧，未来有望迎来高质量发展。随着装备技术不断发展，新技术、新产品层出不穷，在新域新质作战领域或将

产生较多投资机会。另外，随着中国日益走向世界舞台中央，军贸出口有望成为军工板块新的增长点。建议关注以下两条投资主线：

(1) 航空航天是国防装备发展主线，建议关注竞争壁垒高、业务有拓展的上市公司

航空航天作为国防装备发展主线，有望保持较快增长，建议关注壁垒高、业务有拓展的上市公司，包括钢研高纳、中航沈飞、图南股份、国科军工、菲利华、航天电器、国博电子、高华科技、高德红外、火箭科技等。

(2) 除了航空航天两大传统高景气领域外，我们建议挖掘从无到有或渗透率有较大提升空间的新技术、新产品、新市场相关标的

新技术：技术引领装备升级，渗透率提升带动业绩增长。建议关注军工技术中长期发展趋势，重点选择已经开始产业化并且渗透率存在较大提升空间的技术，如隐身技术、数字相控阵雷达技术、MEMS 惯性导航等。建议关注华泰科技、臻镭科技、芯动联科等。

新产品：国防装备发展对新型装备需求不断提升，装备研发周期不断缩短，关注新型号量产带来新增量。建议关注第四代战机、无人机、制导火箭弹、新型雷达等装备的新型号放量，建议关注航天南湖、中航沈飞、航天彩虹、中无人机、国科军工等。

新市场：军贸、民航、低空、卫星互联网、高端能源装备等领域市场空间广阔。军贸市场，建议关注国睿科技、中航沈飞、航天彩虹、中无人机、高德红外等；民航市场，建议关注中航西飞、中直股份、润贝航科、三角防务等；低空领域，建议关注莱斯信息、中科星图、国睿科技、应流股份、亿航智能、中直股份、航天电子、万丰奥威、卧龙电驱等；卫星互联网领域，建议关注海格通信、中国卫星、铖昌科技、臻镭科技、航天电子、航天环宇等；高端能源装备领域，建议关注航天智造、联创光电、永鼎股份等。

● **风险提示**

军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；军品批量生产后价格降幅超出市场预期。

目录

1 军工行业 2024 年三季度报分析	6
1.1 2024 年前三季度业绩表现	6
1.2 前瞻性指标	16
2 涨幅与估值：年初以来军工指数涨超 10%，估值处于历史中部	20
3 投资建议	22
4 风险提示	25

图表目录

图表 1: 71 只军工标的合计营收	6
图表 2: 71 只军工标的合计归母净利润	6
图表 3: 71 只军工标的毛利及毛利率	6
图表 4: 71 只军工标的四费率	7
图表 5: 71 只军工标的经营性现金流	7
图表 6: 71 只军工标的合计营收 (Q3 单季度)	8
图表 7: 71 只军工标的合计归母净利润 (Q3 单季度)	8
图表 8: 航空板块营收	8
图表 9: 航空板块归母净利润	8
图表 10: 航天板块营收	9
图表 11: 航天板块归母净利润	9
图表 12: 国防信息化板块营收	10
图表 13: 国防信息化板块归母净利润	10
图表 14: 船舶板块营收	10
图表 15: 船舶板块归母净利润	10
图表 16: 地面兵装板块营收	11
图表 17: 地面兵装板块归母净利润	11
图表 18: 材料板块营收	11
图表 19: 材料板块归母净利润	11
图表 20: 产业链上游营收	12
图表 21: 产业链上游归母净利润	12
图表 22: 产业链上游毛利率、费率和净现比	12
图表 23: 产业链上游营收 (Q3 单季度)	13
图表 24: 产业链上游归母净利润 (Q3 单季度)	13
图表 25: 产业链中游营收	13
图表 26: 产业链中游归母净利润	13
图表 27: 产业链中游毛利率、费率和净现比	14
图表 28: 产业链中游营收 (Q3 单季度)	14
图表 29: 产业链中游归母净利润 (Q3 单季度)	14
图表 30: 产业链下游营收	15
图表 31: 产业链下游归母净利润	15
图表 32: 产业链下游毛利率、费率和净现比	15
图表 33: 产业链下游营收 (Q3 单季度)	16
图表 34: 产业链下游归母净利润 (Q3 单季度)	16
图表 35: 军工央企 2024 年日常关联交易预计值同比增速	17

图表 36: 71 只军工标的合同负债变化	17
图表 37: 分板块合同负债及增速	18
图表 38: 产业链下游合同负债变化	19
图表 39: 部分主机厂合同负债变化	19
图表 40: 71 只军工标的存货变化	20
图表 41: 今年以来申万一级行业指数表现 (截至 2024 年 10 月 31 日)	20
图表 42: 军工板块 PE-TTM 估值	21
图表 43: 部分军工标的股价、业绩表现 (截至 2024 年 10 月 31 日)	21
图表 44: 部分军工标的 PE-TTM 估值 (截至 2024 年 10 月 31 日)	22
图表 45: 我国国防支出预算及增速	23

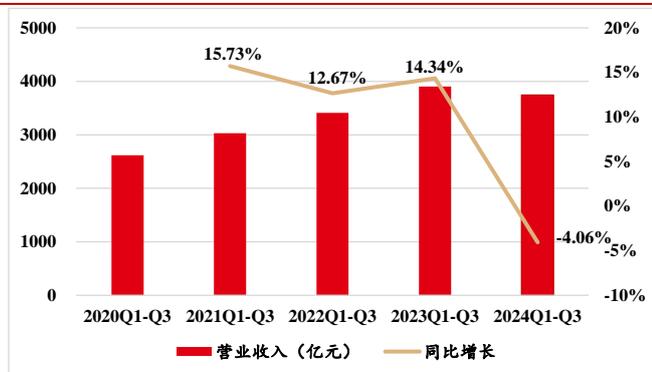
1 军工行业 2024 年三季度报分析

1.1 2024 年前三季度业绩表现

1.1.1 2024Q1-Q3 整体业绩表现：营收、利润同比下滑

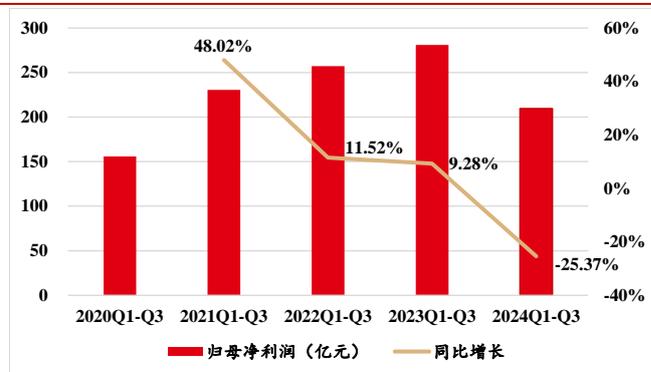
我们分析了 71 只军工标的，2024Q1-Q3 共实现营业收入 3743.56 亿元，同比减少 4.06%，共实现归母净利润 209.68 亿元，同比减少 25.37%。归母净利润同比下滑幅度大于营收降幅主要由于整体毛利率同比降低、四费率同比提高。

图表1：71 只军工标的合计营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

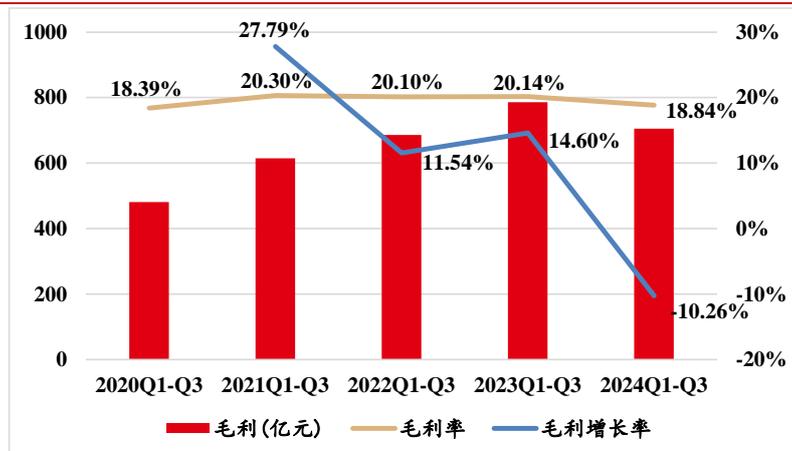
图表2：71 只军工标的合计归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

军工板块毛利同比减少，毛利率有所降低。2024Q1-Q3，71 只军工标的合计毛利同比减少 10.26% 达 705.33 亿元，整体毛利率 18.84%，同比降低 1.30pcts。

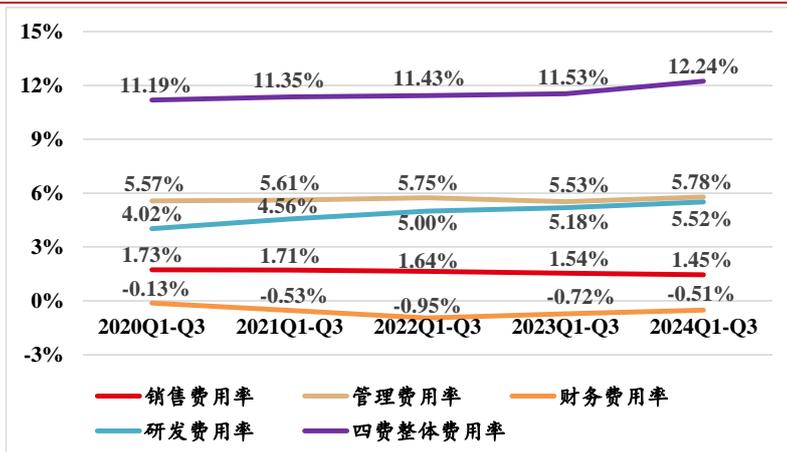
图表3：71 只军工标的毛利及毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

四费费率同比提高。2024Q1-Q3，71只军工标的整体四费费率为12.24%，同比提高0.71pcts。其中，销售费用率1.45%，同比降低0.09pcts；管理费用率5.78%，同比提高0.26pcts；研发费用率5.52%，同比提高0.33pcts；财务费用率-0.51%，同比提高0.21pcts。

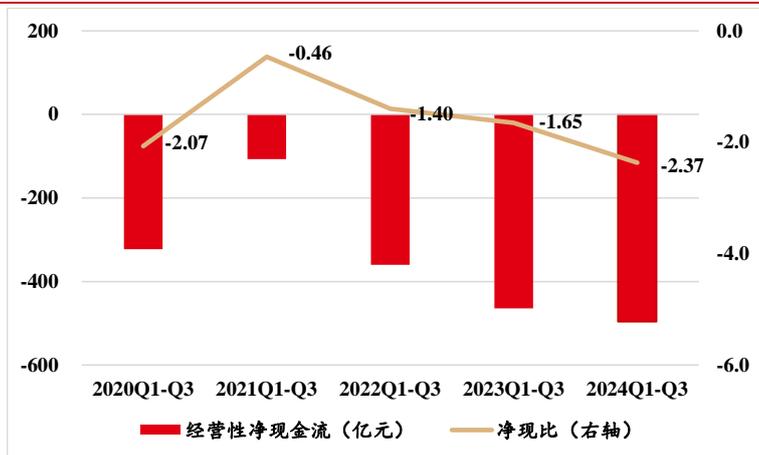
图表4：71只军工标的四费费率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

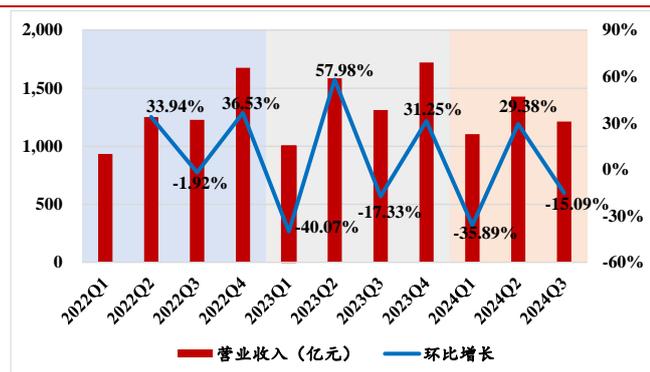
经营性净现金流方面，2024Q1-Q3，71家军工板块上市公司经营性净现金流为-496.39亿元，净现比-2.37，军工板块上市公司回款难度有所增加。

图表5：71只军工标的的经营性现金流

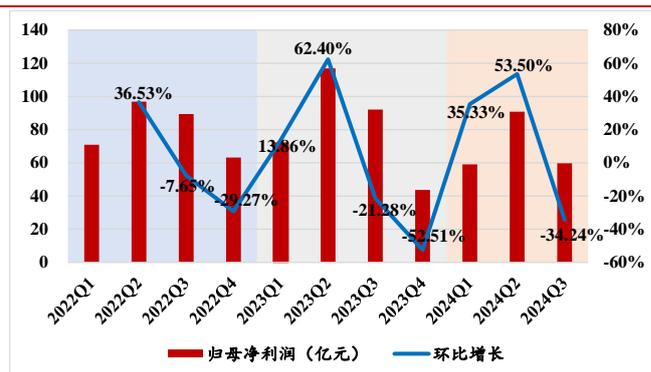


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从2024Q3单季度看，71只军工标的合计实现营业收入1212.30亿元，同比下滑7.56%，环比下滑15.09%；合计实现归母净利润59.72亿元，同比下滑35.12%，环比下滑34.24%。

图表6：71只军工标的合计营收（Q3单季度）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

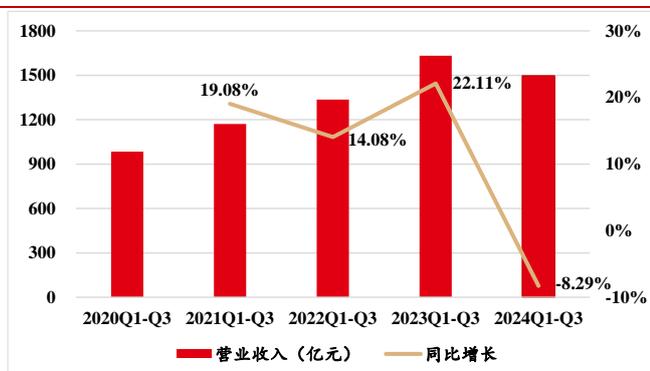
图表7：71只军工标的合计归母净利润（Q3单季度）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

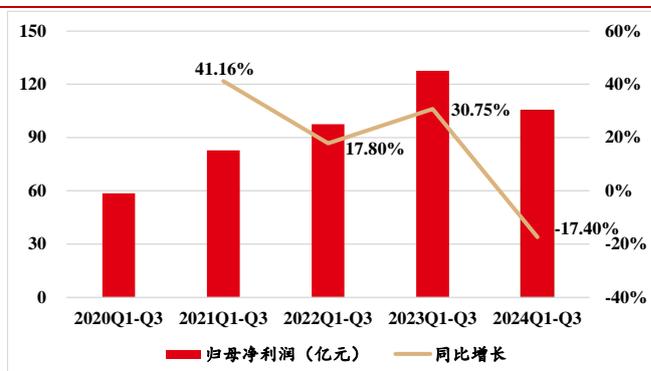
1.1.2 分板块：船舶板块保持较快增长

航空板块 16 家上市公司共实现营业收入 1496.98 亿元，同比减少 8.29%，实现归母净利润 105.33 亿元，同比减少 17.40%。航空板块整体毛利率为 17.17%，同比降低 0.89pcts，四费率 8.63%，同比提高 0.39pcts。

航空板块中，中航西飞（归母净利润同比增长 1.40 亿元）、中航高科（归母净利润同比增长 0.68 亿元）、中直股份（归母净利润同比增长 0.65 亿元）等业绩同比增长；中航沈飞（归母净利润同比减少 5.47 亿元）、中航机载（归母净利润同比减少 4.47 亿元）、三角防务（归母净利润同比减少 3.93 亿元）、中航光电（归母净利润同比减少 3.81 亿元）、航发动力（归母净利润同比减少 3.05 亿元）、北摩高科（归母净利润同比减少 2.65 亿元）、爱乐达（归母净利润同比减少 1.21 亿元）等业绩同比下滑。

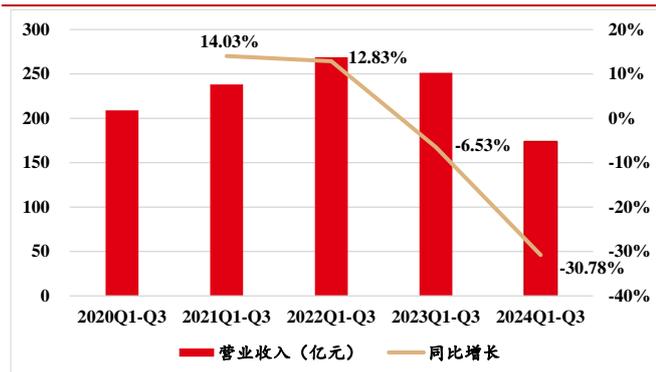
图表8：航空板块营收


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

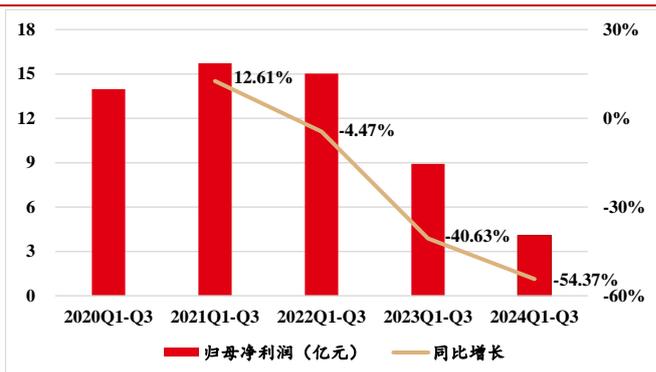
图表9：航空板块归母净利润


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

航天板块 5 家上市公司共实现营业收入 173.83 亿元，同比减少 30.78%，实现归母净利润 4.07 亿元，同比减少 54.37%。航天板块整体毛利率为 26.59%，同比提升 4.18pcts，四费率 23.81%，同比提高 7.06pcts。航天电器（归母净利润同比减少 1.84 亿元）、中国卫星（归母净利润同比减少 1.81 亿元）、航天彩虹（归母净利润同比减少 1.36 亿元）等业绩同比下滑。

图表10：航天板块营收


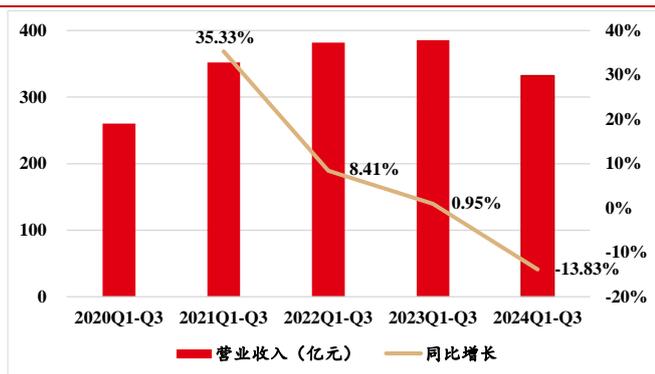
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：航天板块归母净利润


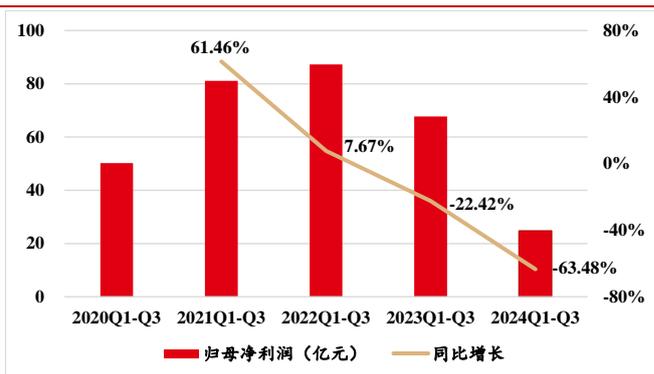
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

国防信息化板块 24 家上市公司共实现营业收入 332.11 亿元，同比减少 13.83%，实现归母净利润 24.73 亿元，同比减少 63.48%。国防信息化板块整体毛利率为 43.48%，同比降低 5.27pcts，四费率为 33.02%，同比提高 4.80pcts。

上游电子元器件企业净利润同比下滑较多，振华科技归母净利润同比减少 14.14 亿元、紫光国微归母净利润同比减少 10.21 亿元、新雷能归母净利润同比减少 2.96 亿元、宏达电子归母净利润同比减少 1.24 亿元、鸿远电子归母净利润同比减少 1.19 亿元。此外，七一二（归母净利润同比减少 3.35 亿元）、高德红外（归母净利润同比减少 2.35 亿元）、航天宏图（归母净利润同比减少 1.81 亿元）、海格通信（归母净利润同比减少 1.74 亿元）、盟升电子（归母净利润同比减少 1.39 亿元）业绩也有较多下滑。

图表12：国防信息化板块营收


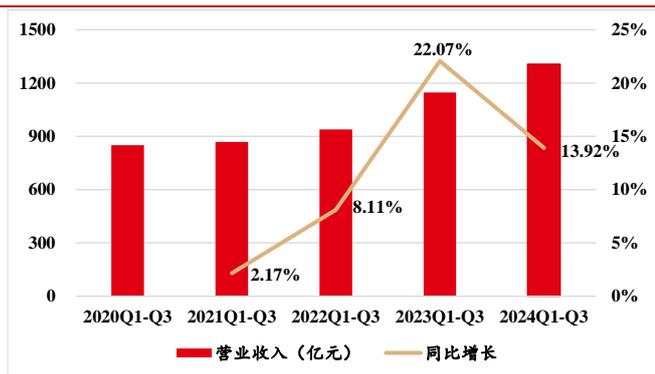
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表13：国防信息化板块归母净利润


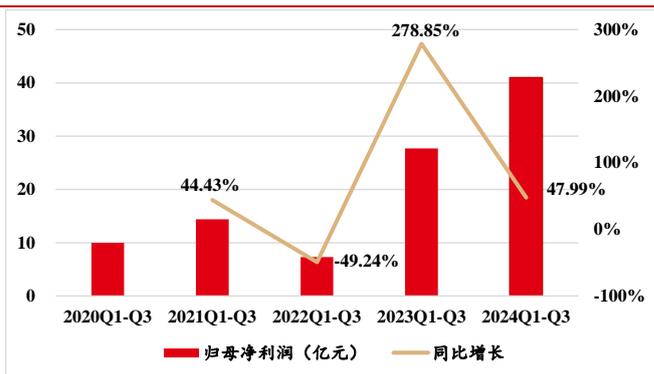
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

船舶板块 5 家上市公司共实现营业收入 1306.52 亿元，同比增长 13.92%，实现归母净利润 41.01 亿元，同比增长 47.99%。船舶板块整体毛利率为 11.63%，同比提高 0.76pcts，四费率 8.58%，同比降低 0.19pcts。

船舶板块中，中国重工（归母净利润同比增长 10.44 亿元）、中国动力（归母净利润同比增长 3.31 亿元）、中船应急（归母净利润同比增长 2.19 亿元）业绩同比增长；中国船舶归母净利润同比减少 2.91 亿元，主要由于 2023 年中国船舶子公司外高桥造船处置有关海工平台资产产生收益 25.21 亿元，从扣非归母净利润看，2024Q1-Q3，中国船舶扣非归母净利润 19.72 亿元，相比去年同期-4.28 亿元显著改善。

图表14：船舶板块营收


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

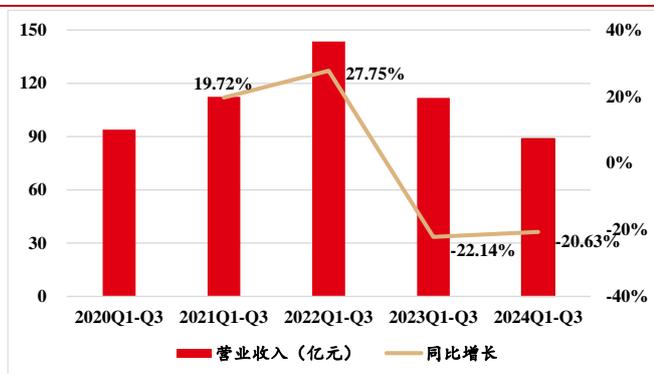
图表15：船舶板块归母净利润


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

地面兵装板块 3 家上市公司共实现营业收入 88.75 亿元，同比减少 20.63%，实现归母净利润 2.14 亿元，同比减少 72.66%。地面兵装板块整体毛利率为 13.63%，同比降低 3.29pcts，四费率 12.69%，同比提高 3.47pcts。

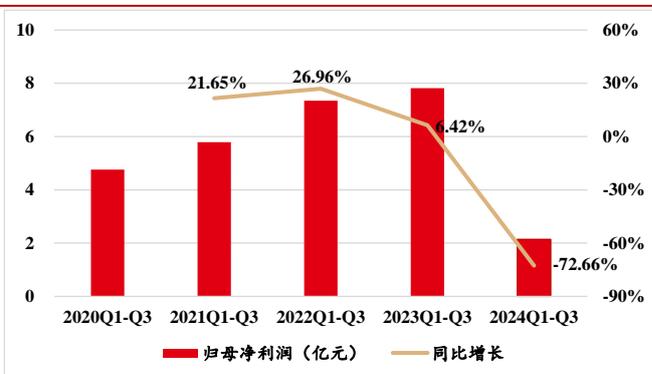
地面兵装板块中，北方导航（归母净利润同比减少 2.59 亿元）、内蒙一机（归母净利润同比减少 2.24 亿元）、长城军工（归母净利润同比减少 0.85 亿元）业绩均同比下滑。

图表16：地面兵装板块营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：地面兵装板块归母净利润

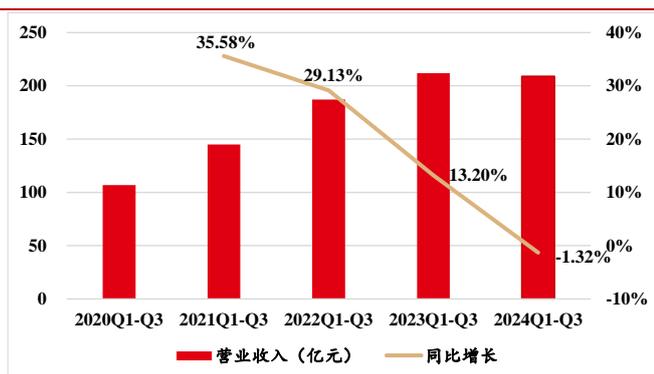


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

材料板块 9 家上市公司共实现营业收入 209.06 亿元，同比减少 1.32%，实现归母净利润 29.92 亿元，同比减少 7.52%。材料板块整体毛利率为 29.16%，同比基本持平，四费率 11.09%，同比提高 0.58pcts。

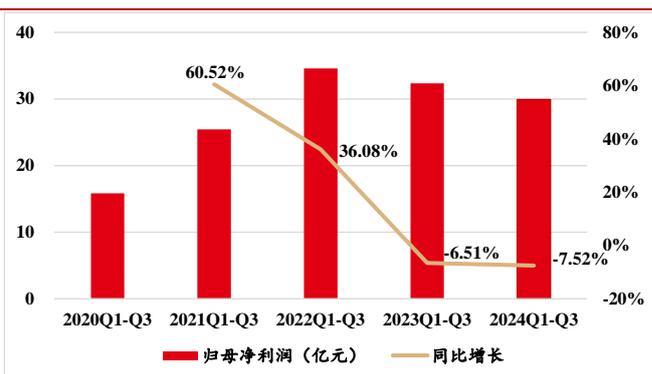
材料板块中，西部超导（归母净利润同比增长 0.21 亿元）等业绩同比增长；派克新材（归母净利润同比减少 1.76 亿元）、宝钛股份（归母净利润同比减少 0.33 亿元）等业绩同比下滑。

图表18：材料板块营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表19：材料板块归母净利润



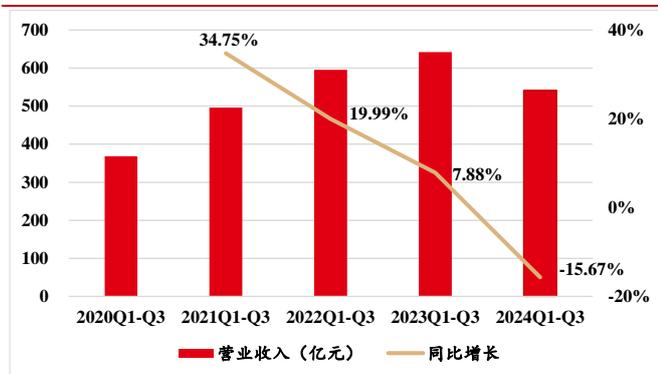
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.1.3 分产业链：产业链各环节业绩不同程度承压

产业链上游包括电子元器件、材料等 17 只核心标的，2024Q1-Q3 共实现营业收入 541.64 亿元，同比减少 15.67%，实现归母净利润 81.27 亿元，同比减少

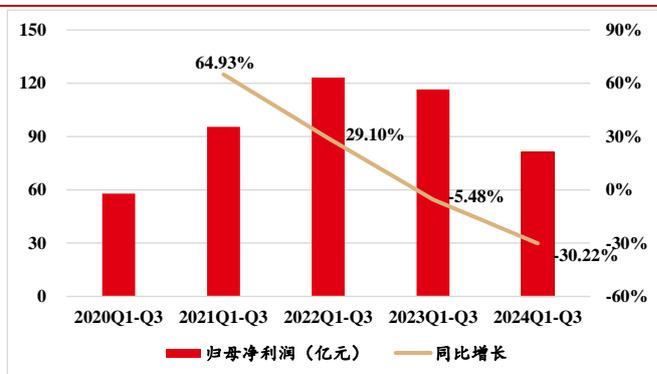
30.22%。整体毛利率为 38.94%，同比降低 0.84pcts，四费费率为 21.31%，同比提高 3.07pcts，净现比为 0.03。上游电子元器件企业包括振华科技、紫光国微、中航光电、新雷能、航天电器、宏达电子、鸿远电子、火炬电子等业绩同比下滑。

图表20：产业链上游营收



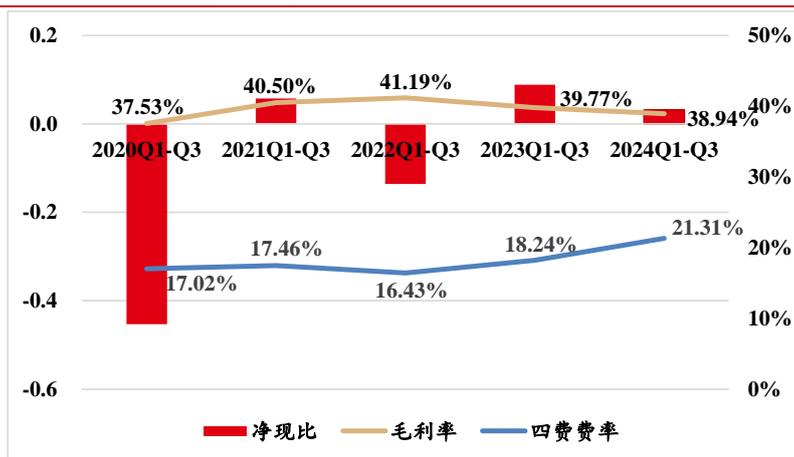
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表21：产业链上游归母净利润



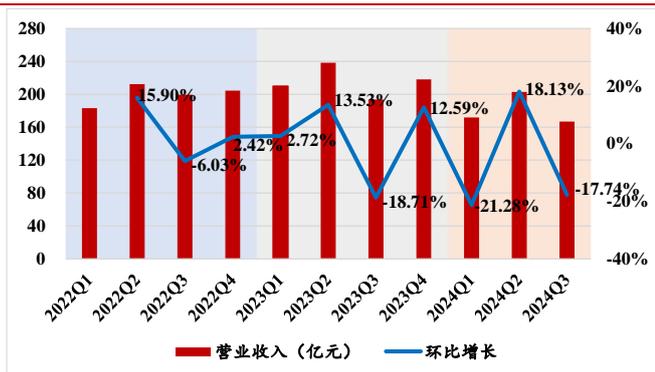
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：产业链上游毛利率、费率和净现比

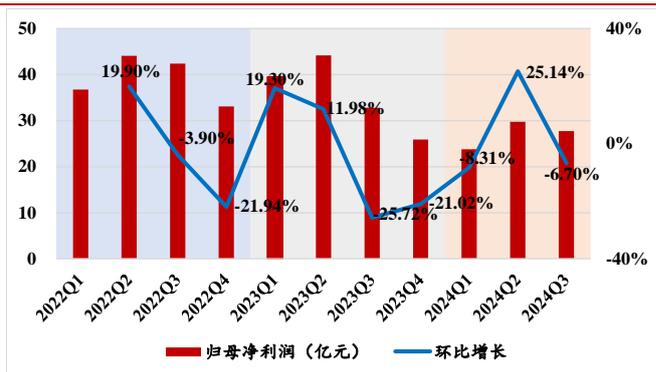


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从 2024Q3 单季度看，产业链上游 17 只标的共实现营业收入 166.93 亿元，同比减少 13.88%，环比减少 17.74%，实现归母净利润 27.75 亿元，同比减少 15.44%，环比减少 6.70%。

图表23：产业链上游营收（Q3单季度）


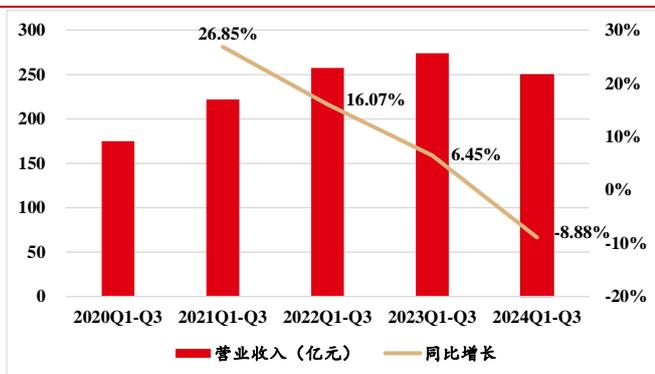
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表24：产业链上游归母净利润（Q3单季度）


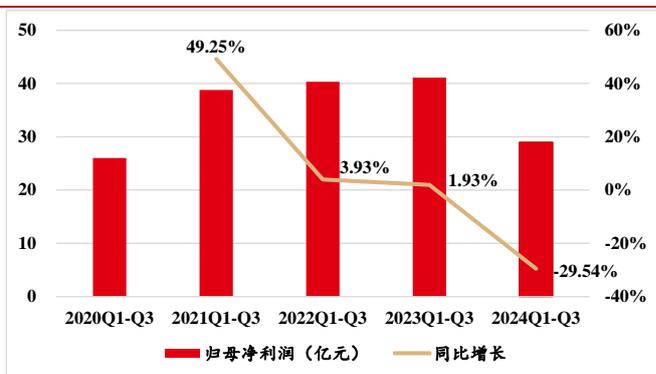
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

产业链中游包括部组件、分系统等 17 只核心标的，2024Q1-Q3 共实现营业收入 249.79 亿元，同比减少 8.88%，实现归母净利润 28.97 亿元，同比减少 29.54%。整体毛利率为 32.31%，同比降低 2.35pcts，四费费率为 16.05%，同比提高 0.90pcts，净现比为-0.60。

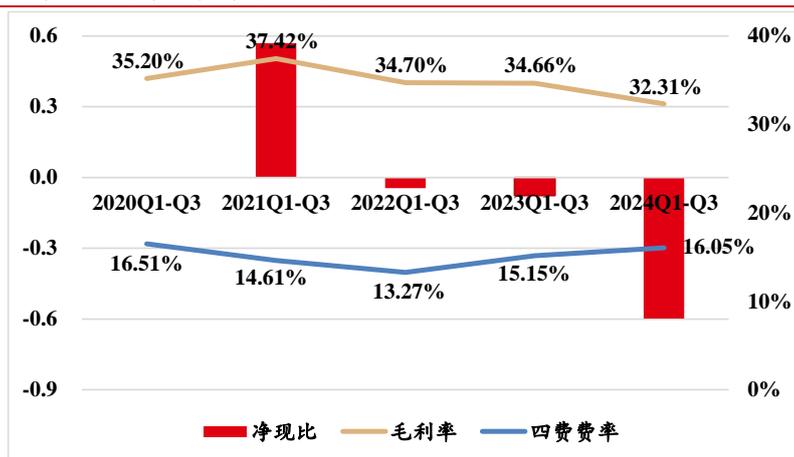
中航高科（归母净利润同比增长 0.68 亿元）、航发控制（归母净利润同比增长 0.33 亿元）等业绩同比增长；三角防务、北摩高科、派克新材、盟升电子、爱乐达等业绩同比下滑。

图表25：产业链中游营收


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

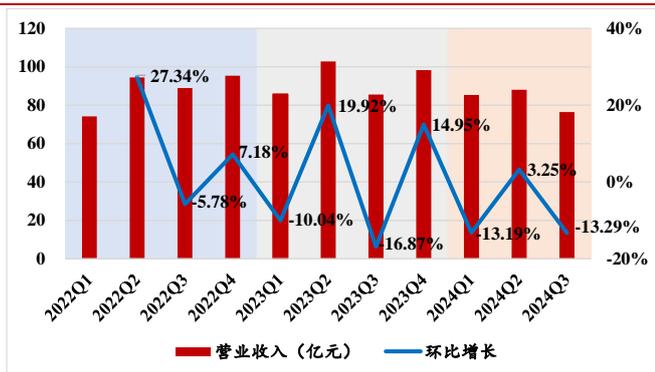
图表26：产业链中游归母净利润


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

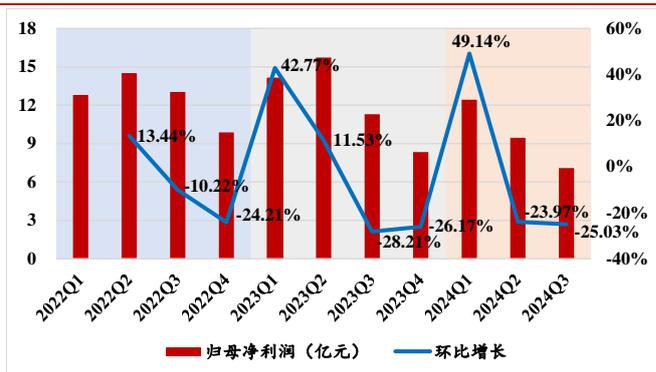
图表27：产业链中游毛利率、费率和净现比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从2024Q3单季度看，产业链中游17只标的共实现营业收入76.38亿元，同比减少10.67%，环比减少13.29%，实现归母净利润7.09亿元，同比减少37.24%，环比减少25.03%。

图表28：产业链中游营收（Q3单季度）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表29：产业链中游归母净利润（Q3单季度）


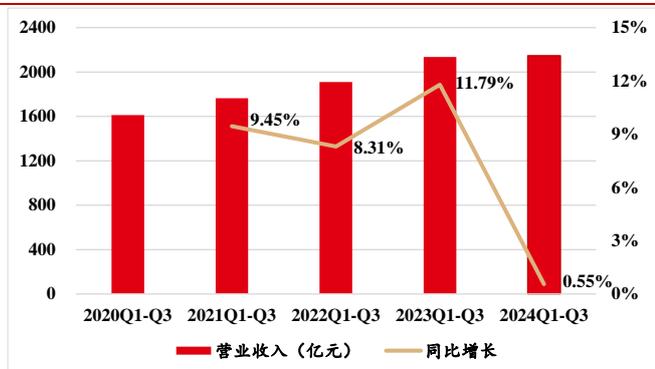
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

产业链下游主要为飞机、发动机、雷达整机厂等19只核心标的，2024Q1-Q3共实现营业收入2147.65亿元，同比增长0.55%，实现归母净利润77.33亿元，同比减少12.30%。整体毛利率为11.81%，同比降低0.07pcts，四费率为8.12%，同比提高0.71pcts，净现比为-6.38。

船舶主机厂中国重工、中船应急归母净利润分别同比增长10.44亿元、2.19亿元；航空主机厂中航西飞、中直股份归母净利润分别同比增长1.40亿元、0.65亿元，中航沈飞、航发动力、航天彩虹归母净利润分别同比减少5.47亿元、3.05亿元、1.36亿元，七一二和海格通信归母净利润分别同比减少3.35亿元和1.74

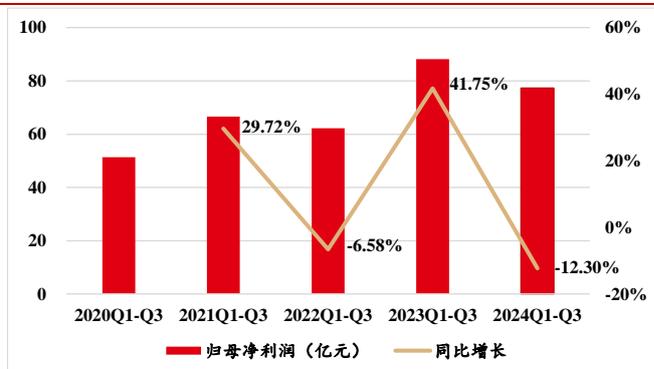
亿元，高德红外归母净利润同比减少 2.35 亿元，中国卫星归母净利润同比减少 1.81 亿元。

图表30：产业链下游营收



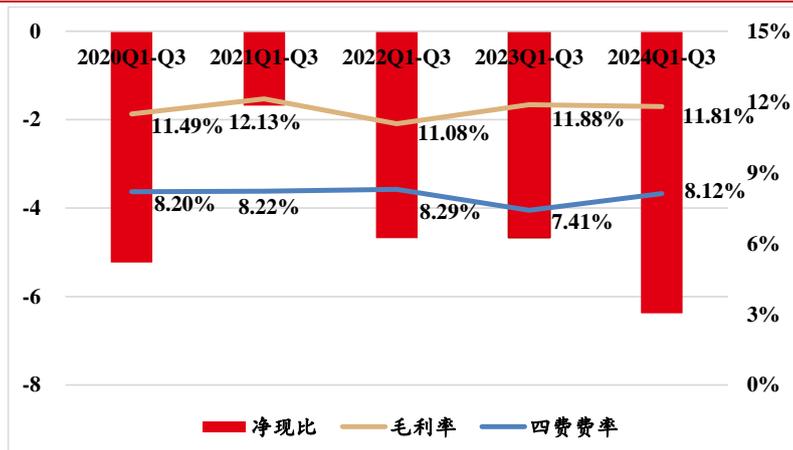
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表31：产业链下游归母净利润



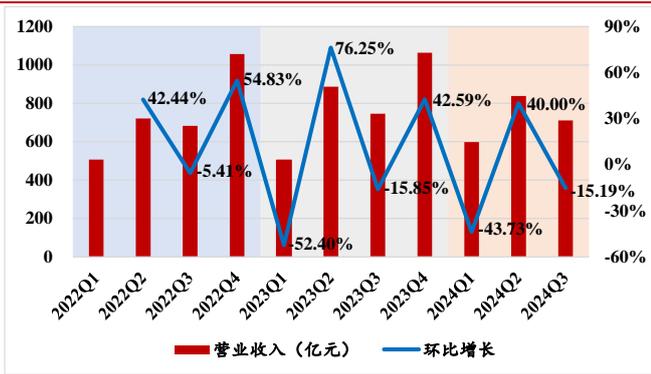
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表32：产业链下游毛利率、费率和净现比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从 2024Q3 单季度看，产业链下游 19 只标的共实现营业收入 710.81 亿元，同比减少 4.73%，环比减少 15.19%，实现归母净利润 18.34 亿元，同比减少 49.17%，环比减少 52.85%。

图表33：产业链下游营收（Q3单季度）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表34：产业链下游归母净利润（Q3单季度）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 前瞻性指标

1.2.1 部分军工央企日常关联交易预计值增速较快，中国船舶和中国动力前三季度营收较快增长

从军工央企上市公司 2024 年日常关联交易预计值增速看，船舶方面，中国船舶 2024 年日常关联交易预计值同比增长 31%，主要由于公司生产提速，预计材料、设备采购增加；中国动力 2024 年日常关联交易预计值同比增长 23%；航空方面，中航西飞、中航电测、航发动力 2024 年日常关联交易预计值同比增速分别为 22%、17%、12%，保持较快增长；航天方面，航天电子 2024 年日常关联交易预计值同比增速达 64%，主要由于公司预计我国 2024 年度航天发射任务将进一步增长。从 2024Q1-Q3 营收看，中国船舶、中国动力营收实现较快增长，增速分别为 13.12%和 12.83%。

图表35：军工央企 2024 年日常关联交易预计值同比增速

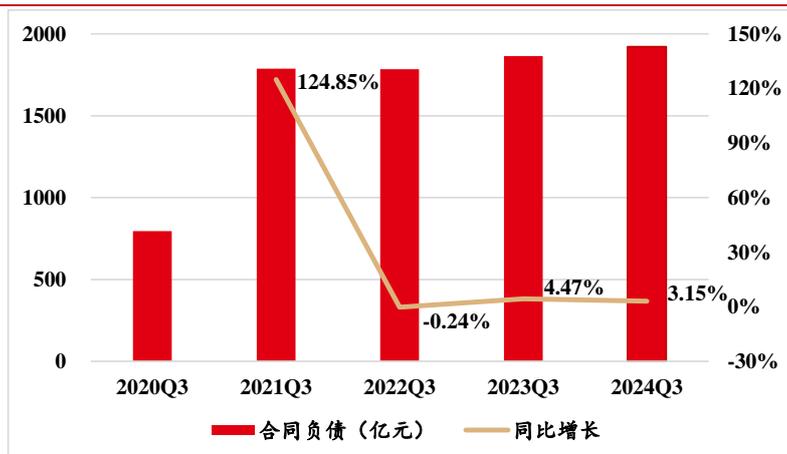
军工集团	上市公司	2024 年日常关联交易同比增速	2024Q1-Q3 营收同比增速
航空工业集团	中航沈飞	3.44%	-26.95%
	中航西飞	22.09%	1.44%
	中航电测	16.67%	-3.05%
	中直股份	-8.17%	-3.12%
	中航机载	2.33%	-20.09%
	中航高科	0.00%	5.48%
	中航光电	3.14%	-8.23%
	江航装备	-5.26%	-13.09%
航发集团	航发动力	11.54%	-1.33%
	航发控制	3.41%	2.67%
航天科工集团	航天电器	4.55%	-23.22%
航天科技集团	中国卫星	0.00%	-54.41%
	航天电子	63.64%	-28.74%
中船集团	中国海防	-25.81%	-3.49%
	中国船舶	30.95%	13.12%
	中国动力	22.61%	12.83%
兵器工业集团	内蒙一机	-26.47%	-9.38%

资料来源：iFinD，各公司公告，中邮证券研究所

1.2.2 合同负债和存货维持高位

合同负债总额维持高位。2024Q3 末，71 只军工标的合计合同负债金额 1922.75 亿元，同比增长 3.15%。

图表36：71 只军工标的合同负债变化



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

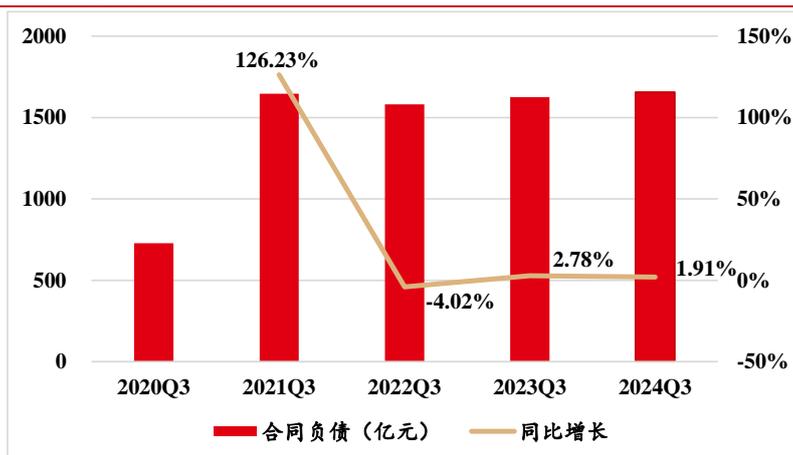
船舶板块合同负债金额增长明显，航空、国防信息化和地面兵装板块合同负债金额减少。截至 2024Q3 末，船舶板块合同负债金额 1482.66 亿元，同比增长 18.33%；航空板块合同负债金额 331.76 亿元，同比减少 32.28%；航天板块合同负债金额 38.86 亿元，同比减少 1.03%；国防信息化板块合同负债金额 31.75 亿元，同比减少 21.44%；地面兵装板块合同负债金额 17.13 亿元，同比减少 32.17%；材料板块合同负债金额 9.13 亿元，同比减少 3.08%。

图表37：分板块合同负债及增速

分板块合同负债		2020Q3	2021Q3	2022Q3	2023Q3	2024Q3
航空板块	合同负债（亿元）	101.26	727.41	705.79	489.87	331.76
	同比增长		618.38%	-2.97%	-30.59%	-32.28%
航天板块	合同负债（亿元）	23.67	31.47	36.26	39.27	38.86
	同比增长		32.95%	15.22%	8.29%	-1.03%
国防信息化板块	合同负债（亿元）	30.95	46.89	41.89	40.41	31.75
	同比增长		51.51%	-10.66%	-3.53%	-21.44%
船舶板块	合同负债（亿元）	566.20	850.10	934.01	1252.97	1482.66
	同比增长		50.14%	9.87%	34.15%	18.33%
地面兵装板块	合同负债（亿元）	59.55	99.55	46.75	25.25	17.13
	同比增长		67.16%	-53.04%	-45.99%	-32.17%
材料板块	合同负债（亿元）	5.48	9.90	8.09	9.42	9.13
	同比增长		80.78%	-18.31%	16.48%	-3.08%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

截至 2024Q3 末，产业链下游合计合同负债 1655.42 亿元，同比增长 1.91%。航发动力、中航西飞等航空主机厂合同负债有不同幅度的减少，中直股份合同负债同比大幅增长。航发动力合同负债 62.64 亿元，同比减少 56.20%；中航西飞合同负债 91.78 亿元，同比减少 49.33%；中直股份合同负债 44.46 亿元，同比增长 136.76%。

图表38：产业链下游合同负债变化


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

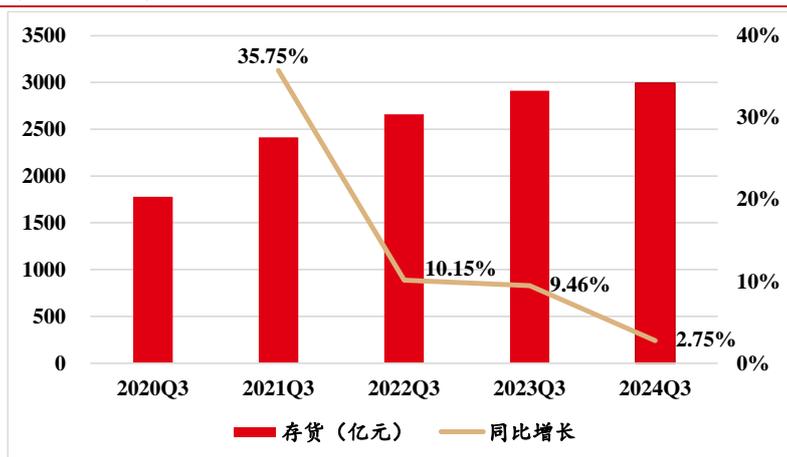
图表39：部分主机厂合同负债变化

主机厂合同负债		2020Q3	2021Q3	2022Q3	2023Q3	2024Q3
中航沈飞	合同负债 (亿元)	10.37	311.62	132.49	46.45	58.14
	同比增长		2904.15%	-57.49%	-64.94%	25.17%
航发动力	合同负债 (亿元)	21.55	229.58	196.08	143.02	62.64
	同比增长		965.45%	-14.59%	-27.06%	-56.20%
洪都航空	合同负债 (亿元)	0.27	68.34	63.92	54.92	49.25
	同比增长		25222.42%	-6.47%	-14.08%	-10.33%
中航西飞	合同负债 (亿元)	12.00	57.54	252.44	181.14	91.78
	同比增长		379.65%	338.73%	-28.24%	-49.33%
中直股份	合同负债 (亿元)	52.10	22.80	20.64	18.78	44.46
	同比增长		-56.23%	-9.48%	-9.03%	136.76%
七一二	合同负债 (亿元)	6.72	14.61	7.03	7.87	4.48
	同比增长		117.36%	-51.93%	12.05%	-43.09%
内蒙一机	合同负债 (亿元)	58.63	97.52	46.17	23.81	15.47
	同比增长		66.32%	-52.66%	-48.43%	-35.00%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

截至 2024Q3 末，71 只军工标的存货 2991.33 亿元，同比增长 2.75%。存货增长的企业包括中直股份（同比+42.15 亿元）、航发动力（同比+34.51 亿元）、中航机载（同比+21.18 亿元）、中航沈飞（同比+20.50 亿元）、航天电子（同比+13.19 亿元）、航天电器（同比+10.03 亿元）等，中国重工（同比-34.43 亿元）、中国船舶（同比-19.30 亿元）、中航西飞（同比-16.22 亿元）、内蒙一机（同比-10.74 亿元）等存货同比减少。

图表40：71 只军工标的存货变化

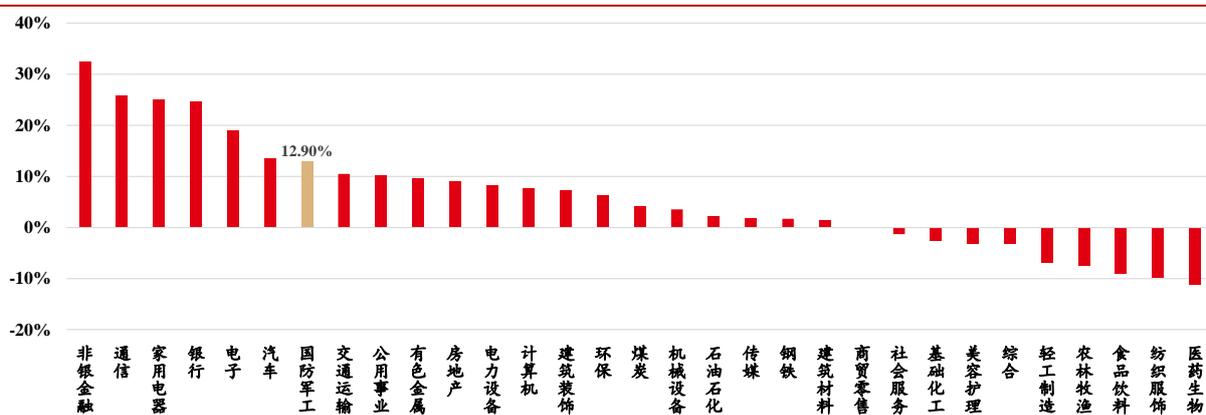


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 涨幅与估值：年初以来军工指数涨超 10%，估值处于历史中部

今年以来（2024 年 1 月 1 日至 10 月 31 日），中证军工指数上涨 12.67%，申万军工指数上涨 12.90%，上证综指上涨 10.25%，深证成指上涨 11.20%，沪深 300 指数上涨 13.40%。军工板块整体涨幅在 31 个一级行业中排第 7 位。

图表41：今年以来申万一级行业指数表现（截至 2024 年 10 月 31 日）

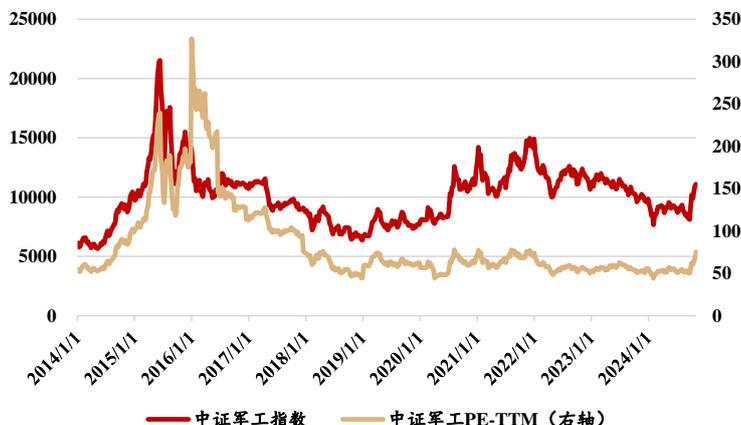


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从军工板块估值水平看，截至 2024 年 10 月 31 日，中证军工指数为 11090.32，军工板块 PE-TTM 估值为 75.30 倍，军工板块 PB 估值为 3.07 倍。军工板块 PE-TTM 估值和 PB 估值均处于历史中部区域，自 2014 年 1 月 1 日起，历史上有 68.31%

的时间板块 PE-TTM 估值低于当前水平，39.87%的时间板块 PB 估值低于当前水平。

图表42：军工板块 PE-TTM 估值



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

年初以来，71 只军工标的中，四川九洲 (+88.82%)、洪都航空 (+81.99%)、安达维尔 (+69.15%)、四创电子 (+50.18%)、上海瀚讯 (+39.06%)、光威复材 (+33.59%)、国睿科技 (+32.02%)、中国海防 (+31.75%)、中国动力 (+31.59%)、景嘉微 (+30.33%) 等股价涨幅较大。

图表43：部分军工标的的股价、业绩表现（截至 2024 年 10 月 31 日）

公司名称	年初以来股价涨幅	2024Q1-Q3 营收 (亿元)	YoY	2024Q1-Q3 归母净 利润 (亿元)	YoY
四川九洲	88.82%	27.22	-3.76%	1.20	-15.10%
洪都航空	81.99%	30.29	58.47%	0.14	59.91%
安达维尔	69.15%	3.66	-11.80%	0.05	-72.34%
四创电子	50.18%	10.92	1.37%	-0.40	53.81%
上海瀚讯	39.06%	1.76	-18.38%	-0.91	-45.37%
光威复材	33.59%	19.02	8.90%	6.15	-1.00%
国睿科技	32.02%	19.85	-6.57%	3.68	-6.45%
中国海防	31.75%	18.72	-3.49%	1.49	21.50%
中国动力	31.59%	366.20	12.83%	7.43	80.46%
景嘉微	30.33%	4.41	-5.99%	0.24	53.28%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

从估值看，部分材料、国防信息化企业 PE-TTM 估值在 20-40 倍。2024 年 10 月 31 日，振华科技 PE-TTM 在 20 倍左右；材料类企业中，中航重机、宝钛股份、图南股份、中航高科、光威复材、三角防务等 PE-TTM 估值在 30 倍左右；紫光国微、中航光电、睿创微纳、国睿科技等国防信息化标的 PE-TTM 在 35 倍左右；主机厂中航沈飞 PE-TTM 在 50 倍左右，中航西飞 PE-TTM 估值在 80 倍左右，航发动 PE-TTM 估值在 100 倍左右。

图表44：部分军工标的 PE-TTM 估值（截至 2024 年 10 月 31 日）

公司名称	今年以来股价涨幅	PE-TTM 估值
振华科技	-17.84%	20.73
内蒙一机	0.37%	21.82
派克新材	-35.00%	22.30
中航重机	21.97%	25.91
宝钛股份	-1.13%	28.67
图南股份	-17.18%	29.79
中航高科	11.28%	30.93
中航光电	14.97%	31.63
光威复材	33.59%	33.52
三角防务	-3.64%	34.90
航宇科技	-12.97%	36.87
紫光国微	0.31%	37.69
睿创微纳	14.44%	38.22
国睿科技	32.02%	39.13
宏达电子	11.74%	39.57
航发控制	21.47%	41.52
钢研高纳	-15.06%	41.78
西部超导	-4.28%	42.23
中航机载	-2.18%	42.94
西部材料	8.99%	45.19

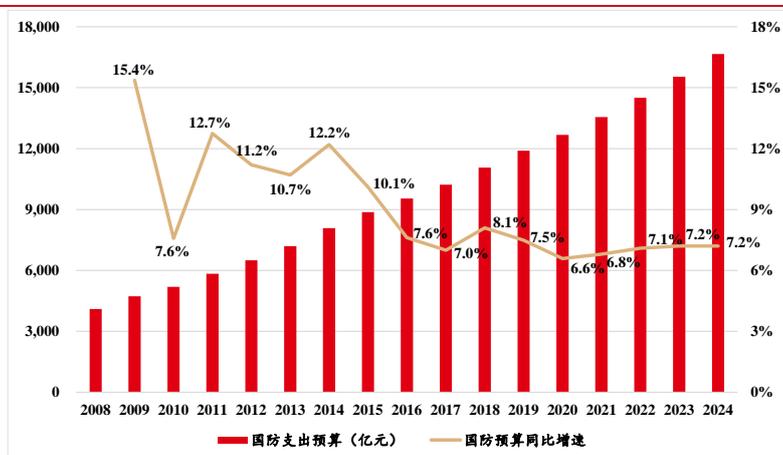
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 投资建议

国际地区安全局势复杂多变，多国进一步增加军费。英国国际战略研究所（IISS）数据，2023年，全球至少发生了183起地区冲突，为30年来的最高水平。与2022年相比，死亡人数增加14%，暴力事件增加28%。俄罗斯和乌克兰之间旷日持久的战争、以色列与 Hamas 之间骤然升级的冲突等地缘政治对抗进一步加剧世界经济下挫势头。全球局势动荡不安下，多国进一步增加军费。美国总统拜登向国会提出的2025财年联邦政府预算草案中，国防预算再次刷新纪录，飙升至8952亿美元，比2024财年增加约90亿美元，直逼9000亿美元大关。3月28日，日本国会参议院通过2024财年预算案，其中防卫费预算增至7.95万亿日元（约合4100亿元人民币），同比增长16.9%，创历史新高。4月8日，加拿大总理特鲁多与加防长布莱尔共同宣布了该国最新国防政策，预计到2030年，加国防支出占国内生产总值的比重将从目前的1.33%升至1.76%。

2024年我国国防预算增速7.2%，增速与去年持平。2021年-2023年，我国国防预算增速逐年上调。2020年-2023年，我国国防支出预算分别为1.27万亿元、1.38万亿元、1.48万亿元和1.58万亿元，增速分别为6.6%、6.8%、7.1%和7.2%。2024年，我国国防支出预算1.67万亿元，增速7.2%，增速同比持平。我国国防军费占GDP比重在1.2%左右。十四届全国人大一次会议大会发言人王超表示，中国国防费占国内生产总值的比重多年保持基本稳定，低于世界平均水平，增长幅度也是比较适度、合理的。王超表示，国防费的规模，是综合考虑国防建设的需求和国民经济发展的水平而确定的，国防费的增长，既是应对复杂安全挑战的需要，也是履行大国责任的需要。

图表45：我国国防支出预算及增速



资料来源：iFinD，环球网，中邮证券研究所

二十大报告提出，加快武器装备现代化，打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，明确了军队武器装备建设要进一步加速发展，尤其是代表新域新质作战力量的新型装备；首次把“如期实现建军一百年奋斗目标，加快把人民军队建成世界一流军队”提到全面建设社会主义现代化国家的战略要求。我们认为，军工长期较快发展可期。

三中全会再提建军百年奋斗目标。中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议提出，国家安全是中国式现代化行稳致远的重要基础。必须全面贯彻总体国家安全观，完善维护国家安全体制机制，实现高质量发展和高水平安全良性互动，切实保障国家长治久安。要健全国家安全体系，完善公共安全治理机制，健全社会治理体系，完善涉外国家安全机制。全会提出，国防和军队现代化是中国式现代化的重要组成部分。必须坚持党对人民军队的绝对领导，深入实施改革强军战略，为如期实现建军一百年奋斗目标、基本实现国防和军队现代化提供有力保障。要完善人民军队领导管理体制，深化联合作战体系改革，深化跨军地改革。我们认为，建军百年奋斗目标牵引下，军工行业中长期高质量发展可期。随着改革强军战略的深入实施，国防和军队现代化水平提升，或将对武器装备提出新需求，在新域新质作战领域或将产生较多投资机会。

军工行业经过了 2020-2022 年的较快增长后，2023 年细分领域业绩差异显著，结构分化加剧，未来有望迎来高质量发展。随着装备技术不断发展，新技术、新产品层出不穷，在新域新质作战领域或将产生较多投资机会。另外，随着中国日益走向世界舞台中央，军贸出口有望成为军工板块新的增长点。**建议关注以下两条投资主线：**

(1) 航空航天是国防装备发展主线，建议关注竞争壁垒高、业务有拓展的上市公司

航空航天作为国防装备发展主线，有望保持较快增长。建议关注壁垒高、业务有拓展的上市公司，包括钢研高纳、中航沈飞、图南股份、菲利华、国科军工、航天电器、国博电子、高华科技、高德红外、火箭科技等。

(2) 除了航空航天两大传统高景气领域外，我们建议挖掘从无到有或渗透率有较大提升空间的新技术、新产品、新市场相关标的

新技术：技术引领装备升级，渗透率提升带动业绩增长。建议关注军工技术中长期发展趋势，重点选择已经开始产业化并且渗透率存在较大提升空间的技术，如隐身技术、数字相控阵雷达技术、MEMS 惯性导航等。建议关注华秦科技、臻镭科技、芯动联科等。

新产品：国防装备发展对新型装备需求不断提升，装备研发周期不断缩短，关注新型号量产带来新增量。建议关注第四代战机、无人机、制导火箭弹、新型雷达等装备的新型号放量，建议关注航天南湖、中航沈飞、航天彩虹、中无人机、国科军工等。

新市场：军贸、民航、低空、卫星互联网、高端能源装备等领域市场空间广阔。军贸市场，建议关注国睿科技、中航沈飞、航天彩虹、中无人机、高德红外等；民航市场，建议关注中航西飞、中直股份、润贝航科、三角防务等；低空领域，建议关注莱斯信息、中科星图、国睿科技、应流股份、亿航智能、中直股份、航天电子、万丰奥威、卧龙电驱等；卫星互联网领域，建议关注海格通信、中国卫星、铖昌科技、臻镭科技、航天电子、航天环宇等；高端能源装备领域，建议关注航天智造、联创光电、永鼎股份等。

4 风险提示

军工产业链某一环节产能受限导致军品交付推迟；装备批产过程中出现质量问题导致交付推迟；军品批量生产后价格降幅超出市场预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048