

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	1492.79
52周最高	1712.48
52周最低	1113.62

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

《印巴冲突下，关注军贸市场投资机会》 - 2025.05.08

业绩短期承压，“十四五”收官行业有望否极泰来

● 投资要点

2024年，我们跟踪的71只军工标的合计营收增速放缓，利润承压。71只军工标的2024年共实现营业收入5662.71亿元，同比增长0.76%，共实现归母净利润238.96亿元，同比减少26.24%，利润下滑的原因主要为整体毛利率同比下滑，整体毛利率17.67%，同比降低1.80pcts。分板块看，船舶板块业绩增长显著，其他板块业绩不同程度承压。2024年，船舶板块共实现营业收入1900.51亿元，同比增长11.25%，实现归母净利润65.52亿元，同比增长115.10%。

合同负债总额维持高位，分板块增减变化显著。2024年年末，71只军工标的合计合同负债1985.63亿元，同比增长5.91%，其中，船舶板块合同负债同比增长27.14%，航空、航天、国防信息化、地面兵装和材料板块合同负债分别同比减少36.69%、减少6.22%、减少8.69%、减少74.70%、减少1.00%。部分军工央企上市公司日常关联交易预计值保持较快增速，航空方面，洪都航空、中航重机、中航成飞2025年日常关联交易预计值同比增速分别为26.26%、22.22%、9.92%，保持较快增长；航天方面，航天电子2025年日常关联交易预计值同比增速为6.67%；船舶方面，中国重工、中国船舶2025年日常关联交易预计值同比增速分别为17.39%、3.38%，保持较快增长；兵器方面，内蒙一机2025年日常关联交易预计值同比增速36.00%，主要由于产品结构变化。

2025Q1，71只军工标的营收、利润均同比下滑。71只军工标的共实现营业收入1067.53亿元，同比减少3.15%，共实现归母净利润56.14亿元，同比减少4.40%。分板块看，船舶板块增速领先，地面兵装和材料板块业绩同比增长，船舶板块实现营业收入409.99亿元，同比增长9.81%，归母净利润为20.48亿元，同比增长232.11%；地面兵装板块实现营业收入32.31亿元，同比增长29.08%，归母净利润为1.15亿元，同比增长38.80%；材料板块实现营业收入42.95亿元，同比增长9.35%，归母净利润为6.54亿元，同比增长2.08%。

今年以来（2025年1月1日至4月30日），中证军工指数下跌4.21%，申万军工指数下跌4.18%。截至2025年4月30日，中证军工指数为10201.94，军工板块PE-TTM估值为96.49倍，军工板块PB估值为3.27倍。自2014年1月1日起，历史上有74.88%的时间板块PE-TTM估值低于当前水平，34.35%的时间板块PB估值低于当前水平。

展望2025年，“建军百年奋斗目标”任务进入下半场，军工行业订单有望迎来拐点，在服务于提升装备性能或降低装备成本的新技

术、以新城新质作战力量为代表的新产品、军贸和军用技术转化带来的新市场方向或蕴含更大弹性。建议关注以下两条投资主线：

**(1) 装备建设进入下半场，关注航空航天主线和“查漏补缺”新重点**

航空航天是国防装备发展主线，有持续的数量补齐和升级换代需求。歼 35A、歼 20S、歼 15T 等新型战机、红-19 地空导弹武器系统、新型察打一体无人机等新型装备亮相第十五届中国航展，国内新型航空航天装备研制生产能力持续提升。相关上市公司：1) 航空航发产业链：中航沈飞、航发动力、中航高科、光威复材、钢研高纳、图南股份等；2) 导弹产业链：菲利华、楚江新材、盟升电子、国科军工等。

在航空航天主战装备数量补齐和升级换代需求增长外，建议关注低成本导弹和弹药、搜救装备、水下攻防等方向。相关上市公司包括天秦装备、理工导航、北化股份、烽火电子、高德红外、芯动联科、北方导航、长盈通、国科军工、甘化科工、中国海防、中科海讯等。

**(2) “三新”或蕴含更大弹性，建议关注新技术、新产品、新市场**

**新技术：**技术引领装备升级，渗透率提升带来业绩弹性。新技术主要集中在军工产业链的中上游，对于产业链的价值在于提升装备性能、降低装备成本以及推动武器装备创新发展，包括隐身技术、MEMS 惯导、光子陀螺、高温合金返回料熔炼等。相关上市公司：华秦科技、佳驰科技、光启技术、芯动联科、长盈通、上大股份等。

**新产品：**新装备量产带动下产业链业绩弹性大。全球军事技术依然处在快速发展过程中，装备更新不断加快。随着国内武器装备研制生产能力提升，新型装备层出不穷，建议关注新型战机、新型航天装备、无人智能装备投资机会。相关上市公司：中航沈飞、航天南湖、航天彩虹、晶品特装等。

**新市场：**军贸市场和军转民技术应用带来广阔市场空间。军贸市场，相关上市公司包括国睿科技、高德红外、航天彩虹、中航沈飞、晶品特装、广东宏大等；商业航天和低空经济领域，相关上市公司包括中国卫通、中国卫星、臻镭科技、铖昌科技、航天电子、海格通信、莱斯信息、中科星图、纳睿雷达、新劲刚、应流股份等；民航市场，相关上市公司包括中航西飞、润贝航科、三角防务、广联航空、中航高科、光威复材、中复神鹰等；核聚变领域，相关上市公司包括联创光电、永鼎股份、国光电气等；非常规油气开采领域，相关上市公司航天智造等。

**● 风险提示**

装备订单下达时间不确定；装备采购量价低于预期；新技术、新产品、新市场推广低于预期。

## 目录

1 军工行业 2024 年年报分析 .....	6
1.1 2024 年业绩表现 .....	6
1.2 前瞻性指标 .....	14
2 军工行业 2025 年一季报分析 .....	19
2.1 2025Q1 业绩表现 .....	19
2.2 前瞻性指标 .....	22
3 涨幅与估值 .....	24
4 投资建议 .....	26
5 风险提示 .....	27

## 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 只军工标的合计毛利及毛利率 .....	6
图表 4: 71 只军工标的四费率 .....	7
图表 5: 71 只军工标的信用减值损失 .....	7
图表 6: 71 只军工标的资产减值损失 .....	7
图表 7: 71 只军工标的经营性现金流 .....	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: 产业链中游营收 .....	13
图表 24: 产业链中游归母净利润 .....	13
图表 25: 产业链中游毛利率、费率和净现比 .....	13
图表 26: 产业链下游营收 .....	14
图表 27: 产业链下游归母净利润 .....	14
图表 28: 产业链下游毛利率、费率和净现比 .....	14
图表 29: 军工央企上市公司 2023-2025 年关联交易预计值 .....	15
图表 30: 71 只军工标的合同负债 .....	15
图表 31: 分板块合同负债及增速 .....	16
图表 32: 产业链下游合同负债 .....	17
图表 33: 部分主机厂合同负债变化 .....	17
图表 34: 71 只军工标的存货 .....	18
图表 35: 部分军工上市公司 2025 年经营计划 .....	19

图表 36:	71 只军工标的一季度合计营收.....	20
图表 37:	71 只军工标的一季度合计归母净利润.....	20
图表 38:	2025Q1 军工各板块营收、归母净利润及同比增速.....	21
图表 39:	产业链上游一季度合计营收.....	21
图表 40:	产业链上游一季度合计归母净利润.....	21
图表 41:	产业链中游一季度合计营收.....	22
图表 42:	产业链中游一季度合计归母净利润.....	22
图表 43:	产业链下游一季度合计营收.....	22
图表 44:	产业链下游一季度合计归母净利润.....	22
图表 45:	71 只军工标的一季度末合同负债.....	23
图表 46:	部分主机厂一季度末合同负债及其变化.....	23
图表 47:	71 只军工标的一季度末存货.....	24
图表 48:	今年以来申万一级行业指数表现（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	24
图表 49:	军工板块 PE-TTM 估值.....	25
图表 50:	部分军工标的股价、业绩表现（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	25
图表 51:	部分军工标的 PE-TTM 估值（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	26

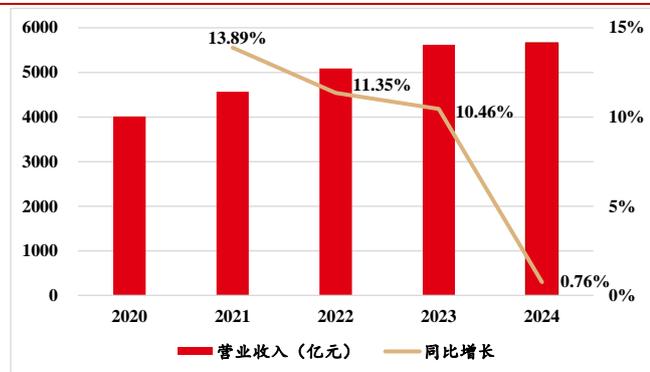
## 1 军工行业 2024 年年报分析

### 1.1 2024 年业绩表现

#### 1.1.1 2024 年整体业绩表现：营收增速放缓，利润承压

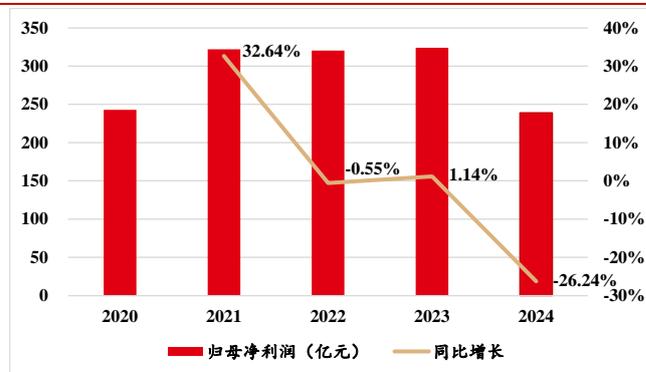
我们分析了 71 只军工标的，2024 年共实现营业收入 5662.71 亿元，同比增长 0.76%，共实现归母净利润 238.96 亿元，同比减少 26.24%。71 只军工标的合计营收同比基本持平、合计利润同比下滑的原因主要为整体毛利率同比下滑。

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

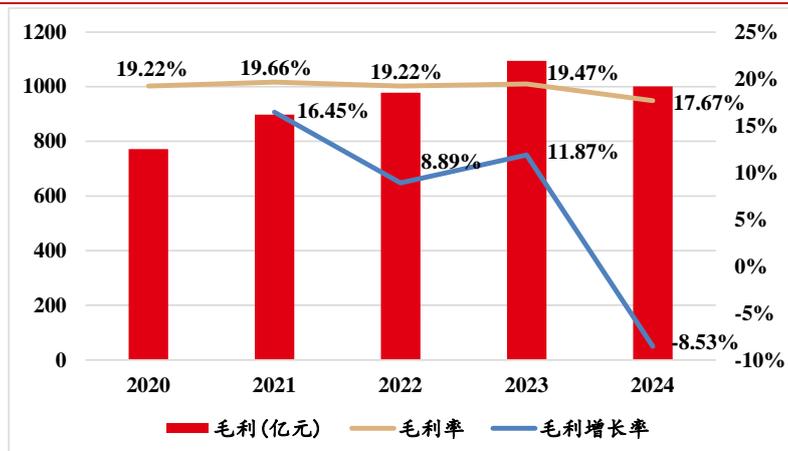
图表2：71 只军工标的合计归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2024 年，71 只军工标的合计毛利 1000.79 亿元，同比减少 8.53%；整体毛利率 17.67%，同比降低 1.80pcts。

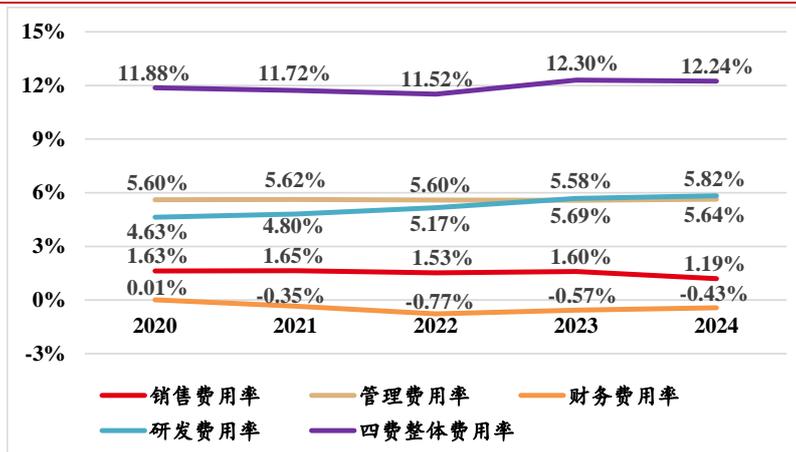
图表3：71 只军工标的合计毛利及毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2024 年，71 只军工标的整体四费率同比基本持平。2024 年，71 只军工标的整体四费费率为 12.24%，同比降低 0.07pcts。其中，销售费用率 1.19%，同比降低 0.41pcts；管理费用率 5.64%，同比提高 0.06pcts；研发费用率 5.82%，同比提高 0.13pcts；财务费用率-0.43%，同比提高 0.14pcts。

图表4：71 只军工标的四费率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

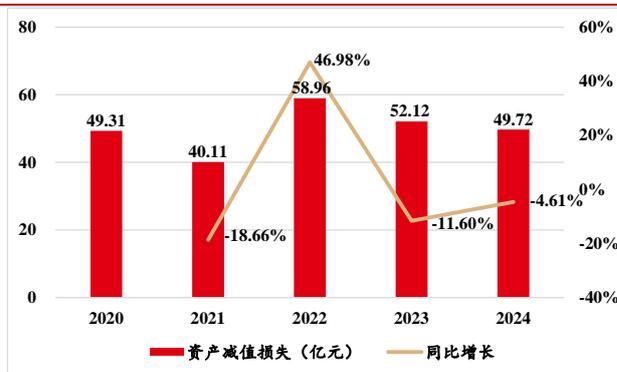
信用减值和资产减值方面，2024 年，71 只军工标的共计提信用减值损失 29.63 亿元，同比增长 7.86%；共计提资产减值损失 49.72 亿元，同比减少 4.61%。

图表5：71 只军工标的信用减值损失



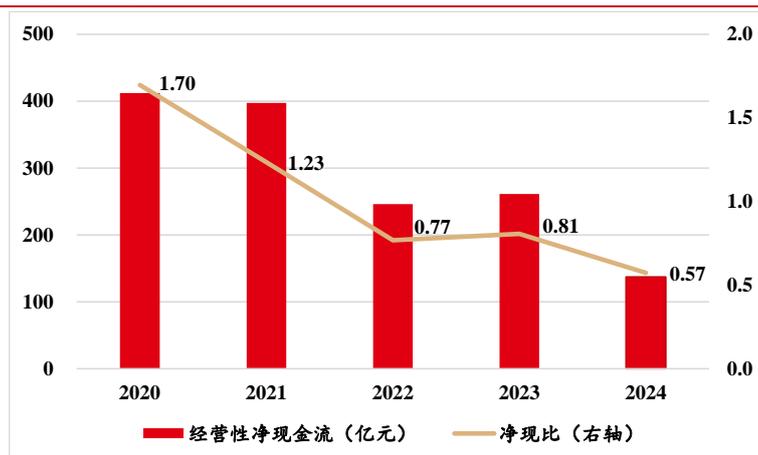
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：71 只军工标的资产减值损失



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

经营性净现金流方面，2024 年 71 家军工行业上市公司经营性净现金流为 137.22 亿元，同比减少 47.51%，净现比 0.57。

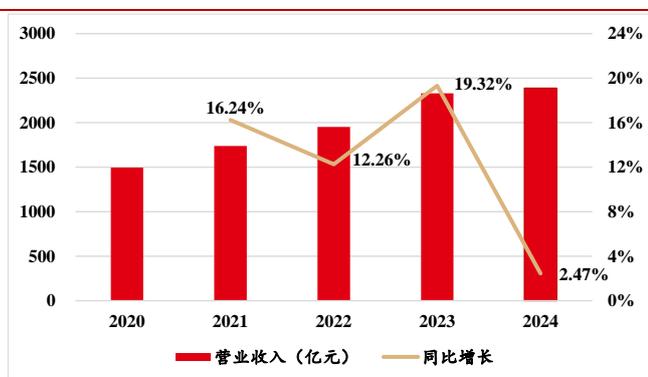
**图表7：71 只军工标的的经营性现金流**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

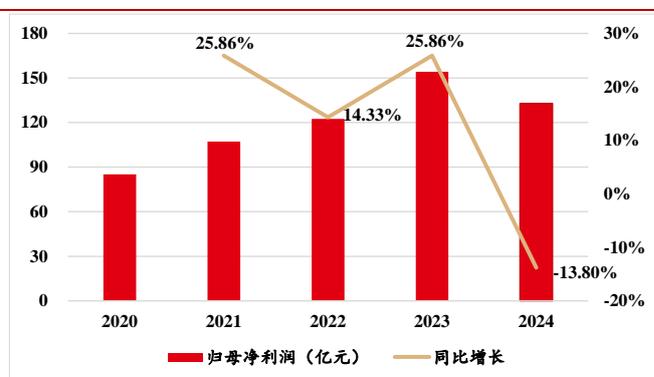
### 1.1.2 分板块：船舶板块业绩增长显著，其他板块业绩不同程度承压

航空板块 16 家上市公司 2024 年共实现营业收入 2387.19 亿元，同比增长 2.47%，实现归母净利润 132.94 亿元，同比减少 13.80%。航空板块整体毛利率为 15.82%，同比降低 1.58pcts，四费率 9.14%，同比降低 0.18pcts。

航空板块中，中航沈飞（归母净利润同比增长 3.87 亿元）、中航西飞（归母净利润同比增长 1.62 亿元）、中航高科（归母净利润同比增长 1.21 亿元）、中直股份（归母净利润同比增长 1.13 亿元）等业绩同比增长；中航机载（归母净利润同比减少 8.46 亿元）、中航重机（归母净利润同比减少 6.89 亿元）、航发动力（归母净利润同比减少 5.61 亿元）、三角防务（归母净利润同比减少 3.67 亿元）、北摩高科（归母净利润同比减少 2.01 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

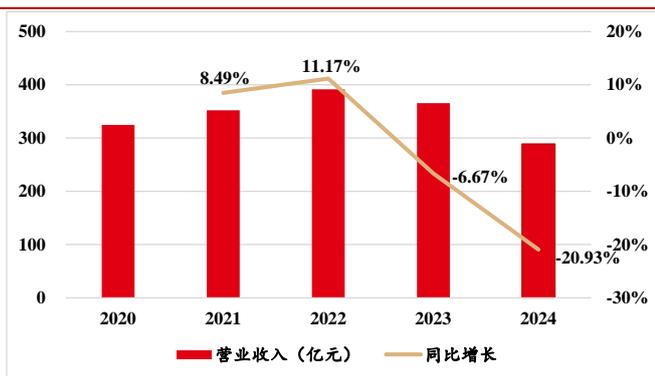
**图表9：航空板块归母净利润**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

航天板块 5 家上市公司 2024 年共实现营业收入 288.98 亿元，同比减少 20.93%，实现归母净利润-6.62 亿元，同比亏损扩大 95.80%。航天板块整体毛利率为 20.27%，同比提高 0.13pcts，四费率 21.04%，同比提高 3.33pcts。

航天板块中，航天电器（归母净利润同比减少 4.03 亿元）、中国卫星（归母净利润同比减少 1.30 亿元）等业绩同比下滑，航天发展 2024 年归母净利润同比减亏 2.51 亿元。

图表10：航天板块营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

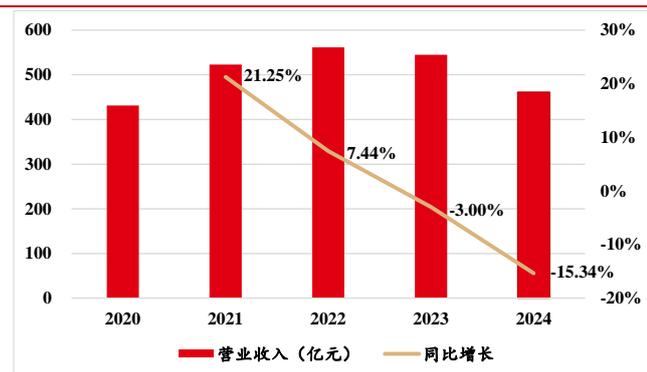
图表11：航天板块归母净利润



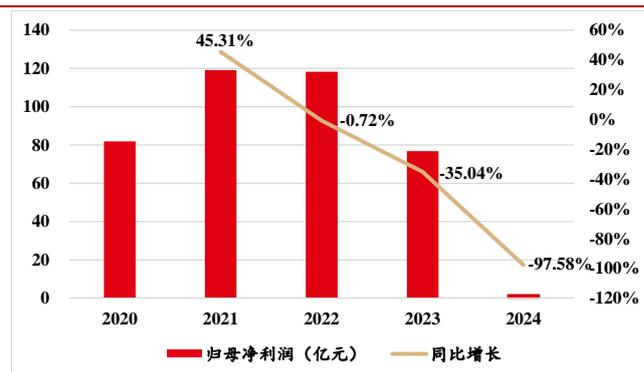
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

国防信息化板块 24 家上市公司 2024 年共实现营业收入 461.21 亿元，同比减少 15.34%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比减少 97.58%。国防信息化板块整体毛利率为 40.78%，同比降低 4.81pcts，四费率为 33.88%，同比提高 5.48pcts。

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 17.12 亿元、紫光国微归母净利润同比减少 13.51 亿元、新雷能归母净利润同比减少 5.98 亿元、宏达电子归母净利润同比减少 1.93 亿元、火炬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，航天宏图（归母净利润同比减少 10.19 亿元）、七一二（归母净利润同比减少 6.89 亿元）、海格通信（归母净利润同比减少 6.50 亿元）、高德红外（归母净利润同比减少 5.15 亿元）等业绩也有较多下滑。

**图表12：国防信息化板块营收**


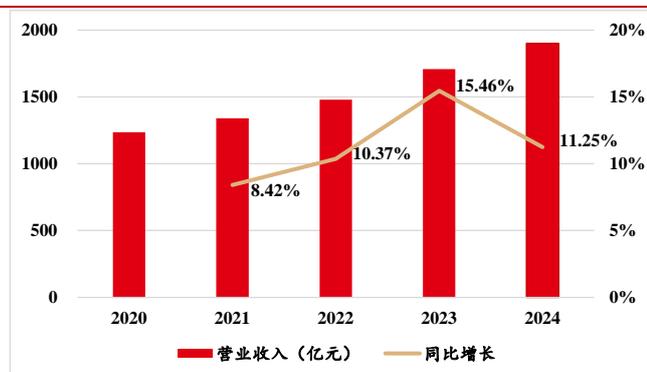
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表13：国防信息化板块归母净利润**


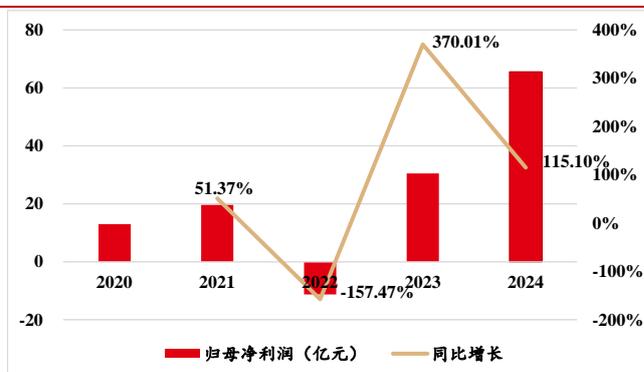
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

船舶板块 5 家上市公司 2024 年共实现营业收入 1900.51 亿元，同比增长 11.25%，实现归母净利润 65.52 亿元，同比增长 115.10%。船舶板块整体毛利率为 12.00%，同比提高 0.53pcts，四费率 8.69%，同比降低 0.71pcts。

船舶板块中，中国重工（归母净利润同比增长 20.93 亿元）、中国船舶（归母净利润同比增长 6.57 亿元）、中国动力（归母净利润同比增长 6.11 亿元）、中船应急（归母净利润同比增长 2.26 亿元）业绩同比增长；中国海防（归母净利润同比减少 0.81 亿元）业绩同比下滑。

**图表14：船舶板块营收**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

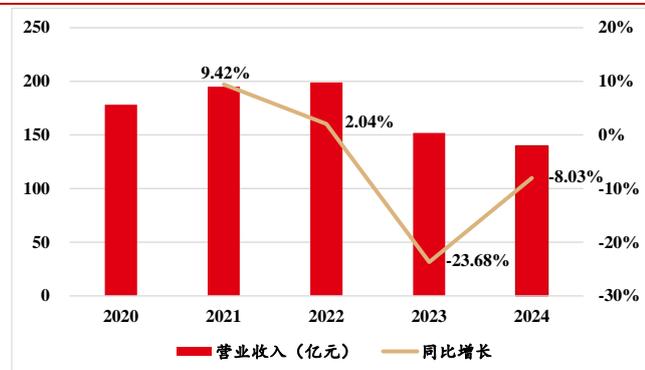
**图表15：船舶板块归母净利润**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

地面兵装板块 3 家上市公司 2024 年共实现营业收入 139.70 亿元，同比减少 8.03%，实现归母净利润 1.95 亿元，同比减少 81.76%。地面兵装板块整体毛利率为 13.17%，同比降低 5.71pcts，四费率 12.64%，同比提高 1.30pcts。

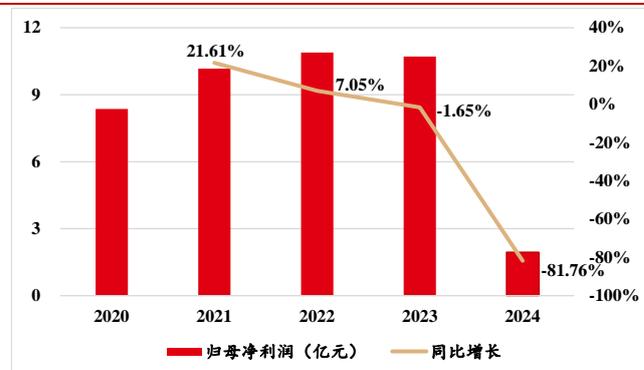
地面兵装板块中，长城军工（归母净利润同比减少 3.90 亿元）、内蒙一机（归母净利润同比减少 3.52 亿元）、北方导航（归母净利润同比减少 1.33 亿元）业绩均同比下滑。

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

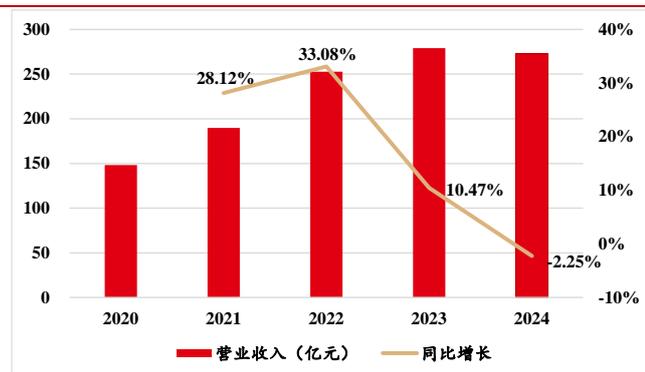


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

材料板块 9 家上市公司 2024 年共实现营业收入 272.77 亿元，同比减少 2.25%，实现归母净利润 36.01 亿元，同比减少 9.59%。材料板块整体毛利率为 28.83%，同比提高 0.12pcts，四费率 12.09%，同比提高 0.02pcts。

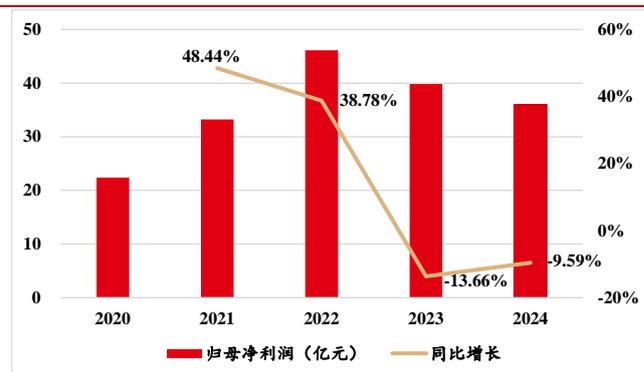
材料板块中，中简科技（归母净利润同比增长 0.67 亿元）、西部超导（归母净利润同比增长 0.48 亿元）、宝钛股份（归母净利润同比增长 0.32 亿元）等业绩同比增长；派克新材（归母净利润同比减少 2.28 亿元）、光威复材（归母净利润同比减少 1.32 亿元）等业绩同比下滑。

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

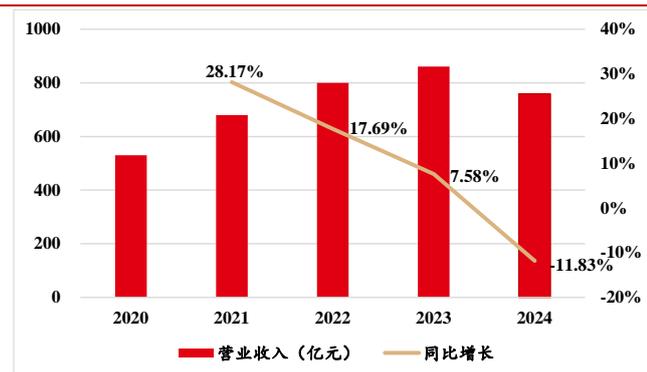


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 1.1.3 分产业链：产业链下游业绩稳健增长，中/上游业绩承压

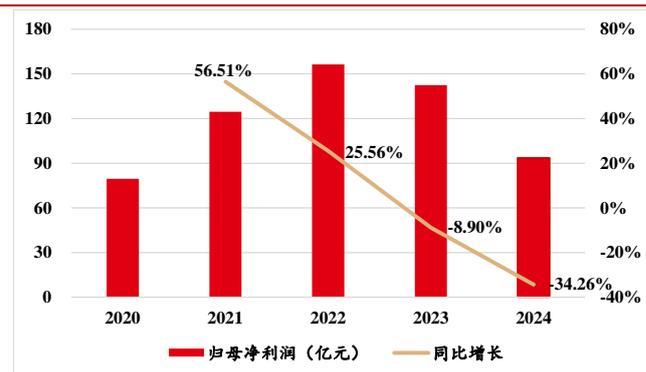
产业链上游包括电子元器件、材料等 17 只核心标的，2024 年共实现营业收入 758.71 亿元，同比减少 11.83%，实现归母净利润 93.61 亿元，同比减少 34.26%。主要由于产业链上游的电子元器件企业包括振华科技、紫光国微、新雷能、航天电器、宏达电子、火炬电子、鸿远电子等业绩同比下滑。整体毛利率为 37.19%，同比降低 1.72pcts，四费费率为 22.52%，同比提高 2.24pcts，净现比为 0.91。

图表20：产业链上游营收



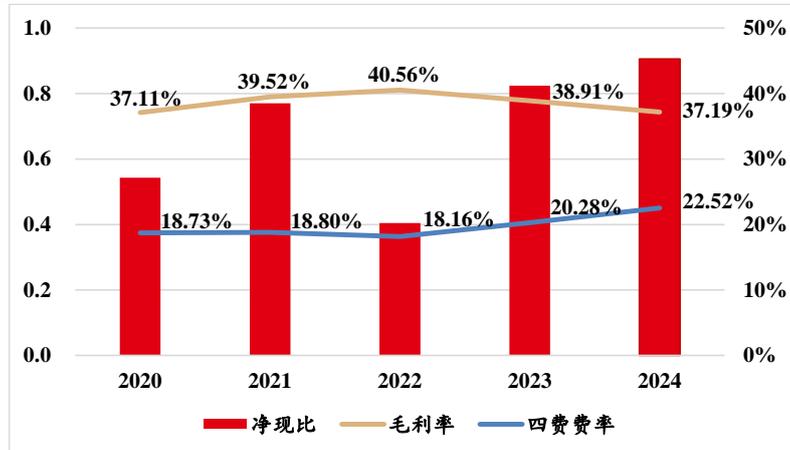
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表21：产业链上游归母净利润



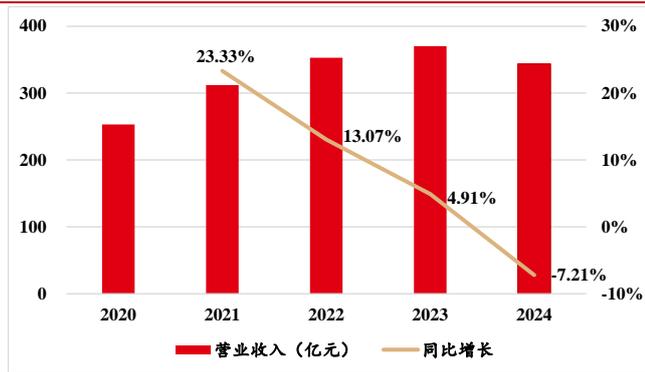
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表22：产业链上游毛利率、费率和净现比

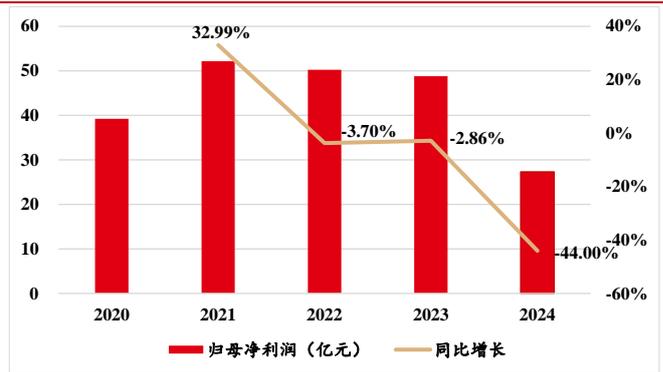


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

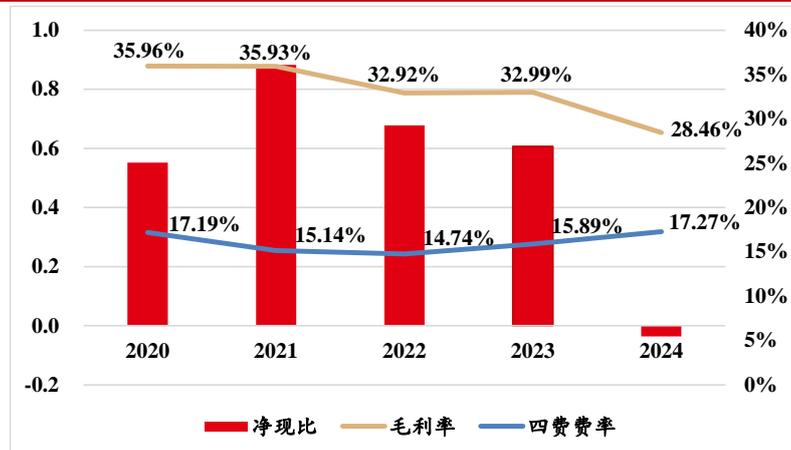
产业链中游包括部组件、分系统等 17 只核心标的，2024 年共实现营业收入 343.52 亿元，同比减少 7.21%，实现归母净利润 27.31 亿元，同比减少 44.00%，其中，处于产业链中游的航空板块企业包括中航重机、北摩高科、三角防务等业绩下滑。整体毛利率为 28.46%，同比降低 4.53pcts，四费费率为 17.27%，同比提高 1.38pcts，净现比为-0.04。

**图表23：产业链中游营收**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

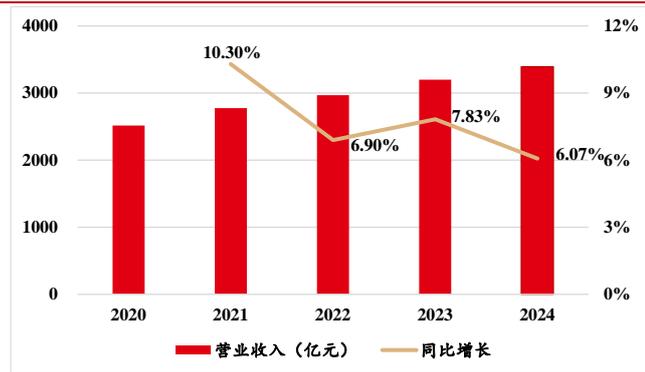
**图表24：产业链中游归母净利润**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

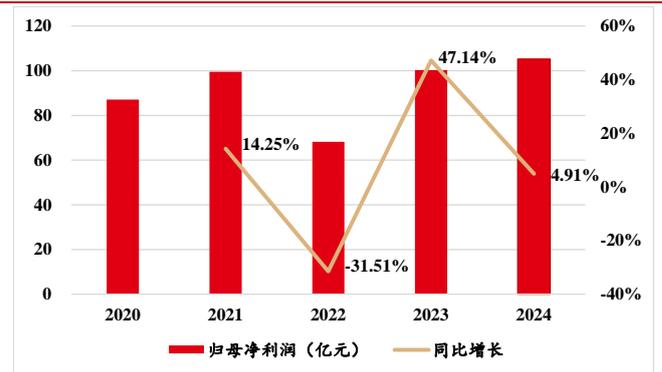
**图表25：产业链中游毛利率、费率和净现比**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

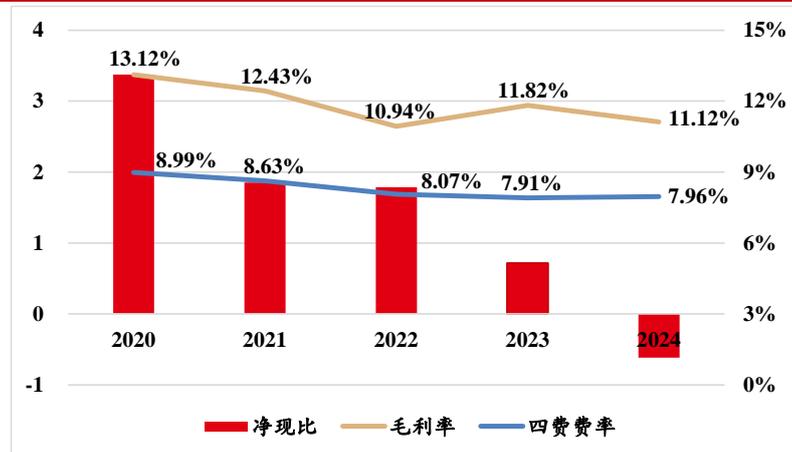
产业链下游主要为飞机、发动机、船舶、雷达整机厂等 19 只核心标的，2024 年共实现营业收入 3393.87 亿元，同比增长 6.07%，实现归母净利润 105.24 亿元，同比增长 4.91%，其中，中国重工、中国船舶、中船应急、中航沈飞、中航西飞、中直股份、四创电子等贡献主要业绩增量，七一二、海格通信、航发动力、高德红外、长城军工、内蒙一机等业绩下滑。整体毛利率为 11.12%，同比降低 0.70pcts，四费率为 7.96%，同比提高 0.05pcts，净现比为-0.62。

**图表26：产业链下游营收**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表27：产业链下游归母净利润**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表28：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

## 1.2 前瞻性指标

### 1.2.1 部分军工央企上市公司日常关联交易预计值保持较快增速

从军工央企上市公司 2025 年日常关联交易预计值增速看，航空方面，洪都航空、中航重机、中航成飞 2025 年日常关联交易预计值同比增速分别为 26.26%、22.22%、9.92%，保持较快增长；航天方面，航天电子 2025 年日常关联交易预计值同比增速为 6.67%；船舶方面，中国重工、中国船舶 2025 年日常关联交易预计值同比增速分别为 17.39%、3.38%，保持较快增长；兵器方面，内蒙一机 2025 年日常关联交易预计值同比增速 36.00%，主要由于产品结构变化。

图表29：军工央企上市公司 2023-2025 年关联交易预计值

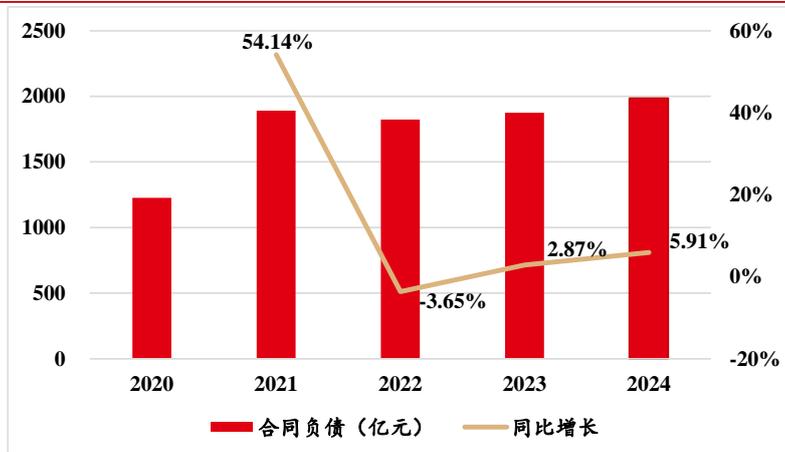
军工集团	上市公司	关联交易预计值(亿元)			2025 年相比 2023	2025 年相比 2024
		2023 年	2024 年	2025 年	年增速	年增速
航空工业集团	中航沈飞	238.04	246.23	191.58	-19.52%	-22.20%
	中航西飞	219.06	268.35	224.88	2.66%	-16.20%
	中航成飞	-	250.00	274.80	-	9.92%
	中直股份	-	300.00	220.00	-	-26.67%
	洪都航空	78.53	67.48	85.20	8.49%	26.26%
	中航机载	215.00	220.00	200.00	-6.98%	-9.09%
	江航装备	9.50	9.00	9.00	-5.26%	0.00%
	中航重机	45.00	45.00	55.00	22.22%	22.22%
	中航高科	45.00	45.00	41.00	-8.89%	-8.89%
	中航光电	41.98	43.30	34.00	-19.01%	-21.48%
航发集团	航发动力	130.00	145.00	135.00	3.85%	-6.90%
	航发控制	44.00	45.50	43.25	-1.70%	-4.95%
航天科工集团	航天电器	22.00	23.00	22.00	0.00%	-4.35%
航天科技集团	中国卫星	32.00	32.00	32.00	0.00%	0.00%
	航天电子	40.00	75.00	80.00	100.00%	6.67%
中船集团	中国船舶	294.00	385.00	398.00	35.37%	3.38%
	中国重工	270.00	230.00	270.00	0.00%	17.39%
	中国动力	115.00	141.00	135.00	17.39%	-4.26%
	中国海防	31.00	23.00	20.00	-35.48%	-13.04%
兵器工业集团	内蒙一机	89.00	65.44	89.00	0.00%	36.00%

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

### 1.2.2 合同负债总额维持高位，分板块增减变化显著

2024 年年末，71 只军工标的合计合同负债 1985.63 亿元，同比增长 5.91%。

图表30：71 只军工标的合同负债



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

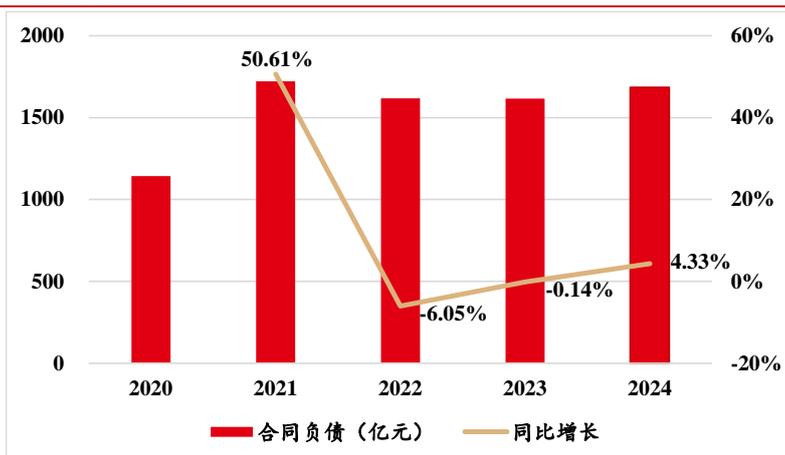
**船舶板块合同负债金额进一步增长。**截至 2024 年末，船舶板块合同负债金额 1570.45 亿元，同比增长 27.14%；航空板块合同负债金额 306.58 亿元，同比减少 36.69%；航天板块合同负债金额 42.31 亿元，同比减少 6.22%；国防信息化板块合同负债金额 33.05 亿元，同比减少 8.69%；地面兵装板块合同负债金额 14.64 亿元，同比减少 74.70%；材料板块合同负债金额 5.32 亿元，同比减少 1.00%。

**图表31：分板块合同负债及增速**

分板块合同负债		2020	2021	2022	2023	2024
航空板块	合同负债 (亿元)	232.28	794.42	706.49	484.26	306.58
	同比增长		242.01%	-11.07%	-31.46%	-36.69%
航天板块	合同负债 (亿元)	28.08	46.06	44.66	45.11	42.31
	同比增长		64.07%	-3.06%	1.03%	-6.22%
国防信息化板块	合同负债 (亿元)	35.22	50.97	46.04	36.20	33.05
	同比增长		44.73%	-9.68%	-21.38%	-8.69%
船舶板块	合同负债 (亿元)	779.29	850.81	949.94	1235.25	1570.45
	同比增长		9.18%	11.65%	30.03%	27.14%
地面兵装板块	合同负债 (亿元)	126.23	122.00	54.86	57.87	14.64
	同比增长		-3.36%	-55.03%	5.48%	-74.70%
材料板块	合同负债 (亿元)	3.21	4.28	4.48	5.38	5.32
	同比增长		33.57%	4.60%	20.02%	-1.00%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

截至 2024 年末，产业链下游合计合同负债 1685.15 亿元，同比增长 4.33%。其中，中国重工、中国船舶、中直股份等合同负债同比增长，航发动力、中航西飞、中航沈飞、洪都航空等航空主机厂合同负债有不同幅度的减少。中国重工合同负债 650.47 亿元，同比增长 42.33%；中国船舶合同负债 709.65 亿元，同比增长 13.28%；中直股份合同负债 78.60 亿元，同比增长 450.09%；航发动力合同负债 44.88 亿元，同比减少 62.22%；中航西飞合同负债 78.05 亿元，同比减少 58.49%；中航沈飞合同负债 35.28 亿元，同比减少 47.39%；洪都航空合同负债 42.70 亿元，同比减少 19.20%；七一二合同负债 5.02 亿元，同比增长 4.52%；内蒙一机合同负债 11.95 亿元，同比减少 79.03%。

**图表32：产业链下游合同负债**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表33：部分主机厂合同负债变化**

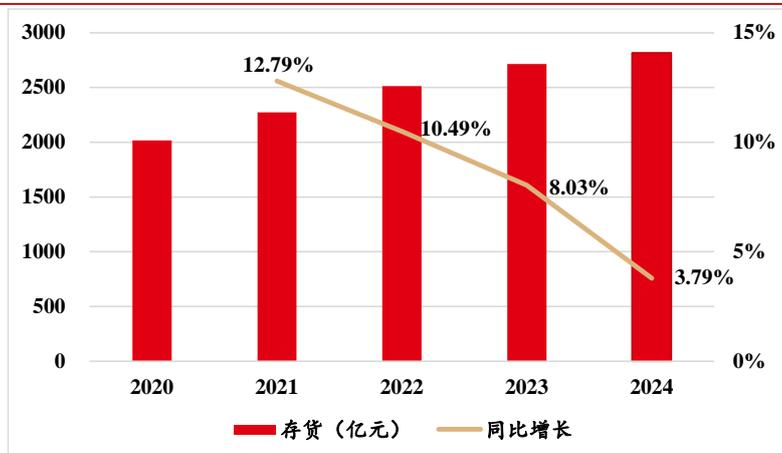
分板块合同负债		2020	2021	2022	2023	2024
中航沈飞	合同负债 (亿元)	47.30	365.35	221.09	67.06	35.28
	同比增长		672.49%	-39.49%	-69.67%	-47.39%
航发动力	合同负债 (亿元)	28.05	217.52	155.42	118.78	44.88
	同比增长		675.34%	-28.55%	-23.58%	-62.22%
洪都航空	合同负债 (亿元)	0.17	68.48	55.21	52.84	42.70
	同比增长		39148.24%	-19.38%	-4.28%	-19.20%
中航西飞	合同负债 (亿元)	97.01	65.88	228.64	188.05	78.05
	同比增长		-32.09%	247.08%	-17.75%	-58.49%
中直股份	合同负债 (亿元)	51.88	23.38	11.53	14.29	78.60
	同比增长		-54.93%	-50.71%	23.96%	450.09%
七一二	合同负债 (亿元)	11.63	12.76	9.03	4.80	5.02
	同比增长		9.71%	-29.23%	-46.78%	4.52%
内蒙一机	合同负债 (亿元)	125.53	120.06	54.03	56.99	11.95
	同比增长		-4.36%	-54.99%	5.46%	-79.03%
中国船舶	合同负债 (亿元)	475.68	484.01	495.85	626.43	709.65
	同比增长		1.75%	2.45%	26.33%	13.28%
中国重工	合同负债 (亿元)	280.19	326.34	353.96	457.02	650.47
	同比增长		16.47%	8.47%	29.12%	42.33%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

截至 2024 年末，71 只军工标的存货 2816.89 亿元，同比增长 3.79%，存货增长主要企业为航发动力（同比+20.37 亿元）、中航沈飞（同比+19.51 亿元）、中国重工（同比+18.35 亿元）、中航机载（同比+17.54 亿元）、中航重机（同比

+12.56 亿元)、中直股份 (同比+11.56 亿元) 等, 洪都航空 (同比-9.09 亿元)、中航西飞 (同比-7.41 亿元)、航天宏图 (同比-7.22 亿元) 等存货同比减少。

**图表34: 71 只军工标的存货**



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

### 1.2.3 经营计划: 航空、船舶等板块部分标的 2025 年预计营收较快增长

部分军工上市公司披露了 2025 年经营目标。从营收目标看, 航空产业链中, 主机厂中航西飞和配套厂商中航高科、中航重机、中航机载等预计 2025 年保持较快增长, 预计营收增速分别为 4%、14%、11%、2%; 上游材料厂商宝钛股份、元器件厂商振华科技等预计 2025 年营收较快增长, 增速分别为 5%和 9%。船舶板块, 中国重工、中船防务、中国船舶 2025 年预计营收目标较 2024 年营收分别增长 8%、3%和 2%。

**图表35：部分军工上市公司 2025 年经营计划**

公司名称	2025 营收目标 (亿元)	较 2024 年增速	2025 利润总额目标 (亿元)	较 2024 年增速
中航西飞	449.88	4.10%	—	—
中航高科	58	14.35%	13.63	0.42%
中航重机	115	11.06%	13	50.27%
中航机载	242.71	1.64%	—	—
中航光电	206	-0.41%	38	0.95%
航发动力	476.63	-0.45%	—	—
航发控制	53	-3.30%	—	—
宝钛股份	70	5.16%	—	—
振华科技	57	9.21%	11.45	3.07%
中国重工	600	8.23%	—	—
中船防务	200	3.08%	—	—
中国船舶	805	2.44%	—	—
贵航股份	25	5.03%	2	1.66%
航天电子	144.09	0.90%	—	—

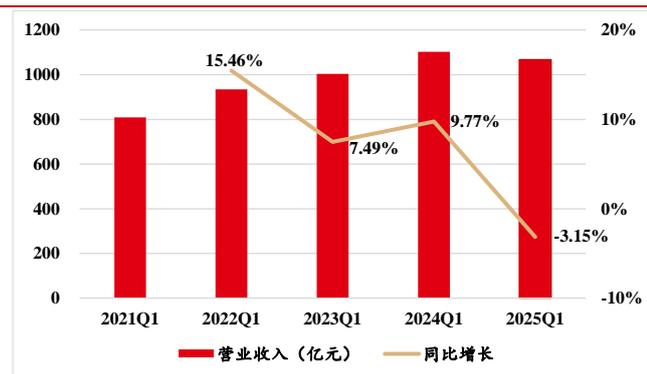
资料来源：iFind，各公司公告，中邮证券研究所

## 2 军工行业 2025 年一季报分析

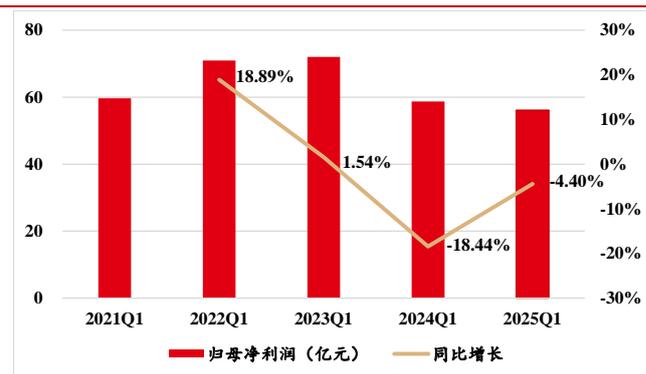
### 2.1 2025Q1 业绩表现

#### 2.1.1 整体情况：营收、利润均同比下滑

2025Q1，71 只军工标的共实现营业收入 1067.53 亿元，同比减少 3.15%，共实现归母净利润 56.14 亿元，同比减少 4.40%。71 只军工标的整体毛利为 206.80 亿元，同比增长 0.52%，整体毛利率 19.37%，同比提高 0.71pcts。71 只军工标的整体四费率 12.80%，同比提高 0.45pcts，其中，研发费用率同比提高 0.28pcts 为 5.43%，管理费用率同比提高 0.22pcts 为 6.28%，财务费用率同比提高 0.37pcts 为 -0.25%，销售费用率同比降低 0.41pcts 为 1.35%。

**图表36：71只军工标的一季度合计营收**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表37：71只军工标的一季度合计归母净利润**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 2.1.2 分板块：船舶板块增速领先，地面兵装和材料板块业绩同比增长

航空板块 2025Q1 实现营业收入 390.30 亿元，同比减少 11.52%，归母净利润为 25.46 亿元，同比减少 30.97%。中直股份（同比+0.72 亿元）、中航西飞（同比+0.16 亿元）等业绩同比增长，中航机载（同比-3.53 亿元）、中航沈飞（同比-2.86 亿元）、航发动力（同比-1.47 亿元）、中航重机（同比-1.24 亿元）等业绩同比下滑。

航天板块 2025Q1 实现营业收入 42.13 亿元，同比减少 36.69%，归母净利润为-1.60 亿元，同比减少 191.55%。主要由于航天电器（同比-1.79 亿元）、航天电子（同比-1.13 亿元）、航天彩虹（同比-0.33 亿元）等业绩同比下滑。

国防信息化板块 2025Q1 实现营业收入 90.76 亿元，同比减少 1.85%，归母净利润为 3.30 亿元，同比减少 41.98%。高德红外（同比+0.75 亿元）、火炬电子（同比+0.32 亿元）等业绩同比增长，紫光国微（同比-1.87 亿元）、七一二（同比-0.70 亿元）等业绩同比下滑。

船舶板块 2025Q1 实现营业收入 409.99 亿元，同比增长 9.81%，归母净利润为 20.48 亿元，同比增长 232.11%。中国船舶（同比+7.26 亿元）、中国重工（同比+3.84 亿元）、中国动力（同比+3.07 亿元）等标的业绩同比增长。

地面兵装板块 2025Q1 实现营业收入 32.31 亿元，同比增长 29.08%，归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 38.80%。北方导航（同比+0.33 亿元）、内蒙一机（同比+0.19 亿元）业绩同比增长，长城军工（同比-0.19 亿元）业绩同比下滑。

材料板块 2025Q1 实现营业收入 42.95 亿元，同比增长 9.35%，归母净利润为 6.54 亿元，同比增长 2.08%。西部超导（同比+0.59 亿元）、中简科技（同比+0.54 亿元）等业绩同比增长，图南股份（同比-0.49 亿元）、钢研高纳（同比-0.40 亿元）等业绩同比下滑。

图表38：2025Q1 军工各板块营收、归母净利润及同比增速

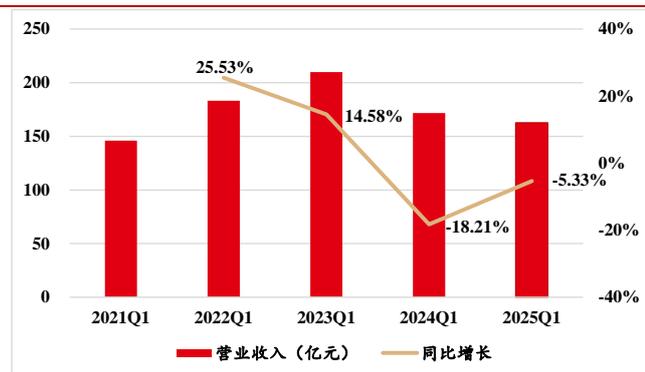
细分板块	营业收入 (亿元)	营收同比增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增速
航空板块	390.30	-11.52%	25.46	-30.97%
航天板块	42.13	-36.69%	-1.60	-191.55%
国防信息化板块	90.76	-1.85%	3.30	-41.98%
船舶板块	409.99	9.81%	20.48	232.11%
地面兵装板块	32.31	29.08%	1.15	38.80%
材料板块	42.95	9.35%	6.54	2.08%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

### 2.1.3 分产业链：产业链下游业绩保持增长

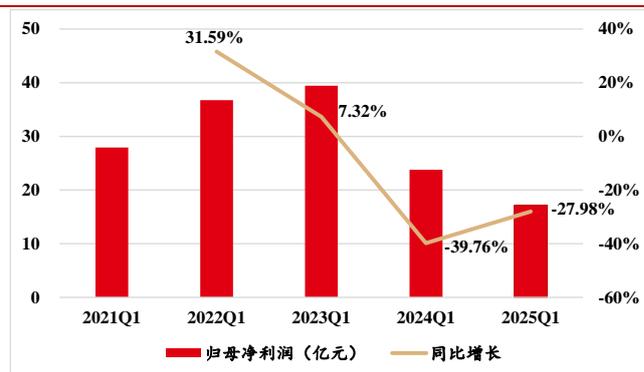
2025Q1 产业链上游共实现营业收入 162.63 亿元，同比减少 5.33%，实现归母净利润 17.12 亿元，同比减少 27.98%。整体毛利率为 35.22%，同比降低 0.96pcts，四费率 21.03%，同比提高 0.69pcts。西部超导（同比+0.59 亿元）、中简科技（同比+0.54 亿元）、火炬电子（同比+0.32 亿元）等业绩同比增长，紫光国微（同比-1.87 亿元）、航天电器（同比-1.79 亿元）、航天电子（同比-1.13 亿元）、中航光电（同比-1.11 亿元）等业绩同比下滑。

图表39：产业链上游一季度合计营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表40：产业链上游一季度合计归母净利润

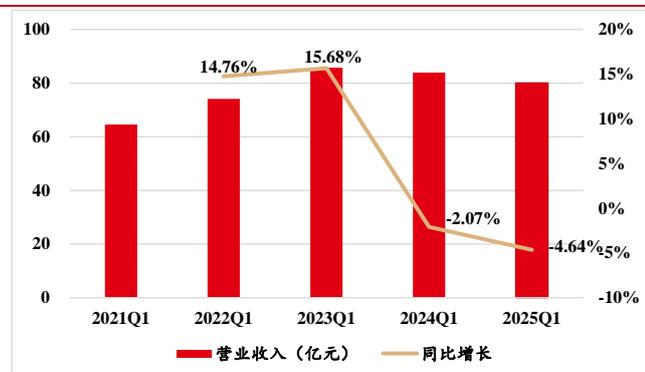


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2025Q1 产业链中游共实现营业收入 80.10 亿元，同比减少 4.64%，实现归母净利润 9.02 亿元，同比减少 24.90%。整体毛利率为 32.59%，同比降低 1.08pcts，

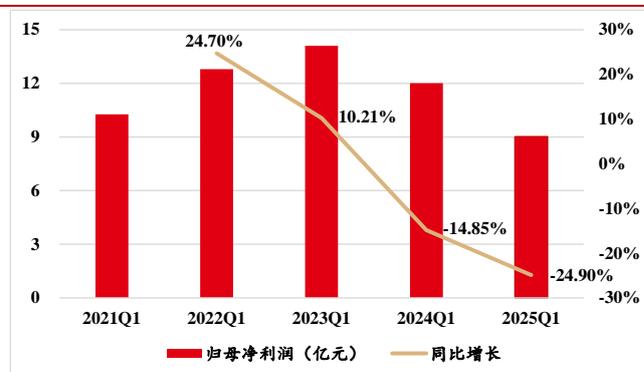
四费率 16.04%，同比提高 0.72pcts。中国海防（同比+0.27 亿元）等标的业绩同比增长；中航重机（同比-1.24 亿元）、航发控制（同比-1.14 亿元）等业绩同比下滑。

图表41：产业链中游一季度合计营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

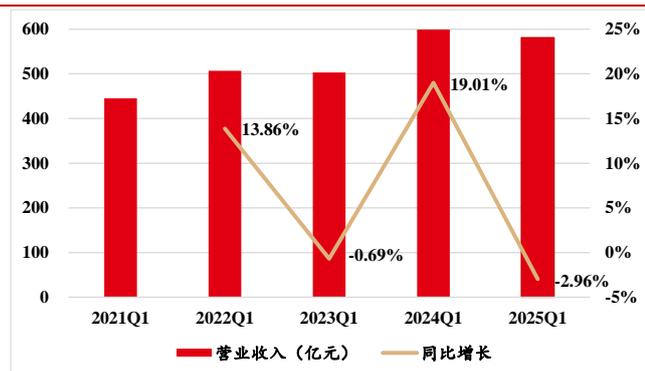
图表42：产业链中游一季度合计归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

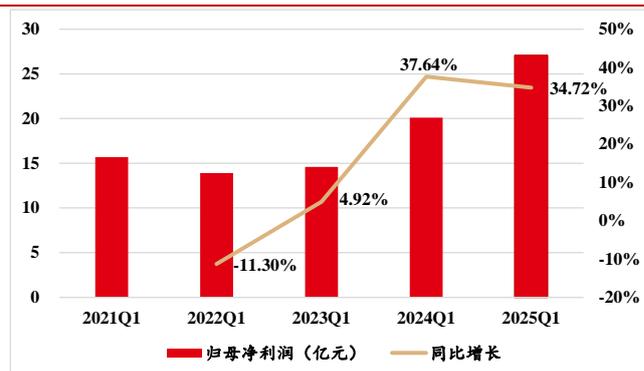
2025Q1 产业链下游共实现营业收入 580.97 亿元，同比减少 2.96%，实现归母净利润 27.07 亿元，同比增长 34.72%。整体毛利率 12.79%，同比提高 0.95pcts，四费率 8.40%，同比提高 0.37pcts。中国船舶（同比+7.26 亿元）、中国重工（同比+3.84 亿元）等业绩同比增长；中航沈飞（同比-2.86 亿元）、航发动力（同比-1.47 亿元）等业绩同比下滑。

图表43：产业链下游一季度合计营收



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表44：产业链下游一季度合计归母净利润



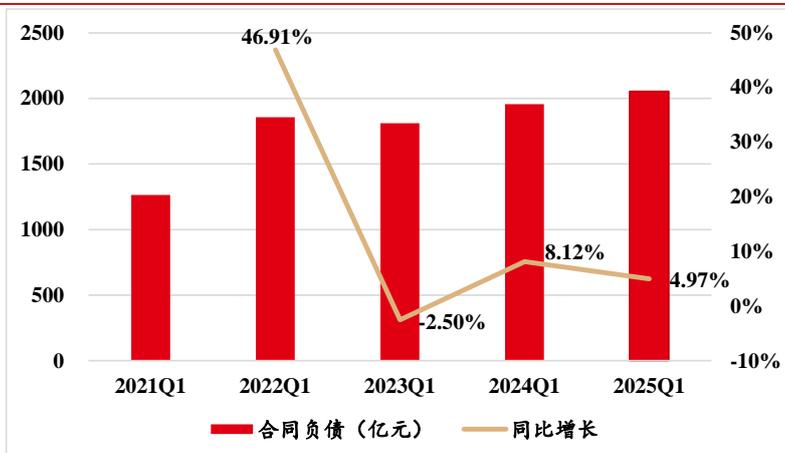
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 2.2 前瞻性指标

合同负债同比小幅增长。截至 2025Q1 末，71 只军工标的合计合同负债 2054.07 亿元，同比增长 4.97%。产业链下游主机厂航发动力合同负债金额环比

增长 35.01 亿元，中航沈飞合同负债金额环比增长 18.73 亿元，中直股份合同负债金额环比增长 9.68 亿元，内蒙一机合同负债金额环比增长 1.16 亿元。

图表45：71 只军工标的一季度末合同负债



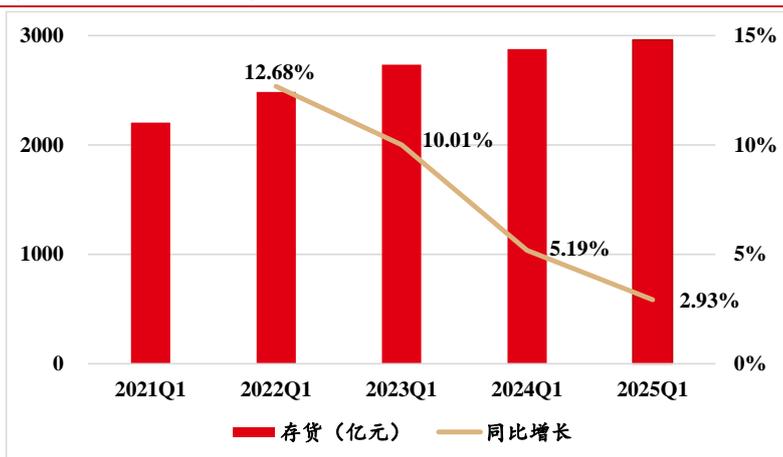
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表46：部分主机厂一季度末合同负债及其变化

上市公司	2024Q1 合同负债 (亿元)	2024Q4 合同负债 (亿元)	2025Q1 合同负债 (亿元)	同比变化	环比变化
中航沈飞	52.74	35.28	54.01	2.42%	53.08%
航发动力	107.28	44.88	79.89	-25.53%	78.01%
洪都航空	51.10	42.70	42.27	-17.29%	-1.01%
中航西飞	157.97	78.05	77.20	-51.13%	-1.09%
中直股份	82.63	78.60	88.29	6.85%	12.32%
七一二	4.12	5.02	5.16	25.02%	2.68%
内蒙一机	36.20	11.95	13.11	-63.79%	9.68%
中国船舶	672.97	709.65	684.37	1.69%	-3.56%
中国重工	479.18	650.47	660.07	37.75%	1.48%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

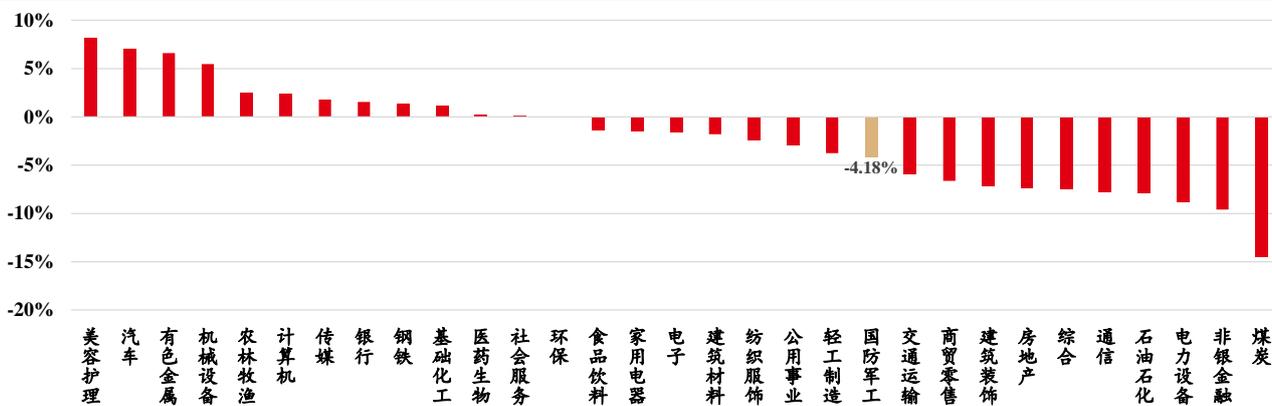
**存货维持高位。**2025Q1 末，71 只军工标的合计存货 2959.16 亿元，同比增长 2.93%。中航沈飞（同比+42.16 亿元）、中国重工（同比+26.05 亿元）、中航机载（同比+24.35 亿元）、中航重机（同比+20.10 亿元）、中国船舶（同比+18.35 亿元）、航天电子（同比+15.98 亿元）等存货同比增长；中直股份（同比-54.03 亿元）、中航西飞（同比-33.87 亿元）、洪都航空（同比-13.56 亿元）等标的存货同比减少。

**图表47：71只军工标的一季度末存货**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

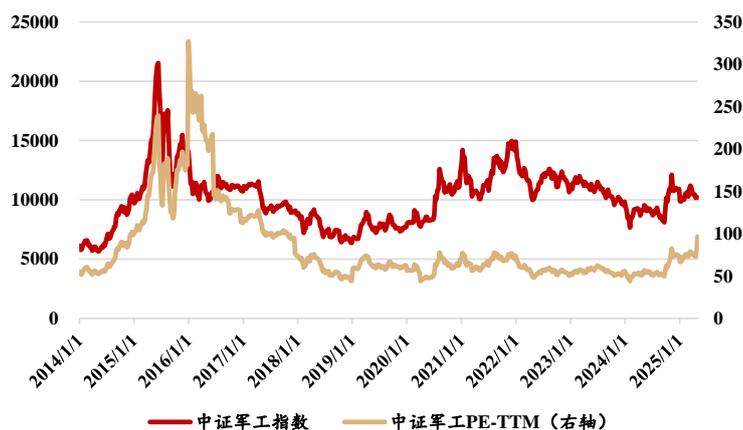
### 3 涨幅与估值

今年以来（2025年1月1日至4月30日），中证军工指数下跌4.21%，申万军工指数下跌4.18%，上证指数下跌2.17%，深证成指下跌4.94%，沪深300指数下跌4.18%。军工板块整体涨幅在30个一级行业中排第21位。

**图表48：今年以来申万一级行业指数表现（截至2025年4月30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2025年4月30日，中证军工指数为10201.94，军工板块PE-TTM估值为96.49倍，军工板块PB估值为3.27倍。自2014年1月1日起，历史上有74.88%的时间板块PE-TTM估值低于当前水平，34.35%的时间板块PB估值低于当前水平。

**图表49：军工板块 PE-TTM 估值**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

今年以来（2025 年 1 月 1 日至 4 月 30 日），71 只军工标的中，科思科技（+78.35%）、铂力特（+71.65%）、智明达（+47.83%）、鸿远电子（+43.83%）、内蒙一机（+34.47%）、光电股份（+32.36%）、菲利华（+28.29%）、中简科技（+25.66%）、新雷能（+25.45%）、火炬电子（+24.59%）等股价涨幅靠前。

**图表50：部分军工标的股价、业绩表现（截至 2025 年 4 月 30 日）**

公司名称	年初以来股价涨幅	2024 年营收（亿元）	YoY	2024 年归母净利润（亿元）	YoY
科思科技	78.35%	2.35	-0.39%	-2.68	-31.94%
铂力特	71.65%	13.26	15.02%	1.04	-5.26%
智明达	47.83%	4.38	-33.95%	0.19	-79.79%
鸿远电子	43.83%	14.92	-10.98%	1.54	-43.55%
内蒙一机	34.47%	97.92	-2.18%	5.00	-41.33%
光电股份	32.36%	12.97	-41.06%	-2.06	-397.95%
菲利华	28.29%	17.42	-16.68%	3.14	-41.56%
中简科技	25.66%	8.12	45.39%	3.56	23.16%
新雷能	25.45%	9.22	-37.16%	-5.01	-617.17%
火炬电子	24.59%	28.02	-20.04%	1.95	-38.90%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

部分材料、电子相关标的 PE-TTM 估值 30 倍左右。派克新材、中航高科、宝钛股份、光威复材、航宇科技、西部超导等高端材料企业，以及中航光电、振华科技等电子类企业 PE-TTM 估值在 30 倍左右。船舶板块的中国动力、中国船舶 PE-TTM 估值也在 30 倍左右，航空主机厂中航沈飞 PE-TTM 估值约 38 倍。

**图表51：部分军工标的 PE-TTM 估值（截至 2025 年 4 月 30 日）**

公司名称	今年以来股价涨幅	PE-TTM 估值
派克新材	3.01%	25.04
中航光电	3.38%	26.54
中航高科	-10.29%	27.23
宝钛股份	2.57%	27.97
中国动力	-13.69%	28.01
中国船舶	-18.58%	30.17
振华科技	21.22%	30.57
光威复材	-16.13%	32.71
航宇科技	7.21%	33.64
西部超导	9.78%	35.42
航发控制	-19.60%	36.93
内蒙一机	34.47%	37.55
中航沈飞	-15.66%	37.82
中简科技	25.66%	38.11
图南股份	-1.05%	39.37

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 4 投资建议

实现建军百年奋斗目标是这一阶段我国军队建设的中心任务。军工行业经过了 2021-2024 年装备放量的过程，整体营收、装备产量已经上了新台阶。展望 2025 年，“建军百年奋斗目标”任务进入下半场，军工行业随着供需两端进一步理顺，有望迎来高质量发展，在服务于提升装备性能或降低装备成本的新技术、以新域新质作战力量为代表的新产品、军贸和军用技术转化带来的新市场方向或蕴含更大弹性。建议关注以下两条投资主线：

### （1）装备建设进入下半场，关注航空航天主线和“查漏补缺”新重点

航空航天是国防装备发展主线，有持续的数量补齐和升级换代需求。歼 35A、歼 20S、歼 15T 等新型战机、红-19 地空导弹武器系统、新型察打一体无人机等新型装备亮相第十五届中国航展，国内新型航空航天装备研制生产能力持续提升。相关上市公司：1) 航空航发产业链：中航沈飞、航发动力、中航高科、光威复

材、钢研高纳、图南股份等；2) 导弹产业链：菲利华、楚江新材、盟升电子、国科军工等。

在航空航天主战装备数量补齐和升级换代需求增长外，建议关注低成本导弹和弹药、搜救装备、水下攻防等方向。相关上市公司包括天秦装备、理工导航、北化股份、烽火电子、高德红外、芯动联科、北方导航、长盈通、国科军工、甘化科工、中国海防、中科海讯等。

## (2) “三新”或蕴含更大弹性，建议关注新技术、新产品、新市场

我们认为，服务于提升装备性能或降低装备成本的新技术、以新域新质作战力量为代表的新产品、军贸和军用技术转化带来的新市场或蕴含更大弹性，建议关注相关投资机会。

**新技术：技术引领装备升级，渗透率提升带来业绩弹性。**新技术主要集中在军工产业链的中上游，对于产业链的价值在于提升装备性能、降低装备成本以及推动武器装备创新发展，包括隐身技术、MEMS 惯导、光子陀螺、高温合金返回料熔炼等。相关上市公司：华秦科技、佳驰科技、光启技术、芯动联科、长盈通、上大股份等。

**新产品：新装备量产带动下产业链业绩弹性大。**全球军事技术依然处在快速发展过程中，装备更新不断加快。随着国内武器装备研制生产能力提升，新型装备层出不穷，建议关注新型战机、新型航天装备、无人智能装备投资机会。相关上市公司：中航沈飞、航天南湖、航天彩虹、晶品特装等。

**新市场：军贸市场和军转民技术应用带来广阔市场空间。**军贸市场，相关上市公司包括国睿科技、高德红外、航天彩虹、中航沈飞、晶品特装、广东宏大等；商业航天和低空经济领域，相关上市公司包括中国卫通、中国卫星、臻镭科技、铖昌科技、航天电子、海格通信、莱斯信息、中科星图、纳睿雷达、新劲刚、应流股份等；民航市场，相关上市公司包括中航西飞、润贝航科、三角防务、广联航空、中航高科、光威复材、中复神鹰等；核聚变领域，相关上市公司包括国光电气、联创光电、永鼎股份等；非常规油气开采领域，相关上市公司航天智造等。

## 5 风险提示

装备订单下达时间不确定；装备采购量价低于预期；新技术、新产品、新市场推广低于预期。

## 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