

分析师：刘智
登记编码：S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775

否极泰来，圆满收官

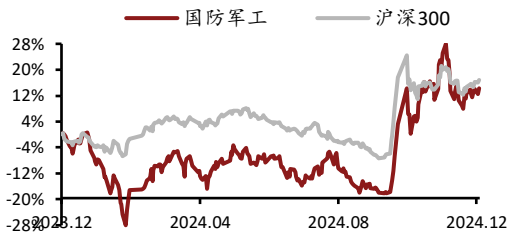
——国防军工行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市(首次)

国防军工相对沪深 300 指数表现

发布日期：2024 年 12 月 11 日



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《国防军工行业专题研究：2023 年中报增速有所反弹，产业链上游增速下滑，中下游开始领跑》 2023-09-12

《国防军工行业专题研究：增速放缓，景气链传导到中游环节》 2023-06-09

《国防军工行业专题研究：短期增速放缓无惧，未来仍有较大空间--国防军工行业 2022 年中报业绩总结》 2022-09-27

联系人：李智

电话：0371-65585753

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 2024 年申万国防军工板块上涨 10.05%，位居一级行业第 15。截止到 2024 年 12 月 9 日收盘，2024 年申万国防军工行业上涨 10.05%，跑输沪深 300 指数 5.56 个百分点，排名 31 个 SW 一级行业第 15 名。子行业中航空装备、航天装备、航海装备、军工电子、地面兵装涨幅分别为 14.7%、13.98%、10.65%、4.52%、3.89%。
- 2024 年三季度申万国防军工行业整体承压，航海装备一枝独秀，中上游产业链业绩下滑明显。2024 年三季度申万国防军工实现营业收入 3766.84 亿，同比下滑 5.23%，实现归母净利润 213.71 亿，同比下滑 27.87%。子行业仅申万航海装备实现了正增长。产业链中上游环节业绩大幅下滑，主机和分系统等相对优于行业平均，新材料板块业绩基本持平去年同期，表现在各环节较好。
- 行业投资策略。我们认为 2025 年军工行业有望迎来否极泰来、十四五圆满收官，投资建议关注三大主线。

一：龙头白马、根正苗红：军工体系内主机厂、核心供应商

2025 年是十四五规划的最后一年，军工行业迎来行业反转，军工核心企业将是直接受益的公司，带动行业反转的核心发动机。建议重点关注军工核心资产里主机厂、分系统、核心零部件上市公司。

二：新域新质、战场新趋势：无人机、导弹，现代战争变化新趋势

新域新质已经成为现代战争新趋势，以后武器装备研发和采购都会逐步侧重和倾斜，相关军工无人机、导弹、卫星互联网、信息化等板块会有持续催化。我们认为这些新域新质武器装备大部分处于 0-1 或 1-10 的阶段，尤其是在行业上行阶段，风险偏好提高的情况下，会有良好的成长性和主题投资机遇。

三：底部反转、戴维斯双击：军工中上游供应链迎来盈利修复

经过了持续深度的调整，电子元器件、新材料、零部件加工等中上游环节大部分企业的盈利水平、股价、估值都在行业底部区间，未来随着行业趋势反转，营业收入和归母净利润增速向上，毛利率净利率改善，有望迎来戴维斯双击。

风险提示：1) 国防开支预算增速不及预期；2) 军品订单释放不及预期；3) 军工定价改革，采购价格持续下降；4) 军工新产品、新技术渗透不及预期；5) 其他不可预测的政治因素、外部形势影响。

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 申万国防军工行业 2024 年行情回顾 | 4 |
| 1.1. 申万国防军工行业 2024 年震荡上行，弱于沪深 300 指数..... | 4 |
| 1.2. 国防军工行业近十年估值分位数中位偏上..... | 5 |
| 1.3. 申万国防军工上市公司 2024 年行情回顾..... | 6 |
| 2. 申万国防军工 2024 年三季报承压明显，中上游产业链业绩大幅下滑 | 7 |
| 2.1. 申万国防军工行业三季报业绩承压明显..... | 7 |
| 2.2. 各军工集团三季报：航海装备一枝独秀，其他集团明显下滑..... | 8 |
| 2.3. 各环节三季报：新材料一枝独秀，中上游受挤压明显，下游主机厂相对稳健..... | 9 |
| 3. 国防军工行业投资策略 | 12 |
| 3.1. 否极泰来、圆满收官：十四五进入收官阶段，行业有望迎来底部反转..... | 12 |
| 3.2. 龙头白马、根正苗红：军工体系内主机厂、核心供应商..... | 13 |
| 3.3. 新域新质、战场新趋势：无人机、导弹，现代战争变化新趋势..... | 16 |
| 3.4. 底部反转、戴维斯双击：军工中上游供应链迎来盈利修复..... | 20 |
| 4. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2024 年申万国防军工行业与沪深 300 指数行情走势..... | 4 |
| 图 2：2024 年申万一级子行业涨跌幅（%）..... | 4 |
| 图 3：2024 年申万国防军工子行业涨跌幅（%）..... | 5 |
| 图 4：申万一级行业指数市盈率及近 10 年分位数(%)..... | 5 |
| 图 5：申万国防军工子行业市盈率及近 10 年分位数(%)..... | 6 |
| 图 6：申万国防军工营业收入（亿元，%）..... | 7 |
| 图 7：申万国防军工归母净利润（亿元，%）..... | 7 |
| 图 8：申万国防军工毛利率、净利率、ROE-TTM（%）..... | 7 |
| 图 9：申万国防军工经营现金流入净额（亿元）..... | 7 |
| 图 10：申万国防军工存货、合同负债及同比增速（亿元，%）..... | 8 |
| 图 11：2024 年三季报子行业营业收入及增速（亿元，%）..... | 8 |
| 图 12：2024 年三季报子行业归母净利润及增速（亿元，%）..... | 8 |
| 图 13：申万光伏军工各子行业归母净利润增速（%）..... | 9 |
| 图 14：申万光伏军工各子行业合同负债增速（%）..... | 9 |
| 图 15：国防军工产业链各环节营业收入增速（%）..... | 10 |
| 图 16：国防军工各产业链归母净利润增速（%）..... | 11 |
| 图 17：国防军工各产业链净利率变化（%）..... | 11 |
| 图 18：近三年申万国防军工与沪深 300 走势对比..... | 12 |
| 图 19：申万国防军工营业收入和归母净利润增速（%）..... | 13 |
| 图 20：2024 年三季报申万国防军工行业核心企业和其他上市公司营业收入、归母净利润占比1 | |
| 图 21：申万国防军工、军工核心企业营业收入增速对比..... | 14 |
| 图 22：申万国防军工、军工核心企业归母净利润增速对比..... | 14 |
| 图 23：国产隐形战斗机 J35 在珠海航展上表演..... | 15 |
| 图 24：星链计划示意图..... | 16 |
| 图 25：无人机在战争中应用..... | 17 |
| 图 26：中航工业集团翼龙、云影系列无人机..... | 18 |
| 图 27：珠海航展上展示的彩虹 7 无人机..... | 18 |
| 图 28：中电科 28 所“天穹”综合反无人机作战体系..... | 19 |

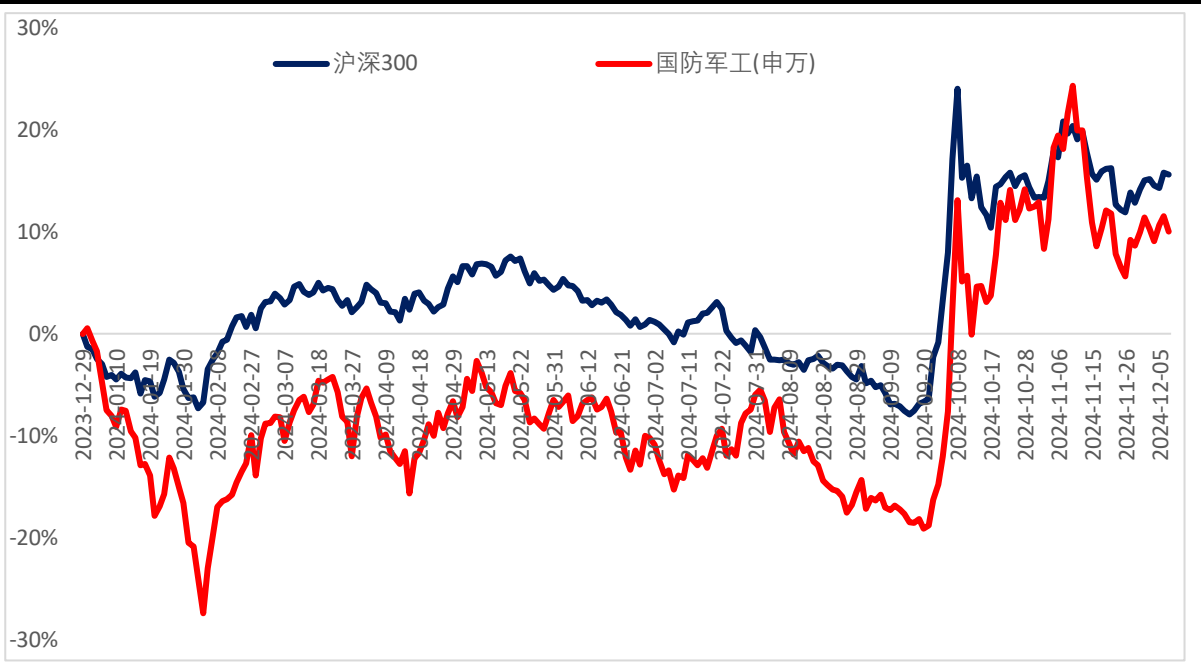
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 29: 中航科工反无人机装备 | 20 |
| 图 30: 军工中上游环节营业收入增速 (%) | 21 |
| 图 31: 军工中上游归母净利润增速 (%) | 21 |
| 图 32: 军工中上游环节毛利率 (%) | 21 |
| 图 33: 军工中上游环节净利率 (%) | 21 |
| 表 1: 2024 年申万国防军工行业个股涨跌幅 | 6 |
| 表 2: 申万国防军工子行业盈利能力 (%) | 9 |
| 表 3: 国防军工重点公司按产业链分类 | 10 |
| 表 4: 申万国防军工行业军工核心上市公司盈利估值表 | 15 |
| 表 5: 申万国防军工行业新域新质重点上市公司盈利估值表 | 20 |
| 表 6: 申万国防军工行业中上游环节重点上市公司盈利估值表 | 22 |

1. 申万国防军工行业 2024 年行情回顾

1.1. 申万国防军工行业 2024 年震荡上行，弱于沪深 300 指数

2024 年申万国防军工行业指数走势整体呈震荡上行趋势，上半年持续走弱，在 9 月底开始的反弹行情中逐步走强，全年整体走势弱于沪深 300 指数走势。

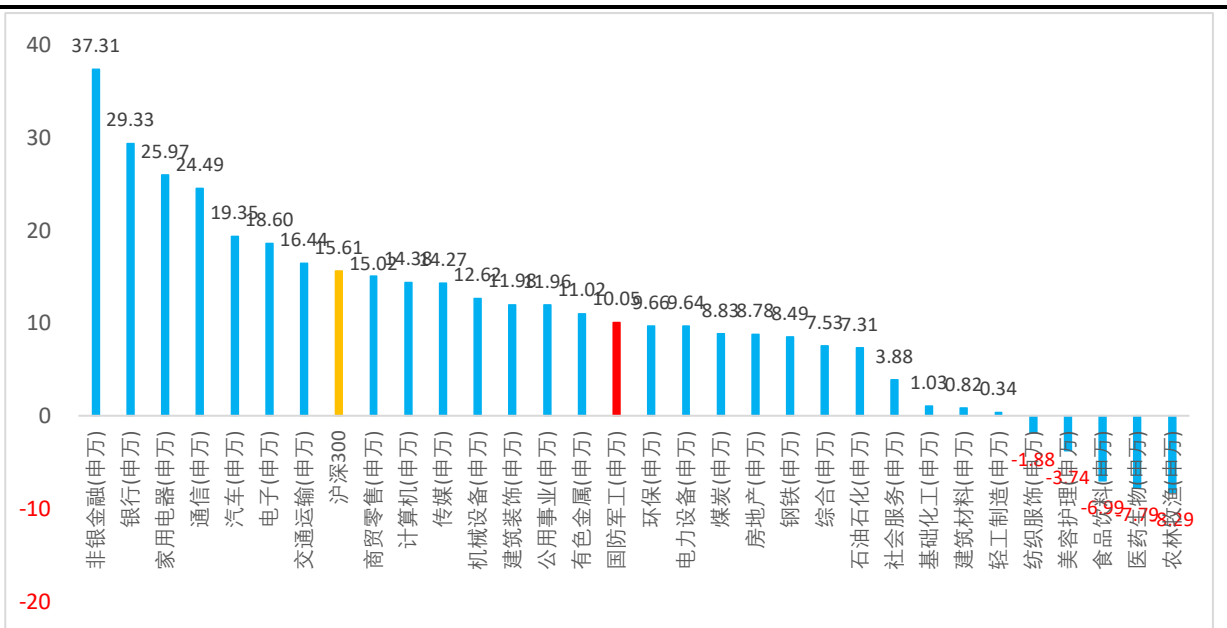
图 1：2024 年申万国防军工行业与沪深 300 指数行情走势



资料来源：聚源数据、中原证券研究所（截止 2024 年 12 月 9 日收盘）

截止到 2024 年 12 月 9 日收盘，2024 年申万国防军工行业上涨 10.05%，跑输沪深 300 指数 (+15.61%) 5.56 个百分点，排名 31 个 SW 一级行业第 15 名。

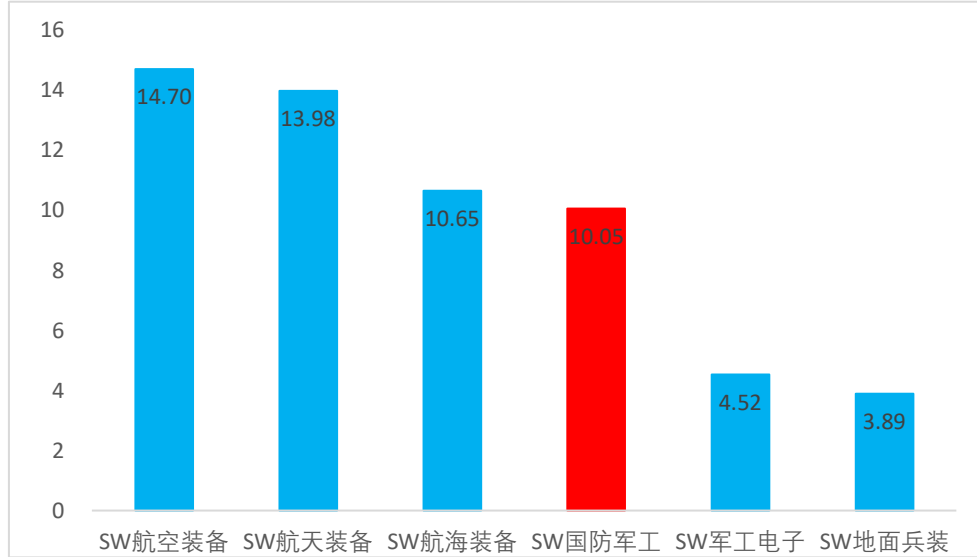
图 2：2024 年申万一级子行业涨跌幅 (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所（截止 2024 年 12 月 9 日收盘）

2024年申万国防军工子行业中，航空装备、航天装备、航海装备三个子行业跑赢了申万国防军工一级行业指数，涨幅分别为14.7%、13.98%、10.65%。军工电子、地面兵装等子行业跑输一级行业指数，涨幅分别为4.52%、3.89%。

图 3：2024 年申万国防军工子行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind、中原证券研究所（截止 2024 年 12 月 9 日收盘）

1.2. 国防军工行业近十年估值分位数中位偏上

截止 2024 年 12 月 9 日收盘，申万国防军工行业市盈率为 69.8 倍，位于近 10 年市盈率分位数的 57.6%，处于行业估值均值水平偏上。

图 4：申万一行业指数市盈率及近 10 年分位数(%)

| 申万行业 | 市盈率(倍) | 近10年分位数 (%) | 申万行业 | 市盈率(倍) | 近10年分位数 (%) |
|------|--------|-------------|------|--------|-------------|
| 基础化工 | 24.8 | 54.8% | 医药生物 | 33.1 | 37.4% |
| 钢铁 | 28.7 | 76.0% | 公用事业 | 17.8 | 7.3% |
| 有色金属 | 19.7 | 18.8% | 交通运输 | 17.5 | 44.9% |
| 建筑材料 | 26.4 | 71.6% | 房地产 | 41.8 | 99.3% |
| 建筑装饰 | 10.4 | 48.2% | 电子 | 54.4 | 73.2% |
| 电力设备 | 33.1 | 39.8% | 计算机 | 74.4 | 85.6% |
| 机械设备 | 32.7 | 62.4% | 传媒 | 42.1 | 66.1% |
| 国防军工 | 69.8 | 57.6% | 通信 | 32.1 | 22.5% |
| 汽车 | 26.0 | 62.9% | 银行 | 5.8 | 25.8% |
| 家用电器 | 15.2 | 37.1% | 非银金融 | 17.6 | 70.3% |
| 纺织服装 | 20.9 | 19.5% | 综合 | 62.2 | 75.3% |
| 轻工制造 | 26.5 | 45.8% | 煤炭 | 13.0 | 67.2% |
| 商贸零售 | 36.5 | 74.1% | 石油石化 | 16.7 | 50.2% |
| 农林牧渔 | 24.9 | 15.2% | 环保 | 23.4 | 54.7% |
| 食品饮料 | 21.1 | 3.9% | 美容护理 | 35.8 | 42.1% |

资料来源：Wind、中原证券研究所（截止 2024 年 12 月 9 日收盘）

申万国防军工子行业来看，航海装备、航空装备位于近 10 年市盈率分位数的 26.4%、39.6%，处于行业估值均值水平低位，地面兵装、航天装备、军工电子处于近 10 年行业估值均值以上。

图 5：申万国防军工子行业市盈率及近 10 年分位数(%)

| 申万行业 | 市盈率(倍) | 近10年分位数(%) |
|------|--------|------------|
| 国防军工 | 69.8 | 57.6% |
| 航天装备 | 110.8 | 78.3% |
| 航空装备 | 59.5 | 39.6% |
| 地面兵装 | 61.5 | 63.0% |
| 航海装备 | 93.3 | 26.4% |
| 军工电子 | 75.0 | 75.4% |

资料来源：Wind、中原证券研究所（截止 2024 年 12 月 9 日收盘）

1.3. 申万国防军工上市公司 2024 年行情回顾

申万国防军工行业沪深两市 139 家上市公司。截止到 2024 年 12 月 9 日收盘，2024 年上涨的家数为 68 家，下跌为 71 家，涨跌比大致为 1:1，涨跌幅中位数为-0.88%，大幅跑输申万国防军工行业 2024 年涨幅（10.05%）。

2024 年沪深两市申万国防军工上市公司涨幅前 5 名分别是 002625.SZ 光启技术、300177.SZ 中海达、688629.SH 华丰科技、300762.SZ 上海瀚讯、600316.SH 洪都航空。

跌幅前 5 名分别是 688636.SH 智明达、688776.SH 国光电气、688511.SH 天微电子、688311.SH 盟升电子、688375.SH 国博电子。

表 1：2024 年申万国防军工行业个股涨跌幅

| 证券代码 | 证券简称 | 涨跌幅 (%) | 证券代码 | 证券简称 | 涨跌幅 (%) |
|-----------|------|---------|-----------|--------|---------|
| 002625.SZ | 光启技术 | 180.72% | 688636.SH | 智明达 | -54.98% |
| 300177.SZ | 中海达 | 77.89% | 688776.SH | 国光电气 | -40.09% |
| 688629.SH | 华丰科技 | 58.17% | 688511.SH | 天微电子 | -37.65% |
| 300762.SZ | 上海瀚讯 | 55.97% | 688311.SH | 盟升电子 | -37.50% |
| 600316.SH | 洪都航空 | 54.84% | 688375.SH | 国博电子 | -37.33% |
| 300114.SZ | 中航电测 | 53.19% | 688439.SH | 振华风光 | -37.16% |
| 300719.SZ | 安达维尔 | 43.66% | 605123.SH | 派克新材 | -36.40% |
| 600562.SH | 国睿科技 | 38.51% | 300965.SZ | *ST 恒宇 | -35.19% |
| 300424.SZ | 航新科技 | 37.10% | 688053.SH | 思科瑞 | -32.30% |
| 300008.SZ | 天海防务 | 34.67% | 300600.SZ | ST 瑞科 | -31.57% |

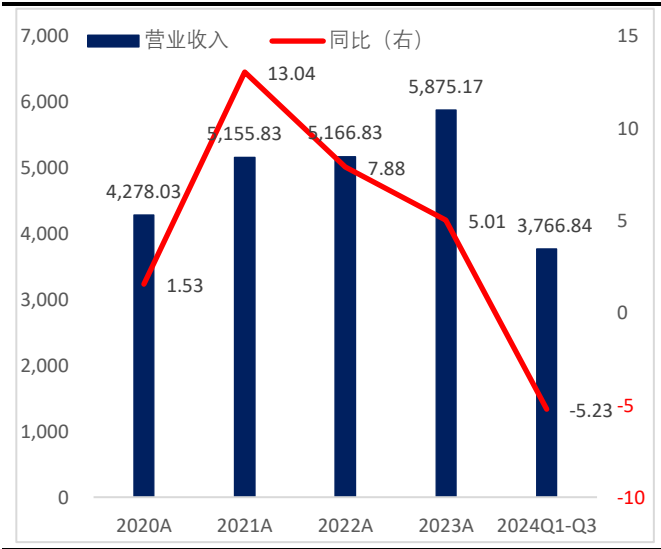
资料来源：Wind、中原证券研究所（截止到 2024 年 12 月 9 日收盘）

2. 申万国防军工 2024 年三季报承压明显，中上游产业链业绩大幅下滑

2.1. 申万国防军工行业三季报业绩承压明显

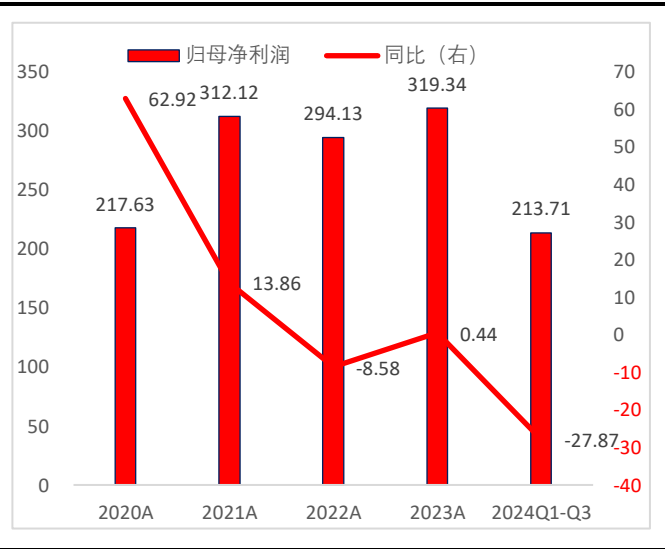
2024 年三季报申万国防军工实现营业收入 3766.84 亿，同比下滑 5.23%，实现归母净利润 213.71 亿，同比下滑 27.87%，三季报财报表现较差，营业收入、归母净利润双双下滑。

图 6：申万国防军工营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券研究所

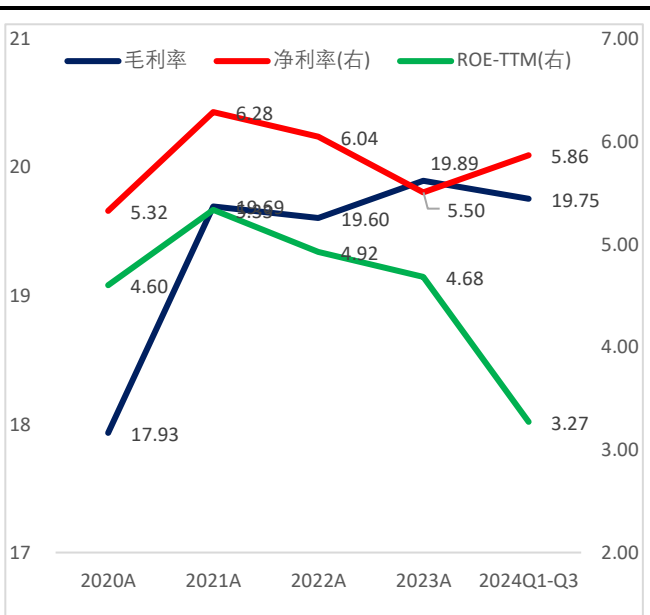
图 7：申万国防军工归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券研究所

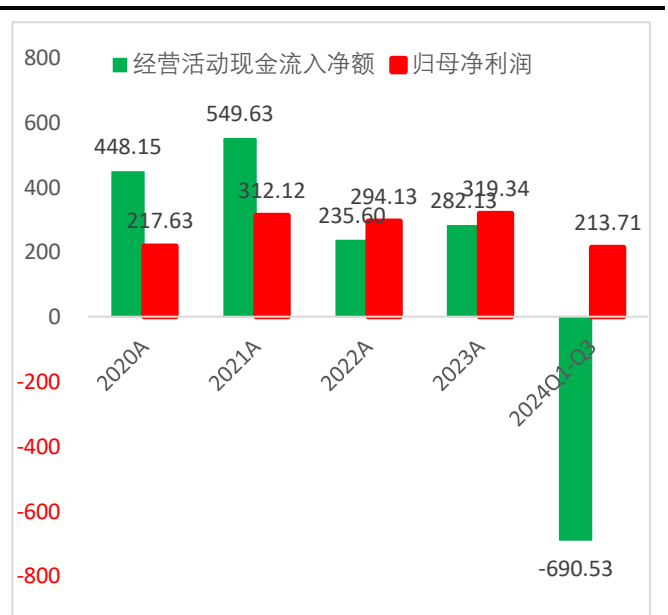
2024 年三季报申万国防军工毛利率 19.75%、净利 5.86%，同比去年年报分别变化-0.14%、+0.36%，毛利率呈下行趋势，但得益于船舶板块扭亏为盈，净利率有所上升；2024 年三季报 ROE-TTM 为 3.27%，有明显下降。2024 年三季报申万国防军工经营现金流入净额为-690.53 亿，同比显著下滑，经营现金流有明显的恶化趋势。

图 8：申万国防军工毛利率、净利率、ROE-TTM (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所

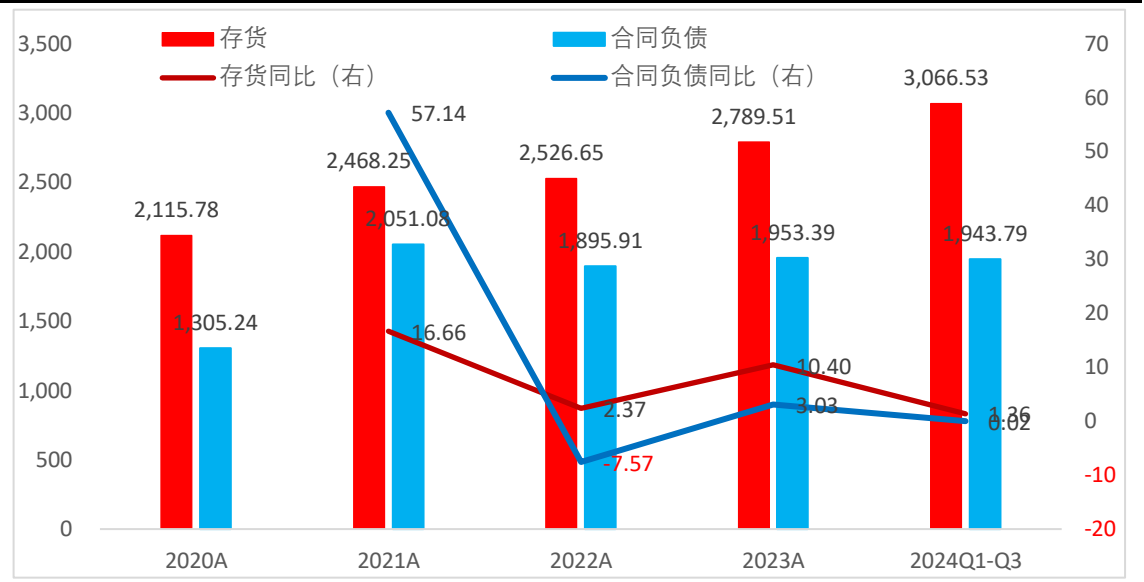
图 9：申万国防军工经营现金流入净额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券研究所

2024年三季报申万国防军工存货为3066.53亿，同比增长1.36%；合同负债1943.79亿，同比基本持平去年。2024年三季报国防军工行业存货和合同负债数据增速继续下行，行业需求仍没有明显转好。

图 10：申万国防军工存货、合同负债及同比增速（亿元，%）



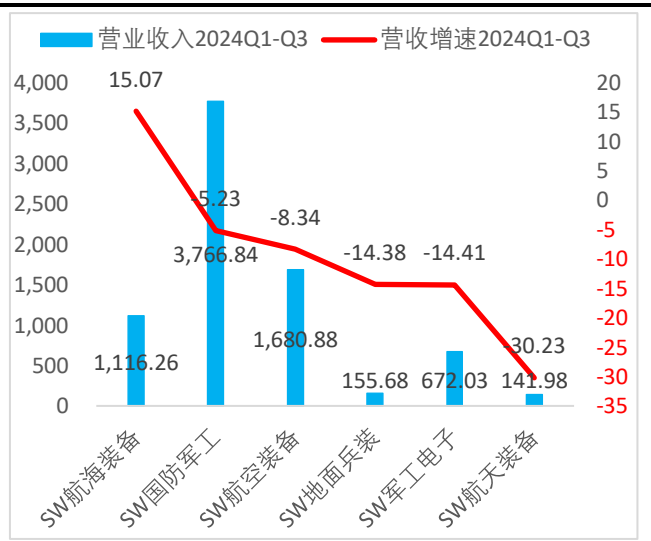
资料来源：Wind、中原证券研究所

2.2. 各军工集团三季报：航海装备一枝独秀，其他集团明显下滑

按各大军工集团分，2024年三季报营业收入增速：仅SW航海装备实现了营业收入正增长15.07%，其他集团营业收入均为负增长，营业收入增速排名依次为航海装备(+15.07%)、航空装备(-8.34%)、地面兵装(-14.38%)、军工电子(-14.41%)、航天装备(-30.23%)。

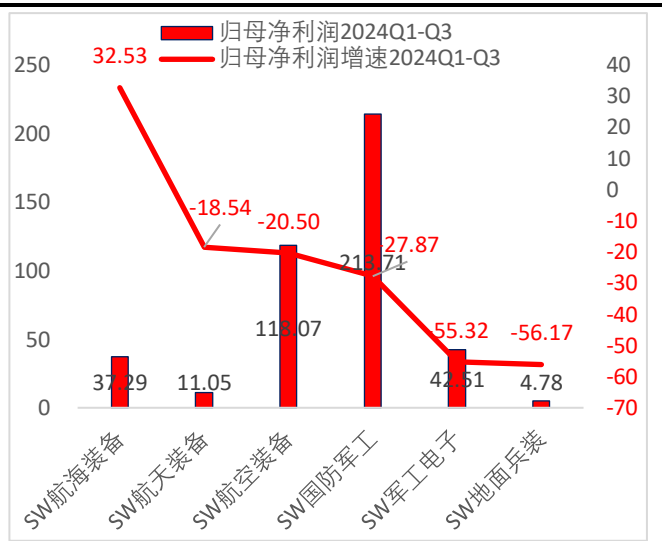
2024年三季报归母净利润增速：同样，除了航海装备实现归母净利润增长32.52%外，其他集团归母净利润均为负增长，归母净利润增速排名依次是航海装备(+32.53%)、航天装备(-18.54%)、航空装备(-20.50%)、军工电子(-55.32%)、地面兵装(-56.17%)。

图 11：2024年三季报子行业营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 12：2024年三季报子行业归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、中原证券研究所

从近三年财报看，国防军工整体盈利能力整体较为稳定，主要受益于航海装备净利率持续提升。航空装备净利率水平保持稳中有升，军工电子、地面兵装净利率大幅下滑。

表 2：申万国防军工子行业盈利能力 (%)

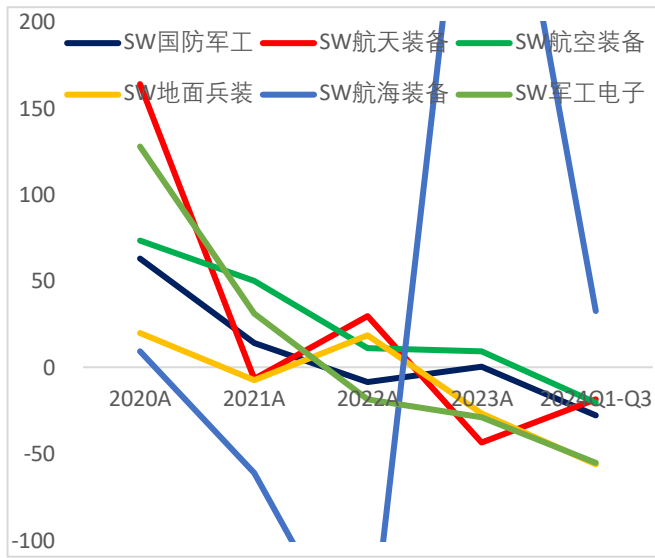
| 子行业 | 毛利率 2022A | 毛利率 2023A | 毛利率 2024Q1-Q3 | 净利率 2022A | 净利率 2023A | 净利率 2024Q1-Q3 | ROETTM 2022A | ROETTM 2023A | ROETTM 2024Q1-Q3 |
|---------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|------------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| 申万国防军工 | 19.60 | 19.89 | 19.75 | 6.04 | 5.50 | 5.86 | 4.92 | 4.68 | 3.27 |
| SW 航天装备 | 20.36 | 21.00 | 24.10 | 8.31 | 5.20 | 8.57 | 6.02 | 2.98 | 2.27 |
| SW 航空装备 | 17.22 | 18.14 | 18.28 | 7.10 | 7.00 | 7.26 | 7.62 | 7.40 | 5.55 |
| SW 地面兵装 | 18.78 | 23.34 | 19.09 | 6.93 | 6.88 | 3.05 | 6.15 | 4.45 | 2.84 |
| SW 航海装备 | 9.00 | 11.20 | 11.24 | -0.46 | 1.70 | 3.50 | -0.68 | 1.62 | 2.10 |
| SW 军工电子 | 37.60 | 36.38 | 36.80 | 10.91 | 7.41 | 6.35 | 6.87 | 4.47 | 1.47 |

资料来源：Wind、中原证券研究所

从近几年各子行业归母净利润增速来看，从 2020 年开始大部分子行业归母净利润增速都在下滑，航海装备从 2022 年复苏，业绩增速持续向好。

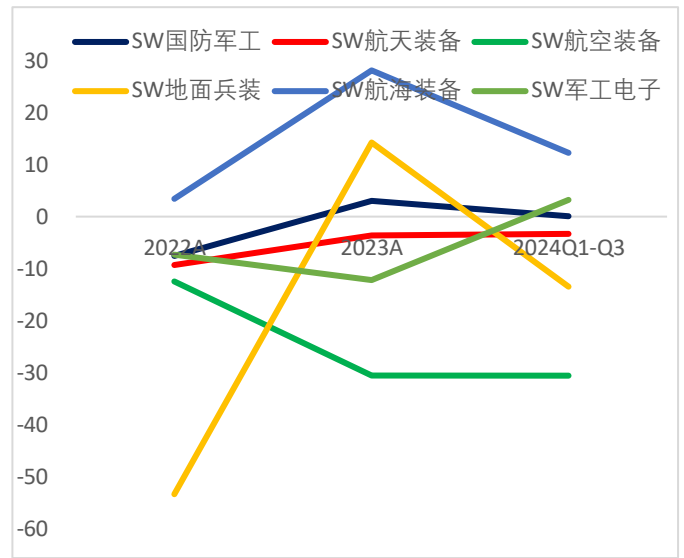
从合同负债情况看，近几年航海装备需求持续向好，军工板块另一权重子行业航空装备需求放缓。航海装备行业合同负债近三年都取得较高速增长，其他子行业合同负债大部分为负增长，航空装备子行业近三年合同负债均为负增长，近两年增速为所有子行业倒数。

图 13：申万光伏军工各子行业归母净利润增速 (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所

图 14：申万光伏军工各子行业合同负债增速 (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所

2.3. 各环节三季报：新材料一枝独秀，中上游受挤压明显，下游主机厂相对稳健

按产业链的环节划分，我们把以航空装备、军工电子为核心的国防军工上市公司分成了主机厂、分系统、零部件、零部件加工、电子元器件、新材料、军工信息化、发动机等 8 大产业链环节板块。我们挑选了各产业链的 60 家重点公司进行分类和财报分析。

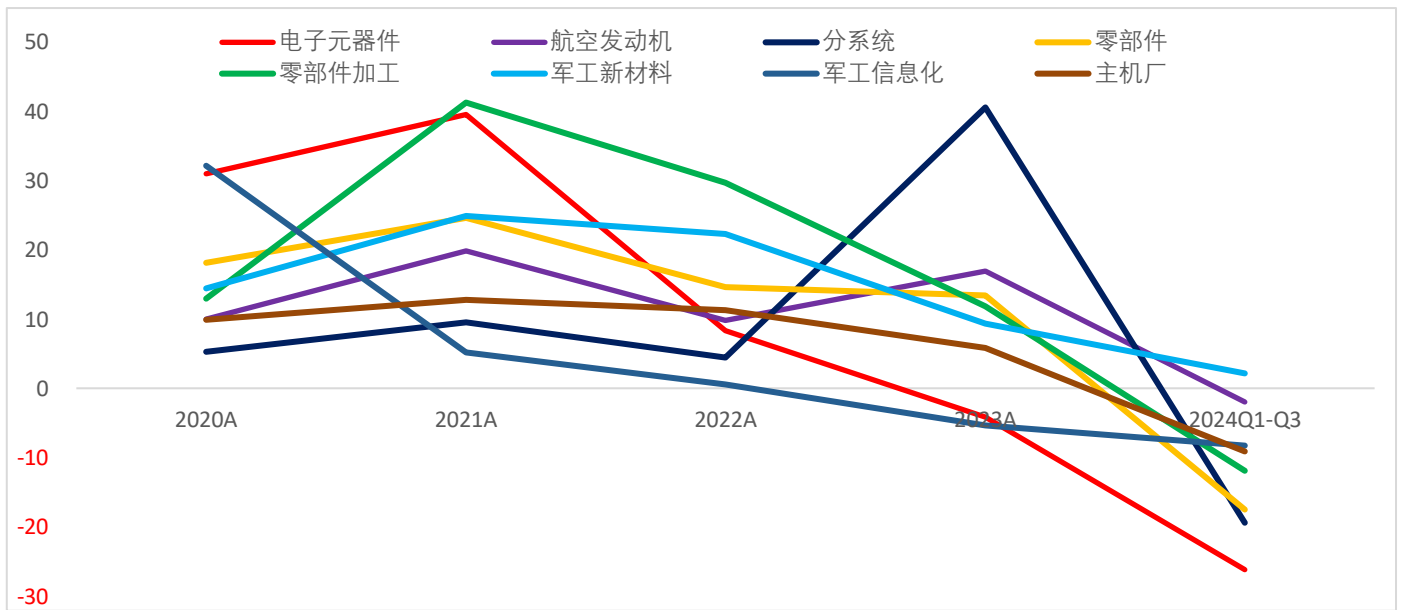
表 3：国防军工重点公司按产业链分类

| 主机厂 | 发动机 | 分系统 | 零部件 | 零部件加工 | 电子元器件 | 新材料 | 军工信息化 |
|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|
| 中直股份 | 航发控制 | 中航机载 | 江航装备 | 中航重机 | 智明达 | 中简科技 | 四创电子 |
| 中无人机 | 航发动力 | 中国海防 | 航天电器 | 三角防务 | 振华科技 | 中航高科 | 上海瀚讯 |
| 中航西飞 | 航发科技 | 湘电股份 | 北方导航 | 派克新材 | 振华风光 | 西部超导 | 睿创微纳 |
| 中航沈飞 | | 航天电子 | 中航光电 | 航宇科技 | 景嘉微 | 西部材料 | 七一二 |
| 洪都航空 | | 中兵红箭 | 中航电测 | 航亚科技 | 火炬电子 | 图南股份 | 盟升电子 |
| 航天彩虹 | | | 北摩高科 | 爱乐达 | 鸿远电子 | 华秦科技 | 雷电微力 |
| | | | | | 宏达电子 | 光威复材 | 霍莱沃 |
| | | | | | 国光电气 | 光启技术 | 航天发展 |
| | | | | | | 钢研高纳 | 海格通信 |
| | | | | | | 抚顺特钢 | 国睿科技 |
| | | | | | | 菲利华 | 国博电子 |
| | | | | | | 宝钛股份 | 高德红外 |
| | | | | | | 航材股份 | 铖昌科技 |

资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 年三季度报营业收入增速：军工新材料是仅有营收正增长的产业链，增长 2.15%；航空发动机、军工信息化、主机厂营收增速在-10%~0%之间，零部件、零部件加工、分系统、电子元器件等中上游环节营收增速都在-30%~-10%，中上游产业链营收下滑比较厉害，产业链各环节营收增速大致是从下游到中游到上游逐步递减，越往上游下滑越多。这也符合一般的行业周期规律，行业收缩下，越往上游利润的挤压就越明显，同样行业景气阶段，越往上游业绩弹性越大。

图 15：国防军工产业链各环节营业收入增速（%）

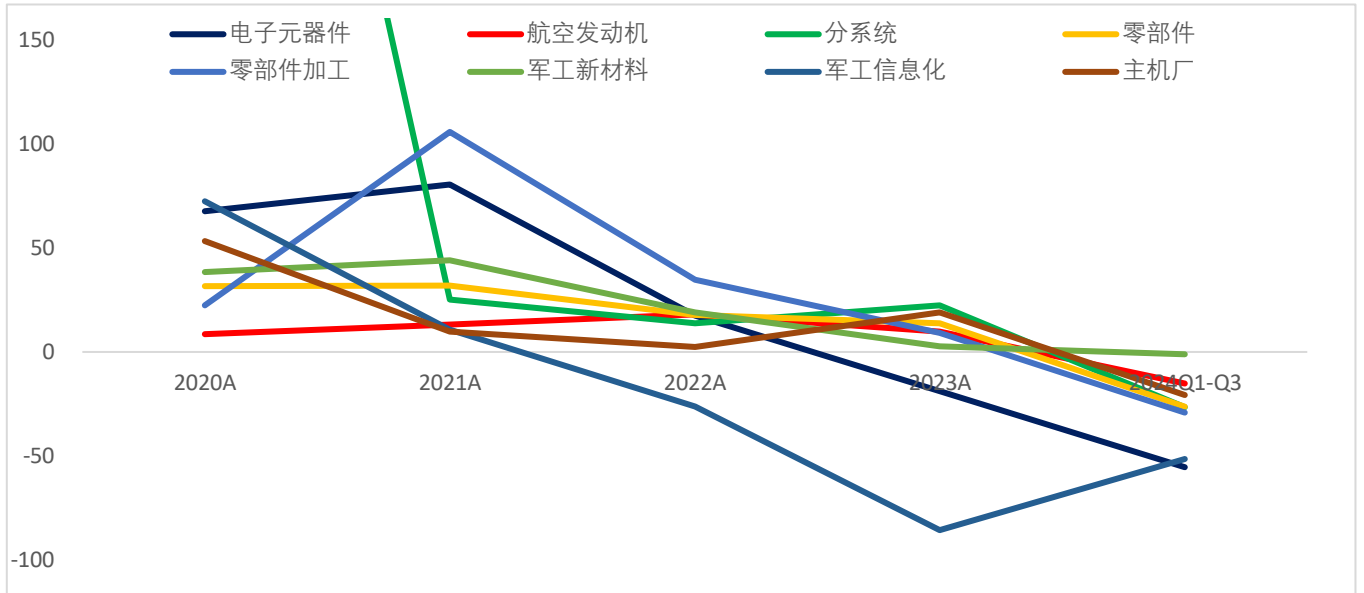


资料来源：Wind、中原证券研究所

产业链 2024 年三季度报归母净利润增速：军工新材料是仅有的一个接近持平去年的子行业，其他子行业都出现了归母净利润大幅下滑。军工新材料归母净利润下滑 1.12%，其次是航空发

动机和主机厂等产业链，归母净利润分别下滑 15.17%、20.7%；分系统、零部件、零部件加工环节归母净利润下滑都在-20%~-30%之间，电子元器件、军工信息化归母净利润分别下滑 55.4%、51.42%排名末尾。

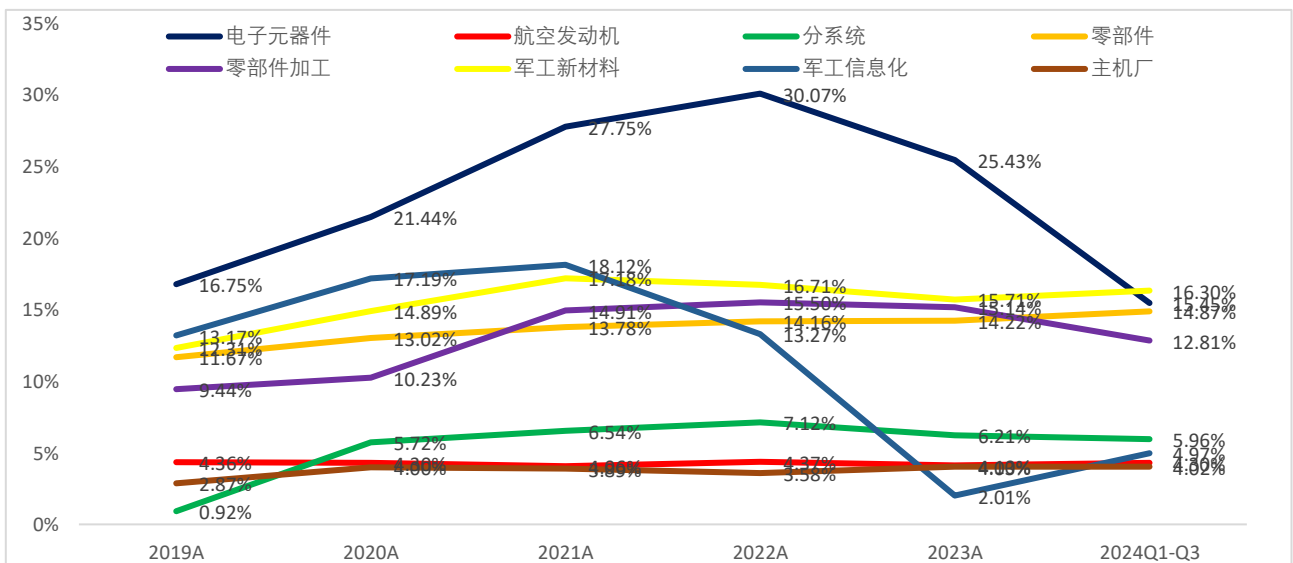
图 16：国防军工各产业链归母净利润增速 (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所

2024 三季度各产业链毛利率情况看，有涨有跌，大致趋势是主机厂和航空发动机产业链毛利率小幅上升，上游电子元器件、零部件加工等环节毛利率持续下降，这也符合了行业收缩阶段，军工行业上游采购价有不同程度下行的趋势。净利率上看主机厂、零部件环节稳步上升，电子元器件、零部件军工、分系统等环节逐步下降，其中电子元器件板块净利率从 2022 年高峰的 30.07% 下降到 2024 年三季报的 15.45%，下跌幅度接近一半。越往上游净利率下降越多，主机厂和总装企业净利率稳中有升。

图 17：国防军工各产业链净利率变化 (%)



资料来源：Wind、中原证券研究所

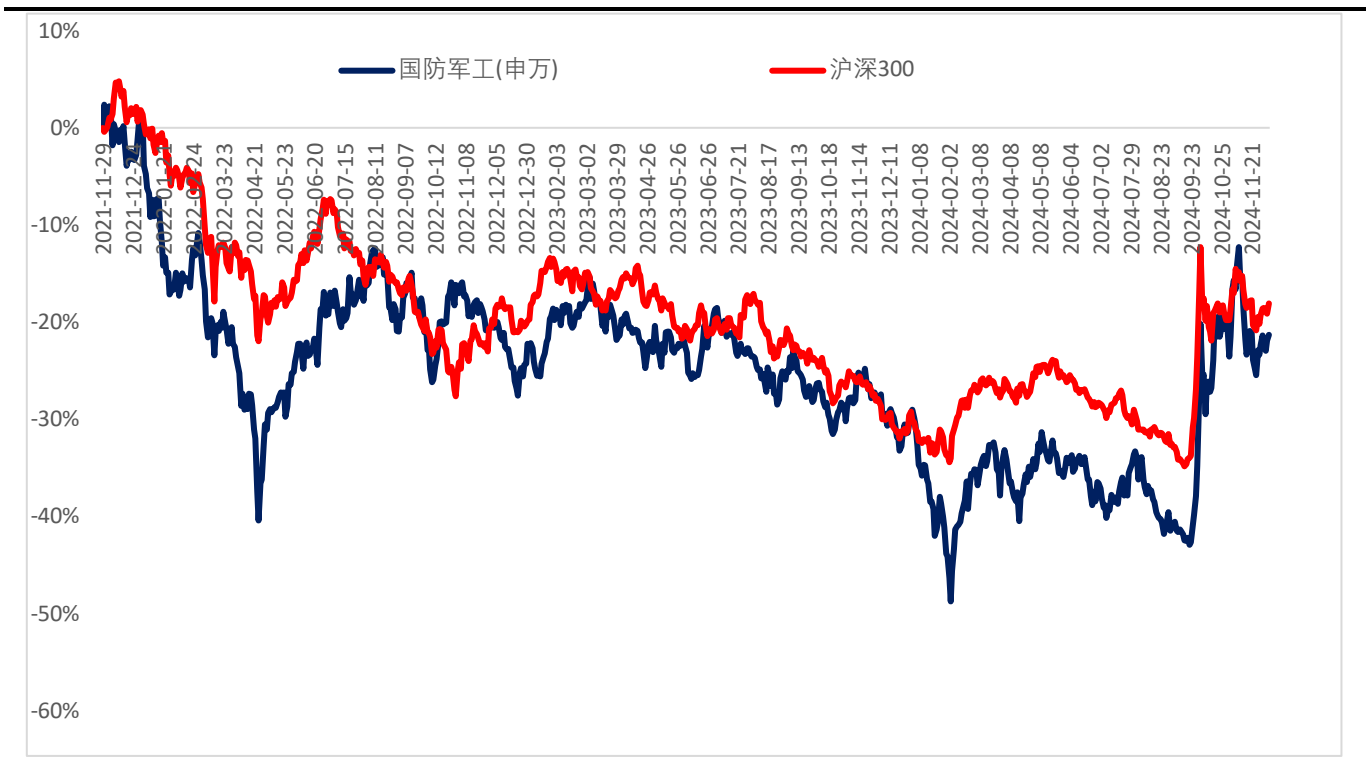
3. 国防军工行业投资策略

3.1. 否极泰来、圆满收官：十四五进入收官阶段，行业有望迎来底部反转

国防军工行业持续调整三年，跌幅深，时间久

军工行业从 2022 年开始调整，持续三年，无论是营收增速、净利润增速还是毛利率、净利率都出现不同程度的下行趋势，相应的 2022 年-2024 年军工板块行情惨淡。从上一轮创业板指高点 2021 年 11 月 29 日开始到 2024 年 12 月 6 日收盘，申万国防军工指数最大跌幅 48.8%，跌幅深度远远超过沪深 300 指数，2024 年 9 月下旬的反弹，国防军工板块同样也明显强于沪深 300 指数，符合军工行业高贝塔的特点。

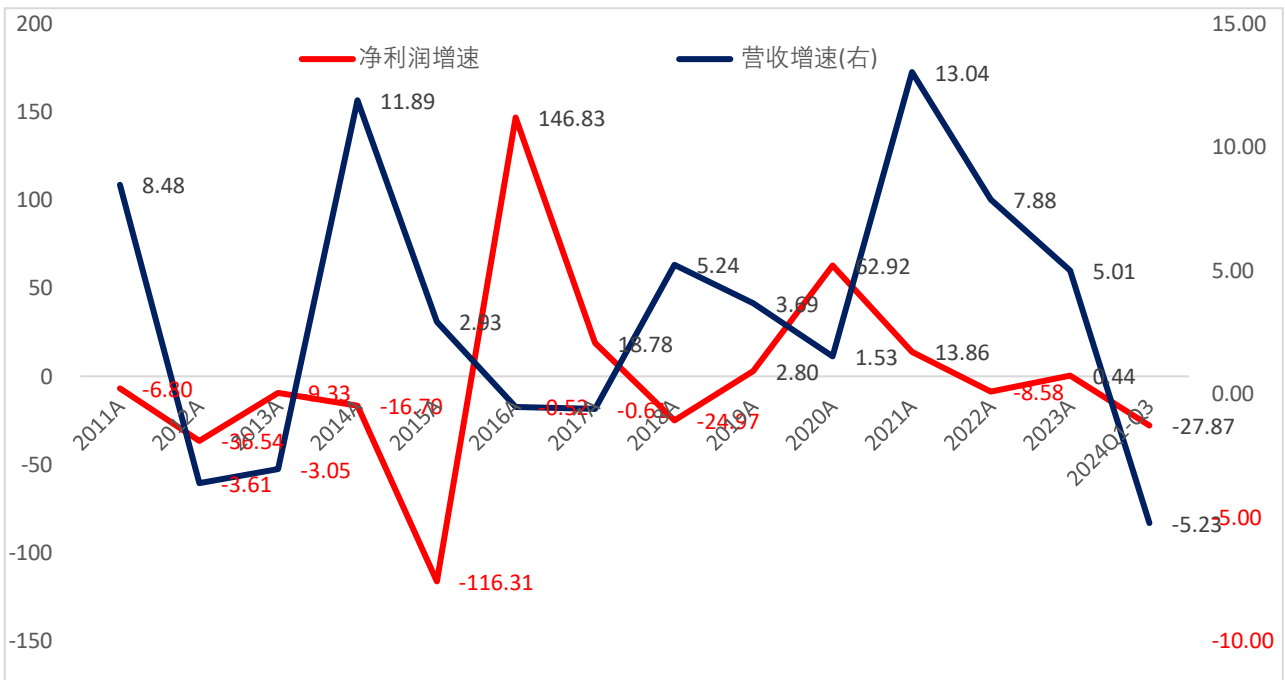
图 18：近三年申万国防军工与沪深 300 走势对比



资料来源：Wind、中原证券研究所（以 2021 年 11 月 29 日至 2024 年 12 月 6 日收盘价计算）

我们从 2011 年开始申万国防军工行业营业收入增速、归母净利润增速走势可以很明显看出，在每个五年规划中，国防军工行业业绩有明显的前低后高的特点，营业收入增速的几个高点分别为 2011 年、2014 年、2021 年，归母净利润增速几个高点分别为 2016 年、2020 年。基本都在每一个五年规划的最后一年或者第一年（订单交付、业绩确认有延后和惯性）。行业低点基本都在每一个五年规划的中间 2-3 年，国防军工行业在每一个五年规划里有很明显的前低后高的特点。2025 年十四五规划进入最后一年，按照行业特点国防军工行业有望进入十四五规划的高峰，行业基本面有望否极泰来，迎来反转。

图 19: 申万国防军工营业收入和归母净利润增速 (%)

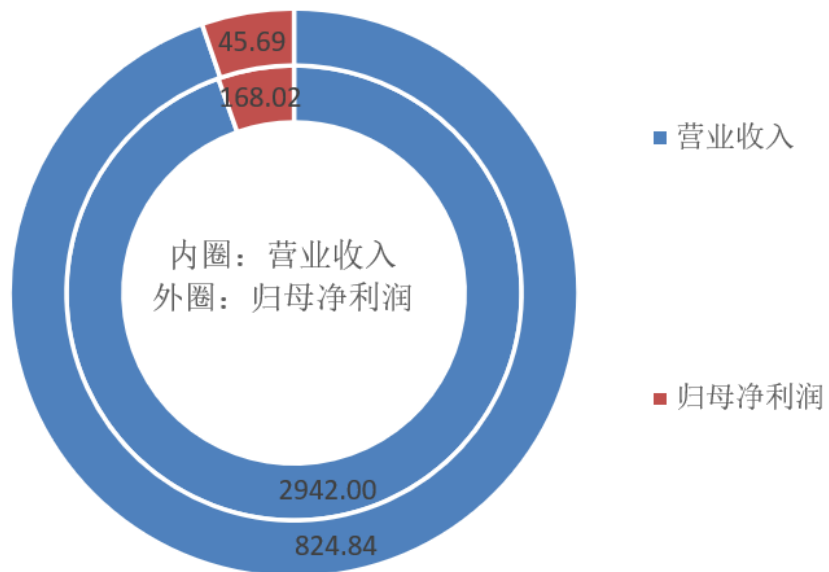


资料来源: Wind、中原证券研究所

3.2. 龙头白马、根正苗红: 军工体系内主机厂、核心供应商

军工主机厂需求持续向上是整个军工板块基本面向上的核心推动力。军工行业的反转，必然要依靠主机厂订单复苏来实现。军工主机厂、核心系统级零部件级供应商是整个军工体系的核心支柱，也是整个国防军工行业的国家队。以十大军工央企旗下 30 家核心资产构成的军工核心上市公司，2024 年三季报营业收入占整个申万国防军工行业营业收入比重的 78.1%，归母净利润占整个申万国防军工行业归母净利润比重 78.62%。

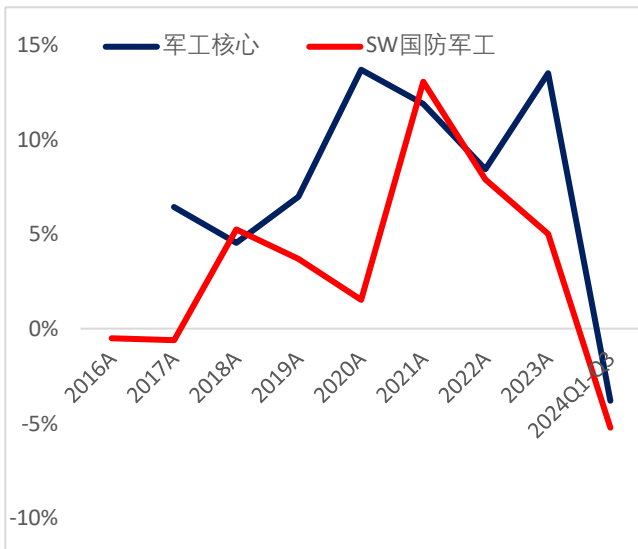
图 20: 2024 年三季报申万国防军工行业核心企业和其他上市公司营业收入、归母净利润占比



资料来源: Wind, 中原证券研究所

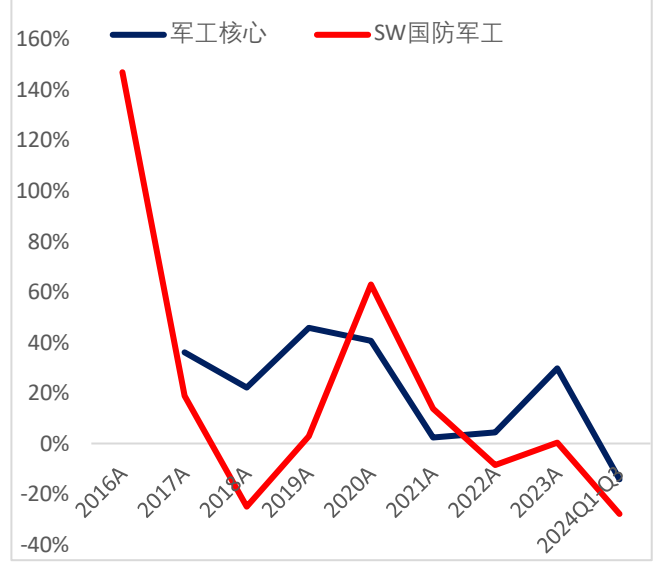
军工核心资产大部分是根正苗红的军工央企国家队，分布在主机厂、分系统、零部件等各个环节，从历年财务表现来看，整体表现稳健，波动性比申万国防军工行业小，是优质大白马标的集中的区域。

图 21: 申万国防军工、军工核心企业营业收入增速对比



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 22: 申万国防军工、军工核心企业归母净利润增速对比



资料来源: Wind、中原证券研究所

从上图可以看出，军工核心上市公司在行业上行期营业收入增速和归母净利润增速基本随着行业增长，在行业下行期又能明显跑赢申万国防军工行业，表现了较好的托底能力和稳定性。

十四五期间，国防行业武器装备系统也有了明显的更新，一系列新型武器装备亮相，逐步进入列装阶段，未来有望带动产业链进入快速成长阶段，给军工行业带来明显的阿尔法收益。

国产新一代中型隐身多用途战斗机 J35 在 2024 年 11 月 12 日珠海航展中首次亮相，引起了国际国内社会的广泛关注。J35 是我国新一代中型多用途隐形战斗机，可应用于空军、海军等各领域，未来有望进入加速列装阶段，对整个航空制造业产业会有较大的催化。

在 2024 年 11 月的珠海航展，中国航空发动机集团有限公司展馆，以 AEF1200 发动机、CJ1000A 发动机、“太行”发动机、AES100 发动机等明星产品纷纷亮相、参展规模创历史新高。首次亮相的 AEF1200 发动机是我国自主研发的第一型大涵道比双转子涡轮风扇发动机，填补了我国航空动力领域的空白，将为我国大型飞机提供动力。

图 23: 国产隐形战斗机 J35 在珠海航展上表演



资料来源：2024 年珠海航展、新华社、中原证券研究所

2025 年是十四五规划的最后一年，军工行业迎来行业反转，军工核心企业将是直接受益的公司，带动行业反转的核心发动机。建议重点关注军工核心资产里主要的主机厂、分系统、核心零部件上市公司。

表 4: 申万国防军工行业军工核心上市公司盈利估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 亿元 | EPS2023A | EPS2024E | EPS2025E | PE2023A | PE2024E | PE2025E | PB |
|-----------|------|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|------|
| 600760.SH | 中航沈飞 | 1,335.69 | 1.09 | 1.35 | 1.68 | 44.42 | 35.86 | 28.91 | 8.37 |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 746.62 | 0.31 | 0.40 | 0.49 | 86.72 | 67.83 | 54.31 | 3.68 |
| 600038.SH | 中直股份 | 328.45 | 0.54 | 0.89 | 1.08 | 74.19 | 45.26 | 37.09 | 2.04 |
| 600372.SH | 中航机载 | 611.64 | 0.39 | 0.42 | 0.49 | 32.42 | 30.10 | 25.99 | 1.65 |
| 600862.SH | 中航高科 | 346.73 | 0.74 | 0.82 | 0.98 | 33.62 | 30.17 | 25.32 | 5.07 |
| 002179.SZ | 中航光电 | 856.56 | 1.58 | 1.74 | 2.11 | 25.65 | 23.21 | 19.15 | 3.84 |
| 002025.SZ | 航天电器 | 260.78 | 1.64 | 1.63 | 2.15 | 34.75 | 35.00 | 26.55 | 3.98 |
| 600765.SH | 中航重机 | 309.03 | 0.90 | 1.04 | 1.24 | 23.26 | 20.12 | 16.83 | 2.51 |
| 600893.SH | 航发动力 | 1,112.89 | 0.53 | 0.58 | 0.72 | 78.29 | 71.42 | 58.29 | 2.79 |
| 000738.SZ | 航发控制 | 290.00 | 0.55 | 0.62 | 0.73 | 39.91 | 35.29 | 30.07 | 2.37 |

资料来源：Wind、中原证券研究所（盈利预测按照 wind 一致预期，估值按 2024 年 12 月 6 日收盘价计算）

3.3. 新域新质、战场新趋势：无人机、导弹，现代战争变化新趋势

党的二十大报告中提到：全面加强练兵备战，提高人民军队打赢能力。打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重。当今世界，战争形态加速向智能化演变，大量先进科技在军事领域广泛应用，新域新质作战力量已成为大国战略竞争的制高点和制胜未来的关键力量。发展新域新质作战力量已成为世界军事强国的优先选项。

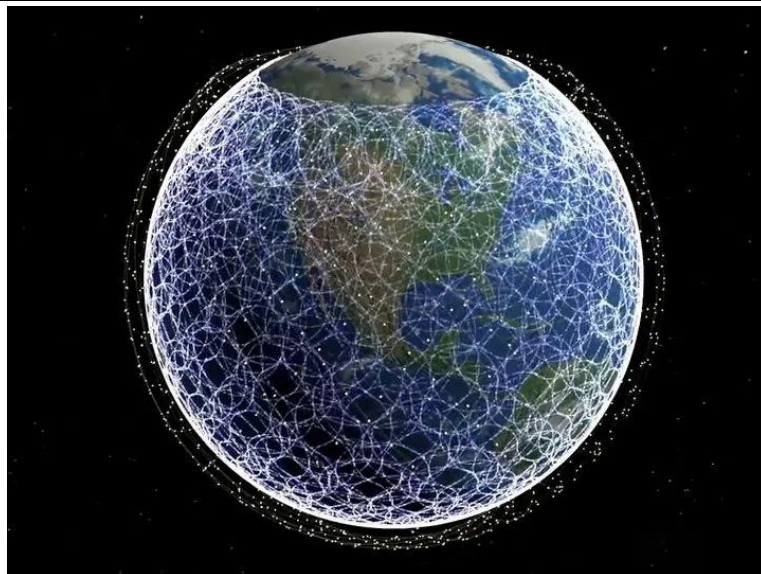
新域新质新在哪里？

1) 空间立体，战场多维化：在先进技术推动下，新域新质作战力量已经突破陆、海、空、天等传统空间，活动范围更加立体多元。深海、太空、地下、极地等都已成为新域新质作战力量角逐比拼的新领地，并成长为撬动作战空间的“新版块”。2018年，美国国防部发布《国防太空战略》，在美国成立独立太空军和太空司令部的背景下，其太空力量已经演变成集军事、政治、经济、外交等于一体的太空综合能力代名词。2019年底，美军推出“全域作战”概念，将太空、网络、电磁和导弹防御等能力整合，声称要与竞争对手在所有冲突维度展开竞争。

星链 Starlink 是由美国太空探索技术公司于 2014 年提出的低轨互联网星座计划，可进一步提升美军导航定位系统的精度和抗干扰能力，有效推动军事通信网络与商业通信网络之间的无缝切换。SPACE X 公司在 2019 年至 2024 年间在太空搭建由约 1.2 万颗卫星组成的“星链”网络提供互联网服务，该计划拟用 4.2 万颗卫星来取代地面上的传统通信设施，从而在全球范围内提供价格低廉、高速且稳定的卫星宽带服务。

星链除了拥有很强的民用通信价值外，同样具有很强的军事战略价值。从深层次的国际和国家安全角度看，“星链计划”与美国刚刚成立的“太空战略”的关系密切，背后依托的是美国太空安全的战略转型，对完善美国“空天地一体”作战能力，包括对美国“无尽边疆”的太空战略部署均有着深远的战略意义。

图 24：星链计划示意图



资料来源：百度、中原证券研究所

2) 新兴先进科技广泛应用迅猛发展：先进科技对作战力量的产生发展具有至关重要的驱动作用，支撑新域新质作战力量的核心技术已由传统范畴加速向新兴领域转变。当今世界，人工智能技术取得新进展，无人系统技术进入快速发展期，空间对抗技术蓬勃兴起，网络作战技术向纵深推进，新概念武器技术备受关注，融合技术催生颠覆性创新。

3) 平台装备侧重智能无人：新域新质作战力量的平台装备加速向智能化、无人化形态转变。近年来，基于智能化无人化技术的快速应用，全谱系无人平台、智能装备和无人蜂群迎来高速增长。美军“全球鹰”“捕食者”等无人机已大量投入实战，F-35与无人版F-16通过“忠诚僚机”计划不断强化有人无人协同。美军规划未来无人机将占到其空军飞机装备量的90%。无人机在乌克兰战场上发挥了巨大的作用，在很大程度上影响了战争模式。双方都使用了各种无人机(UAV)进行侦察和突击。挂载各式炸药、火箭弹战斗部的FPV成为了坦克装甲车辆的头号威胁、各式商用无人机极大地拓展了交战双方步兵分队的战场感知能力，商用无人机也能投掷手榴弹/改装榴弹杀伤敌方步兵、摧毁昂贵的装甲车辆等武器装备，无人机成为了交战双方最大的威胁之一。

图 25：无人机在战争中应用



资料来源：中央电视台《兵器面面观》、中原证券研究所

2024年11月在珠海举行的珠海航展中，各种无人化装备成为本次航展的最大热点。无人机作为一种新域新质作战力量，这些年正在改变作战的形态，颠覆作战的样式。

中国航空工业集团自主研制的“翼龙”“云影”系列共二十余型先进无人机集体参展，其中翼龙-6、云影-350等十余型无人机首次公开亮相，从10公斤到6吨级别，“高中低”搭配、“大中小”融合的全场景系列谱系，集中体现了无人机国家队在多领域关键技术创新攻关、系列产品谱系化发展、作战场景应用拓展取得的重大新突破。

图 26：中航工业集团翼龙、云影系列无人机



资料来源：中新网、中原证券研究所

翼龙-6 无人机具备在各种复杂地形和野战环境下快速部署、快速出动能力，通过搭载不同的侦察设备和武器载荷，可执行侦察、监视、打击等作战任务，提供包括区域搜索与时敏打击、近距离空中支援、目标引导、精准火力打击以及毁伤效果评估等多种任务能力。

航天彩虹发布了新型的隐身无人机彩虹-7。它采用独特的飞翼布局，机头像鹰嘴一样，发动机的进气道设计在了飞机背部，有效降低雷达反射面率和压缩雷达的探测距离，最大起飞重量 8 吨，实用升限约为 16000 米，在空中的飞行时间可以达到 16 小时，飞行性能十分强大。

图 27：珠海航展上展示的彩虹 7 无人机



资料来源：2024 年珠海航展、新华社、中原证券研究所

如何应对防不胜防的小微型无人机是个世界性的难题。在 2024 年珠海航展上，大批中国防务企业都展出了种类多样的反无人机系统，反无装备更为体系化、作战模式也更为多样化，折射出无人机与反无人机装备之间的“军备竞赛”。

反无人机装备大都采用了综合探测和防御方案。例如中国电科 28 所推出“天穹”综合反无人机作战体系，就是将雷达、光电、电子侦测等多种探测手段，与激光、微波、电子干扰、导航诱骗、高炮、防空导弹等多样化的拦截手段结合起来，再根据不同场景的特点，灵活编配和综合运用各类有源、无源探测资源及软硬杀伤手段，建立分布式探测网和协同火力打击网。

图 28：中电科 28 所“天穹”综合反无人机作战体系



资料来源：环球网、中原证券研究所

航天科工集团在本届珠海航展上展出的反无装备中，不但包括了小型防空导弹、速射炮、电子干扰等多型装备，而且还出现了新型 LW-60 激光防御武器系统，它主要用于要地、军营及行军防空，既可以对无人机实施硬杀伤，也可以干扰或致盲光电设备。LW-60 激光防御武器系统对无人机的硬杀伤距离不小于 6 公里，对光电设备的干扰或致盲距离不小于 10 公里，相比此前扬名海外的 LW-30 “寂静狩猎者”激光武器系统，其作战半径有了大幅度提升。

图 29：中航科工反无人机装备



资料来源：新华社、中原证券研究所

新域新质已经成为现代战争新趋势，以后武器装备研发和采购都将会逐步侧重和倾斜，相关军工无人机、导弹、卫星互联网、信息化等板块会有持续催化。我们认为这些新域新质武器装备大部分处于 0-1 或 1-10 的阶段，尤其是在行业上行阶段，风险偏好提高的情况下，有良好的成长性和主题投资机遇。

表 5：申万国防军工行业新域新质重点上市公司盈利估值表

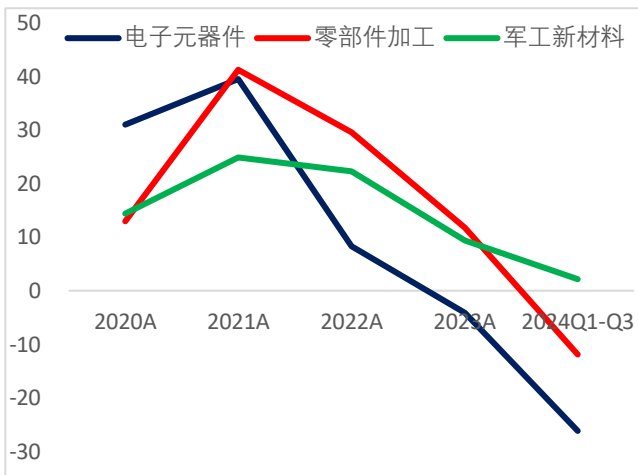
| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 亿元 | EPS2023A | EPS2024E | EPS2025E | PE2023A | PE2024E | PE2025E | PB |
|-----------|------|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|-------|
| 688297.SH | 中无人机 | 292.48 | 0.45 | 0.38 | 0.52 | 99.14 | 116.55 | 85.87 | 5.31 |
| 002389.SZ | 航天彩虹 | 192.42 | 0.15 | 0.22 | 0.30 | 127.20 | 90.95 | 64.76 | 2.45 |
| 300395.SZ | 菲利华 | 207.76 | 1.03 | 0.84 | 1.32 | 40.62 | 50.03 | 31.61 | 5.32 |
| 600316.SH | 洪都航空 | 235.07 | 0.05 | 0.11 | 0.22 | 736.06 | 313.53 | 154.66 | 4.51 |
| 002625.SZ | 光启技术 | 894.45 | 0.27 | 0.36 | 0.53 | 153.75 | 116.46 | 78.71 | 10.17 |
| 600363.SH | 联创光电 | 223.24 | 0.75 | 1.04 | 1.36 | 66.34 | 47.38 | 36.23 | 5.28 |
| 600435.SH | 北方导航 | 156.42 | 0.13 | 0.12 | 0.20 | 83.64 | 89.54 | 53.47 | 6.17 |
| 600118.SH | 中国卫星 | 336.54 | 0.13 | 0.14 | 0.18 | 218.13 | 200.97 | 165.21 | 5.47 |
| 601698.SH | 中国卫通 | 911.20 | 0.08 | 0.14 | 0.14 | 269.98 | 160.13 | 159.67 | 6.01 |
| 001270.SZ | 铖昌科技 | 93.06 | 0.38 | 0.38 | 0.59 | 118.86 | 121.67 | 78.11 | 6.96 |

资料来源：Wind、中原证券研究所（盈利预测按照 wind 一致预期，估值按 2024 年 12 月 6 日收盘价计算）

3.4. 底部反转、戴维斯双击：军工中上游供应链迎来盈利修复

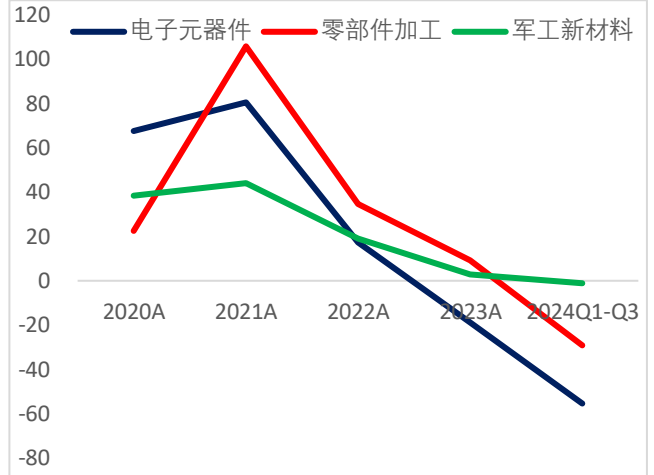
军工中上游供应链是上一轮 2019-2021 年军工牛市的高成长板块，具有很高的阿尔法属性，在十三五最后几年，上游电子元器件、新材料、零部件加工等环节营业收入增速、归母净利润增速、毛利率、净利率都创下很高的水平，在上一轮军工牛市出了一大批军工明星股。

图 30: 军工中上游环节营业收入增速 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

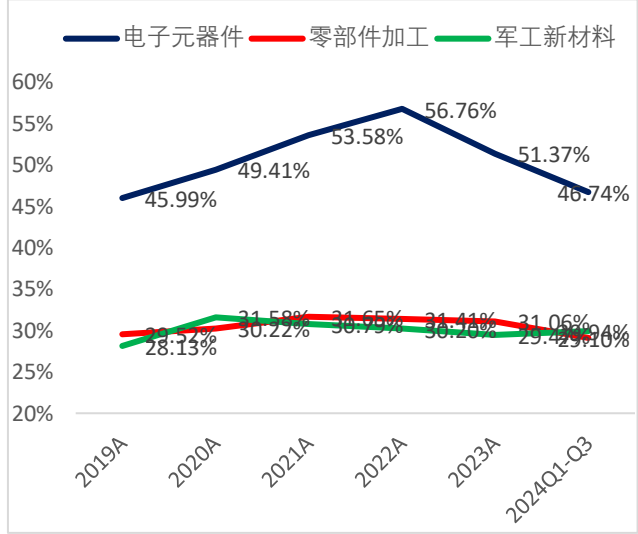
图 31: 军工中上游归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

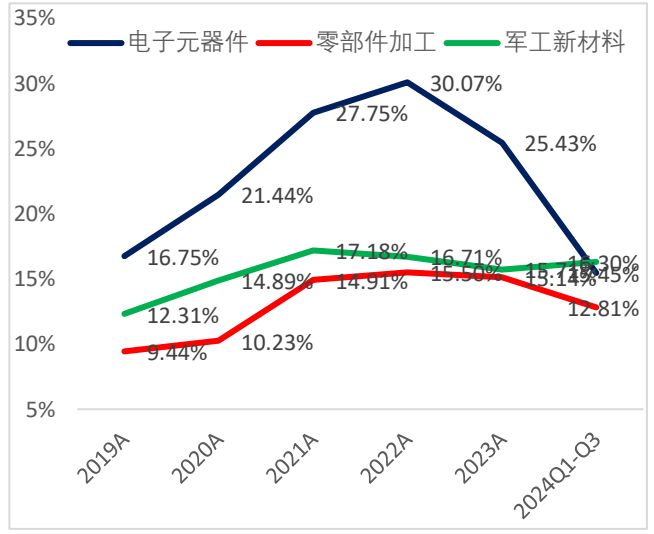
2020 年、2021 年军工电子元器件、新材料、零部件加工营业收入增速达到 20-40%，归母净利润增速达到 40-100% 水平，上市公司成长性好，业绩增速高，其中，2021 年军工电子元器件净利润增速超过 80%，零部件加工净利润增速超过 100%。

图 32: 军工中上游环节毛利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

图 33: 军工中上游环节净利率 (%)



资料来源: Wind、中原证券研究所

2021 年同样是军工中上游环节的盈利能力的历史高点。2021 年电子元器件行业毛利率达到 56.76%，净利率达到 30.07%。随着 2022-2024 年行业进入低谷，中上游这些环节遭遇了戴维斯双杀，业绩增速、毛利率净利率下行，估值下杀，因此调整幅度较大。在过去的三年里，电子元器件、新材料、零部件加工等中上游环节板块也是军工板块调整幅度最深的环节之一。2024 年三季报，电子元器件环节归母净利润增速下滑 55.4%，净利率仅 15.45%，对比 2021 年下跌了近一半。

经过了持续深度的调整，中上游环节大部分企业的盈利水平、股价、估值都在底部区间，未来随着军工行业的趋势有望反转，中上游环节上市公司有望迎来底部反转，实现营业收入和归母净利润增速向上和毛利率净利率改善，有望迎来戴维斯双击。

表 6: 申万国防军工行业中上游环节重点上市公司盈利估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 亿元 | EPS2023A | EPS2024E | EPS2025E | PE2023A | PE2024E | PE2025E | PB |
|-----------|------|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|------|
| 300726.SZ | 宏达电子 | 131.42 | 1.15 | 1.12 | 1.35 | 28.67 | 29.40 | 24.41 | 2.76 |
| 603267.SH | 鸿远电子 | 94.79 | 1.18 | 1.03 | 1.57 | 35.36 | 40.56 | 26.62 | 2.34 |
| 603678.SH | 火炬电子 | 140.30 | 0.69 | 0.79 | 1.09 | 45.42 | 39.75 | 28.90 | 2.67 |
| 000733.SZ | 振华科技 | 246.44 | 4.84 | 1.92 | 2.66 | 9.35 | 23.51 | 17.02 | 1.74 |
| 688122.SH | 西部超导 | 286.24 | 1.16 | 1.34 | 1.68 | 38.24 | 33.14 | 26.29 | 4.41 |
| 600456.SH | 宝钛股份 | 140.47 | 1.14 | 1.31 | 1.58 | 26.13 | 22.71 | 18.85 | 2.06 |
| 300034.SZ | 钢研高纳 | 128.60 | 0.41 | 0.52 | 0.65 | 40.78 | 32.55 | 25.75 | 3.72 |
| 300777.SZ | 中简科技 | 118.59 | 0.66 | 0.77 | 0.93 | 41.54 | 35.26 | 29.23 | 2.83 |
| 300699.SZ | 光威复材 | 290.39 | 1.05 | 1.09 | 1.28 | 33.11 | 31.94 | 27.16 | 5.25 |
| 300775.SZ | 三角防务 | 136.35 | 1.48 | 1.50 | 1.97 | 17.00 | 16.79 | 12.79 | 2.50 |
| 605123.SH | 派克新材 | 70.28 | 4.06 | 3.17 | 4.29 | 14.47 | 18.51 | 13.71 | 1.65 |
| 300593.SZ | 新雷能 | 66.67 | 0.18 | -0.11 | 0.30 | 69.92 | -114.08 | 41.17 | 2.41 |

资料来源: Wind、中原证券研究所 (盈利预测按照 wind 一致预期, 估值按 2024 年 12 月 6 日收盘价计算)

4. 风险提示

- 1) 国防开支预算增速不及预期;
- 2) 军品订单释放不及预期;
- 3) 军工定价改革, 采购价格持续下降;
- 4) 军工新产品、新技术渗透不及预期;
- 5) 其他不可预测的政治因素、外部形势影响。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。