

国防军工

航天产业月报：航天强国下，板块发展仍处高景气大周期

报告摘要

一、航天行业行情回顾：

4-7月，上证综指(+0.53%)，深证成指(-2.29%)，创业板指(-7.03%)，国防军工(申万)指数(-1.67%)，航天产业相关指数走势如下：

① 中航证券航天行业指数(-5.12%)，跑输军工(申万)行业3.45个百分点；

② 中航证券导弹行业指数(-7.90%)，跑输军工(申万)行业6.23个百分点；

③ 中航证券卫星行业指数(-3.31%)，跑输军工(申万)行业1.64个百分点。

涨跌幅前三：奥普光电(+25.40%)、乐凯新材(+21.01%)、铂力特(+18.94%)；

涨跌幅后三：*ST红相(-32.62%)、佳缘科技(-31.30%)、振芯科技(-28.42%)。

二、本月主要观点：

4月以来，军工板块走势落后于大盘，国防军工(申万)指数(-1.67%)，上证综指(+0.53%)，沪深300(-0.90%)。军工行业在A股中的整体弱势表现，实际都体现出军工行业的“弱现实，更弱预期”。

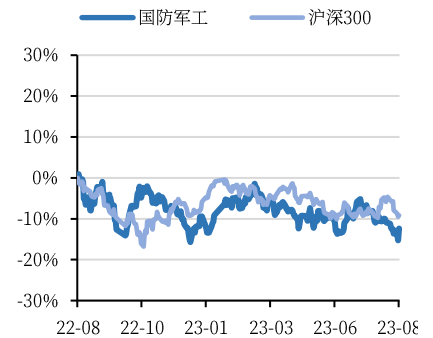
具体到航天板块，中航证券航天行业指数(-5.12%)、中航证券导弹行业指数(-7.90%)以及中航证券卫星行业指数(-3.31%)也均跑输国防军工指数，更是凸显出市场对航天板块基本面表现的失望以及

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

王宏涛 分析师
SAC执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

滕明滔 研究助理
SAC执业证书: S0640123070037
联系电话: 010-59562521
邮箱: tengmt@avicsec.com

严慧 研究助理
SAC执业证书: S0640123080006
联系电话: 010-59562539
邮箱: yanhui@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：拨开迷雾见月明 —2023-08-13

军工行业周报：不畏浮云遮望眼 —2023-08-06

军工行业周报：何妨吟啸且徐行 —2023-07-31

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

未来能否改善的担忧。

具体来看，航天板块，导弹板块 2023Q1 延续了 2022 年的阶段性波动，且从部分上市公司的中报业绩预告来看拐点未至，而卫星板块尽管 2022 年发展提速，但无论是卫星制造，还是卫星通导遥，也“不约而同”地在 2023Q1 出现不同程度的增速放缓，叠加当前军品价格、增值税、订单等等各方面的现实因素，市场自然会“顺理成章”对全年航天板块业绩兑现存在较大的疑虑和担忧。

然而，在这种现实的层层利空下，航天板块是否“无利可图”？

其实，在市场对航天板块悲观预期的同时，很多中长期的利好变化也被“选择性”的忽略，如：

1. 导弹板块虽然短期业绩兑现仍存不确定性，但是从存货角度，多数导弹板块上市公司都在**积极备货扩产**，静待行业拐点；
2. 卫星板块，2022 年整体收入端提速，卫星发射数据、卫星互联网技术试验星发射、《数字中国建设整体布局规划》落地等等多个利好**彰显全年行业增长确定性**，仅通过收入规模占全年比例较小的一季度阶段性波动就对全年业绩产生下行的疑虑，未免有些“杯弓蛇影”；
3. 多个航天央企下属“链长”单位在上半年工作总结会上的发言，反映出航天产业的下游需求仍然保持在较高水平，同时 2023 年**下半年任务完成量有望超过上半年**，相关产业链中上游企业**收入业绩有望逐季度环比改善**；
4. 2023 年下半年，卫星板块**海外业务第二增长曲线**已经初现端倪，有望进一步**扩容我国卫星产业市场天花板**。

目前，出于“弱现实，更弱预期”，航天板块持续出现“杀估值”调整，估值已经处于近五年 10%分位之下，但行业中长期快速发展的底层逻辑未有明显改变，站在当前时点，我们对航天板块各细分领域投资有如下结论和判断：

1. 导弹板块虽然业绩兑现不尽人意，拐点尚不明确，但导弹行业仍处于景气大周期，当前更有可能是大周期中的一个小周期的波谷，多个企业正在积极备货扩产，静待业绩兑现落地。**在导弹板块需求侧维持高位的逻辑未变之下，中长期的业绩增长确定性仍然坚固，投资上多些耐心或许更好**；
2. 卫星板块中，在航天强国下，卫星发射数据和卫星通导遥领域

多个标志性事件，都彰显出 2023 年全年及未来卫星产业仍处于发展提速阶段，另外还有海外第二增长曲线或持续抬高行业天花板，卫星制造、卫星互联网、卫星导遥领域仍蕴含较多的价值投资机会，适合不同投资风格按需选择；

3. 增量资金有限的情况下，大多在低位的“次新股”可能存在短期的系统性机会。当前，在航天产业高景气下，航天企业正在持续上市。2023 年以来，截至 8 月 17 日，航天环宇、国科军工、航天南湖、芯动联科以及司南导航等 5 家航天企业完成 IPO（相关上市公司具体投资逻辑分析可以关注中航证券 2023 年军工上市公司点评系列）。另外，国科天成、万方科技 2 家航天企业也均已过会。

三、2023 年航天各细分领域投资机会展望

2023 年，“航天强国”已经进入到建设落地阶段，作为二十大的开局之年和“十四五”承上启下的关键之年，我国有望落地更多支持航天产业发展的政策，向航天产业倾斜相对更多的资源。其中，以导弹为代表的国防安全建设重要组成、卫星为代表的空间基础设施及应用有望成为“航天强国”下的重要发展领域。各子行业的投资逻辑可以简单总结为：

1、**导弹**：行业有望出现跨周期确认，叠加行业提速补量，“十四五”中后期或迎来产业大年，关注导弹的数量规模与总产值规模优势、批产型号配套与研发型号配套、以及高价值分系统三个方向；

2、**卫星制造**：产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，关注商业模式项目制转为批产化下，企业收入与利润规模的提升及高价值分系统两个方向；

3、**卫星通信**：卫星互联网应用有望成为产业发展新动能，整体市场增速有望迎来历史提速拐点，提升至 15%以上，关注低轨卫星互联网建设时间节奏以及高低轨卫星互联网发展过程中的价值投资两个方向；

4、**卫星导航**：市场增速有望保持年复合 20%，关注产业链上游的龙头企业、中游的传统龙头企业和拓展新兴领域（如自动驾驶）的企业，以及下游布局高精度导航市场和“卫星导遥+”的企业；

5、**卫星遥感**：整体短期仍将处于朝阳高速发展阶段，市场需求增速有望维持在 40%左右，高景气下的业绩持续性意义凸显，关注企业营销能力和盈利能力、以及企业面向的遥感应用领域分散度和回款能力。

四、航天板块建议关注的领域及个股：

短期关注：航天宏图、中科星图

导弹及智能弹药：

航天电器（连接器）、振华科技（电容电感等电子元器件）、天奥电子（时频器件）、长盈通（军用惯导配套）、盟升电子（卫星导航通信）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、智明达（嵌入式计算机）；

卫星制造及应用：

中国卫通（高轨卫星互联网）、华测导航、海格通信（北斗）、航天宏图、中科星图（卫星遥感）。

五、风险提示

- ① 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；
- ② 部分航天装备研发定型进度可能存在不确定性，进而影响全产业链市场增速；
- ③ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ④ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

正文目录

航天产业月度行情表现	7
重要事件及公告	8
一、 航天产业各细分板块发展出现分化	11
(一) 导弹：短期业绩兑现仍存不确定性，中长期需求无忧	11
1、 收入阶段性波动，盈利能力承压或延续至 2023 年	11
2、 行业整体仍积极备货扩产，产能峰值或位于“十四五”末	12
(二) 卫星：航天强国下，产业发展提速蓄势待发	14
1、 2022 年发展提速，卫星发射数据彰显全年行业增长确定性	14
2、 卫星互联网：行业迈入发展新阶段	15
3、 卫星导遥：《规划》落地，国内应用加速拓展	16
4、 海外业务第二增长曲线初现端倪	16
二、“链长”上半年工作总结会凸显行业底层稳增长	17
三、 2023 年航天各细分领域投资机会汇总	17
(一) 导弹：在高景气中寻找强持续性和高弹性	18
(二) 卫星制造：关注产业提速下的投资机会	21
(三) 卫星通信（互联网）：价值投资属性日益增长	24
(四) 卫星导航：挖掘产业链各位置的价值投资机会	26
(五) 卫星遥感：高景气下的业绩持续性意义凸显	28
四、 航天产业上市公司 2023 年中报业绩情况	29
五、 航天产业估值已处于近五年历史低点附近	29
六、 航天产业公司持续上市，速率不减	30
七、 建议关注	30

八、 风险提示..... 31
图表目录

图 1 中航证券航天行业指数走势情况.....	7
图 2 中航证券导弹行业指数走势情况.....	7
图 3 中航证券卫星行业指数走势情况.....	8
图 4 导弹产业链各位置上市公司收入增速变化情况（单位：亿元）	11
图 5 导弹上市公司收入增速放缓.....	12
图 6 导弹上市公司净利润增速放缓.....	12
图 7 导弹产业中上游部分上市公司毛利率出现缓降（单位：%）	12
图 8 导弹企业仍处于积极备货阶段.....	13
图 9 合同负债与预收账款出现一定程度下滑	13
图 10 近年来部分导弹企业募集资金扩产规模及最新进度.....	13
图 11 2019-2022 卫星产业企业收入情况（单位：亿元）	14
图 12 我国近年来各类卫星发射数量（单位：枚）	15
图 13 导弹产业投资逻辑及建议	18
图 14 导弹产业链及各部分代表性上市公司	18
图 15 卫星制造产业投资逻辑及建议	22
图 16 卫星制造产业链及各部分代表上市公司.....	22
图 17 各类卫星分系统价值量分布	23
图 18 卫星通信产业投资逻辑及建议	24
图 19 卫星通信产业链及各部分代表性上市公司.....	25
图 20 卫星导航产业投资逻辑及建议	26
图 21 卫星导航产业链及各部分代表性上市公司.....	26
图 22 卫星遥感产业投资逻辑及建议	28
图 23 卫星遥感产业链及各部分代表上市公司.....	28
图 24 中航证券航天行业指数市盈率（TTM）走势	30
图 25 2020 年以来航天产业 IPO 数量（单位：家）	30
表 1 航天科技集团及航天科工集团部分下属单位 2023 年半年度工作会议	17
表 2 不同类型导弹的数量规模或总产值规模特点	19
表 3 武器系统全寿命周期中各阶段投入成本占比（单位：%）	20
表 4 几种典型导弹各分系统成本占比（单位：%）	21

航天产业月度行情表现

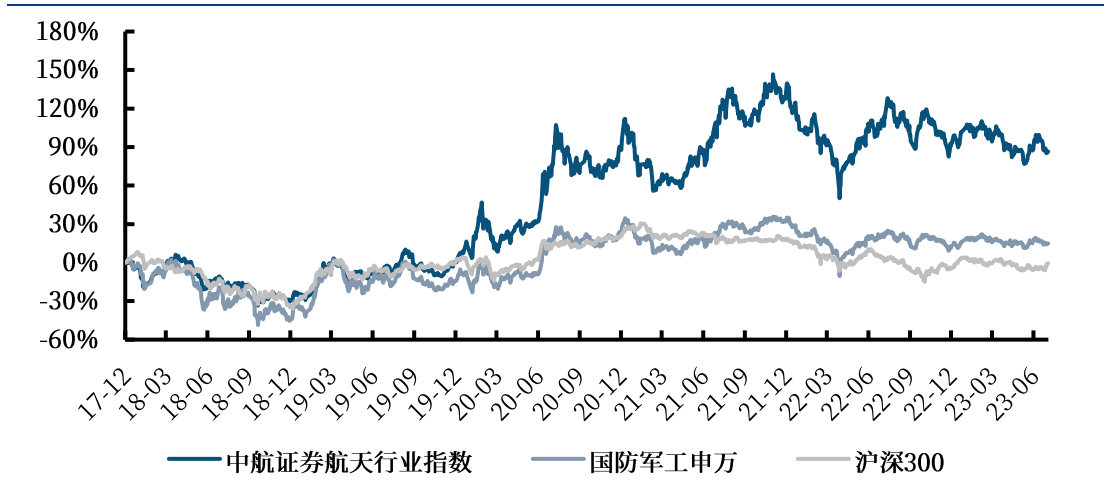
4-7月，上证综指(+0.53%)，深证成指(-2.29%)，创业板指(-7.03%)，国防军工(申万)指数(-1.67%)，航天产业相关指数走势如下：

- ① 中航证券航天行业指数(-5.12%)，跑输军工(申万)行业 3.45个百分点；
- ② 中航证券导弹行业指数(-7.90%)，跑输军工(申万)行业 6.23个百分点；
- ③ 中航证券卫星行业指数(-3.31%)，跑输军工(申万)行业 1.64个百分点。

涨跌幅前三：奥普光电(+25.40%)、乐凯新材(+21.01%)、铂力特(+18.94%)；

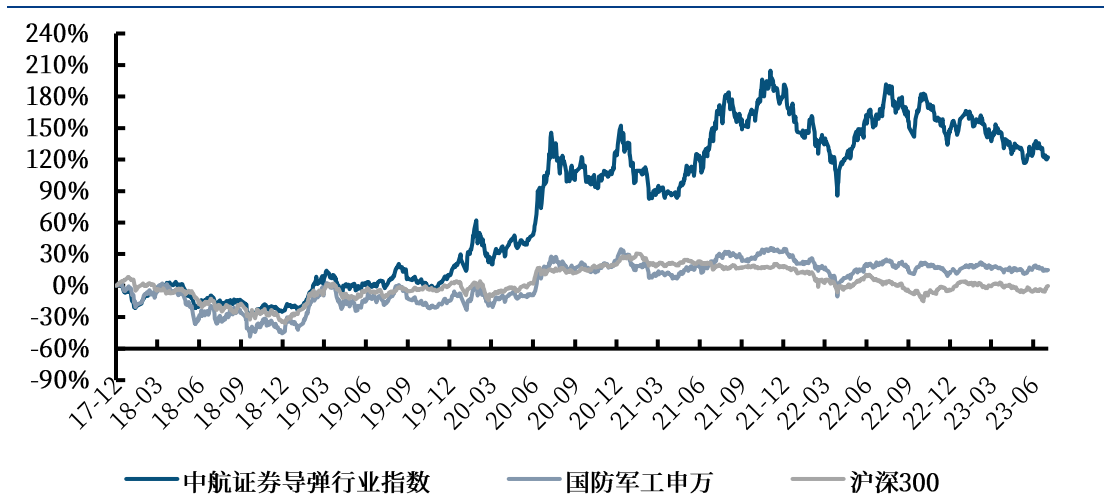
涨跌幅后三：*ST红相(-32.62%)、佳缘科技(-31.30%)、振芯科技(-28.42%)。

图1 中航证券航天行业指数走势情况



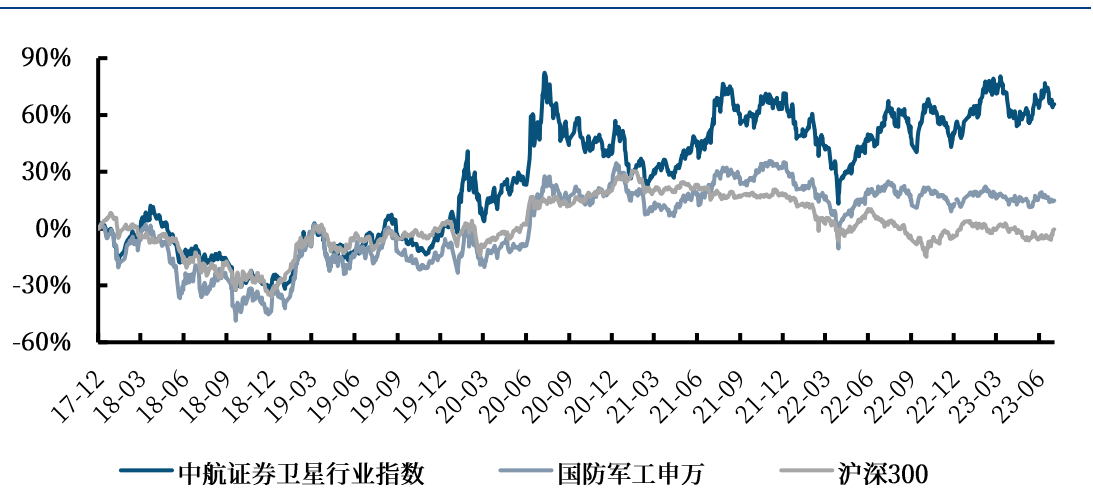
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 中航证券导弹行业指数走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 中航证券卫星行业指数走势情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所

重要事件及公告

4月2日, 天兵科技历时三年研制的“天龙二号”运载火箭, 成功将“爱太空科学号”遥感卫星送入太阳同步轨道。天龙二号成为我国商业航天首款成功入轨的液体运载火箭。

4月13日, 金砖国家遥感卫星星座2023年首次工作组会议召开。2023年度金砖星座轮值主席国为南非, 中方表示, 将全面支持在南非国家航天局领导下的工作组工作, 希望工作组在星座合作框架下进一步推动数据交换和应用示范工作, 探索拓展星座合作领域和机遇。

4月16日, 长征四号乙遥五十一运载火箭成功发射我国首颗主动降水测量卫星——风云三号07星, 标志着我国天基降水测量进入了主动探测的新阶段。

4月24日, 以“格物致知 叩问苍穹”为主题的2023年“中国航天日”主场活动在安徽省合肥市举办。

4月25日, 东华测试公告, 拟发行募集资金总额预计不超过1.19亿元, 主要用于自定义测控分析系统项目的建设, 将有利于公司扩大生产能力、提高数字化水平、增强自主创新能力、构建能够支撑未来业务发展的软硬件基础条件。

4月26日, 智明达公告, 公司向不特定对象发行可转换公司债券的募集资金总额不超过4.11亿元, 每张面值为100.00元, 募集资金用于嵌入式计算机扩能补充投资建设项目等。

4月28日, 睿创微纳公告, 公司拟实施股权激励, 向激励对象授予1816万股限制性股票(约占总股本的4.07%)。其中首次授予限制性股票1716.00万股(约占总股本的3.85%), 授予价格每股20.00元; 预留100.00万股(约占总股本的0.22%)。

5月10日, 搭载天舟六号货运飞船的长征七号遥七运载火箭成功发射。5月11日,

天舟六号货运飞船成功对接于空间站天和核心舱后向端口。交会对接完成后，天舟六号将转入组合体飞行段。

5月17日，长征三号乙运载火箭成功发射第五十六颗北斗导航卫星。该卫星属地球静止轨道卫星，是我国北斗三号工程的首颗备份卫星。此次发射是北斗三号工程高密度组网之后，时隔3年的首发任务。

5月17日，智明达公告，公司拟实施股权激励，向激励对象授予不超过25.58万股（约占总股本的0.51%），未设置预留权益。其中，第一类限制性股票授予总量为6.43万股（约占总股本的0.13%），第二类限制性股票授予总量为19.15万股（约占总股本的0.38%），两类限制性股票授予价格均为每股34.50元。

5月18日，长盈通公告，公司拟实施股权激励，向激励对象授予60万股限制性股票（约占总股本的0.64%）。其中首次授予限制性股票57万股（约占总股本的0.61%），授予价格每股22.78元；预留3.00万股（约占总股本的0.03%）。

5月29日，大立科技公告，公司拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司部分股份。回购资金总额不低于5000.00万元，不超过1.00亿元，回购价格不超过20.00元/股。

5月30日，中国空间站应用与发展阶段首次载人发射任务取得圆满成功。

6月1日，航天宏图公告，公司拟使用自有或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购的股份拟用于实施员工持股或者股权激励计划。回购资金总额不低于5000.00万元，不超过1.00亿元，回购价格不超过75.00元/股。

6月15日，长征二号丁运载火箭成功将吉林一号高分06A星等41颗卫星发射升空，创造了中国航天单次发射卫星数量最多的记录。该批卫星主要用于提供商业遥感服务及相关技术验证。

6月21日，海格通信公告，拟定向发行不超过6.91亿股（含本数），募集资金总额不超过18.55亿元，用于“北斗+5G”通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目和天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目。

6月25日，中国政府援助埃及二号卫星初样星交付仪式在埃及航天城卫星总装集成测试（AIT）中心举行。此次交付使埃及成为首个具备卫星总装、集成和测试能力的非洲国家。

6月27日，星网宇达公告，公司于近日中标某任务设备项目，中标金额合计约3.18亿元。合同一标的是某型无人机（合同金额约为2.66亿元），合同二标的是某型训练产品（合同金额约为0.38亿元），合同三标的是某型卫通产品（合同金额约为0.14亿元）。

6月29日，乐凯新材公告，公司收到证监会的批复。公司拟发行股份购买航天能源和航天模塑100%的股份，并拟向不超过35名符合条件的特定对象发行股票募集配套资金。

7月6日，中非卫星遥感应用合作中心在北京揭牌成立。该中心由自然资源部联合中方有关部门和单位，与非洲国家相关卫星遥感应用机构携手共建。

7月9日消息，航天科技集团发布公告，2023-2024年长征六号丙运载火箭发射机会将在网络公开竞拍，起拍价格为8万元/公斤。火箭由航天八院研制，是一型两级液体运载火箭，预计今年年底发射，主要用于执行近地轨道和太阳同步轨道的发射任务。

7月9日，长征二号丙运载火箭成功将卫星互联网技术试验卫星发射升空。

7月11日，国新办举行发布会，表示正在加快数字中国建设，通过构建基于北斗的全国卫星导航定位基准站“一张网”，加快实景三维中国和时空大数据平台建设，实现数字空间与现实空间的互联互通。

7月12日，蓝箭航天的朱雀二号遥二火箭发射成功，成为世界上首款成功将载荷送入预定轨道的液氧甲烷火箭。

7月12日，第九届中国（国际）商业航天高峰论坛在武汉开幕。论坛期间，武汉国家航天产业基地进行了专题推介，并与11家企业现场签约。该基地由湖北省、武汉市与航天科工共同打造，是我国首个商业航天产业综合发展基地，重点发展商业航天运载火箭及发射服务、卫星平台及载荷、空间信息应用服务、航天地面设备及制造等四大主导产业，并辐射带动延伸产业发展。

7月12日，中国载人航天工程办公室披露，我国计划在2030年前实现载人登陆月球开展科学探索，其后将探索建造月球科研试验站，开展系统、连续的月球探测和相关技术试验验证。

7月12日，中国航天科工集团宣布正式启动超低轨通遥一体星座建设。该星座将于今年12月发射首发星；2024年完成9星业务验证星簇发射，同时完成卫星数据公共服务平台建设；2030年实现300颗星组网运行，具备15分钟应急响应能力。

7月13日，盛路通信公告，公司拟定增募集资金不超过3.11亿元，发行价格为5.96元/股，全部用于新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目和补流。

7月14日，航天宏图公告，公司成功中标“玻利维亚国家综合无线电磁频谱系统-拉巴斯电磁频谱采集、监测系统”项目。公司为第一中标候选人，中标金额2238.70万美元。该项目是公司中标的第一个国际大型电磁频谱监测系统研制项目，也是女娲星座服务的首个国际遥感应用订单。

7月15日，中国航天科技集团有限公司和中国航天科工集团有限公司均荣膺2022年度中央企业负责人经营业绩考核A级企业名单。

7月20日，快舟一号甲固体运载火箭成功发射，将天目一号气象星座07-10四星送入预定轨道。2023年下半年快舟系列火箭将进行8到10次发射。

7月22日，星河动力的谷神星一号遥六运载火箭成功发射，将搭载的乾坤一号卫星、星时代-16卫星共两颗商业卫星顺利送入预定轨道。

7月22日，航锦科技公告，公司拟投资8000万元设立全资子公司航锦（武汉）人工智能科技有限公司，旨在打开第二成长曲线，为公司增加新发展动能。

7月23日，长征二号丁运载火箭成功将四象01-03星、银河航天灵犀03星共4颗卫星发射升空。四象01-03星主要用于获取遥感观测数据，提供商业遥感服务；银河航天灵犀03星主要用于卫星通信技术验证，是我国首款柔性太阳翼平板式通信卫星。

7月25日，上海市松江区委书记表示，上海松江加快打造低轨宽频多媒体卫星“G60星链”，一期将实施1296颗，未来将实现一万两千多颗卫星的组网。

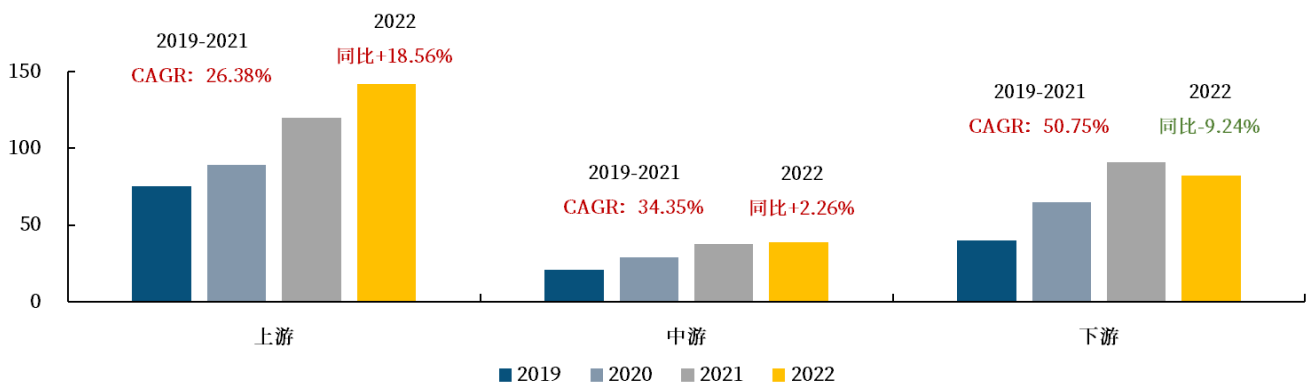
一、航天产业各细分板块发展出现分化

（一）导弹：短期业绩兑现仍存不确定性，中长期需求无忧

1、收入阶段性波动，盈利能力承压或延续至2023年

2022年，导弹产业链上游、中游及下游的上市公司收入合计增速分别为18.56%、2.26%以及-9.24%，可以看出，2022年导弹产业链上游到下游的增速呈现逐步下降趋势，其中上游和中游均维持了正增长，但下游阶段性波动显著，由2019-2021年复合50%的正增长下降至9.24%的负增长。

图4 导弹产业链各位置上市公司收入增速变化情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

从7家上游上市公司（营业收入全部或大多来源于导弹相关业务）近四年及2023Q1数据来看，2022年，导弹企业整体收入同比稳定增长，但净利润增速出现明显放缓，且该趋势延续到2023Q1并出现进一步扩大，2023Q1导弹上市公司收入基本持平，但净利润出现一定程度的负增长，我们认为一方面是由于导弹产业的各企业并未完全实现均衡生产，季节特征依旧明显，一季度收入占全年比例较小导致波动性大，但另一方面，导弹产业2022年的阶段性波动或仍将延伸至2023年。综合来看，导弹产业在2023Q1尚未表现出拐点。

图5 导弹上市公司收入增速放缓

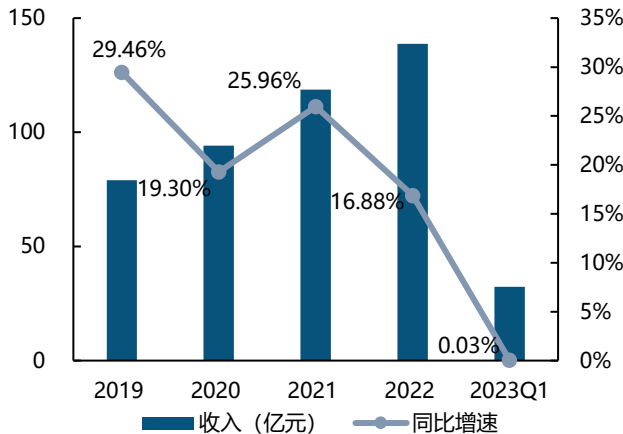
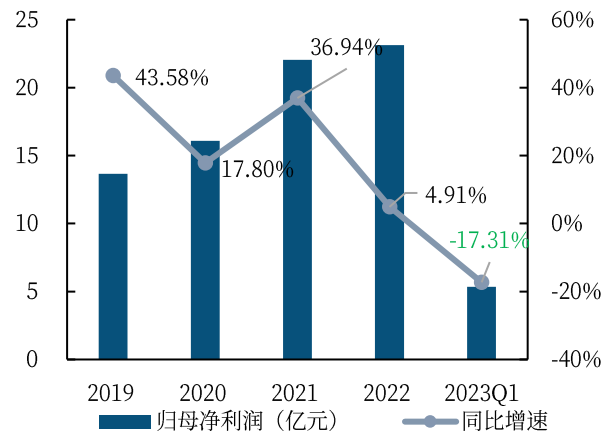


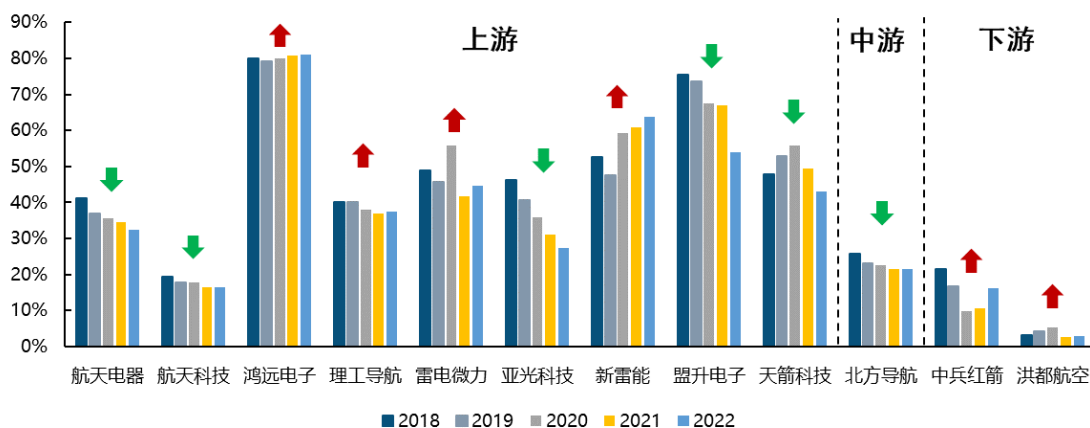
图6 导弹上市公司净利润增速放缓



资料来源：iFinD，数据仅使用了营业收入全部或大多来源于导弹产业的7家上市公司，航天电器、鸿远电子、理工导航、雷电微力、盟升电子、天箭科技以及国博电子，中航证券研究所整理

从12家上市公司的导弹产业相关业务毛利率来看，2022年导弹产业链上游与中游上市公司相关业务毛利率多出现不同程度的放缓，我们认为，一方面在原材料价格上涨、国产化、“以量换价”等因素影响下，中上游企业受到的影响相对下游更为明显；另一方面军工行业目前仍处于军品定价机制以及税收政策改革实施的过渡阶段，造成企业毛利率短期承压。综合来看，以上多个因素的影响，我们认为更偏于中短期或影响总体有限，导弹产业链上的企业中长期净利润增长及净利率稳定的大趋势不会改变。

图7 导弹产业中上游部分上市公司毛利率出现缓降（单位：%）

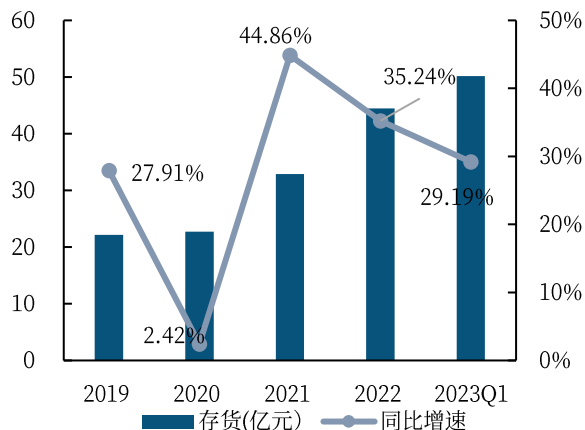
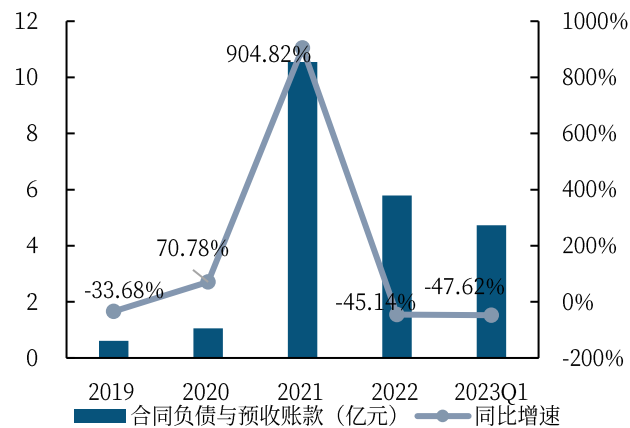


资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

2、行业整体仍积极备货扩产，产能峰值或位于“十四五”末

从导弹企业合同负债与预收账款等反映在手订单情况的财务数据看，2022年及2023Q1均出现了一定下滑，可能与型号立项、定型、批产等出现延误有关。从存货数

据来看，2022年末较2021年末仍保持快速增长，且在2023Q1维持了增长态势，反映出导弹企业对下游需求增长信心较强，正通过积极备货以应对，有望兑现至企业2023年或未来的利润表中。

图8 导弹企业仍处于积极备货阶段

图9 合同负债与预收账款出现一定程度下滑


资料来源：iFinD，数据仅使用了营业收入全部或大多来源于导弹产业的6家上市公司，航天电器、鸿远电子、理工导航、雷电微力、盟升电子及火箭科技，中航证券研究所整理

在企业积极备货同时，我们观察到，近年来，导弹产业多个上市公司通过IPO或定增等方式，募集资金投向导弹配套产品的产业化项目或技改扩产项目，我们统计了在2022年年报中导弹产业上市公司相关业务扩产最新情况。可以明显看出，多个上市公司的扩产均在2022年-2024年完成，之后将迎来产能爬坡期，我们预计2023年后多个导弹企业将陆续扩产结束并进入产能爬坡阶段，产能峰值或将在“十四五”末甚至“十五五”初完成，**在产能峰值之前，下游需求无忧之际，多数导弹企业在中长期上收入与净利润均有望维持高速增长态势。**

图10 近年来部分导弹企业募集资金扩产规模及最新进度

资金来源	公司简称	公告时间	投资金额(亿元)	部分募集资金投向	达到预定可使用状态日期
IPO	长盈通	2022/11/27	4.00	特种光纤光缆、光器件产能建设项目及研发中心建设项目	预计建设期3年(预计至2025年12月)
IPO	盟升电子	2020/7/31	1.69	卫星导航产品产业化项目等	2023年6月
IPO	火箭科技	2020/3/17	5.37	微波前端产业化基地建设项目等	2024年6月
IPO	理工导航	2022/3/18	14.35	惯性导航装置扩产建设项目、光纤陀螺仪生产建设项目等	2023年12月
IPO	雷电微力	2021/8/24	14.67	生产基地技改扩能建设项目等	2023年12月31日
定增	航天电器	2021/2/1	14.31	特种连接器、特种继电器产业化建设项目等	2023年12月31日

资金来源	公司简称	公告时间	投资金额 (亿元)	部分募集资金投向	达到预定可使用状态日期
定增	航天电子	2021/12/10	41.36	惯性导航系统装备产业化	预计建设期 2 年 (预计至 2023 年)
定增	新雷能	2022/1/28	15.81	特种电源扩产、高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目等	2024 年 10 月 31 日
定增	长城军工	2021/8/11	6.93	高能制导弹药生产建设、新型火工品生产能力建设等	预计建设期 2 年 (预计至 2023 年)
定增	中兵红箭	2015/12/11	20.48	置入红阳机电、北方向东、北方红宇、红宇专汽、北方滨海、江机特种 100% 股权, 并投向智能化弹药生产、机加生产线技术改造等项目	XX 生产能力扩充建设项目—2023 年 6 月 30 日 XX 条件及生产能力建设项目—2023 年 12 月 31 日

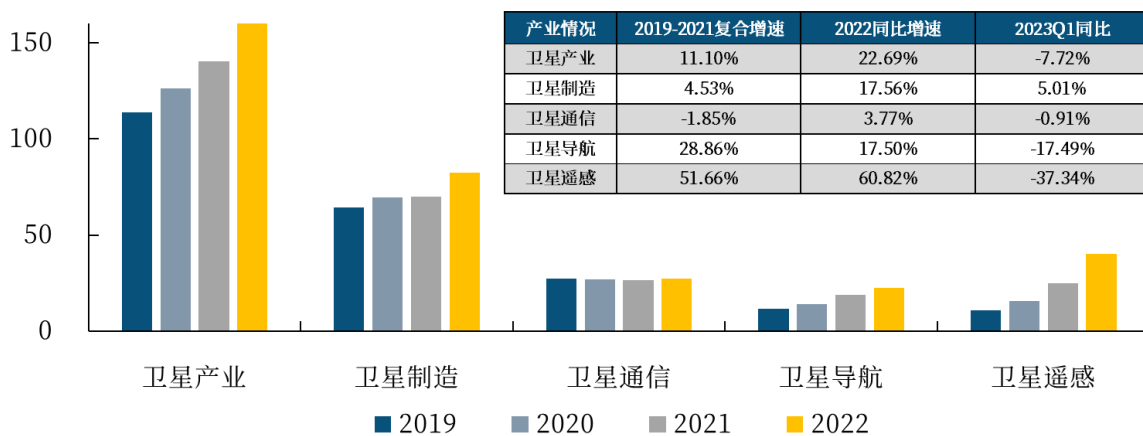
资料来源: Wind, 各上市公司 2022 年年报或招股说明书, 中航证券研究所整理

(二) 卫星: 航天强国下, 产业发展提速蓄势待发

1、2022 年发展提速, 卫星发射数据彰显全年行业增长确定性

从卫星各细分产业收入增速变化情况来看, 2022 年, 卫星产业收入增长得到了进一步提速, 主要驱动力来自于卫星制造板块增长提速, 同时卫星遥感板块维持了高速增长。另外, 卫星导航板块增速有所放缓, 卫星通信板块也略有提升。2023Q1, 卫星产业整体收入出现负增长, 其中仅卫星制造板块维持了正增长, 我们认为这与卫星板块企业收入季节性特征明显且存在项目制商业模式、一季度收入占比相对较小且多为项目投入期、收入波动性相对较大所致。

图11 2019-2022 卫星产业企业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

卫星作为我国卫星产业的重要空间基础设施构成, 其发射数量的变化既可以反映卫星产业应用需求变化, 同时可以反映卫星制造企业的业绩兑现节奏。从近年来我国

各类卫星发射数据来看，有如下特点：

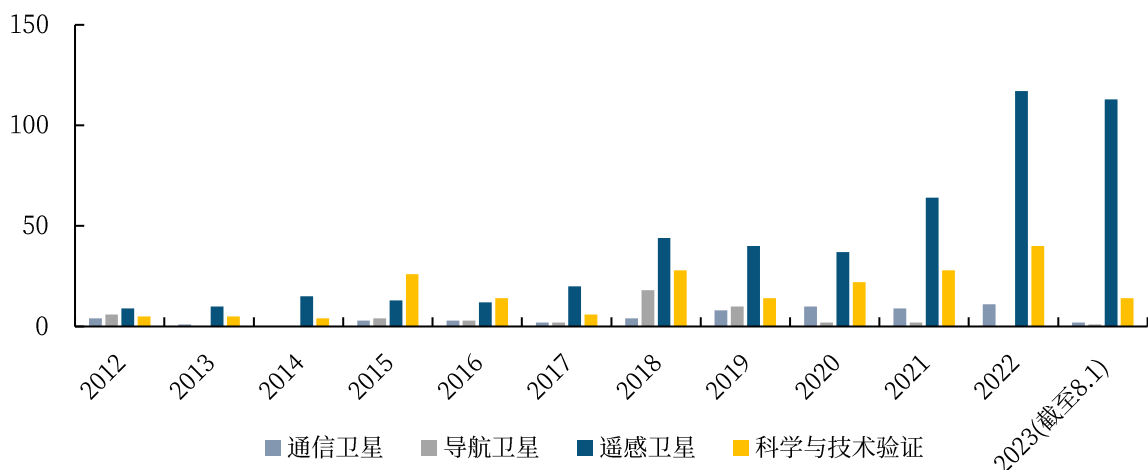
① 近年来我国遥感卫星的发射数量保持高速增长态势，截至 2023 年 7 月底，遥感卫星发射数量已接近 2022 年全年水平；

② 我国在加速建设第三代北斗卫星导航系统的背景下，2018-2019 年北斗导航卫星发射量较大；

③ 2015 年和 2018 年技术验证卫星（遥感技术验证卫星占比较大）发射数量达到峰值，且在 2019 年后不断再创历史新高，预示未来我国遥感卫星发射数量有望保持高速增长；

④ 当前我国通信卫星数量仍不高，大量卫星互联网卫星仍处于发射技术验证星的阶段，未来前景可期。

图12 我国近年来各类卫星发射数量（单位：枚）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

整体来看，在我国“航天强国”战略之下，我们认为，我国卫星发射数量未来几年有望维持快速增长趋势，而伴随空间基础设施的不断建设完善，下游卫星通导遥应用市场仍将持续处于市场扩容阶段，同时我们判断卫星产业整体快速发展趋势也将有望持续到“十四五”未来几年并延续到“十五五”时期。

2、卫星互联网：行业迈入发展新阶段

2023 年以来，多个卫星互联网概念相关事件的发生，都不同程度上引起了市场对相关概念股的高度关注，包括 2 月中星 26 号发射、7 月的星网技术试验星发射、超低轨通遥一体星座建设以及上海松江区将打造实施的“G60 星链”等等。

高轨卫星互联网方面，2023 年 2 月 23 日，我国发射了中国首颗超百 Gbps 容量的高通量卫星中星 26 号，也是新一代满足卫星互联网及通信传输要求的高通量宽带通信卫星。我们认为，高轨高通量空间基础实施建设的进一步完善，将为高轨卫星互

联网持续拓展航空、航海卫星互联网应用市场奠定基础。

低轨卫星互联网方面，多个卫星互联网星座建设取得了新进展，包括 2023 年 7 月 9 日卫星互联网技术试验卫星在酒泉卫星发射中心成功发射；2023 年 7 月第九届中国（国际）商业航天高峰论坛上，中国航天科工集团空间工程总体部宣布正式启动超低轨通遥一体星座建设，目前首发星已完成正样产品设计与投产，计划 2023 年 12 月发射；2023 年 7 月 25 日，上海市松江区委书记在新闻发布会上表示，松江打造低轨宽频全球多媒体卫星“G60 星链”，实验卫星完成发射并成功组网，一期将实施 1296 颗，未来将实现一万两千多颗卫星的组网。显示出我国低轨卫星互联网已经进入技术验证阶段，而未来伴随各低轨卫星互联网星座正式建设的开始，低轨卫星互联网空间基础设施建设相关上市公司的业绩也将有望逐步得到兑现。

3、卫星导遥：《规划》落地，国内应用加速拓展

2023 年 2 月 27 日，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》（下文简称《规划》），《规划》落地，有望推动以北斗应用为核心的卫星导航以及卫星遥感的快速发展。

具体来看，《规划》中提出“大力推进北斗规模应用”，推进以北斗三号卫星导航系统为代表的卫星导航应用领域。卫星导航目前是我国卫星通导遥三大应用产业中发展相对更为成熟的细分板块，在数字中国建设中拥有更成熟的先发模式，而“十四五”未来几年，北斗产业发展的重点正是下游应用领域规模化拓展，这种“北斗+”与“+北斗”的产业融合市场拓展中，将有望与《规划》中强调的“加快数字中国建设”形成共振，促进国家综合定位导航授时（PNT）体系和综合时空体系建设，同时，《规划》中也提出了“完善自然资源三维立体‘一张图’和国土空间基础信息平台，构建以数字孪生流域为核心的智慧水利体系”，凸显未来我国卫星遥感下游政府端需求将依旧维持在较高水平，我国“卫星导遥+各类数字应用”中的产业融合新增量市场拓展节奏或将加速。

4、海外业务第二增长曲线初现端倪

2023 年下半年以来，我国卫星产业快速发展过程中，多个海外业务的拓展也实现逐步落地，如 6 月底我国援助埃及二号卫星初样星交付仪式在埃及航天城卫星总装集成测试（AIT）中心举行，7 月中非卫星遥感应用合作中心在北京揭牌成立，卫星遥感领域上市公司航天宏图成功中标“玻利维亚国家综合无线电频谱系统-拉巴斯电磁频谱采集、监测系统”项目。

在此之下，我们认为，我国卫星产业的快速发展，海外业务也有望不断落地，将进一步扩容我国卫星产业各企业所处的行业市场天花板，为行业发展带来第二增长曲线。

二、“链长”上半年工作总结会凸显行业底层稳增长

2023年7月，航天科技集团和航天科工集团的多家属单位召开了2023年上半年工作总结会，从各总结会中涉及任务完成或经济指标的相关内容中，可以看出，多家单位在2023年上半年或全年任务完成上仍存在任务繁重、进度紧张的现象。我们认为，这些航天产业链“链长”单位的表述，一方面反映出航天产业的下游需求仍然保持在较高水平，另一方面反映出2023年下半年任务完成量有望超过上半年，相关产业链中上游企业收入业绩环比增速有望逐步改善。

表1 航天科技集团及航天科工集团部分下属单位2023年半年度工作会议

单位名称	所属一级单位	2023年上半年工作总结相关表述
中国运载火箭技术研究院	航天科技集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 任务整体顺利、趋势总体平稳，院科研生产、改革发展建设各项事业协同推进。 ● 各项任务依然繁重，风险与挑战交织。
上海航天技术研究院	航天科技集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 主要经济指标基本达到序时进度。 ● 上半年经济运行平稳、型号任务圆满完成、市场开拓成效显著、产业工作推进有力，为全年经济目标实现奠定了基础。 ● 完成全年经济指标压力依然巨大。
中国航天科工二院	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 当前科研生产面临的严峻形势，以及存在的任务完成压力巨大、科技创新还有差距、竞争态势异常激烈、全员“零缺陷”质量意识亟待提升、产业发展内力不足、主要经济指标实现存在风险等不足。
中国航天科工三院	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 上半年以来，全院干部职工紧前推动各项任务落实，为实现年度工作目标奠定了坚实基础，同时也暴露出一些问题和不足，需要理清思路，明确方向，在下半年的工作中加以克服。
航天江南集团有限公司	航天科工集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 2023年上半年经济运行总体平稳，经营目标实现过半。 ● 完成全年经营目标任务仍存在较大风险，面临的形势不容乐观。

资料来源：航天科技、航天科工集团各下属企业官网及公众号，中航证券研究所整理

三、2023年航天各细分领域投资机会汇总

二十大报告中提出了“加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”，与十九大报告中的“为建设科技强国、质量强国、航天强国、网络强国、交通强国、数字中国、智慧社会提供有力支撑”相比，可以看出“航天强国”已经进入到建设落地阶段。

2023年是二十大的开局之年和“十四五”承上启下的关键之年，我国有望落地更多支持航天产业发展的政策，向航天产业倾斜相对更多的资源。其中，以导弹为代表的国防安全建设重要组成、以卫星为代表的空间基础设施及应用有望成为“航天强国”下的重要发展领域。

(一) 导弹：在高景气中寻找强持续性和高弹性

“十四五”以来，导弹产业在实战化演习消耗、新型号批产放量的背景下，产业链上的上市公司无论是数量上还是体量上已经较“十三五”有所增长。虽然从需求来看，导弹产业需求未出现明显变化，但受到宏观因素影响下的供给交付波动影响，行业增速出现了明显的放缓，2022年行业增速由2019-2021年的35%放缓至6%左右。我们判断，随着供给侧的扰动逐步消散，行业有望出现跨周期确认，叠加行业提速补量，“十四五”中后期或迎来导弹产业大年。

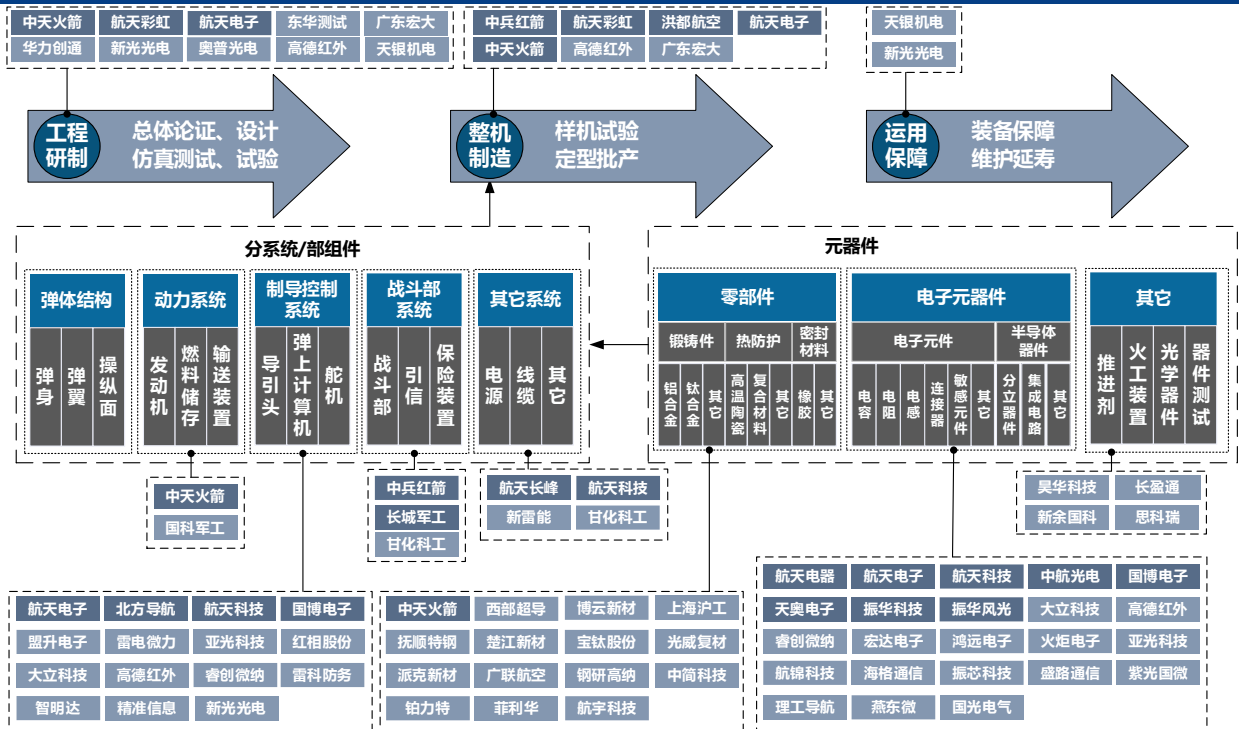
从中长期看，无论是内需还是军贸，导弹需求的持续性在军工板块各细分赛道中都相对具有优势，多家导弹产业企业的产能提升项目有望在2023年下半年开始逐步完成建设，“十四五”末及“十五五”初的产能爬坡阶段将奠定导弹产业高景气持续快速的基础。（详情请见《2023年军工行业投资策略：战地黄花分外香》中5.3节）

图13 导弹产业投资逻辑及建议



资料来源：中航证券研究所整理

图14 导弹产业链及各部分代表性上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

在导弹产业确定的高景气中，业绩强持续性和高弹性的企业更有望持续处于较高的估值水平。因此针对于导弹产业的投资机会，我们建议结合**导弹的数量规模与总产值规模优势、批产型号配套与研发型号配套、以及高价值分系统**三个维度去挖掘，具体观点如下：

(1) 聚焦在数量规模或总产值规模上具有优势的细分导弹赛道企业

从蒂尔公司预测的 2022-2027 年全球导弹产值及年均产值上，可以看出，各类型导弹的数量规模或总产值规模存在较大差异，而在数量规模或总产值规模方面具有不同投资价值的导弹型号相关企业，在收入及业绩变化上具有一定特点。因此我们判断，针对于导弹产业，在挖掘投资机会时，结合各类导弹的**数量规模**及**总产值规模**分别独立讨论各细分板块的投资机会是有必要的。

表2 不同类型导弹的数量规模或总产值规模特点

导弹类别	2022-2027年合计产值 (亿美元)	占比 (%)	2022-2027年产量合计 (枚)	占比 (%)	细分类型特点
空空导弹	154.7	17.47%	16350	7.73%	总产值规模较大
空面导弹	53.7	6.07%	63410	29.97%	数量规模较大
面空导弹	349.5	39.48%	27310	12.91%	总产值规模最大
反坦克导弹	162.8	18.39%	98775	46.69%	数量规模最大
反舰导弹	81.7	9.23%	4495	2.12%	单体价值量较高
面面导弹	82.9	9.36%	1231	0.58%	单体价值量较高
合计	885.3	100%	211571	100%	---

资料来源：《2018 World missile Briefing》，中航证券研究所整理

针对于数量规模或总产值规模各类型导弹特点，我们有如下观点：

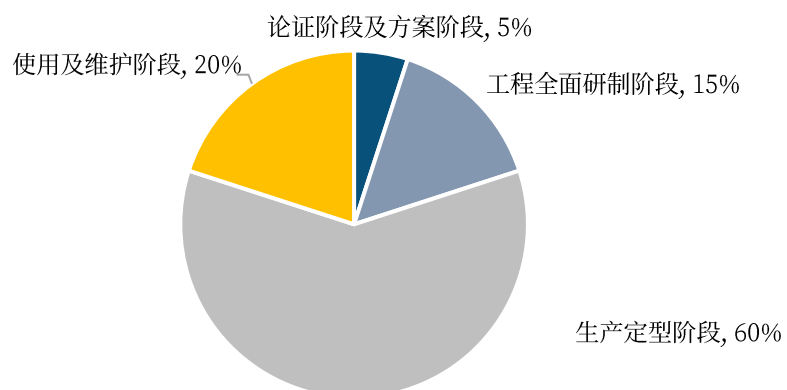
① 在数量规模上具有明显优势的导弹种类，如空面导弹或反坦克导弹等等，关注上游产业化能力成熟的龙头企业。上游通用性器件配套企业在扩产过程规模效应带来的边际改善有望更加明显，相关企业有望得到更多的盈利能力提升，但技术壁垒门槛或相对较低，市场竞争或加剧，在部分领域具有先发优势，产业规模化程度较高，产品更具有性价比的龙头企业业绩增长的持续性相对更强，值得重点关注。

② 在总产值规模上具有明显优势的导弹种类，如面空导弹及空空导弹，市场空间较大，关注中上游的高价值领域的“少数”配套企业或受限于产能的高技术企业。分系统及相关核心元器件配套价值量相对较高，因此在产业链中上游分系统（或向上一级配套层级）中，配套价值量占比较高或者在技术上具有较高的壁垒，存在独供或“双流水”供应的中上游企业的业绩具有更久的持续性及更大的提升空间，同时也应关注一些在核心技术领域有所突破（反应在相关业务的毛利率具有较高水平），但受限于产业化能力暂时收入规模体量较小的企业，这类企业在产能的提升下业绩弹性有望迎来阶跃式增长，对估值的消化能力更强，也值得重点关注。

（2）聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业

从导弹寿命周期中成本占比（见下图）可以发现，导弹的批产阶段与研发阶段的价值量存在明显差异，如工程研制阶段的成本投入基本仅为生产定型阶段的四分之一。这也直接导致导弹产业链上的企业在配套批产阶段型号和研发阶段型号时，业绩变化上也会出现差异。

表3 武器系统全寿命周期中各阶段投入成本占比（单位：%）



资料来源：《导弹武器系统全寿命周期成本控制问题研究》，《现代军事》，中航证券研究所整理

关于批产型号配套与研发型号配套的企业，我们有如下投资观点：

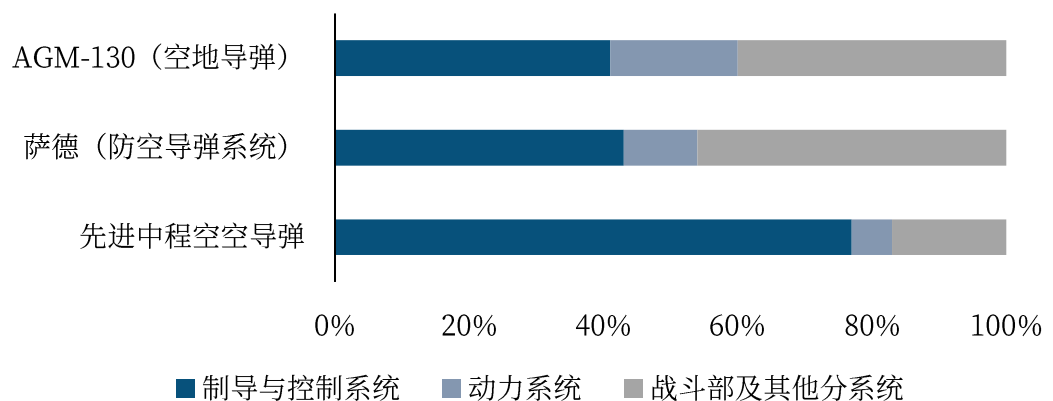
① 配套研发型号收入占比较高的企业，建议关注配套具有较高竞争实力下游客户，或者针对同一型号配套了多家下游客户的企业。收入多来自于研发型号配套的企业，每年在研发上的投入较高，但由于样件生产一般是小批量，该类企业在短期内的业绩表现上更类似于项目制企业，即收入与毛利率存在一定波动性，因此未来业绩的持续性和稳定性更为重要。

② 配套批产型号收入占比较高的企业，建议关注议价能力强并兼具跟踪部分研发型号的企业。收入多来自于批产型号配套的企业，在收入往往具有中短期的持续性，批量化生产规模效应将为企业带来边际成本的改善，而“以量换价”的降价压力也有所体现，因此议价能力和未来中长期收入增长的持续性更值得重点关注。

(3) 聚焦高价值分系统领域企业

在量或价方面具有优势的各类导弹（空地导弹、面空导弹以及空空导弹）中，战斗部、动力系统、制导与控制系统及弹体结构等四个分系统价值量占比如下图所示，可以看出，制导控制系统成本占比较其他分系统明显更加突出。

表4 几种典型导弹各分系统成本占比（单位：%）



资料来源：《导弹武器系统全寿命周期成本控制问题研究》，《现代军事》，中航证券研究所整理

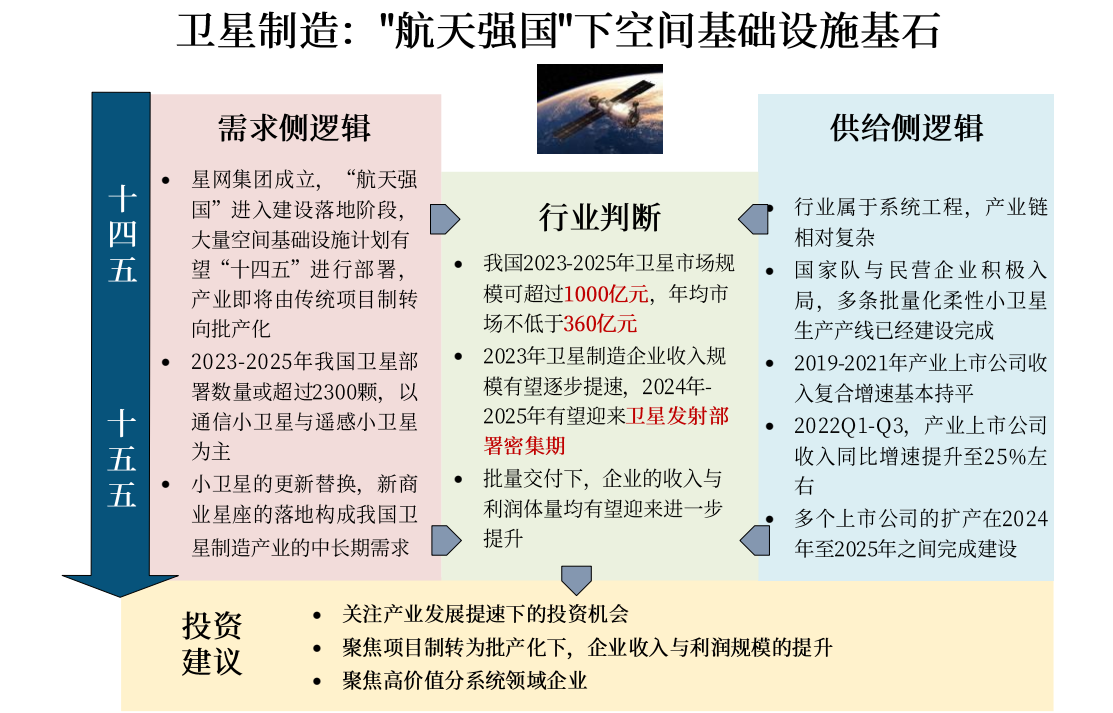
(二) 卫星制造：关注产业提速下的投资机会

“十四五”以来，伴随卫星互联网被纳入新基建概念，新央企星网集团成立，2022年，在《2021 中国的航天》中提及的“未来五年，中国将持续完善国家空间基础设施”以及二十大报告对“航天强国”的表述变化下，可以预见，“十四五”未来几年，“国家队”有望进行更多的卫星部署规划，同时民营企业也在加速入场，各类商用空间基础设施计划不断被提出。

卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2023-2025 年潜在市场空间超过 1000 亿元，行业整体规模由稳定持平转为快速增长的确定性较强，板块“价值投资”属性将愈加凸显，各卫星制造企业相关业务收入与业绩规模有望迎来

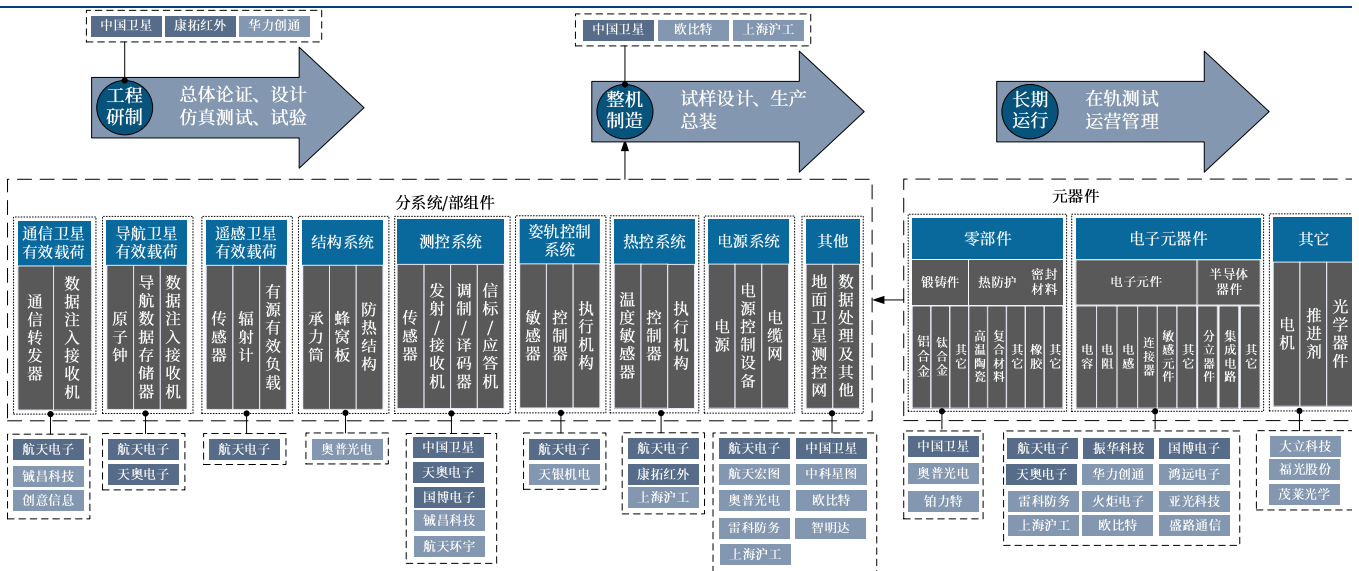
提升。(详情请见《2023年军工行业投资策略：战地黄花分外香》中5.4节)

图15 卫星制造产业投资逻辑及建议



资料来源：中航证券研究所整理

图16 卫星制造产业链及各部分代表上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所

针对于卫星制造产业，我们建议从商业模式转变及高价值分系统两个维度去挖掘投资机会，具体观点如下：

(1) 聚焦项目制转为批产化下，企业收入与利润规模的提升

关注通信以及遥感小卫星制造产业链上已经具有一定批生产的配套企业或总装企业收入与利润规模的提升。根据我们统计的 2023-2025 年卫星制造市场规模测算，通信卫星以及遥感卫星星座在需求量以及总体市场规模上都具有相对更高的优势。

同时，伴随未来几年通信及遥感小卫星发射数量增速的逐步提升，相关产业链上市公司的市场空间扩容速度将逐步驶入快车道，部分企业的商业模式有望逐步由项目制转为持续性批产，业绩兑现能力有望得到进一步加强。

尽管部分卫星制造企业配套的盈利能力或因卫星单体价值量下降而短期承压，但伴随规模效应带来边际成本改善以及产量的提升，企业毛利率下滑带来的阵痛将逐步得到缓解，并对公司利润提升影响有限。

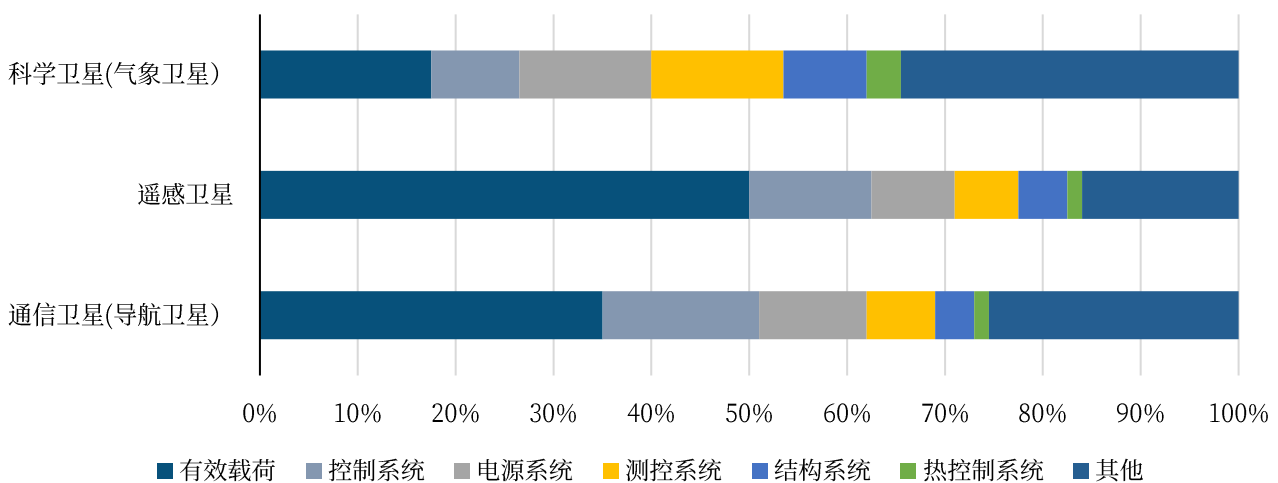
(2) 聚焦高价值分系统领域企业

通信及遥感小卫星中有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统配套企业中，关注已经具有低成本及产业化能力的企业，或具有较高技术水平（毛利率较高），正处于产业化过程中的企业。

在卫星空间系统的分系统，主要由结构系统、热控制系统、电源系统、姿控系统、轨控系统及测控系统构成。从不同种类卫星空间段各分系统成本（经费）的构成中可以看出，各类卫星空间段成本构成差异较大。

我们认为，主要原因是不同种类的卫星的成本构成差异不单单存在于不同的有效载荷上，其工作轨道带来的环境差异等也将会对卫星空间段其他分系统的性能需求产生较大影响，进而促使其成本构成较大。总体来看，各类卫星空间段分系统成本构成的共性主要在于有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统成本占比之和均超过 50% 以上。

图17 各类卫星分系统价值量分布



资料来源：公开资料，中航证券研究所整理（注：有效载荷、控制系统、电源系统、测控系统、结构系统及热控制系统采用资料所述经费范围均值。其中，按照资料中提到的导航卫星总经费估算类似于通信卫星，气象卫星估算总经费近似于科学卫星，我们假设气象卫星各分系统成本构成占比近似于科学卫星，导航卫星各分系统成本构成近似于通信卫星）

同时，在有效载荷、控制系统、电源系统以及测控系统等高价值量领域中，已经

具有低成本及产业化能力的企业更有望在卫星制造行业提速之际具有先发优势，而具有较高技术水平（毛利率较高），正处于产业化过程中的企业有望获得相对更高的业绩弹性，消化相对较高的估值。

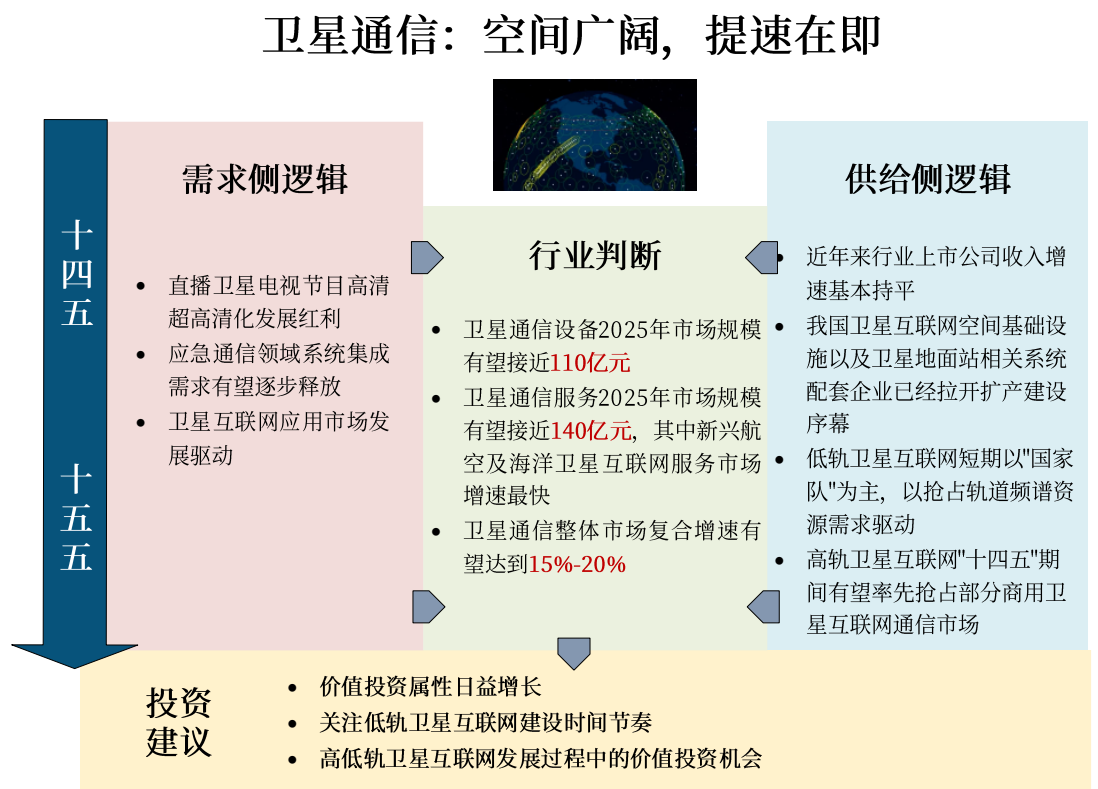
(三) 卫星通信（互联网）：价值投资属性日益增长

2020年以来，全球卫星通信产业每年都在发生众多变化，特别是卫星互联网领域。2020年，我国将卫星互联网被纳入新基建概念。2021年我国新央企星网集团成立。2022年，SpaceX公司的“星链”互联网卫星星座广泛参与俄乌冲突后，近日更是宣布针对国家安全和军事部门推出新一代“星盾”业务，加深了“星链”的军事化属性，2022年10月，俄罗斯也发射了“球体”卫星星座的首颗宽带互联网技术演示卫星，以上多国在卫星互联网的积极布局有望进一步牵引我国在2023年及未来的低轨卫星互联网建设提速。

卫星互联网应用有望成为我国卫星通信产业发展的新动能，同时在《2021中国的航天》以及《“十四五”国家应急体系规划》中提及的直播卫星电视节目高清超高清化以及卫星应急管理专用系统的建设需求也均有望牵引卫星通信产业快速发展。

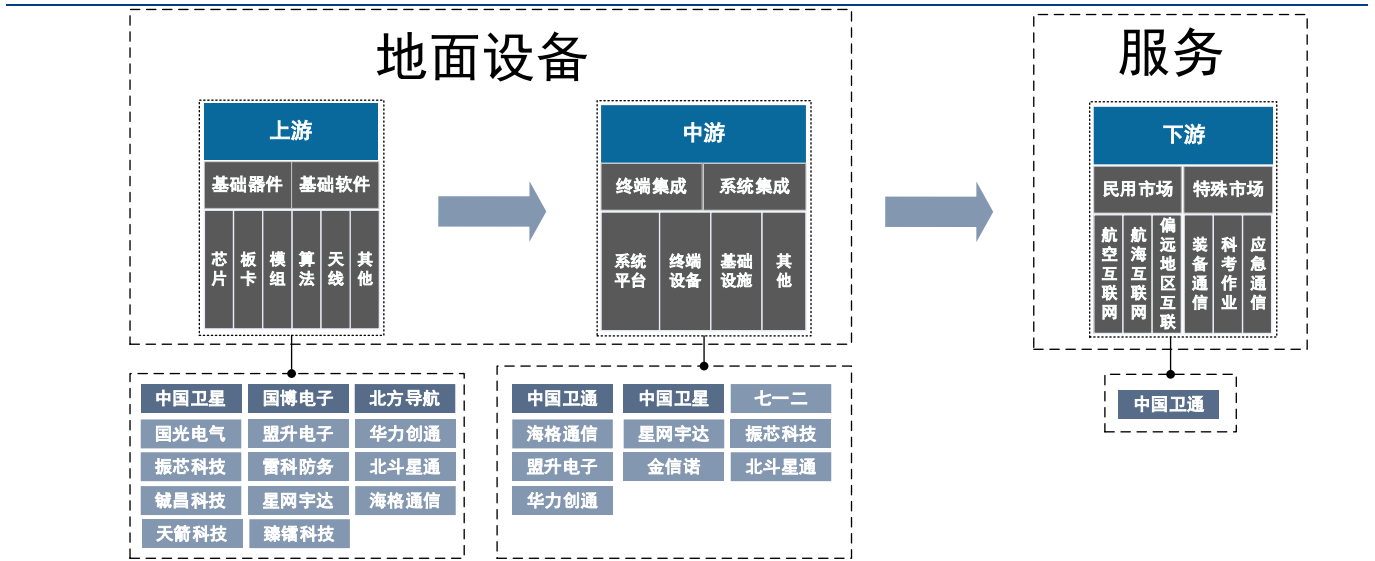
在此之下，我们判断，2025年卫星通信产业潜在市场空间有望达到每年250亿元，整体市场增速有望迎来历史提速拐点，提升至15%以上，“沉寂已久”的卫星通信板块将蕴含着众多价值投资机会。（详情请见《2023年军工行业投资策略：战地黄花分外香》中5.5节）

图18 卫星通信产业投资逻辑及建议



资料来源：中航证券研究所整理

图19 卫星通信产业链及各部分代表性上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

建议围绕低轨卫星互联网建设时间节奏、高低轨卫星互联网发展过程中的价值投资以及航空及海洋卫星互联网通信运营商三个维度寻找投资机会，具体观点如下：

(1) 关注低轨卫星互联网建设时间节奏

重点关注低轨卫星互联网技术验证星发射时间及星网集团关于国家卫星互联网建设时间节奏，这将是低轨卫星互联网相关企业开始逐步业绩兑现的起始点。“十四五”未来几年，卫星互联网作为卫星通信板块中受到关注度较高的概念，其发展节奏直接关联着卫星互联网应用终端与服务企业业绩兑现的时点。2022年10月中旬，星网集团全资子公司公示了两个通信卫星项目招标结果，2023年7月9日卫星互联网技术验证星成功发射，参考我国卫星星座部署步骤，我国国家低轨卫星互联网星座建设的序幕已拉开，相关卫星通信应用企业的业绩也有望逐步开始兑现。

(2) 高低轨卫星互联网发展过程中的价值投资机会

伴随“十四五”未来几年我国卫星互联网产业有望迎来快速发展，高低轨卫星互联网发展过程中也会为卫星通信产业链上众多企业带来基本面上的改善，为投资者带来更多价值投资机会。

地面设备企业方面，重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势企业、或在部分领域具有高技术壁垒，扩产加强产业化能力的企业。卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势的企业在市场拓展上将具有更多先发优势和竞争优势，而在部分领域具有高技术壁垒，扩产加强产业化能力的企业业绩上有望弹性更高，对高估值的消化能力更强。

(3) 航空及海洋卫星互联网通信运营商

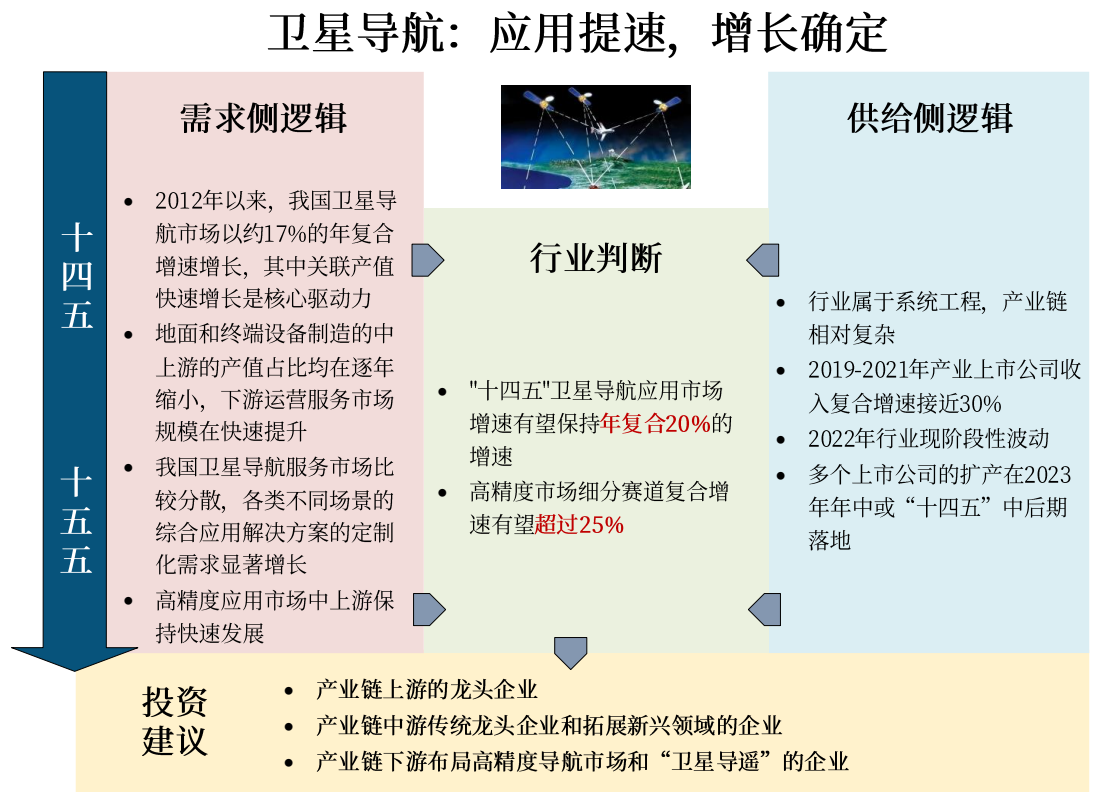
重点关注卫星互联网应用中航空及海洋卫星互联网通信运营商。由于我国“十四五”期间，空间基础设施已取得一定进展、且商业模式更为成熟的高轨卫星互联网领域市场预计将快速发展，航空及海洋互联网市场是我国有望在卫星互联网应用中率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力。

(四) 卫星导航：挖掘产业链各位置的价值投资机会

卫星导航产业是我国卫星通信、导航、遥感三大产业中发展相对更为成熟的细分板块。“十四五”未来几年，北斗产业发展的重点在于下游应用领域的拓展，特别是打造国家综合定位导航授时（PNT）体系和综合时空体系，也有望加速促使卫星导航与卫星遥感两大卫星应用市场的产业融合进程，形成更多的“卫星导遥+”的产业融合新增量市场。

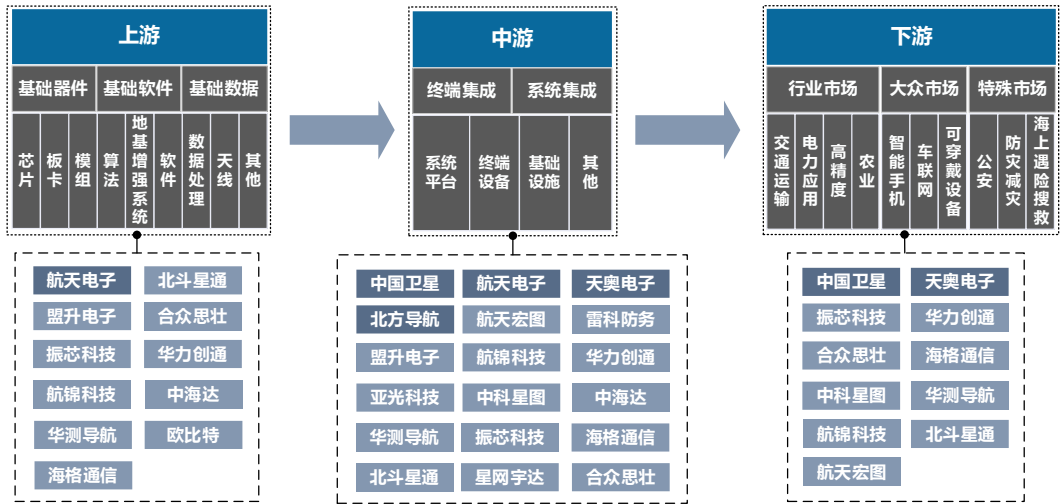
在此之下，**“十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合20%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过25%。**（详情请见《2023年军工行业投资策略：战地黄花分外香》中5.6节）

图20 卫星导航产业投资逻辑及建议



资料来源：中航证券研究所整理

图21 卫星导航产业链及各部分代表性上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

建议重点围绕卫星导航产业链企业中寻找价值投资机会，如产业链上游的龙头企业、中游的传统龙头企业和拓展新兴领域（如自动驾驶）的企业，以及下游布局高精度导航市场和“卫星导遥+”的企业。具体投资建议观点如下：

(1) 产业链上游的龙头企业

重点关注北斗应用产业中上游领域具有明确下游市场布局或已经拥有较大市占率的上游龙头企业。由于芯片、板卡、模组、数据处理、天线等基础器件和基础软件作为各北斗应用终端的共同设备基础，需求将伴随北斗应用市场下游的拓展保持稳定的增长，由于上游基础器件对企业在中下游市场拓展（价格以及性能层面）的影响重大，从当前各中下游厂商开始向上游拓展来看，北斗上游竞争会更加激烈，建议关注具有明确下游市场布局或已经拥有较大市占率的上游龙头企业。

(2) 产业链中游传统龙头企业和拓展新兴领域的企业

传统导航应用终端集成重点关注龙头企业，新兴导航应用终端集成重点关注商业模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业。传统的北斗产业终端设备方面，“十四五”中后期有望伴随北斗三号导航系统的替代更新再迎“第二春”，但当下仍建议关注头部企业；新拓展的“+北斗”或“北斗+”融合产业应用终端方面，盈利模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业在业绩弹性上或更具有优势。

(3) 产业链下游布局高精度导航市场和“卫星导遥”的企业

重点关注“高精度北斗导航”以及卫星导遥融合领域布局的企业。在“高精度北斗导航”与“卫星导遥”产业融合催生的更多增量市场（如车规级自动驾驶、灾害位移监测、农业等），是“十四五”未来几年卫星导航市场持续快速发展中的重要驱动力，在这些领域布局的企业业绩弹性相对表现更好，有望消化更高的估值。

(五) 卫星遥感：高景气下的业绩持续性意义凸显

卫星遥感应用上市公司收入增速是近年来卫星产业四大细分市场中最高的，特别是卫星遥感在我国 2022 年宏观因素影响之下，受到的影响相对更小，仍维持了产业高速发展态势。

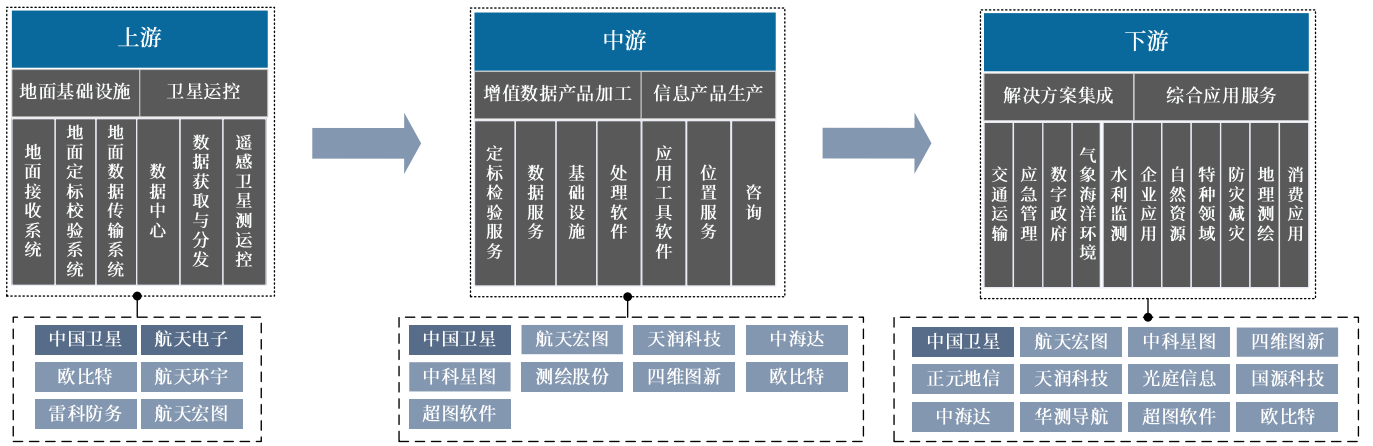
当前，遥感产业下游数字政府建设、实景三维、灾害监测等 to G 领域对卫星遥感需求不减，卫星遥感行业整体短期仍将处于朝阳高速发展阶段，市场需求有望维持在 40%增速 左右(类似于北斗二代开通服务后 2013 年-2015 年的高景气发展阶段), 2025 年市场空间有望超过 300 亿元，是 卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道，建议关注卫星遥感产业中 企业的业绩持续性 寻找投资机会。(详情请见《2023 年军工行业投资策略：战地黄花分外香》中 5.7 节)

图22 卫星遥感产业投资逻辑及建议



资料来源：中航证券研究所整理

图23 卫星遥感产业链及各部分代表上市公司



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

具体观点如下：

(1) 关注企业营销能力和盈利能力

建议重点关注营销能力强，服务和商业模式成熟度高的企业。由于当前卫星遥感产业正处于高速发展阶段，特别是各卫星遥感下游应用领域快速拓展下游市场应用的发展阶段，营销能力强的企业在市场拓展性上更具有优势，同时，各卫星遥感企业或通过外协采购软件数据的方式提升新应用市场（初期定制化程度高）拓展速度，从而导致毛利率存在下降风险，因此服务和商业成熟度高的企业在完成多个项目的过程中，可复制性（类似规模效应）更强，易于维持较高盈利水平。

(2) 关注企业面向的遥感应用领域分散度和回款能力

建议重点关注军民客户分散均衡和回款能力强的企业。目前，军民客户比例均衡的企业，受到国家经济情况变化的影响相对更小，业绩增长持续性更强，另外，我国卫星遥感下游应用领域更集中在 to G 端，部分企业应收账款占比较高，可能会对企业的运营产生一定影响，值得关注。

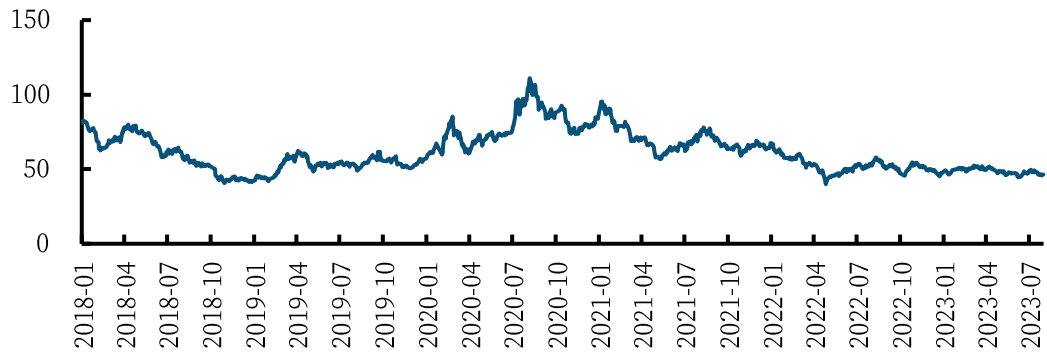
四、航天产业上市公司 2023 年中报业绩情况

截至 2023 年 7 月 31 日，已有 22 家涉航天业务上市公司披露了 2023 年中报预告情况，净利润增速中位数为 8.89%-24.58%。一方面，雷科防务、乐凯新材、航宇微等上市公司业绩实现快速增长，但与此同时，大立科技、新光光电、中兵红箭等部分上市公司也在采购计划延期、研发费用增加、供需关系变化等多方面因素的影响下，业绩出现了较大幅度的下滑。

五、航天产业估值已处于近五年历史低点附近

我们对中航证券航天行业指数标的进行 PE (TTM) 统计, 截至 2023 年 7 月末, 指数市盈率为 46.49 倍, 较 3 月末下降 6.18%, 处于 2018 年以来的 9.27%分位。可以看出, 相较于 2022 年 11 月与 12 月的杀估值, 2023 年 3 月, 航天产业整体估值水平曾一度修复至历史 30%分位, 但 4-7 月估值分位再次下探到历史较低水平。

图24 中航证券航天行业指数市盈率 (TTM) 走势



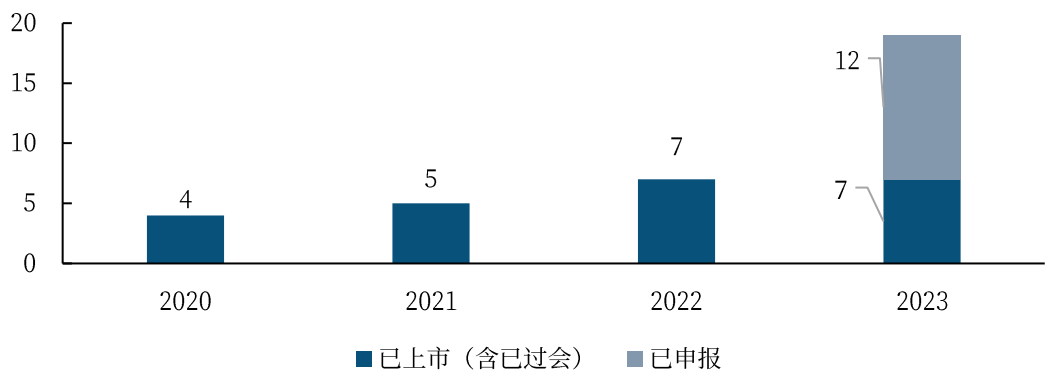
资源来源: Wind, 中航证券研究所 (计算时剔除亏损企业)

六、航天产业公司持续上市, 速率不减

行业高景气下, 航天公司持续上市。截至 2023 年 8 月 17 日, 航天环宇、国科军工、航天南湖、芯动联科以及司南导航等 5 家航天产业公司实现上市 (相关上市公司具体投资逻辑分析可以参考中航证券 2023 年军工上市公司点评系列)。另外, 国科天成、万方科技 2 家航天企业均已过会。

同时, 2023 年以来, 已有包括长光卫星、国遥股份、天元航材等 10 余家航天产业公司申报 IPO, 凸显出近年来航天产业高景气发展背景下, 一批中上游企业业绩体量得到快速提升。

图25 2020 年以来航天产业 IPO 数量 (单位: 家)



资源来源: iFinD, 中航证券研究所 (2023 年数据更新至 2023 年 7 月 31 日)

七、建议关注

短期关注：航天宏图、中科星图

导弹及智能弹药：

航天电器（连接器）、振华科技（电容电感等电子元器件）、天奥电子（时频器件）、长盈通（军用惯导配套）、盟升电子（卫星导航通信），北方导航（导航控制和弹药信息化），智明达（嵌入式计算机）；

卫星制造及应用：

中国卫通（高轨卫星互联网）、华测导航、海格通信（北斗）、航天宏图、中科星图（卫星遥感）。

八、风险提示

- ① 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；
- ② 部分航天装备研发定型进度可能存在不确定性，进而影响全产业链市场增速；
- ③ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ④ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637