

## 破而后立；否极泰来

2024 年 06 月 17 日

➤ **投资建议:** 回顾 2024 上半年, 中期调整及人事变动等因素的影响仍在持续, 需求边际改善但尚未全面恢复, 行业 1Q24 业绩延续较差, 机构持仓继续减配, 市场情绪低落。但是, 底部在反复震荡中夯实, 行情也有望缓缓启动。展望 2024 下半年, 我们认为: 行业季度业绩环比改善, “业绩底”有望在今年出现, 并将走出底部。需求复苏蓄势待发, 地缘政治日趋复杂和装备国际差距为需求释放带来动力; “新质生产力”创造结构性机会, 行业在经过超过 1 年半的“停摆”后有望恢复正常节奏, 军工行业正处于较好配置时间窗口。

➤ **核心观点**

**2024 年下半年否极泰来; 需求复苏蓄势待发。**“十四五”期间, 行业成长逻辑并未变化: 从需求端看, 装备的国际比较差距和结构优化尚有较大空间; 从供给端看, 新一代装备逐渐成熟放量, 供需共振推动行业景气上行。但是, 受中期调整和人事变动等因素影响, 行业在经历了快速增长后, 自 2023 年开始增速放缓甚至下滑, 1Q23~1Q24, 行业归母净利润同比增速分别是-0.1%、9.8%、-10.2%、-39.5%、-20.9%。值得注意的是, 1Q24 业绩同比下滑幅度已经收窄, 且进入 6 月后, 部分制导装备产业链公司开始披露订单 (6 月 5 日, 理工导航公告 1.05 亿拟签合同), 或是需求逐步恢复的讯号, 军工有望开启新一轮成长阶段。

**重视产业链价值重新分布, 看好中下游长期成长价值。**我们分析行业盈利能力的变化发现, 军工行业综合毛利率由 2009 年的 19.7%提升 4.6ppt 至 2021 年的 24.3%, 产品结构优化、规模效应、治理改善等为毛利率提升的核心原因。2022 年开始毛利率出现下滑趋势, 装备降价向全产业链传导系主要原因。同时, 国产替代也带来中游环节的成本增加, 上游和中游毛利率出现“剪刀差”, 我们认为, 往未来看, 受国产化替代率逐步提高致边际成本下降及“链长”等因素影响, 产业链价值分布有望向中下游倾斜, 我们相对更看好中下游的长期成长价值。

**“新质生产力”引领新发展; 把握产业变革机遇。**新域新质是提升装备力量的重要方, 新质生产力是引领高质量发展的重要理念。我们针对增材制造、低成本装备、低空经济、国产大飞机、商业航天等领域的新技术、新理念、新方向进行分析。我们认为: **1) 低空经济:** 具有产业链条长、辐射带动面广、成长性好、市场空间大的优势, 建议关注低空飞行器产业链和低空新基建两条投资主线。**2) 国产大飞机:** C919 自 2023 年开始正式商业化运营, 未来或将重塑航空产业格局, 迎来航空新时代。**3) 商业航天:** 2023 年以来, 我国卫星互联网建设显著提速, 政策、产业资本支持力度加大, 2024 年或是星座规模化建设的元年。

➤ **建议关注**

**2024 年下半年我们或将迎来行业需求恢复, 坚定看好行业后续的投资机会。**基于对产业链价值重新分布的考虑, 建议重点关注产业链中下游和国企龙头。而对新域新质和新质生产力所代表的新技术、新理念、新方向, 尤其需重视其产业发展阶段和应用普及率的变化。

**建议关注: 1) 龙头引领:** 中航沈飞、中航光电、中航高科、中航西飞、航发动力、中航重机、中国船舶、西部超导等; **2) 制导装备:** 菲利华、新雷能、航天电器、长盈通、北方导航、中兵红箭、智明达等; **3) 新域新质:** 华秦科技、航天南湖、中科星图、广联航空、陕西华达、铂力特、莱斯信息等; **4) 国企改革:** 国博电子、航发控制、中航机载、中直股份、国睿科技、航天电子等。

➤ **风险提示:** 产品交付不确定性、产品价格下降、行业政策发生变化等。

推荐

维持评级

**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005

邮箱: yinhuiwei@mszq.com

**分析师 孔厚融**

执业证书: S0100524020001

邮箱: konghourong@mszq.com

**分析师 赵博轩**

执业证书: S0100524040001

邮箱: zhaoboxuan@mszq.com

**研究助理 冯鑫**

执业证书: S0100122090013

邮箱: fengxin\_yj@mszq.com

**相关研究**

- 2024 年一季度公募基金持仓分析: 主动型基金再次减配; 产业链持仓分布出现变化-2024/05/11
- 2023 年年报及 2024 年一季报业绩回顾: 底部夯实; 反转可期-2024/05/07
- 2024 年度策略: “价值重构”和“供需关系”视角下的投资机会-2023/12/11
- 2023 年中期策略: “半程的转折”渐近尾声; 新一轮行情蓄势待发-2023/06/23
- 2023 年度策略: 半程中的转折; 分化中的新生-2022/12/20

# 目录

<b>1 24H1 回顾：指数止跌企稳；低空经济关注度高</b>	<b>3</b>
1.1 指数回顾：1~2 月极致行情后处于震荡阶段	3
1.2 行业比较：2024 年初至今行业涨跌幅排名 13/31	3
1.3 板块业绩：1Q24 下滑幅度收窄；下半年有望环比改善	5
1.4 机构持仓：1Q24 机构大幅减配，或是底部特征之一	5
1.5 估值位置：估值处于历史底部位置	6
<b>2 产业趋势：成长逻辑未变；重视价值链重新分布</b>	<b>7</b>
2.1 24Q1 部分上游环节业绩已降至 2020 年前水平	7
2.2 行业调整或近尾声，主机厂新一轮订单或逐步落地	9
2.3 “供需关系”视角下的选择：供给无忧，亟待需求	10
<b>3 新域新质和新质生产力：新技术/新理念/新方向</b>	<b>11</b>
3.1 增材制造：进入快速成长期；3C 应用打开成长空间	11
3.2 远火系列：低成本的“杀手锏”装备	13
3.3 低空经济：新质生产力标杆赛道；万亿市场空间广阔	14
3.4 国产大飞机：C919 积极扩产；4 月新增 200 架大订单	16
3.5 商业航天：2024 下半年等待开启规模化建设	18
3.6 民船制造：正在进入造船大周期	20
<b>4 IPO：年初至今 1 家军工企业完成发行上市</b>	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>

# 1 24H1 回顾：指数止跌企稳；低空经济关注度高

## 1.1 指数回顾：1~2 月极致行情后处于震荡阶段

2024 年初至今指数经历快速下跌后反弹企稳。2024 年 1 月 1 日至 6 月 14 日，中证军工指数下跌 6.1%，跑输上证指数 8.0ppt；跑输创业板指 0.8ppt。同期，卫星互联网指数下跌 18.2%；低空经济指数下跌 2.9%。值得注意的是，一定程度上受到微盘股几轮下跌的影响，中证军工指数在 1 月份经历了快速下跌，2 月份反弹后企稳。从各上市公司公告的经营情况看，行业中期调整及人事变动等因素的影响仍在持续，需求端有边际好转但尚未全面恢复。在这样的情况下，军工上市公司 3Q23~1Q24 业绩相对一般，机构资金连续流出，市场情绪整体低落。

**展望 2024 下半年我们认为：**行业中长期向好的逻辑依然成立，并且经过超过一年半的调整后，下半年需求有望恢复，军工或将迈入新一轮的成长阶段。

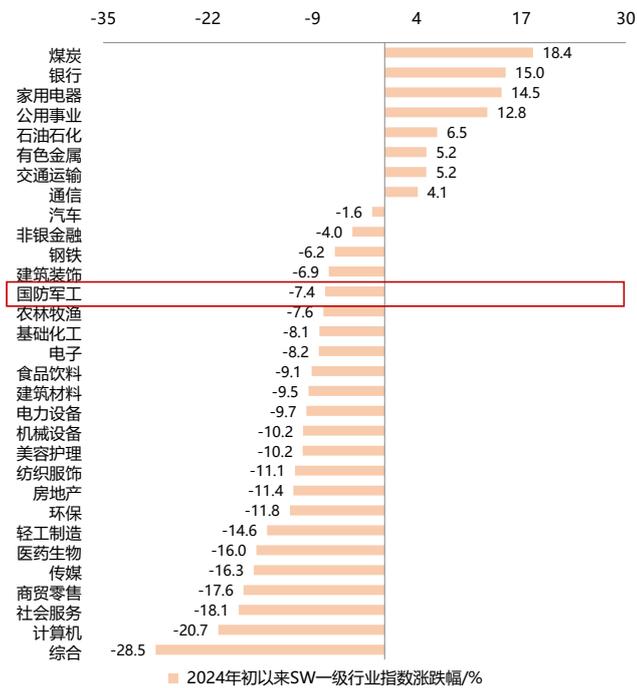
**图1：2024 年以来中证军工指数深“V”走势；3 月开始低空经济和卫星互联网强势反弹**



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：数据统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘；数据为以 2022 年 12 月 30 日为基期的各指数涨跌幅

## 1.2 行业比较：2024 年初至今行业涨跌幅排名 13/31

2024 年初至今行业涨跌排名 13/31。2024 年 1 月 1 日至 6 月 14 日，国防军工下跌 7.4%，在 SW 一级行业中排名 13/31。全市场中，8 个行业上涨；23 个行业下跌。具体看，煤炭 (+18.4%)、银行 (+15.0%)、家用电器 (+14.5%) 等涨幅居前；综合 (-28.5%)、计算机 (-20.7%)、社会服务 (-18.1%) 等跌幅居前。月度角度看，国防军工在 2024 年 2 月 (+12.9%)、3 月 (+4.4%) 和 5 月 (+1.8%) 实现当月绝对正收益。

**图2：2024年初至今国防军工涨跌幅排名 13/31**


资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

注: 数据统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

**图3：国防军工 2、3、5 月实现当月绝对正收益 (%)**

板块名称	1月	2月	3月	4月	5月	6月	2024YTD
煤炭	6.7	7.6	-3.7	0.9	6.3	-0.1	18.4
银行	6.2	4.4	-0.2	4.9	3.0	-3.7	15.0
家用电器	-2.0	9.9	2.4	8.5	-4.0	-0.3	14.5
公用事业	-1.0	3.5	3.6	1.3	3.1	1.6	12.8
石油石化	-1.2	5.6	6.0	0.9	-1.3	-3.3	6.5
有色金属	-12.3	10.0	12.5	2.4	-0.3	-5.1	5.2
交通运输	-2.8	5.0	1.0	2.4	2.4	-2.7	5.2
通信	-15.2	19.5	4.2	1.5	-6.1	3.4	4.1
汽车	-15.4	13.6	4.6	2.6	-3.5	-1.1	-1.6
非银金融	-3.4	6.5	-6.2	2.3	-1.4	-1.4	-4.0
钢铁	-6.9	6.7	0.1	1.9	-2.2	-5.4	-6.2
建筑装饰	-3.5	1.4	1.1	-2.2	-0.1	-3.7	-6.9
国防军工	-20.5	12.9	4.4	-2.0	1.8	-1.0	-7.4
农林牧渔	-13.2	5.6	2.6	-0.8	4.3	-5.1	-7.6
基础化工	-16.1	9.2	2.3	4.5	-1.5	-4.8	-8.1
电子	-23.9	16.4	1.1	-0.4	-1.2	4.2	-8.2
食品饮料	-10.2	8.6	1.6	0.8	-3.7	-5.5	-9.1
建筑材料	-8.6	4.4	-1.7	1.0	0.3	-4.7	-9.5
电力设备	-16.3	10.2	3.7	-0.8	-0.6	-4.4	-9.7
机械设备	-17.9	13.0	3.6	-0.6	-2.2	-3.8	-10.2
美容护理	-13.4	14.4	-1.2	-0.2	-3.7	-4.6	-10.2
纺织服饰	-10.0	2.7	5.0	-1.4	-1.6	-5.6	-11.1
房地产	-8.1	2.3	-3.8	-4.3	6.1	-3.6	-11.4
环保	-12.0	1.2	4.9	1.0	-1.0	-5.6	-11.8
轻工制造	-14.0	5.2	3.9	-0.9	-2.3	-6.1	-14.6
医药生物	-18.6	10.5	-2.3	2.6	-4.2	-2.7	-16.0
传媒	-15.5	14.8	1.5	-5.2	-7.8	-2.8	-16.3
商贸零售	-10.7	4.3	0.4	-3.4	-4.6	-4.2	-17.6
社会服务	-14.7	6.4	2.1	-2.3	-4.0	-5.8	-18.1
计算机	-23.7	17.8	-0.5	-3.4	-7.0	-1.4	-20.7
综合	-15.1	0.1	5.5	-8.6	-4.7	-8.5	-28.5

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

注: 数据统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

2024年初至今船舶、低空经济相关标的表现较好。2024年1月1日至6月14日, 1)跑赢行业、涨幅居前的公司是:宗申动力(+95.2%)、莱斯信息(+73.4%)、神宇股份(+70.6%)、扬子江(+64.4%)、中船防务(+48.3%)等; 2)跑输行业、跌幅居前的公司是:盟升电子(-56.1%)、航天宏图(-54.3%)、佳缘科技(-50.5%)、兴图新科(-47.7%)、星网宇达(-47.0%)等。

**图4：2024年初至今跑赢行业前 15 家公司**

排序	代码	简称	股价/元	市值/亿元	绝对涨跌幅/%	相对中证军工指数收益/ppt
1	001696.SZ	宗申动力	12.7	145.4	95.2	101.3
2	688631.SH	莱斯信息	61.1	99.9	73.4	79.5
3	300563.SZ	神宇股份	27.1	48.2	70.6	76.7
4	BS6.SG	扬子江	2.5	96.8	64.4	70.5
5	0317.HK	中船防务	15.4	342.9	48.3	54.4
6	000801.SZ	四川九洲	10.6	108.0	37.1	43.2
7	300719.SZ	安达维尔	17.7	45.2	32.9	39.0
8	600150.SH	中国船舶	38.1	1705.8	29.6	35.7
9	688629.SH	华丰科技	28.2	130.0	29.0	35.1
10	002625.SZ	光启技术	18.2	391.7	23.0	29.1
11	688685.SH	迈信林	36.2	40.5	21.9	28.0
12	688522.SH	纳睿雷达	46.2	100.1	16.9	23.0
13	002111.SZ	威海广泰	10.6	56.2	16.8	22.9
14	601989.SH	中国重工	4.7	1074.0	14.0	20.1
15	301517.SZ	陕西华达	62.1	67.1	11.1	17.2

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024 年 06 月 14 日收盘

**图5：2024年初至今跑输行业前 15 家公司**

排序	代码	简称	股价/元	市值/亿元	绝对涨跌幅/%	相对中证军工指数收益/ppt
1	688311.SH	盟升电子	22.4	35.9	-56.1	-50.0
2	688066.SH	航天宏图	19.3	50.4	-54.3	-48.2
3	301117.SZ	佳缘科技	27.0	24.9	-50.5	-44.4
4	688081.SH	兴图新科	9.0	9.3	-47.7	-41.6
5	002829.SZ	星网宇达	14.3	29.8	-47.0	-40.9
6	871642.BJ	通易航天	7.5	7.8	-46.7	-40.6
7	688287.SH	观典防务	5.3	19.5	-46.6	-40.5
8	688053.SH	思科瑞	26.9	26.9	-46.1	-40.0
9	688237.SH	超卓航科	21.4	19.1	-43.5	-37.4
10	688636.SH	智明达	25.4	28.5	-41.6	-35.5
11	688507.SH	索辰科技	80.7	49.4	-41.0	-34.9
12	600590.SH	泰豪科技	4.0	34.2	-40.0	-33.9
13	002189.SZ	中光学	14.4	37.7	-38.1	-32.0
14	300123.SZ	亚光科技	4.6	46.8	-37.5	-31.4
15	600399.SH	抚顺特钢	6.2	121.3	-36.7	-30.6

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

注: 数据截至 2024 年 06 月 14 日收盘

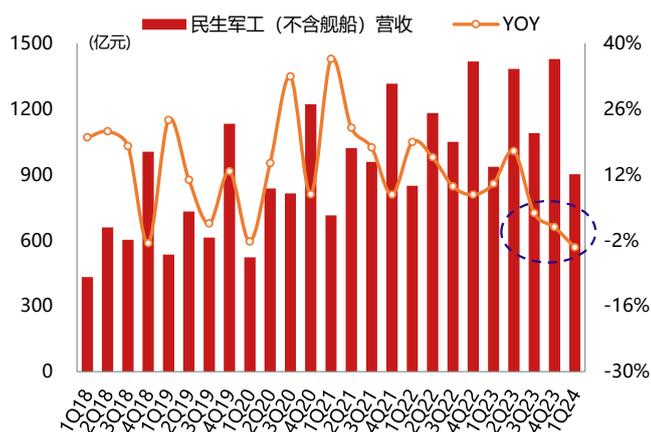
### 1.3 板块业绩：1Q24 下滑幅度收窄；下半年有望环比改善

我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析，由于舰船板块中含有较多民船资产，利润波动较大，故我们分析的主要对象为股票池中剔除舰船板块后的公司。

**1) 营收端：**1Q23~1Q24，行业营收同比增速分别是 10.1%、17.0%、3.8%、0.8%、-3.5%。2023 年上半年开始行业需求趋弱，2023 年下半年企业端开始体现，3Q23~4Q23 行业营收同比增速放缓，1Q24 营收同比下滑。

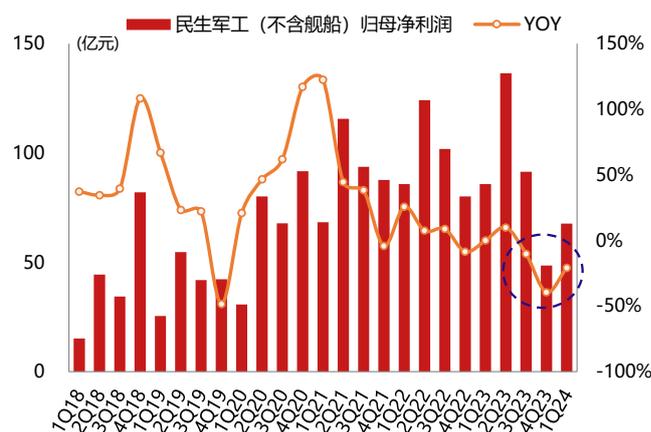
**2) 利润端：**1Q23~1Q24，行业归母净利润同比增速分别是-0.1%、9.8%、-10.2%、-39.5%、-20.9%，3Q23 以来行业归母净利润连续三个季度出现同比下滑，但值得注意的是，1Q24 业绩同比下滑幅度有所收窄，我们预计 24 年下半年行业季度业绩将环比改善。

图6：1Q18~1Q24 行业单季度营收及同比增速



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

图7：1Q18~1Q24 行业单季度归母净利润及同比增速

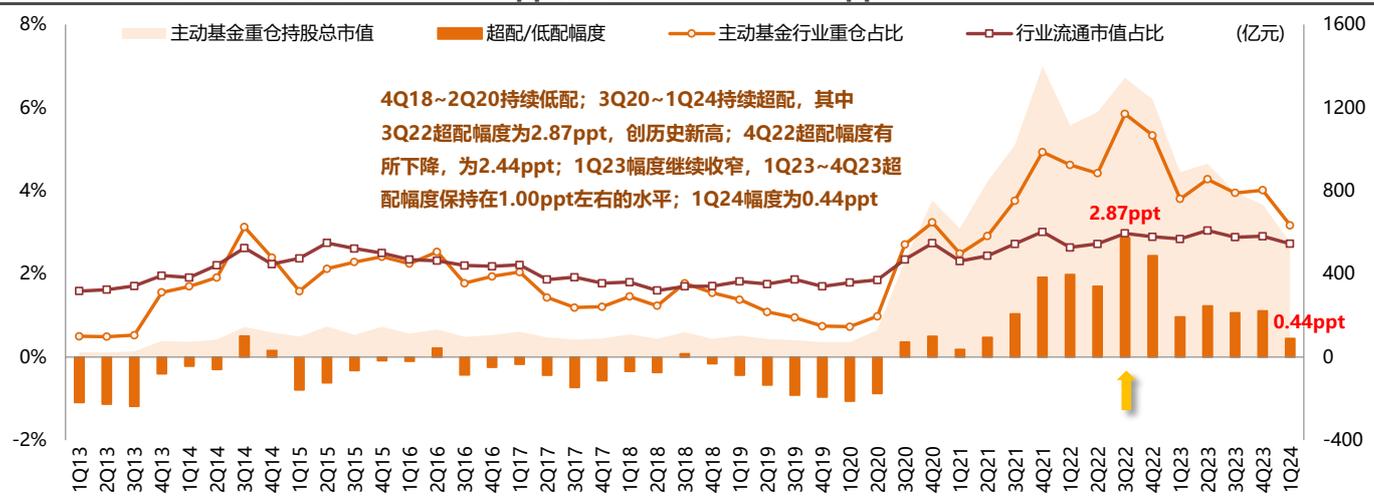


资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法，不含舰船

### 1.4 机构持仓：1Q24 机构大幅减配，或是底部特征之一

**1Q24 主动型基金再次减配军工。**1Q24，主动型基金超配军工幅度环比减少 0.67ppt 至 0.44ppt，是继 2023 年平台期之后的再次明显下滑。若去掉部分跨行业大市值公司，配置幅度将会更低。主动型基金对民生军工成份股超配幅度的环比变化为-0.67ppt，降幅居前（行业排名 4/30）。我们认为，主动型公募基金超配军工幅度在 2023 年的稳定期后，1Q24 超配幅度环比下滑较大，一定程度上体现了市场对板块关注度持续较低，但同时，这往往也是底部的特征之一。

图8: 1Q24 主动型基金超配民生军工 0.44ppt; 环比 4Q23 减少 0.67ppt



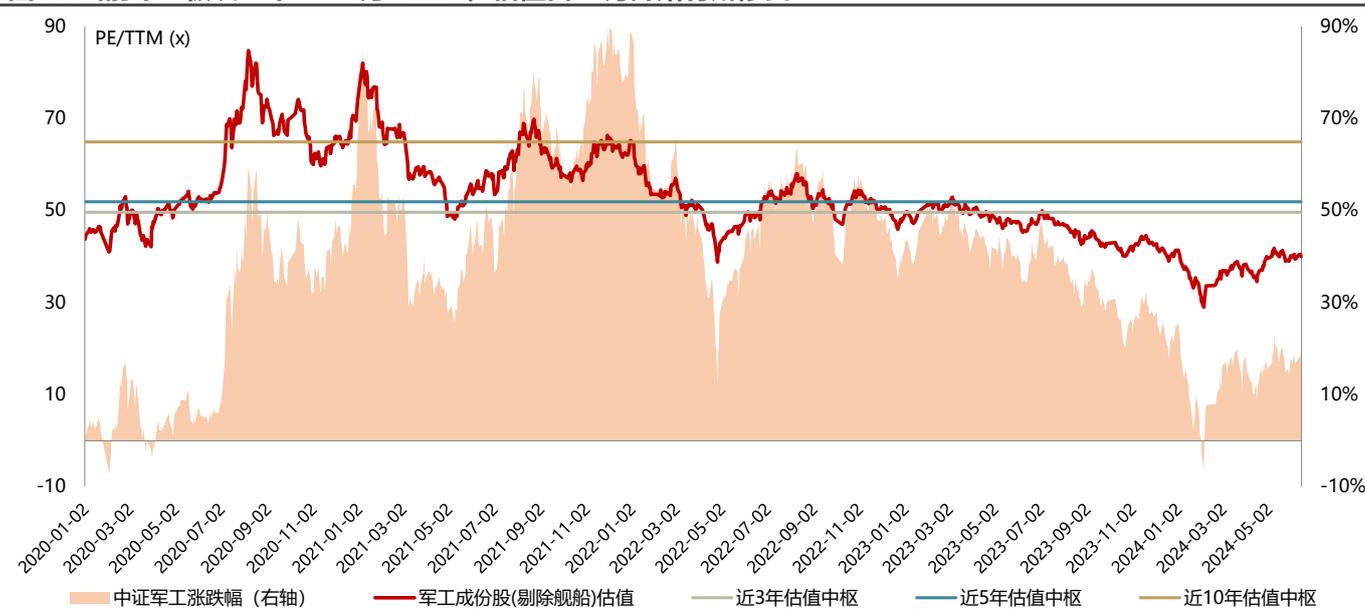
资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

## 1.5 估值位置: 估值处于历史底部位置

当前军工板块 PE/TTM 为 40.0x; 处于历史底部位置且低于历史估值中枢。

2024 年 1 月 1 日至 6 月 14 日, 板块估值位于 29.0x ~ 41.9x 区间内, 最小值为 29.0x (2 月 5 日; 是 2009 年 1 月 5 日以来的估值最低点); 最大值为 41.9x (5 月 9 日)。截至 2024 年 6 月 14 日收盘, 军工板块整体 PE/TTM 是 40.0x。历史分位看, 当前估值分别处于近 1/2/3/5/10 年的 53%、38%、27%、13%和 8% 位置。

图9: 当前军工板块 PE/TTM 为 40.0x; 估值自 2 月开始有所修复



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 数据统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

## 2 产业趋势：成长逻辑未变；重视价值链重新分布

“三周期”叠加逻辑不改；行业中长期“确定性”和“成长性”无虞。我们此前提出“从需求端看，装备的国际比较差距和结构优化尚有较大空间；从供给端看，新一代装备逐渐成熟放量，供需共振推动行业景气上行”的观点，在2020~2022年得到验证，但同时我们也注意到行业自2023年出现的新变化：受中期调整和人事变动等影响，订单节奏延后，叠加库存周期等因素，产业链上游需求较弱，这也直接反映在了2023年和2024Q1业绩端（Q2业绩我们也持谨慎态度）。我们认为：行业三周期叠加的成长逻辑并无发生变化，经过约1年半的调整后，2024年下半年开始或将进入新的成长周期。同时，由于“链长”的作用愈加突出，产业链价值或将出现新的分布，中下游将具有更强的议价能力。

图10：行业“三周期”叠加，“十四五”为高景气发展新阶段



资料来源：民生证券研究院整理

### 2.1 24Q1 部分上游环节业绩已降至 2020 年前水平

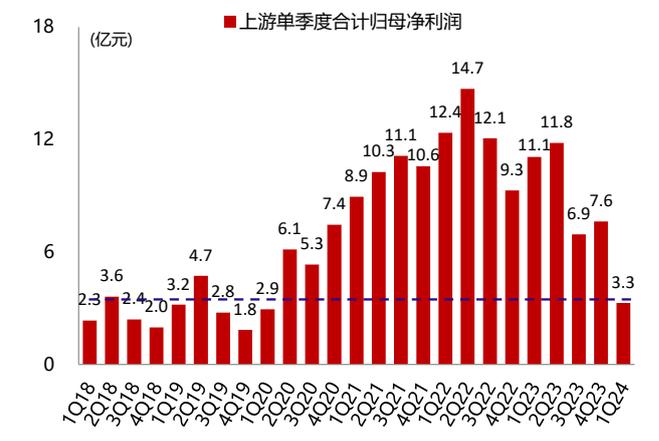
我们分析行业上游环节（主要是被动元器件类）1Q18~1Q24 营收及归母净利润单季度规模变化可知，1Q24 营收和归母净利润基本已降至 2020 年前的水平，即上一轮装备放量前。

图11：1Q18~1Q24 上游环节单季度营收



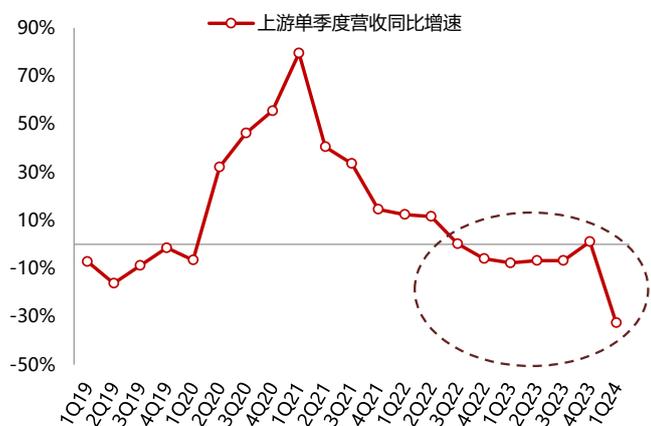
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图12：1Q18~1Q24 上游环节单季度归母净利润



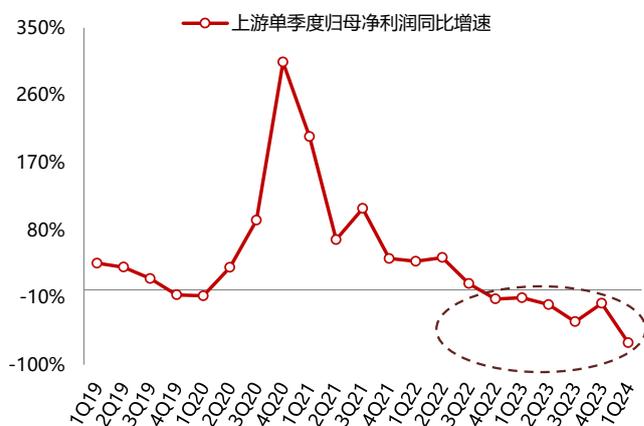
资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：整体法

图13: 1Q19~1Q24 上游环节单季度营收同比增速: 3Q22 以来基本是同比持平或下滑



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

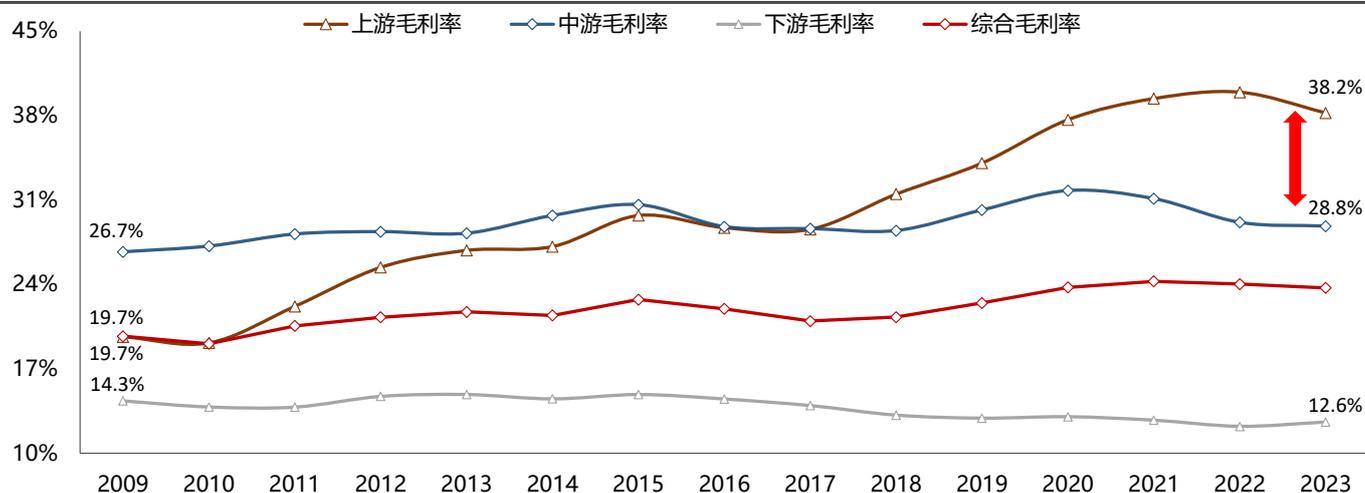
图14: 1Q19~1Q24 上游环节单季度归母净利润同比增速: 4Q22 以来都是同比下滑



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法

**“低成本化”或是行业毛利率下降的原因；产业链价值或向中下游转移。**我们以民生军工成份股（不含舰船类）为分析样本：**1）**行业整体毛利率由2009年的19.7%提升4.6ppt至2021年的24.3%，产品结构优化、规模效应、治理改善等是毛利率提升的核心原因。2022年开始毛利率出现下降，我们认为或是装备降价向全产业链传导等原因导致。**2）**从产业链不同环节看，上游和中游毛利率出现“剪刀差”，国产化或为主要因素之一。我们分析2009~2023年产业链各环节毛利率：**a) 上游：**产品标准化程度相对较高，规模效应较易体现，因此毛利润呈上升趋势，由2018年31.5%逐年提升至2022年的39.9%；2023年同比下降但仍保持在较高水平。**b) 中游：**毛利率自2021年开始下降，除降价影响外，国产化替代所带来的采购成本增加也是重要的影响因素。**c) 下游：**毛利率较为稳定，2009~2023年毛利率在12.2%~14.9%区间内波动。**我们认为：**往未来看，受国产化替代率逐步提高致边际成本下降及“链长”等因素影响，部分上游毛利率或将持续承压，产业链价值分布有望向中下游转移。

图15: 毛利率分析: 上游总体较高且上升趋势最为明显; 中游利润率下降但可能只是短期变化



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 整体法, 不含舰船

## 2.2 行业调整或近尾声，主机厂新一轮订单或逐步落地

**主机厂原有订单持续交付，行业调整接近尾声新订单有望落地。1) 主机厂：**中航沈飞在 2021 年中报披露合同负债 377 亿元；航发动力在 2021 年中报披露合同负债 248 亿元；中航西飞在 2022 年中报披露合同负债 264 亿元。装备采购“低成本、大批量”的模式逐步推进，合同负债的变化反映出需求的增长，具有较强的指示意义。1~4Q23，主机厂合同负债额整体呈现下降趋势（航发动力、中航沈飞最为典型），反映出原有订单的不断交付。同时，主机厂接到大订单的预付款后，也会将预付款在产业链上进行传递（反映在资产负债表的“预付款项”），数据显示中航沈飞是传递最为顺畅的主机厂。**2) 核心配套企业：**1~4Q23，钢研高纳、宝钛股份、派克新材等合同负债额整体呈逐季上升趋势，主要来自于发动机方面的传导。**我们认为，在新一轮采购开始后，主机厂合同负债预计也会有相应体现。**

**图16：主机厂的预付款在产业链中进行传导，数据显示中航沈飞传导最为顺畅**

主机厂合同负债情况（下游客户给主机厂的“预付款”，在资产负债表里反映为“合同负债”/单位：亿元）													
主机厂	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
航发动力	24.0	248.2	229.6	217.5	212.8	197.1	196.1	155.4	190.2	161.7	143.0	118.8	107.3
中航沈飞	33.8	377.4	311.6	365.3	304.5	206.1	132.5	221.1	184.7	91.4	46.5	67.1	52.7
中航西飞	82.5	44.3	57.5	65.9	51.2	264.4	252.4	228.6	192.4	190.0	181.1	188.0	158.0
中直股份	46.7	38.0	22.8	23.4	23.3	23.1	20.6	11.5	13.8	17.2	18.8	14.3	82.6
内蒙一机	121.2	111.3	97.5	120.1	103.5	74.7	46.2	54.0	44.0	25.9	23.8	57.0	36.2
洪都航空	0.2	72.9	68.3	68.5	67.3	64.7	63.9	55.2	55.2	52.5	54.9	52.8	51.1
主机厂预付款项（主机厂将合同负债向中上游传递，在资产负债表里反映为“预付款项”/单位：亿元）													
航发动力	6.1	28.5	29.9	27.5	27.0	33.0	40.1	33.6	32.0	31.5	32.4	39.9	34.4
中航沈飞	5.2	96.8	242.3	216.8	214.6	189.2	167.0	132.4	117.5	95.0	87.5	92.9	81.5
中航西飞	43.9	37.7	38.2	35.7	44.8	40.7	25.5	37.0	73.0	65.5	53.9	22.2	32.6
中直股份	2.1	1.4	1.4	4.1	2.3	3.7	2.9	11.0	15.7	15.3	5.2	8.0	1.6
内蒙一机	46.1	28.3	50.2	45.9	43.3	34.7	28.4	14.8	27.7	18.9	19.2	18.1	23.6
洪都航空	1.3	57.4	50.6	66.9	65.1	62.2	57.4	53.0	51.5	48.6	47.8	46.4	44.7

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

**图17：主机厂及核心配套重点标的**

公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
600893	航发动力	37.53	1000.4	437.3	17.9%	14.2	12.1%	11.1%	3.5%	3.6%
600760	中航沈飞	41.1	1133.4	462.5	11.2%	30.1	30.5%	10.9%	6.5%	19.9%
300114	中航电测	39.72	234.7	16.8	-12.0%	1.0	-49.1%	32.5%	5.9%	4.1%
000768	中航西飞	24.2	674.3	403.0	7.0%	8.6	64.5%	6.9%	2.1%	4.4%
600316	洪都航空	17.54	125.8	37.3	-48.6%	0.3	-76.9%	3.5%	0.9%	0.6%
600038	中直股份	40.8	298.3	233.3	19.8%	4.4	14.4%	10.1%	1.5%	4.4%
600967	内蒙一机	7.77	132.3	100.1	-30.2%	8.5	3.4%	16.1%	8.4%	7.4%
600118	中国卫星	23.3	275.2	68.8	-16.5%	1.6	-44.9%	11.9%	2.5%	2.5%
600372	中航机载	12.34	597.1	290.1	159.3%	18.9	116.4%	29.7%	7.4%	5.2%
000738	航发控制	20.5	269.7	53.2	7.7%	7.3	5.5%	27.5%	13.7%	6.1%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

## 2.3 “供需关系”视角下的选择：供给无忧，亟待需求

自 2020 年开始,行业需求端出现了较大变化。同时,供给端也做出对应变化,2020 年至今,行业有超过 60 家公司通过(或正在进行中)定增或可转债的直接融资方式进行扩产,融资总金额超过 700 亿元。经过三年建设,当前行业供给端已经较为充裕,核心问题在于需求何时恢复。**我们认为: 1) 供需趋于平衡, 这是正常的行业发展规律, 对此不必悲观; 2) 有核心竞争力的企业, 在供需平衡过程中, 依然可以保持甚至提升市场份额, 带来超额的成长性。**

**中上游供需回归紧平衡, 静待下游需求释放。 1) 合金产品原材料(海绵钛、镍)中长期看价格中枢或下移, 成本端压力减小, 对钛合金或高温合金带来利润增长的潜力; 2) 碳纤维产能扩充较为快速, 2023 年已基本达到平衡状态; 3) 特殊材料如隐身材料、石英材料等, 竞争格局特殊, 产能扩产并不会带来份额的变化, 需求侧的变化可能更加重要。**

图18: 部分新材料&铸锻造&机加工企业募投项目梳理

公司	发行方式	发行时间	(拟)募资金额/亿元	建设周期	完工时间
西部超导	定向增发	2022年	20.1	3年	2025年
	IPO	2019年	6.6	2年	2021年
宝钛股份	定向增发	2021年	20.0	3年	2023年
隆达股份	IPO	2022年	24.1	3年	2025年
华泰科技	IPO	2022年	31.6	3年	2025年
航材股份	IPO	2023年	71.1	2~3年	2025~2026年
图南股份	IPO	2020年	5.3	2~3年	2022~2023年
中航重机	(拟)定增	2024年	22.1	-	-
	定向增发	2021年	19.1	3年	2024~2025年
	定向增发	2019年	13.3	2.5~3.5年	2021~2022年
派克新材	(拟)可转债	2024年	19.5	3年	2027年
	定向增发	2022年	16.0	3年	2025年
	IPO	2020年	8.2	2年	2022年
航宇科技	(拟)可转债	2024年	6.7	3年	2027年
	IPO	2021年	4.0	2年	2023年
三角防务	定向增发	2023	16.8	3年	2026年
	可转债	2021	9.0	3年	2024年
航亚科技	IPO	2019	2.9	2年	2021年
	(拟)可转债	2024年	5.0	3年	2027年
	IPO	2020年	5.3	3年	2023年
合计			327	-	集中在2022~2024年

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院整理

### 3 新域新质和新质生产力：新技术/新理念/新方向

“二十大”报告中多次提到“新域新质”，指出“打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质……力量比重，加快无人智能……发展，统筹网络信息体系建设运用”。我们认为，“新域新质”力量主要体现在以下四个方面：**1) 空间领域的拓展**（竞争环境和影响范围的延伸，从地面空中向“太空海洋”拓展）；**2) 制胜机理的新变化**（从过去的物理毁伤，向电磁领域、网络领域的“摧毁”拓展）；**3) 先进技术的突变**（如卫星应用、隐身技术、无人技术、高超音速技术在装备上的应用）；**4) 装备的新模态**（智能无人化、系统异构多能化、体系弹性开放化等）。

中共中央政治局第十一次集体学习会议指出，新质生产力代表先进生产力的演进方向，是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生的先进生产力质态。以劳动者、劳动资料、劳动对象及其优化组合的跃升为基本内涵，具有强大发展动能，能够引领创造新的社会生产时代。发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，**我们在本章节将针对增材制造、低成本装备、低空经济、国产大飞机、商业航天、民船制造等领域的新技术、新理念、新方向进行分析。**

#### 3.1 增材制造：进入快速成长期；3C 应用打开成长空间

**增材制造是传统减材制造的重要补充；中国市场较全球市场增速更快。**1) 目前金属成型以传统减材制造为主，包括锻铸造和机加工等工艺；增材制造经过 30 余年的发展，已成为减材制造的重要补充。2) 根据中国增材制造产业联盟披露，2022 年中国增材制造市场规模约 326 亿元，2017~2021 年我国增材制造行业复合增速达 30.4%，较同期全球市场增速（19.7%）高 10.7ppt。根据前瞻产业研究院预测，2024~2029 年增材制造行业复合增速约为 19.5%，延续快速发展趋势。

**头部效应凸显，需求旺盛拉动行业快速扩张。**增材制造设备及原材料性价比是下游应用拓展的重要考量因素之一，因此，规模化生产降本行业发展趋势。头部企业积极扩产，铂力特（拟投入约 59 亿元）、华曙高科（拟投入 6.6 亿元）等头部企业近年预计投入超 60 亿元扩产，**我们认为，增材制造龙头企业全方面加快产业化进程，规模化生产和高研发投入将进一步巩固其先发优势；伴随航空航天增材制造产品陆续进入批产阶段，预计未来头部效应将进一步凸显。建议关注：**铂力特、华曙高科、超卓航科等。

图19：增材制造重点标的

公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
688333.SH	铂力特	54.61	148.4	12.3	34.2%	1.4	78.1%	49.0%	11.5%	4.5%
688433.SH	华曙高科	21.64	89.6	6.1	32.7%	1.3	32.3%	51.6%	21.6%	9.7%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

图20：铂力特、华曙高科募投项目梳理

公司	项目	预计投入金额 (亿元)	项目具体内容	建设期	投产期
铂力特	2019年IPO募资6.6亿元	6 (实际投入6.9亿元)	投入设备和后处理设备合计544台/套 提升年均定制化产品产能至150万机时、 设备产能400台、原材料产能400吨	3年	2022年6月底
		1	-	-	-
	2021年企业自筹 不超20亿元	20	提升大型金属3D打印设备产能1000台/年	3年	2024年
	2023年定增 30亿元	25.1	预计投入设备和后处理设备505台/套 额外提升打印能力（160万机时/年）、 粉材产能800吨/年	3年	2025年末
		6	-	-	-
华曙高科	2023年IPO募资 11亿元	3.3	突破产能瓶颈，提高设备交付能力	2年	2025年
		2.8	持续提升公司研发水平，加快产 品更新迭代速度	3年	2026年
		0.5	布局行业前沿技术，保持公司竞争优势	3年	2026年

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

**3C 领域的批量应用，或将为 3D 打印带来超百亿市场。** 1) 2023 年 7 月 12 日，荣耀正式发布折叠屏手机 Magic V2，Magic V2 是 3C 行业第一次大规模应用钛合金 3D 打印技术的产品，3D 打印技术应用于卷轴器件可提升材料强度 150%，手机闭合态厚度首次降至 10mm 以内。2) iPhone 15 Pro、小米 14 Pro 均采用钛合金边框，未来高端手机采用钛合金边框或成趋势；同时，根据艾邦高分子数据描述，应用传统机械加工生产钛合金手机中框整体良率约为 30%-40%，远低于铝合金中框的 80%，且加工时长约为铝合金的 3-4 倍，相比之下铂力特 3D 打印产品良率超 90%，在成本和效率推动下 3D 打印技术或将成为钛合金加工主流工艺。3) 根据我们测算，伴随钛合金 3D 打印技术在智能手机/手表领域渗透率不断提升，或将带来超百亿 3D 打印市场，打开行业成长空间。

图21：3D 打印在 3C 领域市场规模测算

产品类别	产品	3D打印环节 价值量 (元)	2023年出货量 (万台)	3D打印在3C产品渗透率敏感性分析 (亿元)					
				10%	20%	40%	60%	80%	100%
折叠屏手机	荣耀折叠屏手机 (卷轴)	150	124	0.2	0.4	0.7	1.1	1.5	1.9
	中国市场折叠屏手机	150	701	1.1	2.1	4.2	6.3	8.4	10.5
	全球市场折叠屏手机	150	1590	2.4	4.8	9.5	14.3	19.1	23.9
苹果手表	苹果手表边框	150	3830	6	11	23	34	46	57
智能手机	苹果手机边框	300	23460	70	141	282	422	563	704
	全球其他高端手机边框	200	117000	234	468	936	1404	1872	2340
合计				313	625	1250	1875	2500	3125

资料来源：IDC，Statista，TrendForce，科创板日报，民生证券研究院测算 注：右侧敏感性分析中弹性测试百分比指渗透率水平

### 3.2 远火系列：低成本的“杀手锏”装备

美军“海马斯”需求旺盛；“内需+外贸”驱动远火成长。我们梳理 2019~2024 年美军弹药采购数量及金额：1) 采购金额：空基导弹累计采购额最高；陆基导弹其次；海基导弹较少。2) 采购数量：近三年陆基导弹成长最快，主要系 2022 年开始加大陆军远程精准打击导弹和爱国者防空导弹的采购所致。3) 采购种类：前三大采购种类为“海马斯”（陆基）、标准-6 防空导弹（海基）、联合防区外空地导弹（空基）。2019~2024 年，美军对“海马斯”保持每年 5000 枚以上（对应 10 亿美元以上）的采购计划，需求旺盛。制导装备具备弹药成本较低，便于大量使用，操作简便及便于快速发射等特点，技术重点在于经济和有效，需求有望在未来迎来快速增长。**建议关注：**北方导航、理工导航、中兵红箭、长盈通、新雷能、智明达、国科军工、国博电子等。

图22：2019~2024 年美军弹药采购数量及金额（亿美元）

种类	导弹	FY2019		FY2020		FY2021		FY2022		FY2023E		FY2024E		累计	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
陆基	“海马斯”制导火箭弹 (GMLRS, 卫星制导)	7951	11.2	8190	12.9	6932	11.3	6374	10.0	5954	13.4	5064	10.3	40465	69.1
	陆军远程精准打击导弹 (PrSM)							54	3.5	42	4.2	110	6.6	206	14.3
	爱国者防空导弹 (MSE, 增强型)							328	13.3	252	10.4	230	12.1	810	35.8
陆基汇总														41481	119
空基	“地狱火”反坦克/直升机 导弹 (Hellfire)	5161	4.6	8469	7.3	8184	5.2	1762	2.3	876	1.2	40	0.3	24492	20.9
	联合防区外空地导弹 (JASSM, 隐身)	360	6.4	390	5.6	400	5.6	525	8.2	550	9.0	550	18.2	2775	53.0
	远程反舰导弹 (LRASM, 隐身)	48	3.2	17	1.9	49	2.0	48	2.4	83	5.5	118	10.7	363	25.7
	联合制导攻击武器 (JDAM, 卫星制导)	39614	11.2	28022	11.1									67636	22.3
	小直径炸弹 (SDB)	5743	2.1	7078	2.7									12821	4.8
空基汇总														108087	127
海基	“战斧”巡航导弹 (Tomahawk)	-	3.3	90	7.0	122	6.4	70	5.3	68	9.0	34	9.3	384	40.3
	标准-6防空导弹 (雷达导引头)	125	7.4	125	7.0	125	7.8	125	9.0	125	8.0	125	16.2	750	55.4
海基汇总														1134	96

资料来源：Under Secretary of Defense (Comptroller)，民生证券研究院

图23：远火产业链重点标的

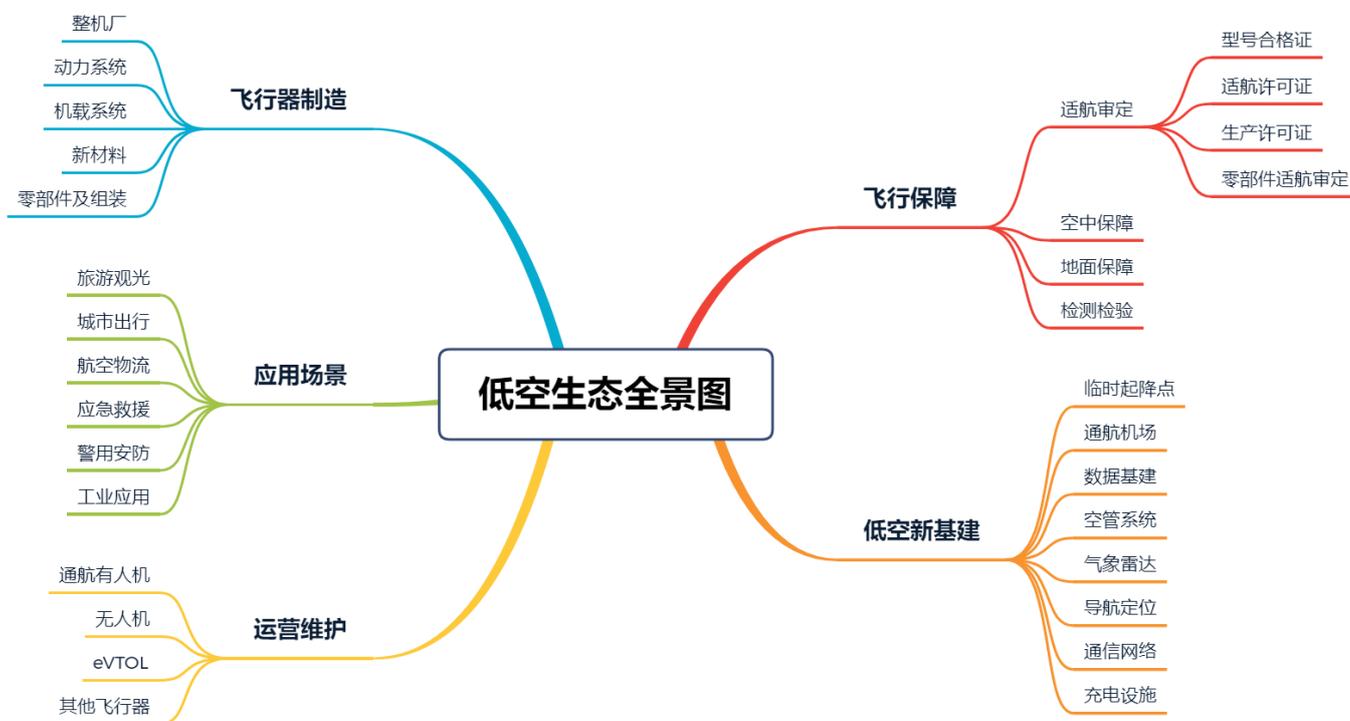
公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
600435.SH	北方导航	9.85	147.8	35.6	-7.2%	1.9	3.9%	24.8%	7.0%	7.4%
688282.SH	*ST导航	25.44	22.4	0.2	-89.4%	-0.2	转亏	2.6%	-	-
688143.SH	长盈通	23.88	29.2	2.2	-29.8%	0.2	-80.7%	52.4%	7.1%	1.3%
300593.SZ	新雷能	11.95	64.8	14.7	-14.4%	1.0	-65.8%	45.5%	7.1%	3.2%
688636.SH	智明达	25.42	28.5	6.6	22.6%	1.0	27.7%	43.6%	14.5%	9.5%
688543.SH	国科军工	45.39	79.8	10.4	24.3%	1.4	27.3%	32.4%	14.1%	9.6%
688375.SH	国博电子	72.18	288.7	35.7	3.1%	6.1	16.5%	32.3%	17.0%	10.3%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

### 3.3 低空经济：新质生产力标杆赛道；万亿市场空间广阔

低空经济是全球竞逐的战略新兴产业，是新质生产力的重要方向。2023 年以来，国家大力推进“低空经济”发展，展现出顶层强有力的政策支持力度，以及地方加速落实的决心。近期各地方城市也在陆续出台低空经济发展方案，且较为明确地提出了低空产业发展目标和任务完成时点，在发展路径上兼顾低空飞行器制造（eVTOL、无人机、通航飞行器等）和低空基础设施建设两条主线，低空产业正在进入实质性建设阶段。我们认为，低空经济是发展新质生产力的重要方向之一，具有产业链条长、辐射带动面广、成长性好、市场空间大的优势。当前顶层规划坚定、政策支持明确，低空多产业融合发展生态也有进展，正处于从 0 到 1 的发展阶段，建议关注低空飞行器产业链和低空新基建两条投资主线。

图24：低空经济生态全景图：涵盖飞行器制造、应用、飞行保障、运营维护、低空新基建五大领域



资料来源：赛迪顾问，民生证券研究院

“低空经济”涵盖场景丰富，万亿市场空间较大。据新华网报道，2023 年我国低空经济规模超 5000 亿元，预计到 2030 年有望达到 2 万亿元，整体发展潜力较大。1) 无人机方面，以大疆创新为代表的企业引领着全球消费级无人机的发展。工业级无人机方面，“飞行器+数据+服务”的生态正在加速形成，这或是低空经济中最快能见效益、能出成果的领域之一。2) eVTOL 方面，据航空产业网统计，2023 年欧美、中国等地 eVTOL 企业累计占据了全球 80%+ 的市场份额。近年来涌现出一批优质初创企业，而我国拥有较为广阔的市场需求空间、有力的政策条件和适合企业生存的土壤，eVTOL 产业或有望乘风而起。产业进展方面，2024 年 5 月 31 日，亿航智能公司与太原西山文旅签署了合作备忘录，西山文旅

订购了 50 架 EH216-S (总价约 1.13 亿元人民币), 还签署了在未来 2 年内额外采购 450 架 EH216-S 的意向采购协议, 将用于旅游观光、载人交通等低空场景。我们此前在《eVTOL 产业发展的 5 个核心问题》报告中明确提出 eVTOL 产业发展或将经历“旅游观光、工业应用、城市出行 3 个发展阶段”, 目前观点正在被逐渐验证。3) 通航方面, 随着空域资源的逐步放开和飞行审批流程的持续优化, 我国以直升机、公务机等为代表的通航产业有望焕发成长新动能。

**技术和产品是低空产业发展的起点, 商业模式决定产业发展的高度。**我们在《新质生产力标杆赛道, 低空经济展翅高飞》报告中从通航产业的发展视角来分析了过往低空经济发展遇到的一些瓶颈, 核心问题主要在于空域管理、产品技术和商业模式的选择等。2010 年,《关于深化我国低空空域管理改革的意见》拉开了低空空域管理改革序幕, 近年来国家也在持续推进空域改革工作, 已取得一定积极进展。**我们认为, 低空经济未来发展需要的 4 个必备条件分别是: 1) 完善的顶层规划 (包括细化的行业法规、有效的统计指标); 2) 革新的空域管理 (低空资源开放, 空域分级分域管理); 3) 领先的技术能力 (创新驱动与高端制造); 4) 适宜的商业模式 (被大众认可并能解决生产生活需求), 一定程度上决定了低空经济产业未来的发展高度。这可能是需要持续关注的问题。**

图25: 低空经济重点标的

公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
600038	中直股份	40.78	298.3	233.3	19.8%	4.4	14.4%	10.1%	1.5%	4.4%
688070	纵横股份	31.90	27.9	3.0	5.0%	-0.6	续亏	44.6%	-	-
688297	中无人机	35.53	239.8	26.6	-3.9%	3.0	-18.2%	18.9%	11.4%	5.2%
002389	航天彩虹	14.75	147.0	28.7	-25.7%	1.5	-50.0%	24.6%	5.5%	1.9%
600879	航天电子	7.85	259.0	187.3	7.2%	5.2	-14.0%	20.3%	3.2%	2.6%
EH	亿航智能	14.41	65.2	1.2	165.0%	-3.0	续亏	64.1%	-	-
002085	万丰奥威	14.89	316.2	162.1	-1.1%	7.3	-10.1%	20.3%	6.4%	10.8%
688568	中科星图	47.97	174.9	25.2	59.5%	3.4	41.1%	48.3%	19.2%	9.6%
688631	莱斯信息	61.11	99.9	16.8	6.3%	1.3	47.6%	28.2%	8.1%	7.1%
000801	四川九洲	10.56	108.0	38.3	-1.4%	2.0	1.2%	23.8%	6.4%	6.8%
688552	航天南湖	17.32	58.4	7.3	-23.9%	1.0	-34.7%	33.4%	14.1%	3.8%
600562	国睿科技	14.19	176.2	32.8	1.8%	6.0	9.1%	34.7%	18.4%	10.8%
600990	四创电子	18.69	51.6	19.3	-29.2%	-5.5	转亏	18.4%	-	-
688522	纳睿雷达	46.23	100.1	2.1	1.2%	0.6	-40.3%	76.3%	29.8%	2.9%
300900	广联航空	26.38	55.9	7.4	11.5%	1.0	-30.2%	42.5%	13.7%	6.9%
001696	宗申动力	12.70	145.4	80.0	0.0%	3.6	-7.3%	14.6%	4.6%	7.5%
600862	中航高科	20.20	281.4	47.8	7.5%	10.3	34.8%	36.7%	21.7%	16.5%
300699	光威复材	25.69	213.6	25.2	0.3%	8.7	-6.5%	48.7%	33.4%	16.0%
688523	航天环宇	18.86	76.7	4.6	13.6%	1.3	9.6%	51.2%	30.3%	8.0%
600580	卧龙电驱	13.25	173.7	155.7	3.8%	5.3	-33.7%	25.2%	3.6%	5.6%
002023	海特高新	9.53	70.6	10.5	15.8%	0.5	264.0%	36.5%	3.5%	1.1%
000099	中信海直	17.27	134.0	19.7	9.5%	2.4	23.1%	21.2%	12.1%	4.7%
300719	安达维尔	17.71	45.2	8.5	106.2%	1.1	扭亏为盈	46.5%	13.3%	10.5%

资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院 注: 股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

### 3.4 国产大飞机：C919 积极扩产；4 月新增 200 架大订单

截至 2024 年 2 月 29 日，东航 C919 机队累计商业飞行时间超 3272 小时、执行商业航班 1131 班、承运旅客超 14.5 万人次，已进入商业规模化运营阶段。

**订单方面**，2024 年 4 月 26 日和 29 日，C919 分别斩获中国国航（100 架）、中国南航（100 架）合计 200 架新订单，产品将于 2024~2031 年分批交付，两大航司均计划在 24 年分别接收首架 C919。此外，2024 年 4 月，金鹏航空也宣布计划在 2027 年底引进 30 架 C919，并计划在 2024 年四季度接收首架 C919。

**产能规划方面**，据航空工业报道，近期航空工业规划总院中标了 C919 批产能力（二期）建设项目，项目位于上海市浦东新区，总建筑面积约 33 万平方米，涵盖大客总部装厂房、大客零件总库、室外道路、绿化、停机坪等，将满足 C919 未来批产需求。2023 年中国商飞领导曾提出未来 5 年内大飞机年产能规划将达到 150 架，甚至更多。**我们认为，C919 大飞机持续推进交付工作并积极扩产，商业规模化运营也进展顺利，中国民机产业有望加速迎来航空新时代。**

图26：2023~2042 年全球和中国各类型客机交付量和价值预测

2023-2042 年全球和中国各类型客机交付量和价值预测					
机型	全球			中国	
		新机交付量 (架)	市场价值 (亿美元)	新机交付量 (架)	占全球比例 (%)
涡扇支线客机	小型	110	25	0	0.0%
	中型	406	194	0	0.0%
	大型	3524	1823	898	25.5%
	<b>合计</b>	<b>4040</b>	<b>2042</b>	<b>898</b>	<b>22.2%</b>
单通道喷气客机	小型	2439	2225	260	10.7%
	中型	19594	22997	4974	25.4%
	大型	10220	13802	1217	11.9%
	<b>合计</b>	<b>32253</b>	<b>39024</b>	<b>6451</b>	<b>20.0%</b>
双通道喷气客机	小型	5677	16974	1316	23.2%
	中型	1216	4717	477	39.2%
	大型	458	2214	29	6.3%
	<b>合计</b>	<b>7351</b>	<b>23905</b>	<b>1822</b>	<b>24.8%</b>
<b>总计</b>	<b>43644</b>	<b>64971</b>	<b>9171</b>	<b>21.0%</b>	

资料来源：中国商飞官网，民生证券研究院整理

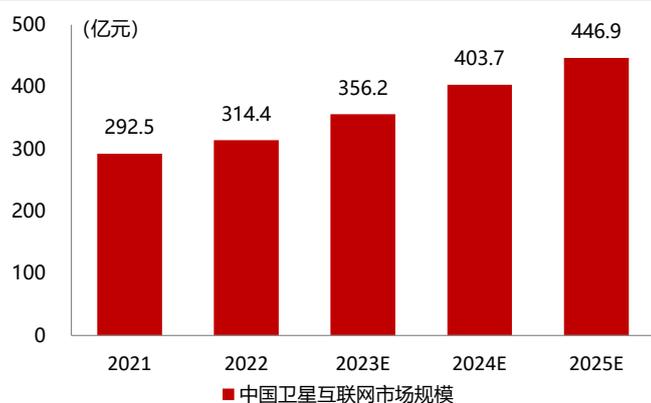
根据中国商飞公司官网披露，**1) ARJ21**：截至 2024 年 2 月底，ARJ21 已累计交付 127 架，在手订单约 776 架（对应市场空间约 2131 亿元人民币，基于 2024 年 5 月 19 日汇率 1 美元=7.2254 元人民币测算）；**2) C919**：截至 2024 年 4 月底，C919 在手订单约 1450 架（对应市场空间超过 1 万亿元人民币），万亿市场空间广阔，相关产业链或将深度受益。**我们认为，当前 C919 新增订单和批产交付节奏显著加快，国内商业运营稳健开展，并积极开拓海外市场。此外，C929 宽体客机的研制也在有序推进，未来国际大客机市场有望再添“中国新将”，中国大飞机产业或将迎来重要发展机遇。**

**C919 国产化替代空间较大，当前订单对应国产替代空间超 5000 亿元。**根据中国商飞官网 2017 年 5 月 6 日报道，C919 国产化率约为 50%，其中机体结构供应商主要来自航空工业集团相关企业，而发动机、部分机载设备（如飞控系统、燃油系统、电源系统）等还是来自海外。**我们认为，未来技术自主可控、国产化替代或是大飞机产业链的发展主线，相关企业或有望受益于“C919 大飞机批产交付+产品/技术国产化替代”的双轮驱动。随着国产大飞机商用进程提速，以及批产交付工作的持续推进，其较大的市场空间在中长期维度上或将重塑航空产业格局，此变化需要时间但影响深远。具体可参考我们于 2022 年 9 月 19 日发布的报告《C919 适航取证提速，中长期或将重塑航空产业格局》。**

### 3.5 商业航天：2024 下半年等待开启规模化建设

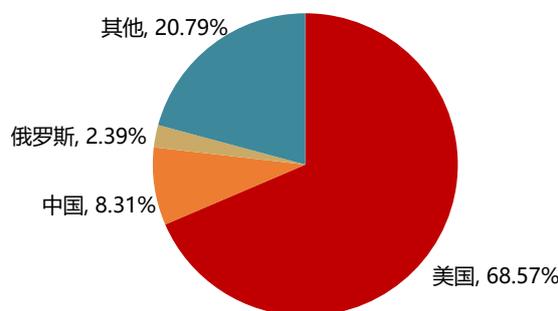
**卫星互联网建设加速；2024 年是发展元年。** 1) 2023 年 7 月 9 日，卫星互联网技术试验卫星成功发射，中国卫星互联网建设迈出实质性一步； 2) 2023 年 7 月 25 日，上海市提出将打造“G60 星链”，一期将实施 1296 颗，未来将实现 1.2 万颗以上的卫星组网； 3) 2023 年 10 月 7 日，工信部表示，分步骤、分阶段推进卫星互联网业务准入制度改革； 4) 2023 年 11 月 23 日，西昌卫星发射中心成功发射卫星互联网技术试验星（上海微小卫星研制）； 5) 2024 年 2 月 26 日，中国航天科技集团有限公司发布《中国航天科技活动蓝皮书（2023 年）》，2024 年拟实施 100 次发射任务，同比增长 49%，有望创造新纪录，中国首个商业航天发射场也将迎来首次发射任务，多个卫星星座将加速组网建设。如此高密度的发射排期或预示着 2024 年将是中国卫星组网建设的关键之年； 6) 2024 年 5 月 24 日，鸿擎科技向 ITU 提交了预发信息(API)，提到 Honghu-3 星座计划将在 160 个轨道平面上共发射 1 万颗卫星，是国内继 GW 和 G60 计划后，第三个超万颗的低轨星座。**我们认为**，2023 年以来，我国卫星互联网建设显著提速，政策、产业资本支持力度加大，2024 年或是星座规模化建设的元年。

图27：2021~2025E 中国卫星互联网市场规模



资料来源：SIA，民生证券研究院

图28：全球各国在轨卫星数量占比



资料来源：UCS，民生证券研究院 数据统计截至 2023 年 05 月 01 日

**火箭发射是搭载卫星上天的核心环节。** 1) 2023 年 9 月 5 日，星河动力谷神星一号火箭在山东海阳及附近海域成功发射，将天启星座顺利送入预定轨道。这是中国民营火箭首次海上成功发射，星河动力创造了新纪录； 2) 2023 年 11 月 2 日，星际荣耀液氧甲烷可重复使用验证火箭双曲线二号飞行任务的圆满成功，标志着中国商业航天在可重复使用运载火箭技术上取得重大突破； 3) 海南商业航天发射场（海南商发）近期建设提速，力争年底前要全面完成建设任务。目前海南商发已与上海垣信、天兵科技、东方空间等多家商业航天公司签署了战略合作协议，预计 24 年将迎来批量化发射。**我们认为**：我国商业火箭公司的快速崛起将带来卫星发射运力的有效补充；火箭可回收技术的不断突破也将有效降低卫星的发射成本，或有利于加速我国卫星互联网星座的部署。

商业航天属于资本与技术密集型行业，涉及高端制造、航天军工、卫星应用（通信、遥感、导航）等多个领域，产业链可分为上、中、下游：卫星制造、发射及管控（上游），卫星运营及地面设备（中游），卫星应用及服务（下游）。近年来，我国商业航天发展向好，卫星及火箭领域均具有较多突破。**1) 卫星互联网建设提速**，多地政策加码，2024 年将是真正开启规模化发射的元年，**建议关注**：天仪研究院（未上市）、智明达、国博电子、陕西华达、上海瀚讯等。**2) “北斗”卫星导航系统全线开通**，并于 2023 年 12 月 2 日正式加入国际民航组织标准，成为全球民航通用的卫星导航系统，**建议关注**：北斗星通、海格通信、振芯科技、华力创通等。**3) 卫星遥感应用场景丰富**，在特种、民用两大方向均有较好应用前景，随着实景三维中国建设、数字乡村、智慧城市、智慧水利等工作的全面铺开，或有望深度受益。**建议关注**：中科星图等。**4) 商业火箭公司快速崛起**，但大部分暂未上市，相关产业链配套标的较少且主要集中在制造端。**建议关注**：星河动力（未上市）、铂力特、中天火箭、斯瑞新材、派克新材、航宇科技、国科军工等。

**图29：卫星互联网重点标的**

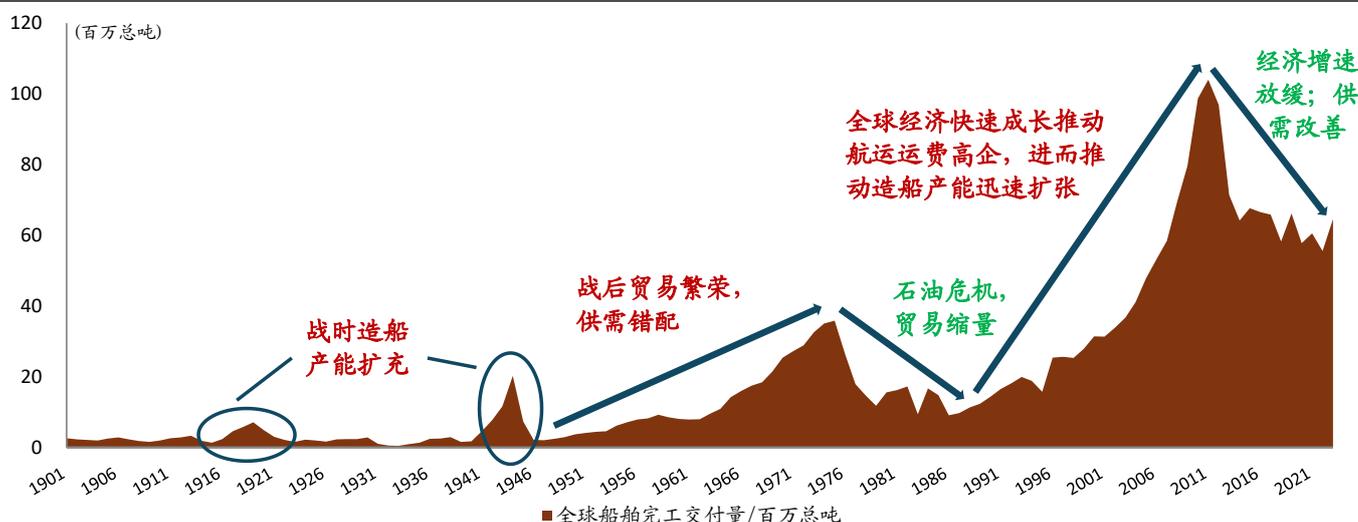
公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
688636.SH	智明达	25.42	28.5	6.6	22.6%	1.0	27.7%	43.6%	14.5%	9.5%
688375.SH	国博电子	72.18	288.7	35.7	3.1%	6.1	16.5%	32.3%	17.0%	10.3%
301517.SZ	陕西华达	62.13	67.1	8.5	6.1%	0.8	22.0%	40.2%	9.6%	10.5%
300762.SZ	上海瀚讯	16.49	103.6	3.1	-21.9%	-1.9	转亏	43.3%	-	-
002151.SZ	北斗星通	25.59	139.1	40.8	7.0%	1.6	11.0%	21.7%	-1.4%	3.3%
002465.SZ	海格通信	10.66	264.6	64.5	14.8%	7.0	5.2%	32.6%	11.4%	6.3%
300101.SZ	振芯科技	15.82	89.3	8.5	-27.9%	0.7	-75.8%	54.6%	6.6%	4.4%
300045.SZ	华力创通	18.11	120.0	7.1	84.3%	0.2	扭亏	34.6%	2.6%	1.0%
688568.SH	中科星图	47.97	174.9	25.2	59.5%	3.4	41.1%	48.3%	19.2%	10.1%
688333.SH	铂力特	54.61	148.4	12.3	34.2%	1.4	78.1%	49.0%	11.5%	8.6%
003009.SZ	中天火箭	40.14	62.4	11.8	-4.5%	1.0	-33.4%	22.7%	8.1%	6.1%
688102.SH	斯瑞新材	11.66	65.3	11.8	18.7%	1.0	26.0%	21.0%	8.6%	9.6%
605123.SH	派克新材	62.28	75.5	36.2	30.1%	4.9	1.3%	23.9%	13.6%	12.1%
688239.SH	航宇科技	38.38	56.6	21.0	44.7%	1.9	1.2%	27.2%	8.8%	12.5%
688543.SH	国科军工	45.39	79.8	10.4	24.3%	1.4	27.3%	32.4%	14.1%	9.6%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

### 3.6 民船制造：正在进入造船大周期

造船行业周期性强，历史上每轮持续约 20 年。造船行业的景气度与全球航运市场繁荣度息息相关，具有较强的周期性，复盘历史看，1886 年以来船舶行业经历六轮大周期：1) 1886~1919 年：一系列周期推动海上贸易快速增长；2) 1920~1940 年：20 世纪 30 年代大萧条加剧造船产能过剩和贸易衰退；3) 1945~1973 年：造船产能不足叠加战后贸易繁荣；4) 1973~1987 年：造船产能过剩叠加贸易缩量；5) 1988~2007 年：经济快速发展，造船产能迅速扩充；6) 2008 年以来：经济增速放缓，供需改善。

图30：造船行业周期性强，历史上每轮持续约 20 年



资料来源：Clarkson, 《THE BLACKWELL COMPANION TO MARITIME ECONOMICS》，民生证券研究院整理

图31：船舶市场资源周转流程（左图）；船舶在船舶市场中的流动（右图）



资料来源：《世界船舶市场变化规律研究及走势预测》，民生证券研究院整理

造船业经历上一轮大周期结束后长达 15 年的产能出清，供给端已具备复苏条件；船企手持订单量创 2014 年来新高，生产任务饱满，部分船企已排产至 2028 年，需求端中长期持续向好。供需错配驱动船价上涨，同时成本端压力随钢价回落得以缓解，船企盈利能力修复。我们认为，“供需错配、价格高企、盈利增厚”三重红利启动本轮造船大周期，多家船舶公司业绩端已有所反映。

**2021 年起利润端明显恢复式增长；利润率提升是订单结构改善的直接结果。**

**1) 营收端：**2023 年，全国规模以上船舶工业企业实现主营业务收入 6237 亿元，同比增长 20.0%。**2) 利润端：**2021 年起全国规模以上船舶工业企业利润总额恢复式增长，2023 年利润总额达到 259 亿元，同比大幅增长 131.7%。**3) 利润率：**2021 年起全国规模以上船舶工业企业利润率改善明显，随前期低价船订单逐渐出清，企业手持订单结构改善，利润率快速提升是最直观的结果。**4) 企业数量：**2013~2022 年，全国规模以上船舶工业企业数量总体呈减少趋势，由 2013 年的 1664 家减少至 2022 年的 1093 家，反映出行业集中度提升的总体趋势。

**图32：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入及同比增速**



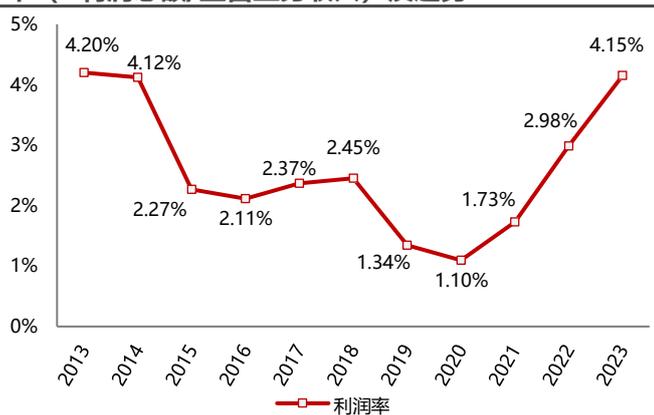
资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院  
注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

**图33：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润总额及同比增速**



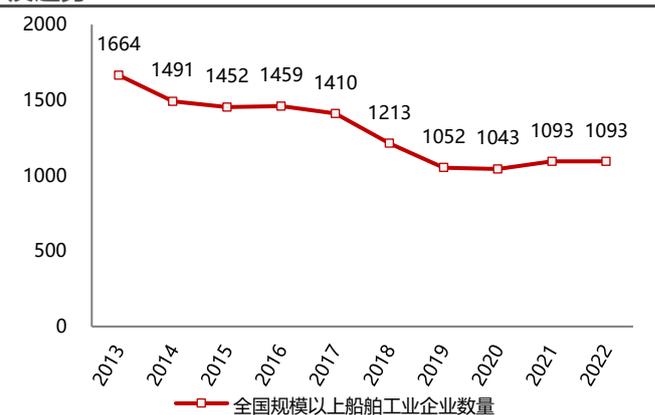
资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院  
注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

**图34：2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润率 (=利润总额/主营业务收入) 及趋势**



资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院  
注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

**图35：2013~2022 年全国规模以上船舶工业企业数量及趋势**

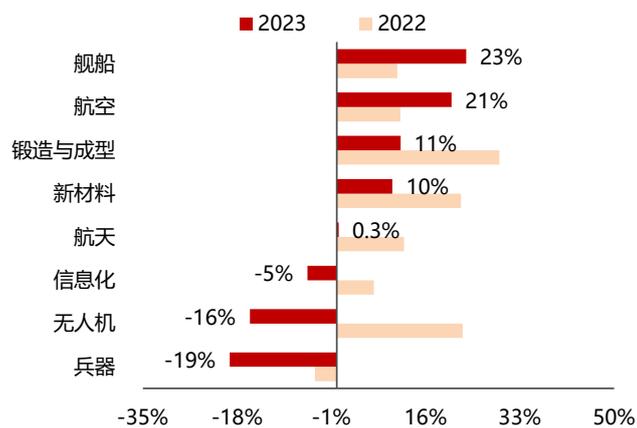


资料来源：中国船舶工业行业协会，民生证券研究院  
注：2013/2016/2019/2021/2022 年数据统计口径为当年的 1~11 月

### 2023 年舰船板块营收/归母净利润同比增速最高，并在 1Q24 延续高增长。

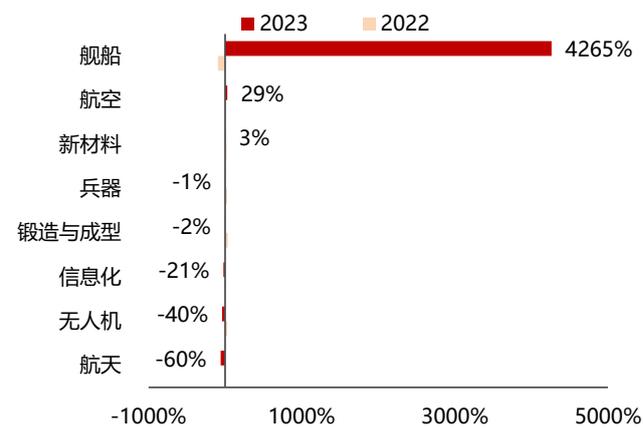
我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析，**2023 年：1) 营收端**：舰船板块实现营收 2085 亿元，YOY +23.3%，增速在所有子板块中排名第一，主要系中船科技 (+332.5%)、亚星锚链 (+27.3%)、中船防务 (+26.2%) 等快速增长所驱动。**2) 利润端**：舰船板块实现归母净利润 41 亿元，YOY +4264.7%，增速在所有子板块中排名第一，主要系中国船舶 (+1620.7%)、中国动力 (+134.3%)、亚星锚链 (+58.7%)、中船科技 (+47.2%) 等快速增长所驱动。**1Q24：1) 营收端**：舰船、航空、新材料板块营收同比分别增加 44%、9%、2%，位列前三。**2) 利润端**：舰船、航空板块归母净利润同比分别增加 117%、11%；其他板块均出现不同程度的同比下滑。船舶制造大周期强势启动，从收入和利润增速情况看，舰船板块可谓“一枝独秀”。**建议关注**：中国船舶、中船防务、中国重工、中国动力、中国海防、亚星锚链等。

图36：子板块营收同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图37：子板块归母净利润同比增速：2022 VS 2023



资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院

图38：船舶产业链重点标的

公司代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	2023年						
				营收/亿元	YoY	归母净利润/亿元	YoY	毛利率	净利率	ROE
600150.SH	中国船舶	38.14	1,705.8	748.4	25.8%	29.6	1614.7%	10.6%	3.9%	6.3%
600685.SH	中船防务	27.89	312.4	161.5	26.2%	0.5	-93.0%	6.6%	0.5%	0.3%
601989.SH	中国重工	4.71	1,074.0	466.9	5.8%	-7.8	亏损收窄	9.8%	-	-
600482.SH	中国动力	18.33	401.3	451.0	17.8%	7.8	132.2%	13.3%	2.3%	2.2%
600764.SH	中国海防	20.09	142.8	35.9	-16.3%	3.1	-47.2%	31.5%	9.1%	3.9%
601890.SH	亚星锚链	7.68	73.7	19.3	27.3%	2.4	58.7%	30.6%	12.1%	7.1%

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院 注：股价和市值统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘

## 4 IPO：年初至今 1 家军工企业完成发行上市

在“十四五”供需共振的高景气阶段，很多企业抓住机会快速发展，并成功登陆资本市场。2020~2023 年军工行业实现 IPO（含北交所）的企业数量分别是 14 家、13 家、20 家、16 家；2024 年初至今有 1 家企业上市。2023 年至今，行业内 11 家公司已过会。IPO 募资角度，2022 年 20 家企业融资约 324 亿元；2023 年 16 家企业融资约 257 亿元。

图39：2020 年以来，行业内有多家公司 IPO

2020年军工上市企业梳理		
序号	公司	上市时间
1	兴图新科	2020-01-06
2	火箭科技	2020-03-17
3	北摩高科	2020-04-29
4	中科星图	2020-07-08
5	图南股份	2020-07-23
6	江航装备	2020-07-31
7	盟升电子	2020-07-31
8	捷强装备	2020-08-24
9	派克新材	2020-08-25
10	中天火箭	2020-09-25
11	科思科技	2020-10-22
12	广联航空	2020-10-29
13	航亚科技	2020-12-16
14	天秦装备	2020-12-25

2021年军工上市企业梳理		
序号	公司	上市时间
1	纵横股份	2021-02-10
2	有研粉材	2021-03-17
3	*ST恒宇	2021-04-02
4	智明达	2021-04-08
5	霍莱沃	2021-04-20
6	迈信林	2021-05-13
7	航宇科技	2021-07-05
8	星辰科技（北交所）	2021-07-08
9	天微电子	2021-07-30
10	复旦微电	2021-08-04
11	通易航天（北交所）	2021-08-16
12	雷电微力	2021-08-24
13	国光电气	2021-08-31

2022年军工上市企业梳理		
序号	公司	上市时间
1	佳缘科技	2022-01-17
2	臻镭科技	2022-01-27
3	华秦科技	2022-03-07
4	立航科技	2022-03-15
5	斯瑞新材	2022-03-16
6	*ST导航	2022-03-18
7	中复神鹰	2022-04-06
8	观典防务	2022-05-25
9	铖昌科技	2022-06-06
10	华如科技	2022-06-23
11	中无人机	2022-06-29
12	超卓航科	2022-07-01
13	思科瑞	2022-07-08
14	隆达股份	2022-07-22
15	国博电子	2022-07-22
16	西测测试	2022-07-26
17	振华风光	2022-08-26
18	邦彦技术	2022-09-23
19	晶品特装	2022-12-08
20	长盈通	2022-12-12

2023年军工上市企业梳理		
序号	公司	上市时间
1	纳睿雷达	2023-03-01
2	华曙高科	2023-04-17
3	高华科技	2023-04-18
4	北方长龙	2023-04-18
5	索辰科技	2023-04-18
6	航天南湖	2023-05-18
7	晟楠科技（北交所）	2023-05-18
8	航天环宇	2023-06-02
9	国科军工	2023-06-21
10	华丰科技	2023-06-27
11	莱斯信息	2023-06-28
12	芯动联科	2023-06-30
13	航材股份	2023-07-19
14	司南导航	2023-08-16
15	陕西华达	2023-10-17
16	国际复材	2023-12-26

2024年军工上市企业梳理		
序号	公司	上市时间
1	成都华微	2024-02-07

2023年至今已过会军工企业梳理			
1	湖南兵器	7	中航上大
2	中航科电	8	博科测试
3	万方科技	9	佳力奇
4	六九一二	10	佳驰科技
5	博华科技	11	鹰之航
6	金天钛业		

资料来源：wind, ifind, 民生证券研究院整理

图40：行业重点标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603678.SH	火炬电子	25.19	0.69	0.82	0.96	37	31	26	2.1	2.0	1.9
300593.SZ	新雷能	11.95	0.18	0.38	0.60	66	31	20	2.2	2.0	1.9
300699.SZ	光威复材	25.69	1.05	1.30	1.61	24	20	16	3.9	3.5	3.0
002179.SZ	中航光电	39.15	1.58	1.85	2.15	25	21	18	4.0	3.5	3.1
301050.SZ	雷电微力	49.52	1.74	2.05	2.42	28	24	20	3.3	2.9	2.6
300775.SZ	三角防务	29.78	1.48	1.82	2.23	20	16	13	3.0	2.5	2.2
000733.SZ	振华科技	46.88	4.84	4.12	4.89	10	11	10	1.8	1.6	1.3
600862.SH	中航高科	20.20	0.74	0.85	1.03	27	24	20	4.5	4.0	3.4
600760.SH	中航沈飞	41.13	1.09	1.37	1.69	38	30	24	7.5	6.3	5.3
000768.SZ	中航西飞	24.24	0.31	0.44	0.57	78	55	43	3.4	3.3	3.1
600038.SH	中直股份	40.78	0.61	1.00	1.23	67	41	33	3.0	2.8	2.6
600372.SH	中航机载	12.34	0.39	0.42	0.53	32	29	23	1.7	1.6	1.5
600893.SH	航发动力	37.53	0.53	0.60	0.74	71	63	51	2.5	2.5	2.4
002025.SZ	航天电器	49.58	1.64	2.00	2.42	30	25	20	3.6	3.2	2.8
688568.SH	中科星图	47.97	0.94	1.32	1.89	51	36	25	4.9	4.5	3.9
600118.SH	中国卫星	23.27	0.13	0.17	0.21	179	137	111	4.3	4.3	4.2
600562.SH	国睿科技	14.19	0.48	0.61	0.76	30	23	19	3.2	2.9	2.5
600879.SH	航天电子	7.85	0.16	0.22	0.27	49	36	29	1.3	1.2	1.2
002023.SZ	海特高新	9.53	0.06	0.11	0.14	159	87	68	1.7	1.6	1.6
600990.SH	四创电子	18.69	-2.00	0.06	0.19	-	312	98	2.4	2.4	2.4
600967.SH	内蒙一机	7.77	0.50	0.54	0.60	16	14	13	1.2	1.1	1.1
300777.SZ	中简科技	23.63	0.66	0.81	0.97	36	29	24	2.5	2.4	2.2
688297.SH	中无人机	35.53	0.45	0.62	0.84	79	57	42	4.1	3.9	3.6
688281.SH	华泰科技	89.70	2.41	3.62	5.18	37	25	17	3.0	2.7	2.4
300855.SZ	图南股份	27.44	0.84	1.05	1.34	33	26	20	5.9	4.9	4.0
688636.SH	智明达	25.42	1.28	1.78	2.41	20	14	11	1.8	1.6	1.4
300395.SZ	菲利华	33.25	1.03	1.19	1.50	32	28	22	4.4	3.9	3.4
688239.SH	航宇科技	38.38	1.26	2.22	2.93	30	17	13	3.4	3.0	2.6
605123.SH	派克新材	62.28	4.06	4.51	5.92	15	14	11	1.8	1.6	1.4
300034.SZ	钢研高纳	16.07	0.41	0.61	0.79	39	26	20	3.7	3.3	3.0
002389.SZ	航天彩虹	14.75	0.15	0.38	0.51	98	39	29	1.8	1.8	1.7
000738.SZ	航发控制	20.51	0.55	0.67	0.82	37	31	25	2.3	2.1	2.0
688375.SH	国博电子	72.18	1.52	1.79	2.20	47	40	33	4.8	4.5	4.1
688333.SH	铂力特	54.61	0.73	1.71	2.57	75	32	21	2.2	2.1	1.9
688563.SH	航材股份	56.90	1.28	1.63	2.11	44	35	27	2.6	2.4	2.2
688143.SH	长盈通	23.88	0.13	0.70	1.22	184	34	20	2.4	2.2	2.0
688523.SH	航天环宇	18.86	0.33	0.46	0.64	57	41	29	4.6	4.3	3.9
600435.SH	北方导航	9.85	0.13	0.17	0.22	76	58	45	5.4	5.0	4.6
688543.SH	国科军工	45.39	0.96	1.29	1.62	47	35	28	2.9	2.9	2.8
300900.SZ	广联航空	26.38	0.49	0.89	1.15	54	30	23	3.7	3.3	2.9
000534.SZ	万泽股份	10.31	0.35	0.53	0.71	29	19	15	4.4	4.2	3.4
2357.HK	中航科工	3.61	0.31	0.37	0.44	12	10	8	0.9	0.8	0.8
688552.SH	航天南湖	17.32	0.30	0.38	0.48	58	46	36	2.2	2.1	2.0
301517.SZ	陕西华达	62.13	0.73	0.91	1.13	85	68	55	5.1	4.8	4.4

资料来源：Wind, Ifind, 民生证券研究院预测 注：表中公司为民生证券覆盖标的；数据统计截至 2024 年 06 月 14 日收盘；中航科工股价及 EPS 单位为人民币，1 港币=0.929 人民币。

## 5 风险提示

**1) 产品交付不确定性。**国防军工行业产品的采购和交付一般都具有高度的计划性和确定性，但产业链上中下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期等原因均有可能导致产品的生产与交付受阻，进而影响公司的收入确认。

**2) 产品价格下降。**国防军工行业下游装备有低成本化趋势，价格下降后向全产业链传导压力，产业链各环节企业或将面临产品价格下降的风险。

**3) 行业政策发生变化。**国防军工企业产销规模与经营模式很大程度上取决于国家的国防政策，政策调整或对企业造成直接影响。

## 插图目录

图 1: 2024 年以来中证军工指数深“V”走势; 3 月开始低空经济和卫星互联网强势反弹 .....	3
图 2: 2024 年初至今国防军工涨跌幅排名 13/31 .....	4
图 3: 国防军工 2、3、5 月实现当月绝对正收益 (%) .....	4
图 4: 2024 年初至今跑赢行业前 15 家公司 .....	4
图 5: 2024 年初至今跑输行业前 15 家公司 .....	4
图 6: 1Q18~1Q24 行业单季度营收及同比增速 .....	5
图 7: 1Q18~1Q24 行业单季度归母净利润及同比增速 .....	5
图 8: 1Q24 主动型基金超配民生军工 0.44ppt; 环比 4Q23 减少 0.67ppt .....	6
图 9: 当前军工板块 PE/TTM 为 40.0x; 估值自 2 月开始有所修复 .....	6
图 10: 行业“三周期”叠加, “十四五”为高景气发展新阶段 .....	7
图 11: 1Q18~1Q24 上游环节单季度营收 .....	7
图 12: 1Q18~1Q24 上游环节单季度归母净利润 .....	7
图 13: 1Q19~1Q24 上游环节单季度营收同比增速: 3Q22 以来基本是同比持平或下滑 .....	8
图 14: 1Q19~1Q24 上游环节单季度归母净利润同比增速: 4Q22 以来都是同比下滑 .....	8
图 15: 毛利率分析: 上游总体较高且上升趋势最为明显; 中游利润率下降但可能只是短期变化 .....	8
图 16: 主机厂的预付款在产业链中进行传导, 数据显示中航沈飞传导最为顺畅 .....	9
图 17: 主机厂及核心配套重点标的 .....	9
图 18: 部分新材料&铸锻造&机加工企业募投项目梳理 .....	10
图 19: 增材制造重点标的 .....	11
图 20: 铂力特、华曙高科募投项目梳理 .....	12
图 21: 3D 打印在 3C 领域市场规模测算 .....	12
图 22: 2019~2024 年美军弹药采购数量及金额 (亿美元) .....	13
图 23: 远火产业链重点标的 .....	13
图 24: 低空经济生态全景图: 涵盖飞行器制造、应用、飞行保障、运营维护、低空新基建五大领域 .....	14
图 25: 低空经济重点标的 .....	15
图 26: 2023~2042 年全球和中国各类型客机交付量和价值预测 .....	16
图 27: 2021~2025E 中国卫星互联网市场规模 .....	18
图 28: 全球各国在轨卫星数量占比 .....	18
图 29: 卫星互联网重点标的 .....	19
图 30: 造船行业周期性, 历史上每轮持续约 20 年 .....	20
图 31: 船舶市场资源周转流程 (左图); 船舶在船舶市场中的流动 (右图) .....	20
图 32: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业主营业务收入及同比增速 .....	21
图 33: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润总额及同比增速 .....	21
图 34: 2013~2023 年全国规模以上船舶工业企业利润率 (=利润总额/主营业务收入) 及趋势 .....	21
图 35: 2013~2022 年全国规模以上船舶工业企业数量及趋势 .....	21
图 36: 子板块营收同比增速: 2022 VS 2023 .....	22
图 37: 子板块归母净利润同比增速: 2022 VS 2023 .....	22
图 38: 船舶产业链重点标的 .....	22
图 39: 2020 年以来, 行业内有多家公司 IPO .....	23
图 40: 行业重点标的 .....	24

## 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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026