

国防军工

军工行业周报：推动上市公司高质量发展和投资价值提升

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



报告摘要

核心观点

本周，国防军工（申万）指数（-3.75%）调整幅度扩大，行业（申万）排名（31/31）最后一名，行业周成交量环比下降超过17%。

但近期，军工板块仍有以下几方面积极因素：

- ① 华秦科技、大立科技、理工导航、广联航空以及纳睿雷达等披露签订重大合同；
- ② 苏试试验、钢研高纳、天微电子、广大特材、坤恒顺维、中简科技等进行回购或增持操作；
- ③ 中航电测本周上涨9.48%；
- ④ 沪深两大交易所分别启动“提质增效重回报”和“质量回报双提升”的专项行动。截至7月5日，沪深两市合计有61家军工上市公司已经发布了相关公告，制定行动方案（详情请见正文）。

当前，一方面，市场有着较为普遍的共识，随着五年计划尾声临近，以及建军百年目标指引，军工行业需求的恢复应是时不我待。另一方面，市场又有着较为普遍的怀疑，从产业信息和数据仿佛看不到明显改善，人事调整和产品降价等压力又时不时撩拨投资者的神经。出于以上似乎矛盾的普遍共识和普遍怀疑，再加上市场风险偏好处于低位，于是军工行业呈现出浓厚的观望情绪。

投资者仿佛都在等待某个“发令枪”，一声令下即曙光乍现。然而，产业的波动变化往往是曲折渐进，产业趋势的形成大多是多因素共振，强烈共识的达成更是需要反复确认。观望和静待明朗或许是一种理性态

作者

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

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

相关研究报告

- 军工行业周报：半年小结和展望 —2024-06-30
- 军工行业周报：“科八条”对军工行业影响几何？ —2024-06-23
- 航天产业6月月报：商业航天领域多点开花，积极探索推陈革新 —2024-06-21

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

度，但除此之外，依据常识判断、着眼长期趋势，未尝不是一种积极且长期正确的姿态。

当前已经进入到“十四五”末期冲刺阶段，2024年下半年军工行业基本面有望迎来环比恢复。军工板块走势也将重新进入上行通道，直到实现2027年建军百年目标，站在当前时点，军工板块中长期性价比的配置机会尤为显著。

另外，需要跟踪“十五五”规划情况，在新的作战形态变化要求之下，在武器装备研发生产流程重塑过程之中，在装备性能、装备价格、交付速度、产业链安全等多重约束之下，以及中国资本市场新生态之中，身处其中的军工企业，将不得不迎来产品、技术、管理、资本等方面一系列的调整。而在这种调整之中，我们也将能看到真正优秀的企业及企业家，以及随之而来的投资机会。

详细分析请见本周周报正文及《飞雪迎春到——军工行业十问十答&2024年投资策略》。

在中短期，我们认为可关注如下几个方面：

- 1、以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会；
- 2、以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益；
- 3、存在以军贸作为其第二增长曲线的相关上市公司。近期，包括尼日利亚、沙特阿拉伯等国外长或国防大臣来访我国，均提及在国防领域加强合作，以军贸业务作为第二增长曲线的相关上市公司有望持续受益。

投资建议

- ◆ 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；
- ◆ 2024年军工行业需求回暖、业绩复苏，随之而来，当前或将成为阶段性低点，“十四五”军工行业的走势将呈现前高中低后高的“V字型”；
- ◆ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ◆ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；

- ◆ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶产业链：

中国船舶、中国重工、中国动力、中国海防、湘电股份。

信息化+国产替代：

成都华微、振华风光（特种芯片）；新雷能（军工电源）；国博电子（TR 组件）；智明达（嵌入式计算机）；七一二、上海瀚讯（通信）。

军工材料：

光威复材、中简科技、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）。

正文目录

近一周行情	6
重要事件及公告	6
一、 沪深两市开展专项行动，推动上市公司高质量发展和投资价值提升	8
二、 2024 年上半年军工板块行情驱动分析	10
三、 商业航天近期边际变化	11
(一) 可复用运载火箭取得重要突破	11
(二) 海南商发二号发射工位完成发射条件建设	12
(三) “G60” 星座发射窗口披露，卫星互联网建设加速在即	13
四、 加强军事领域的国际合作，军贸有望向好发展	15
(一) 军贸发展判断：我国军贸已进入下一个贸易顺差期	15
(二) 军贸细分赛道：“三航” 装备物美价廉，优势显现	16
(三) 军贸对我国军工产业发展的影响	18
五、 本周市场数据	18
(一) 估值分位	18
(二) 北上资金变化	18
(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化	19
(四) 融资余额变化	20
六、 军工三大赛道投资全景图	20
七、 建议关注的细分领域及个股	27
八、 风险提示	28

图表目录

图 1 2024 年以来军工板块反复在戴维斯双杀以及戴维斯双击中切换.....	10
图 2 2002 年以来我国军贸进出口的四个时期.....	15
图 3 我国各类武器装备军贸出口情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）	16
图 4 我国各类武器装备军贸进口情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）	17
图 5 军贸复苏对军工企业的促进作用（双回路正反馈）	18
图 6 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化	18
图 7 军工板块成交量变化	19
图 8 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）	19
图 9 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	20
图 10 军工主赛道投资全景图.....	22
图 11 大军工赛道投资全景图（一）	23
图 12 大军工赛道投资全景图（二）	24
图 13 新城新质赛道投资全景图.....	25
图 14 三大赛道各细分领域投资特点对比	26

近一周行情

国防军工（申万）指数（-3.75%），行业（申万）排名（31/31）；
上证综指（-0.59%），深证成指（-1.73%），创业板指（-1.65%）；
涨幅前五：旋极信息(+19.05%)、航天晨光(+10.49%)、中航电测(+9.48%)、光威复材(+8.55%)、纳睿雷达(+8.21%)；
跌幅前五：天微电子(-30.00%)、坤恒顺维(-17.15%)、智明达(-16.10%)、思科瑞(-13.62%)、观典防务(-13.50%)。

重要事件及公告

6月29日，钢研高纳公告，公司拟向控股股东中国钢研科技集团有限公司发行股票，本次股票发行募集资金总额不超过2.80亿元，将全部用于补充流动资金。

7月1日，据中国航空工业集团消息，我国自主研制的大型水陆两栖飞机AG600批产首架机的机头大部件完成交付，标志着这型飞机小批量总装生产工作正式开启。

7月1日，韩国船企三星重工和HD韩国造船海洋宣布分别斩获4艘液化天然气(LNG)运输船和4艘石油/化学品船建造合同，2笔订单的合同总价值超过1.7万亿韩元（约合89亿元人民币）。

7月2日，宗申动力公告，公司参股公司宗申新智造拟收购隆鑫通用5.04亿股股票（占隆鑫通用总股本的24.55%），交易金额为33.46亿元。

7月2日，晶品特装公告，拟以自有资金2000万元受让安徽获金持有的保利防务40%的股权。

7月2日，天兵科技就火箭坠毁事件致歉，表示此次坠落箭体虽未造成人员伤亡，但仍对周边居民的生活造成了不必要的困扰和负面影响。公司目前正协同当地政府开展针对周边受损房屋的勘查、鉴定与赔付，将确保每位因试验故障遭受财产损失居民都能得到及时、高效且公正的赔偿。

7月3日，广东宏大公告，公司拟以支付现金购买新疆农牧投持有的雪峰科技股份2.25亿股（约占总股本的21%），交易后雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司。

7月3日，2024全球数字经济大会北斗时空信息构筑新型数字基础设施论坛在北京中关村展示中心会议中心成功举办。

7月4日，大立科技公告，公司中标“某型光电系统研制项目”。

7月4日，中船科技公告，公司拟在产权交易所预挂牌转让全资子公司中船华海100%股权。

7月4日，华秦科技公告，公司近日与某客户签订批产项目销售合同，合同总金额为1.32亿元，合同标的为公司已批产隐身材料。

7月4日，中简科技公告，公司以集中竞价方式首次回购公司股份9.50万股（占公司总股本的0.02%），成交总金额为195.16万元。

7月4日，**坤恒顺维**公告，公司实控人张吉林先生提议使用超募资金回购公司股份，回购股份的资金总额不低于1500万元，不超过3000万元。回购股份将在未来用于员工持股计划或股权激励。

7月4日，广东省低空经济高质量发展大会在广州举行。大会以“粤领低空 智飞未来”为主题，汇聚了低空经济领域的300多名专家、企业、政府代表。

7月5日，**通光线缆**公告，公司近日预中标两个项目，招标人是国家电网有限公司，中标金额合计约3.09亿元（约占公司2023年经审计营业收入总额的13.15%）。

7月5日，**通达股份**公告，公司预中标国家电网的一批项目，中标物资均为导地线，据公司测算，中标物资总价值共计1.17亿元（约占公司2023年度营业总收入的2.11%）。

7月5日，**中航电测**公告，公司拟向中国航空工业集团发行股份购买其持有的成飞100%股权(下称“本次重组”)。深交所定于7月11日，审核本次重组的申请。根据公司此前的公告，本次重组交易价格为174.39亿元，交易完成后，中航电测将新增航空装备整机及部附件研制生产业务并聚焦于航空主业。

一、沪深两市开展专项行动，推动上市公司高质量发展和投资价值提升

今年以来，为深入贯彻党的二十大和中央金融工作会议精神，落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》要求，推动上市公司高质量发展和投资价值提升，促进资本市场健康发展，沪深两大交易所分别启动“提质增效重回报”和“质量回报双提升”的专项行动。

倡议一经发布，两市的上市公司陆续发布专项行动的工作方案。其中，沪市公司重点围绕提升经营质量、增加投资者回报、加快发展新质生产力、加强投资者沟通、坚持规范运作、强化“关键少数”责任六大方面制定行动方案；深市公司主要围绕增强聚焦主业意识、提高创新发展能力、提升信息披露质量和强化规范运作水平等四大方面制定行动方案。

截至7月5日，沪深两市合计有61家军工上市公司已经发布了相关公告，制定相关行动方案（具体名单详见下表）。其中，上交所共有49家军工上市公司发布“提质增效重回报”行动方案的公告，深交所共有12家军工上市公司发布“质量回报双提升”行动方案的公告。我们认为，上述专项行动将对军工上市公司有以下影响：

- ① “提升经营质量”（沪）、“聚焦主业意识”（深）：促使上市公司聚焦基本面改善，盈利能力提升；
- ② “加快发展新质生产力”（沪）、“提高创新发展能力”（深）：促使上市公司加大研发投入力度，有助于企业中长期持续发展；
- ③ “增加投资者回报”（沪）、“加强投资者沟通”（沪）、“提升信息披露质量”（深）：促使上市公司加强市值管理，做好价值实现，注重价值回报；
- ④ 坚持规范运作（沪）、“强化‘关键少数’责任”（沪）、“强化规范运作水平”（深）：促使上市公司加强合规管控，注重风险防控。

表1 2024年沪深两市发布“提质增效重回报”或“质量回报双提升”行动方案公告的军工上市公司名单

发布时间	证券代码	证券简称	所属交易所	发布时间	证券代码	证券简称	所属交易所
2024-06-28	600760.SH	中航沈飞	上交所	2024-04-14	688568.SH	中科星图	上交所
2024-06-27	601989.SH	中国重工	上交所	2024-04-11	688693.SH	锆威特	上交所
2024-06-27	601698.SH	中国卫通	上交所	2024-04-11	688066.SH	航天宏图	上交所
2024-06-26	605123.SH	派克新材	上交所	2024-04-08	002265.SZ	建设工业	深交所
2024-06-26	688272.SH	富吉瑞	上交所	2024-04-01	688586.SH	江航装备	上交所
2024-06-24	600435.SH	北方导航	上交所	2024-03-29	688122.SH	西部超导	上交所
2024-04-29	688375.SH	国博电子	上交所	2024-03-29	688722.SH	同益中	上交所
2024-04-29	688239.SH	航宇科技	上交所	2024-03-28	688563.SH	航材股份	上交所
2024-04-29	688132.SH	邦彦技术	上交所	2024-03-27	688333.SH	铂力特	上交所
2024-04-28	688053.SH	思科瑞	上交所	2024-03-27	688510.SH	航亚科技	上交所
2024-04-26	688033.SH	天宜上佳	上交所	2024-03-27	688295.SH	中复神鹰	上交所
2024-04-26	688151.SH	华强科技	上交所	2024-03-22	688385.SH	复旦微电	上交所
2024-04-26	688010.SH	福光股份	上交所	2024-03-14	688297.SH	中无人机	上交所
2024-04-26	688172.SH	燕东微	上交所	2024-03-08	688582.SH	芯动联科	上交所
2024-04-26	688070.SH	纵横股份	上交所	2024-03-01	002254.SZ	泰和新材	深交所
2024-04-26	688047.SH	龙芯中科	上交所	2024-02-29	002179.SZ	中航光电	深交所
2024-04-25	688433.SH	华曙高科	上交所	2024-02-29	000733.SZ	振华科技	深交所
2024-04-25	688552.SH	航天南湖	上交所	2024-02-29	300474.SZ	景嘉微	深交所
2024-04-25	688592.SH	司南导航	上交所	2024-02-29	300726.SZ	宏达电子	深交所
2024-04-25	688507.SH	索辰科技	上交所	2024-02-29	300395.SZ	菲利华	深交所
2024-04-24	688103.SH	国力股份	上交所	2024-02-29	300114.SZ	中航电测	深交所
2024-04-24	688305.SH	科德数控	上交所	2024-02-29	300034.SZ	钢研高纳	深交所
2024-04-24	688631.SH	莱斯信息	上交所	2024-02-29	300775.SZ	三角防务	深交所
2024-04-22	688002.SH	睿创微纳	上交所	2024-02-27	002049.SZ	紫光国微	深交所
2024-04-21	688283.SH	坤恒顺维	上交所	2024-02-05	688081.SH	兴图新科	上交所
2024-04-19	688439.SH	振华风光	上交所	2024-02-04	300699.SZ	光威复材	深交所
2024-04-19	688522.SH	纳睿雷达	上交所	2024-02-02	600765.SH	中航重机	上交所
2024-04-19	688011.SH	新光光电	上交所	2024-01-31	688084.SH	晶品特装	上交所
2024-04-18	688281.SH	华秦科技	上交所	2024-01-31	688543.SH	国科军工	上交所
2024-04-16	600118.SH	中国卫星	上交所	2024-01-30	688143.SH	长盈通	上交所
2024-04-15	688776.SH	国光电气	上交所				

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

二、2024 年上半年军工板块行情驱动分析

为深入对军工行业的估值进行分析和判断，我们选取国防军工（申万）指数涨跌幅作为军工行业整体涨跌幅指标，并将军工行业的涨跌幅拆分为业绩贡献（EPS 涨跌幅）、估值贡献（PE 涨跌幅）以及二者的交叉影响。

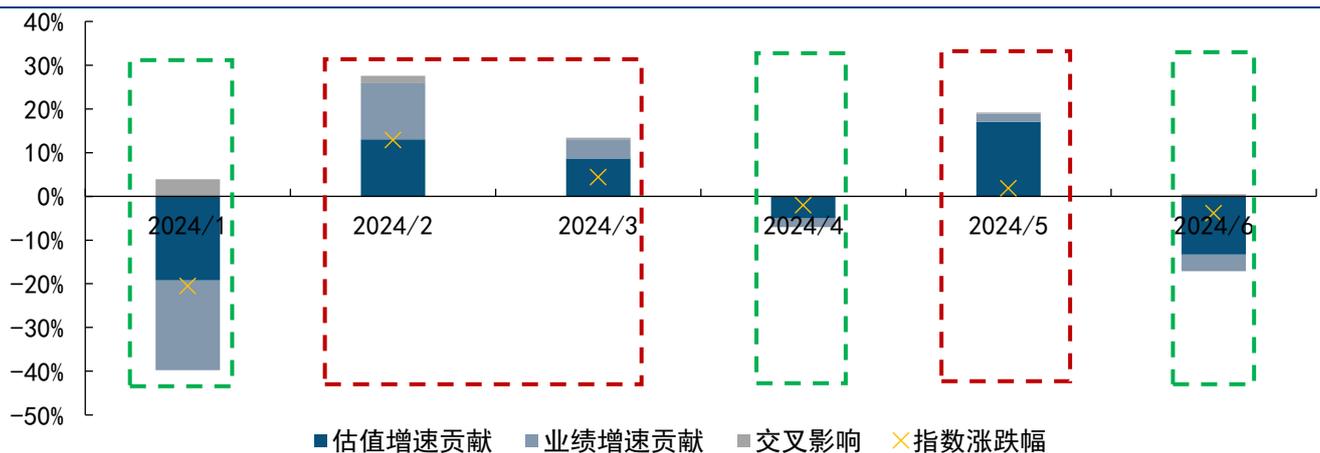
按照月度拆分来看，1-6 月，军工行业（申万）涨跌幅分别为-20.49%、12.87%、4.41%、-2.00%、1.83%以及-3.79%，将军工板块走势拆分为业绩贡献与估值贡献来看，军工行业上半年走势呈现震荡态势，在戴维斯双杀（业绩与估值同步负影响）与戴维斯双击（业绩与估值同步正影响）状态之间反复切换。

当前，一方面，市场有着较为普遍的共识，随着五年计划尾声临近，以及建军百年目标指引，军工行业需求的恢复应是时不我待。另一方面，市场又有着较为普遍的怀疑，从产业信息和数据仿佛看不到明显改善，人事调整和产品降价等压力又时不时撩拨投资者的神经。出于以上似乎矛盾的普遍共识和普遍怀疑，再加上市场风险偏好处于低位，于是军工行业呈现出浓厚的观望情绪。

投资者仿佛都在等待某个“发令枪”，一声令下即曙光乍现。然而，产业的波动变化往往是曲折渐进，产业趋势的形成大多是多因素共振，强烈共识的达成更是需要反复确认。观望和静待明朗或许是一种理性态度，但除此之外，依据常识判断、着眼长期趋势，未尝不是一种积极且长期正确的姿态。

当前已经进入到“十四五”末期冲刺阶段，2024 年下半年军工行业基本面有望迎来环比恢复。军工板块走势也将重新进入上行通道，直到实现 2027 年建军百年目标，站在当前时点，军工板块中长期性价比的配置机会尤为显著。

图1 2024 年以来军工板块反复在戴维斯双杀以及戴维斯双击中切换



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 6 月 28 日）

三、商业航天近期边际变化

过去一周，我国商业航天板块热点事件频出，主要表现在可复用运载火箭取得重要突破、新的发射工位完成建设以及卫星互联网“G60”星座发射窗口披露。

(一) 可复用运载火箭取得重要突破

6月23日，我国重复使用运载火箭首次10公里级垂直起降飞行试验圆满成功，火箭由航天科技八院抓总研制。本次试验是目前国内重复使用运载火箭最大规模的垂直起降飞行试验，也是国内自主研发的深度变推液氧甲烷发动机在十公里级返回飞行中的首次应用。

与此同时，我国民营火箭企业也在持续研发可复用运载火箭，我们预计我国首枚实现可复用的液体火箭有望出现在2024-2025年。2015年以来，以星河动力、星际荣耀为代表的民营火箭企业几乎都将“先固后液、以固养液”作为自身的技术路线和发展战略。随着我国卫星互联网进入实质性的建设阶段，叠加上海“G60星链”、航天科工集团的超低轨通遥一体星座等计划的相继提出，我国卫星发射需求空前增加，传统的固体火箭难以满足“一箭多星”的发射需求。全球来看，SpaceX公司已经凭借一子级可复用技术，成功实现了低成本、大运力、航班化的航天发射能力，为全球航天发射市场树立了标杆。在此背景下，我国民营火箭企业纷纷转攻“液体+可复用”火箭。根据我国主要航天发射主体单位已披露的可复用运载火箭型号的研制进展及发射计划，我国首枚成功实现可复用的火箭有望出现在2024-2025年。

表2 我国主要航天发射主体单位已披露的可复用运载火箭型号的研制进展及发射计划

发射单位简称	在研的可复用型号及类型	研制进展	计划入轨首飞时间
航天科技集团	4米级、5米级可复用火箭	研制中（具体不详）	2025年
航天科工火箭	70吨级发动机（液氧甲烷）	2024年1月可复用技术试验箭垂直起降试验圆满成功：飞行时间22s，空中悬停9s，悬停高度精度0.15m，试验箭着陆姿态平稳	未公开
天兵科技	天龙三号（液氧煤油）	2024年1月TH-12发动机完成首飞批次抽检热试车：完全模拟天龙三号飞行状态，发动机不下试车台，连续进行6次点火，累计试车时长超过1000秒，单台发动机工作时长超6倍飞行时间。	2024年6月
深蓝航天	星云一号（液氧甲烷）	已完成发动机420秒长程试车和公里级垂直回收试验；23年12月火箭着陆支腿展收试验圆满成功	2024年10月
蓝箭航天	朱雀三号（液氧甲烷）	24年1月朱雀三号VTVL-1试验箭垂直起降飞行试验成功：飞行时间约60s，飞行高度约350m，着陆位置精度约2.4m，着陆速度约0.75m/s。	2025年12月
星河动力	智神星一号（液氧煤油）	垂直回收制导控制技术验证方面取得重大突破；主发动机CQ-50顺利完成多项试车考核，整箭多项大型地面试验已完成。	2024年下半年（具体不详）
星际荣耀	双曲线二号（液氧甲烷）	2023年12月一子级第二次飞行试验成功：飞行高度343.12m，飞行时间63.15s，目标横向位移50m，着陆位置精度约0.295m，着陆速度1.1m/s。	2024年（具体不详）
中科宇航	力箭三号（液氧煤油）	力箭二号级间冷分离用正推小火箭、反推小火箭单机地面静止试验取得圆满成功，力箭二号计划2025年首飞	2025年（不早于力箭二号）
东方空间	引力二号（液氧煤油）	2023年12月百吨级发动机半系统热试车考核成功	2025年（具体不详）
箭元科技	元行者一号（液氧甲烷）	2023年12月一子级落水回收试验成功	不详，预计2025年以后
千亿航天	宇宙猎人号（液氧甲烷）	2024年1月公司与宇航推进公司签订发动机采购合同，宇航推进将按期交付发动机，并开展变推力和多次点火试车等试验。	2026年底首发入轨火箭

资料来源：各公司官网/微信公众号，中航证券研究所整理

我们认为，随着我国可复用运载火箭研制与试验工作取得重要突破，我国实现运载火箭可复用的进程有望稳步推进，有助于我国卫星互联网空间段的加速建设，增强市场对商业航天板块的信心。

（二）海南商发二号发射工位完成发射条件建设

6月24日下午，海南商业航天发射场二号发射工位成功完成液压起竖架测试，充分说明二号发射工位已完成发射条件建设。

此前，我国已建成四大航天发射场，包括酒泉发射场、太原发射场、西昌发射场以及文昌发射场。此外，海上发射也成为解决地面发射工位不足的有效补充。2023年，

我国先后在山东、广东等海域开展航天发射活动。2023年12月29日，我国首个开工建设的商业航天发射场——海南国际商业航天发射中心一号发射工位正式竣工。该发射工位是由航天科技集团一院抓总研制的新一代中型火箭长征八号的专用工位，有望于2024年实现常态化发射。

随着海南商业航天发射场及其发射工位的陆续建成，我国航天发射场将形成沿海内陆相结合、高低纬度相结合、各种射向范围相结合的格局，有助于解决我国发射工位不足的问题，助力商业航天的发展。

(三) “G60” 星座发射窗口披露，卫星互联网建设加速在即

6月26日，据财联社获悉，“千帆星座”首批组网卫星发射仪式预计将于8月5日在太原举行，“千帆星座”计划即“G60星链”计划。根据规划，一期将完成发射1296颗卫星，未来将打造1.4万多颗低轨宽频多媒体卫星的组网。

我国卫星互联网近期发射情况汇总如下表所示。

表3 我国卫星互联网近期发射情况

时间	发射情况
2023.7.9	我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丙运载火箭，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星
2023.11.23	我国在西昌卫星发射中心使用长征二号丁运载火箭及远征三号上面级，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星 ，并验证了远征三号上面级的性能
2023.12.6	我国在太原卫星发射中心使用捷龙三号运载火箭，成功发射了 卫星互联网技术试验卫星 ，此次任务也是捷龙三号运载火箭的第2次飞行
2023.12.30	我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丙/远征一号S运载火箭，将 卫星互联网技术试验卫星 送入预定轨道
2024.2.29	我国在西昌卫星发射中心使用长征三号乙运载火箭成功将 卫星互联网高轨卫星01星 送入预定轨道
2024.5.9	长征三号乙运载火箭在西昌卫星发射中心点火升空成功，成功将 智慧天网一号01星(A/B) 送入预定轨道，包含 技术验证A星与配试B星

资料来源：航天科技集团官网，中航证券研究所整理

海外卫星互联网方面，国内外几大卫星互联网宽带卫星星座发射情况如下表所示，其中，海外企业中的SpaceX与OneWeb公司的低轨卫星互联网星座计划的规模较大，且进度较快，已经进入到了应用组网阶段，特别是SpaceX的Starlink，已累计发射超过6600颗。

表4 全球主要卫星互联网卫星星座发射情况（更新日期：2024年6月15日）

卫星互联网星座	相关企业	计划卫星数量	工作频段	当前进展
Starlink	SpaceX (美国)	第一代：申报1.2万颗， 4408颗获批（LEO） 第二代：申报3万颗， 7500颗获批（LEO）	Ku/Ka	累计发射数量：6613颗； 累计发射次数：172次 2024年发射次数：42次
OneWeb	OneWeb公司 (英国)	约48000颗（LEO）	Ku/Ka	累计发射数量：618颗（第一代组网完成）
柯伊伯	亚马逊	3236颗（LEO）	Ka	累计发射数量：2颗（原型卫星）

卫星互联网星座	相关企业	计划卫星数量	工作频段	当前进展
	(美国)			
Sphere	(俄罗斯)	13 颗 (GEO) 12 颗 (MEO) 352 颗 (LEO)	---	累计发射数量: 1 颗
银河	银河航天(北京)科技有限公司	>1000 颗(LEO)	Q/V/Ka (首颗星)	累计发射数量: 8 颗
吉利未来出行星座	浙江时空道宇科技有限公司	168 颗 (LEO)	---	累计发射数量: 20 颗
智慧天网	清申科技	8 颗一组 (MEO), 未来 可按需扩展为 16 星 (两组)、32 星 (四组)	---	累计发射数量: 2 颗

资料来源:《中国电子科学研究院学报》、深科技、新华网、《卫星与网络》、Techweb、北京商报、澎湃新闻、中航证券研究所整理

根据国际电信联盟 (ITU) 卫星频率及轨道使用权采用“先登先占”原则,提交申请后的 7 年内必须发射第一颗卫星,9 年内必须发射总数的 10%,12 年内必须发射总数的 50%,14 年内必须全部发射完成。目前全球主要卫星互联网星座发射完成率如下表所示。由此可见, **Starlink 与 Oneweb 的星座发射进展目前在全球主要低轨卫星互联网星座建设中处于领先地位,具备了提供商业化应用的基础,而其他多国的星座建设计划仍处于建设早期阶段。**

表5 全球主要卫星互联网卫星星座申报及完成率情况 (更新日期: 2024 年 6 月 15 日)

国家	星座	申报批准时间	建设计划	频段	卫星发射情况	完成率
美国	Starlink	第一代: 2018 年 第二代: 2020 年	第一代: 申报 1.2 万颗, 4425 颗获批 (LEO) 第二代: 申报 3 万颗, 7500 颗获批 (LEO)	Ku/Ka	6613 颗	55%
英国	OneWeb	2017 年	第一阶段: 716 颗 第二阶段: 6372 颗	Ku/Ka	620 颗	9% (一代组网已完成)
美国	Kuiper	2020 年	3236 颗	Ka	2 颗 (原型卫星)	--
中国	GW	2020 年	12992 颗	Ka/Q/V	--	--
中国	G60 (千帆星座)	2023 年	1.2 万颗	--	--	--

资料来源:新华社,环球时报,中国航天报,《数字化航天器系统工程设计》,澎湃新闻,航天界,兵器杂志,中航证券研究所整理

随着“G60”星座首批卫星发射窗口的披露,我国低轨卫星互联网正式建设进程有望迎来提速,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迎来兑现。**

四、加强军事领域的国际合作，军贸有望向好发展

6月25日，中央军委副主席张又侠在京会见来访的沙特阿拉伯国防大臣哈立德·本·萨勒曼。张又侠在会见时说，中沙两军战略互信持续深化，在军兵种交流、人员培训、联演联训等领域务实合作富有成效。中方对同沙军合作持开放态度，相信两军友好互利合作定会结出更加丰硕的果实。哈立德说，沙方愿同中方进一步加强两军各领域务实合作，为维护地区稳定和世界和平贡献力量。

我们认为，随着我国与沙特阿拉伯加强两军各领域务实合作，或将刺激我国军贸发展进一步向好。

对于中国军贸的发展以及对军工行业的影响，我们有如下具体判断及结论：

（一）军贸发展判断：我国军贸已进入下一个贸易顺差期

近年来，我国的武器装备发展，始终坚持独立自主、自力更生、自主创新的原则，主要依靠自己的力量进行研制和生产。同时，我国政府对军品出口一向采取慎重、负责的态度，依据中国承担的国际义务和国内法律法规对军品出口进行严格管理，遵循军品出口三原则：即有助于接受国的正当自卫能力；不损害有关地区和世界的和平、安全与稳定；不干涉接受国内政。

受益于我国通过军费在武器装备方面的长期投入，近年来，国产装备质量和种类均获得了显著的提升。根据 SIPRI 的军贸趋势指标，中国军贸进出口实现此消彼长的趋势。我们根据中国军贸的进出口平衡情况，将其划分为四个时期，即贸易逆差期（2002-2009年）、贸易顺差期（2010-2017年）以及贸易平衡期（2018-2021年）以及贸易顺差期（2022年始），具体各阶段特点如下：

① **贸易逆差期（2002-2009年）**：此阶段我国军贸进口量较大，其中，飞机（含无人机）、发动机、导弹、舰船等“三航”（航空、航天、航海）高端信息化武器装备居多；

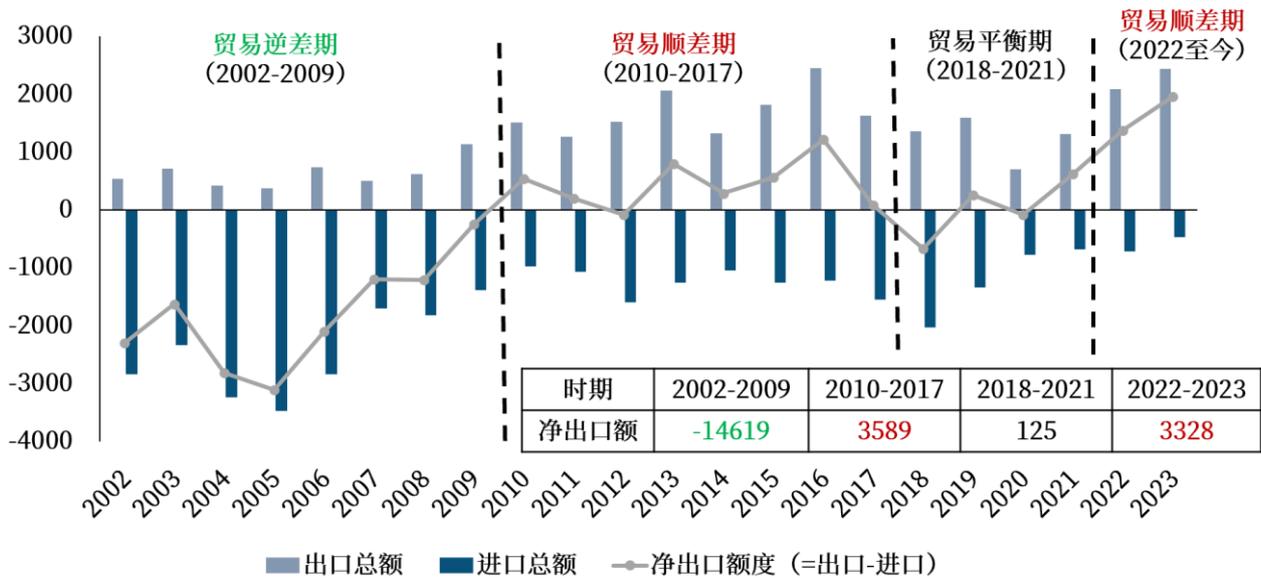
② **贸易顺差期（2010-2017年）**：此阶段我国军贸出口量快速增长，出口产品以飞机（含无人机）、导弹、装甲车等武器装备为主，飞机（含无人机）的进口量有所下降，但发动机进口量有所增长，凸显我国飞机总装领域进步明显；

③ **贸易平衡期（2018-2021年）**：此阶段我国军贸出口量有所下滑，进出口整体处于平衡状态，“三航”高端信息化武器装备出口占比有所提升；

④ **贸易顺差期（2022年至今）**：最近两年来，随着国际局势的波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国的出口缩减，同时受益于我国国防科技工业体系的完善和国产替代能力的提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升。我国或将进入下一个贸易顺差期。

图2 2002年以来我国军贸进出口的四个时期

2002-2023年中国军贸进出口规模对比（单位：百万TIVs）



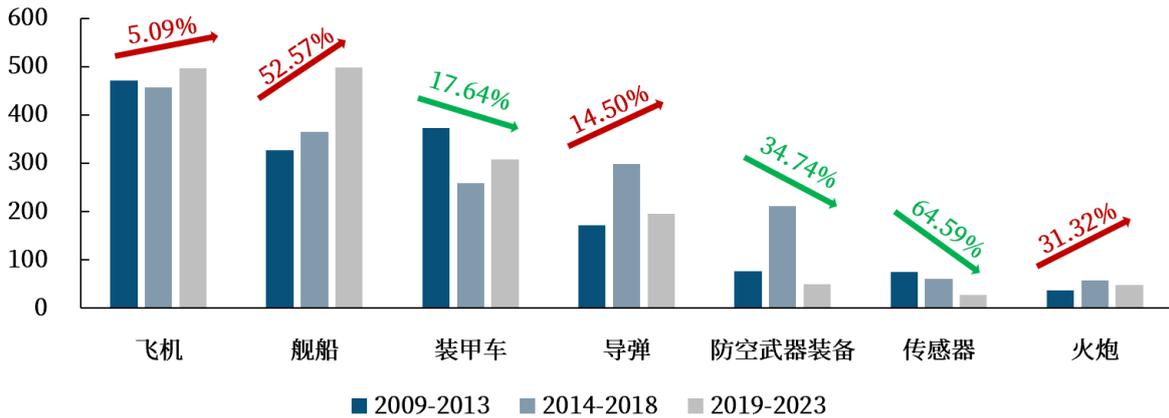
资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

整体来看，在我国自身产品竞争优势的不断提升，“十四五”中前期国内需求旺盛引起的产能重心倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变，我国军贸短期内有望持续增长，并在“十四五”末期由恢复式增长向内生式高速增长转变，武器装备发展重心向装备体系化与集团化方向发展。

（二）军贸细分赛道：“三航”装备物美价廉，优势显现

从我国具体出口的武器装备种类来看，2019-2023年，除装甲车、防空武器装备等占比较小的武器装备外，我国主要军贸产品的出口指标均出现了不同程度的提升。以2009-2013年为基准，可以发现，近年来增速较大且维持在高位的武器装备种类主要为飞机（含无人机）、舰船、导弹、火炮等“三航”（航空航天航海）装备。我们认为，一方面原因在于近几年信息化战争（亚阿冲突、以色列周边冲突及俄乌冲突等）中，无人机、导弹等具备较高性价比的武器装备得到突出体现；另一方面，从近年来珠海航展上亮相的各类出口飞机（含无人机）、导弹装备型号受到了客户的广泛关注来看，伴随我国“三航”装备技术发展迅速，相关军贸出口装备“物美价廉”的优势得到进一步巩固。

图3 我国各类武器装备军贸出口情况（采用五年均值）变化（单位：百万TIV）

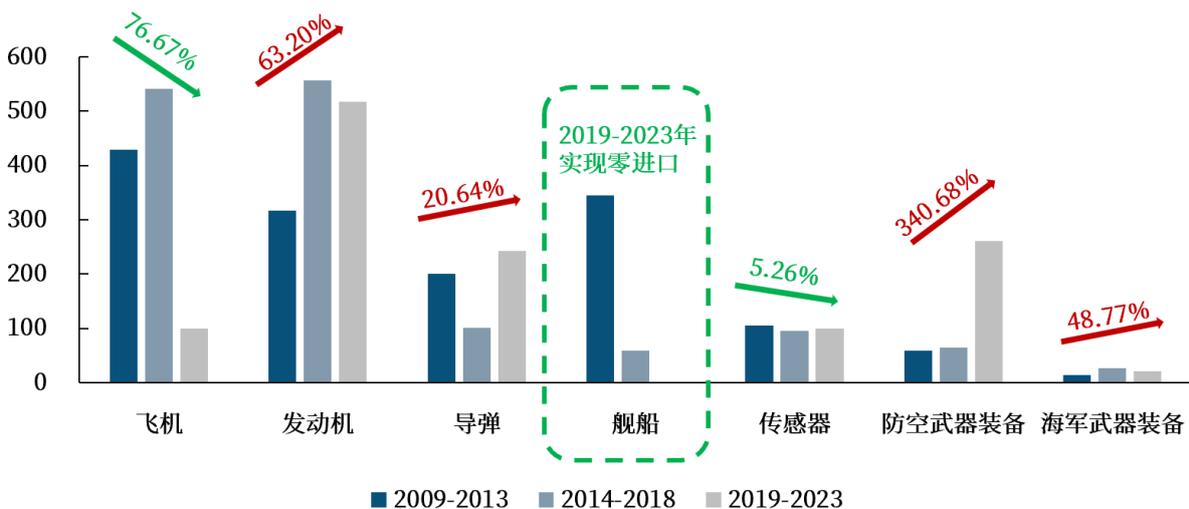


资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理（注：飞机概念中含有无人机装备，图中增速为2019-2023年五年均值较2009-2013年五年均值的增速）

从我国军工材料、锻造/机加领域积极扩产的企业下游需求来看，也主要以航空航天装备为主，侧面印证了我国当前航空航天装备产品下游需求旺盛。而在我国航空航天装备整体处于高速扩产的高景气发展过程中，国内供需关系也将逐渐发生改变，部分产能也将有望逐步外溢至航空航天军贸产品的产能中，进一步推动航空航天军贸将在所有军贸细分赛道中脱颖而出。

从我国近年来武器装备进口来看，以航空航天为代表的高端信息化武器装备进口量正在持续下降，其中舰船在近五年来实现零进口。伴随航空发动机国产替代的不断推进，我们预计当前占我国军贸进口比例较大的发动机领域的进口指标也将有望逐步下降。

图4 我国各类武器装备军贸进口情况（采用五年均值）变化（单位：百万 TIV）



资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理（注：飞机概念中含有无人机装备，图中增速为2019-2023年五年均值较2009-2013年五年均值的增速）

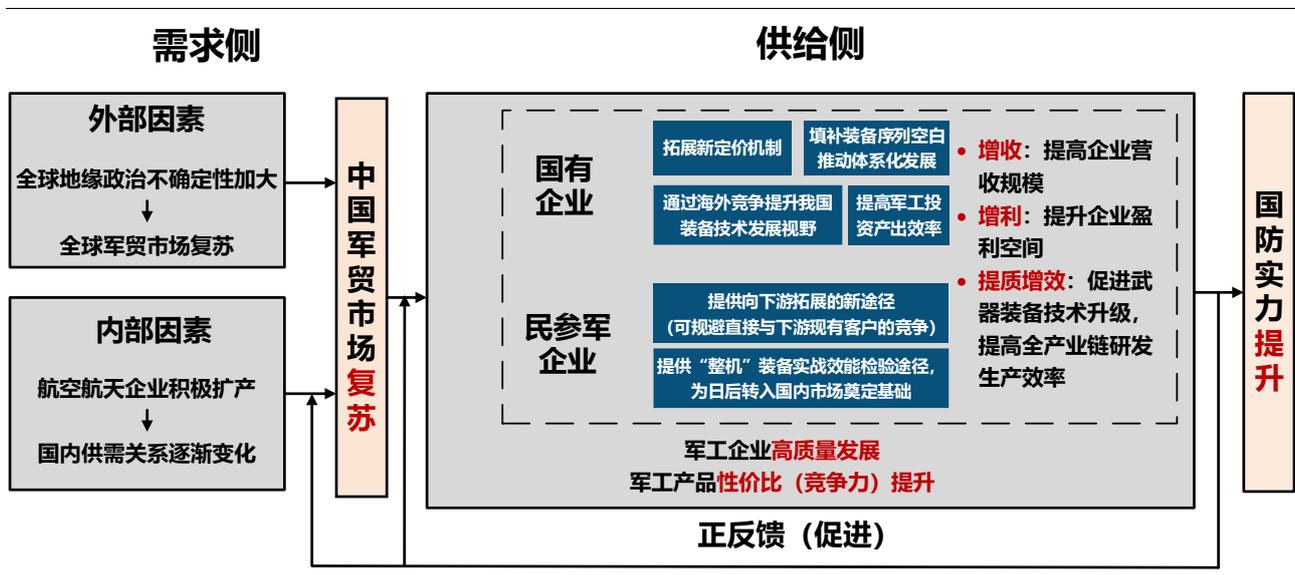
综上所述，伴随我国“三航”装备技术发展迅速，相关军贸出口装备“物美价廉”的优势进一步巩固，这一趋势有望在我国军贸数据中得以持续体现。

(三) 军贸对我国军工产业发展的影响

基于我们对军贸变化趋势的判断，我们认为，在外部因素及内部因素多重利好我国军贸市场复苏背景下，作为军工产业的第二需求端，军贸将成为支撑我国军工行业“十四五”后期、“十五五”以及未来持续发展的接力棒和“第二曲线”，也势必将对军工行业中的供给主体产生积极影响，即：

通过多个渠道促进国有企业与民参军企业“增收增利，提质增效”，进而促使军工企业实现“高质量发展”，军工产品性价比（竞争力）提升，最终在提升我国国防实力的同时，对我国军贸市场的加速复苏以及军工行业供给端的良性发展形成正反馈，打造军工产业供给侧企业长期发展向好的良性循环。具体逻辑如下图所示。

图5 军贸复苏对军工企业的促进作用（双回路正反馈）



资料来源：中航证券研究所整理

五、本周市场数据

(一) 估值分位

截至 2024 年 7 月 5 日，国防军工（申万）指数 PE 为 45.97 倍，处于 2014 年来的 1.41%分位。

(二) 北上资金变化

本周，北向资金累计净流出 139.47 亿元。军工行业陆股通占自由流通市值比例为 1.96%，较 6 月 28 日环比下降 0.01 个百分点。

图6 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化

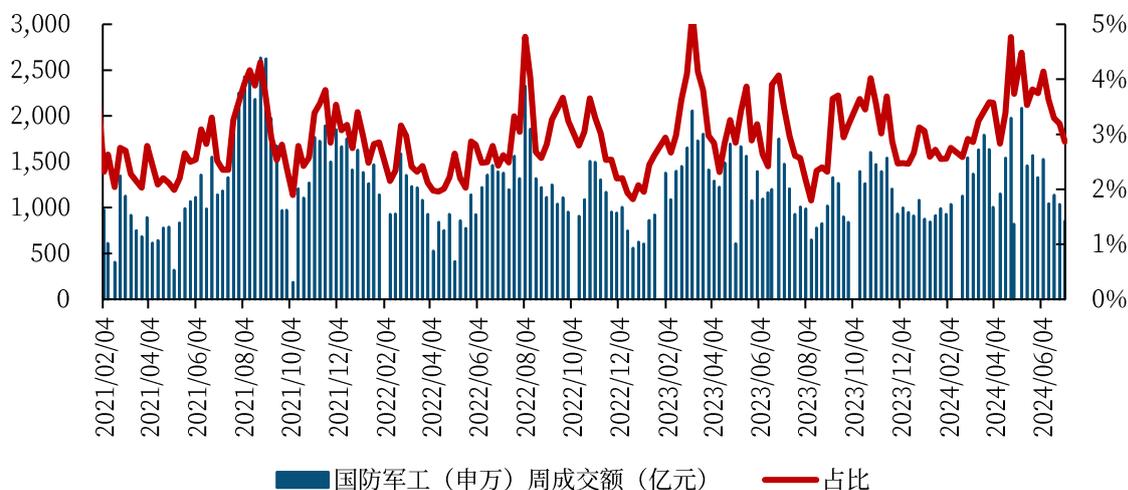


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 7 月 5 日)

(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周, 军工板块 (申万) 成交额为 852.29 亿元 (-17.82%), 占中证全指成交额比例为 2.86% (-0.33pcts), 主要军工 ETF 基金份额环比上周增长 1.59%。

图7 军工板块成交量变化



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 7 月 5 日)

图8 近期主要军工 ETF 基金份额变化 (单位: 亿份)

序号	代码	名称	2023/12/31	2024/7/5	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	96.24	90.45	-6.02%	1.49%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	91.83	82.46	-10.20%	1.26%
3	512670.SH	鹏华中证国防 ETF	40.38	35.55	-11.96%	5.21%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	35.62	37.13	4.25%	0.30%

5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分50ETF	14.33	11.53	-19.53%	-0.09%
6	512560.SH	易方达中证军工ETF	11.43	11.02	-3.59%	0.27%
7	512810.SH	华宝中证军工ETF	3.90	4.68	20.01%	0.21%
合计			293.72	272.82	-7.12%	1.59%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（四）融资余额变化

截至2024年7月4日，军工行业的融资余额合计728.34亿元，比上周环比下降3.26%，占两市融资余额比例为5.05%。

图9 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至2024年7月4日）

六、军工三大赛道投资全景图

根据我们对军工周期性的研究，我们判断，“十四五”军工行业收入增速有望呈现出前高中低后高的“V字型”，2024年后重新进入上行通道。

但不容忽视的是，“十四五”以来，军工行业各细分赛道的发展逻辑差异愈发明显，200余家公司基本面或将持续分化，在此之下，军工板块整体虽然有望再次迎来上涨，但受到各细分赛道的发展逻辑及节奏的差异，各细分板块的走势分化仍将持续。

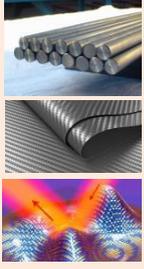
我们将军工行业分为3大赛道、23个细分领域（[各赛道详细分析见军工行业十问十答&2024年投资策略《飞雪迎春到》](#)）进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

① 军工主赛道：主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工材料、测试及维修等七大细分领域，这些领域一般具有市场规模相对较大，下游客户已军用领域为主，且发展相对更为成熟的特点，是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

② **大军工赛道**：主要包含以军贸、民机、低空经济、航天发射、卫星制造、卫星通信、卫星导航、卫星遥感、民船以及信创等十个“大军工”产业细分领域。所谓“大军工”，是指当前军工行业的范畴已大为拓展，特别是军技民用下广义概念下扩充的军工新赛道。这些领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段，是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

③ **新域新质赛道**：主要包含以无人装备、卫星互联网、电子对抗、数据链路、军事仿真以及云技术等新战争形态下，以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域，这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证，在国内往往处于早期萌芽发展阶段，但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

图10 军工主赛道投资全景图

军工主赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
 <p>航空</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年航空产业整体规模稳中有升，研发投入方面同比保持高速增长，行业依旧处于较高景气度 民机方面，国产大飞机C919年内完成商业首航，打开广阔民机市场 军贸方面，俄乌冲突强化了全球各国的安全诉求，航空工业集团更是将军贸作为未来的主责主业之一，意味着军贸出口将迎来重大机遇。 	<ul style="list-style-type: none"> 航空装备后续需求确定，随着十四五“中期调整”临近尾声，需求将逐步落地，行业高景气度有望延续。 航空央企旗下仍拥有许多优质资产，未来在改革方面有望持续深化。 目前我国航空产业主要的规模增量主要来源于军机方面，长期来看，民机、军贸领域作为航空板块的增量“第二曲线”将打破仅依靠军机的内需市场空间，提升行业天花板。 	<ul style="list-style-type: none"> 在航空军、民机产业链和产业集群建设方面起引领作用的“链长”型龙头企业；在产业链布局存在拓展机会；重视研发体系建设和投入且预计在未来形成增量的企业；在型号方面有重要进展的主机厂等； 配套层级较高、具有核心地位、推动专业化整合的系统级供应商；长期处于供应体系且形成体系化配套的核心供应商；能够形成核心竞争力并在主机供应商名录中占据一定地位的民营企业； 存在资产注入预期的产业上中下游的企业；国企改革带来的业绩增长和盈利能力改善机会。
 <p>导弹与智能弹药</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年导弹与智能弹药产业整体的阶段性波动依然存在，收入结构（研发与批产）或发生变化 行业内企业合同负债与预收账款同比增速有所提升，存货保持稳定增长，表现出2023Q3末导弹企业在手订单规模相对较高，正在积极备货以应对订单落地。 	<ul style="list-style-type: none"> 导弹与智能弹药产业有望成为“十四五”中期调整后的重点领域； 供给侧产能爬坡+需求侧修复补量+研发产品逐步落地批产，产业拐点已然临近，导弹与智能弹药产业大年已然不远。 	<ul style="list-style-type: none"> 在导弹与智能弹药产业确定的高景气中，业绩持续性强和高弹性的企业更有望获得更快的估值提升 关注在低成本化、数量和总产值规模上具有优势的细分赛道 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业 聚焦位于高价值中上游子系统领域中的企业
 <p>船舶</p>	<ul style="list-style-type: none"> 军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。 军船是保持船舶行业稳定的绝对基础，但近年来伴随民船景气大周期，短期内船舶行业主要驱动点是民船。 	<ul style="list-style-type: none"> “十四五”的未来两年，将是中国海军继续“走向深蓝”的两年，由近海防御型向远海防卫型的转变将持续进行； 涉及海底观测的多项政策规划出台，表明我国对海底新领域的探索正在提速，已有多家企业在公告中强调了相关业务情况。行业内水面到水下的发展已经进入了关键时期。 	<ul style="list-style-type: none"> 军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。在存量变化相对有限的背景下后续建议关注行业的增量变化。 关注航空母舰持续下水的属舰机会 关注船舶领域由水面至水下的发展趋势
 <p>军工电子</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年军工电子新增订单放缓、库存正逐步出清，给长期以来军工电子的高景气、高预期造成影响； 整体板块已处于较低估的状态，资产价格也普遍处于底部区间； 当前是新一代武器装备批产以及未来一代的研发时段，持续的研发投入有助于保障企业未来产品的先进性和业绩的持续增长。 	<ul style="list-style-type: none"> “三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定； 伴随行业基数的快速提升，军工电子正在进行从“量”到“质”，从“单”到“多”领域的结构转变； 军工电子产品进入新一轮研发周期，新一代产品未来的落地，将持续提供行业增长动能； 	<ul style="list-style-type: none"> 军工智能化、信息化迎来加速； 人工智能技术引领下一阶段军事变革； 软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展； 新城新质作战力量给军工电子带来新增量。
 <p>军工材料</p>	<ul style="list-style-type: none"> 行业订单及需求节奏调整对军工材料板块造成一定冲击，同时上游材料高增速后开始边际放缓； 军工材料降价是客观事实，但随着需求的恢复，规模效应的提升，毛利率的下降趋势是更趋于缓降，而随着高性能材料的结构调整，也有助于提升公司的毛利率水平； 3D打印材料、隐身材料等高性能新材料技术快速成熟，下游应用场景需求也将快速提升； 	<ul style="list-style-type: none"> 需求确定性高，新材料应用深度、广度不断扩大，需求回暖弹性高； 企业产能瓶颈依然存在，在需求回暖后，相关扩产产能有望第一时间匹配需求； 当前市场的调整不仅是需求调整，同样是新技术的调整与积累，有助于企业未来的产品结构调整，保障企业持续盈利； 行业有望迎来合理有序降价，企业的成本压力将逐渐缓解； 	<ul style="list-style-type: none"> 基础材料的供应能力已基本具备，材料多功能性是未来发展趋势； 增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展； 高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力；
 <p>测试</p>	<ul style="list-style-type: none"> 行业需求下降及未来需求不确定的双重影响下，出现第三方检测机构通过降价方式抢夺订单的情况； 上市公司通过新设子公司，增资、收并购具有业务协同效果的企业，打造一站式检测服务平台。 	<ul style="list-style-type: none"> 未来检测行业或将呈现第三方检测机构为主、国有体制内检测机构为辅的行业格局； 紧跟武器装备发展方向，通过增资、收并购的方式快速切入相关赛道； 整合行业资源，延伸检验检测的深度和广度，提供全流程检测服务。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注检测服务范围多样、业务布局广、拥有前沿检测技术能力、成功切入新兴检测领域的检验检测机构
 <p>维修</p>	<ul style="list-style-type: none"> 武器装备列装带动维修需求增长； 国产大飞机的生产及谱系化发展提供新增维修市场空间。 	<ul style="list-style-type: none"> 装备存量规模化，练兵备战常态化，牵引武器装备维修保障需求的增长； 未来航空维修将逐渐从军方大修厂向主机厂、民营企业转移，市场化能力提升； 装备维修贯穿了装备的全生命周期。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注参与或布局维修领域的链长企业； 关注拥有新兴维修再制造技术且实现产业化应用的企业。

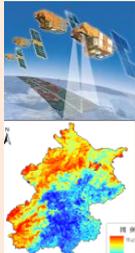
资料来源：中航证券研究所

图11 大军工赛道投资全景图（一）

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
军贸 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年全球军贸数据已超过前次2017年的峰值，2022年军贸数据增速接近20%。 俄乌冲突的主要参与国均受到影响，乌克兰军贸进口大增6679%一跃成为全球第三的军贸进口国，美国军贸出口增速32%，俄罗斯自2018年以来持续下降。 	<ul style="list-style-type: none"> 全球军贸指标有望在“十四五”中后期持续快速上行。军费的持续投入对军贸行业形成支撑作用，以俄乌、巴以冲突为代表的全球地缘政治事件为军贸行业提供了市场需求，国际形势的变化改变了以往军贸行业的竞争格局，我国作为军贸行业的“后起之秀”有望受益于竞争格局之变下的需求再分配。 	<ul style="list-style-type: none"> 我国军贸产品竞争优势不断提升，关注军贸发展对军工企业营收规模、盈利空间的“双提升”。 上一轮产能扩张逐步达产，我国军贸出口产能不足有望加速改善 建议关注因地区冲突、国际局势变化带来的国际军贸格局变化对我国军贸行业的历史性机遇
民机 	<ul style="list-style-type: none"> 国产大飞机在基本型的基础上衍生出多款新机型，谱系愈发完善。国产大飞机2023年收获多笔大订单，在手订单充裕。 通用航空相关的法规和条例陆续出台，通航管理制度和体系逐渐成熟。 政策牵引持续发力，推动绿色航空加速发展。 	<ul style="list-style-type: none"> 国产大飞机生产节奏有望加速，关键零部件国产替代将持续推进。 通航发展或将换挡提速，无人化、电动化、智能化是未来趋势，新能源航空器有望助力我国再次实现“换道超车”。 伴随着通航的关注度与日俱增，资本融资的次数和总量或将增多。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注民机产业链上占据了高价值环节的企业和承担了国产替代任务的配套企业 关注参与或布局了通航产业无人化、电动化、智能化的配套或总装企业
低空经济 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年是低空经济发展的极为重要一年，也是其受市场高度关注、资本追逐的一年 通用航空仍是低空经济的主体产业，无人机及eVTOL成为资本重点关注方向 	<ul style="list-style-type: none"> "政策支持+产业指引"让我国低空经济产业正迎来高速发展的黄金机遇期，并且在未来两年内还将会有更多针对产业发展的政策接踵而来 受益于政策、技术、资本的多因素催化，低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表，已初步具备放量基础 	<ul style="list-style-type: none"> 关注低空经济里的民用无人机产业方向，我国民用无人机产业迅猛发展，对经济社会的促进作用日益加大，无人机产业作为低空经济的主导产业，在首个系统性的无人机相关条例的发布指引下，将为低空经济行业注入强劲动力 关注以eVTOL为代表的新型航空器正加快推动低空产业转型升级，这将成为我国继新能源汽车之后另一个“换道超车”领域
民船 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年前三季度，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.7%、68.5%与54.7%，大幅领先韩日两国。 IMO针对温室气体减排初步战略的短期能效措施全面进入落地阶段，绿色船舶已迎来实质变化 我国造船行业高附加值船型持续接单交付 	<ul style="list-style-type: none"> 考虑到2021年新造船市场的接单量增长较快，我们认为在各船厂的订单有序排期下，此前的高船价订单在2024年间将逐渐完工交付。 后续，我国造船业无疑将继续持续推进对高技术、高附加值船型的研发、生产从而助力行业完成盈利能力的全面提升。 	<ul style="list-style-type: none"> 高船价订单的逐步交付无疑将成为支撑2024年民船行业利润增长的主要支柱 无法满足排放新规的船只有望迎来一波大规模更替潮，这将成为中长期支撑新造船市场可持续发展的重要基础
信创 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年，中国信创行业在芯片及关键硬件领域取得了显著突破，体现了我国在高性能计算和硬件设计能力方面快速提升； 信创应用正从党政向全领域转化，信创产业加速落地； 	<ul style="list-style-type: none"> 信创产业经历三大发展阶段，目前已进入第三阶段，即具备规模化生产和推广的能力。根据IDC测算，中国计算产业市场空间1043亿美元，即7300亿元，接近全球的10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎。 	<ul style="list-style-type: none"> 信创涵盖领域包括芯片、操作系统、中间件、数据库、服务器、网络安全等，是中长期投资主线，逻辑虽短期难以完全兑现至业绩，但国内广阔的市场使其存在消化高估值的可能，具有长期关注价值，尤其在国家政策的不断推动下，以及2023年信创软硬件产品的不断推陈出新，信创相关国产化率有望持续提升。

资料来源：中航证券研究所

图12 大军工赛道投资全景图（二）

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
 <p>航天发射</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年我国航天发射次数达到67次，再创历史新高。其中，民营火箭企业累计发射12枚运载火箭，超越历年总和，开创多项纪录 我国民营火箭企业集体转攻“液体+可复用”火箭，“液体+可复用”火箭或将成为下一阶段我国航天发射的市场焦点 	<ul style="list-style-type: none"> 随着民营火箭企业关键技术的进步和发射经验的累积，民营火箭企业有望在中长期实现市占率的逐步提升 2024-2026年我国航天发射年均市场空间有望突破260亿元 我国首枚可实现复用的液体火箭有望出现在2024-2025年 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业 建议关注参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业 建议关注火箭发射测控领域中具有技术或渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业
 <p>卫星制造</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年我国卫星发射数量维持快速增长态势，卫星发射总数再创历史新高 2023前三季度产业内企业业绩波动更多是短期阶段性波动，从卫星发射数据中，卫星制造全年增长确定性依旧较强 	<ul style="list-style-type: none"> 卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2024-2026年潜在市场空间超过2400亿元 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 	<ul style="list-style-type: none"> 关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业 关注通信及遥感小卫星在高价值量环节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 关注小卫星星座组网趋势下，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业
 <p>卫星通信</p>	<ul style="list-style-type: none"> 卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化； 首张高轨卫星互联网初步建成，航空、航海卫星互联网应用市场持续拓展； 低轨卫星互联网空间基础设施建设技术验证阶段进展提速； 传统卫星通信设备与大众智能手机结合，打开新市场增量空间。 	<ul style="list-style-type: none"> 保守估计，卫星通信设备2026年市场规模有望达到142亿元，2030年有望达到235亿元，复合增速约16.43% 卫星通信服务2026年市场规模有望达到125亿元，2030年有望达到189亿元，复合增速约17.74%。其中新兴航空及海洋卫星互联网服务市场与传统移动通信服务增速最快。 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注国内各低轨卫星互联网正式建设的时间（低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点） 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 航空及海洋互联网市场是我国卫星互联网应用市场中有望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 关注手机直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用 关注6G建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响
 <p>卫星导航</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2022年我国卫星导航与位置服务产业规模达到5007亿元，其中，关联产值则达到3480亿元 下游市场依然是卫星导航行业整体产值的主要构成 2019-2022年卫星导航应用上市公司收入增速在卫星产业四大细分市场中处于较高水平，复合增速接近25% 	<ul style="list-style-type: none"> 当前卫星导航产业发展重点仍是拓展国内“卫星导航+”或“+卫星导航”的新应用领域拓展以及海外市场的开拓 “十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合15%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过20% 未来几年我国高精度市场下游运营服务领域将实现高速发展 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注北斗应用产业中上游领域具有明确市场布局或已经拥有较大市占率的企业； 传统导航应用终端集成重点关注头部企业，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； 重点关注“高精度北斗导航”以及卫星导航融合领域布局的企业。
 <p>卫星遥感</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2022年我国卫星遥感产品及应用服务的市场规模约150亿元，产业年度贡献达2300亿元 2023年遥感卫星发射数大幅增长，遥感数据上架数交所，万亿国债增发，遥感产业下游需求不减 2019-2022年卫星遥感应用上市公司收入增速是卫星产业四大细分市场中最高的，复合增速达50%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 短期to G/A端对卫星遥感的需求依旧处于较高水平，市场需求仍然更多集中在特种领域和政府端，中长期遥感受应用“第二增长曲线”（线上业务）发展或将提速 遥感产业下游应用市场需求有望维持在40%增速左右，2025年核心产值有望超过300亿元，仍将是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道 	<ul style="list-style-type: none"> 关注客户多元化、收入结构均衡的企业 关注拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业

资料来源：中航证券研究所

图13 新城新质赛道投资全景图

新城新质赛道	产业现状	未来发展研判	投资逻辑和关注点
<p>无人系统</p>	<ul style="list-style-type: none"> 无人飞行器：美国全球市场占有率接近一般，我国无人机系统谱系完整，产品性能紧追国际第一梯队 地面无人系统：21世纪进入快速发展阶段，已经被逐步纳入新一代武器装备体系； 无人船：仍处于探索期，尤其是大吨位无人船和军事实战应用可能还有一定距离 无人潜航器：推进速度较大吨位无人船相对更快，波音公司首艘超大型UUV已交付美军。 	<ul style="list-style-type: none"> 短期内，受限于技术原因，我国无人系统的应用还处于边建边用，试验、验证阶段； “十五五”无人系统技术发展将逐步迎来成熟期，装备采购有望放量。 随着技术的发展、作战理念和模式的发展，无人系统将会更加注重各方面性能的提升，将朝着自主性、智能化、网络化、模块化、隐身以及与人类并肩协同作战的方面发展。 	<ul style="list-style-type: none"> 政策层面利好军用无人系统长期发展，无人系统将成为智能化战争的主战装备。 应用场景不断扩展，产业链谱系逐渐完整。相较于美国，中国军用无人系统谱系及应用场景仍需探索、完善。以军用无人系统为例，在低空、小型、轻型，战略领域仍缺乏代表机型。 低成本、消耗属性，需求数量远大于有人装备。 军事理论创新推动无人装备向智能、集群、人机协同、跨域发展。 外贸市场将逐步打开，以无人系统为首的无人系统已成为国内军贸的重要部分。
<p>卫星互联网</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年下半年低轨卫星互联网技术验证卫星频繁发射 手机直连卫星开始为未来的卫星宽带通信、即卫星互联网手机直连奠定前期技术积累基础以及市场拓展基础 卫星互联网有望成为6G的重要组成部分之一 	<ul style="list-style-type: none"> 短期内，我国高轨卫星互联网建设成熟度要高于低轨卫星互联网产业，且成本低于低轨卫星互联网； 低轨卫星互联网产业的发展将主要由“国家队”统筹规划建设，以抢占轨道资源及频谱资源需求驱动； 低成本火箭发射、低成本小型化卫星互联网终端将是影响卫星互联网发展的关键 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注国内各低轨卫星互联网星座正式建设的时间节奏，这将是低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点 重点关注卫星互联网应用市场中航空及海洋卫星互联网通信运营商， 关注直连卫星终端技术及6G建设进展
<p>电子对抗</p>	<ul style="list-style-type: none"> 电子对抗装备在电子进攻的发展方向是提高自身打击性能和实现与其他武器的紧密结合，其关键是实现武器的智能化，核心是将电子进攻、电子侦察、电子防御三大系统一体化。 人工智能在电子对抗中的应用日益加强，提升装备认知效能，让各电子平台能自主学习、动态调整、适应各类威胁，并要求依靠认知系统，在极短的时间内利用机器自主地完成对目标识别和分析的功能。 	<ul style="list-style-type: none"> 电磁空间安全上升到了一个全新的高度，电磁空间的优点是未来战争的“制高点”，是决定战争胜负的重要因素。 随着对电子对抗设备技术指标要求提升，微波元器件、组件和模块等在电子对抗中的价值占比也将逐步提升。 未来战争将以夺取全谱战斗空间的信息优势为主线展开，对于电磁频谱域战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息科技的发展； 	<ul style="list-style-type: none"> 认知化已是电子战技术发展的必然趋势 建议关注综合射频与一体化设计方向 建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向
<p>数据链路</p>	<ul style="list-style-type: none"> 现代战场信息传递共享能力是国防信息化建设的重要内容，全军多兵种多作战场景互联互通是大势所趋； 俄乌冲突启示数据链是信息化战争的基础，夺取信息优势能够占据战场主动权； 美国进一步推进全域指挥与控制建设，面向未来战略博弈，底层数据链系统完善日益紧迫 	<ul style="list-style-type: none"> 未来数据链系统将由点对点点对点、面对面发展，数据节点将进一步增加，数据链品类进一步丰富； 随着分址、加密等方式的迭代以及通信容量的扩大，通信频段也将进一步提升； 目前航空无线通信频谱资源较为紧张，常用频段易被截获，数据链通信安全必要性逐步显现 	<ul style="list-style-type: none"> 从产业链看，关注数据链组件及加密配套商，以及不同下游领域整机平台； 从应用场景看，关注卫星通信，弹载通信以及品类扩容的机载通信
<p>军用仿真</p>	<ul style="list-style-type: none"> 以美军为代表的西方发达国家军队，正在将军事仿真系统大量应用到军队作战实验、模拟训练、装备论证和联合试验等方面，推动着军事仿真技术的发展和军事变革。 软件能力建设有望提速，行业公司享受中国军费总量增长、结构变化、及国防信息化软实力建设三重动能加持。 	<ul style="list-style-type: none"> 技术上，军事仿真技术与手段正在向“数字化、高效化、智能化、网络化、服务化、普适化”发展。 应用推广上，仿真技术已经成功应用于各类高新技术和国民经济等众多领域的各个层面，具有强大的体系化、融合化、渗透性特征。 需求上，军事仿真技术在“研试战训保”体系中的应用，已得到研制方和使用部队的认可和重视。 结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注数字仿真引擎和实物半实物设备核心公司，相关领域价值量占比较高 军事仿真和民用仿真的基础技术是共用的，建议关注具备民用、工业领域拓展机会的标的 军事仿真技术与大数据、人工智能、数字孪生、元宇宙等新一代基础与应用技术的是军事仿真的机遇和趋势，建议关注布局相关方向的核心标的
<p>云技术应用</p>	<ul style="list-style-type: none"> 国内做军用云的厂商较多，各有侧重，但普遍方向不同，且体量较小，以项目制为主，不成体系； 国内军用云技术成熟度、应用场景和落地建设都还在论证与预研阶段，处于摸索期，距离放量仍需耐心； 国外云技术厂商并不区分军、民，多数云厂商军民业务复合性较高，处于互相协同发展态势，我国云技术厂商的军民领域业务相对割裂，协同性较差。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着云计算技术的逐渐成熟，与大数据、人工智能等技术的深度交织协同发展，美军云计算正逐步实现智能化升级，并面向联合作战体系化升级。 云技术在联合作战体系中的网络中心战中信息管理、分布计算、分散存储以及服务统一调度等具有突出能力 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注国内军民业务复合属性较高，有望在军民领域协同发展的云技术应用相关企业

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图14 三大赛道各细分领域投资特点对比

细分赛道	市场空间	利润空间	新型号更新速度	消耗属性	产业链稳定性	赛道拥挤度(+为松散)	国产替代剩余空间	民用领域的拓展性	“十四五”后期增速	大军工第二曲线
军工主赛道										
航空	+++	+	++	+	++	+	—	++	+	+++
导弹及智能弹药	+++	+	++	+++	+	++	---	--	+	++
军船	++	+	++	---	++	-	-	+++	+	++
军工电子	+++	+++	++	+	-	○	+	++	++	○
军工材料	+++	+++	++	+	○	○	+	++	++	+
测试	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
维修	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
大军工赛道										
军贸	+++	+++	/	/	+	○	+++	---	+++	+++
民机	+++	++	○	○	++	○	+++	---	+++	/
低空经济	+++	++	++	+++	+	+	○	---	+++	/
航天发射	+	+	++	++	++	++	○	+++	+++	/
卫星制造	++	+	+	++	++	+++	○	++	++	/
卫星通信	++	++	+++	+	++	+	++	+++	+	/
卫星导航	+++	++	+	+	++	+++	++	+++	++	/
卫星遥感	++	+++	++	+	++	+++	+	+++	+++	/
民船	+++	++/--(周期)	+	-	++	+++	-	+++	+++	/
信创	+++	+	/	/	-	○	+++	+++	○	/
新城新质赛道										
无人装备	+++	+	+	+++	+	++	--	++	+++	+++
卫星互联网	++	+	++	○	+++	++	++	+++	+	/
电子对抗	++	++	++	○	+++	+	++	+	++	+
数据链路	++	++	+++	+	++	+	+++	+	+++	/
军事仿真	++	++	+	○	+	++	++	+	+++	+
云技术	+	+	+	○	+	++	++	+	+++	○

资料来源：中航证券研究所整理（注：“+”代表程度深，○代表一般，“-”代表程度低）

七、建议关注的细分领域及个股

“十四五”当前已经跨进后半程，我们判断，军工板块走势将在 2024 年后重新进入上行通道。但军工行业各细分赛道的发展逻辑差异愈发明显，200 余家公司基本面或将持续分化，在此之下，军工板块整体虽然有望再次迎来上涨，但受到各细分赛道的发展逻辑及节奏差异的影响，各细分板块的走势分化仍将持续。

关于投资方向和行情判断：

- ① 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；
- ② 2024 年军工行业需求回暖、业绩复苏，随之而来，“十四五”军工行业的走势将呈现前高中低后高的“V 字型”；
- ③ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ④ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ⑤ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

具体建议关注的上市公司如下。

军机等航空装备产业链：

战斗机、运输机、直升机、无人机、发动机产业链相关标的，航发动力（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶产业链：

中国船舶、中国重工、中国动力、中国海防、湘电股份。

信息化+国产替代：

成都华微、振华风光（特种芯片）；新雷能（军工电源）；国博电子（TR 组件）；振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（军工元器件）；智明达（嵌入式计算机）；七一二、上海瀚讯。

军工材料：

光威复材、中简科技、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）。

八、风险提示

- ① 央国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- 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；
- ⑥ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响；
- ⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑨ 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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、内容或其复本给予任何其他人。

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