

证券研究报告|行业投资策略

国防军工

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年7月11日



军工2024中期策略：穿越逆境，以觅星辰

证券分析师：

马卓群 执业证书编号：S0210524050011

请务必阅读报告末页的重要声明

投资要点：“点状恢复” → “由点及面” → “全面恢复”

历史复盘，基本面/估值/配置比例回归历史低位，需求复苏在即

- 1) 短期看，**估值回归五年低位，24Q1配置回落至“十四五”低点**；2) 中期看，展望2025，**考虑“十四五”留存经费消化叠加“十五五”规划新需求的出现，预计行业基本面好转将逐步显现**；3) 长期看，“做精做强”与“提质增效”或是“十五五”行业主旋律；
- 回顾利润与资产负债表，1) 收入利润体量快速提升后呈现增速逐步下滑趋势，**预计24Q2或是全年业绩低点，24Q4有望出现好转**；价格与增值税调整影响已逐步消化，**预计后续行业盈利能力有望逐步企稳**；2) “十四五”行业扩产强度2023年达到峰值，**2023-2024H1资产负债表进入衰退周期，2024H2-2025H1或将进入恢复阶段**。

投资主线一：主战装备的困境反转

- 下游部分方向（含预研项目）已有恢复性订单需求，**军工行业需求端有望从“点状恢复”到“由点及面”再到“全面恢复”**；建议关注：
 - 1) **航空**：①上游材料：**【西部超导】、【光威复材】**；②中游制造：**【三角防务】**；③下游主机：**【中航沈飞】、【中航西飞】**。
 - 2) **发动机**：①上游材料：**【钢研高纳】、【航材股份】**（高温合金）；②中游制造：**【航宇科技】、【中航重机】**（锻造）；**【图南股份】**（铸造）；③中游系统：**【航发控制】**；④下游主机：**【航发动力】**。
 - 3) **航天特种装备**：①器件组件：**【航天电器】、【国博电子】、【亚光科技】**；②材料：**【菲利华】**。
 - 4) **信息化**：①数据链/互联互通：**【海格通信】、【七一二】、【新劲刚】、【邦彦技术】**；②武器平台信息化程度提升：**【振华风光】、【国力股份】、【高华科技】**；③地球底座：**【中科星图】**。

投资主线二：从0-1的“新质作战力”

- 1) **“三高一低”**：现代战争具备高消耗、强对抗属性。国内实弹演习消耗叠加战略储备库存需求，远火需求端延续性较强；海外，我国远火谱系齐全技术领先，地缘政治复杂化有望打开外贸方向需求新天花板。建议关注：①中游系统：**【北方导航】、【国科军工】**，②下游总体：**【中兵红箭】、【高德红外】、【广东宏大】**；
- 2) **无人化作战：从战场配角角色加速向战场主角角色转变**，地海空天不同平台新需求引领行业高增速发展。建议关注：①中上游配套：**【广联航空】、【晶品特装】**；②无人机系统：**【航天电子】**；③水下无人作战：**【西部材料】、【长盈通】**。

风险提示：行业需求恢复进度不及预期等。

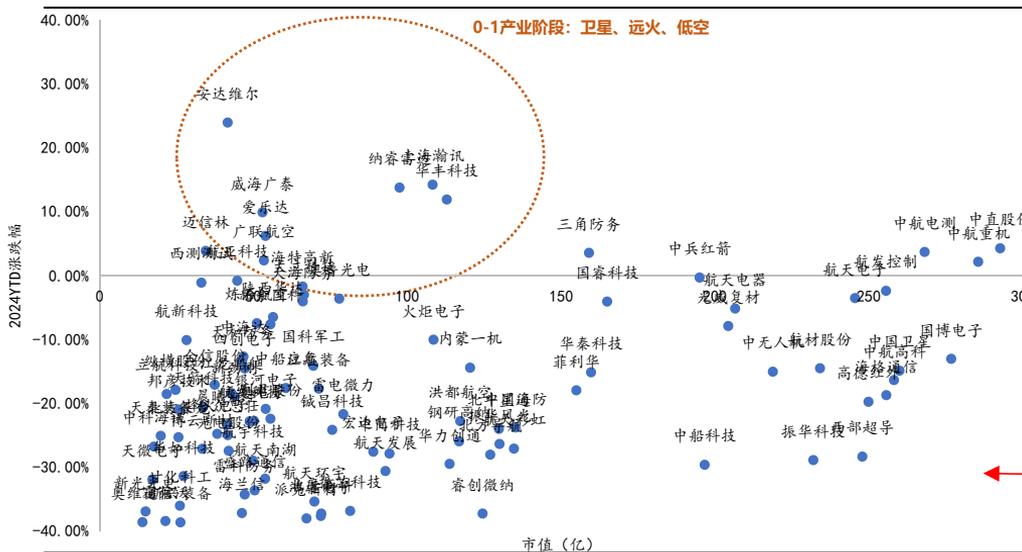
- 1 历史复盘:短中长期视角看军工
- 2 投资主线一:主战装备赛道的困境反转
- 3 投资主线二:从0-1的“新质作战力”
- 4 投资建议
- 5 风险提示

1.1 历史复盘：短期看，行业估值回归近五年低位

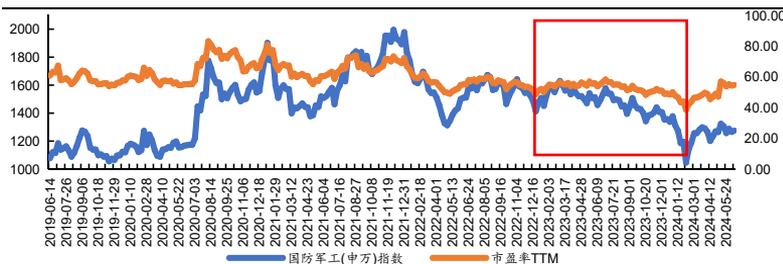
➤ 估值已回归相对低位，结构性分化较为明显

- 自2022H2以来，军工行业估值出现持续性收缩，2023年因人事调整力度及对产业链影响超市场预期，行业出现PE与EPS双杀，目前看板块整体估值已逐步回归近五年来相对低位，截止2024/6/28，申万军工指数PE TTM处于历史三年以来7.95%百分位，**行业负面因素已基本price-in**；
- 2024年以来，板块内部结构分化明显，其中：1) **中小市值标的**中处于**0-1产业阶段及低空经济相关标的涨幅相对靠前**，而传统白马则出现较大跌幅；2) 大市值标的中以主机厂为代表涨幅靠前，**船舶行业受益于航运景气、运力及新旧更替等因素涨幅靠前**。

图表：2024H1国防军工（SW）标的涨跌及市值一览（300亿以下标的）

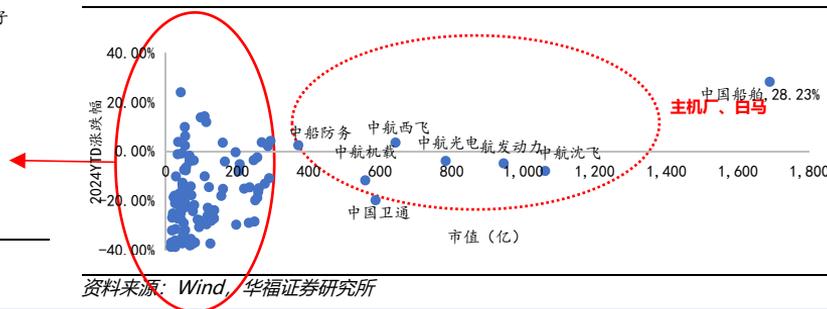


图表：国防军工（SW）指数及Pettm变化一览



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2024H1国防军工（SW）标的涨跌及市值一览



1.1 历史复盘：短期看，24Q1资金配置回到低点，低配比例0.49%

➤ 资金配置比例逐步回归相对低点，处于“十四五”以来最低位

据24Q1基金重仓数据，我们将基金产品分为，1) 宽口径（股票型产品+混合型产品，其中剔除偏债混合），以及2) 主动型（在宽口径基础上剔除被动指数产品和指数增强产品）两类分析：

✓ 截止24Q1，全口径基金SW军工行业持股比例2.33%，低配0.49%，为2020年以来第3低位；

✓ 主动型基金SW军工行业持股比例2.53%，低配0.29%，为2020年以来第6低位。

回顾历史，军工行业获重仓配置比例从2020H2开始逐步增长，在2022Q4达到高点，宽口径下重仓占比4.21%，主动型口径下重仓占比4.32%，现已回落到历史数据较低水平；

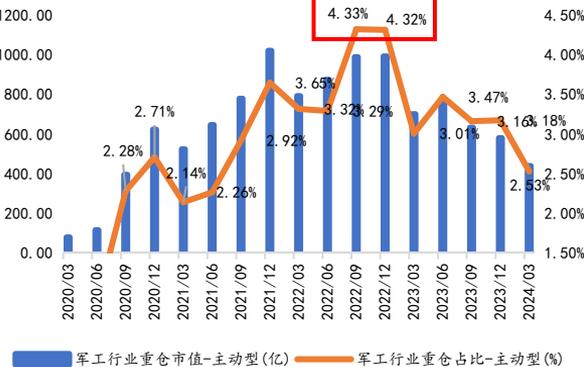
横向对比来看，在31个申万行业中，**2024Q1主动型产品重仓比例中，国防军工行业排第14名，距离历史峰值2022Q4的第6名仍有较大上升空间。**

图表：SW军工行业重仓持股比例变动-宽口径



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：SW军工行业重仓持股比例变动-主动型



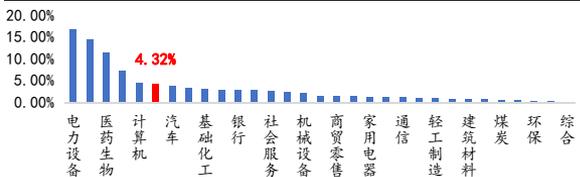
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2024Q1基金重仓比例行业排序 (SW) -主动型



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2022Q4基金重仓比例行业排序 (SW) -主动型



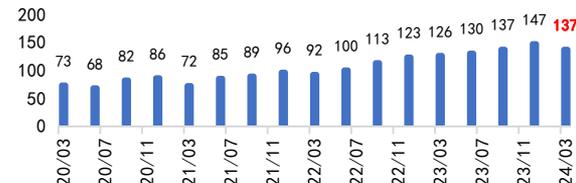
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1 历史复盘：短期看，24Q1重仓持股总市值回落至“十四五”低点

➤ 重仓持股个数相对稳定，重仓持股总市值与占比回落至“十四五”低点

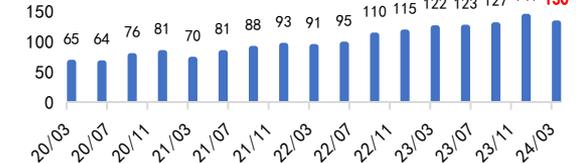
- **从宽口径来看**，华福军工自选股，2024Q1公募基金重仓持股共计137只，总市值794亿元，**重仓持股为3.06%，环比下降0.87pct；**
- **从主动口径来看**，华福军工自选股，2024Q1公募基金重仓持股共计130只，总市值607亿元，**重仓持股比例为3.5%，环比下降0.87pct；**
- 回顾历史，自选股重仓个股数量自2020年以来稳定提升，仅21Q1与24Q1出现下滑；自选军工板块获**重仓持股市值自20Q3开始出现明显提升，在21Q4及22Q3两次峰值后开始下滑，截止24Q1，已回落至“十四五”最低点；**
- **从持股比例上来看**，2020年至今是先增后降趋势，值得关注的一点是，**2020年至2021年中后期，宽口径基金产品持仓多于主动口径，但2021年中后期至今，主动口径产品持仓军工多于宽口径。**

图表：自选军工板块获重仓个股数量-宽口径



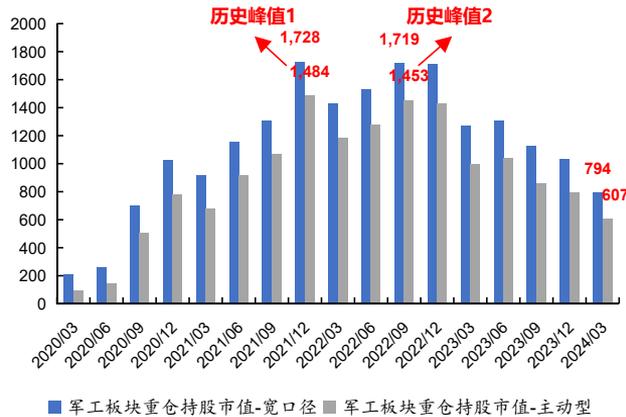
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：自选军工板块获重仓个股数量-主动型



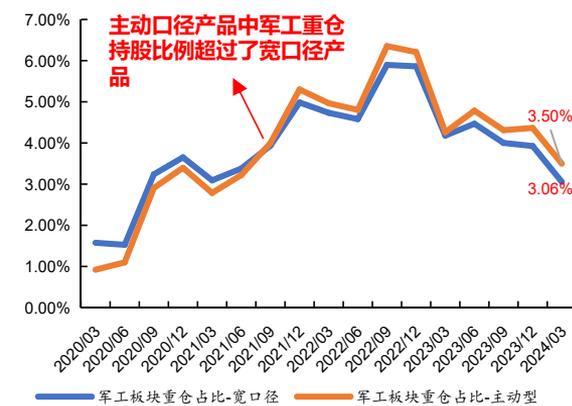
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：自选军工板块获重仓持股市值



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：自选军工板块重仓持股比例变动



资料来源：Wind，华福证券研究所

注：华福军工自选股，相比国防军工申万行业增加了部分军工信息化标的及上游材料标的（共计增加91个标的）

1.1 历史复盘：短期看，主战装备赛道配置比例下滑相对较多

➤ 资金配置结构化突显，主战装备配置比例降低，船舶板块逐步增加

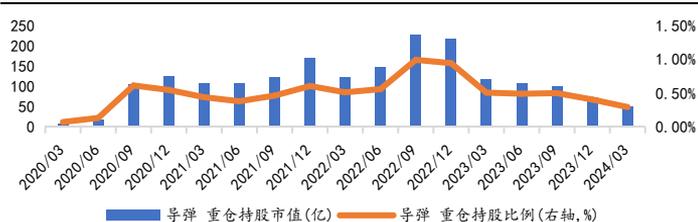
- 自22Q3以来，板块内部资金配置结构发生明显结构性变化，**以战机、航天特种装备、发动机为首的代表性细分方向配置比例逐步降低**，预计主要反映市场对主战装备方向受中期调整及人事调整影响从而造成业绩波动的担心；
- 船舶方向受民船航运景气提升、运力及新旧更替等因素催化，**且整体受人事调整影响较小，配置比例逐步提升。**

图表：重仓持股市值及比例变动-战机



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：重仓持股市值及比例变动-导弹



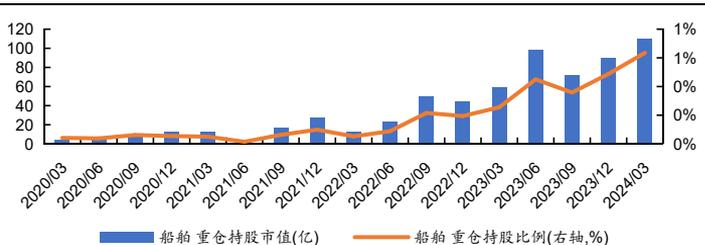
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：重仓持股市值及比例变动-发动机



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：重仓持股市值及比例变动-船舶



资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1 历史复盘：短期看，持股集中度提升，以船舶、低空等大市值为主

➤ 24Q1持股集中度有所提升，船舶及低空经济相关中大市值标的获增持较多

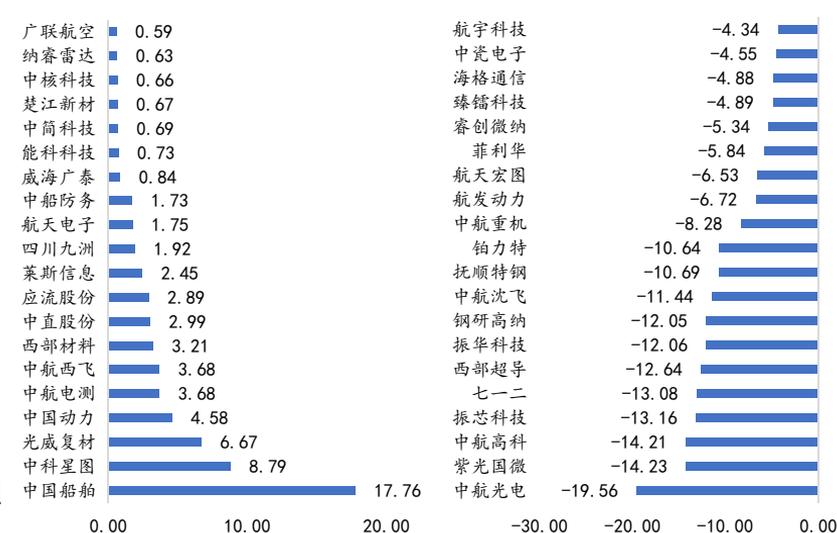
- 24Q1自选军工板块重仓TOP10及TOP20持股集中度分别提升4.25pct及6.48pct，**一定程度反映持股向中大市值标的逐步聚拢**；
- 其中，船舶及低空经济相关个股或增持金额靠前，而传统航空、航天、信息化及新材料四大子领域被减持量靠前。

图表：自选军工板块重仓股top20-主动口径

主动口径：主动股基+非偏债混基							
个股名称	所属华福军工子板块	24Q1重仓持股市值(亿)	持股市值占流通市值比(%)	23Q4重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)	23Q4重仓持股占流通市值比(%)	重仓持股变动(pct)
中国船舶	船舶	79.18	4.78%	61.42	17.76	4.66%	0.12
中航光电	航空	41.74	5.72%	61.31	-19.56	7.41%	-1.69
中航沈飞	航空	31.92	3.18%	43.36	-11.44	3.73%	-0.55
紫光国微	信息化	25.11	4.55%	39.35	-14.23	6.87%	-1.31
久立特材	新材料	24.20	11.15%	21.30	2.90	10.96%	0.18
中航高科	航空	21.70	7.96%	32.81	-11.12	10.63%	-2.67
振华科技	信息化	20.75	6.89%	12.41	8.34	3.82%	3.07
睿创微纳	信息化	18.65	10.52%	35.91	-17.26	18.15%	-7.63
铂力特	新材料	17.71	11.39%	24.53	-6.82	11.00%	-0.39
中航西飞	航空	16.09	2.67%	23.99	-7.90	3.86%	-1.18
西部超导	新材料	15.88	6.64%	28.52	-12.64	8.25%	-1.61
菲利华	新材料	15.53	10.09%	28.35	-12.82	14.92%	-4.82
航发动力	航空	14.58	1.61%	21.37	-6.79	2.14%	-0.53
中船防务	船舶	13.32	6.24%	6.41	6.91	3.06%	3.18
图南股份	航空	13.20	13.80%	19.79	-6.59	16.58%	-2.78
航天电器	航天	11.75	6.79%	11.59	0.16	5.29%	1.51
中科星图	信息化	11.60	5.71%	15.48	-3.89	8.61%	-2.90
中航重机	航空	11.51	5.05%	13.19	-1.69	4.69%	-0.36
中国动力	船舶	10.99	2.48%	3.01	7.98	0.76%	1.71
臻镭科技	信息化	9.92	12.64%	3.00	6.92	2.87%	9.77
TOP10集中度		48.94%		44.69%			
TOP20集中度		70.08%		63.60%			

资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：24Q1股增持量top10 (亿) -主动



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：24Q1个股减持量top10 (亿) -主动



资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1 历史复盘：中期看，“十四五”的变与不变

➤ 军工行业“五年规划”计划性强，2024有望重温2019

- **军工行业具备强计划性特点：**1) 短期基本面变化频率较慢，可预期性较弱；2) 中期受宏观经济影响较少；3) 长期可预期性较强；
- 回顾“十三五”时期，军改对产业链影响于2019年逐步消退，行业EPS端进入缓慢恢复阶段，军工指数表现同步开始好转；
- 2023年位处五年规划第三年，**因人事调整程度超预期导致中期调整进度慢于预期**，部分需求递延至2024；
- **2024H2有望重现2019H2，需求端恢复路径或将遵循“由点到面”这一逻辑**，EPS回归正常，估值温和修复；
- **展望2025：**考虑“十四五”末期留存经费消化叠加“十五五”规划指引下新需求的出现，**预计行业基本面好转迹象将更为明显。**

图表：军工行业“五年规划”

年份	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
工作内容	新五年计划	人事调整	时间过半任务过半	承上启下	消化留存经费&计划下一个五年
年份	2011/2016/2021	2012/2017/2022	2013/2018/2023	2014/2019/2024E	2015/2020/2025E
申万军工指数表现	-33%/-19%/11%	-6%/-17%/-25%	33%/-31%/-7%	54%/27%/?	28%/58%/?
沪深300表现	-25%/-11%/-5%	8%/22%/-22%	-8%/-25%/-11%	52%/36%/?	6%/27%/?
EPS变动	-25%/1%/45%	-47%/-50%/11%	-42%/97%/-9%	53%/86%/?	-5%/35%/?
具体观测点	新订单/预付款	人事调整	中期调整	复苏拐点	留存经费消化&新计划

资料来源：Wind, 百度百科, 华福证券研究所整理

1.1 历史复盘：长期看，“十四五” → “十五五”，变局之下开新局

➤ “十四五”主旋律“批量生产”，“十五五”主旋律或是“做专做精”

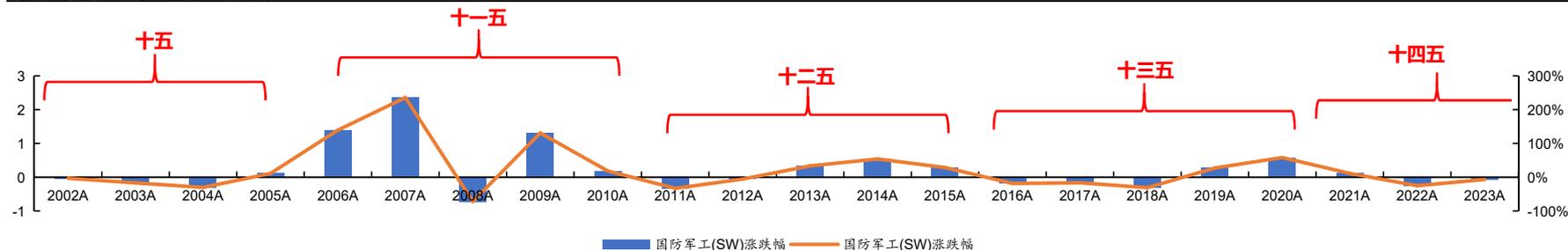
- 从“十五”开始，每个五年计划都各有特点，“十四五”时期军工行业正式进入批量化生产阶段，行业总体规模不断提升；
- **“十四五”后半段行业展望：**1) 更加市场化（单流水到多流水）；2) 从自主可控走向提质增效；3) 主机单位议价能力提升；
- **“十五五”展望：**2023年前关注产能（规模），2023年后看管理（效率），2025年后应更专注研发（做精），**即从“做大做强”逐步过渡至“做专做精”**，以自身内核的持续强化为牵引，向产业链横向/纵向不断延展，直至做到“世界一流企业”。

图表：军工行业“五年规划”

五年规划时期	十五	十一五	十二五	十三五	十四五	十五五 (E)
行业主线	盘活资产	资产加速上市	核心资产上市	前高后低	变局	跨越
资本市场	资产证券化初始	央企股改	资产证券化提速	军改	预付款/小核心大协作	拓新局（横向/纵向）
代表公司	航天电子	中航西飞	航发动力	中航沈飞	中航重机/钢研高纳	-
产业逻辑	预研	预研及试制	小批转批产	小批转批产	大批量生产	做专做精
	追赶差距			重研发轻生产		补数量

资料来源：华福证券研究所整理

图表：国防军工(SW)指数涨跌幅



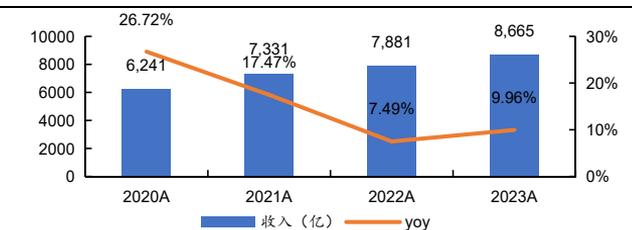
资料来源：Wind, 华福证券研究所

1.2 利润表看周期—收入利润先快速提升，后增速逐步放缓

➤ 收入利润体量在快速提升后增速逐步下滑，2024Q2或是全年业绩低点

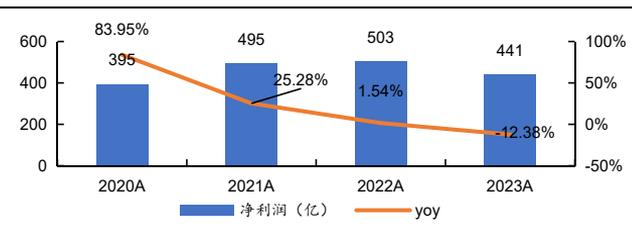
- **2020年**：因存在，1) “十三五”未留存经费消化，以及，2) “十四五”需求提前备货，收入利润端规模及增速出现显著提升；
- **2021-2022**：**航空/航天/发动机等主战装备需求增加，以及全产业链产能快速提升**，整体规模继续提升，但增速已出现放缓；
- **2023H1**：利润增速相较收入增速已出现较为明显收敛，**反映行业价格端及增值税变化**，盈利能力出现一定程度下滑；
- **2023H2**：**因人事调整及相关因素，出现需求或交付推迟等情况**，行业整体收入增速增速出现明显下滑；
- **24Q1及展望**：净利润处于2020年以来单季度第三低位，当前行业需求层面仍是弱复苏，**预计24Q2或是全年业绩低点，24Q4有望出现好转。**

图表：军工板块总收入历年变化



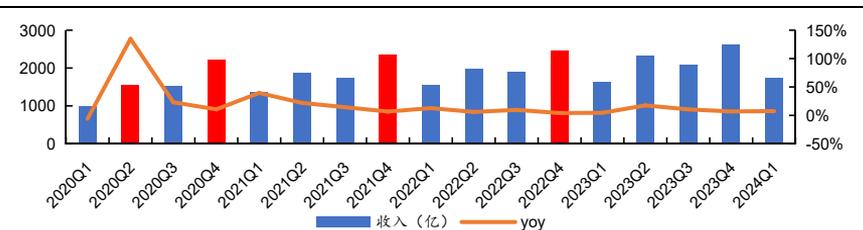
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块净利润历年变化



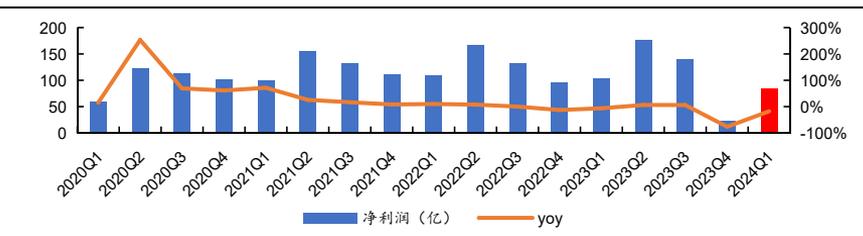
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块总收入历季度变化



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块净利润历季度变化



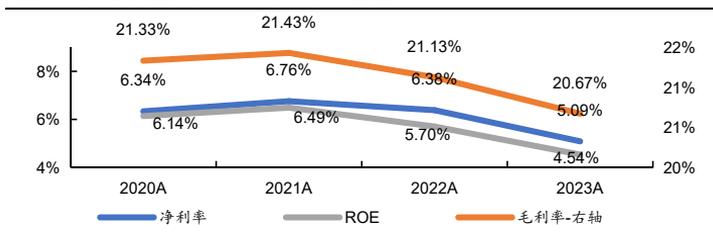
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.2 利润表看周期—盈利能力后续有望逐步企稳

量的增长驱动盈利能力提升，价格及增值税调整后出现一定回调

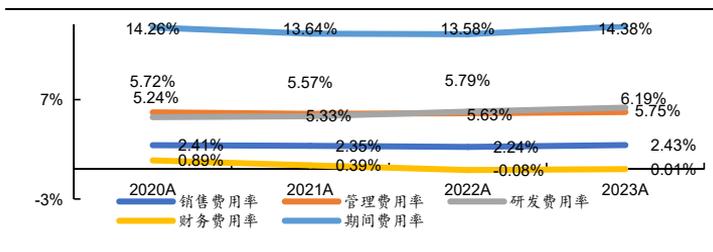
- **量的提升**：2020年行业生产模式由“多品种小批量”向“批量化”转变，**因生产量显著增加及产能利用率的快速提升**，致使规模效应逐步显现，同时费用端不断摊平，行业盈利能力整体提升（产业链中上游更为明显）；
- **价的变化**：产业链多数环节引入多家供应商进行竞争，价格端出现不同程度下滑，**准入门槛较低方向降价更多**；
- **增值税改革**：2022年伊始，部分企业不再享受军品增值税减免，因间接降低销售价格，在成本不变情况下，毛利润出现下滑；
- **展望2025**：估值端及报表端已充分反映价格与增值税调整，**预计后续行业盈利能力将维持相对平稳状态，对估值影响将边际减弱**。

图表：军工板块利润率、ROE (ttm) 历年变化



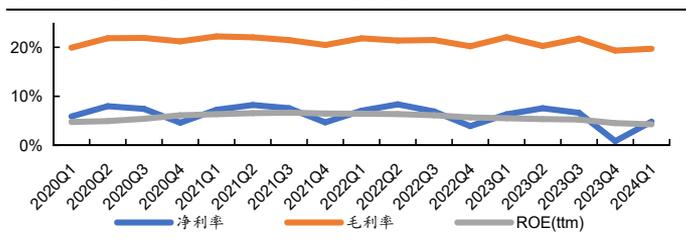
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块费用率历年变化



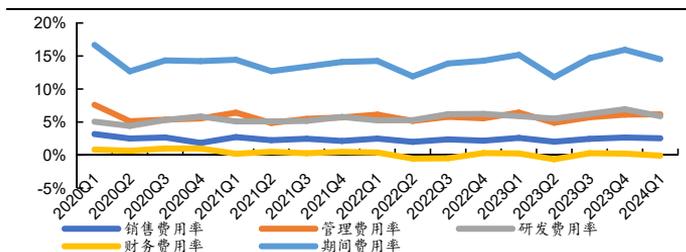
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块利润率、ROE (ttm) 历季度变化



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工板块费用率历季度变化



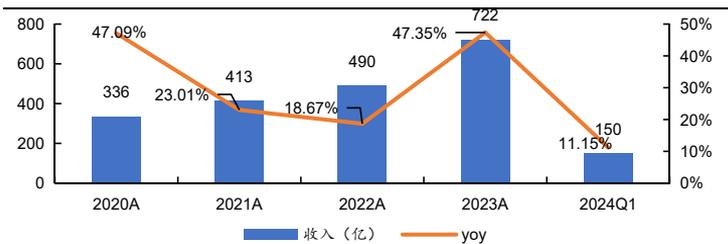
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.2.1 利润表看周期—细分方向之“战机”产业链

➤ “十四五”核心作战平台产业链快速起量，盈利能力回落有望重新回归稳定

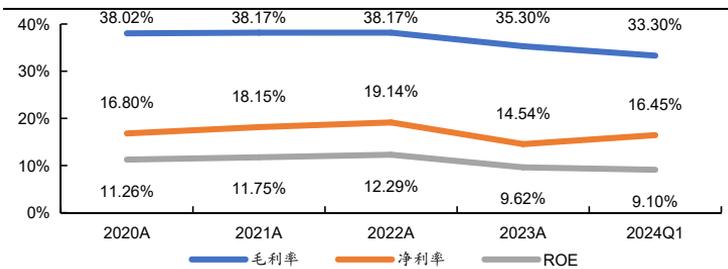
- 战机作为主战装备核心作战平台，“十四五”以来从“重研发轻生产”向“研发生产齐头并进”转变，产业链收入利润体量提升明显；
- 2023H2-2024Q1，战机产业链增速出现明显放缓，或主要受行业中期与人事调整影响，预计2024H2-2025H1需求端将逐步恢复；
- 从毛利率净利率变化可观测价格与增值税调整或已部分反映至报表端，而产业链量级提升带来的规模效应（期间费用率下行）或将助力行业**盈利能力重新回归稳定**。

图表：收入历年变化-战机产业链（不含主机厂）



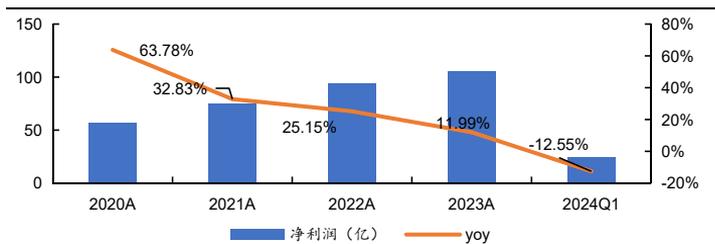
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：利润率、ROE历年变化-战机产业链（不含主机厂）



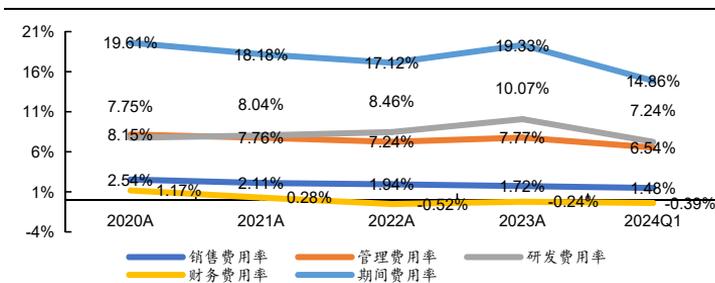
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-战机产业链（不含主机厂）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：费用率历年变化-战机产业链（不含主机厂）



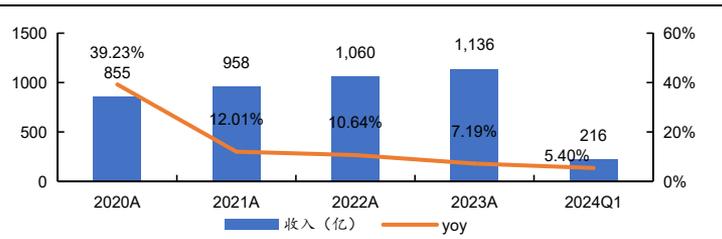
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.2.1 利润表看周期—细分方向之“战机”主机厂

➤ 产业链“链长”核心地位逐步显现，盈利能力或仍有提升空间

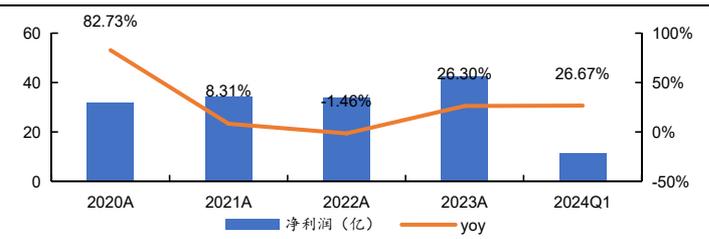
- 进入“十四五”以来主机单位收入稳步提升，净利润增速相对快于收入；
- 在产业链因价格调整及交付节奏变化出现收入利润波动时，主机单位表现相对稳定，**产业链“链长”抗风险能力逐步显现；**
- 提质增效背景下主机单位盈利能力提升显著，**考虑到中航沈飞及中航西飞均有股权激励，预计在保证收入稳定增长的同时，费用端管控意愿有望进一步加强，且主机单位受价格调整影响因素较小，后续盈利能力或仍有提升空间。**

图表：收入历年变化-战机主机厂



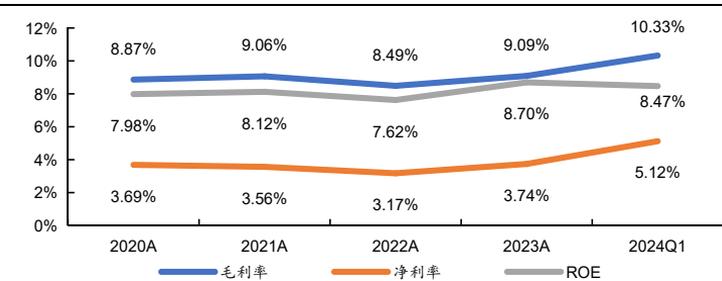
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-战机主机厂



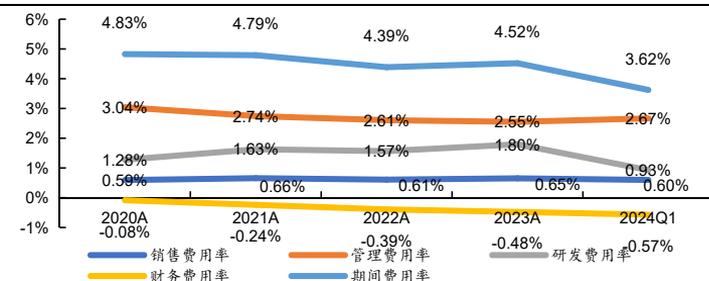
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：利润率、ROE历年变化-战机主机厂



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：费用率历年变化-战机主机厂



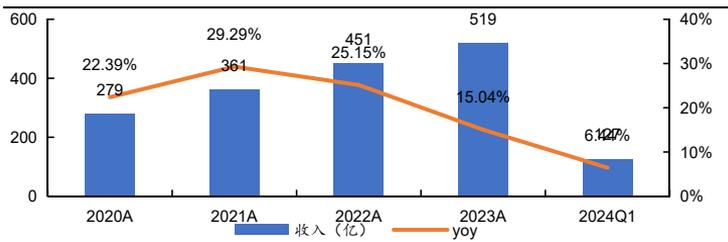
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.2.2 利润表看周期—细分方向之“发动机”产业链

➤ “十四五”初同步战机平台增速，“十四五”末展望新型号及维修

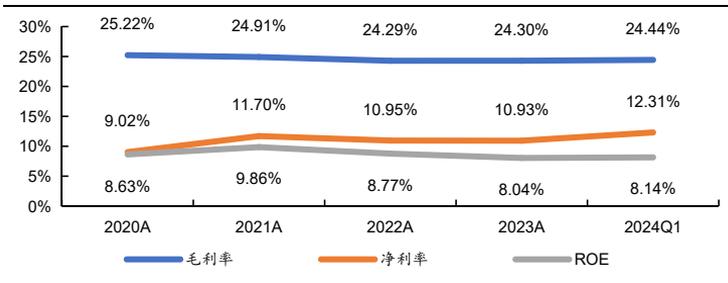
- 进入十四五以来发动机产业链增长趋势基本与战机产业链相符，但2023年出现明显放缓，**或主要因行业交付节奏变化所致；**
- 展望2024H2-2025，**我们预计发动机产业链老型号将进入稳定期，新型号开始起量，维修需求逐步提升**，在需求侧稳定恢复的大背景下产业链内部或出现进一步分化；
- 盈利能力端，价格及增值税调整在2022及2023年已部分反映，后续或将回归平稳，**但产业链内部结构化差异将逐步增加。**

图表：收入历年变化-发动机产业链（不含航发动机）



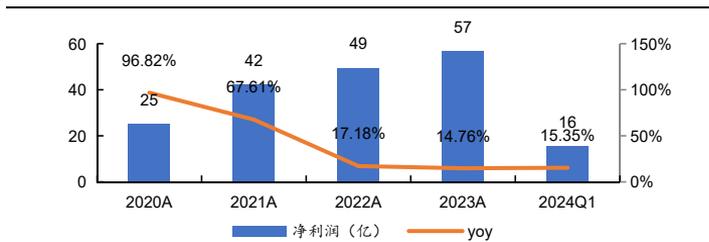
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：利润率、ROE历年变化-发动机产业链（不含航发动机）



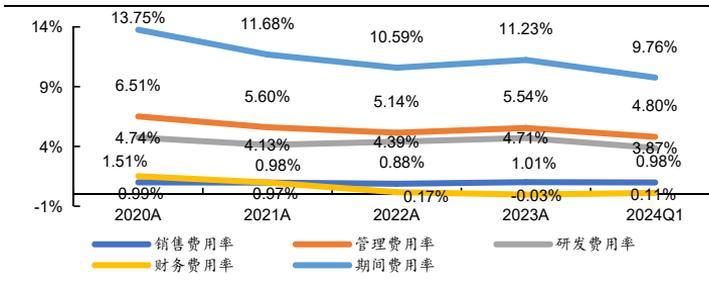
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-发动机产业链（不含航发动机）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：费用率历年变化-发动机产业链（不含航发动机）



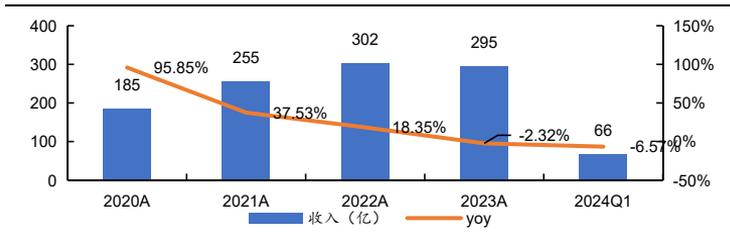
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.2.2 利润表看周期—细分方向之“航天特种装备”

▶ 航天装备先扬后抑，需求有望逐步恢复，低成本高质量或是大势所趋

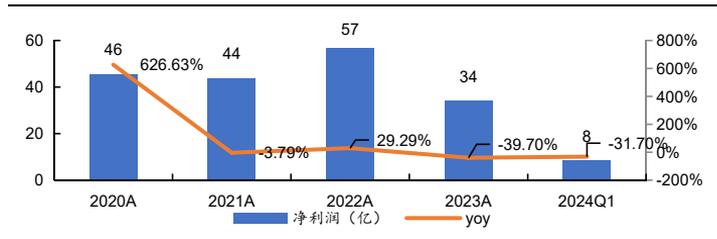
- 2020-2022航天特种装备逐步起量，2023-2024Q1因人事调整导致需求递延，收入利润开始下滑；
- 盈利能力侧，毛利率自2023年开始下滑已基本反映价格调整，净利率因收入体量减少期间费用率逐步提升出现下滑；
- **预计2024H2-2025H1进入需求恢复周期，收入规模逐步回升后盈利能力或将回归平稳**，但展望后市，我们认为航天特种装备方向低成本高质量或将是**大势所趋**。

图表：收入历年变化-导弹产业链



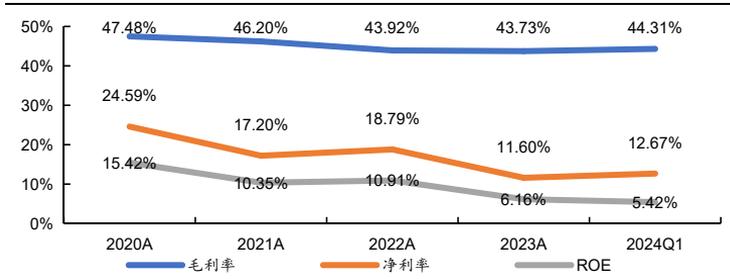
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-导弹产业链



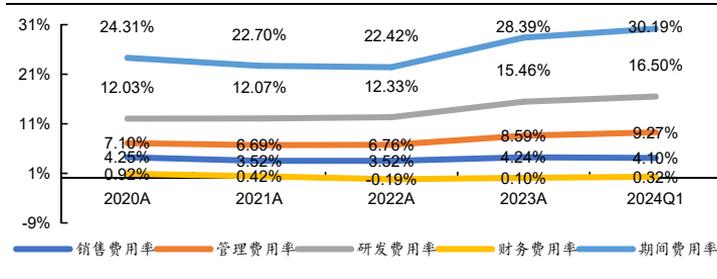
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：利润率、ROE历年变化-导弹产业链



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：费用率历年变化-导弹产业链



资料来源：Wind，华福证券研究所

1.3 资产负债表看周期：扩张周期后的逐步恢复

“十四五”产能快速提升，峰值在2022-2023年

- “十四五”开年以来，从 配套产业链资本开支及其占固定资产比例看，**军工行业本轮扩产强度在2022-2023年达到峰值**；
- 扩产强度排序：上游电子元器件 > 中游锻造 > 上游高温合金 > 主机厂；
- 需求传导顺序：上游电子元器件→上游材料→中游锻造→终端主机（主机及高温合金扩产谨慎，锻造次之，元器件激进）。

图表：代表公司固定资产及无形资产数额变动

上游电子元器件-购买固定资产及无形资产数额（亿）							上游高温合金-购买固定资产及无形资产数额（亿）								
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31	2024年化			2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31	2024年化
300726.SZ	宏达电子	0.19	1.34	2.49	3.11	-0.31	-1.24	300034.SZ	钢研高纳	0.27	2.69	0.63	1.60	-0.14	-0.56
603267.SH	鸿远电子	1.05	2.00	1.81	0.66	-0.10	-0.42	600399.SH	抚顺特钢	0.20	-1.47	5.46	7.30	-1.21	-4.85
603678.SH	火炬电子	3.13	2.27	8.78	0.79	-0.21	-0.85	688122.SH	西部超导	0.72	0.45	1.24	3.64	-0.12	-0.47
002025.SZ	航天电器	0.13	3.69	1.26	1.89	-0.18	-0.73	688231.SH	隆达股份	1.32	1.96	0.91	0.77	-0.04	-0.16
002179.SZ	中航光电	0.96	11.71	5.51	14.28	-0.21	-0.84	688563.SH	航材股份	-0.19	-0.24	1.63	0.19	-0.12	-0.48
300593.SZ	新雷能	-0.03	0.47	1.79	0.41	0.00	0.01	300855.SZ	图南股份	-0.11	0.16	1.87	2.92	0.03	0.13
000733.SZ	振华科技	-0.37	1.59	2.01	2.74	-0.23	-0.94								
	合计	5.05	23.07	23.64	23.87	-1.25	-5.00		合计	2.21	3.55	11.75	16.43	-1.60	-6.39
	占上期末固定资产比例	8.85%	37.12%	27.75%	21.93%	-0.94%	-3.81%		占上期末固定资产比例	3.38%	5.26%	16.53%	19.83%	-1.61%	-6.54%
中游锻造-购买固定资产及无形资产数额（亿）							终端主机厂-购买固定资产及无形资产数额（亿）								
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31	2024年化			2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31	2024年化
300775.SZ	三角防务	0.44	1.06	0.54	1.05	-0.02	-0.09	000768.SZ	中航西飞	57.15	2.85	-4.12	-1.65	-2.31	-9.24
600765.SH	中航重机	0.24	-1.66	-0.24	24.52	0.17	0.69	600038.SH	中直股份	-1.46	-0.91	-0.54	0.44	34.83	139.30
605123.SH	派克新材	0.92	2.54	4.27	1.36	-0.08	-0.30	600760.SH	中航沈飞	-0.10	0.74	3.99	3.95	7.88	31.52
688239.SH	航宇科技	-0.23	-0.10	5.07	1.63	0.35	1.41	600893.SH	航发动力	6.21	17.74	12.25	15.18	-2.94	-11.78
	合计	1.37	1.84	9.64	28.55	0.43	1.70	600316.SH	洪都航空	4.90	1.57	-0.60	-0.42	-0.04	-0.16
	占上期末固定资产比例	3.50%	4.53%	22.69%	54.79%	0.53%	2.10%		合计	66.72	21.98	10.99	17.49	37.41	149.65
									占上期末固定资产比例	21.46%	5.82%	2.75%	4.26%	8.74%	32.15%

资料来源：Wind，华福证券研究所

1.3 资产负债表：扩张周期后的逐步恢复

➤ 应收账款及存货2023Q3/Q4变化显著，需求理顺后或逐步恢复正常

- 2023Q3开始**飞机、发动机及航天特种装备产业链均呈现出收入环比下滑迹象**，而当季度应收账款相较上季度末变动比例开始减小，并在四季度转负，或因**人事调整及主机单位消化库存等因素**，**产业链出现需求递延及交付推迟等情况**，**待需求理顺后后续资产负债表有望出现较为显著改善。**

图表：代表产业链收入、应收账款、存货变动情况（亿元）

		2020-2023年度变动				2023年至今季度变动					
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31		2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
飞机产业链	总收入	1191	1371	1550	1858	总收入	340	575	424	519	366
	同比增速	41%	15%	13%	20%	环比增速	-26%	69%	-26%	22%	-30%
	应收账款	310	476	448	753	应收账款	525	905	1017	753	891
	变动值/期初值	-16%	54%	-6%	68%	变动值/期初值	17%	72%	12%	-26%	18%
	存货	597	685	767	805	存货	799	793	804	805	866
变动值/期初值	8%	15%	12%	5%	变动值/期初值	4%	-1%	1%	0%	8%	
		2020-2023年度变动				2023年至今季度变动					
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31		2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
发动机产业链	总收入	565	702	822	956	总收入	180	256	217	303	189
	同比增速	29%	24%	17%	16%	环比增速	-34%	42%	-15%	39%	-37%
	应收账款	158	217	280	380	应收账款	363	451	500	380	447
	变动值/期初值	-7%	37%	29%	36%	变动值/期初值	30%	25%	11%	-24%	18%
	存货	315	362	442	502	存货	515	542	573	502	571
变动值/期初值	7%	15%	22%	13%	变动值/期初值	17%	5%	6%	-12%	14%	
		2020-2023年度变动				2023年至今季度变动					
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31		2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
导弹产业链	总收入	185	255	302	295	总收入	71	88	68	67	66
	同比增速	96%	38%	18%	-2%	环比增速	-7%	24%	-23%	-1%	-1%
	应收账款	97	105	130	145	应收账款	152	187	190	145	167
	变动值/期初值	23%	8%	24%	12%	变动值/期初值	17%	23%	1%	-24%	15%
	存货	65	97	124	146	存货	141	147	156	146	146
变动值/期初值	28%	48%	29%	17%	变动值/期初值	13%	4%	6%	-6%	0%	

资料来源：Wind，华福证券研究所

目 录

- 1 历史复盘:短中长期视角看军工
- 2 投资主线一:主战装备赛道的困境反转
- 3 投资主线二:从0-1的“新质作战力”
- 4 投资建议
- 5 风险提示

2. 主战装备的困境反转：“点状恢复” → “全面恢复”

➤ “点状恢复” → “由点及面” → “全面恢复”

- 军工行业需求端目前正处于“点状恢复”阶段，**下游部分方向（含预研项目）已有恢复性需求；**
- 回顾2020-2021，军工行情发展路径为“密集公告订单” → “合同负债体现预付款” → “兑现业绩”；
- 资本市场行情恢复或仍受订单落地驱动，**从2023Q4至今，已有部分公司公告合同（补签+新签）。**

图表：2020H2公告过订单的公司

公司	时间	公告订单内容
高德红外	2020/6/22	近日收到公司与客户签订的两份军品订货合同，合同金额分别为4712万元9780.75万元。
	2020/7/17	近日收到公司与客户签订的政府装备类产品订货合同，合同金额分别1.30亿元1.24亿元 0.11亿元。
红相股份	2020/9/23	近日收到公司与客户签订的政府装备类产品订货合同，合同金额为6420万元。
	2020/7/22	子公司星波通信于2020年7月22日与特殊机构客户签订订货合同及科研外协研制/生产合同，合同金额为2.9亿元。
天和防务	2020/7/28	子公司星波通信于2020年7月27日与特殊机构客户签订投产协议，合同金额为2.1亿元。
	2020/9/3	子公司西安天伟电收到与国内军方某部签订的某军事装备筹措项目《订购合同》与《订购生产协议》，总金额为7076.47万元。
海格通信	2020/7/29	收到与特殊机构客户签订的订货合同，主要为无线通信北斗导航产品及配套设备，合同总金额约2.55亿元。
	2020/8/24	收到与特殊机构客户签订的订货合同，主要为无线通信北斗导航产品及配套设备，合同总金额约2.05亿元。
光威复材	2020/9/22	收到与特殊机构客户签订的订货合同，主要为无线通信(含数字集群卫星通信)北斗导航产品及配套设备，合同总金额约4.1亿元。
	2020/4/4	收到子公司威海拓展与客户A签订的两个《武器装备配套产品订货合同》，**型号碳纤维**型号碳纤维织物，合同金额9.98亿元。

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：2023Q4至今公告过订单的公司

公司	时间	公告订单内容
亚光科技	2024/7/2	子公司成都亚光收到与特殊机构客户签订的《产品预估备产协议书》，预估总金额达1.234亿人民币。
*ST导航	2024/6/20	与中国兵器工业集团有限公司下属单位A完成《武器装备配套产品订货合同》的签订,合同金额为10,442.46万元,交货进度: 2024年。
海兰信	2024/6/18	公司与全资子公司欧特海洋公司于近日收到三亚崖州湾科技城开发建设有限公司发出的关于海南省海洋灾害综合防治能力建设(EPC+O)的《中标通知书》，中标价格为724,874,185.00元
*ST导航	2024/6/4	近日收到单位A的《关于签订某型惯导装置订货的通知》，订货合同金额为10,442.46万元，并于2024年内完成交付
北方长龙	2024/4/1	公司”收到国内某军品总装企业下达的《武器装备配套产品订购合同》，本合同标的为公司主营产品人机环系统内饰，合同金额为人民币110,706,375.00元(含税，最终以结算金额为准)
高德红外	2024/3/18	近日与某A公司签订了完整装备系统总体外贸产品国内采购合同(以下简称“合同”)，合同金额为33,417.3万元人民币
华秦科技	2024/1/30	近日与某客户签订批产项目销售合同，合同金额为人民币331,899,216.00元(含税)
华秦科技	2024/1/18	近日与某客户签订批产项目销售合同，合同总金额为人民币309,948,782.01元(含税)
国科军工	2024/1/10	控股子公司江西新明机械，拟与公司控股股东江西省军工控股集团有限公司下属的其他控股子公司关联企业A签订某导弹(火箭)发动机安全与控制模块产品的销售合同，本次关联交易的预计额度为3,520万元
国科军工	2024/1/2	全资子公司宜春先锋收到与某单位签署的某型号主用弹药2024年度订货合同，合同金额为人民币316,304,000元(含税)
高德红外	2023/12/27	高德红外及全资子公司汉丹机电分别与客户签订了某两型完整装备系统总体型号产品研制合同及非致命弹药型号产品订货合同，合同金额分别为8,648.50万元、22,542.00万元人民币
天和防务	2023/12/18	全资子公司天伟电子与国内军方某部签订了《订购合同》，总金额为9,000万元人民币(军方暂定价)
天奥电子	2023/11/28	近日收到与特定机构客户签订的批生产合同，合同总金额为10047万元，履行期限为20242026年
亚光科技	2023/10/25	近日收到与特殊机构客户签订的四份《外协生产合同》，本合同总金额为25292.80万元

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：2021H1合同负债及预收账款有显著增加的公司

单位：亿元	2020/12/31	2021/6/30	增加值
中航沈飞	47.30	377.37	330.08
航发动力	28.05	248.23	220.18
洪都航空	0.17	72.94	72.77
航发控制	0.97	8.95	7.98
中航重机	0.65	6.25	5.60
中航机载	1.20	6.42	5.22

资料来源：Winc，公司公告，华福证券研究所

2.1 主战装备的困境反转—战机产业链

➤ 上一轮大额订单逐渐消化，新需求有望逐步跟进

- 通过观察资产负债表合同负债（预收账款）科目，截止2024Q1，各飞机主机单位上一轮大额订单已被逐步消化；
- 2023H2因中期调整及人事变动等影响因素下，需求端（合同）出现一定推迟（**23Q3/Q4及24Q1收入/应收账款/存货等科目可侧面印证**），但我们认为，**当前产业链中上游库存程度整体较高，主机单位下达正式订单后，相关企业收入端或有望在短时间内实现明显改善。**

预收账款及合同负债已降至历史低位

图表：中航沈飞、中航西飞预收账款及合同负债合计值（亿元）

	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
中航沈飞	377.37	311.62	365.35	304.52	206.07	132.49	221.09	184.72	91.39	46.45	67.06	52.74
中航西飞	44.29	57.54	65.88	51.19	264.46	252.44	228.64	192.39	190.02	181.14	188.05	157.97

资料来源：Wind，华福证券研究所

收入、应收账款降；存货居于历史高位

图表：2023年至今战机产业链收入、应收账款、毛利率、存货-季度变动

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入（亿元）	340	575	424	519	366
毛利率	21.40%	17.51%	20.57%	18.76%	19.74%
应收账款（亿元）	525	905	1,017	753	891
存货（亿元）	799	793	804	805	866

资料来源：Wind，华福证券研究所

2.1 主战装备的困境反转—战机产业链

- **锚定2027年建军百年目标，主战装备核心平台需求预计将虽迟但到**
- 通过观测中航沈飞、中航西飞及中航机载等主机及航电系统上市平台，**我们发现在全年收入利润指引及关联交易预期等方向均有较为乐观指引，以终端主机单位持续性增长为锚定，产业链有望逐步进入恢复周期；**
- 考虑2024-2025为“十四五”计划最后两年，叠加新“十五五”规划及2027年建军百年目标，**我们认为先进战机作为主战装备核心平台，需求端有望在2024H2-2025H1逐步恢复，产业链中上游标的或将率先受益。**

图表：中航沈飞、中航西飞、中航机载收入及净利润指引规划（亿元）

单位：亿元		2023A	2024E (官方指引)	同比
中航沈飞	收入	462.48	510.26	10.33%
	净利润	30.09	37.62	25.02%
中航西飞	收入	403.01	451	11.91%
	收入	290.07	285.22	-1.67%
中航机载	收入	290.07	285.22	-1.67%
	归母净利润	18.86	21.98	16.52%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：向关联方（航空工业及其下属单位）采购商品

单位：亿元	2023A	2024E (官方指引)	同比
中航沈飞	219.27	246.23	12.30%
中航西飞	200.92	247.85	23.36%
中航机载	41.34	60.00	45.14%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：向关联方（航空工业及其下属单位）销售商品

单位：亿元	2023A	2024E (官方计划)	同比
中航沈飞	56.85	18.64	-67.22%
中航西飞	5.31	7.46	40.31%
中航机载	177.50	220.00	23.94%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

2.1 主战装备的困境反转—战机产业链

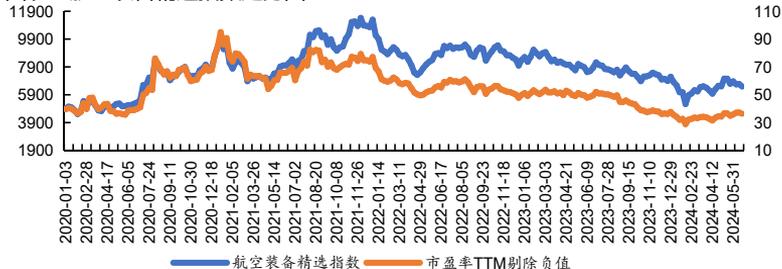
- **机构配置比例明显降低，行业负面影响因子或已完全price-in**
 - 统计2020Q1-2024Q1飞机产业链代表性公司主动型产品的持仓情况，**截止24Q1已回落至0.92%，已回到2020年军工行情启动前**，但在细分方向中获配比例仍是最高；
 - 2022年以来，**以增值税改革、价格调整、需求（订单）为主导的行业负面影响因子在财务报表及股价中已基本体现。**
- **战机作为主战装备最核心平台，展望2024H2-2025复苏在即，建议关注：**
 - 1) 上游材料：**【西部超导】、【光威复材】**；2) 中游制造：**【三角防务】**；3) 下游主机：**【中航沈飞】、【中航西飞】**。

图表：飞机产业链重仓情况（主动型）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：航空装备精选指数走势图



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：飞机产业链代表公司收入情况

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
西部超导	收入	14.46	21.13	29.27	42.27	41.59
	同比		46.10%	38.54%	44.41%	-1.62%
光威复材	收入	17.15	21.16	26.07	25.11	25.18
	同比		23.36%	23.25%	-3.69%	0.26%
三角防务	收入	6.14	6.15	11.72	18.76	24.94
	同比		0.16%	90.67%	60.06%	32.90%
中航沈飞	收入	237.61	273.16	340.88	415.98	462.48
	同比		14.96%	24.79%	22.03%	11.18%

资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：飞机产业链代表公司净利润情况

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
西部超导	净利润	1.53	3.70	7.45	10.95	7.65
	同比		140.96%	101.50%	47.00%	-30.20%
光威复材	净利润	5.22	6.41	7.56	9.06	8.41
	同比		22.80%	18.02%	19.83%	-7.20%
三角防务	净利润	1.92	2.04	4.12	6.25	8.15
	同比		6.36%	101.70%	51.51%	30.39%
中航沈飞	净利润	8.81	14.84	16.96	23.13	30.09
	同比		68.49%	14.34%	36.34%	30.11%

资料来源：Wind，华福证券研究所

2.2 主战装备的困境反转—发动机产业链

➤ 2023H2交付出现放缓，2024H1需求已逐步恢复

- 23H2开始发动机中上游产业链普遍出现交付放缓迹象，或与主机单位消化库存有关（一利五率两金的考核）；
- **23H2-24H1**主机单位去库存，**中上游环节需求逐步恢复**；
- **24H2-25H1**主机单位补库存，**预计中上游环节需求恢复进度提速**。

图表：航发动力存货历史变动情况（亿元）

	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
航发动力	257.51	264.75	205.15	241.73	260.55	290.87	257.34	317.55	340.59	367.75	296.63	363.07
变动值/期初值	12.52%	2.81%	-22.51%	17.83%	7.78%	11.64%	-11.53%	23.40%	7.26%	7.97%	-19.34%	22.40%

资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2023年至今发动机产业链收入、应收账款、毛利率、存货-季度变动

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入（亿元）	180	256	217	303	189
毛利率	20.50%	20.15%	19.76%	14.23%	20.19%
应收账款（亿元）	363	451	500	380	447
存货（亿元）	515	542	573	502	571

资料来源：Wind，华福证券研究所

2.2 主战装备的困境反转—发动机产业链

➤ 老型号夯实基础，新型号逐步成熟，维修市场打开长期天花板

- 观测产业链代表公司航发动力及航发控制收入指引与关联交易预期，航发动力作为唯一军用发动机主机单位，**其2024年收入与关联交易指引均相对乐观，且收入和关联交易指引24年预计增速超过大部分飞机主机单位，或反映发动机行业整体景气度高于战机产业链；**
- 发动机行业正处于老型号稳定列装，新型号逐渐导入，增量逻辑仍在，且维修逻辑正不断兑现至财务报表端。

图表：航发动力、航发控制收入及净利润指引规划

单位：亿元		2023A	2024E (官方指引)	同比
航发动力	收入	437.34	497.62	13.78%
	归母净利润	14.21	15.12	6.36%
航发控制	收入	53.24	56	5.18%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：向关联方（中国航发系统内单位）采购商品

单位：亿元	2023A	2024E (官方计划)	同比
航发动力	113.46	145.00	27.80%
航发控制	1.27	1.50	18.52%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：向关联方（中国航发系统内单位）销售商品

单位：亿元	2023A	2024E (官方计划)	同比
航发动力	24.65	30.00	21.73%
航发控制	41.26	45.50	10.27%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

2.2 主战装备的困境反转—发动机产业链

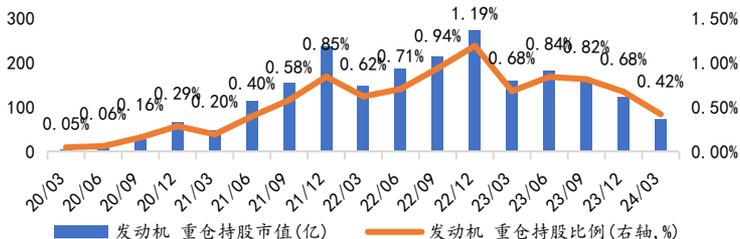
行业影响因素已充分体现，长久期资产配置价值仍在

- 发动机板块机构配置比例有所回调，**价格变化、交付节奏等因素已充分体现**；
- 发动机行业研制难度高且周期长，行业进入壁垒较高，竞争格局不易发生变化，**具备较强技术内核企业或更容易实现横向或纵向延展，不断突破自身天花板（国内+国外）。**

一阶导，战机数量提升带动发动机需求；二阶导，老型号叠加新型号；三阶导，维修市场。建议关注：

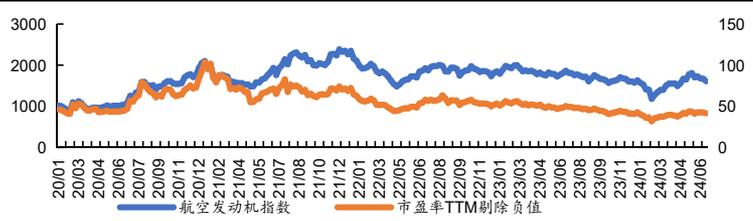
- 1) 上游材料：**【钢研高纳】、【航材股份】**（高温合金）；2) 中游制造：**【航宇科技】、【中航重机】**（锻造）；**【图南股份】**（铸造）；
- 3) 中游系统：**【航发控制】**；4) 下游主机：**【航发动力】**。

图表：发动机产业链重仓情况（主动型）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：航空发动机指数(884801.WI)走势图



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：发动机产业链代表公司收入及利润

单位：亿元		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
300034.SZ	钢研高纳	收入 14.46	15.85	20.03	28.79	34.08	7.99
		同比 9.57%	26.35%	43.77%	18.37%	28.61%	
688563.SH	航材股份	收入 13.25	14.53	19.47	23.35	28.03	6.79
		同比 9.65%	34.04%	19.95%	20.01%	16.52%	
688239.SH	航宇科技	收入 5.89	6.71	9.60	14.54	21.04	5.78
		同比 13.91%	43.11%	51.49%	44.69%	3.21%	
600765.SH	中航重机	收入 59.85	66.98	87.90	105.70	105.77	26.48
		同比 11.92%	31.23%	20.25%	0.07%	13.16%	
300855.SZ	图南股份	收入 4.84	5.46	6.98	10.32	13.85	3.50
		同比 12.84%	27.73%	47.93%	34.12%	5.70%	
000738.SZ	航发控制	收入 30.92	34.99	41.57	49.42	53.24	14.15
		同比 13.14%	18.81%	18.88%	7.74%	5.54%	
600893.SH	航发动力	收入 252.10	286.33	341.02	370.97	437.34	62.72
		同比 13.57%	19.10%	8.78%	17.89%	1.98%	

单位：亿元		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
300034.SZ	钢研高纳	净利润 1.95	2.46	3.30	3.82	4.16	1.29
		同比 26.61%	33.90%	15.84%	8.77%	75.25%	
688563.SH	航材股份	净利润 3.32	2.83	3.75	4.42	5.76	1.48
		同比 -14.87%	32.57%	17.91%	30.23%	22.47%	
688239.SH	航宇科技	净利润 0.54	0.73	1.39	1.83	1.84	0.56
		同比 34.96%	91.13%	31.99%	0.48%	10.43%	
600765.SH	中航重机	净利润 3.20	4.26	9.67	13.30	13.97	3.39
		同比 33.03%	126.81%	37.63%	5.04%	18.22%	
300855.SZ	图南股份	净利润 1.02	1.09	1.81	2.55	3.30	0.91
		同比 6.99%	66.24%	40.51%	29.64%	8.75%	
000738.SZ	航发控制	净利润 2.63	3.72	5.15	6.92	7.30	2.61
		同比 41.48%	38.61%	34.42%	5.47%	6.89%	
600893.SH	航发动力	净利润 11.09	11.66	12.31	13.52	15.19	1.86
		同比 5.16%	5.58%	9.81%	12.36%	72.84%	

资料来源：Wind，华福证券研究所

2.3 主战装备的困境反转—航天特种装备产业链

- **基本面已逐步见底，配置比例显著降低，需求端有望陆续恢复**
 - 观测产业链收入及应收账款科目，自2023Q3以来，**或因人事调整等原因致使需求端出现一定程度递延，目前基本面正逐步触底；**
 - 机构配置比例快速下滑，**在战机/发动机/航天特种装备三大主战装备领域中最低**，或已充分反映行业负面因子；
- **航天科技集团2024年度工作会议指出，要加快航天强国，支撑世界一流军队建设，履行强国强军使命责任；航天科工集团2024年度工作会议指出，要加紧提升装备研发制造水平，强化战略科技力量建设，做强做专兴军核心业务**
- **在产业链负面影响因素逐步消除后，航天特种装备产业链需求端有望逐步复苏，建议关注：**
 - 1) 器件组件：**【航天电器】、【国博电子】、【亚光科技】**；
 - 2) 材料：**【菲利华】**。

图表：导弹产业链重仓情况（主动型）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2023年至今导弹产业链收入、应收账款、毛利率、存货-季度变动

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入 (亿)	71	88	68	67	66
毛利率	44.79%	45.28%	44.98%	39.35%	44.31%
应收账款 (亿)	152	187	190	145	167
存货 (亿)	141	147	156	146	146

资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：航天科技、航天科工集团2024年度工作会议要点

航天科技集团2024年度工作会议要点		
航天科技	会议要点	加快建设航天强国、支撑世界一流军队建设 ，建设世界一流航天企业集团
	工作重点	一、坚持党的全面领导，落实全面从严治党政治责任； 二、 履行好强国强军使命责任 ； 三、把握战略主动，加快推动科技自立自强； 四、 大力推进产业高质量发展 ；五、建设世界一流企业集团； 六、建设堪当重任的干部人才队伍。
	工作要求	一、强化政治意识； 二、强化责任意识；三要强化作风意识； 四、强化宗旨意识。
航天科工集团2024年度工作会议要点		
航天科工	工作目标	确保完成巡视、审计反馈问题整改政治任务 三个确保 确保完成责任令任务和关键核心技术攻关军令状任务 确保完成中央企业负责人经营业绩考核任务
	工作主线	一个狠抓 狠抓各类反馈问题整改落实
		三个突出 突出强军首责（ 加紧提升装备研发制造水平 ）、自主创新（ 强化战略科技力量建设 ）、主业优化（ 做强做专强军兴军核心业务 ）三个方面
六个提升	提升质量立企、改革兴企、依法治企、人才强企、文化育企、清廉正企六种能力	

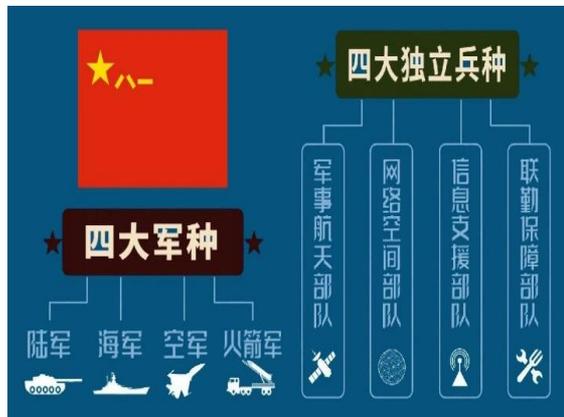
资料来源：中国航天科工二院，中国运载火箭技术研究院，华福证券研究所

2.4 主战装备的困境反转—信息化能力建设

作战平台建设完成后，平台能力建设迫在眉睫

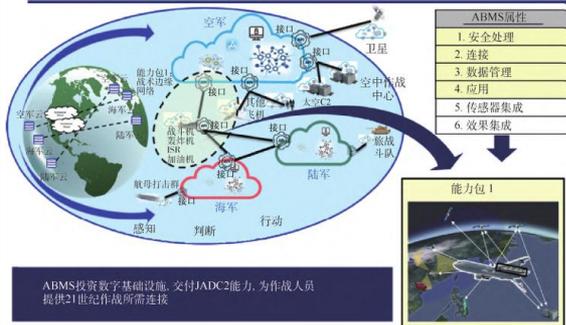
- “十四五”前期处在战机、发动机、航天特种装备等平台建设阶段，**而向“十五五”展望，预计将进入能力建设阶段**，即对现有武器平台进行改型升级，**而信息化建设或将是重中之重**（指挥、控制、通信、计算机、情报及监视与侦察系统）；
- 信息支援部队于4月19日在北京成立，作为全新打造战略性兵种，其是统筹网络信息体系建设运用的关键支撑，我们认为，**将原战略支援部队拆分后单独成立信息支援部队或可视作提升信息化能力建设的第一步**，后续有望向各军种进行推进，逐步向互联互通及智能化作战进行转变。

图表：四大军种与四大独立兵种关系



资料来源：公众号中军戎光《热烈祝贺中国人民解放军信息支援部队成立》，华福证券研究所

图表：先进作战管理系统愿景



资料来源：知网论文《美军联合全域指挥与控制发展分析及启示》，华福证券研究所

图表：美联合全域作战（JADC2）概念支撑项目

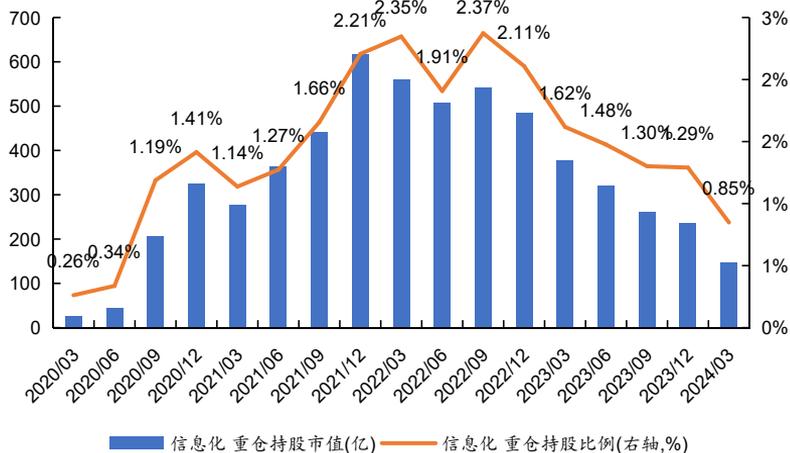
项目名称	实施机构	主要内容	启动时间
5G和边缘计算	国防部	计划使用5G技术提高JADC2网络安全和自主能力	2020年
联合全域作战软件	DARPA	开发战区级联合全域作战软件套件	2020年
用于快速战术执行的空域全面感知	DARPA	在反介入/区域拒止环境中提供动态空域的实时通用作战图	2020年
自适应感知网	DARPA	决策辅助工具,基于分布式能力构建新的杀伤链	2019年
低地球轨道卫星 (LEO satellite constellation)	太空发展局	近几年大力建设低地球轨道卫星,实现联合全域互联	2020年
先进作战管理系统 (ABMS)	空军	创建军事物联网,替代联合监视目标攻击雷达系统(JSTARS)	2017年
超越计划 (Project Overmatch)	海军	设计一个连接武器和传感器的战术数据网络,计划纳入JADC2	2020年
融合计划 (Project Convergence)	陆军	应用人工智能、自动设备和机器人技术,以测试指挥和控制地理分散部队	2020年

资料来源：知网论文《美军联合全域指挥与控制发展分析及启示》，华福证券研究所

2.4 主战装备的困境反转—信息化能力建设

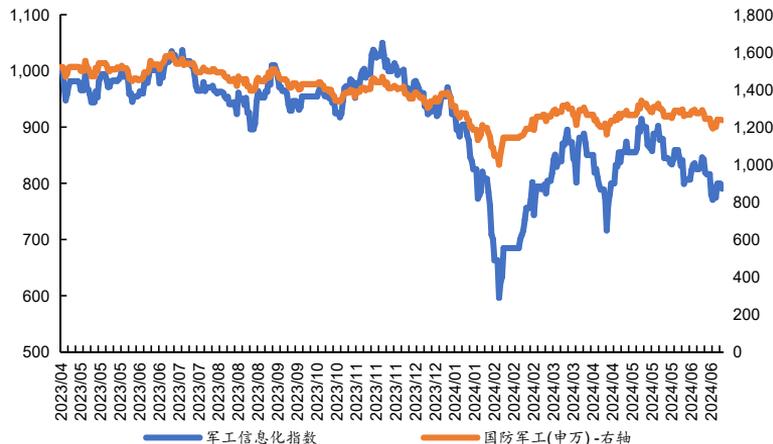
- **军工信息化产业链代表公司配置比例逐步下行，已回归至“十四五”以来最低位**
 - 信息化方向配置比例自2023Q3以来不断走低，**或已充分反映前期人事调整、价格调整及格局变化等负面影响。**
- **“十四五”至“十五五”信息化发展思路展望：信息化程度提升→全流程国产替代→各军种互联互通→智能化作战**
- **信息支援”部队理顺机制体制后有望对全军信息化能力建设起到重要助推作用，建议关注：**
 - 1) 数据链/互联互通：**【海格通信】、【七一二】、【新劲刚】、【邦彦技术】**；
 - 2) 武器平台信息化程度提升：**【振华风光】、【国力股份】、【高华科技】**； 3) 地球底座：**【中科星图】**。

图表：信息化产业链重仓情况（主动型）



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：军工信息化指数走势图



资料来源：Wind，华福证券研究所；

注：指数发布日期为2024-04-22，基准日期为2023-4-22

- 1 历史复盘:短中长期视角看军工
- 2 投资主线一:主战装备赛道的困境反转
- 3 投资主线二:从0-1的“新质作战力”
- 4 投资建议
- 5 风险提示

3.1 新质作战力——“三高一低”智能弹药

- **智能化弹药是陆军战场火力打击体系中的关键武器，通过一定的智能化技术完成命中目标的弹药**
 - 弹药分类：远火、无人机空地弹药、反坦克弹药、航空炸弹、巡飞弹、末敏弹；
 - 技术特点：集群协同打击/轻量化拓扑/持续增程/精确打击等。
- **事件驱动：**
 - 1) 2021年8月，陆军装备部发布《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》，其中，又以智能弹药**高消耗、大储备、性能亟待提升**等特点最具放量潜质。
 - 2) 俄乌战争暴露了“三高一低”弹药在大规模冲突中存在库存少、消耗量大等问题，成为现代战争需求的一大缺项。

图表：俄乌冲突中使用的典型智能弹药

名称	国家	弹长/mm	弹径/mm	弹重/kg	战斗部重/kg	射程/km	制导体制
红土地(2K25)	俄罗斯	1305	152	50	20.5	22	激光末制导
红土地-M(2K25-M)	俄罗斯	955	152	43	20	30	激光末制导
红土地-M2(2K25-M2)	俄罗斯	1200	152	54	11	25	激光末制导
克维特尼克(Kvitnyk)	乌克兰	1300	152	50	20.5	20	激光末制导
铜斑蛇(M712)	美国	1372	155	62	6.4	20	激光末制导
神剑(XM982)	美国	948	155	48	22.7	50	GPS/INS制导
火山(Vulcano)	德国	950	155	29	5	80	GPS/INS中制导 激光末制导

资料来源：公众号战术导弹技术《俄乌冲突对陆战制导弹药发展的影响研究》，华福证券研究所

图表：国内外导弹典型型号发展变化



资料来源：公众号前瞻科技杂志《综述与述评 | 朱继宏，肖和业，等：智能化弹药结构技术进展及发展建议》，华福证券研究所

3.1 新质作战力——“三高一低”核心方向之“远火”

- **远火兼顾经济性与精确性，质优价廉是下一阶段主旋律**
 - 远程制导火箭炮具备低成本、精度高、射程灵活等特点，**兼顾传统火炮的经济性及制导导弹的精确性；**
 - 符合陆军装备建设“**高质量高效益高速度低成本**”发展思路，**远火作为典型装备有望成为陆军核心火力配套；**
 - 以美国陆军为例，**其2023年GMLRS（多管制导火箭发射系统）占弹药类装备采购额达58%。**

图表：远程火箭炮、弹道导弹对比

	远程制导火箭弹	弹道导弹
最大射程	< 600km	< 1000km
价格	较低	较高
发射方式	箱式	定点
打击目标	软性面目标	高价值目标
制导方式	卫导+惯导	精确制导（米级命中精度）

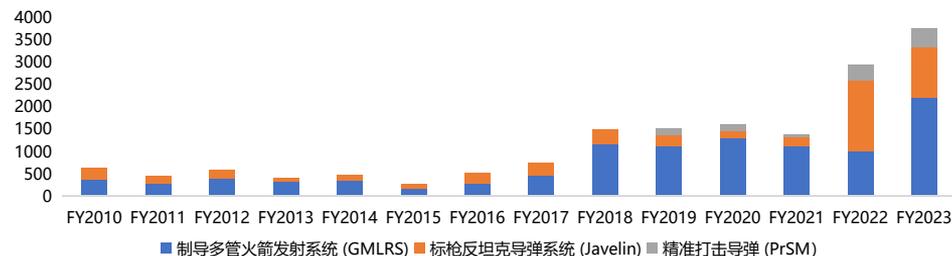
资料来源：公众号 凤凰网《唐骏虎：东风导弹加上它，射向台湾的“远火”有多强？》华福证券研究所整理

图表：俄乌战场远火缺口巨大



资料来源：东南卫视《乌军在战场弹药消耗量有多大，美国北约看了都急眼！》，华福证券研究所

图表：美陆军2010-2023财年三种导弹采购量



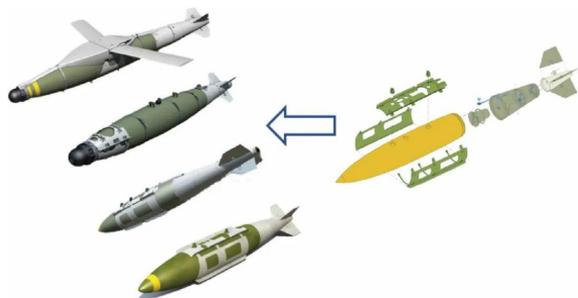
资料来源：《2012-2025 Program Acquisition Cost By Weapon System, U.S. Department of Defense》，华福证券研究所

3.1 新质作战力——“三高一低”核心方向之“灵巧弹药”

➤ 灵巧弹药发展新趋势

- **模块化、通用化**：模块化结构设计以分解和组合为原则，以通用化的舱段接口设计为基础，以求通过最少的导弹模块组成尽可能多的导弹类型，最大限度满足战场需求。如美国模块化先进导弹项目（MAM）。
- **轻质化、低成本**：**轻质材料&拓扑结构设计**、MEMS替换激光、光纤IMU、SOC替代FPGA+ARM+CPU+智能芯片、非制冷探测机芯替换制冷机芯；
- **推进、毁伤炸药增量化**：“一寸长一寸强”，通过先进火炸药替换及扩容提升弹药机动能力&射程&毁伤效能；

图表：联合直接攻击系列弹药模块化设计示意图



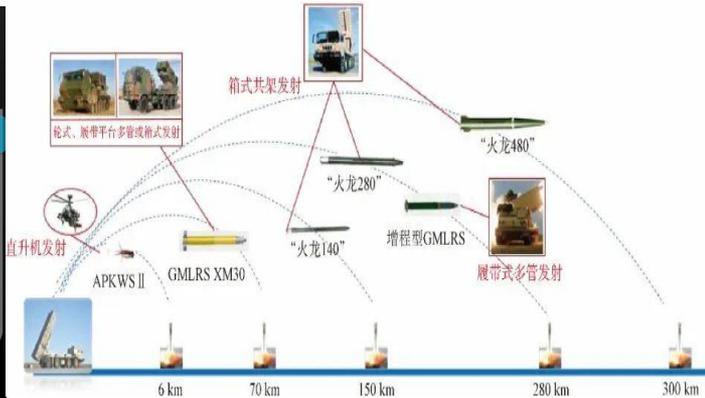
资料来源：公众号前瞻科技杂志《综述与述评 | 朱继宏，肖和业，等：智能化弹药结构技术进展及发展建议》，华福证券研究所

图表：轻量化结构设计思路



资料来源：公众号3D科学谷《航空航天 | 面向增材制造的火箭直属件轻量化设计》，华福证券研究所

图表：美国和中国制导火箭远程化发展示意图

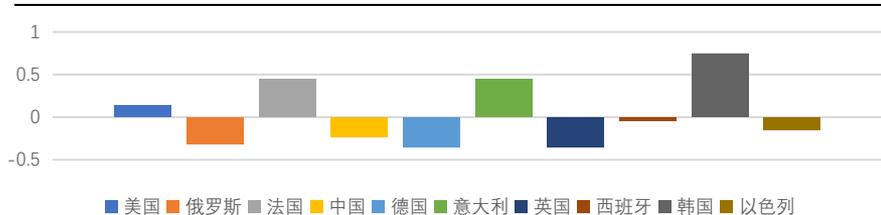


资料来源：公众号前瞻科技杂志《综述与述评 | 朱继宏，肖和业，等：智能化弹药结构技术进展及发展建议》，华福证券研究所

3.1 新质作战力——“三高一低”装备需求展望

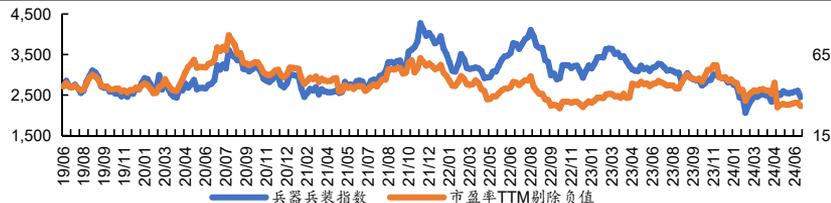
- **现代战争具备高消耗&强对抗属性，“内需”叠加“外贸”奠定需求基础**
 - 俄乌及巴以冲突启示，现代战争对抗强度高，消耗量级大，**弹药类装备“可放量、可持续、可回补”是大势所趋；**
 - **国内需求：**实弹演习消耗+战略储备库存，远火需求端延续性较强，人事调整结束后有望逐步起量；
 - **外贸需求：**我国远火谱系齐全技术领先，地缘政治复杂化叠加**俄罗斯已经及未来北约可能出现的出口比例下降**，外贸方向有望打开需求新天花板。
- **下游逻辑，主机所低成本弹药+性能提升；中游逻辑，系统鲁棒性提升+分组件低裕度替换；上游逻辑，稀缺性壁垒环节如火炸药。**
- **建议关注：** 1) 中游系统：**【北方导航】【国科军工】**， 2) 下游总体：**【中兵红箭】【高德红外】【广东宏大】**

图表：全球前十武器出口国武器出口量占比变化（%）（18~22年相比13~17年）



资料来源：TRENDS IN INTERNATIONAL ARMS TRANSFERS, 2022 华福证券研究所

图表：兵器兵装Ⅱ(中信) (CI005134.WI)走势图



资料来源：Wind, 华福证券研究所

图表：弹药产业链代表公司收入及利润

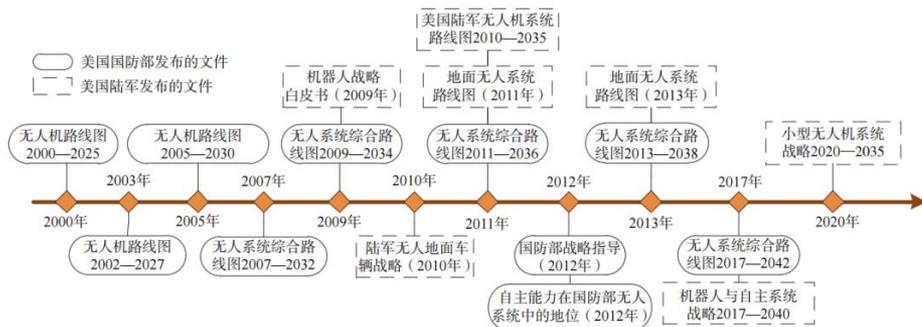
单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
000519.SZ 中兵红箭 收入	53.22	64.63	75.14	67.14	61.16	8.86
同比		21.45%	16.26%	-10.65%	-8.90%	14.13%
600435.SH 北方导航 收入	22.93	30.06	39.92	38.39	35.65	0.79
同比		31.09%	32.81%	-3.82%	-7.16%	-86.54%
688543.SH 国科军工 收入	3.08	5.74	6.72	8.37	10.40	1.83
同比		86.53%	17.08%	24.50%	24.25%	25.97%
单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
000519.SZ 中兵红箭 净利润	2.55	2.75	4.85	8.19	8.28	-0.14
同比		7.58%	76.77%	68.76%	1.13%	-60.14%
600435.SH 北方导航 净利润	1.17	1.85	2.18	2.57	2.50	-0.59
同比		58.61%	17.66%	18.12%	-2.56%	-296.12%
688543.SH 国科军工 净利润	0.14	0.63	0.76	1.13	1.47	0.35
同比		343.88%	21.90%	48.23%	29.95%	212.71%

资料来源：Wind, 华福证券研究所

3.2 新质作战力——无人化作战

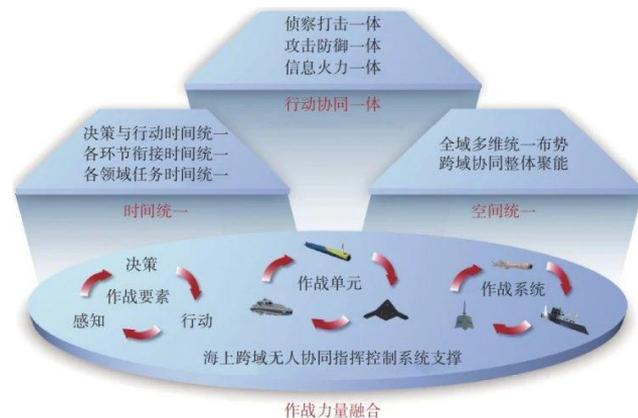
- **无人装备作为新质重要作战平台和传统武器装备的有益补充，正在从过去战场配属角色加速向战场主战角色转变**
- 无人系统适合执行时间过长会对人员物理耐力造成影响或造成人员伤亡的高风险任务，通常称为“3D”任务，即任务“枯燥、恶劣或危险”。
- **对现代战争的主要影响：**1) 运用规模明显扩大；2) 承担任务更加多样；3) 智能化水平迅速提升
- **国际动态：**美国陆军将地面无人系统视为**未来作战的力量倍增器**，2001年即在《国防授权法案》中提出地面无人装备发展规划，近日美国防部又提出庞大无人装备发展计划——“复制器”项目，**更加强调无人化作战愿景**；

图表：美陆军无人装备发展规划示意图



资料来源：公众号晶锐空间《行业资讯 | 美国陆军无人装备发展规划现状及启示》，华福证券研究所

图表：无人装备跨域协同运用构想



资料来源：知网 邱志明院士：海上无人系统跨域协同运用与技术发展 2022，华福证券研究所

3.2 新质作战力——无人化核心方向之“无人机系统”

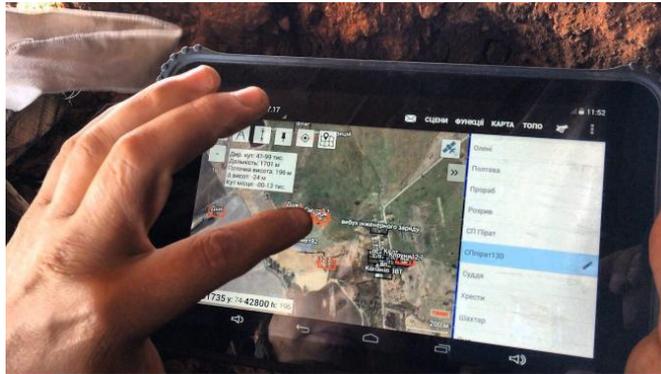
- **无人机系统定位：**无人机在现在战争中**以进化而非革命**的方式改变了战场，俄乌战争的新业态，标志着新式“无人机作战”时代的到来。其主要特点是**全天候/时、全域化、信息化**等。
- **三军需求分析：**
 - **陆军：**装备单位多、装备层级多、任务类型多。前线侦察的小型四轴无人机按照班级别配备，约300~400架每班；及合成营、合成连直属侦察无人机，粗估需要600到700架无人机每旅；自杀式无人机和巡飞弹等消耗类装备按照俄乌战争经验，单次班次执行任务数量为数架至数十架，**按照俄乌战争任务执行频次与战争规模推算需求可达百万需求量级。**
 - **空军：**按照中航工业公开资料显示，无人僚机按照1：4~6配比先进战斗机，中大型察打一体无人机数量**因在高烈度作战当中，缺乏生存性，故而需求较小**，相对而言中型侦察机因信息化作战需求应数倍于战斗机群规模；
 - **海军：**海上平台总数（航母+两栖攻击舰艇）与数百上千公里海战场景约束了海军总需求，预计在百~千规模；

图表：俄乌战争俄无人机战损情况统计



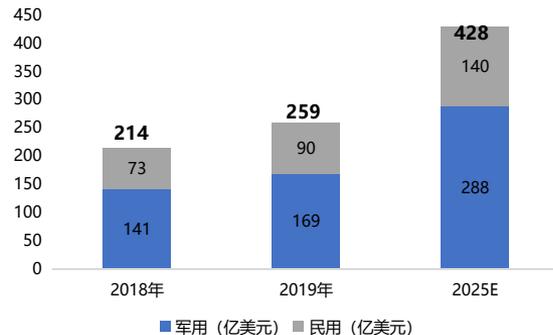
资料来源：公众号远见之道《乌透露最新战况及战略 北约首提对俄核威慑》，华福证券研究所

图表：无人机“信息化”元素



资料来源：公众号红山智云《俄乌战争的教训：无人机的影响》，华福证券研究所

图表：2018-2025全球无人机市场规模



资料来源：Drone Industry Insight 前瞻产业研究院整理

©前瞻经济学人APP

资料来源公众号国际无人系统《2020年全球军用无人机行业市场现状及竞争格局分析中国正成为美国主要竞争对手》，前瞻产业研究院，华福证券研究所

3.2 新质作战力——无人化核心方向之“水下无人平台”

- **装备定义：水下无人潜航器 (UUV)** 具有航程远、工作时间长、对有人平台依赖性低、受海洋环境影响小、可靠性高、自主作战能力强和效费比高等优势。特别是采用开放式架构和模块化设计，可以实现载荷和任务重构，替代有人平台执行大部分ISR、水雷战任务，并分担反潜战和打击作战任务。**其独特优势决定了在特定场景下对有人装备的替代意义。**
- **发展内涵与必要性：**解决不对称作战必要——对抗“地狱景观”需求；（地狱景观：美海军上将在香会接受采访时表示，设想了一个数以万计的无人舰艇、无人飞机和无人潜艇的战场，在西太平洋地区与数千目标交战的作战场景。）

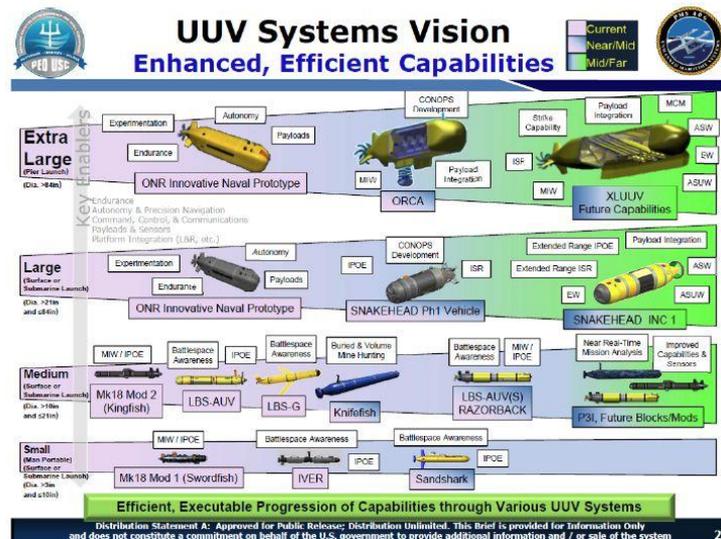
图表：美海军大型无人系统2020-2024财年预算申请数量及经费

项目	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	总计
无人水面艇							
LUSV	0	2	2	2	2	2	10
总计	0	2	2	2	2	2	10
无人潜航器							
MK-18 UUV	27	27	30	27	27	24	135
小型/中型 UUV	8	8	12	8	6	10	44
“大直径无人潜航器” (LDUUV)	0	0	1	0	2	0	3
XLUUV	0	2	2	1	2	2	9
总计	35	37	45	36	37	36	191

项目	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	总计
LUSV	3.725 亿	5.354 亿	5.843 亿	6.076 亿	6.38 亿	27.378 亿
MUSV	2390 万	2630 万	3000 万	4300 万	4386 万	1.671 亿
LUSV 和 MUSV 使能技术	5040 万	1.993 亿	1.773 亿	2.475 亿	1.32 亿	8.065 亿
XLUUV	1.82 亿	1.261 亿	3350 万	2.299 亿	2.36 亿	8.074 亿
总计	6.288 亿	8.87 亿	8.251 亿	11.28 亿	10.499 亿	45.188 亿

资料来源：公众号海鹰资讯《美国国会研究处发布大型水面无人艇和水下无人潜航器报告》，华福证券研究所

图表：美海军无人潜航器发展愿景



资料来源：公众号海鹰资讯《美国国会研究处发布大型水面无人艇和水下无人潜航器报告》，华福证券研究所

3.2 新质作战力——无人化作战

➤ 新质作战：全域作战&协同作战新需求确定行业基本盘

- 现代战争显示，无人装备在现代战争中的主导作用愈加明显，**装备无人化、平台协同化、作战智能化等特点将进一步凸显，地海空天不同平台新需求引领行业高增速发展；从美军无人装备发展情况大致可得如下结论：**
- **无人机需求：**总数上，大型无人战斗/轰炸/武库/运输机 << 中大型侦察机（空） << 中小型察打无人机（陆） << 微小单兵用无人机，每级需求总量约提升一个数量级；
- **无人船需求：**按照美国财务数据显示，大型超大型UUV 1~2艘/年、中小型UUV（包括MK18类UUV）20~30艘/年。

➤ 参考美军装备情况，对标我国军用无人装备需求的大体方向可得出：**下游逻辑，中小型察打无人机放量需求牵引；中游逻辑，高价值量关键配套；上游逻辑，0-1无人装备材料配套，建议关注：**

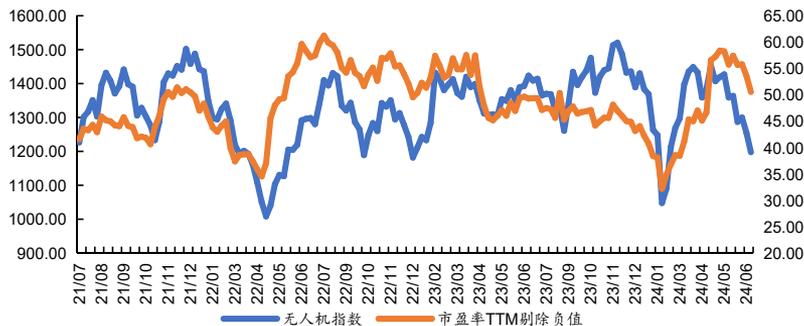
- 1) 中上游配套：**【广联航空】、【晶品特装】；**
- 2) 无人机系统：**【航天电子】；**
- 3) 水下无人作战：**【西部材料】、【长盈通】。**

图表：无人化产业链代表公司收入及利润

单位：亿元			2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
600879.SH	航天电子	收入	137.12	140.09	159.89	174.76	187.27	38.14
		同比		2.16%	14.14%	9.30%	7.16%	-14.50%
300900.SZ	广联航空	收入	2.68	3.15	2.37	6.64	7.40	2.24
		同比		17.22%	-24.56%	179.55%	11.50%	41.69%
688084.SH	晶品特装	收入	1.10	2.85	4.22	2.80	2.25	0.08
		同比		157.85%	48.32%	-33.70%	-19.41%	-37.93%

单位：亿元			2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024Q1
600879.SH	航天电子	净利润	5.01	5.30	5.94	6.55	5.91	1.54
		同比		5.65%	12.21%	10.22%	-9.80%	-15.46%
300900.SZ	广联航空	净利润	0.75	1.01	0.38	1.70	1.01	0.28
		同比		34.37%	-62.51%	352.14%	-40.68%	-13.84%
688084.SH	晶品特装	净利润	(3.75)	0.59	0.60	0.43	0.27	-0.10
		同比		-115.73%	1.51%	-28.25%	-37.46%	-5.80%

图表：无人机指数 (884172.WI) 走势图



资料来源：Wind，华福证券研究所

资料来源：Wind，华福证券研究所

- 1 历史复盘:短中长期视角看军工
- 2 投资主线一:主战装备赛道的困境反转
- 3 投资主线二:从0-1的“新质作战力”
- 4 投资建议
- 5 风险提示

投资建议：“点状恢复” → “由点及面” → “全面恢复”

历史复盘，基本面/估值/配置比例回归历史低位，需求复苏在即

- 1) 短期看，**估值回归五年低位，24Q1配置回落至“十四五”低点**；2) 中期看，展望2025，**考虑“十四五”留存经费消化叠加“十五五”规划新需求的出现，预计行业基本面好转将逐步显现**；3) 长期看，“做精做强”与“提质增效”或是“十五五”行业主旋律；
- 回顾利润与资产负债表，1) 收入利润体量快速提升后呈现增速逐步下滑趋势，**预计24Q2或是全年业绩低点，24Q4有望出现好转**；价格与增值税调整影响已逐步消化，**预计后续行业盈利能力有望逐步企稳**；2) “十四五”行业扩产强度2023年达到峰值，**2023-2024H1资产负债表进入衰退周期，2024H2-2025H1或将进入恢复阶段**。

投资主线一：主战装备的困境反转

- 下游部分方向（含预研项目）已有恢复性订单需求，**军工行业需求端有望从“点状恢复”到“由点及面”再到“全面恢复”**；建议关注：
 - 1) 航空**：①上游材料：【西部超导】、【光威复材】；②中游制造：【三角防务】；③下游主机：【中航沈飞】、【中航西飞】。
 - 2) 发动机**：①上游材料：【钢研高纳】、【航材股份】（高温合金）；②中游制造：【航宇科技】、【中航重机】（锻造）；【图南股份】（铸造）；③中游系统：【航发控制】；④下游主机：【航发动力】。
 - 3) 航天特种装备**：①器件组件：【航天电器】、【国博电子】、【亚光科技】；②材料：【菲利华】。
 - 4) 信息化**：①数据链/互联互通：【海格通信】、【七一二】、【新劲刚】、【邦彦技术】；②武器平台信息化程度提升：【振华风光】、【国力股份】、【高华科技】；③地球底座：【中科星图】。

投资主线二：从0-1的“新质作战力”

- 1) “三高一低”**：现代战争具备高消耗、强对抗属性。国内实弹演习消耗叠加战略储备库存需求，远火需求端延续性较强；海外，我国远火谱系齐全技术领先，地缘政治复杂化有望打开外贸方向需求新天花板。建议关注：①中游系统：【北方导航】【国科军工】，②下游总体：【中兵红箭】【高德红外】【广东宏大】；
- 2) 无人化作战：正在从过去战场配属角色加速向战场主战角色转变**，地海空天不同平台新需求引领行业高增速发展。建议关注：①中上游配套：【广联航空】、【晶品特装】；②无人机系统：【航天电子】；③水下无人作战：【西部材料】、【长盈通】。

目 录

- 1 历史复盘:短中长期视角看军工
- 2 投资主线一:主战装备赛道的困境反转
- 3 投资主线二:从0-1的“新质作战力”
- 4 投资建议
- 5 风险提示

➤ **行业需求恢复进度不及预期。**

- 行业需求恢复在即带动景气度向上，若需求恢复进度低于预期，则行业基本面拐点将会进一步推迟。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

