

## 国防军工

## 国防军工 2024 年中期策略

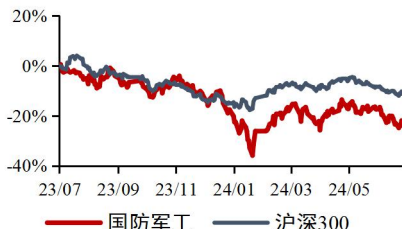
## 领先大市-A(维持)

## 行业业绩进入兑现期，聚焦国有军工企业

2024 年 7 月 15 日

行业研究/行业年度策略

## 国防军工板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600435.SH	北方导航	买入-A
002025.SZ	航天电器	增持-A
600760.SH	中航沈飞	买入-A

## 相关报告：

【山证国防军工】海上力量发展进入新时代,大洋决战型航母才是海军中坚-【山证军工】舰载机专题报告 2024.6.21

【山证国防军工】小卫星星座赋能卫星应用,多卫星星座加速组网建设-【山证军工】小卫星星座专题报告 2024.3.16

## 分析师：

骆志伟

执业登记编码：S0760522050002

邮箱：luozhiwei@sxzq.com

李通

执业登记编码：S0760521110001

电话：010-83496308

邮箱：litong@sxzq.com

## 投资要点：

➤ **行业新订货周期开启，需求边际持续改善。**由于受到计划调整、军品价格调整等因素的影响，过去的一年里需求释放节奏出现波动，军工企业收入在经历了前期快速增长后，出现了增速放缓甚至下滑，经过近一年的调整，随着各军工集团领导逐步到位，行业底部逐渐明确。行业虽然短期业绩承压，但是随着需求端的边际好转，以及“十四五”收官和 2027 年百年建军目标的迫近，行业长期向上的动力及确定性仍然很强，行业有望在 2024 年下半年实现业绩复苏，并重新迈入上行通道。

➤ **舰载航空兵建设提速。**随着中国海外投资和市场日益扩大，特别是随着“一带一路”战略构想付诸实践以来，中国保障海外利益的需求与日俱增，现阶段国家利益已经由陆地向海洋扩展，同时为了确保关系到中国的主权及领土完整、安全以及主要海洋权益的近海战略优势，中国海军正持续推进由“近海防御”向“近海防御与远海护卫相结合”的战略转型。战略转型体现在作战力量体系构建上，就是中国海军建设走上了大力发展航母战斗群的发展战略。航母的核心打击力量是舰载机，随着新航母的入役，与之配套的第四代隐身舰载机歼-35 和空警 600 等新装备也将陆续亮相，带来舰载机的持续增量需求。

➤ **远火产业链持续高景气度。**总体而言，我国制导火箭技术和装备水平已经处于国际领先行列。远程火箭炮被大国视作战场上主要的火力输出工具，是未来陆海空三军联合作战中陆军的主力装备，对于财政状况、技术水平、国土面积有限的中小国家而言，远程火箭炮就成为获得本国所需远程精确打击和多目标火力压制能力的合适选择，远火产业链有望在内需外贸双轮驱动下，维持高景气度。

➤ **大飞机开启大规模产业化。**未来二十年，全球航空市场将持续增长，其中中国航空市场是未来全球发展最快的市场，未来二十年将超过欧洲和北美成为全球最大航空服务市场。作为全球民航市场的双寡头之一的波音公司，近年来问题事故频发麻烦不断，无论是储备订单还是飞机交付量均已明显落后于空客，但目前空客受到供应链紧张的限制，产能不足。C919 大型客机面向单通道客机市场，对标波音 737MAX 和空客 A320Neo 两种型号，未来有望替代波音 737 系列成为主要玩家，考虑到波音 737 系列国内保有量较高并且普遍机龄较大，替代空间巨大。C919 目前正全力以赴产能爬坡，C919 将成为带动我国航空产业以及高端制造业发展的“新引擎”，未来国产化率仍然会不断提升。



➤ **中国商业星座建设加速，垣信公司和星网公司主导国内相关产业。**千帆星座（G60）是上海市政府支持的中国第二个低轨宽带卫星大型星座项目，实施的核心企业是垣信卫星，负责卫星运营和提供卫星互联网服务，垣信卫星持股超 30%的格思航天负责卫星的生产制造。2019 年 11 月垣信卫星首批两颗试验卫星已完成发射并成功组网，一期将实施 1296 颗，未来将实现 12000 多颗卫星的组网，2023 年 12 月，格思航天卫星数字工厂正式投产，年产量预计 300 颗卫星。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，根据千帆星座发射规划，2024 年至少完成 108 颗卫星发射并组网运营，在 2025 年底前完成 648 颗 GEN1 卫星发射任务，在 2026-2027 年完成一期后续 648 颗 GEN2 卫星发射任务。2021 年 4 月，中国卫星网络集团组建成立，负责统筹规划我国卫星互联网领域发展，主导承担“GW”星座计划。

➤ **聚焦完成股权激励的国有企业。**军工央企处于产业链的链长及核心关键位置，担负着增强产业链安全和竞争力的重要责任，在军工板块中起着主导作用，尤其是已经完成股权激励的国有企业，将进一步释放发展动能，后续业绩释放相对更充分。新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链。

➤ **重点公司关注：**箭弹武器产业链推荐北方导航、航天电器。北方导航负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于产业链核心环节。航天电器是我国航天级和弹载连接器、数据总线产品的主要供应商，将受益于导弹配套行业的持续成长。新型航空装备产业链推荐中航沈飞。中航沈飞的新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，使其成为了世界上第三个可以大批量生产合格的隐身战斗机的企业。

**风险提示：**国内军事装备列装不及预期，新型号研发不及预期，企业业绩增长可能低于预期，相关政策落地进度可能不达预期。

## 目录

1. 行业新订货周期开启，需求边际持续改善.....	6
1.1 上半年板块行情回顾.....	6
1.2 下半年有望迎来业绩复苏.....	8
2. 聚焦主机和弹药企业.....	12
2.1 聚焦优质军工央企.....	12
2.2 舰载航空兵建设提速.....	12
2.3 远程火箭弹放量.....	14
3. 大飞机开启大规模产业化.....	18
4. 中国商业航天发展加速.....	21
4.1 SpaceX 一骑绝尘.....	22
4.2 垣信公司和星网公司主导国内相关产业.....	24
5. 聚焦完成股权激励的国有企业.....	27
5.1 箭弹武器产业链.....	27
5.1.1 北方导航.....	27
5.1.2 航天电器.....	27
5.2 新型航空装备产业链.....	28
5.2.1 中航沈飞.....	28
6. 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1： 近一年军工板块、上证综指、创业板指数走势对比.....	6
图 2： 近 5 年以来的军工板块市盈率变化.....	7
图 3： 2013 年以来的军工板块公募重仓持股比例.....	7



图 4: 2024 年一季度 A 股一级行业净利润增速排名.....	8
图 5: 军工央企与民参军企业 2022、2023 及 2024Q1 财务数据统计分析.....	12
图 6: 世界各国主要航母尺寸对比图.....	13
图 7: 第三代重型舰载机歼-15.....	14
图 8: 第四代隐身舰载机歼-35.....	14
图 9: 各国不同型号火箭炮射程.....	15
图 10: M270 及 M142 “海玛斯” 弹药家族.....	16
图 11: 某陆军部队在台湾海峡实施远火实弹训练.....	16
图 12: PHL-03.....	17
图 13: 2019 年国庆阅兵式上的 PCH-191.....	17
图 14: 2018 年卡塔尔国庆阅兵中亮相的航天科工集团的 SY-400.....	17
图 15: 阿尔及利亚国庆阅兵彩排中的兵器工业集团的 SR-5.....	17
图 16: 民用大飞机产业链不同产业细分企业占比.....	20
图 17: 民用大飞机产业链不同所有制企业占比.....	20
图 18: 2023 全球航天产业收入构成.....	21
图 19: 2023Q4 及 2024Q1 全球火箭发射次数.....	22
图 20: 2023Q4 及 2024Q1 全球航天器发射总质量 (kg) .....	23
图 21: 星链新市场人口.....	23
图 22: 低轨卫星宽带业务与设备直连卫星业务 10 年内累计营收规模预测.....	23
表 1: 军工板块股票 2024Q1 财务情况.....	8
表 2: 美国现役航母舰载机联队构成.....	13
表 3: 全球和中国的客机机队及旅客周转量预测.....	18



表 4: 2022-2041 全球和中国各类型客机交付量和价值预测.....	18
表 5: C919 与 B737-8 和 A320Neo 对比.....	19
表 6: 国内民营火箭公司中型液体火箭研制计划.....	24
表 7: 中国主要卫星通信星座规划.....	25
表 8: 重点覆盖公司盈利预测及估值.....	28

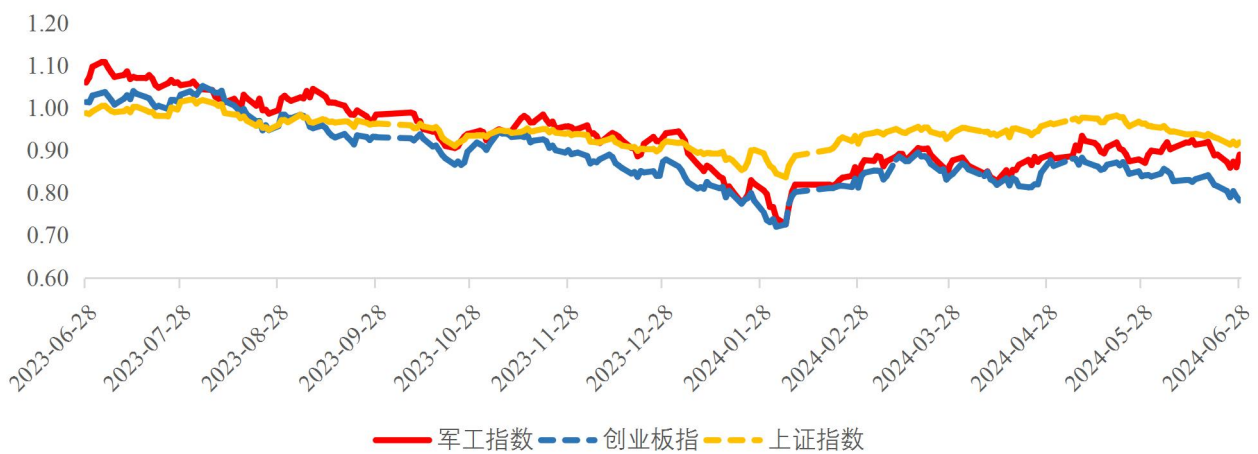
## 1. 行业新订货周期开启，需求边际持续改善

由于受到计划调整、军品价格调整等因素的影响，过去的一年里需求释放节奏出现波动，军工企业收入在经历了前期快速增长后，出现了增速放缓甚至下滑，经过近一年的调整，随着各军工集团领导逐步到位，行业底部逐渐明确。行业虽然短期业绩承压，但是随着需求端的边际好转，以及“十四五”收官和 2027 年百年建军目标的迫近，行业长期向上的动力及确定性仍然很强，行业有望在 2024 年下半年实现业绩复苏，并重新迈入上行通道。

### 1.1 上半年板块行情回顾

回顾近半年的军工板块行情，在经历了 2024 年 1 月份的快速下跌后，军工板块于 2024 年 2 月 5 日回调至最低点，之后开始震荡上行。过去半年的最高点在 2024 年 1 月 2 日，最低点为 2024 年 2 月 5 日，与 2024 年 1 月 2 日板块指数相比跌幅为 23.15%。

图 1：近一年军工板块、上证综指、创业板指数走势对比



资料来源：wind、山西证券研究所

当前军工板块 PE/TTM 为 44.99，低于近 5 年的中位数 56.88，历史分位处于近 5 年的 1.96%，估值处于低位。过去的一年由于种种因素导致订单延后，市场情绪整体低落，军工行业进入了漫长的杀估值阶段，之后随着利空出尽，订单释放逐步恢复，自 2024 年 2 月开始行业进入估值修复阶段。后续随着需求边际持续改善，以及“十四五”收官和 2027 年百年建军目标的迫近，叠加商业航天及国产大飞机等新兴领域的快速发展，军工行业有望持续保持高景气度，估值有望持续回升。

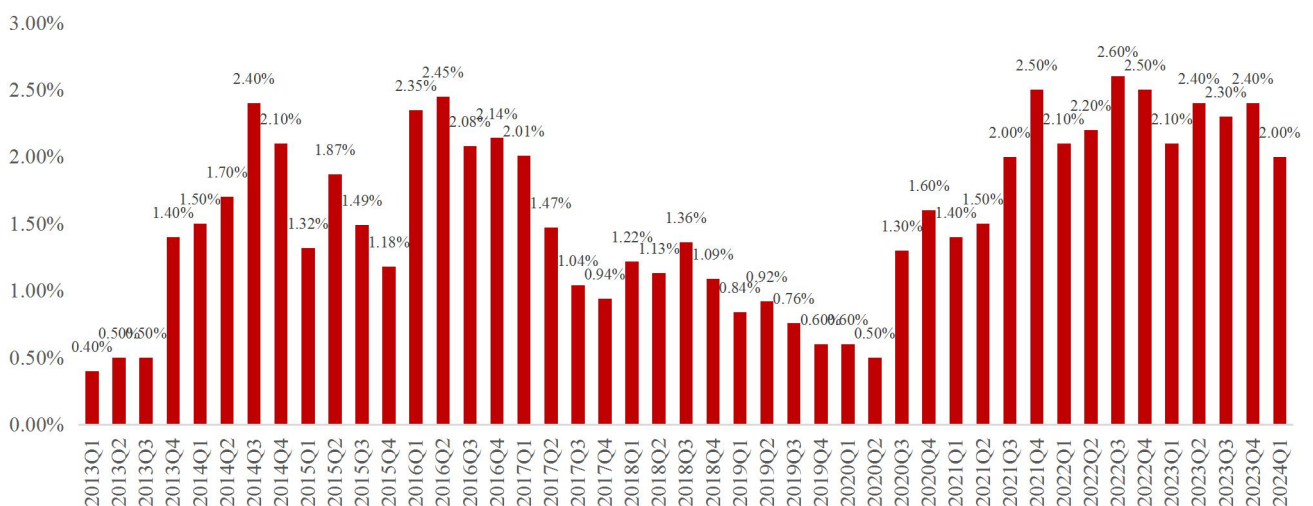
图 2：近 5 年以来的军工板块市盈率变化



资料来源：wind、山西证券研究所

2024 年一季度偏股型基金减配军工，重仓持股比例环比减少 0.4 个百分点至 2.00%，为近两年的新低。随着 24 年一季度机构军工行业配置比例的较大幅度下滑，现在的持股比例已经跌倒了较低的位置，再结合行业基本面利空的出尽，以及未来国防建设的确定性优势，军工行业配置性价比正在不断提升，当前又到了可以进行配置的时间点。

图 3：2013 年以来的军工板块公募重仓持股比例

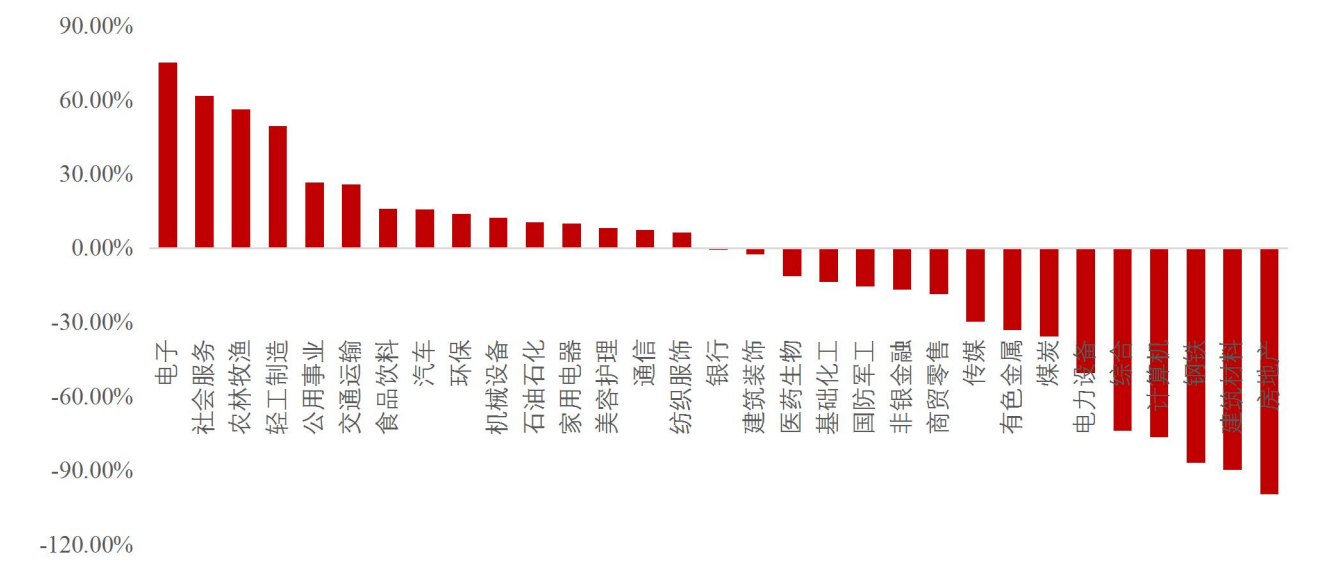


资料来源：wind、山西证券研究所

## 1.2 下半年有望迎来业绩复苏

横向比较看，2024 年一季度 A 股所有行业净利润增速中，国防军工行业同比减少 15.39%，在所有行业中排名第二十（20/31）。从 2023 年初到 2024 年一季度，由于行业自身的订货调整和主管部门的变动导致了在去年全年和今年一季度的业绩低于市场预期，但是随着各项改革的深入进行和订货调整的完成，2024 年下半年有望迎来业绩复苏。中期来看，随着“十四五”收官和 2027 年百年建军目标的迫近，为了如期实现建设目标，“十四五”收官期军工行业有望开启新一轮加速成长期。长期来看，面对深刻变化的国际形势，我国维护国家统一、维护领土完整、维护发展利益的任务艰巨繁重，同时世界新军事革命深入发展，武器装备远程精确化、智能化、隐身化、无人化趋势明显，太空和网络空间成为各方战略竞争新的制高点，所以长期内我国仍处于武器装备大发展的阶段，军工行业有望长期保持高景气度。

图 4：2024 年一季度 A 股一级行业净利润增速排名



资料来源：wind、山西证券研究所

表 1：军工板块股票 2024Q1 财务情况

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收 (亿元)	营收同比 (%)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利同比 (%)	存货 (亿元)	存货 同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
总装类	战车整车	内蒙一机	600967.SH	22.84	-11.92	1.68	-21.51	28.96	-5.61	7.27	13.55
	战机整机	中航沈飞	600760.SH	94.93	3.47	7.16	11.58	70.55	-33.85	7.52	12.09



板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收 (亿元)	营收同比 (%)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利润同比 (%)	存货 (亿元)	存货 同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
		中航西飞	000768.SZ	84.55	6.45	2.72	15.67	254.72	-15.19	3.22	8.05
		中直股份	600038.SH	33.73	2.76	1.30	942.21	204.46	56.67	3.81	11.60
		洪都航空	600316.SH	2.67	95.10	-0.09	-2.34	44.30	7.22	-3.47	3.65
		贵航股份	600523.SH	5.44	12.82	0.37	10.45	3.81	-0.21	6.96	21.43
	舰艇整船	中国重工	601989.SH	101.67	49.00	1.35	103.63	296.30	2.16	1.32	13.09
		中国船舶	600150.SH	152.70	68.84	4.01	821.12	365.61	2.74	2.65	7.22
		中船防务	600685.SH	28.07	47.82	0.15	157.65	62.94	24.97	0.88	9.15
	箭弹整弹	中兵红箭	000519.SZ	8.86	14.13	-0.14	60.14	18.74	8.17	-1.54	19.60
		长城军工	601606.SH	1.41	-34.34	-0.35	-20.61	7.46	2.96	-25.07	21.71
	雷达总体	国睿科技	600562.SH	5.62	-1.82	1.16	2.70	21.06	-5.66	20.60	36.72
		四创电子	600990.SH	3.39	60.84	-0.08	89.16	13.21	-26.53	-2.23	17.83
		天和防务	300397.SZ	1.35	66.95	0.07	132.13	2.86	2.71	4.23	36.11
		四川九洲	000801.SZ	8.85	-4.16	0.36	-8.47	6.52	-13.83	5.19	20.99
	卫星总体	中国卫星	600118.SH	3.31	-75.27	-0.21	-142.81	21.84	-3.26	-6.97	21.64
	无人机	中无人机	688297.SH	0.61	-87.14	-0.27	-141.86	12.85	-18.04	-44.05	27.15
		航天彩虹	002389.SZ	4.64	-8.87	0.03	-86.32	9.91	7.51	0.80	20.65
重大分系统 与子系统	导引头	光电股份	600184.SH	2.30	-27.66	-0.09	-243.39	5.87	7.12	-4.06	12.56
		雷电微力	301050.SZ	3.62	47.29	0.99	10.12	16.49	15.96	27.26	41.79
		高德红外	002414.SZ	4.68	5.57	0.08	-86.73	20.74	18.31	1.79	56.67
		雷科防务	002413.SZ	2.38	-20.92	-0.31	-288.86	9.64	11.16	-12.55	32.62
	红外子系统	久之洋	300516.SZ	0.64	-12.42	0.04	-9.26	3.16	3.34	6.73	36.10
		奥普光电	002338.SZ	1.72	-9.26	0.17	-18.88	4.16	4.31	13.52	34.32
		大立科技	002214.SZ	0.30	-25.78	-0.77	-66.95	5.10	5.25	-261.98	31.39
	发动机 (火箭发 动机、航 空发动 机、舰艇 推进系 统)	航天动力	600343.SH	1.60	8.98	-0.23	-87.46	5.82	6.56	-14.57	12.72
		航发动力	600893.SH	62.72	1.98	1.55	76.04	363.07	317.55	2.96	11.64
	发动机子 系统	航发科技	600391.SH	8.11	9.40	-0.02	80.07	33.78	30.17	1.12	10.72
		中国动力	600482.SH	114.02	24.42	0.88	167.82	182.85	166.42	1.60	10.65
	通信与电 子类配套 设备	湘电股份	600416.SH	12.61	9.51	0.60	-40.85	21.31	19.92	4.80	18.12
		航发控制	000738.SZ	14.15	5.54	2.60	6.89	14.21	13.95	18.46	32.91
		海特高新	002023.SZ	2.67	16.88	0.26	102.28	5.14	3.53	8.58	37.05
		电科网安	002268.SZ	1.28	-68.94	-1.94	-423.69	4.24	5.56	-151.28	52.27
		烽火电子	000561.SZ	1.39	-42.24	-0.59	-210.98	8.77	9.11	-48.33	25.89
天银机电		300342.SZ	1.86	-14.62	0.04	-78.74	4.94	5.14	2.12	23.22	
航宇微		300053.SZ	0.78	-35.57	0.07	-73.70	2.13	2.23	9.16	46.40	
	川大智胜	002253.SZ	0.27	-26.43	-0.08	-651.58	1.71	2.05	-29.10	34.31	
	航天电子	600879.SH	38.14	-14.50	1.43	-21.43	196.81	190.76	4.03	19.15	
	普天科技	002544.SZ	10.83	-11.40	0.16	-26.16	13.53	14.11	1.12	16.59	

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收 (亿元)	营收同比 (%)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利润同比 (%)	存货 (亿元)	存货 同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
		航天发展	000547.SZ	4.33	-20.17	-1.75	-52.02	22.03	20.41	-44.01	17.54
		海格通信	002465.SZ	11.44	10.67	0.43	0.58	15.16	18.41	4.62	31.91
		中国海防	600764.SH	3.58	-17.97	0.04	-74.85	17.42	17.30	1.37	43.29
	北斗终端	振芯科技	300101.SZ	1.39	-27.62	0.16	-68.87	5.64	5.75	8.67	58.86
		盟升电子	688311.SH	0.14	-65.47	-0.22	-11.62	3.61	2.87	-156.02	38.35
		华力创通	300045.SZ	1.74	91.53	0.01	-35.98	4.43	3.71	0.54	36.13
	火炮系统	北方股份	600262.SH	8.28	115.25	0.52	151.16	16.19	11.11	7.40	19.51
	电力系统类	银河电子	002519.SZ	2.84	-9.97	0.94	49.70	9.43	5.84	32.80	35.65
		国瑞科技	300600.SZ	0.53	19.64	0.00	101.21	2.22	2.07	-0.48	31.25
		泰豪科技	600590.SH	8.83	-13.11	0.04	-93.51	21.24	20.80	1.78	20.21
		航天机电	600151.SH	13.93	-39.46	-0.48	-103.59	14.79	12.98	-4.03	5.86
		新雷能	300593.SZ	2.00	-59.84	-0.39	-133.89	10.30	9.74	-22.59	39.18
	芯片类	铖昌科技	001270.SZ	0.20	-50.72	-0.15	-222.09	1.94	1.47	-75.36	38.51
		复旦微电	688385.SH	8.93	10.30	1.61	-14.35	32.14	22.84	17.74	56.65
	飞控系统 及航空配 套	中航机载	600372.SH	56.43	-10.03	4.54	35.19	141.28	73.93	8.73	25.12
		航新科技	300424.SZ	4.13	-2.06	0.14	753.74	5.83	4.48	3.98	24.54
	惯性导航 系统	晨曦航空	300581.SZ	0.01	-95.62	-0.15	-79.37	3.29	3.30	-1,138.94	48.03
		中航电测	300114.SZ	3.26	-8.97	0.20	-11.84	7.00	6.94	5.76	37.93
		赛微电子	300456.SZ	2.70	41.62	-0.12	-175.57	4.92	2.77	-7.50	33.13
		北方导航	600435.SH	0.79	-86.54	-0.50	-302.67	5.79	7.64	-74.70	53.18
灭火抑爆 炸及三防 设备	天微电子	688511.SH	0.37	-10.31	0.10	-45.36	0.88	0.72	25.83	63.53	
基础配套 产品	材料类	光威复材	300699.SZ	5.12	-8.11	1.57	-8.24	4.97	6.28	29.13	46.98
		抚顺特钢	600399.SH	20.71	3.13	1.15	90.21	28.70	26.67	5.53	12.17
		钢研高纳	300034.SZ	7.99	28.61	0.95	57.74	17.94	13.08	16.13	33.16
		炼石航空	000697.SZ	4.24	16.82	-0.74	15.41	5.38	3.77	-17.59	9.53
		西部材料	002149.SZ	7.05	-2.08	0.37	4.43	16.98	16.87	7.03	21.46
		宝胜股份	600973.SH	100.43	-3.43	0.21	-47.27	31.46	26.58	0.13	4.81
		泰和新材	002254.SZ	9.66	-4.55	0.25	-81.43	13.63	8.40	1.28	17.67
		火炬电子	603678.SH	6.52	1.57	0.74	-41.22	13.10	13.08	10.70	32.56
		融发核电	002366.SZ	1.39	82.26	0.01	106.98	9.77	5.91	-0.65	23.86
		菲利华	300395.SZ	4.10	-17.81	0.77	-30.77	7.00	4.74	19.19	39.64
		中航高科	600862.SH	13.17	5.22	3.51	4.95	11.16	12.37	26.87	41.21
	机械加工 产品	北摩高科	002985.SZ	2.40	-23.71	0.73	-45.63	7.84	5.93	37.34	62.63
		超卓航科	688237.SH	0.86	42.90	0.17	-19.82	1.23	0.73	20.08	36.15
		新研股份	300159.SZ	0.31	-49.17	-0.65	-9.48	3.24	3.27	-220.83	10.52

板块分类	产品分类	公司名称	代码	营收 (亿元)	营收同比 (%)	归母 净利润 (亿元)	归母 净利润同比 (%)	存货 (亿元)	存货 同比增长率 (%)	净利率 (%)	毛利率 (%)
		中船科技	600072.SH	8.06	-74.87	-0.98	-155.01	53.71	14.01	-11.84	23.95
		银邦股份	300337.SZ	11.25	12.18	0.29	134.02	11.23	8.79	2.57	10.21
		海南发展	002163.SZ	7.82	4.67	-0.29	13.94	2.15	1.41	-4.97	5.66
		爱乐达	300696.SZ	0.55	-63.54	-0.06	-110.72	1.96	1.75	-11.04	-4.75
		航天长峰	600855.SH	1.51	-27.17	-0.43	2.78	7.36	8.83	-31.42	26.66
		航天晨光	600501.SH	3.59	-30.40	-0.77	-532.22	10.92	17.86	-22.57	4.11
		三角防务	300775.SZ	6.43	-2.28	2.09	-4.04	8.36	10.55	32.54	43.66
	电子 元器件	振华科技	000733.SZ	10.14	-51.75	1.02	-86.13	22.27	22.99	10.05	47.56
		亚光科技	300123.SZ	2.22	-30.32	-0.13	-363.91	6.28	6.96	-3.38	35.32
		中航光电	002179.SZ	40.13	-24.87	7.51	-24.41	44.81	47.58	19.79	35.55
		航天电器	002025.SZ	16.14	-9.47	2.26	2.68	10.04	9.64	15.75	40.30
		旋极信息	300324.SZ	4.67	-16.43	-0.48	-9.45	2.95	4.40	-11.61	21.01
		航天科技	000901.SZ	16.47	7.70	0.07	282.18	19.63	18.29	0.57	17.94

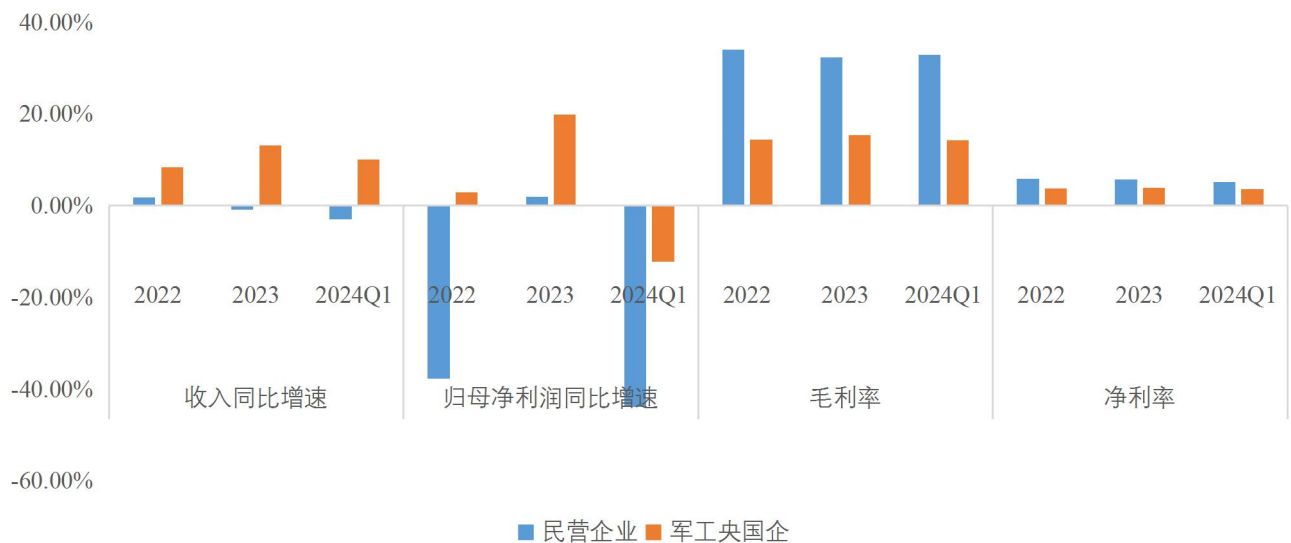
资料来源：WIND、山西证券研究所

## 2. 聚焦主机和弹药企业

### 2.1 聚焦优质军工央企

军工央企 2023 及 2024Q1 的收入及归母净利润增速，相比民参军企业表现更稳健，近年来随着国企改革持续深入，军工央企追求高质量发展，持续提质增效，毛利率和净利率水平稳中有升，盈利能力不断提高。同时军工央企主要集中于总装与核心分系统/组件等军工产业链的中下游，处于产业链的链长及核心关键位置，技术壁垒高，研发能力强，担负着增强产业链安全和竞争力的重要责任，在军工板块中起着主导作用，随着央企改革持续深化，以及市值管理纳入考核，军工央企将围绕未来发展定位加速战略重组与专业化整合，并深入实施创新驱动发展战略，军工央企的企业经营效率和质量有望持续提升，投资价值凸显，估值有望得到持续修复。

图 5：军工央企与民参军企业 2022、2023 及 2024Q1 财务数据统计分析



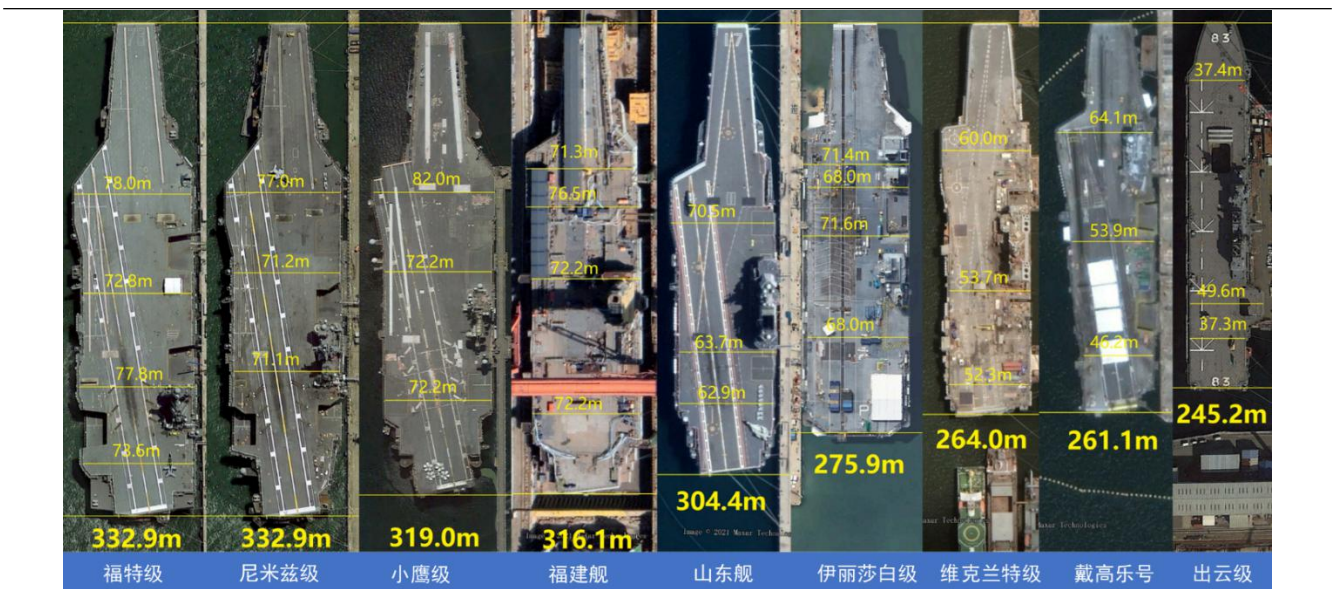
资料来源：wind、山西证券研究所

### 2.2 舰载航空兵建设提速

随着中国海外投资和市场日益扩大，特别是随着“一带一路”战略构想付诸实践以来，中国保障海外利益的需求与日俱增，现阶段国家利益已经由陆地向海洋扩展，同时为了确保关系到中国的主权及领土完整、安全以及主要海洋权益的近海战略优势，中国海军正持续推进由“近

海防御”向“近海防御与远海护卫相结合”的战略转型。战略转型体现在作战力量体系构建上，就是中国海军建设走上了大力发展航母战斗群的发展战略。今年5月份，我国第三艘航空母舰福建号出海开展首次航行试验。福建舰是我国完全自主设计建造的首艘电磁弹射型航母，采用平直通通飞行甲板，常规动力，满载排水量8万余吨，作为目前常规动力航母的天花板，有望在未来两年内正式服役。航母的核心打击力量是舰载机，随着新航母的入役，与之配套的第四代隐身舰载机歼-35和空警600等新装备也将陆续亮相，带来舰载机的持续增量需求。

图6：世界各国主要航母尺寸对比图



资料来源：谷歌、山西证券研究所

表2：美国现役航母舰载机联队构成

飞机种类	中队构成	飞机数量
战斗/攻击机	3个由 F/A-18E 战斗/攻击机中队	44
	1个 F/A-18F 组成的战斗/攻击机中队	
	1个 F-35C 战斗/攻击机中队	
	2个 F/A-18E 战斗/攻击机中队	
预警机	1个由 4架 E-2C 或 5架 E-2D 组成的预警机中队	4 或 5
电子战飞机	1个由 4架 EA-6B 或 5架 EA-18G 组成的电子战中队	4 或 5
直升机	1个由 8架 MH-60S 组成的直升机海上作战中队	19
	1个由 11架 MH-60R 组成的直升机海上打击中队	
总计		71 或 73

资料来源：《美国未来航母舰载机联队构成及发展策略分析》、WIKI、山西证券研究所

由于相对于陆基飞机更高的设计性能要求，目前只有美国、英国、法国、俄罗斯以及中国能够研制生产舰载机，而最新的第四代隐身舰载机只有中美两国能够研制。目前，各国的海军舰载机仍以第三代战机为主体，未来一段时期三代机与四代机将长期并存。当前舰载机的发展思路是通过整合各种力量，力求以较少的型号覆盖全部任务领域，完成所有作战任务，主战机型维持 1~2 型的局面，美国海军将形成三代机 F/A-18E/F 和四代机 F-35C 的高低搭配格局，涵盖从空战到对地攻击等各种任务领域，俄罗斯海军为苏-33 和米格 29K 搭配，英国主战机型为 F-35B，法国则将长期保持阵风-M。

图 7：第三代重型舰载机歼-15



资料来源：中航沈飞官网、山西证券研究所

图 8：第四代隐身舰载机歼-35

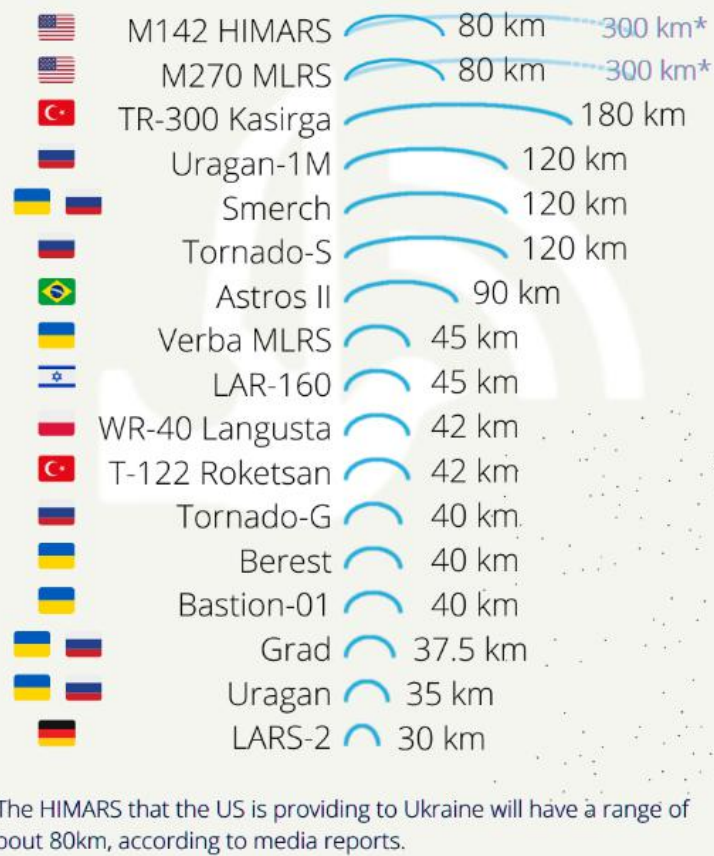


资料来源：腾讯网、虎观天下、山西证券研究所

## 2.3 远程火箭弹放量

火箭炮诞生于二战，1933 年苏联研制的 BM-13 型火箭炮“喀秋莎”是现代火箭炮的开山鼻祖，二战期间火箭炮的特点是口径丰富、型号众多、定向器形式多样以及射程较小。二战后至 20 世纪 70 年代，火箭炮的综合性能得到很大提升，口径系列化，射程、威力进一步增大，精度进一步提高，典型装备为苏联的 BM-21 “冰雹”。20 世纪 80 年代以后，随着控制、通信、导航等技术的发展，火箭炮进入高速发展期，箱式发射、远程化、精确化弹药、自装填及信息化技术得到广泛应用，火箭炮开始从概略压制进入精确压制时代，火箭炮进入制导化发展阶段，典型装备为俄罗斯 BM-30 “龙卷风”、美国 M270 和 M142 “海马斯”系列火箭炮。俄乌冲突中 M142 “海马斯”表现突出，通过依靠卫星系统，乌军将其用作“超远程狙击枪”，实现远距离偷袭俄军后方的补给站、弹药库、机场等重要设施，M142 “海马斯”让乌军拥有了可攻击俄后方目标的防区外远程武器。

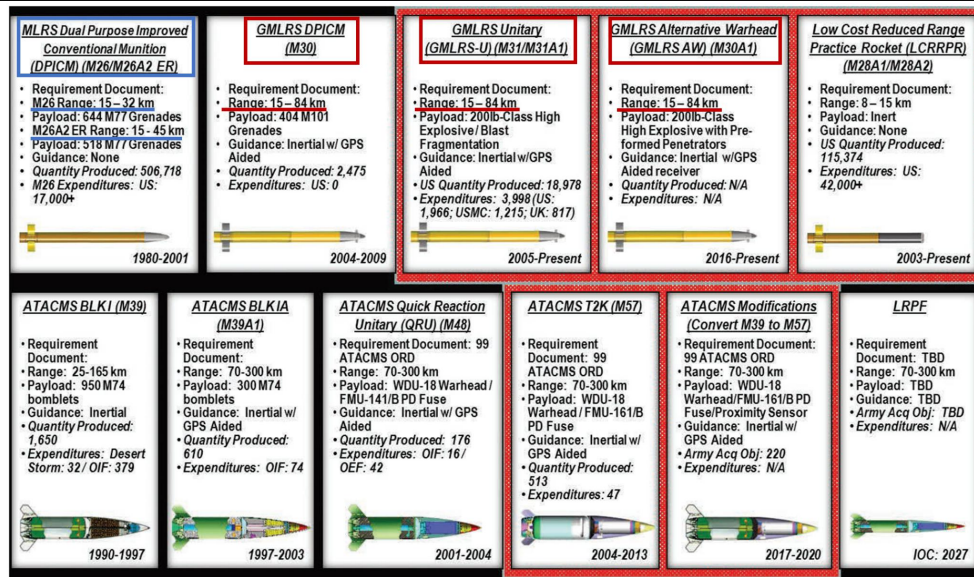
图 9：各国不同型号火箭炮射程



资料来源：euromaidanpress、山西证券研究所

制导技术的成功应用为火箭武器系统开辟了更为广阔的应用前景。随着制导与控制技术的发展，特别是惯性器件、卫星定位装置等主要控制部件的小型化和低成本化，使以前只有高价值战术导弹应用的制导控制技术可以应用到火箭弹中，解决了火箭弹射程与精度相互制约的矛盾，可实现射程与精度的同步提升，制导火箭武器系统将在很大程度上替代近程地地战术导弹，实现高精度、大威力和全域、全纵深精确火力打击。

图 10: M270 及 M142 “海玛斯” 弹药家族



资料来源：《Long-Range Precision Fires》、山西证券研究所（注：M26/M26A2 ER 是无控火箭弹，M30/M30A1 以及 M31/M31A1 是制导火箭弹，制导火箭弹的射程显著提升）

制导火箭弹火力密度大、精度高、战斗部种类多、准备时间短、综合运用成本低，是近程弹道导弹的最好替代品。导弹是点对点的武器，作战准备时间长，不适合野战化应用，无法提供即时迅猛的火力。另外面对各国日益提升的防空力量，仅依靠空中打击，战机会面临更大的威胁，还有实时性差、费用高等问题。同时考虑到以陆制海的需求，制导火箭很好地达成了使用性能和成本的平衡。目前一些国家的远程火箭炮射程已经接近或超过 300 千米，美国目前正在开展的“陆军远程精确火力打击”（LRPF）项目，目标使射程提高到 500 千米。

图 11: 某陆军部队在台湾海峡实施远火实弹训练



资料来源：CCTV、山西证券研究所



我国制导火箭武器的精度和火力反应时间与美国现役装备相当，射程和威力优于美军现役装备，我国制导火箭技术和装备水平已经处于国际领先行列。对于大国而言，远程火箭炮被视作战场上主要的火力输出工具，是未来陆海空三军联合作战中陆军的主力装备。对于中小国家而言，国家战略纵深往往不足 1000 公里，同时受制于财政状况和技术水平限制，发展具有对地精确打击能力航空兵或者导弹的代价过高，所以采购射程限定在 300 公里以内的制导火箭弹，就成为中小国家获得本国所需远程精确打击和多目标火力压制能力的合适选择。

图 12：PHL-03



资料来源：新浪网、军武大本营、山西证券研究所

图 13：2019 年国庆阅兵式上的 PCH-191



资料来源：搜狐网、军武次位面、山西证券研究所

图 14：2018 年卡塔尔国庆阅兵中亮相的航天科工集团的 SY-400



资料来源：百度、强国观察室、山西证券研究所

图 15：阿尔及利亚国庆阅兵彩排中的兵器工业集团的 SR-5



资料来源：LaiTimes、山西证券研究所

### 3. 大飞机开启大规模产业化

中国航空市场是未来全球发展最快的市场，未来二十年将超过欧洲和北美成为全球最大航空服务市场。根据中国商飞的预测，未来二十年全球客机机队规模将以年均 4.30% 的速度增长，到 2041 年全球客机机队规模将达到 47531 架，是 2021 年机队的 2.3 倍，其中中国客机机队的年均增长速度（5.10%）高于全球增速（4.30%），到 2041 年中国机队占全球机队的比例将从 2021 年的 18.0% 提升到 21.1%，是未来全球发展最快的市场，到 2041 年将成为超过欧洲和北美的全球最大航空服务市场。除了航空旅客周转量提升带来的新增需求外，未来二十年中，现有机队中将有 75.2% 左右的飞机将退出商业客运服务，被新机替代，这两部分叠加构成了未来二十年所需的新机交付数，共计约 42428 架，其中约 71.6% 为单通道喷气客机。未来二十年，中国的航空公司将接收 9284 架新机，占到全球新机交付的 22%，市场价值约 1.5 万亿美元。

表 3：全球和中国的客机机队及旅客周转量预测

	全球		中国		
	客机 (架)	RPKs (万亿客公里)	客机 (架)	占全球机队比例 (%)	RPKs (万亿客公里)
2021	20563	4.5	3695	18.0	0.8
2026F	26578	10.8	5296	19.9	2.0
2031F	32637	13.5	6995	21.4	2.7
2036F	39035	16.5	8376	21.5	3.5
2041F	47531	19.9	10007	21.1	4.4
2022-2041 年均增长率 (%)	4.30%	3.9%	5.10%	——	5.61%

资料来源：《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》、山西证券研究所

表 4：2022-2041 全球和中国各类型客机交付量和价值预测

客机类型	全球		中国		中国市场占全球市场比例
	新机交付量 (架)	市场价值 (十亿美元)	新机交付量 (架)	市场价值 (十亿美元)	
涡扇支线客机	小型	160	5	0	22%
	中型	484	23	0	
	大型	3723	192	958	
单通道喷气客机	小型	2092	189	260	21%
	中型	20587	2416	4987	
	大型	7688	1038	1041	

客机类型	全球		中国		中国市场占全球市场比例
	新机交付量 (架)	市场价值 (十亿美元)	新机交付量 (架)	市场价值 (十亿美元)	
双通道喷气客机	小型	5689	1707	1509	27%
	中型	1466	569	477	
	大型	539	261	52	

资料来源：《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》、山西证券研究所

波音事故频出麻烦缠身，空客供应链紧张产能不足。美国的波音公司和欧洲的空中客车公司是全球民航市场的双寡头，波音公司历史悠久，已经拥有超过百年的发展历史，但是近些年公司在与空客竞争中，将质量和安全至于盈利之后，匆忙上马新机型，导致问题事故不断。2018年和2019年在不到半年的时间里，波音737MAX8出现两起坠机惨剧，之后在2019至2021年间，波音737飞机在全球多个国家和地区遭遇大规模停飞，2024年以来波音多个型号飞机安全事故频出，波音再度陷入信任危机。反观空客公司，2024年喷气机订单数据再创历史新高，2023年的年度交付量达到735架，同比增长11%，连续第五年超越了竞争对手波音公司，目前空客无论是储备订单还是飞机交付量来看，都明显领先波音，虽然空客产能提升计划仍在继续，但自身仍受到供应链紧张的限制而产能不足。C919大型客机围绕“更安全、更经济、更舒适、更环保”和“减重、减阻、减排”的目标设计，面向单通道客机市场，对标波音737MAX和空客A320Neo两种型号，未来在国内单通道客机市场C919有望替代波音737系列成为主要玩家，考虑到波音737系列国内保有量较高并且普遍机龄较大，替代空间巨大。

表5：C919与B737-8和A320Neo对比

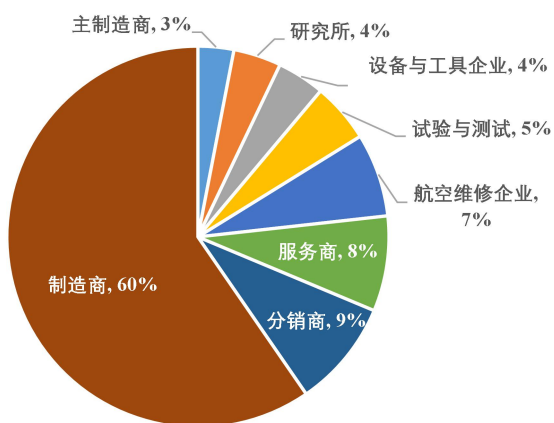
	C919	B737-8	A320Neo
发动机型号	LEAP-1C CJ-1000A	LEAP-1B	LEAP-1A PW1100G
座级（座）	158（两舱配置） 168（全经济舱）	162-178（两舱配置） 210（最多座位）	150-180（两舱配置） 194（全经济舱）
航程（km）	标准航程：4075 最大航程：5555	6480	6500
机身长度（m）	38.9	39.52	37.57
翼展（m）	35.8	35.9	35.8
高度（m）	11.95	12.3	11.76
巡航速度（马赫）	0.785	0.785	0.78
最大起飞重量（t）	72.5	82.2	79.0

	C919	B737-8	A320Neo
升限 (m)	12100	12500	12500

资料来源：中国商飞、波音、空客、Modern Airlines、SimpleFlying、山西证券研究所

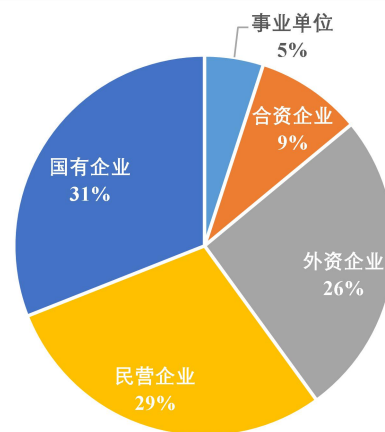
C919 全力以赴产能爬坡，未来国产化率仍然会不断提升。自 2022 年 12 月首架交付以来，C919 在一年半的时间内交付了六架，从交付计划来看，接下来中国商飞需要协力供应商推进大飞机的产业化和规模化发展，大幅度提升产能。C919 采用了国际主流的“主制造商-供应商”的研制模式，主制造商负责整体设计、供应链构建和总装集成等，机体结构件、发动机、机载系统与设备等部件则外包给供应商。在飞机制造中，技术含量和成本占比最高的是机体结构（30%-35%）、发动机系统（20%-25%）和机载设备（25%-30%）这三个部分。C919 的结构系统由中国商飞设计，多家国内企业一起制造，具有完全自主知识产权，选用的发动机 LEAP-1C 则由美、法合资公司 CFM 提供，航电系统由中美合资的昂际航电公司提供，外资企业、中国企业以及中外合资企业共同构成了 C919 庞大的供应商体系。C919 是全球产业链供应链合作的产物，国产大飞机的目标是进入国际商业市场，通过加强国际合作，最大限度凝聚好国内外优势资源，有利于提升竞争力和减少贸易摩擦，为国产大飞机全球运营争取支持。通过 C919 的研制，我国已经建立了民用大飞机集成和总装能力，后续可以借助 C919 平台牵引发展自己的各个子系统，经过长期技术竞争，未来将会有越来越多的中国企业进入到供应链队伍中，C919 将成为带动我国航空产业以及高端制造业发展的“新引擎”。

图 16：民用大飞机产业链不同产业细分企业占比



资料来源：航空产业网、山西证券研究所

图 17：民用大飞机产业链不同所有制企业占比

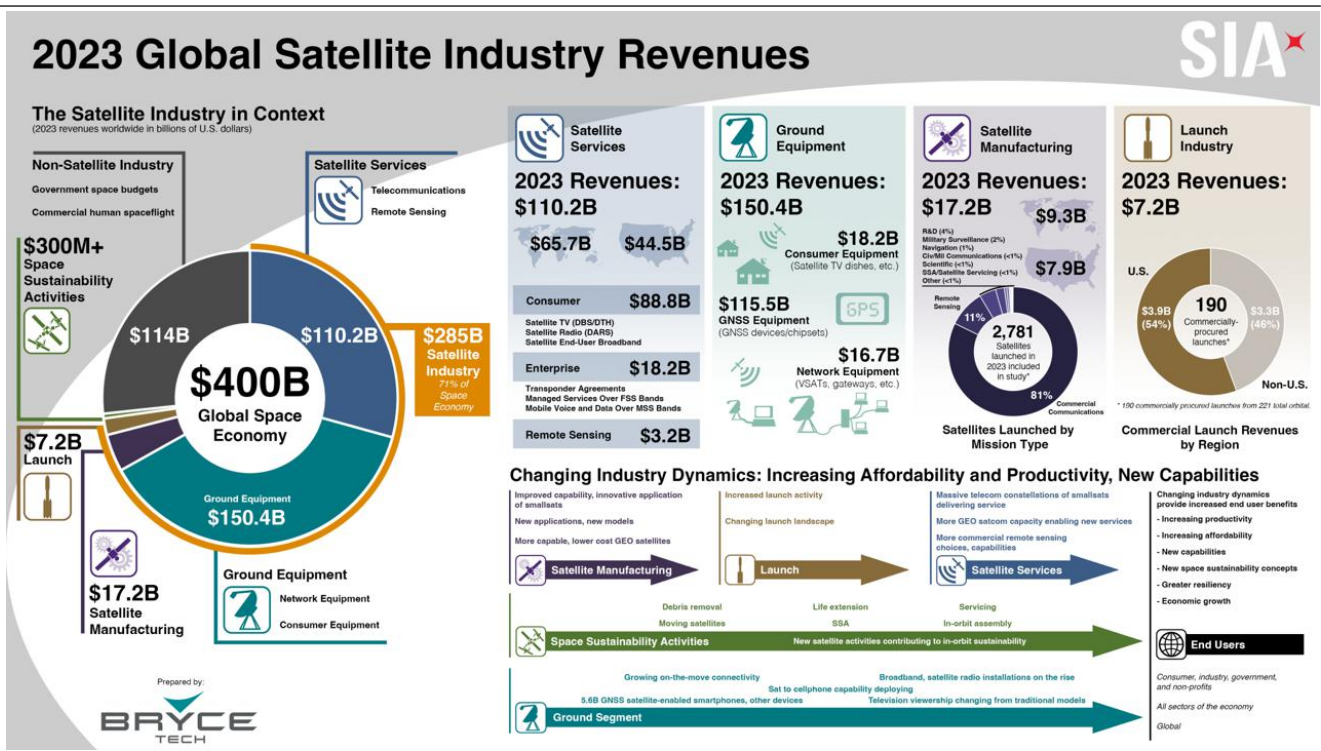


资料来源：航空产业网、山西证券研究所

## 4. 中国商业航天发展加速

2023 年航天产业以前所未有的速度增长，连续第六年将创纪录数量的商业卫星送入轨道，2023 年共部署了 2781 颗商业卫星，同比 2022 年增加了 20%。根据美国卫星产业协会（SIA）的统计数据，2023 年全球航天产业的总收入是 4000 亿美元，其中非卫星产业总收入为 1140 亿美元，主要包括载人航天飞行收入、非地球轨道航天器收入和政府太空预算，卫星产业总收入为 2850 亿美元（同比增长 2%），占全球航天产业收入的 71%，主要包括了卫星制造业收入（同比增长 9%，达到 172 亿美元）、发射服务业收入（同比增长 2%，达到 72 亿美元，其中商业采购发射次数创历史新高，达到 190 次，同比增长了 18%）、卫星服务业收入（宽带服务销售额和用户数分别增长了 40% 和 27%，卫星服务收入下降主要由于卫星电视市场的萎缩，同比减少 3%，达到 1102 亿美元）和地面设备制造业收入（同比增长 4%，达到 1504 亿美元）等。速度更快、成本更低的宽带服务，增强的遥感能力，卫星直连通信等新业务正在不断拓宽卫星业务的领域。2024 年一季度，全球火箭发射 62 次，同比增长 19%，延续了迅猛发展势头。

图 18：2023 全球航天产业收入构成



资料来源：SIA、山西证券研究所

## 4.1 SpaceX 一骑绝尘

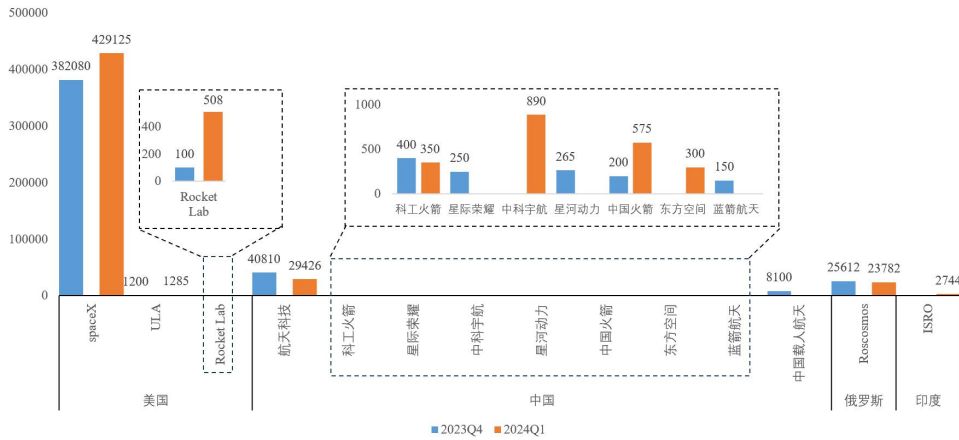
SpaceX 自从二十多年前进军航天产业以来，已经通过一个又一个前所未有的里程碑颠覆了航天发射市场。自 2010 年 6 月以来，猎鹰 9 系列火箭在 14 年中（截止 2024 年 7 月 12 日）已发射 352 次，一子级成功回收 309 次，复用一子级发射 283 次。截止 2024 年 6 月 20 日，SpaceX 拥有 12 枚使用次数达到 10 次以上的火箭，其中 2 枚已经“一箭二十一飞”。凭借独一无二的火箭回收复用技术与高效运营，SpaceX 已经顺利实现了低成本、大中型运力、美国自主可控的航天发射能力，不论在发射次数还是在发射总质量上，均实现了全球一骑绝尘。今年 6 月 SpaceX 新一代重型运载火箭星舰进行了第 4 次试验发射并首次实现海面软着陆，星舰今年的目标是进入轨道、部署卫星并回收两级火箭，作为可以完全重复使用的重型火箭，随着星舰的不断成熟，进入太空的成本将进一步实现数量级的下降。

图 19：2023Q4 及 2024Q1 全球火箭发射次数



资料来源：BryceTech、山西证券研究所

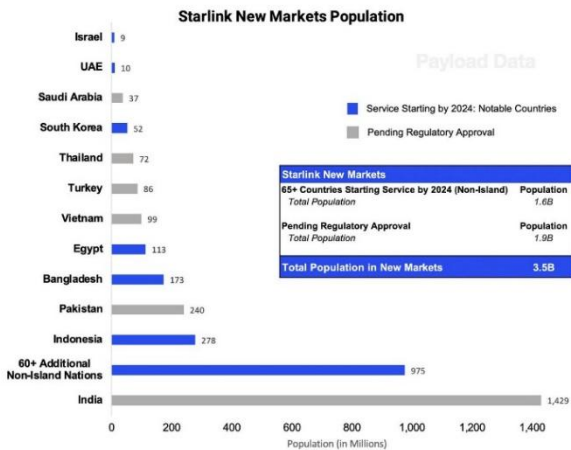
图 20：2023Q4 及 2024Q1 全球航天器发射总质量 (kg)



资料来源：BryceTech、山西证券研究所

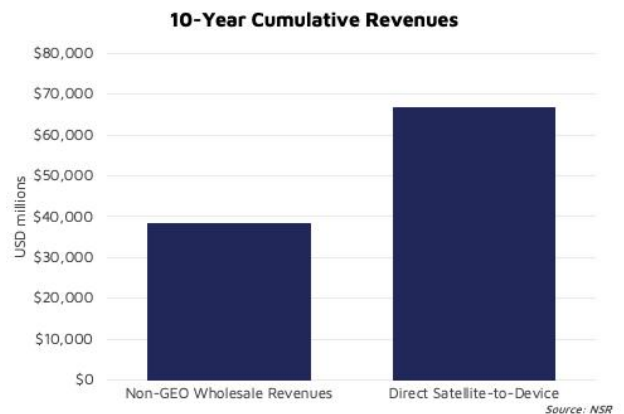
星链作为 SpaceX 发射之外的另一大业务板块，已在 2023 年实现了现金流的收支平衡，截止 2024 年 7 月 14 日，星链卫星总共发射了 6738 颗，其中在轨总数为 6288 颗，截止 2024 年 5 月 20 日，星链已经在为 99 个国家的 300 多万用户提供高速互联网连接。星链除了能够提供卫星宽带服务外，目前也在加速推进“手机直连卫星”业务，2024 年 1 月，SpaceX 发射了首批 6 颗手机直连卫星，并通过其中一颗手机直连卫星成功实现收发短信，预计今年秋天能够开展商业服务。根据 SpaceX 规划，2024 年将实现短信发送，2025 年实现语音通话和网络服务，并分阶段实现物联网业务。

图 21：星链新市场人口



资料来源：Payload、山西证券研究所

图 22：低轨卫星宽带业务与设备直连卫星业务 10 年内累计营收规模预测



资料来源：NSR、山西证券研究所

## 4.2 垣信公司和星网公司主导国内相关产业

国内商业运载火箭的发展正处于中型可回收复用液体火箭攻关阶段。在过去的九年中，中国商业航天走过了第一阶段，多家民营运载火箭公司从研制小型固体火箭或者小型液体火箭开始，解决了有无问题，初步开启了商业航天的服务模式，目前已进入到对标猎鹰-9，研发中型可重复使用液体火箭的攻关阶段，预计未来几年将迎来集中首飞。国有航天单位面向商业航天发射市场的型号也进展迅速，航天八院研制的长征-6号丙运载火箭（500公里太阳同步轨道运载能力约2.4吨）已于今年5月成功首飞，航天一院研制的长征-8号改运载火箭（700公里太阳同步轨道运载能力达到7吨）也计划于年内实现首飞。今年6月我国海南文昌商业航天发射场二号发射工位竣工，实现双工位发射能力，一号发射工位为长征八号运载火箭的专用工位，二号工位是为9个厂商的十几型火箭设计的液体通用型发射工位，两个工位都按照每年发射16次设计，形成发射能力后将会有很高的发射效率。火箭回收试验方面，蓝箭航天在今年1月完成朱雀三号可重复使用垂直起降回收验证火箭的百米级垂直起降飞行试验，航天八院在今年6月份完成了国内首次可重复使用运载火箭10公里级垂直起降飞行试验。

表6：国内民营火箭公司中型液体火箭研制计划

公司	火箭型号	推进剂	运载能力	一子级复用次数	首飞时间
蓝箭航天	朱雀三号 (ZQ-3)	液氧甲烷	(450km 近地轨道) 一次性任务: 21.3t; 航区回收任务: 18.3t; 返场回收任务: 12.5t	20	2025
星河动力	智神星一号 (PALLAS-1)	液氧煤油	(200km 近地轨道) 两级构型: 8t; 两级半构型: 17.5t;	—	2024
星际荣耀	双曲线三号 (SQX-3)	液氧甲烷	(200~400km, 42°倾角, 基本型) 一次性任务: 13.7t; 航区回收任务: 8.6t; 返场回收任务: 5.1t	20	2025
东方空间	引力二号 (YL-2)	液氧煤油	(近地轨道) 一次性任务: 21.5t; 航区回收任务: 17.4t; (500km 太阳同步轨道) 一次性任务: 15t; 航区回收任务: 11.9t;	30	2025
中科宇航	力箭二号 (PR-2)	液氧煤油	近地轨道: 12t; 太阳同步轨道: 8t	—	2025



公司	火箭型号	推进剂	运载能力	一子级复用次数	首飞时间
大航跃迁	跃迁号	液氧煤油	近地轨道 6.28t	15	2026
天兵科技	天龙三号 (TL-3)	液氧煤油	近地轨道: 17t; 太阳同步轨道: 14t	10	——

资料来源：蓝箭航天官网、星河动力官网、星际荣耀公众号、东方空间公众号、中科宇航公众号、天兵科技公众号、山西证券研究所

随着小卫星技术在商业空间领域的发展，星座进入大规模应用阶段，其中商业通信卫星的商业模式最为明确，通信星座有望最早实现较大商业利益。2020 年国家发改委首次明确了“新基建”范围，将卫星互联网纳入通信网络基础设施的范围。自此，作为“新基建”的重点领域，中国的低轨卫星互联网产业进入了国家统一统筹、规划和运营的新阶段。千帆星座 (G60) 是上海市政府支持的中国第二个低轨宽带卫星大型星座项目，实施的核心企业是垣信卫星，负责卫星运营和提供卫星互联网服务，垣信卫星持股超 30% 的格思航天负责卫星的生产制造。2019 年 11 月垣信卫星首批两颗试验卫星已完成发射并成功组网，一期将实施 1296 颗，未来将实现 12000 多颗卫星的组网，2023 年 12 月，格思航天卫星数字工厂正式投产，年产量预计 300 颗卫星。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，根据千帆星座发射规划，2024 年至少完成 108 颗卫星发射并组网运营，在 2025 年底前完成 648 颗 GEN1 卫星发射任务，在 2026-2027 年完成一期后续 648 颗 GEN2 卫星发射任务。2021 年 4 月，中国卫星网络集团组建成立，负责统筹规划我国卫星互联网领域发展，主导承担“GW”星座计划。

表 7：中国主要卫星通信星座规划

公司	星座名称	规划数量 (颗)	主要功能	建设计划及进展
中国星网	星网计划	12992	宽带通信	目前已整合了“鸿雁”、“虹云”及“行云”工程。
垣信卫星	千帆星座 (G60)	12000	宽带通信	一期实施 1296 颗，建设周期 2024-2027，2025 年前完成 648 颗 GEN1 卫星发射任务，2026-2027 完成后续 648 颗 GEN2 卫星发射任务
鸿擎科技	鸿鹄三号	10000	宽带通信	——
银河航天	银河	2000	宽带通信	2020 年首发卫星进入轨道
中国电科	天象	120	宽带+导航增强	2019 年完成“天象”试验 1 星和 2 星发射，规划 60 颗综合星和 60 颗宽带星
北京国电高科	天启	38	物联网通信 (窄带)	2018 年发射首颗卫星，目前已成功部署并运营 21 颗，预计 2024 年上半年完成全面组网，由 48 颗卫星组成的天启二代星座计划已启动
和德宇航	天行者	48	物联网通信 (窄带)	从 2017 年 11 月发射首颗 AIS 试验卫星起，至 2022 年 12 月历经多次成功发射，现在轨卫星 9 颗，预计在 2025 年完成“天行

公司	星座名称	规划数量(颗)	主要功能	建设计划及进展
				者”星座建设
时空道宇	未来出行	168	窄带通信+导航增强	目前已完成两轨共 20 星的组网部署，2025 年完成星座一期 72 颗卫星部署，实现全球实时数据通信服务；二期将扩展至 168 颗卫星，实现全球厘米级高精定位服务

资料来源：21 世纪经济报道、立鼎产业研究网、《垣信卫星 67 亿融资背后低轨卫星空间战白热化》、《机载低轨卫星通信发展及关键技术综述》、《低轨互联网星座发展研究》、中国日报网、时空道宇公众号、《巨型低轨星座频率轨道资源趋势分析及启示建议》、和德宇航官网、山西证券研究所

由于低轨道频率和轨位资源有限，空间频率轨道资源主要在国际电信联盟的规则框架下进行申报、协调和使用，采用“先登先占”的原则，随着各航天大国和商业公司陆续提出极其庞大的小卫星星座发射部署计划，围绕低轨道频轨资源的争夺战已经全面打响。低轨卫星互联网星座建设已经上升到国家意志，卫星互联网产业已进入了全面快速发展的时代，未来几年随着运力的提升，大型星座项目建设节奏将不断提速。

## 5. 聚焦完成股权激励的国有企业

军工央企处于产业链的链长及核心关键位置，担负着增强产业链安全和竞争力的重要责任，在军工板块中起着主导作用，尤其是已经完成股权激励的国有企业，将进一步释放发展动能，后续业绩释放相对更充分。新军事变革主要围绕着弹药精确制导化、武器装备无人化、战场体系网络化三个方面进行，在相应的子产业链里我们重点推荐箭弹武器产业链、新型航空装备产业链。在箭弹武器产业链里我们推荐北方导航、航天电器，新型航空装备产业链里我们推荐中航沈飞。

### 5.1 箭弹武器产业链

导弹、制导火箭弹等精确制导武器是现代战争中的主要火力打击手段，全军实战化训练全面开展使得训练中消耗实弹数量增加，我军诸多新型导弹武器定型时间较近，有巨大的补库存和新增需求。该类装备具备价值量高、消耗快、一次性使用等特点，短期增速和长期持续性俱佳。

#### 5.1.1 北方导航

公司以导航控制、弹药信息化系统、短波电台和卫星通信系统、军用电连接器等领域的整机和核心部件为主要产品。公司主要客户是兵器集团，在军品惯性导航产业链中属于二级配套单位，负责研发和生产精确制导武器的核心分系统控制舱，处于产业链核心环节。子公司中兵通信是目前中国兵器工业集团唯一一家军用通信产品生产企业，在军用超短波地空通信领域处于国内领导地位，在军用卫星通信领域居于国内领先地位。

受益于型号放量，公司业绩有望持续高增长。公司紧跟总体单位研制步伐，大力发展制导火箭武器系统，随着相关型号陆续批量生产以及实战化训练带来的精确制导武器需求的提升，公司业绩有望持续高增长。

**风险提示：**精确制导武器列装不及预期；生产交付不及预期；技术研发不及预期

#### 5.1.2 航天电器

连接器是系统或整机电路中负责电气连接或信号传输的关键必备基础元器件，公司主导产品用于航天、航空、电子、兵器、船舶、通信、轨道交通、能源装备等高新技术领域配套。随着

我军新型导弹武器和航空装备的定型量产加速，以及全军实战化演练频次增加带来的消耗增多，公司作为关键必备基础元器件配套企业将直接受益。

公司聚焦优势专业积极布局新产业，加大科技创新投入，研发的宇航连接器、高速系列连接器、光模块、微波组件等新产品实现批量订货，在商业航天、数据中心、通讯、人工智能等领域得到规模应用，开辟了公司产业发展的新赛道。国防装备需求的稳定增长，以及商业航天、深海业务、新能源、民用通讯、低空经济等新兴产业的快速发展，将为公司带来更多产业配套的机会，公司有望持续受益。

**风险提示：**下游需求增长不及预期；募投项目进展不及预期

## 5.2 新型航空装备产业链

新型航空装备是现代战争中最为重要的武器搭载平台，新型航空装备以隐身战斗机、隐身轰炸机、可执行忠诚僚机任务的隐身无人机为主。

### 5.2.1 中航沈飞

公司是我国重要战斗机的主要研制基地，研制成功我国首款舰载隐身战斗机。公司是中国歼击机的摇篮，负责研制了我国多款主力战机，随着公司新型歼-35 舰载隐身战斗机的研制成功，我国成为全球第二个能自研自产隐身舰载机的国家。

公司三代半战斗机歼-16 系列是我国空军主力机型，新型舰载隐身战斗机歼-35 需求巨大，歼-15 作为具备多用途能力的三代机仍将长期作为舰载机主力，具备持续增量需求，公司将持续受益于下游的高景气度。

**风险提示：**全军新型航空装备列装进度不及预期；订单交付节奏不及预期；技术创新风险。

表 8：重点覆盖公司盈利预测及估值

证券代码	证券名称	收盘价		EPS			PE				投资评级
		2024/7/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600435.SH	北方导航	7.73	0.13	0.15	0.19	0.22	59.5	51.5	40.7	35.1	买入-A
002025.SZ	航天电器	42.96	1.64	2.14	2.68	3.23	26.2	20.1	16.0	13.3	增持-A
600760.SH	中航沈飞	40.14	1.09	1.37	1.66	1.97	36.8	29.3	24.2	20.4	买入-A

资料来源：WIND、山西证券研究所

## 6. 风险提示

(1) 国内军事装备列装不及预期。国内军事装备列装主要为满足我国国防战略的需求，受国家国防政策及军事装备采购投入的影响较大，如果未来国家战略部署发生变化，会影响国内军事装备列装的规模和进度。

(2) 新型号研发不及预期。武器装备产品型号研发涉及较多的新技术、新产品及新工艺，基于技术难度、技术壁垒及成熟度等原因，存在达不到预定任务目标、预期性能指标以及研制费用超支、研制周期拖延等风险，可能会错失市场发展机会，影响企业业绩的可持续性。

(3) 企业业绩增长可能低于预期。军工企业业绩成长可能受到来自军方、产业链等多方面影响，虽然涉及军队自身的体制性改革已经完成，但若有涉及到采购、接装等部门的突发性事件影响，则可能导致企业业绩低于预期。

(4) 相关政策落地进度可能不达预期。相关政策的落地进度，可能受到军工集团人事调整、上层改革推进意愿、尤其是事业单位转企可能受到来自财政等多方面影响，这些因素可能导致政策的落地进度不达预期。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

