

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）

2025年1月24日



军工2025年度策略：风劲好扬帆，奋进正当时

证券分析师：

马卓群 执业证书编号：S0210524050011

研究助理：

邓娴仪 S0210124060011

请务必阅读报告末页的重要声明

➤ 历史复盘及25年展望：伏久者，飞必高

- **复盘2023-2024H1**，行业负面因素基本price-in；从三表来看，**2024年预计已基本见底**，随着需求端逐步理顺，行业规模逐步恢复，价格影响及回款问题逐步消退，预计**2025年反转在即**；
- **复盘2024.9.24至今**，预计**2025年需求恢复，EPS改善预期消化估值，中上游及新技术或更受市场偏好**，行业配置价值仍在；
- **展望2025年**，“五年规划”计划性强，**有望重温2020年**，主旋律或是“**做专做精**”；

➤ 投资主线一：传统阵地

- **1) 飞机**：先进战机作为主战装备核心平台，主机单位需求端有望在2025年率先恢复，核心主机单位建议关注：**【中航沈飞】、【中航电测】**；待主机下达订单后，飞机配套产业链建议关注：**【中航高科】、【光威复材】、【西部超导】**；
- **2) 发动机**：看好看好全新一代型号放量始点，建议关注：1) 上游材料**【华秦科技】**；2) 中游制造**【图南股份】**；3) 中游系统**【航发控制】**；4) 下游主机单位**【航发动力】**；
- **3) 导弹**：负面影响因素消除后有望呈现“多点开花、百花齐放”趋势，建议关注：**【楚江新材】、【菲利华】、【航天电器】**。

➤ 投资主线二：跨越十五五周期

- “十五五”期间在新技术/新作战方式/新市场等多因素驱动，即将迈入1-N方向的细分领域公司，其业绩增长长期或相对更长，即业绩与估值提升空间均较为充足，有望再现“十四五”初期表现，或跑出更大超额，建议关注：
- **1) 新材料**：**【火炬电子】**；**2) 商用发动机**：**【航宇科技】**；**3) 信息化**：**【新劲刚】、【中科星图】**；**4) 无人机及低成本**：**【航天彩虹】、【西部材料】、【观想科技】、【广东宏大】**。

- **风险提示**：行业需求恢复进度不及预期等。

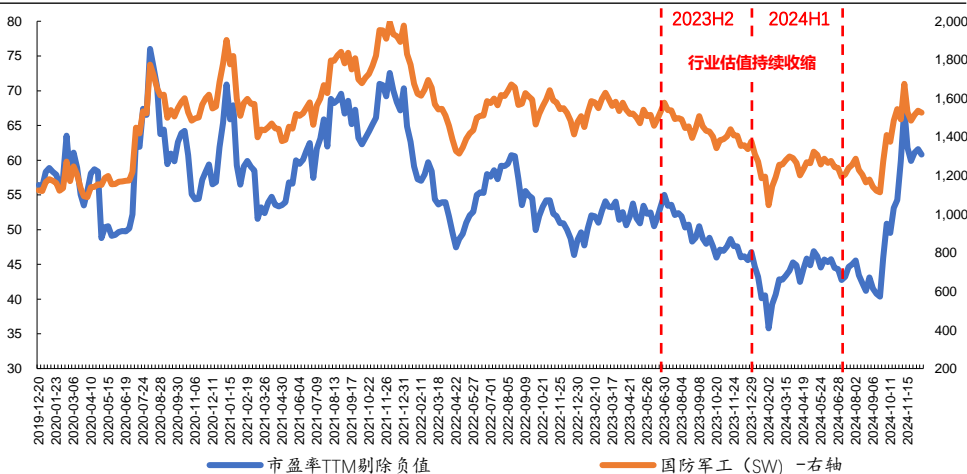
- 1 历史复盘及25年展望：伏久者，飞必高
- 2 投资主线一：传统阵地——飞机导弹发动机
- 3 投资主线二：跨越十五五周期
- 4 风险提示

1.1 2023至2024H1——负面因素对估值影响已基本结束

回顾2023-2024H1，行业负面因素基本price-in

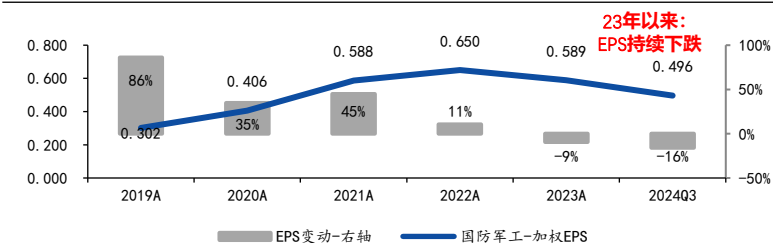
- 2023年，行业人事调整力度及对产业链影响超市场预期，**2023H2行业估值持续下行，且出现PE与EPS双杀**，至2024H1行业负面因素已基本price-in；
- 回顾2024H1板块个股涨跌，在行业负面因素影响情况下，排除因政策导向催化的低空经济及商业航天相关主题标的（上海瀚讯19%、威海广泰15%），**涨幅靠前的多为白马主机厂及央国企标的（如：中国船舶38%、中航西飞8%），而跌幅靠前的均为中小市值标的，反映了23年人事调整对行业负面影响的延续。**

图表：近5年来国防军工（SW）指数及Pettm变化一览



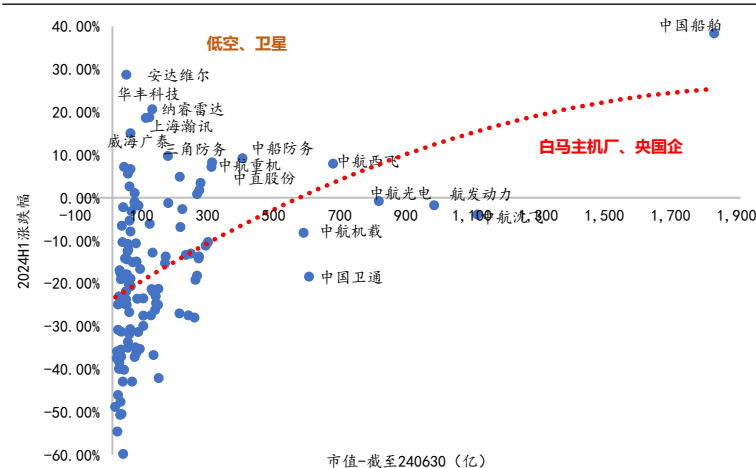
资料来源：Wind，华福证券研究所，数据截至2024.12.31

图表：“十四五”时期以来行业EPS变动情况



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

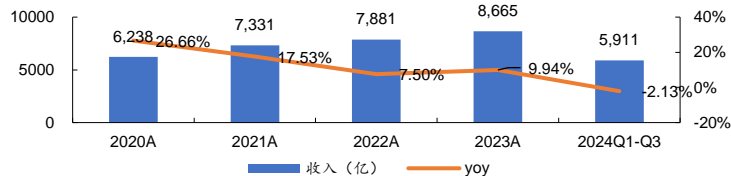


资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1.1 复盘利润表——2024年预计见底，2025年有望反转

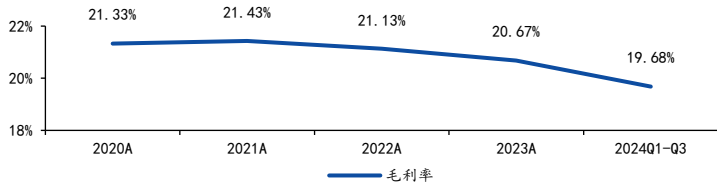
- **2020年**：因存在，1) “十三五”末留存经费消化，2) “十四五”需求提前备货，行业生产模式由“多品种小批量”向“大批量”转变，**收入利润端规模显著提升**；同时因量的增加及产能利用率提升，**规模效应逐步显现，费用端不断摊平，行业盈利能力提升**；
- **2021年**：**航空/航天/发动机等主战装备持续放量，以及产业链产能扩张**，收入利润规模继续提升；
- **2022年**：收入及净利润增速开始放缓，利润增速小于收入增速主要原因系：**增值税和价格端共同发生变化**；
- **2023年**：净利润增速相较收入增速出现明显收敛，呈现**负增长**情况，主要系：1) 23H2开始人事调整推迟部分需求和交付进度；2) 价格端调整进一步在**报表端体现**，同步带动**盈利能力出现一定程度下滑**；
- **2024Q1-Q3**：净利润降速进一步加大，主要系：1) 24H1人事调整的影响仍然存在；2) 收入规模减少后费用规模仍然较大，从而**影响净利率**；3) 应收账款回款速度减慢导致**计提信用减值损失**，进一步影响净利率；
- **展望2025**：我们预计，1) 需求端自上而下理顺后，行业收入规模将逐步恢复，费用端压力减少；2) 价格影响在23-24年报表端已充分体现，25年毛利率压力或逐步减小；3) 应收账款回款速度有望加快，减少信用减值损失带来的负面影响。

图表：军工板块总收入历年变化



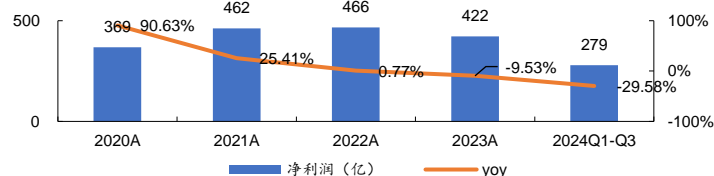
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：军工板块毛利率历年变化



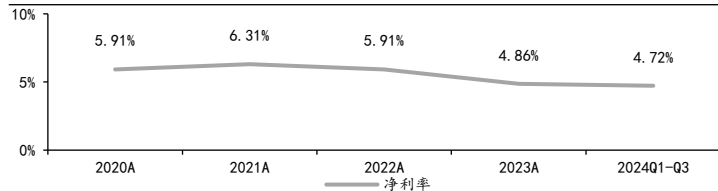
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：军工板块净利润历年变化



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：军工板块净利率历年变化



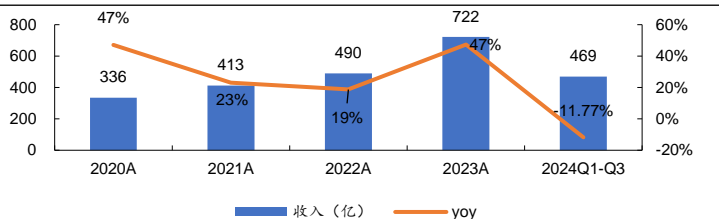
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.1 复盘利润表①—细分方向之“战机”产业链

➤ “十四五”及“十五五”交替期间，预计核心作战平台产业链率先恢复，盈利能力有望逐步稳定

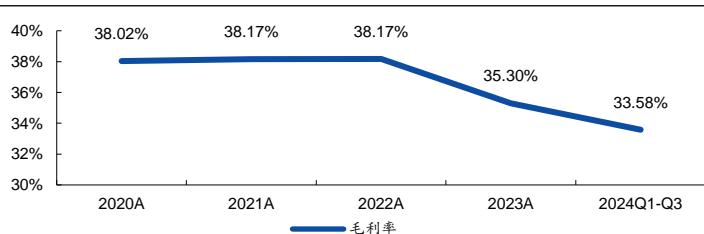
- **2020年起始**：战机作为核心作战平台，“十四五”以来从“重研发轻生产”向“研发生产齐头并进”转变，产业链收入利润体量提升明显；
- **2023H2-2024Q3**：战机产业链收入利润体量增速明显放缓，或主要受行业人事调整影响，而考虑到2025为十四五和十五五交替年份，主机厂作为**核心作战装备生产平台，任务承接需求较大，因此我们预计2025年需求端将逐步恢复**；
- **盈利能力**：从毛利率变化可观测到，2022年价格与增值税调整已反映至报表端，且影响延续至今，或**表明战机产业链中上游配套商价格压力较大**，我们认为价格端在经历2年调整后，**2025年或有望企稳**；从净利率变化可观测到，24年开始或已呈现企稳趋势，或表明战机产业链中上游**费用端无明显增长，2025年随着收入规模逐步恢复后，盈利能力或将进一步企稳**。

图表：收入历年变化-战机产业链（不含主机厂）



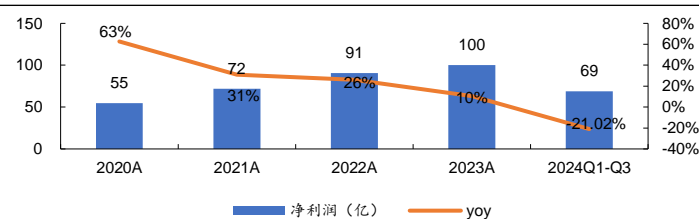
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：毛利率历年变化-战机产业链（不含主机厂）



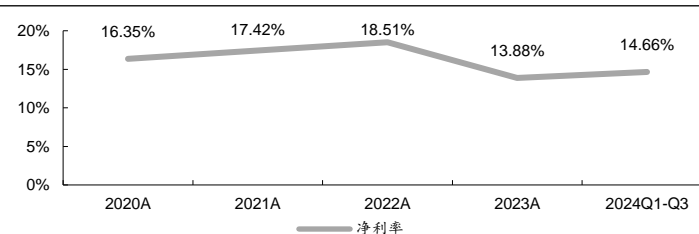
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-战机产业链（不含主机厂）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利率历年变化-战机产业链（不含主机厂）



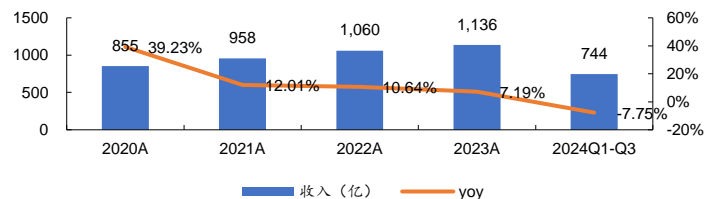
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.1 复盘利润表②—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

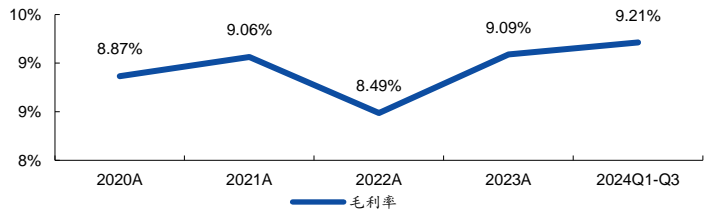
- **2020-2022年**：“十四五”前期主机单位收入稳步提升，20年净利润增速相对快于收入；
- **2023年至今**：在产业链因价格调整及交付节奏变化出现收入利润波动时，主机单位表现相对稳定，**2023年收入利润仍旧实现正增长，2024Q1-Q3仅小幅下滑，产业链“链长”抗风险能力逐步显现；**
- **盈利能力**：主机单位**和中上游配套企业相比区别明显**——从毛利率来看，22-24年呈现持续上升趋势，或表明主机单位**价格端变化较小，抗风险能力更强**；从净利率来看，24年仍旧呈现提升趋势，或反映费用管控能力增加，**提质增效效果显著**；考虑到中航沈飞及中航西飞均有股权激励，**预计2025年在收入稳定增长的同时，盈利能力在提质增效背景下或仍有提升空间。**

图表：收入历年变化-战机主机厂



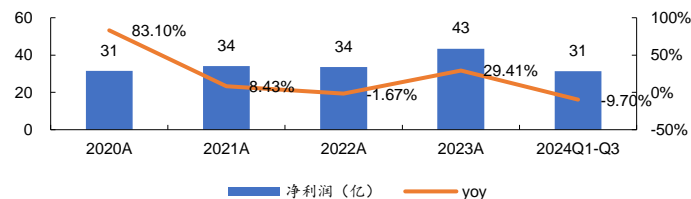
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：毛利率历年变化-战机主机厂



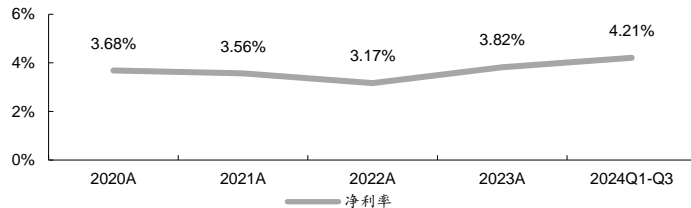
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-战机主机厂



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利率历年变化-战机主机厂



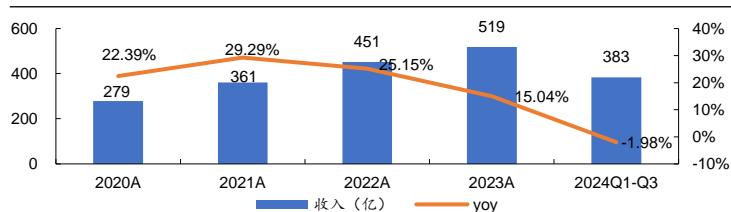
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.1 复盘利润表③—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，海外商发外贸或打开第二增长曲线

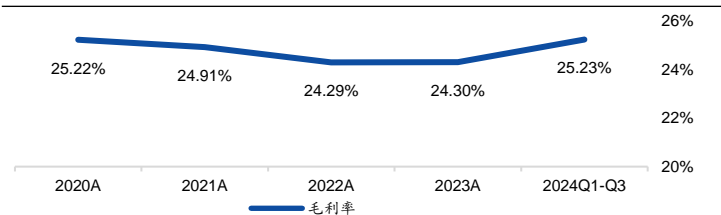
- 进入十四五以来，发动机产业链增长趋势基本与战机产业链相符，2023年收入及利润增速有所放缓，24Q1-Q3呈现略微下降趋势，**或主要因行业交付节奏变化所致**；
- 盈利能力**：从毛利率来看，因价格及增值税调整带动毛利率在2022年明显下滑，2023年企稳，2024Q1-Q3毛利率呈现上升趋势，**或主要因产业链上游原材料高温合金降价**带动，因此**预计24年全年毛利率仍旧会呈现高位水平**；净利率近年来呈现稳中上升的趋势，**或表明费用控制能力较强**；
- 展望2025**：**我们预计发动机产业链老型号将进入稳定期，新型号开始起量，维修需求逐步提升**，在需求侧稳定恢复的大背景下产业链内部或出现进一步分化；同时**海外商用发动机+燃气轮机的高景气度有望为发动机产业链打开第二增长曲线**。

图表：收入历年变化-发动机产业链（不含航发动动力）



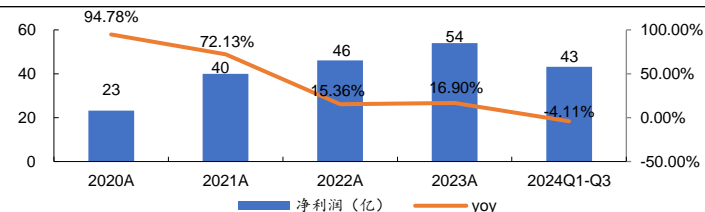
资料来源：Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表：毛利率历年变化-发动机产业链（不含航发动动力）



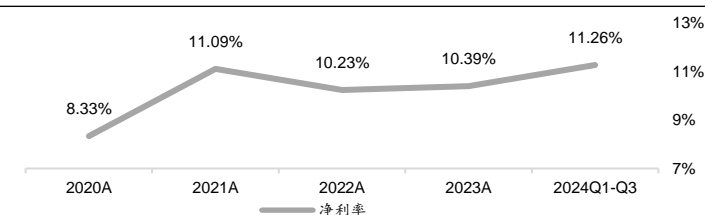
资料来源：Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表：净利润历年变化-发动机产业链（不含航发动动力）



资料来源：Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表：净利率历年变化-发动机产业链（不含航发动动力）



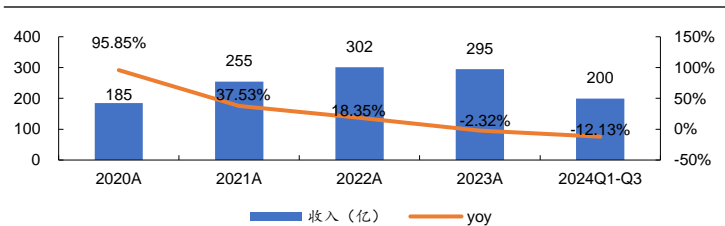
资料来源：Wind, 公司公告, 华福证券研究所

1.1.1 复盘利润表④—细分方向之“导弹”产业链

➤ 先扬后抑，需求有望逐步恢复，低成本高质量大批量或是大势所趋

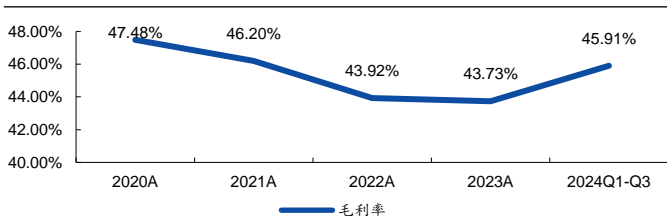
- 20-22年航天特种装备收入及利润端逐步起量；23年因人事调整导致需求递延，收入利润开始下滑；24Q1-Q3需求恢复缓慢，收入利润持续下滑；
- **盈利能力**：毛利率角度，2022-2023年下滑已基本反映价格调整，**2024年因小批量定制化产品数量增多带动毛利率出现回升趋势**；净利率角度，2023-2024主要因收入规模下滑，但费用端（尤其研发费用）无法短期内下降，致使净利率出现连续两年下行；
- **展望2025**：伴随各军种需求逐步恢复，预计收入规模将重回上升趋势，虽毛利率或因恢复大批量交付出现小幅下行，但费用端的摊平将带动净利率企稳回升，且在“低成本高质量”指引下预计导弹赛道有望在更多新需求推动下进一步提升收入规模。

图表：收入历年变化-导弹产业链



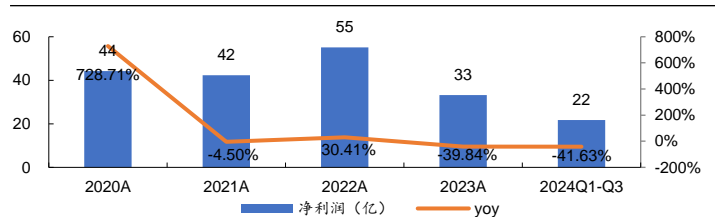
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：利润率、ROE历年变化-导弹产业链



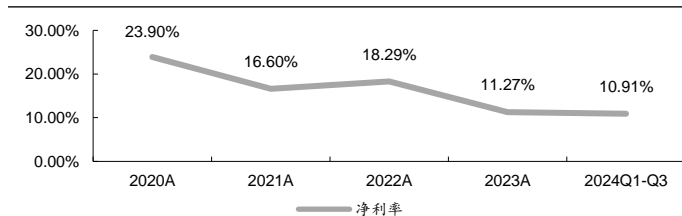
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：净利润历年变化-导弹产业链



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-导弹产业链



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.2 复盘资产负债表：预计2025年进入修复周期

- **应收账款**：2023年以来，**产业链应收账款均持续处于高位，在24Q3达到十四五以来最高水平**，或因**产业链出现需求递延及交付推迟**等原因致使收入确认延后+回款周期变长。**2025年，我们预计收入确认节奏会逐步恢复正常，且回款情况也将进一步得到改善。**
- **存货**：近年来，各细分配套产业链**存货较高，且规模在持续扩大**，或因下游主机单位需求传导降速，导致**中上游配套商库存商品、在产品、及发出商品等科目增加，预计2025年在产业链阻塞点打通后将不断改善。**
- **预收账款及合同负债**：作为需求落地的领先指标，配套产业链2024年仍旧未有明显恢复。展望2025年，在力争完成十四五任务大背景下，各军种或将更为积极向主机单位传递需求，合同负债规模有望再次扩大；回顾十四五，**预收账款及合同负债在2021年呈现扩张高峰，我们预计2025年有望再次出现。**

图表：收入及资产负债表重要项目变动情况-导弹产业链（亿元）

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/9/30
总收入	185	255	302	295	200
总收入：同比增速	96%	38%	18%	-2%	-12%
应收账款	97	105	130	145	190
应收账款-较期初变动率	23%	8%	24%	12%	31%
存货	65	97	124	146	156
存货-较期初变动率	28%	48%	29%	17%	7%
预收账款+合同负债	6	22	16	18	16
变动值/期初值	34%	305%	-29%	16%	-15%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：收入及资产负债表重要项目变动情况-战机产业链（亿元）

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/9/30
总收入	336	413	490	722	469
总收入：同比增速	47%	23%	19%	47%	-12%
应收账款	185	194	247	423	583
应收账款-较期初变动率	13%	5%	28%	71%	38%
存货	138	188	222	285	317
存货-较期初变动率	22%	36%	18%	29%	11%
预收账款+合同负债	13	45	31	39	27
变动值/期初值	-22%	243%	-33%	28%	-32%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：收入及资产负债表重要项目变动情况-发动机产业链（亿元）

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/9/30
总收入	279	361	451	519	383
总收入：同比增速	22%	29%	25%	15%	-2%
应收账款	76	88	115	170	278
应收账款-较期初变动率	-1%	15%	31%	48%	63%
存货	127	157	185	205	229
存货-较期初变动率	17%	23%	18%	11%	12%
预收账款+合同负债	11	26	21	21	15
变动值/期初值	-13%	142%	-20%	-1%	-26%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.2 复盘资产负债表：看好主机单位资产负债表出现积极变化

- 应收账款：**自2022年开始，飞机主机厂收入增速出现下滑，但仍相对好于配套供应商，但2024年应收账款规模累积较大，反映回款速度下降；发动机主机厂则相对较好，考虑到2025年为“十四五”和“十五五”交替之际，**预计飞机及发动机主机单位收入增速有望提速，且回款情况将进一步优化**
- 存货：**从2022年开始，主机单位库存规模不断增长：
 - ✓ 飞机，存货规模稳居高位，且**以原材料和在产品为主**，2025年交付回归正常后有望持续改善；
 - ✓ 发动机，存货2024年呈现快速增长趋势，且**在产品占比高于原材料**，同时**库存商品及发出商品也有一定规模**，可看出其**库存消化仍在进行中，或主要因新型号仍未成熟**，预计在2025-2026年将不断改善，存货压力有望得到缓解。
- 预收账款及合同负债：**作为需求落地的领先指标，2022年以来飞机及发动机主机单位呈现出持续显著下降的趋势，**我们认为，2025年在来自终端客户需求下达恢复正常后，各主机厂合同负债端在2025年有望出现显著积极变化，将进一步佐证行业需求恢复正在进行**；如：主机单位【中航电测】于2024年10月**大幅上调关联交易预计金额**，【洪都航空】公告**2025年关联交易上限，同比大幅增长**，均可**佐证行业需求恢复进行中**。

图表：洪都航空关联交易

单位：亿元	2023E(上限)	2024E(上限)	同比	2025E(上限)	同比
向关联人购买原材料	15.21	23	51.22%	37.7	63.91%
向关联人销售商品	78.53	67.48	-14.07%	85.2	26.26%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：收入及资产负债表重要项目变动情况-飞机主机厂 (亿元)

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/9/30
飞机主机厂					
总收入	855	958	1060	1136	744
总收入：同比增速	39%	12%	11%	7%	-8%
应收账款	125	282	201	331	510
应收账款-较期初变动率	-39%	125%	-29%	65%	54%
存货	459	497	545	519	568
存货-较期初变动率	4%	8%	10%	-5%	9%
预收账款+合同负债	196	523	516	322	244
变动值/期初值	-8%	166%	-1%	-38%	-24%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：中航电测关联交易变更

单位：亿元	2024E(调整前)	2024E(调整后)
采购商品及接受劳务	2	330
出售商品及提供劳务	7	55.5
每日存款最高额	-	455

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：收入及资产负债表重要项目变动情况-发动机主机厂 (亿元)

	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/9/30
发动机主机厂-航发动动力					
总收入	286	341	371	437	260
总收入：同比增速	36%	19%	9%	18%	-1%
应收账款	82	129	164	209	303
应收账款-较期初变动率	-13%	58%	27%	27%	45%
存货	187	205	257	297	402
存货-较期初变动率	1%	9%	25%	15%	36%
预收账款+合同负债	28	218	155	119	63
变动值/期初值	-51%	675%	-29%	-24%	-47%

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

1.1.2 复盘资产负债表：主机厂资本开支仍有提升空间

➤ “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占上期末固定资产及无形资产比例看，**军工行业本轮扩产强度在2022-2023年已达到峰值；**
- 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，中上游扩产较为激进；**主机厂2024年资本开支增加或主要因中直股份受低空经济发展趋势带动，除中直股份外其他**主机厂仍旧保持谨慎平稳状态，因此仍有资本开支空间；**
- 需求传导顺序：终端主机→中游制造→上游材料→上游电子元器件**（主机扩产谨慎，高温合金及锻造次之，元器件激进）。

图表：代表公司固定资产及无形资产数额变动

元器件-固定资产及无形资产新增数额 (亿)						
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024年化
300726.SZ	宏达电子	0.19	1.34	2.49	3.11	-2.05
603267.SH	鸿远电子	1.05	2.00	1.81	0.66	-0.42
603678.SH	火炬电子	3.13	2.27	8.78	0.79	2.89
002025.SZ	航天电器	0.13	3.69	1.26	1.89	1.42
002179.SZ	中航光电	0.96	11.71	5.51	14.28	20.46
300593.SZ	新雷能	-0.03	0.47	1.79	0.41	-0.07
000733.SZ	振华科技	-0.37	1.59	2.01	2.74	-1.45
	合计	5.05	23.07	23.64	23.87	20.79
	占上期末比例	8.85%	37.12%	27.75%	21.93%	15.67%

高温合金-固定资产及无形资产新增数额 (亿)						
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024年化
300034.SZ	钢研高纳	0.27	2.69	0.63	1.60	0.11
600399.SH	抚顺特钢	0.20	-1.47	5.46	7.30	8.10
688122.SH	西部超导	0.72	0.45	1.24	3.64	1.48
688231.SH	隆达股份	1.32	1.96	0.91	0.77	-0.38
688563.SH	航材股份	-0.19	-0.24	1.63	0.19	-0.59
300855.SZ	图南股份	-0.11	0.16	1.87	2.92	0.87
	合计	2.21	3.55	11.75	16.43	9.60
	占上期末比例	3.38%	5.26%	16.53%	19.83%	9.67%

锻造-固定资产及无形资产新增数额 (亿)						
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024年化
300775.SZ	三角防务	0.44	1.06	0.54	1.05	-0.24
600765.SH	中航重机	0.24	-1.66	-0.24	24.52	7.75
605123.SH	派克新材	0.92	2.54	4.27	1.36	0.99
688239.SH	航宇科技	-0.23	-0.10	5.07	1.63	0.22
	合计	1.37	1.84	9.64	28.55	8.71
	占上期末比例	3.50%	4.53%	22.69%	54.79%	10.80%

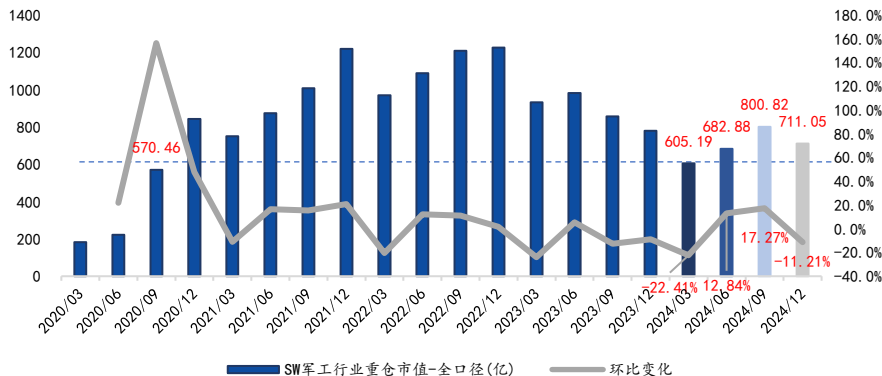
主机厂-固定资产及无形资产新增数额 (亿)						
		2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024年化
000768.SZ	中航西飞	57.15	2.85	-4.12	-1.65	-7.04
600038.SH	中直股份	-1.46	-0.91	-0.54	0.44	46.21
600760.SH	中航沈飞	-0.10	0.74	3.99	3.95	15.02
600893.SH	航发动力	6.21	17.74	12.25	15.18	3.72
600316.SH	洪都航空	4.90	1.57	-0.60	-0.42	-0.51
	合计	66.72	21.98	10.99	17.49	57.39
	占上期末比例	21.46%	5.82%	2.75%	4.26%	13.41%

1.1.3 复盘机构持仓：军工板块持仓市值及环比变化

➤ 持仓市值24Q1触底，看好2025公募资金持续增持

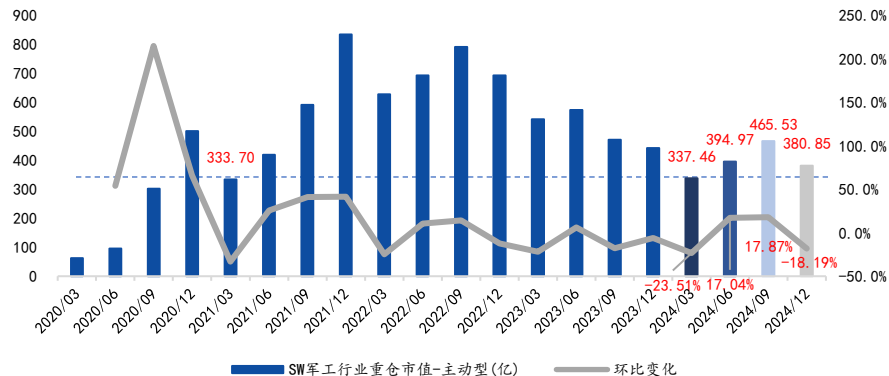
- **回顾历史**，可明显看出，**主动型产品的重仓市值变动幅度大于全口径产品**，更加**市场化和灵活**；
- **回顾2023年**，公募基金产品在国防军工板块的**重仓市值从2023Q3开始呈现明显下滑趋势**，从资金端反映了**人事调整给产业链带来的负面影响**；
- **2024Q1**，全口径来看，公募产品重仓市值在**人事调整的影响持续下达到“十四五”以来的历史最低点**；主动型口径来看，也达到了**历史第二低位**；
- **2024Q2-Q3**，伴随行业负面因素影响逐渐price-in，叠加后续军工板块需求端恢复强预期，公募产品资金**持续增配国防军工板块**，无论是全口径产品还是主动型产品，**从2024Q2开始重仓市值均处于持续上升阶段**；且从重仓市值环比变化来看，**24Q3环比增幅高于24Q2**（全口径：Q2+12.84%/Q3+17.27%，主动型：Q2+17.04%/Q3+17.87%），反映**今年以来军工板块增持幅度逐渐加大**，或表明**市场资金端对国防军工板块信心持续增强**；
- **2024Q4**，珠海航展后军工热度略有下降，以及考虑到24年或为军工板块业绩低点，全口径及主动型产品均呈现了**小幅减持趋势**（全口径：重仓市值环比-11.21%，主动型：环比-18.19%），但仍高于24Q1水平；
- **展望2025年**，即“十四五”计划和“十五五”计划的交替年份，**强基本面恢复预期下，持续看好军工板块受公募资金进一步青睐**。

图表：国防军工行业(SW)重仓市值及环比变化-全口径



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：国防军工行业(SW)重仓市值及环比变化-主动型



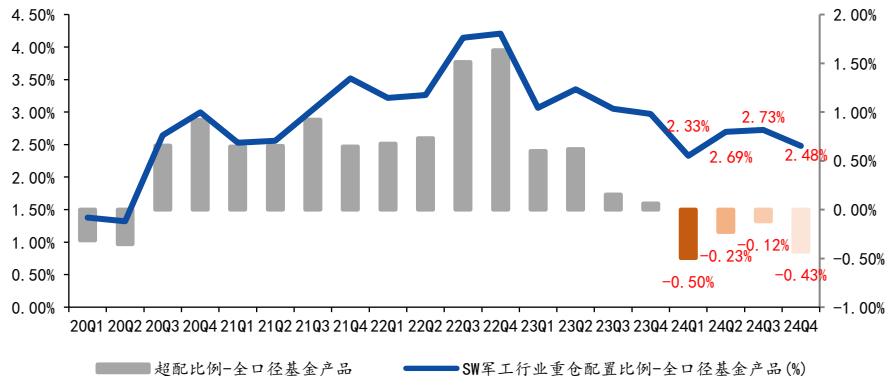
资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1.3 复盘机构持仓：军工板块配置比例及超低配比例

➤ 2024Q4国防军工板块仍旧低配

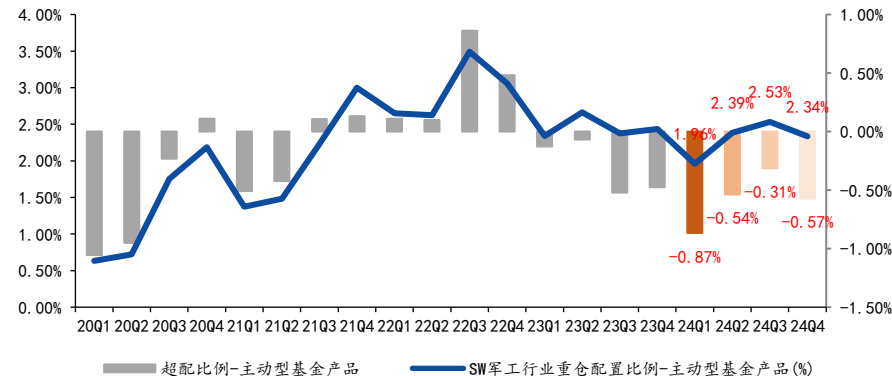
- 回顾历史国防军工板块配置比例及超配比例，可更加明显看出**主动型产品的市场化**，会根据市场情况而明显超配/低配；
- 2024Q1**，军工板块因23年人事变动持续影响**被明显低配**：全口径低配0.5pct，为十四五以来最低配位；主动型低配0.87pct，处于十四五以来第三低配位；
- 2024Q2-Q3**，伴随负面因素影响逐渐price-in，伴随行业基本面恢复预期加强，国防军工板块配置比例持续增加，Q2：全口径配置比例2.69%**(+0.37pct/低配0.23pct)**/主动型配置比例2.39%**(+0.43pct/低配0.54pct)**，Q3：全口径配置比例2.73%**(+0.03pct/低配0.12pct)**/主动型配置比例2.53%**(+0.15pct/低配0.31pct)**；且从**2024Q2-Q4变动**可看出，在增持期间，**主动型产品弹性更高但低配幅度更大**，后续仍有较大增配国防军工板块的空间；
- 2024Q4**，国防军工板块配置比例有所回调，处于显著低配区间，全口径配置比例2.48%**(-0.25pct/低配0.43pct)**，主动型配置比例2.34%**(-0.20pct/低配0.57pct)**，且**本季度主动型产品减持幅度小于全口径产品**，或表明主动选股型资金对军工板块信心相对稳固；
- 展望2025**，**强基本面恢复预期下**，国防军工板块**现仍旧处于低配状态**，**配置性价比较高**，因此**看好后续板块受公募资金持续增配趋势**。

图表：国防军工行业(SW)重仓市值及环比变化-全口径



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：国防军工行业(SW)重仓市值及环比变化-主动型



资料来源：Wind，华福证券研究所

1.1.3 复盘机构持仓：24年以来历史前十大重仓股对比

24Q4新技术导向标的受明显青睐

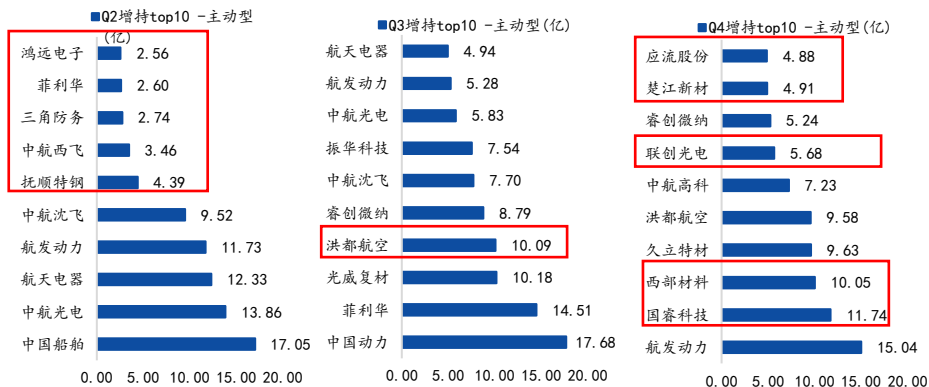
- 2024年Q1-Q3, **国防军工板块重仓集中度明显提升**, 2024Q3前十重仓股集中度为: 全口径61.61%、主动型58.54%; 24Q4重仓集中度有所下调, 或表明资金偏好区分度提升;
- 从重仓角度来看, Q1-Q3【中国船舶】及【中航光电】重仓持股市值持续排名第一及第二, 受资金偏好稳定, 但【中国船舶】从2024Q3开始呈现减持趋势, 到Q4全口径产品中重仓排名已落到第四; 【中航沈飞】受全口径产品配置稳定, 从24Q2开始获主动型产品明显增持; 【菲利华】、【中国动力】从24Q3开始获全口径及主动型同步明显增持, 首次进入前十大重仓; 24Q4航发动力受主动产品青睐明显, 位列重仓第一名, 且主动产品重仓前十大新增【久立特材】、【中航高科】, 均为新材料板块;**
- 从增持角度来看, 主动型产品中, 2024Q2不在前十大重仓股但明显获增持的标的有: 【鸿远电子】、【菲利华】、【三角防务】、【中航西飞】、【抚顺特钢】; 2024Q3为【洪都航空】; 2024Q4为【应流股份】、【楚江新材】、【联创光电】、【西部材料】、【国睿科技】, Q4新增均为新技术导向标的, 可反映资金新增偏好。**

图表：24年以来前十大重仓股及其变化-全口径

全口径: 主动股基+非偏债混基+被动指数+指增										
24Q1重仓前十大	24Q1重仓持股市值(亿)	24Q2重仓前十大	24Q2重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)	24Q3重仓前十大	24Q3重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)	24Q4重仓前十大	24Q4重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)
中国船舶	102.10	中国船舶	121.15	19.06	中国船舶	114.30	6.85	中航沈飞	71.28	-5.72
中航光电	61.42	中航光电	83.87	22.46	中航光电	95.55	11.68	中航光电	71.08	-24.47
中航沈飞	52.65	中航沈飞	64.44	11.80	中航沈飞	76.99	12.55	航发动力	70.94	8.78
紫光国微	50.95	航发动力	53.78	16.99	航发动力	62.16	8.37	中国船舶	60.60	-53.77
航发动力	36.79	中航西飞	35.32	5.07	中航西飞	44.81	9.49	中航西飞	42.80	-2.01
振华科技	31.62	中航重机	27.64	12.40	菲利华	40.16	23.32	中航高科	39.71	15.31
中航西飞	30.25	航天电器	26.12	13.19	中国动力	38.09	22.64	中国动力	33.81	-4.28
中航高科	25.79	久立特材	23.59	-1.63	航天电器	34.62	8.50	睿创微纳	30.86	6.88
久立特材	25.22	紫光国微	22.11	-28.84	中航重机	25.53	2.11	紫光国微	27.26	2.91
睿创微纳	23.32	中航高科	20.12	-5.67	中航高科	24.40	4.28	久立特材	26.44	9.36
TOP10集中度	55.43%		59.75%			61.61%			55.22%	

资料来源: Wind, 华福证券研究所

图表：Q2-Q4增持个股top10-主动型 **红框为：不在重仓前十大, 但增持金额排名靠前的标的**



资料来源: Wind, 华福证券研究所

图表：24年以来前十大重仓股及其变化-主动型

主动口径: 主动股基(剔除主题基金)										
24Q1重仓前十大	24Q1重仓持股市值(亿)	24Q2重仓前十大	24Q2重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)	24Q3重仓前十大	24Q3重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)	24Q4重仓前十大	24Q4重仓持股市值(亿)	重仓持股市值变动(亿)
中国船舶	72.22	中国船舶	89.26	17.05	中国船舶	80.45	-8.81	航发动力	40.62	15.04
中航光电	36.76	中航光电	50.62	13.86	中航光电	56.44	5.83	中国船舶	38.19	-42.26
久立特材	24.20	中航沈飞	27.91	9.52	中航沈飞	35.61	7.70	中航光电	37.23	-19.22
紫光国微	23.13	航天电器	20.44	12.32	中国动力	26.58	12.68	中航沈飞	29.36	-6.25
振华科技	20.61	久立特材	20.41	-3.79	菲利华	25.68	14.51	久立特材	25.54	9.63
睿创微纳	18.65	航发动力	20.30	11.73	航发动力	25.58	5.28	睿创微纳	23.60	5.24
中航沈飞	18.39	紫光国微	16.60	-6.53	航天电器	25.39	4.94	洪都航空	20.06	9.58
西部超导	15.80	图南股份	13.51	2.35	振华科技	18.53	7.54	中航高科	19.28	7.23
铂力特	14.72	铂力特	12.59	-2.14	睿创微纳	18.36	8.79	中国动力	18.79	-7.79
中航高科	13.29	西部超导	12.07	-3.74	光威复材	18.33	10.18	振华科技	15.65	-2.87
TOP10集中度	52.51%		55.84%			58.54%			52.77%	

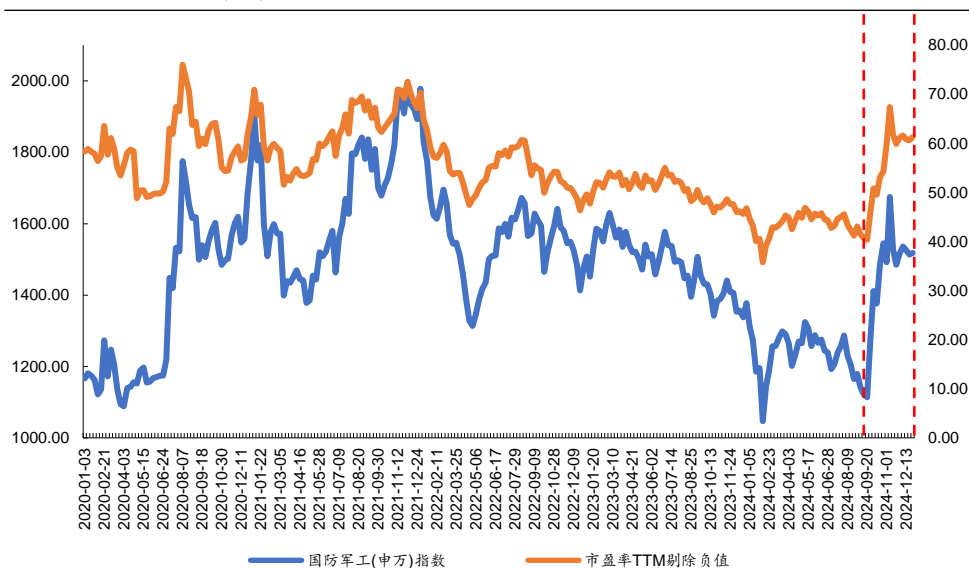
资料来源: Wind, 华福证券研究所

1.2 复盘9.24至今——2025需求恢复，配置价值仍在

➤ 2025年EPS改善预期消化估值，中上游及新技术或更受市场偏好

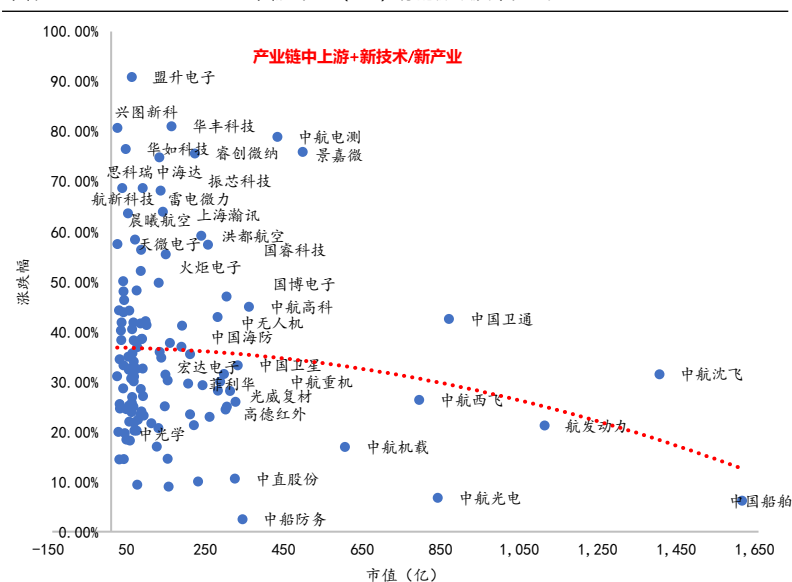
- 9.24以来，**军工指数呈现高弹性上涨**，截至2024.12.27，当前市盈率TTM（剔除负值）61.27倍，五年历史分位数79.92%，三季报后PE-TTM现值业绩基数为23Q4至24Q3，恰好为板块因负面因素影响业绩阶段，**考虑2025年为“十四五”任务冲刺之年，预计行业EPS端将出现显著修复，向未来展望行业估值或进入持续消化阶段；**
- 回顾9.24以来个股涨跌，**250亿市值以下的技术驱动标的涨幅更为靠前（如：盟升电子91%）**，反映：**1) 行业需求恢复预期下，市场对中上游EPS修复有更高预期，2) 对新技术带来的新产业方向有更强投资偏好。**

图表：近5年来国防军工（SW）指数及Pettm变化一览



资料来源：Wind，华福证券研究所，数据截至2024.12.27

图表：2024.9.23-2024.12.31国防军工（SW）标的涨跌及市值一览



资料来源：Wind，华福证券研究所

1.3 展望2025——五年计划的变与不变：第四年恢复，第五年奋进

➤ 军工行业“五年规划”计划性强，2025有望重温2020

- **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，2024年下半年产业链开始呈现恢复状态**，部分需求递延至2024H2或2025年；
- **展望2025，有望重现2020，即：1) 资金拨付正常化；2) 主机厂率先开始修复资产负债表端；3) 中上游供应链资产负债表与利润表同步修复。行业基本面复苏进度有望显著快于2024年。**

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%/7%	28%/58%/?
沪深300表现	-25%/-11%/-5%	8%/22%/-22%	-8%/-25%/-11%	52%/36%/15%	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

1.3 展望2025——“十四五” → “十五五”，变局之下开新局

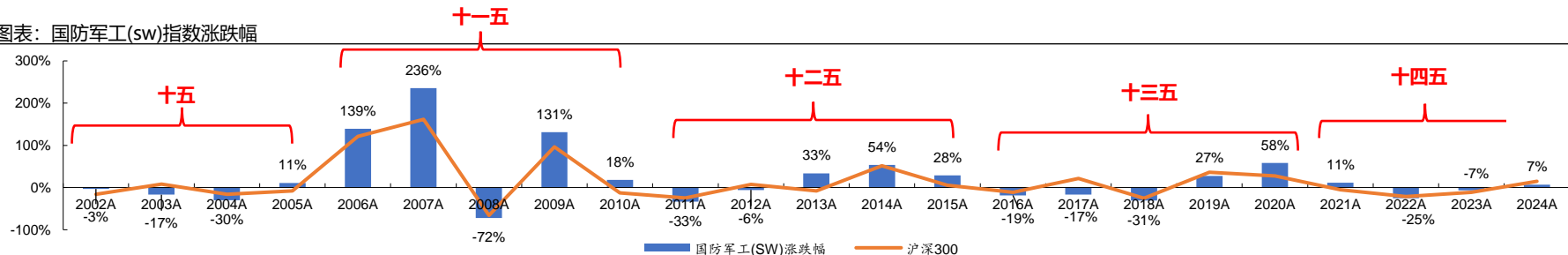
- **“十四五”主旋律“批量生产”，“十五五”主旋律或是“做专做精”**
 - 从“十五”开始，每个五年计划都各有特点，“十四五”时期军工行业正式进入批量化生产阶段，行业总体规模不断提升；
 - **“十四五”后半段行业展望：**1) 更加市场化（单流水到多流水）；2) 从自主可控走向提质增效；3) 主机单位议价能力提升；
 - **“十五五”展望：**2023年前看产能（规模），2023年后看管理（效率），2025年后应更专注研发（做精），即从**“做大做强”逐步过渡至“做专做精”**，以自身内核的持续强化为牵引，向产业链横向/纵向不断延展，直至做到“世界一流企业”。
- **参考2019-2020：**2019行业需求从军改结束后缓慢恢复，**2020年因十三五任务的加速推进，行业指数层面迎来较大涨幅，因此看好同样阶段的2024-2025年军工行业发展。**

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：华福证券研究所绘制

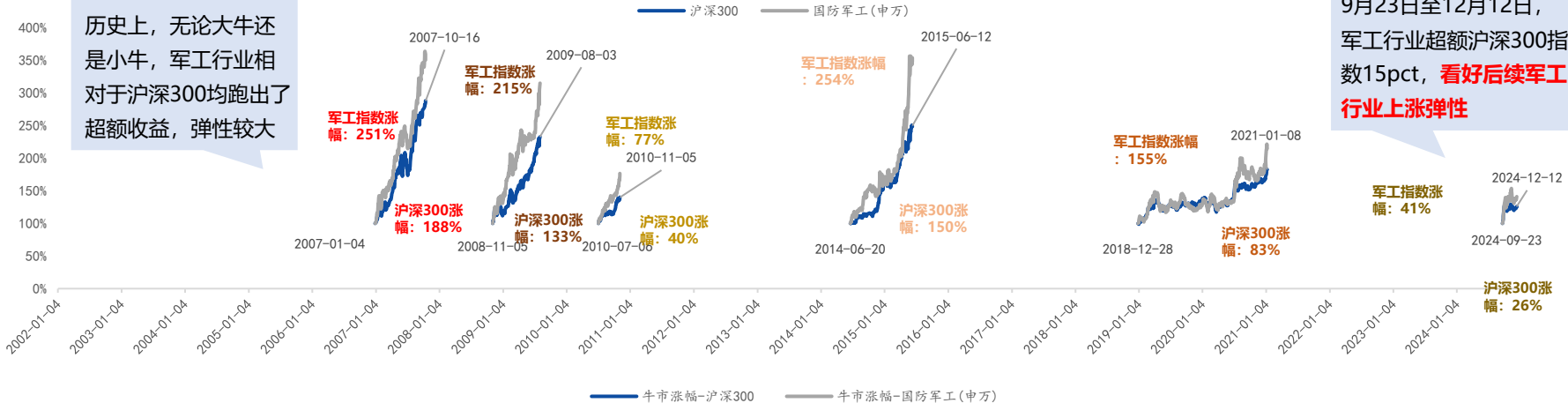
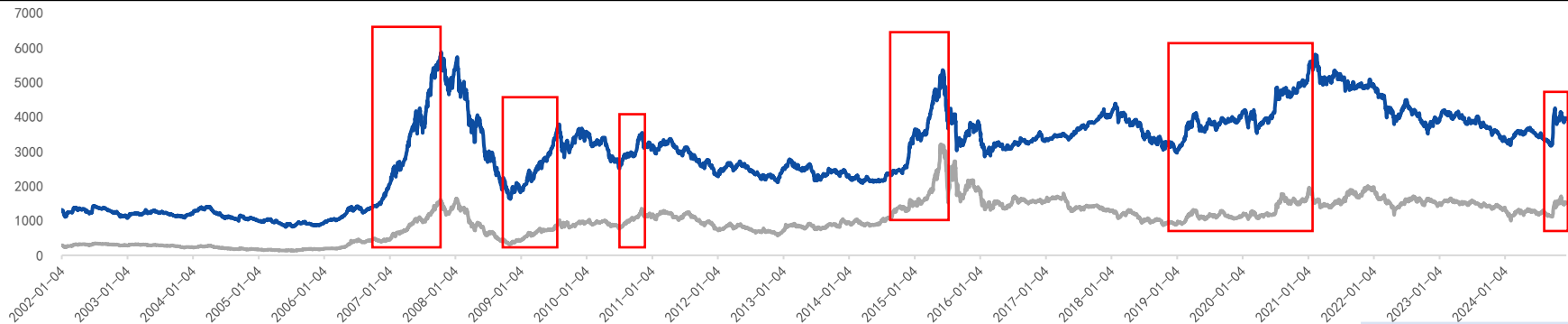
图表：国防军工(SW)指数涨跌幅



资料来源：Wind，华福证券研究所，2024年涨跌幅为截至2024/12/31数据

1.3 展望2025——若市场整体趋涨，军工板块弹性更大

图表：牛市阶段沪深300及军工指数涨幅对比



历史上，无论大牛还是小牛，军工行业相对于沪深300均跑出了超额收益，弹性较大

9月23日至12月12日，军工行业超额沪深300指数15pct，看好后续军工行业上涨弹性

资料来源：Wind，华福证券研究所

- 1 历史复盘及25年展望：伏久者，飞必高
- 2 投资主线一：传统阵地——飞机导弹发动机
- 3 投资主线二：跨越十五五周期
- 4 风险提示

2.1 主战阵地——飞机：核心作战平台

➤ 上一轮大额订单逐渐消化，产业链已逐步进入恢复周期

- 2023H2开始，因人事调整等影响因素下，需求端（合同）出现一定推迟（**23Q3至24Q3全产业链收入规模缩小，应收账款及存货等科目规模处于历史高位**），**产业链中上游库存程度整体较高，订单收入确认迟缓**；通过观察主机单位合同负债（预收账款）科目，可发现，截止2024Q3各飞机主机单位上一轮大额订单已被逐步消化，**待主机单位收到正式订单后，全产业链收入端有望在2025年得到明显改善**；
- 关联交易：**我们发现中航沈飞、中航西飞在今年年底都大幅上调了2024年关联交易预计金额，或印证了产业链已逐步进入恢复周期**；
- 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，**主机单位需求端有望在2025年率先恢复，建议关注：核心主机单位【中航沈飞】、【中航电测】。**

图表：中航沈飞、中航西飞预收账款及合同负债（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	2024/6/30	2024/9/30
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	29.52	58.14
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	110.64	91.78

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	2024A	2024E	同比	2025E	同比
中航沈飞	219.27	-	246.23	12.30%	191.58	-22.20%
中航西飞	200.92	-	247.85	23.36%	224.88	-9.27%
中航机载	41.34	-	60.00	45.14%	55.00	-8.33%
洪都航空	15.21(2023 E)	9.87	23(上限)	51.22%	37.7(上限)	64%(和24年上限相比)
中航电测	-	0.91	250.00	-	274.80	30195%(和24年实际发生相比)

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	2024A	2024E	同比	2025E	同比
中航沈飞	56.85	-	27.14(年初18.64)	-52.26%	17.01	-37.32%
中航西飞	5.31	-	16.80(年初7.46)	216.05%	19.39	15.43%
中航机载	177.50	-	220.00	23.94%	200.00	-9.09%
洪都航空	78.53(2023 E)	43.68	67.48(上限)	-14.07%	85.2(上限)	26%(和24年上限相比)
中航电测	-	3.55	55.00	-	33.79	852%(和24年实际发生相比)

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

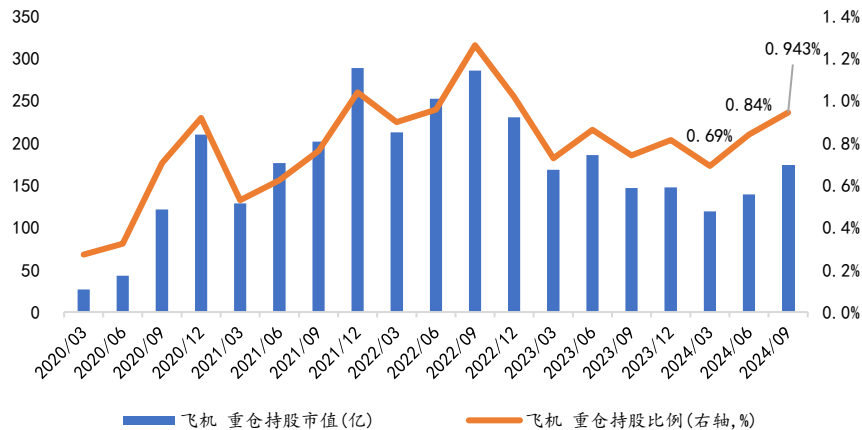
2.1 主战阵地——飞机：核心作战平台

➤ 行业负面影响因子或已完全price-in，行业需求稳步恢复中

- 机构主动产品持仓：24Q1获配金额及比例将至三年来历史低点，**后持续提升**，在细分方向中**获配比例最高**，受机构资金持续青睐；
- 2022年至2024H1，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**；**2024H2开始，股价、订单、财务表现均出现恢复迹象**，**光威复材近期签订时间跨越3年半且总金额为36.64亿元的大合同**，进一步验证了产业链需求逐步恢复的情况。

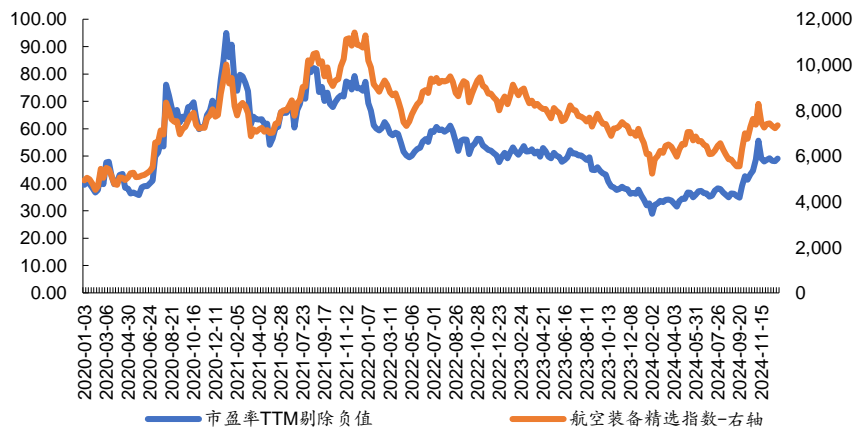
➤ 战机作为主战装备最核心平台，展望2025复苏在即，待主机下达订单后，建议关注：**【中航高科】、【光威复材】、【西部超导】。**

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

2.1 主战阵地——发动机：新一代型号放量始点

- **主机订单增加带动库存恢复**：2023H2，发动机中上游产业链普遍出现交付放缓迹象（应收账款及存货处于高位），或与主机单位消化库存有关；**2024年起**，主机单位库存恢复，根据公告主要系**订单增加而产品投入增加**所致，或逐步带动产业链需求恢复进度提速；
- **主机单位关联交易指引乐观**：航发动力作为唯一军用发动机主机单位，**2024-2025年【采购商品】项目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，发动机产业链或将率先受益于全产业链需求恢复**；
- **看好全新一代型号放量始点+第二增长曲线**：发动机行业正处于老型号稳定列装+新型号逐渐导入的发展趋势，增量逻辑仍在，看好2025年全新一代型号放量起始点；同时发动机行业研制难度高、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），外贸业务或将成为部分发动机配套企业第二增长曲线**。
- 建议关注：1) 上游材料【**华泰科技**】；2) 中游制造【**图南股份**】；3) 中游系统【**航发控制**】；4) 下游主机单位【**航发动力**】。

图表：发动机产业链收入、应收账款、毛利率、存货变动

	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
收入 (亿元)	274	180	256	217	303	189	260	193
毛利率	15.71%	20.50%	20.15%	19.76%	14.23%	20.19%	19.08%	20.73%
应收账款 (亿元)	280	363	451	500	380	447	543	581
存货 (亿元)	442	515	542	573	502	571	576	632

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：航发动力、航发控制存货 (亿元)

	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
航发动力	257.34	317.55	340.59	367.75	296.63	363.07	362.25	402.27
航发控制	13.64	13.95	13.94	14.58	14.46	14.21	14.33	14.74

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：关联交易（中国航发及其下属单位）

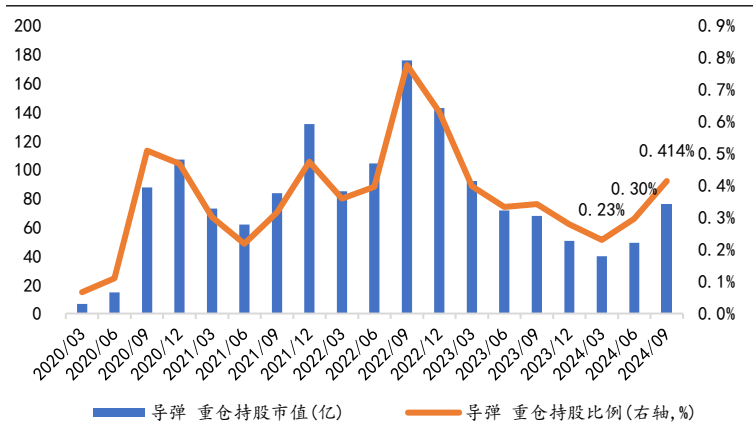
单位：亿元		2023A	2024E	同比	2025E	同比
采购商品	航发动力	113.46	145.00	27.80%	135.00	-6.90%
	航发控制	1.27	1.50	18.52%	未公布	
销售商品	航发动力	24.65	30.00	21.73%	28.00	-6.67%
	航发控制	41.26	45.50	10.27%	未公布	

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

2.1 主战阵地——导弹：多点开花，百花齐放

- 行业订单需求恢复**：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；存货科目也持续保持较高水平，但24年中报中部分公司明确表明**存货处于高位主要系生产需求而非存货积压**：**楚江新材“保证产品交付、相应备货”**；**航天电器“小批量多品种增长，增加订单生产所需物料储备”**，反映了行业需求恢复进行中；
- 机构主动产品持仓**：24Q1，导弹产业链在三大主战装备领域中配置比例最低，已充分反映行业负面因子；24Q3，导弹产业链成为24年以来**重仓市值增长最快**的细分产业，24Q3和24Q1相比重仓市值增加**92%**，或反映**资金对导弹产业链困境反转的较高预期**；
- 产业链负面影响因素消除后，我们预计产业链有望呈现“多点开花、百花齐放”的发展趋势，建议关注：**【楚江新材】、【菲利华】、【航天电器】**。

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：导弹产业链收入、应收账款、毛利率、存货变动

	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
收入(亿元)	77	76	71	88	68	67	66	71	63
毛利率	43.45%	42.43%	44.79%	45.28%	44.98%	39.35%	44.31%	48.06%	45.19%
应收账款(亿元)	173	130	152	187	190	145	167	185	190
存货(亿元)	123	124	141	147	156	146	146	150	156

资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

- 1 历史复盘及25年展望：伏久者，飞必高
- 2 投资主线一：传统阵地——飞机导弹发动机
- 3 投资主线二：跨越十五五周期
- 4 风险提示

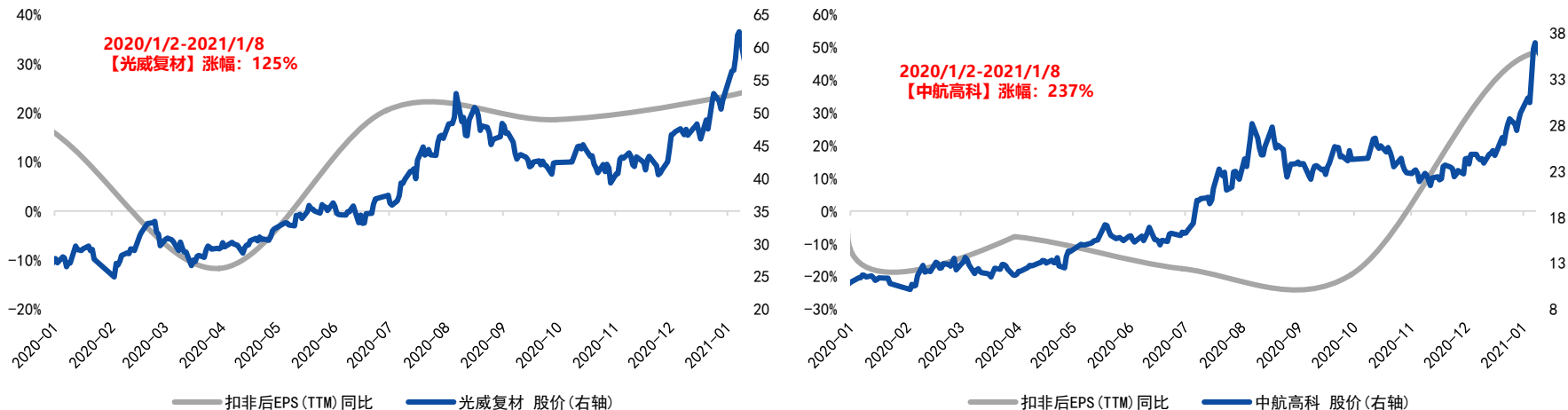
3.1 复盘十四五：新装备复合材料应用比例提升

➢ 复盘十四五初期即2020年至2021年，从0-1阶段迈入1-N阶段的公司，因盈利驱动EPS端快速增长，在不同阶段股价表现优异，如：碳纤维产业链：

【光威复材】+【中航高科】

- 2020年起，碳纤维复合材料在新一代装备中使用比例逐步提升，高端装备对碳纤维需求日益增长，航空应用端碳纤维及其复合材料业务稳定成长，带动碳纤维企业【光威复材】、【中航高科】业绩快速增长，股价在2020-2021年期间同步反应，实现PEXEPS的戴维斯双击，跑出明显超额；
- 2020/1/2-2021/1/8，【光威复材】股价实现涨幅**125%**，超额沪深300指数**99pct**，超额SW国防军工指数**64pct**；【中航高科】股价实现涨幅**237%**，超额沪深300指数**213pct**，超额SW国防军工指数**178pct**。

图表：2020年-2021年光威复材、中航高科EPS变动及股价走势



资料来源：Wind, 华福证券研究所

3.1 复盘十四五：金属材料在新一代装备中的大规模应用

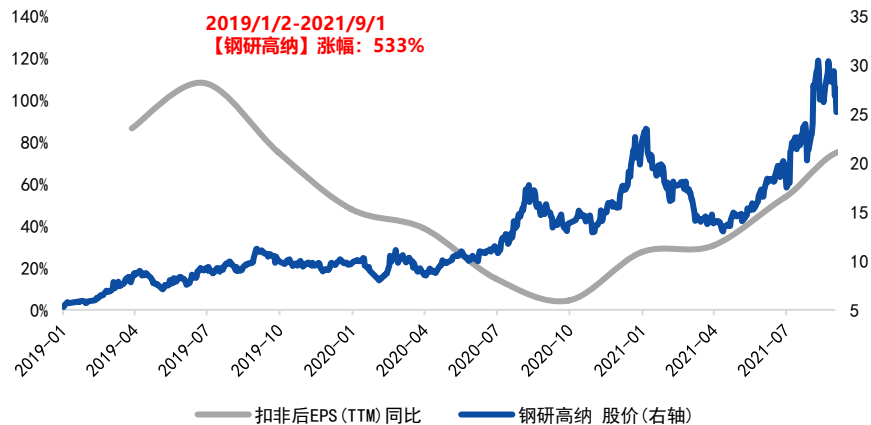
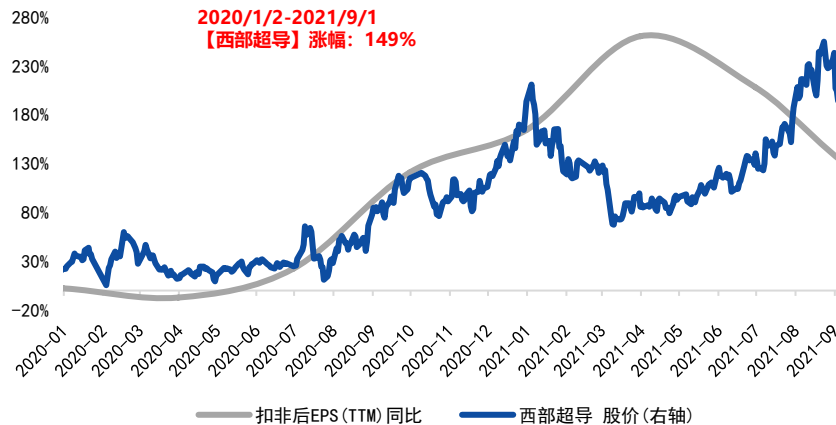
➤ **【西部超导】：钛合金在新一代战机中应用比例提升**

- 2020年，**公司自研某超高强韧钛合金被新型号装备选材，某耐腐蚀钛合金实现批量稳定生产且用于重大项目**，新型高性能钛合金在兵器领域获得应用；技术驱动下，国内航空客户需求增长强劲，合同量饱满；以上共同带动公司业绩在2020-2021年实现大幅增长，股价也同步反映；2020/1/2-2021/9/1，**【西部超导】** 股价实现涨幅149%，超额沪深300指数130pct，超额SW国防军工指数85pct；

➤ **【钢研高纳】：高温合金开启大规模应用**

- 2019年，公司在大型复杂机匣产品上技术取得突破，粉末高温合金技术提升降低生产成本，伴随新一代发动机不断列装，带动公司业绩在2019-2021年期间实现快速提升，2019/1/2-2021/9/1, 股价实现涨幅533%，超额沪深300指数471pct，超额SW国防军工指数424pct。

图表：2020年-2021年西部超导、钢研高纳EPS变动及股价走势

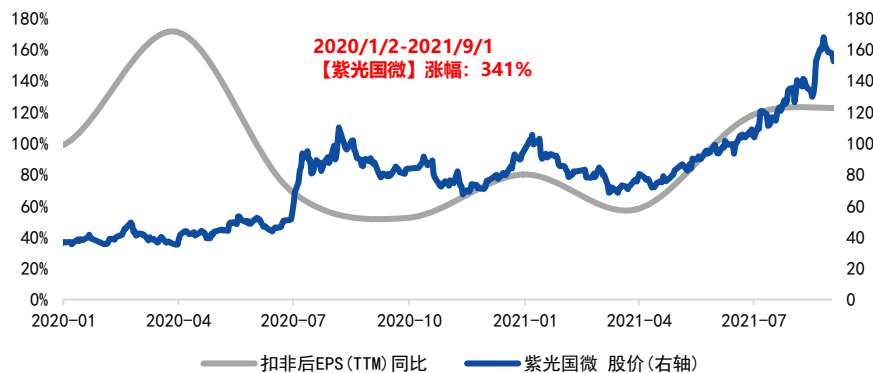


资料来源：Wind，华福证券研究所

3.1 复盘十四五：信息化建设持续推进

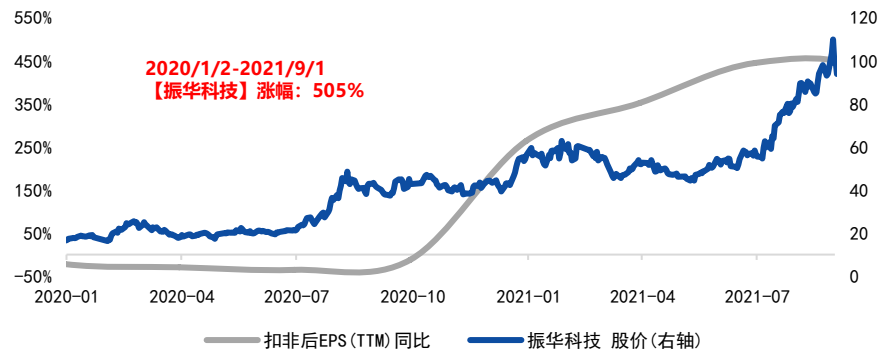
- **受益新一代武器装备信息化率提升以及国产化要求的进一步催化**，电子元器件、模块电源、国产芯片等方向在“十四五”初EPS均出现快速提升，且因复合增速相对更快，估值提升幅度也相对更大，典型戴维斯双击，2020/1/2-2021/9/1 期间：
 - ✓ 【振华科技】股价实现涨幅**505%**，超额沪深300指数**486pct**，超额SW国防军工指数**441pct**
 - ✓ 【紫光国微】股价实现涨幅**341%**，超额沪深300指数**322pct**，超额SW国防军工指数**277pct**
 - ✓ 【新雷能】股价实现涨幅**401%**，超额沪深300指数**383pct**，超额SW国防军工指数**337pct**
- **“十五五”信息化建设预计仍将是行业主旋律之一**：“十四五”期间新一代装备数量快速提升，作战平台搭建初见成效，“十五五”更是对现有武器平台进行相关能力建设，而**信息化领域提升空间仍然非常巨大**，看好信息化领域相关公司在下一个五年周期表现。

图表：2020年-2021年紫光国微EPS变动及股价走势



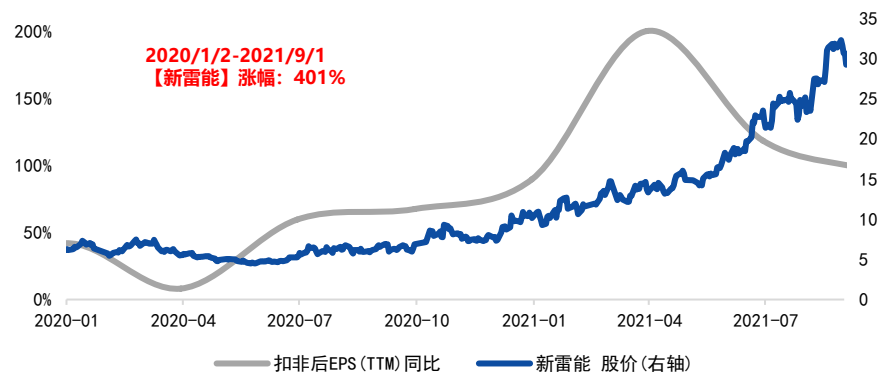
资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2020年-2021年振华科技EPS变动及股价走势



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表：2020年-2021年新雷能EPS变动及股价走势



资料来源：Wind，华福证券研究所

3.2 跨越“十五五” 长久期投资方向

- 复盘“十四五”初期可知，从0-1阶段迈入1-N阶段的公司，因均具备戴维斯双击逻辑，故股价表现也相对更好；
- “十五五”期间在**新技术/新作战方式/新市场**等多因素驱动，即将迈入1-N方向的细分领域公司，其业绩增长长期或相对更长，即业绩与估值提升空间均较为充足，有望再现“十四五”初期表现，或跑出更大超额。

图表：跨越“十五五”长久期投资方向

核心方向	基本介绍	代表公司
新材料	陶瓷材料的正式产业化应用	火炬电子：陶瓷基复材基体材料
商用发动机	海外两机业务景气度持续提升	航宇科技：商用航空发动机环锻件
信息化	贯穿“十五五”主旋律之一	新劲刚：数据链+反无+低空 中科星图：数字地球+卫星+低空
无人化及低成本	装备发展大势所趋	航天彩虹：无人机总体核心标的 西部材料：钛板材(无人水下装备材料) 观想科技：低成本总体配套+军工AI 广东宏大：外贸+火工品原料

资料来源：华福证券研究所绘制

3.2.1 上游材料——陶瓷基复合材料

陶瓷基复合材料轻质/耐高温/抗氧化性的优异特性引领航空动力新突破

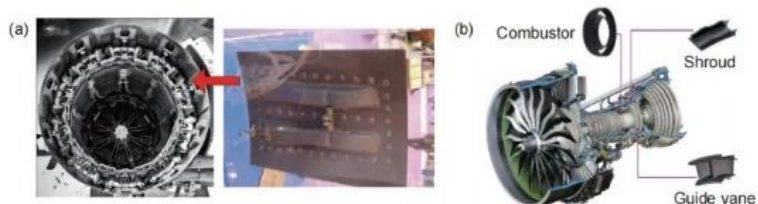
- 未来发动机燃烧室温度将会更高，**陶瓷基复材因其轻质（密度低）、耐高温（工作温度可达1600°C）和抗氧化性（在高温有氧保持稳定）等优点而成为理想的高温合金替代材料**，尤其工作温度较高温合金提高了400~500°C，可以满足新一代发动机对高推重比、低油耗以及长寿命的需求。
- 已在燃烧室、涡轮叶片、尾喷管等航空发动机热端部件实现规模应用。
- 新一代装备有望进一步创造需求**
- 飞发一体化作为新一代战机研制的必然趋势**，喷管在其设计中的重要性得到提升，热管理一体化设计是其关键；而陶瓷基复合材料制备技术为高超声速飞机喷管的热防护问题提供了解决的思路，以C/C、C/SiC为代表的陶瓷基复合材料轻质、耐高温且制备技术日益成熟，代表了未来热防护技术的发展方向，或将在新一代航空动力系统中发挥关键作用，从而持续催生市场需求。

图表：F-22飞发一体



资料来源：军迷速成学堂，华福证券研究所

图表：陶瓷基复合材料在典型发动机上的应用



陶瓷基复合材料在典型发动机上的应用 (a)M88-2 发动机机尾喷管^[32]; (b)GE9X 发动机 SiC/SiC 部件^[35]

资料来源：马宇等《飞行器陶瓷基复合材料轻量化结构设计研究进展》，中国复合材料学会，华福证券研究所

图表：陶瓷基复合材料的基本性能

Parameter	C/SiC	C/C-SiC	SiC/SiC	
Manufacturer	SNECMA	DLR	SNECMA	GE
Preparation process	CVI	RMI	CVI	RMI
Density/ (g · cm ⁻³)	2.1	1.9-2.0	2.5	2.7
Tensile strength/MPa	350	80-190	150	321
Young's modulus/GPa	100	60	170	285
Coefficient of thermal expansion / (10 ⁻⁶ K ⁻¹)	3 ^a	2.4 ^b	3 ^a	3.57
Thermal conductivity/ (W · m ⁻¹ · K ⁻¹)	14.3-20.6	17.0-21.0 ^b	15.2 ^a	33.8
Specific heat capacity/ (J · kg ⁻¹ · K ⁻¹)	620-1400	690-1550	1200 ^a	710

Note: ^a RT-1000 °C^[32]; ^b RT-1400 °C^[35].

资料来源：马宇等《飞行器陶瓷基复合材料轻量化结构设计研究进展》，中国复合材料学会，华福证券研究所

3.2.1 陶瓷基复材核心标的——火炬电子

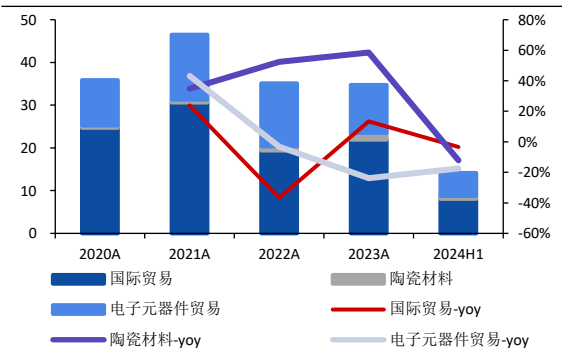
陶瓷复材跨入“1-N”阶段，成长逻辑清晰，或成公司第二增长曲线

- 新材料由**立亚系公司**实施，是国内少数具备**陶瓷材料规模化生产能力**的企业之一，其中——
 - ①**立亚化学**：主要产品包括固态聚碳硅烷等，1) 能作为高性能特种陶瓷材料的先驱体，2) 亦可作为基体制造陶瓷基复合材料；
 - ②**立亚新材**：专注于具有突破性能的新一代材料，**主营产品应用于航天、航空、核工业等领域的热端结构部件，已具备稳定供货能力，“1-N”阶段成长逻辑或逐步清晰。**近年来，公司陶瓷材料业务快速增长，20-23年营业收入复合增速高达48.24%。

电子元器件业务底部复苏

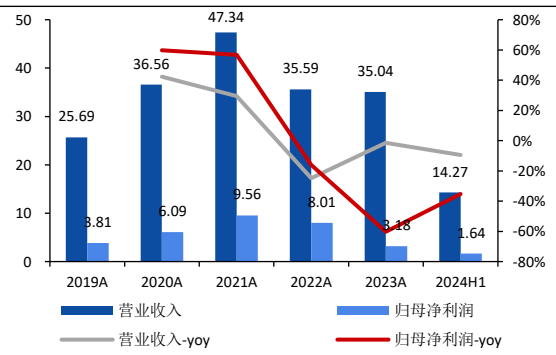
- 特种电子元器件行业集中度高，竞争格局稳定，公司已成为国内陶瓷电容器行业的核心企业之一；2023年元器件市场景气度回落，出现下游需求整体弱化的情况，我们预计随着行业边际修复，公司核心主业或将呈现恢复性增长。

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



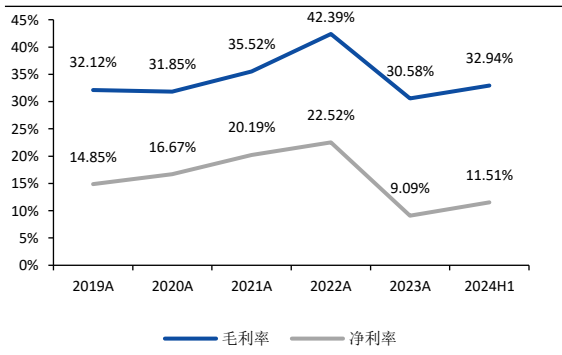
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率

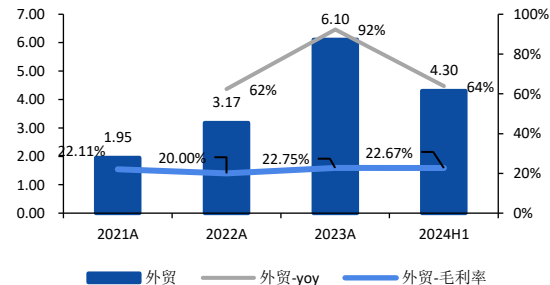


资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

3.2.2 商用发动机——航宇科技

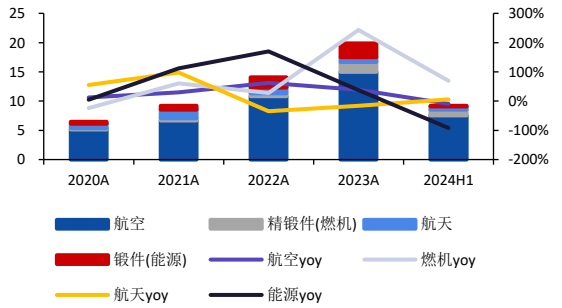
- 海外商用发动机市场长坡厚雪**：绑定海外优质大客户，长协订单持续增加，截至24H1公司在手长协订单金额约20.92亿元；21-23年外贸收入 **cagr76.73%**且**毛利率稳步提升**，现处于**量价齐升阶段（全球份额提升+毛利率提升）**，为公司带来第二增长曲线；此外，我国商用发动机整体进度或逐步提速，公司作为中国商发集团核心供应商也将同步受益。
- 燃气轮机**：公司从2010年开始承接燃气轮机锻件业务，核心绑定**GE、贝克休斯、西门子能源**等海外客户，23年燃机业务收入实现同比**+243.23%**，24H1实现同比**+68.87%**；受益于**海外 AI 数据中心对电力需求上升，全球燃气轮机市场有望进入加速增长阶段**，公司燃机锻件业务将随之持续受益。
- 国内军用发动机**：老型号稳定列装，新型号即将进入放量周期，业务预计保持稳健增长趋势。

图表：近年外贸业务及其增速（亿元）



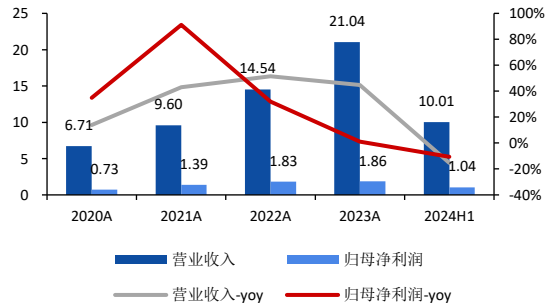
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



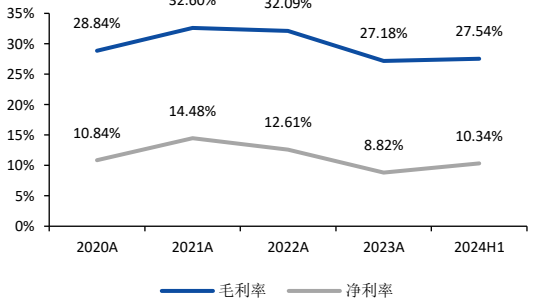
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

3.2.3 信息化——信息化依旧是装备建设重中之重

- 现代战争中，制信息权是赢得战争胜利的关键。特别是在新一轮科技革命和军事革命迅猛发展、战争形态加速演变的背景下，网络信息体系的地地位作用空前凸显。对我军网络信息体系建设，习主席始终高度关注，作出一系列重大部署。
- 2024年4月19日，信息支援部队正式成立。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为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：宏观层面对“军队信息化建设”的相关表述

时间	标题	主要内容
2014年12月	全军装备工作会议	习主席强调：以 网络信息体系 为抓手，推动我军信息化建设实现跨越式发展
2016年5月	中央军委颁发《军队建设发展“十三五规划纲要”》	到2020年，军队信息化建设需取得重大进展 ，构建能够打赢 信息化战争 、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。
2017年10月	党的十九大报告	提高基于 网络信息体系 的联合作战能力、全域作战能力，有效塑造态势、管控危机、遏制战争、打赢战争。
2022年10月	党的二十大报告	打造强大战略威慑力量体系，增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展，统筹 网络信息体系 建设运用。
2024年4月	信息支援部队成立	信息支援部队 是全新打造的战略性兵种，是统筹 网络信息体系 建设运用的关键支撑，在推动我军高质量发展和打赢现代战争中地位重要、责任重大。
2024年8月	张又侠人民日报撰文：持续深化国防和军队改革	深化联合作战体系改革 。提高基于 网络信息体系 的联合作战能力、全域作战能力；当前最紧要的是重塑 网络信息体系 ，推动实现网信赋能联合作战的新跨越；习主席亲自决策组建 信息支援部队 ，必须把这支战略性力量建设好，把网信组织形态重构好，驱动联合作战能力实现质的跃升。
2024年12月	习近平总书记视察信息支援部队的讲话	要贯彻新时代强军思想，贯彻新时代军事战略方针，强化使命担当，勇于创新突破，夯实部队基础，努力建设一支强大的 现代化信息支援部队 ，推动我军 网络信息体系 建设跨越发展。

资料来源：解放军报，人民网，新华社，中国政府网，财联社，华福证券研究所

3.2.3 信息化——智能化作战体系建设硬软件缺一不可

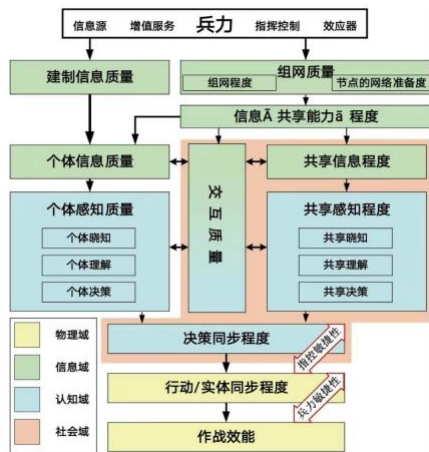
➤ 作战平台建设完成后，能力建设迫在眉睫

- “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），其中软件、硬件缺一不可。

➤ **硬件**：感知（无人机、UUV、卫星）、作战（陆海空天装备）、通讯（基站、数据链）。

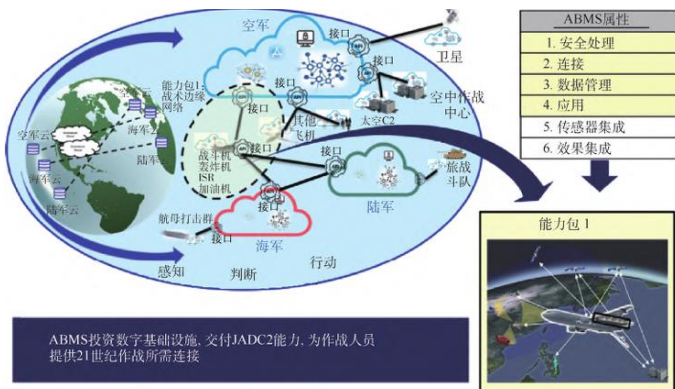
➤ **软件**：态势感知（三维建模、图像识别、意图识别）、对抗（电子对抗、战棋推演）、效能评估（作战效能评估、指令分发评估、毁伤效果评估）。

图表：网络中心战概念框架



资料来源：曹志敏等《智能化作战效能评估指标体系构建方法》，指挥控制与仿真，华福证券研究所

图表：先进作战管理系统愿景



ABMS投资数字基础设施,交付JADC2能力,为作战人员提供21世纪作战所需连接

资料来源：袁超等《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：美军及盟军数据链应用场景示意图



资料来源：蓝德智库，华福证券研究所

3.2.3 数据链+反无+低空——新劲刚

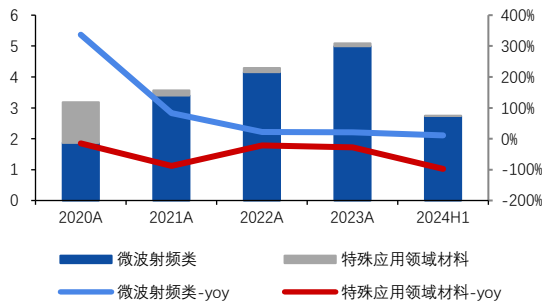
数据链需求有望逐步释放

- 全军综合数据链系统——先进武器装备配备的先进指挥控制系统，可实现广阔战场的信息交换、共享，以发挥最大、整体的作战能力，**我军数据链发展起步较迟，迫切需要进一步丰富数据链品类，完善数据网覆盖**；全资子公司宽普科技和仁健微波在射频微波领域有深厚技术和项目积累，其中：
 - **宽普科技**主要应用于**通信与数据链**，2023年收到特殊客户2024年-2025年生产任务需求，金额共计3.25亿元，随着下游数据链建设需求推进，公司业绩有望随之受益（宽普科技占公司总营收近三年均超过或接近**90%**）；
 - **仁健微波**主要应用于**雷达、测控、电子对抗**等，在**特殊应用卫星**领域也有相关产品，帮助公司建立起频率源、信号源产品能力，进一步丰富了公司的产品结构，拓展公司产品的应用领域；

军技民用，积极拓展【低空+反无】领域需求：以全资子公司凯际智能为载体

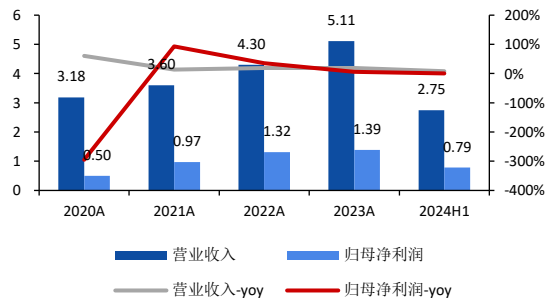
- 2024年7月设立全资子公司凯际智能，2024年10月与**深圳智胜高研究院**签订《合作协议》，在低空经济领域商业落地开展战略合作；
- 低空经济发展在飞行器的通信、导航、感知、空管监测等方面存在大量的射频微波模块和组件需求，**公司围绕低慢小无人机管控研究开发侦测和雷达设备产品，低空领域已有相关意向订单。**

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



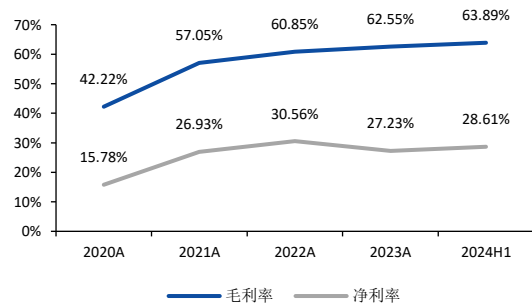
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率

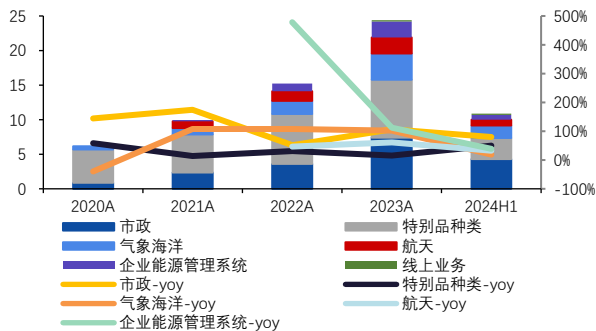


资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

3.2.3 数字地球+低空+卫星——中科星图

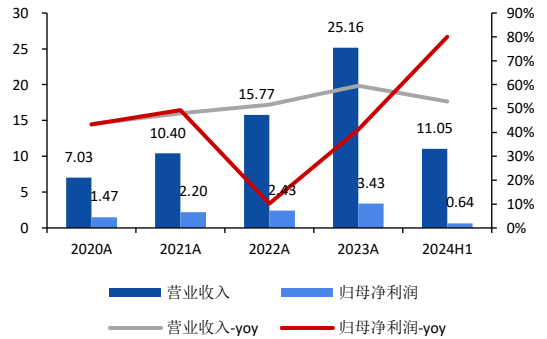
- **长期专注数字地球主业：** GEOVIS数字地球基础软件系列产品
 - **核心下游：** 特种领域（2024H1占比28%）、航天测运控（7%）、智慧政府（39%）、气象生态（16%）、企业能源（6%）、线上业务（2%）；
 - **线下地球数字产品：** 具备完整的面向线下交付的产品体系（包括：一体化云资源管理及数据服务底座、基于北斗网格引擎的数字地球基础平台、大数据共性应用中台、多个行业应用系统等），**作为“通品”能够“横向+纵向”拓展到多个下游领域**，有望进一步打开下游市场空间；
 - **线上地球数字产品+算力：** 第二增长曲线，形成了云上数据、云上计算和云上应用三大线上服务体系，**实现了核心技术的线上化改造**，随着数字经济发展有望开拓新兴市场；同时实现了**星图自建超级计算机，和股东中科曙光建设的国家级智算中心打通**，构建了**高性能算力底座**。
- **商业航天：** **全产业链布局**，包括：星座建设（电磁、气象、遥感和新型算力）/卫星测运控/空天信息应用服务（星图云），实现卫星互联网业务闭环；
- **低空经济：** **以天强空，以算制空，超算算力+遥感数据+卫星建设为低空发展提供保障**，打造了低空保障基础平台“GEOVIS数智低空大脑”，构建低空数字底座/打造低空智算引擎/提供低空保障支持服务等；作为**低空基建环节的通品，产品有望横向复刻拓展到多个省市区**。

图表：主要下游行业近年营收及增速（亿元）



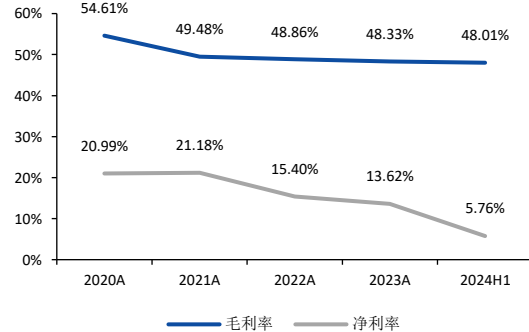
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率

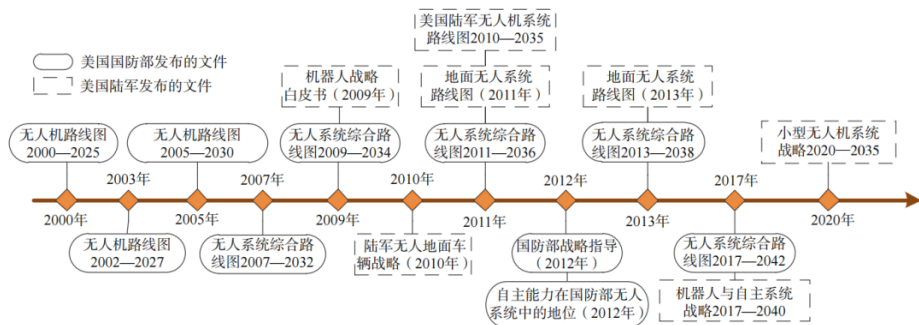


资料来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

3.2.4 无人化——新作战模式带动全新需求

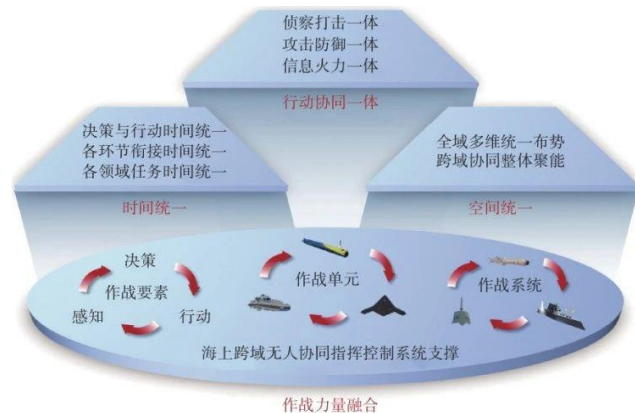
- **无人装备作为新质重要作战平台和传统武器装备的有益补充，正在从过去战场配属角色加速向战场主战角色转变**
- 无人系统适合执行时间过长会对人员物理耐力造成影响或造成人员伤亡的高风险任务，通常称为“3D”任务，即任务“枯燥、恶劣或危险”。
- **对现代战争的主要影响：**1) 运用规模明显扩大；2) 承担任务更加多样；3) 智能化水平迅速提升
- **国际动态：**美国陆军将地面无人系统视为**未来作战的力量倍增器**，2001年即在《国防授权法案》中提出地面无人装备发展规划，近日美国防部又提出庞大无人装备发展计划——**“复制器”项目，更加强调无人化作战愿景；**

图表：美陆军无人装备发展规划示意图



资料来源：晶锐空间，华福证券研究所

图表：无人装备跨域协同运用构想



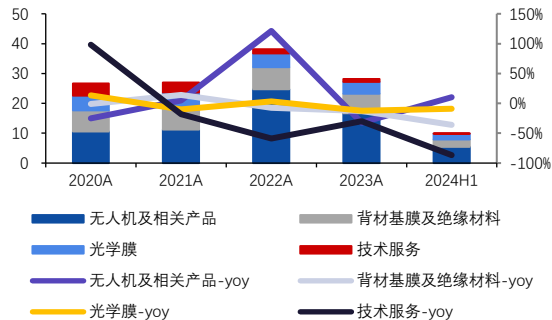
资料来源：邱志明等《海上无人系统跨域协同运用与技术发展》，万方数据，华福证券研究所

3.2.4 无人机总体标的——航天彩虹

▶ 无人机作为十五五军工发展重点方向，公司有望享受行业红利

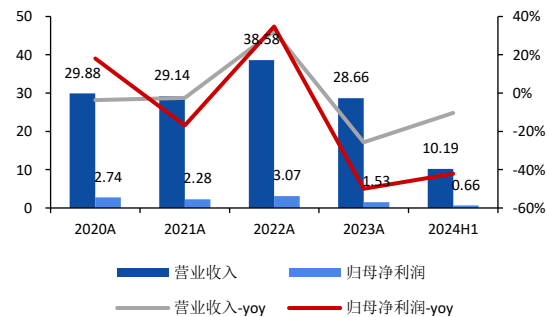
- **①外贸**：产品谱系、功能齐全，珠海航展彩虹-7/9/3D/103/817A/YH1000等产品悉数亮相，产品以长航时、多任务、高载荷等特点对标乃至赶超国际明星产品，在波云诡谲的国际局势中，新品类快速放量可期；
- **②列装**：人事变化影响边际效应减弱，十四五收官之年，或加快任务迭代落地速度，按照无人机发展脉络分析，**大型长航时查打一体+低成本多功能大载荷无人机需求日渐增加**，需求符合航天彩虹产品谱系，列装方向订单有望加速落地；
- **③低空经济**：其彩虹-4无人机获得中国民航局颁发的国内**首张大型民用无人驾驶航空器特殊适航证**，未来在物流运输、环境监测，应急救援等领域，前景将更加广阔。

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



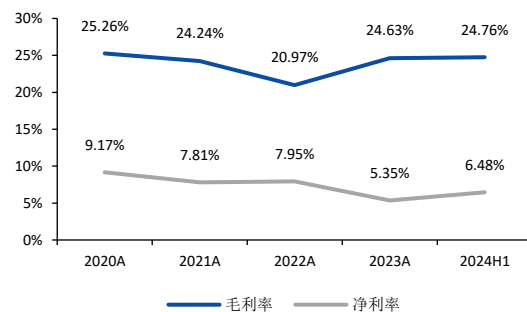
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

3.2.4 无人水下装备材料——西部材料

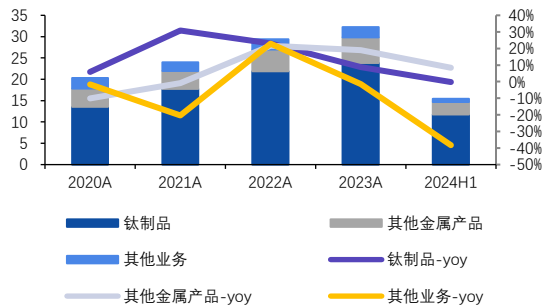
➤ 水下装备逐步发展或带动钛合金需求快速上升

- 钛合金被称为**海洋金属**，因其在高速流动的海水中，耐腐蚀性能依旧保持良好，是唯一的在海水和空气中的疲劳极限几乎无显著差别的高强度材料，在深海环境服役性能优异；同时还因其具备密度小、强度高、无磁性的优点，成为了建造**大深度潜艇及深潜器耐压壳体**的理想材料。
- 水下无人攻防装备**（如**UUV**等）是未来海战装备体系的重要组成部分，是新质作战力量的重要来源，已成为各国重点发展的方向；钛材作为水下装备的重要材料之一，十五五期间或随之受益放量。

➤ 核心钛材供应商，有望受益于水下无人攻防装备需求放量

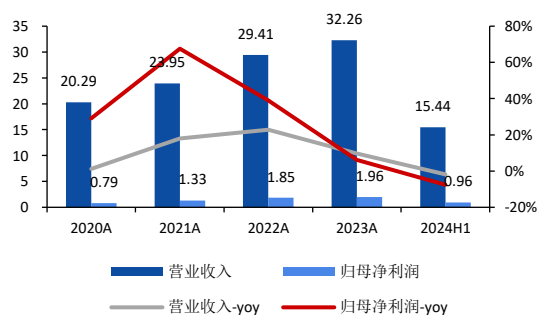
- 西部材料是我国稀有金属新材料行业的领先者，主要产品包括：钛及钛合金加工材、层状复合材料、金属纤维等，主要应用于航空航天、核电、环保、海洋工程等行业；**钛制品为公司核心收入来源**，2021年起占公司总营收比保持**70%+**高位水平。
- 公司**水下装备产能准备充足**，2023年10月，公司以自有资金**1.92亿**投资“海洋工程用大规格低成本钛合金生产线技改项目”，项目建设期1.5年，进一步提升了公司**海洋工程领域的综合配套能力**；随着水下装备发展带动钛材需求增长，有望催化西部材料进入新一轮快速增长期。

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



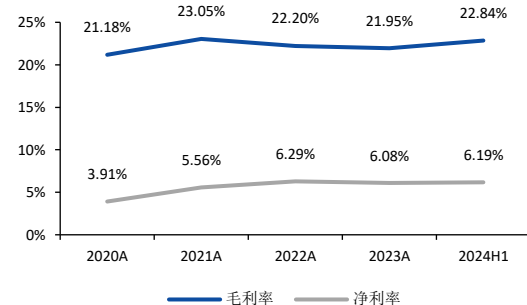
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率

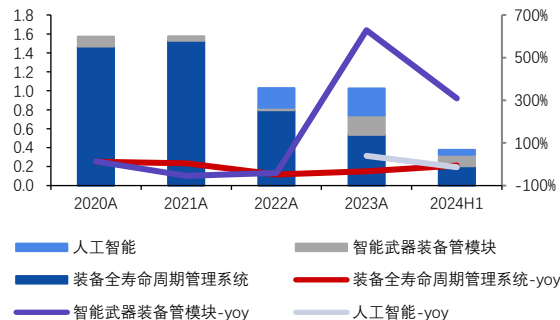


资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

3.2.4 低成本总体配套+军工AI——观想科技

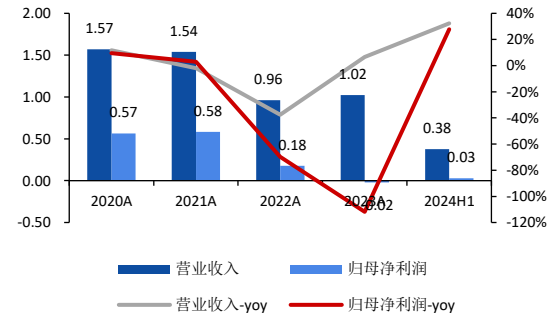
- **公司主营业务**：装备全寿命周期管理系统、智能武器装备管控模块等相关产品及服务。
- **低成本无人装备配套**伴随行业基本面呈爆发态势
- **中标情况**：观想科技中标某型**无人装备智能载荷项目**，已收到投产通知且预计可按客户需求交付某型智能载荷产品，合同金额共计**7150**万元。
- **AI业务快速拓展**
 - **①民用AI**：“AI+”领域业务布局：观想科技与雅安数字经济运营有限公司签署了价值9416.4万元的采购合同，收到中交二航局项目中标通知书等。加快推进公司在“AI+”领域的业务布局；
 - **②军用AI**：**装备全寿命周期管理**业务包含产品技术状态、客户需求等，或会成为快速孕育AI业务发展的温床，伴随着2024年信息支援部队的成立与现代化作战进程的加速，**军用AI应用成为左右战争走向的胜负手，观想科技有望在该领域快速受益。**

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



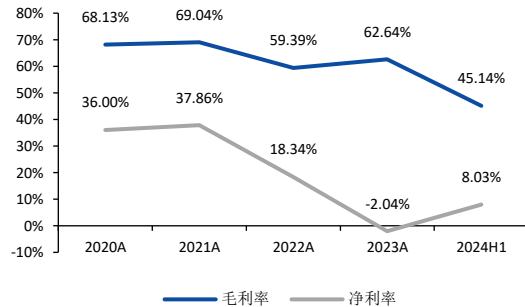
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

3.2.5 民爆稳健增长+军工天花板打开——广东宏大

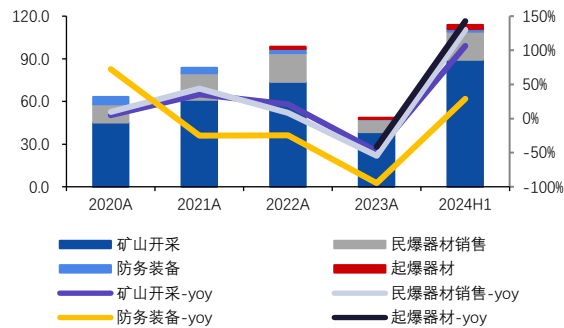
➤ 军工天花板有望全面爆发

- 军工业务核心看点在于外贸+火工品，外贸订单酝酿良久等待落地，火工品原料或是低成本装备替换的不二之选。
- **①江苏红光：低成本弹药毁伤、发射装药的高效替换；**
- **②宏大防务：多平台超声速巡航导弹武器系统、多用途激光制导导弹、小型察打一体旋翼无人机蜂群武器系统亮相航展，展示出宏大在智能化、无人化装备研发上的领先地位。**

➤ 传统业务增长势头强劲，深耕“一带一路”市场，海外再造“宏大”

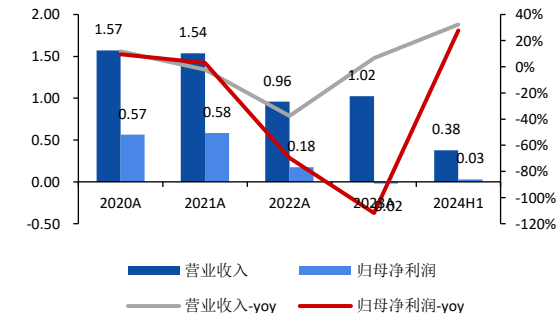
- 民爆+矿服业务增长势头强劲，广东宏大拟斥资22亿元取得雪峰科技控股权，若后续交易顺利落地，其有望成为民爆行业产能龙头。
- 矿服板块组建海外平台，民爆板块积极开展国外并购，在中亚、南美洲及非洲区域与多个海外公司达成合作意向并签订框架协议，突破性完成海外订单销售。

图表：各版块业务近年营收及增速（亿元）



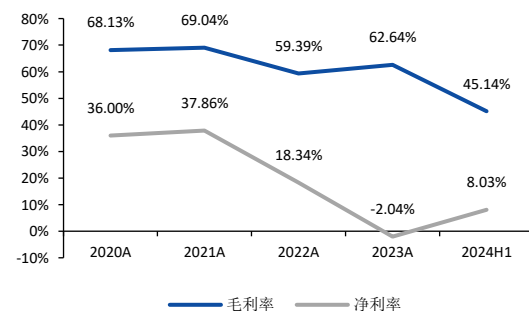
资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年营收、净利润及其增速（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表：近年毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

- 1 历史复盘及25年展望：伏久者，飞必高
- 2 投资主线一：传统阵地——飞机导弹发动机
- 3 投资主线二：跨越十五五周期
- 4 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

