

证券研究报告

2025年02月04日

行业报告 | 行业投资策略

# 国防军工

## 2025航空航天与防务投资策略——周期与改革 面向十五五新采购周期，迎接装备体系变革

作者：

分析师 王泽宇 SAC执业证书编号：S1110523070002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要：

## 行业关键词：周期 改革 军贸

- **周期**：板块有望于2025年迎接继2021年后的**新一轮采购周期**，装备采购调整后新订单有望于2025年上半年陆续在产业链得到兑现，产业上中下游或出现需求共振，同时叠加**新型多品种武器装备放量**，板块景气度或将持续上行。伴随新订单的生产确认，部分受影响公司盈利能力或将出现明显反弹。
- **改革**：未来三到五年**装备采购体系和国防工业体系或正酝酿底层变革**，产业链格局和企业估值体系或将重构——在需求端鼓励竞争、鼓励创新、对新科技和工程成果需求迫切的大背景下，在新一代装备要求**面向战场、面向部队、面向未来、大批量小型化低成本、高费效比**的背景下，在**民用大飞机进入国际商业化竞争、商业航天、低空经济创新降本开拓新场景、新需求**的大背景下，**国防工业作为新质生产力供给端的核心代表方向，面临前所未有的改革需求。社会化参与和公平竞争带来定价体系变化是产业化市场化发展的主要推动力量之一，企业主体或得到更大的自主经营和投资空间，院所科技成果转化、院所关系改制、人才激励制度改革或得到底层推动。国防工业产业切实推动产业化市场化改革，或成为未来几年贯穿行业发展的一条主线。**
- **军贸**：全球国防开支增长带来军贸市场发展机遇，随着中东和解、北京宣言等历史性事件出现，中东地区**有望降低对美西方的武器依赖度**，转而寻求更具性价比、政治附加条件更少的中国装备，**中国军贸市场可能出现历史性拐点**，带来行业估值中枢超预期可能。

目前世界已进入新的动荡变革期，全球多个地区出现高烈度的冲突，中国周边地区受到了多方面的冲击，我们认为，强化军事安全能力建设是国家发展的战略要求。未来3年，我军建设**中心任务**仍就是**实现建军一百年奋斗目标，加快建成全球一流军队**，国防建设同时兼顾**2035、2050**中远期发展目标。

我们认为2025年系“十四五”的收官之年，也是我国装备快速换装追赶国际先进军事力量及前沿技术国防装备加速突破时期。新一代武器装备批产列装及信息化智能化无人装备研究多型号并行加速推进，军贸市场需求旺盛，在此之下装备体系改革正悄然而至且势在必行，航空航天与防务领域正在迈向较高景气度发展新阶段。

**投资建议**：中短期关注新一轮订单周期之下，交付加速带来的产能利用率提升、可变成本下降后，企业困境局面翻转；中长期关注装备采购及供应体系变革带来的改革红利，注重企业参与生产的装备型号方向的战略战术重要性，工艺、材料、器件的创新性领先性，优选兼具体系改革红利与战略战术趋势变化下技术垄断性企业。

建议关注：

- （1）装备体系改革潜力释放&平台型上市公司【**航发控制（与电子组联合覆盖）、中航沈飞、航发动力、中航重机**；未覆盖——**中航电测、江航装备、航材股份**】；
- （2）新一代航空装备体系【**洪都航空、火炬电子（与电子组联合覆盖）、中航高科、光威复材、中简科技（未覆盖）**】航发——**返回料体系【中航重机、隆达股份（与有色组联合覆盖）、图南股份（与有色组联合覆盖）、未覆盖——上大股份、抚顺特钢**】）；
- （3）低成本弹药（远程火箭弹【**长盈通（与通信组联合覆盖）**；未覆盖——**北方导航、中兵红箭**】、航空制导炸弹【未覆盖——**广联航空、芯动联科**】火工品【未覆盖——**国泰集团、国科军工、金奥博**】）；
- （4）网络信息化跨越化发展：数据链与通信【**七一二（与通信组联合覆盖）、海格通信（通信组覆盖）、新劲刚（未覆盖）**】；电子对抗【未覆盖——**盟升电子、四川九州**】；
- （5）海洋装备：电磁装备【**湘电股份、王子新材（未覆盖）**】；核心材料及电子配套【未覆盖——**中国海防、西部材料**】；
- （6）陆地装备与军贸：【**内蒙一机、晶品特装、天微电子**；未覆盖——**睿创微纳、国科天成、国睿科技**】
- （7）军民融合下的新质生产力：低空经济【**亿航智能（与海外组联合覆盖）**；未覆盖——**四创电子、莱斯信息、司南导航、万丰奥威、中信海直、宗申动力**】；商业航天【未覆盖——**中国卫星、上海瀚讯、铖昌科技、臻镭科技、陕西华达、思科瑞**】

风险提示：市场波动性风险、军品订单节奏风险、各国新装备研制列装不达预期、国际局势变化风险、经济增速影响全球各国国防开支、民用市场开拓不达预期、实弹演习需求不及预期、扩产项目建设进度不达预期、测算主观性风险

# 自上而下篇-1

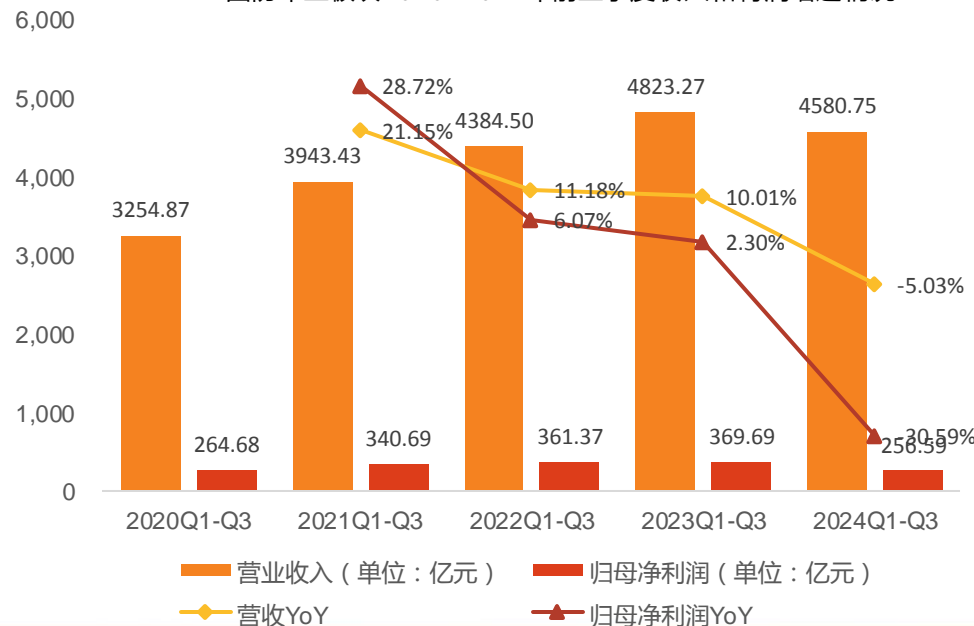
回顾与展望  
周期见底，黎明即起

# 1.1.1 2024年回顾：采购周期&型号研制周期叠加，推动行业转入主动去库存阶段

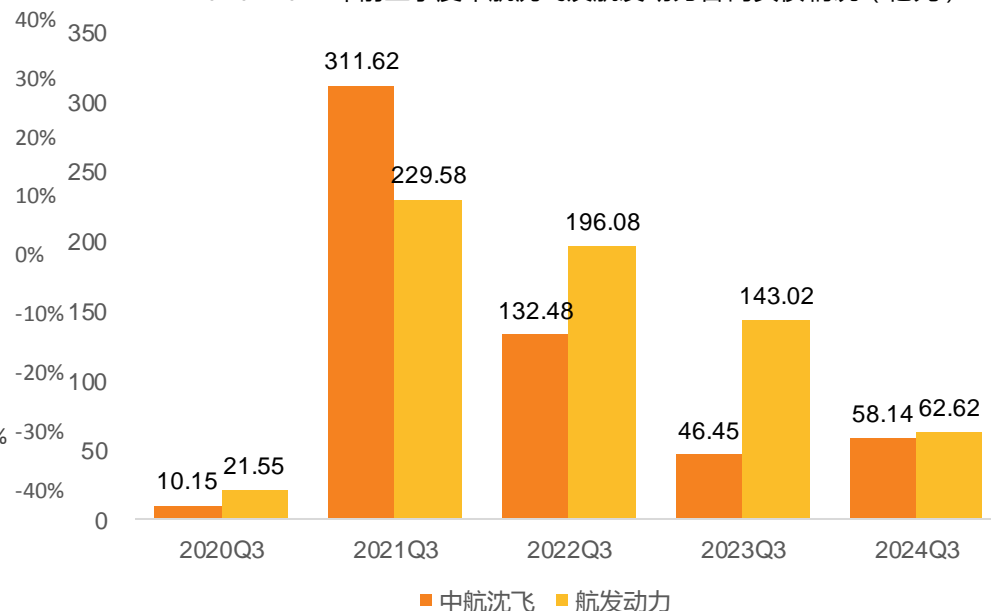
十四五第一轮采购周期进入收官，中期调整后订单暂缓下发，下游主机厂持续去库存：

- 2024Q1-Q3利润表表现：军工板块2024Q1-Q3实现营业总收入共4580.75亿元(yoy-5.03%)，归母净利润256.59亿元(yoy-30.59%)，实现净利率5.60% (yoy-2.06pcts)；
- 截止2024Q3，板块资产负债表表现：截止2024Q3，预收账款+合同负债共1621.86亿元(较上一年度同期下降4.12%)；存货共3448.61亿元(较前一年度同期增长3.69%)；
- 我们认为，自2021年行业收到大额订单，开启了一轮大批量订购周期，同时产业链下游进入库存累计阶段，迎来了库存和收入的双升。2022年至2024年行业主机单位以持续消化下游存量在手订单为主。叠加十四五装备采购计划中期调整影响，2024年行业需求侧承压，产业链下游同时开始主动消化累计库存原材料。收入及预收账款+合同负债增速转负，库存增速放缓，细分赛道已经出现库存的下降。产业链部分环节出现产能利用率下降情况，同时受阶梯降价影响，板块盈利能力承压。

国防军工板块2020-2024年前三季度收入和利润增速情况



2020-2024年前三季度中航沈飞及航发动力合同负债情况 (亿元)



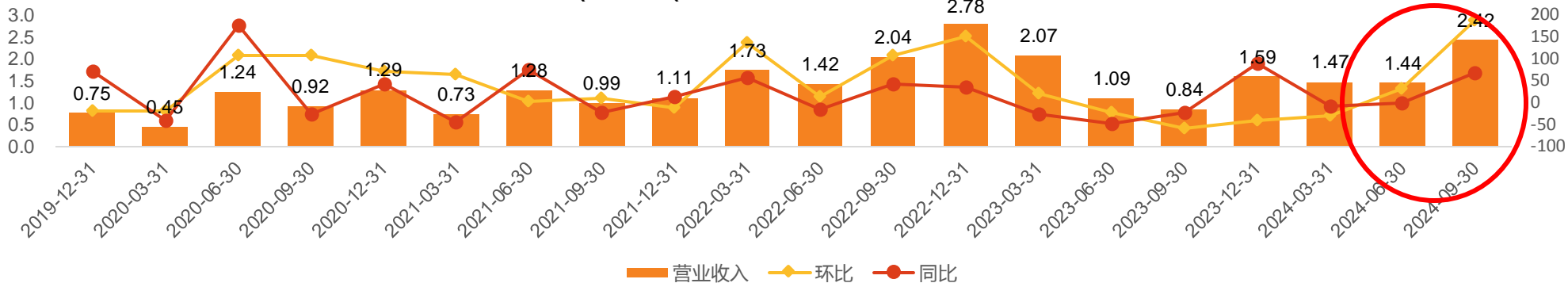
# 1.1.2 2025年展望：多细分赛道新一轮采购或将启动

进入2024年下半年多条线索指引表明产业链的周期拐点或正在加速到来：

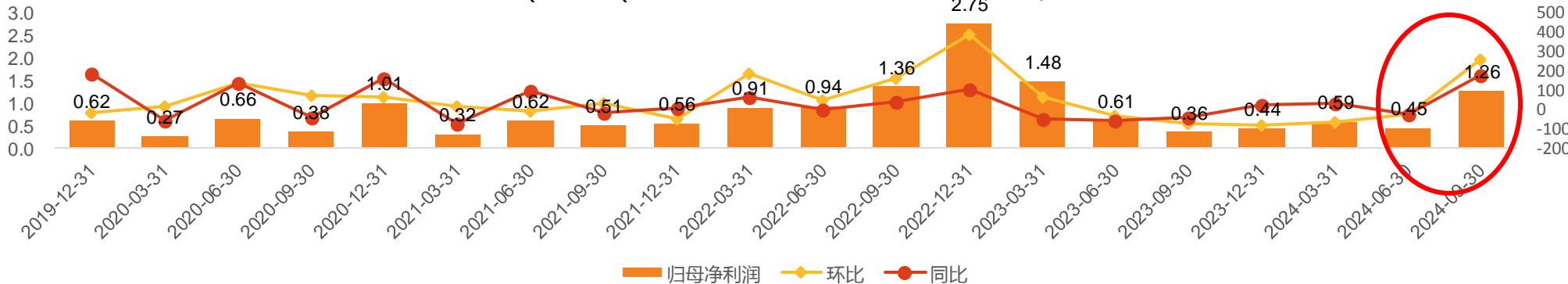
**线索一：中航电测（航空工业成飞）于2024年10月14日调整2024年度日常关联交易预计情况：**（1）将采购商品和接受劳务从2亿元调整到320.0亿元；（2）将出售商品和提供劳务从7亿元调整到55.5亿元；（3）将财务公司存款额度调整到455亿。**我们认为，调整日常关联交易额度有可能是为采购订单下达做的前期准备工作，释放出成飞有望收到新一轮采购订单的积极信号。**

**线索二：航空产业链上游材料代表性企业收入及利润拐点浮现：**中简科技、西部超导作为航空产业链上游材料代表性企业，在2024年三季度收入分别实现同比增长**187.44%**、**24.43%**；归母净利润分别实现同比增长**254.20%**、**58.04%**。**我们认为，2024年下半年部分产业链逐步形成上下游共振、率先体现出新一轮备产备货预期，或预示新一轮订购周期已经逐渐开启。**

2019Q4-2024Q3中简科技逐季度收入变化情况（亿元）



2019Q4-2024Q3中简科技逐季度归母净利润变化情况（亿元）



综合以上多条线索的研究见微知著，我们认为，**板块有望于2025年迎接新一轮采购周期，装备采购调整后新订单有望于2025年上半年陆续在产业链得到兑现，产业上中下游或出现需求共振，同时叠加新型多品种武器装备放量，板块景气度或将持续上行。伴随新订单的生产确认，部分受影响公司盈利能力或将出现明显反弹。**

# 自上而下篇-2

## 各国国防投入持续加码，军贸发展迎新态势

# 1.2.1 国际冲突动荡频发，全球国防投入呈上升趋势

## 俄乌冲突

2024年11月19日，乌克兰首次使用美制远程武器打击俄境内纵深目标，**俄乌局势再次升级**

## 巴以冲突

自2023年10月7日哈马斯从加沙地带突袭以色列境内军民目标，新一轮巴以冲突已经过去了一年，巴以冲突非但没有熄火，黎巴嫩、叙利亚、也门、伊朗等越来越多的中东国家卷入其中，**冲突外溢效应持续蔓延**

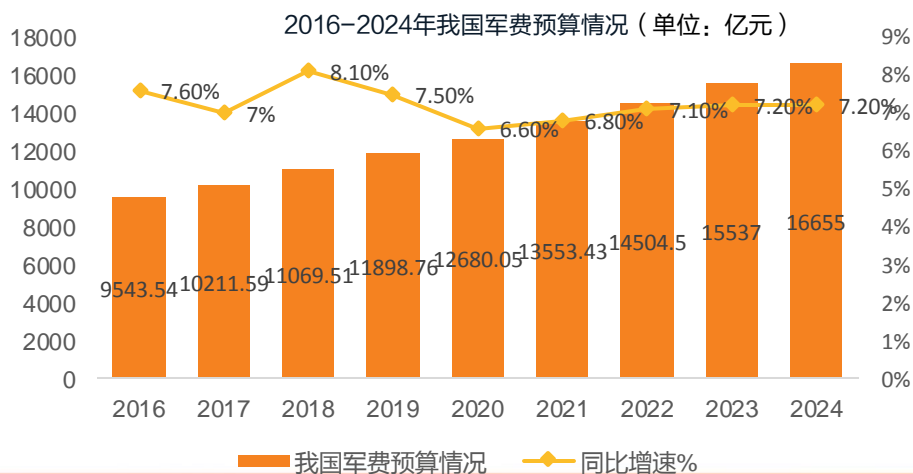
## 朝鲜半岛

尹锡悦政府不断强化美韩及美日韩三边军事合作，2024年7月签署了《关于朝鲜半岛核威慑与核作战指南》的联合声明，以“应对朝鲜威胁”。**朝鲜半岛局势持续升级**

## 叙利亚

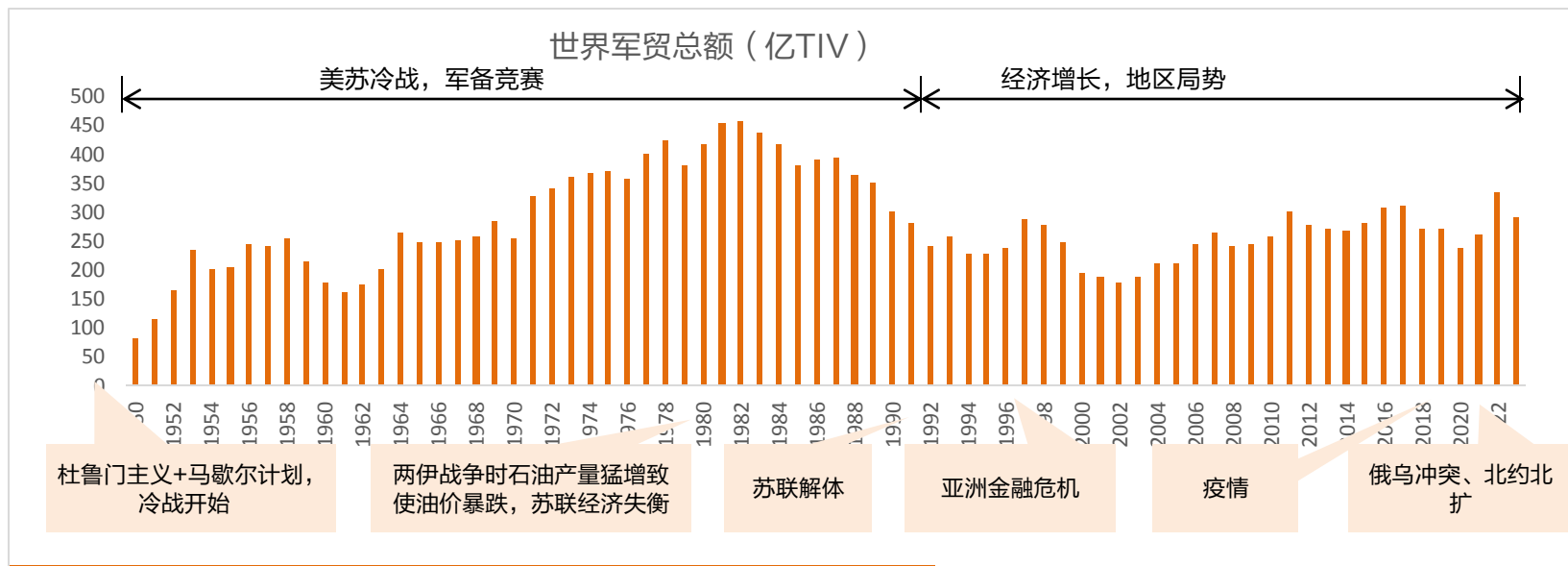
自2024年11月27日起，叙利亚政府军与反政府武装持续在叙利亚西北部等地区发生大规模交火，**叙利亚局势骤然升级**，当地时间12月8日，**叙利亚反政府武装宣布推翻总统阿萨德政权**。

**大国博弈尖锐复杂，局部冲突和动荡频发，各类新旧全球问题持续恶化，世界进入新的动荡变革期**



- **全球国防投入呈上升趋势：**
- **俄罗斯**2025年国防开支预计为13.5万亿卢布。较2024年**大幅增加近30%**。
- **美国**2025财年经费总额约**8950亿美元**。美国当选总统特朗普的团队已告知欧洲官员，将要求**北约成员国**将国防开支**提高至国内生产总值（GDP）的5%**，且计划继续向乌克兰提供军事援助。北约成员国曾承诺将国内生产总值的至少2%用于国防，目前北约32个成员国中，只有23个达到了这个目标。
- **当前复杂多变的国际形势下全球或将进入新一轮国防投入高增长期**，全球各主要军事国家或呈现持续提升趋势，对现代化武器装备需求需求增加，武器装备迭代速度有望加快。

# 1.2.2地区冲突、军竞升级推动军贸持续增长



➤ 美苏冷战影响延续至今，**国际军贸供给侧仍由美俄主导**。20世纪末海湾战争直接推动军贸向**高技术武器转型**。21世纪后，美国反恐战争及地区冲突、国际争端频发促使军贸市场进入新增长期。

➤ 近期来看，21年**俄乌冲突**促使军贸市场大幅增长。23年军贸热度虽有所下降，但在当前世界阵营对抗加剧、地区不稳定因素增多、全球化受阻的时代背景下，**全球军备竞赛可能升级，军贸市场可能持续增长**。

| 序号 | 出口国 | 出口份额%   |         | 出口份额变化% |
|----|-----|---------|---------|---------|
|    |     | 2019-23 | 2014-18 |         |
| 1  | 美国  | 42      | 36      | 6       |
| 2  | 法国  | 11      | 6.8     | 4.2     |
| 3  | 俄罗斯 | 11      | 21      | -10     |
| 4  | 中国  | 5.8     | 5.2     | +0.6    |
| 5  | 德国  | 5.6     | 6.4     | -0.8    |
| 6  | 意大利 | 4.3     | 2.3     | 2       |
| 7  | 英国  | 3.7     | 4.2     | -0.5    |
| 8  | 西班牙 | 2.7     | 3.2     | -0.5    |
| 9  | 以色列 | 2.4     | 3.1     | -0.7    |

➤ 当前国际军贸市场供给侧呈现**“一超多强、集中度高”**的格局——**美国19-23年军贸市场份额占全球42%，仅略低于后9国份额之和48.5%**。美国市场份额增速也同样高居榜首，比14-18年提升8个百分点；法国与俄罗斯以11%的份额位列二三名，**但俄罗斯军贸市场份额与供给数量因俄乌战场牵制而大幅下降**；中国近年对于军贸市场渗透较为缓慢，19-23年约占全球5.8%；**前五大出口国约占全球75%份额**。



# 1.2.3 中东市场结构调整，中国军贸或将迎来新机遇

| 美国军贸出口地区结构        |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|
| 地区、主要进口国          | 占总出口额比例%  |           |
|                   | 2019-23   | 2014-18   |
| <b>中东</b>         | <b>38</b> | <b>52</b> |
| 沙特                | 15        | 22        |
| ...               |           |           |
| <b>亚洲&amp;大洋洲</b> | <b>31</b> | -         |
| 日本                | 9.5       | -         |
| ...               |           |           |
| <b>欧洲</b>         | <b>28</b> | <b>11</b> |
| 乌克兰               | 4.7       | -         |
| ...               |           |           |

| 俄罗斯军贸出口地区结构       |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|
| 地区、主要进口国          | 占总出口额比例%  |           |
|                   | 2019-23   | 2014-18   |
| <b>亚洲&amp;大洋洲</b> | <b>68</b> | <b>60</b> |
| 印度                | 34        | 27        |
| ...               |           |           |
| <b>中东</b>         | <b>13</b> | <b>16</b> |
| 埃及                | 7.5       | 14        |
| ...               |           |           |
| <b>非洲</b>         | <b>10</b> | <b>17</b> |
| ...               |           |           |

| 法国军贸出口地区结构        |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|
| 地区、主要进口国          | 占总出口额比例%  |           |
|                   | 2019-23   | 2014-18   |
| <b>亚洲&amp;大洋洲</b> | <b>42</b> | <b>29</b> |
| 印度                | 29        | 9.8       |
| ...               |           |           |
| <b>中东</b>         | <b>34</b> | <b>44</b> |
| 卡塔尔               | 17        | -         |
| 埃及                | 6.4       | 28        |
| 沙特                | 5.8       | 7.4       |
| ...               |           |           |

| 中国军贸出口地区结构        |            |            |
|-------------------|------------|------------|
| 地区、主要进口国          | 占总出口额比例%   |            |
|                   | 2019-23    | 2014-18    |
| <b>亚洲&amp;大洋洲</b> | <b>85</b>  | <b>70</b>  |
| 巴基斯坦              | 61         | 37         |
| 孟加拉国              | 11         | 14         |
| 泰国                | 6          | -          |
| ...               |            |            |
| <b>非洲</b>         | <b>9.9</b> | <b>20</b>  |
| 阿尔及利亚             | -          | 11         |
| ...               |            |            |
| <b>中东</b>         | <b>2.5</b> | <b>6.1</b> |
| ...               |            |            |

- 随着中东和解、北京宣言等历史性事件出现，中东地区有望降低对美西方的武器依赖度，转而寻求更具性价比、政治附加条件更少的中国装备，中国军贸市场可能出现拐点。
- 中国 2019-2023 年中东出口额占全球出口额的百分比与上个五年比下滑 3.6pcts，目前中国军贸出口份额小潜力大，在国际安全需求增长叠加供给侧俄罗斯出口下滑背景下，我国现代化武器装备出口或迎新机遇。

# 自上而下篇-3

## 改革迈向深水区

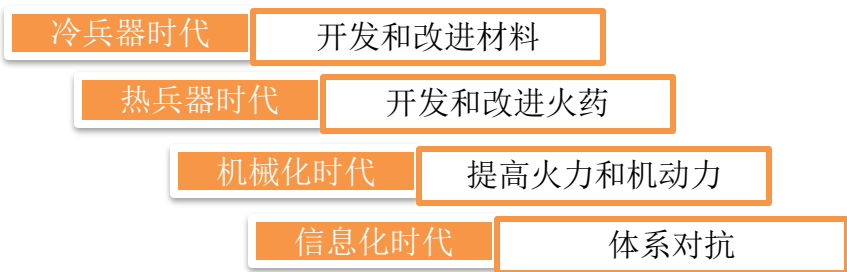
### 装备采购体系&供给体系双向改革

# 1.3.1需求端：时代之变呼吁改革，装备建设体系或迎来新思路

《军队装备竞争性采购规定》自2024年12月1日起施行，作为装备采购体系顶层文件较以往采购法规有许多新的要求。其中指出：装备竞争性采购应当**聚焦备战打仗和战斗力生成**，坚持**公开公平公正、廉洁诚信、效益优先**，**鼓励和引导全社会优势力量参与装备建设**。鼓励采用**竞争性采购方式**：包括**招标、竞争性谈判、询价、指南遴选**等多种方式，以及**军委装备发展部**认可的其他方式，以适应不同装备采购项目的需求。

我们认为，《规定》关键指向在于**鼓励社会化参与和公平竞争**。同时竞争性采购方式相较过往采用较多的项目立项制度，在推行过程中亦会对**产品定价方式产生体系性根本影响**，各领域装备会从成本加成定价向竞争导向的**目标价格定价发展**；而定价体系变化亦是产业化市场化发展的主要推动力量之一，企业主体或得到更大的自主经营和投资空间，院所科技成果转化、院所关系改制、人才激励制度改革或得到底层推动。

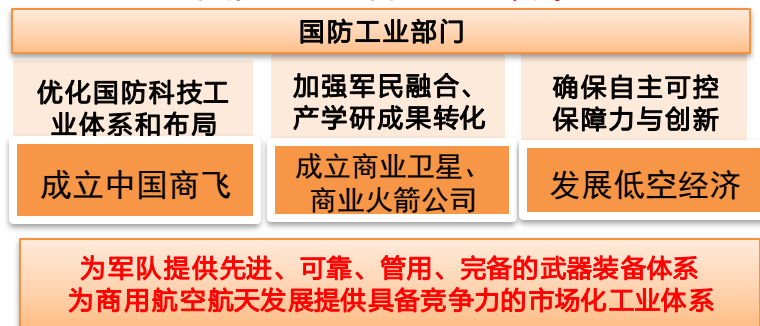
## 时代和科技之变呼吁改革



武器装备小型化、无人化、低成本、大批量

民用大飞机、商业航天、低空经济市场化竞争

## 国防工业部门呼应改革



2024年10月15日**全军军事理论工作会议**指出坚持**面向战场、面向部队、面向未来**，紧盯**科技之变、战争之变、对手之变**，扭住**新的历史条件下战建备重大问题研究**，优化军事理论创新顶层设计

发布《**军队装备保障条例**》，自2024年12月1日起施行。《条例》共8章92条，按照军委管总、战区主战、军种主建的总原则，规范了**新体制新编制下军队装备保障工作机制**，明确了各级装备保障部门的职能界面，优化了装备保障“供、管、修”机制流程，强化了装备保障工作的刚性约束，着力推动**军队装备保障工作创新发展**。

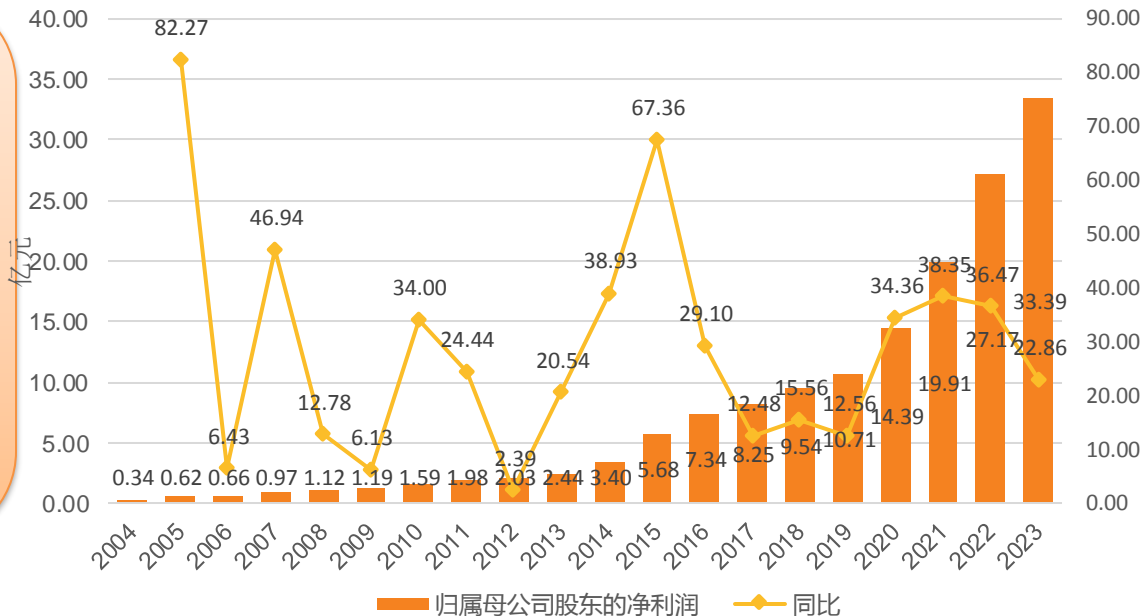
2024年11月11日《**中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定**》提出：“**构建武器装备现代化管理体系**。”

发布《**军队装备竞争性采购规定**》，自2024年12月1日起施行。《规定》明确装备竞争性采购应当**聚焦备战打仗和战斗力生成**，坚持**公开公平公正、廉洁诚信、效益优先**，**鼓励和引导全社会优势力量参与装备建设**。

## 1.3.2 供给端：持续推进改革进程，助力行业高质量发展

我们认为，在需求端鼓励竞争、鼓励创新、对新科技和工程成果需求迫切的大背景下，在新一代装备要求**面向战场、面向部队、面向未来、大批量小型化低成本、高费效比**的背景下，在**民用大飞机进入国际商业化竞争、商业航天、低空经济创新降本开拓新场景、新需求**的大背景下，**国防工业作为新质生产力供给端的核心代表方向，面临前所未有的改革需求，同时体系效率提升也带来了改革红利**。国防工业产业切实推动产业化市场化改革，或成为未来几年贯穿行业发展的一条主线。从企业端来看，行业内不乏优秀榜样，以产品和管理经营市场化表现优秀的中航光电为例，公司2004年以来一直保持业绩高增长，19年间业绩复合增长为27.31%，对市值发展亦形成根本积极助力。

中航光电归属母公司股东的净利润及增长率（单位：亿元）



### 政策支持和要求：

- 2024年9月25日，国务院国资委召开中央企业专业化整合推进会。中央企业专业化整合坚持以“9+6”（战略性新兴产业和未来产业）为重点，**推动固链补链强链，锻造核心竞争优势，推进整合融合、优化资源配置**，切实提升国有资本运营效率。
- 2024年9月27日，国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动2024年第三次专题推进会。会上强调要推动战略性新兴产业健康有序发展，**聚焦新一代信息技术、人工智能、航空航天等战略性新兴产业和未来产业；加大战略性重组、专业化整合和前瞻性布局力度**。围绕新技术、新领域、新赛道**开展更多高质量并购**，做好并购重组后整合融合，积极推动“两非”“两资”有序退出，完善退出绿色通道，腾挪更多资源发展战新产业、推动科技创新

**国有企业：关心资产整合和并购**——在当前政策引导的驱动以及高质量发展的需求牵引下，国央企持续在专业化整合上靶向发力，军工国央企资产证券化力度或将不断加大。我们认为，国有企业或加强优质资产对接资本市场、盘活有潜力发展资产、退出低效无效上市平台以及统筹优化上市平台布局方面持续发力。

**民营企业：面向新装备发展要求及民用航空航天产业需求**，我们认为，**打破行业壁垒，公平竞争，实现优胜劣汰**为行业高质量发展要素和主线方向，民营企业在**电子信息化、芯片、军工AI、新材料**等多领域拥有独特产业优势。作为国有企业的有利支撑在**航空材料、空天技术、网络空间、海洋装备**发展上大有可为，**优势技术领域平台型民营企业**发展不可忽视。

# 细分方向1

## 航空装备

### 第六代航空装备新体系战呼之欲出

# 2.1 五代机航展首亮相，第六代装备体系化作战呼之欲出

2024年11月12日，歼-35A正式亮相第十五届中国航展，这是继美国空军装备F-22和F-35之后，全球第二个同时装备两款隐身战机的国家。歼35A作为我国新一代隐身战斗机，“新”主要体现在**隐身化、信息化、网络化、智能化**。我们认为歼-35A亮相反映了**装备设计思想向快速迭代、快速研制、技术复用的转化**，反映了**装备作战体系向编队协同作战的转变**，是**单机能力平衡与体系协同作战协调下的完美结果**。

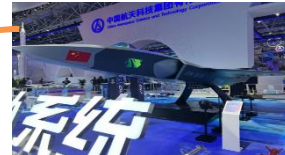


J35A

**组合作战模式**，有人机与有人机组合，有人机与无人机组合  
**隐身性能**位于世界前列  
 具有良好的**态势感知能力**，这意味着它可以充当小型预警平台  
 高载油系数，拥有更大作战半径  
 拥有了**全国产化发动机**



J20S



FH-97A

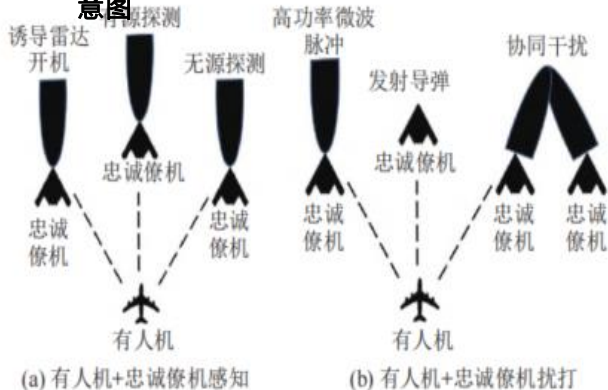


攻击-11

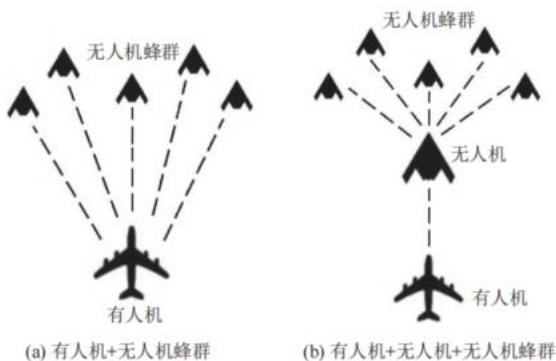


无侦700

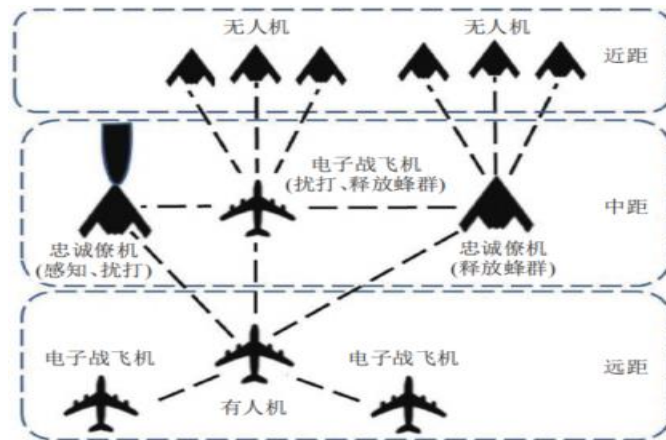
基于长机僚机式有/无人机协同作战示意图



基于分布式有/无人机协同作战示意图



基于分层式有/无人机协同作战示意图



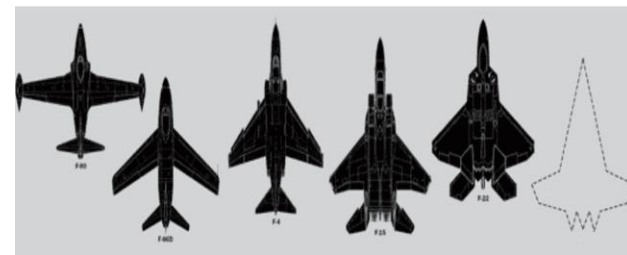
我们认为：随着歼-35A进入列装，我国第五代多型隐身战机已具备一定规模和体系，按照航空工业探索“一代、预研一代、研制一代、生产一代”的战略部署，下一代新型战机或正在研发，**智能化、网络化、有/无人机协同能力或将成重点开发方向**。

## 2.2 全球下一代航空装备研发持续加速，AI系六代机体系最显著特征

各国都在积极展开了下一代战斗机的探索，与现役五代机相比，今后六代机可能具备的性能特征不外乎以下几方面：人工智能（AI）、全向宽频隐身、有人/无人机协同、单装/组网一体化火控、更强的态势感知、更高的超声速机动性/敏捷性、更好的远航续航能力、更大的载弹量和机载新概念武器（例如高能激光）。

相比其他特征是基于四/五代机平台升级迭代，**人工智能被认为是六代机最显著的性能特征**，无人化不需要考虑人体生理需求与极限，带来飞行、隐身、态势感知巨大优势，这是四/五代机难以望其项背的。我们认为未来或采用类似美空军近年提出的数字式百系列计划那样的方式通过一系列机型的迭代、演进，**从有人、可选有人逐渐过渡到无人**，最终推出真正意义上的六代机。

各代飞机外形演变



| 代别  | 代表机型                     | 气动设计特点                          | 动力装置             | 核心性能特征 |
|-----|--------------------------|---------------------------------|------------------|--------|
| 第一代 | Me262、He162、流星、F-80、米格-9 | 平直翼                             | 早期离心/轴流式涡喷发动机    | 亚声速    |
| 第二代 | F-86、米格-15/17            | 后掠翼                             | 更加成熟的离心/轴流式涡喷发动机 | 高亚声速   |
| 第三代 | 3                        | F-100、米格-19                     | 带加力的轴流式涡喷发动机     | 超声速    |
|     | 3+                       | F-104、米格-21                     |                  |        |
|     | 3++                      | F-4、米格-23                       |                  |        |
|     | 双3                       | YF-12/SR-71、米格-25               |                  |        |
| 第四代 | 4                        | F-14/15/16/18、米格-29、苏-27、幻影2000 | 高推重比涡扇发动机        | 高机动    |
|     | 4+                       | F/A-18E/F、台风、阵风、鹰狮              |                  |        |
|     | 4++                      | F-15EX、F/A-18沉默大黄蜂、苏-35S        |                  |        |
| 第五代 | 5                        | F-22/35、苏-57、J20、J35A           | 带矢量喷管的更高推重比涡扇发动机 | 隐身     |
|     | 5+                       | 暴风、FCAS                         |                  |        |
| 第六代 | NGAD、F/A-XX              | --                              | 自适应变循环发动机        | 人工智能   |

各代飞机典型代表及特点特征对比

资料来源：《从历代战斗机核心性能特征看未来六代机发展方向》陈黎，天风证券研究所

## 2.3 航空装备核心标的

**歼击机/无人机:**  
**中航沈飞:**  
公司是我国航空防务装备的整机供应商之一，自建国以来始终承担着我国重点航空防务装备的研制任务，主要型号有歼15、歼16、鹞鹰等。

**歼击机/无人机:**  
**中航电测:**  
拟发行股份收购成飞集团100%股权，成飞集团是我国航空武器装备研制生产和出口主要基地，研制生产了歼5、歼7、枭龙、歼10等系列飞机数千架；国外军机用户达十多个国家。

**轰炸机/运输机/特种机:**  
**中航西飞:**  
公司是我国主要的大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是我国最大的运输机研制生产基地，是新舟系列飞机、C919大型支线飞机、AG600飞机以及国外民用飞机的重要零部件供应商。

**航空发动机:**  
**航发动力:**  
公司是国内唯一能够研制涡喷、涡扇、涡轴、涡桨、活塞等全谱系军用航空发动机的企业。在国际上，公司能够自主研制航空发动机产品的少数企业之一。

**无人机/教练机:**  
**洪都航空:**  
国内专业生产教练飞机和通用飞机的企业，我国首家以明确大批出口订单的整架飞机为主营产品的高科技外向型企业，形成了“军民并重，两翼齐飞”的大好局面，已发展为集科研、生产和经营为一体的大型企业集团。

**航点机载系统:**  
**中航机载:**  
公司致力于为客户提供综合化的航空电子系统整体解决方案，产品谱系覆盖飞行控制系统、雷达系统、光电探测系统、电子战、无人机系统/遥控遥测/地面站、火力控制与指挥任务系统等航空电子相关领域。

建议关注部分:

- 新一代有人/无人体系化作战核心主机平台：中航沈飞、中航电测、中航西飞、**洪都航空**；
- 作战需求变化牵引动力系统谱系化革新：**航发动力**；
- 战略预警&打击&指控能力建设：中航西飞；
- 低成本饱和打击牵引军民融合材料体系发展：**中航高科**、广联航空、光威复材、**中简科技**等

### 原材料

**钛合金材料:**  
西部超导、宝钛股份、西部材料、金天钛业等  
**石英玻璃纤维:**  
菲利华  
**碳纤维复材:**  
中航高科、中简科技、光威复材、中复神鹰等  
**陶瓷基复材**  
华泰科技、火炬电子（与电子组联合覆盖）  
**隐身材料:**  
光启技术、佳驰科技

### 锻造/零部件

**锻件:**  
中航重机、航宇科技、派克新材、三角防务  
**零部件设备:**  
广联航空、爱乐达等

### 机载系统/动力系统

**机载系统设备:**  
中航机载、北摩高科、博云新材、江航装备、安达维尔、国力股份等  
**航空发动机:**  
航发动力、航发科技  
**集成电路及芯片:**  
紫光国微、复旦微电、振华风光、成都华微、高华科技等  
**人工智能:**  
景嘉微、能科科技、观想科技等

### 机体制造/整机总装

**歼击机/无人机:**  
中航沈飞、洪都航空  
中航电测  
**轰炸机/运输机/特种机:**  
中航西飞

**无人机/教练机:**  
洪都航空  
**直升机:**  
中直股份  
**无人机:**  
中无人机、航天彩虹



# 细分方向2 航空发动机

新型号放量与维修替换双轮驱动、新材料新工艺多点开花

# 3.1 型号转型过渡期或迎拐点，新型号放量与维修替换双轮驱动

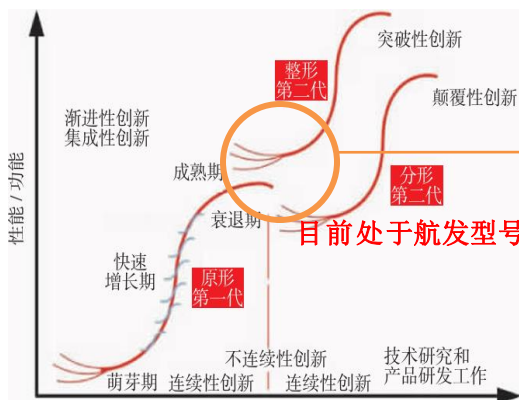
目前我国航空发动机产业或已处于重要的**型号转型过渡期**：

a. 按照各国研制进度，我国**WS-15**或已处于**关键放量节点**。多款在研型号并行推进，伴随新代次有人及无人战斗机平台的产生，**新型号发动机呼之欲出**。

b. 伴随我国军队进一步强化实战训练质量，发动机循环数有加速消耗趋势，发动机更换、大修时间将明显缩短，**发动机维修与替换需求在中长期或将保持更为持续稳定的增长**，同时**盈利能力得到不断改善**。

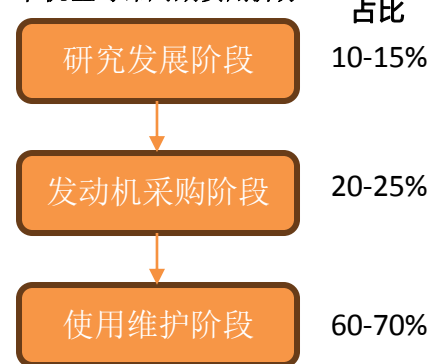
**综上，型号转型过渡期拐点可能即将到来，新型号放量与维修替换双轮驱动，航空发动机产业链有望实现量价齐升。**

基于S形曲线的航空发动机研发模式



新老型号叠加共振带来量价齐升

军机全寿命周期费用拆分



6代机

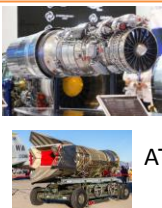
俄罗斯下一代发动机  
XA100/XA101

5代机（单发轻型战斗机）



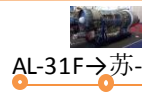
117S→LFS计划  
完成图纸设计  
F135→F-35 SDD 交付30号机

4代机（双发重型战斗机）



AL-41F→米格1.42  
全尺寸研制 首飞 停滞  
ATF→X-22  
XF119→X-22 EMD 交付 关闭生产线  
AL-41F1-117S→苏57/T-50 首飞

3代机



F100→F-15/F-16 EMD 交付 F100-PW-220→F-15/F-16

1960 1970 1980 1990 2000 2010 2020

美国与俄罗斯战斗机发动机发展进程

资料来源：《美国第6代战斗机发动机进展分析》孙明霞，《航空发动机跨界、跨域、跨越创新模式的研究》吴文生，《浅析军机的综合保障费用》袁俊等，天风证券研究所

## 3.2 商用发动机链主有望实现独立IPO，民用市场空间广阔加速打开

我国未来有望成为民航飞机需求第一大国，商用发动机市场蓬勃发展。根据《中国商飞公司市场预测年报（2024-2043）》，预计国内民航飞机2024-2043年新增交付为9323架，占全球总交付量的21.3%；交付价值量将达1.4万亿美元，占全球总交付价值量的21.7%，中国的机队规模总数将达到10061架，占全球机队总数的20.6%。我们认为商用发动机市场有望加速增长，按7.2人民币/1美元的汇率量进行估算，**预计2024-2043年我国商用发动机新增采购价值量约为16178亿元。**

2024-2043年我国商用发动机市场空间测算（亿元）

| 机型      | 2024-2043<br>采购量(架) | 代表机型             | 发动机     | 数量(台) | 单价(亿元) | 新增市场    |
|---------|---------------------|------------------|---------|-------|--------|---------|
| 单通道喷气客机 | 6881                | 波音737-600、空客A320 | cfm56   | 13762 | 0.72   | 9908.64 |
| 双通道喷气客机 | 1621                | 空客A330-300s飞机    | trent系列 | 3242  | 1.68   | 5453.35 |
| 喷气支线客机  | 821                 | CRJ900           | cf34系列  | 1642  | 0.50   | 816.30  |
| 总计      | 9323                | -                | -       | -     | -      | 16178.3 |

国产商用发动机型号进展

| 型号     | 应用飞机  | 飞机图片  | 飞机取得成果<br>(截止2024年11月)       | 发动机   | 研发进度   |
|--------|-------|---|------------------------------|---|--|
| CJ500  | ARJ21 |    | 累计交付150架，开通600余条航线，通航150多座城市 |    | 2018年底，长江500完成概念设计工作，将视中国商飞新支线客机发展计划而实施启动  |
| CJ1000 | C919  |   | 累计交付11架，开通9条航线，通航7座城市        |   | 2020年6月底，国内首次开展涡扇发动机风扇叶片“旋转爆炸飞脱试验”，同年7月底，启动“CJ-1000A初始批整机（03台份）遥测系统硬件加工及天线制作调试”招标。 |
| CJ2000 | C929  |  | 商飞与国航签订了首家用户框架协议             |  | 2020年4月，推力达到35吨的CJ2000A发动机核心机C2XC-101一次性点火成功                                       |

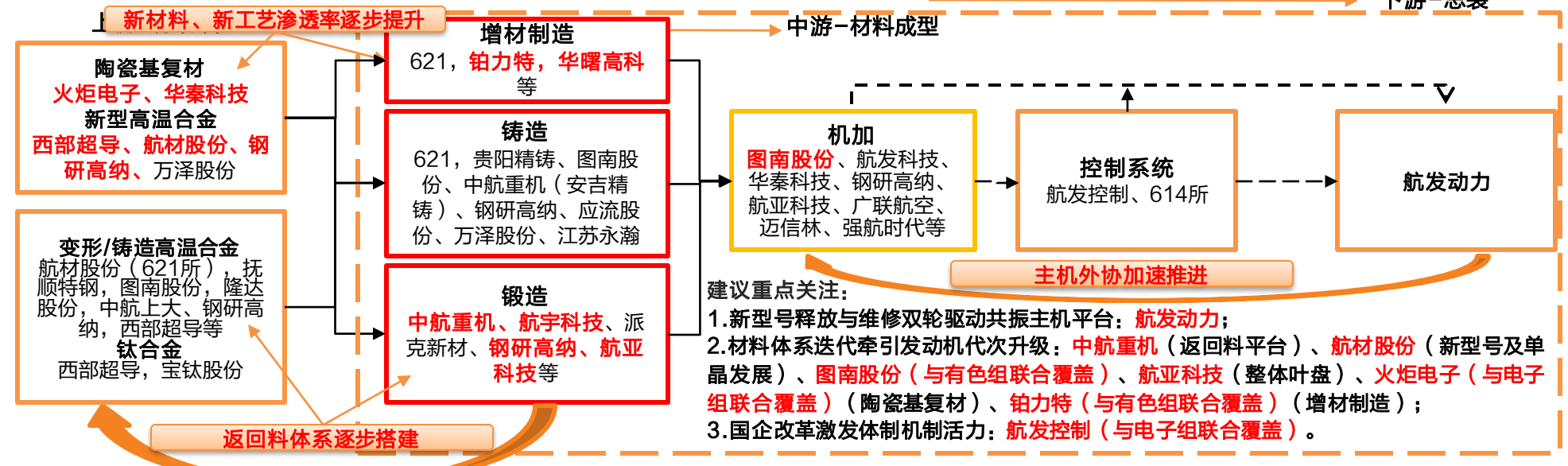
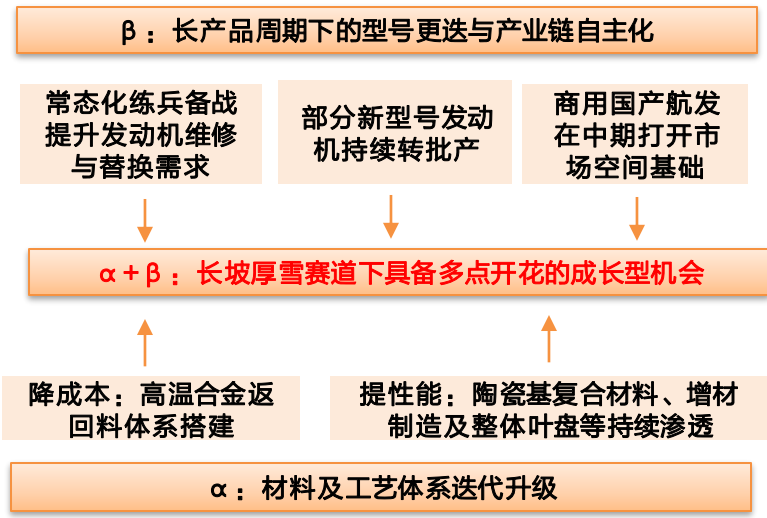
- 作为我国唯一的商用大涵道比涡扇航空发动机主制造商，中国航发商用航空发动机有限责任公司正寻求混合所有制改革，未来将**启动独立IPO**。中国航发商发本轮引战增资募集现金约为55亿元-59亿元，释放约18.06%-19.06%股权。**按照这一比例测算，目前中国航发商发的整体估值超300亿元。**
- 目前在研型号正在加速推进研发实验及适航取证进程，有望充分享受商用飞机产业红利。**我们认为，伴随商用发动机上市融资，我国商用发动机产业链实现产业化、规模化生产有望加速实现，为我国航空发动机产业带来中远期业绩增长带来长期高景气。**

# 3.3新材料&新工艺多点开花

航空发动机材料与工艺路线图

|            | 第四代  | 未来先进发动机   |
|------------|--|---|
| <b>压气机</b> | 结构: <b>整体叶盘</b><br>材料: 高温钛合金、阻燃钛合金、粉末合金<br>工艺: 等温模锻、摩擦焊    | 结构: <b>整体叶环、整体转子</b><br>材料: 新型高温合金、TiAl系合金<br>工艺: 特种加工、扩散焊/摩擦焊                          |
| <b>燃烧室</b> | 结构: 高温升短浮壁燃烧室<br>材料: 钴基和氧化物弥散强化高温合金<br>工艺: 多斜孔电火花加工        | 结构: CMC全环火焰筒<br>材料: <b>CMC-SiC</b><br>工艺: 一体化成型, 超快激光制孔                                 |
| <b>涡轮</b>  | 结构: 复合冷却空心叶片<br>材料: <b>第二代单晶和粉末合金</b><br>工艺: 热等静压+热挤压+等温模锻 | 结构: 超冷叶片、CMC多联导叶, 双辐板涡轮盘<br>材料: <b>高代次单晶, CMC-SiC, 高代次粉末合金</b><br>工艺: 整体成型、超快激光制孔、真空等温锻 |

涡扇发动机典型材料和工艺



资料来源：wind，航材股份招股说明书，钢研高纳定向增发募集说明书，《航空发动机材料及工艺发展浅析》刘巧沐，天风证券研究所

# 细分方向3

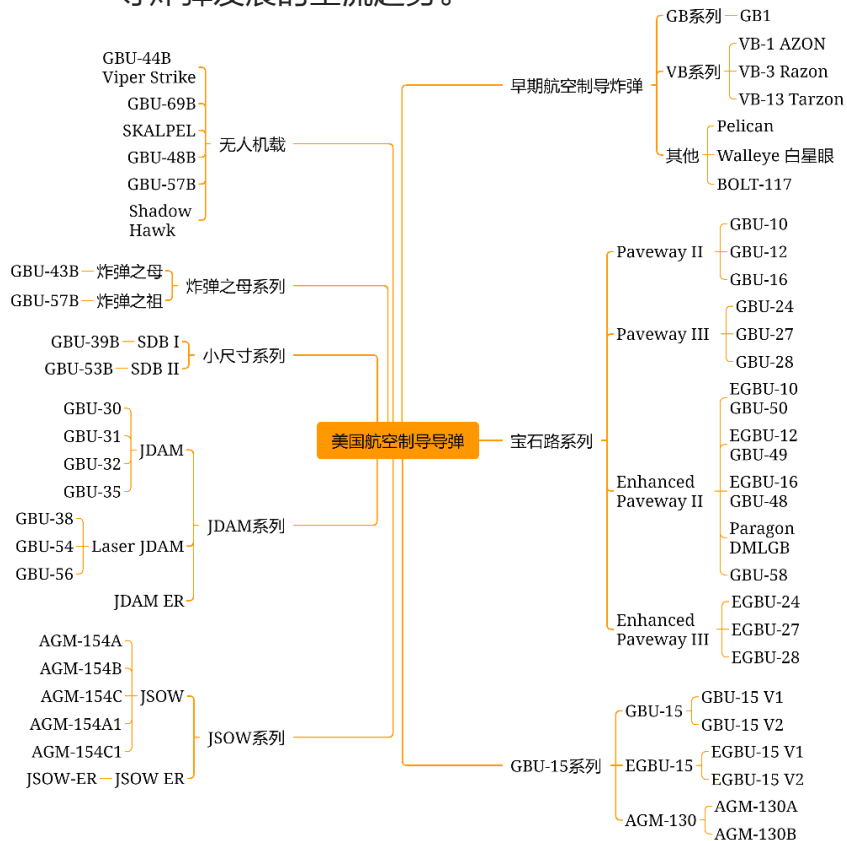
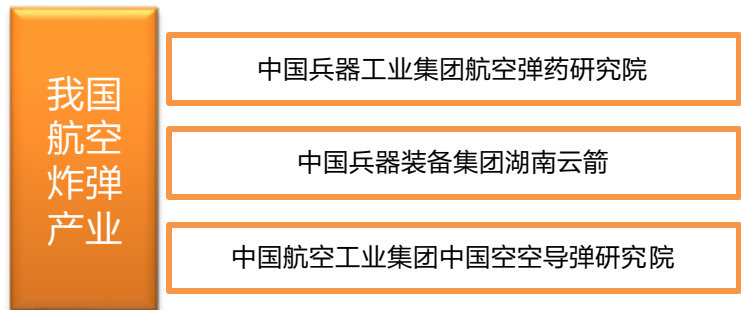
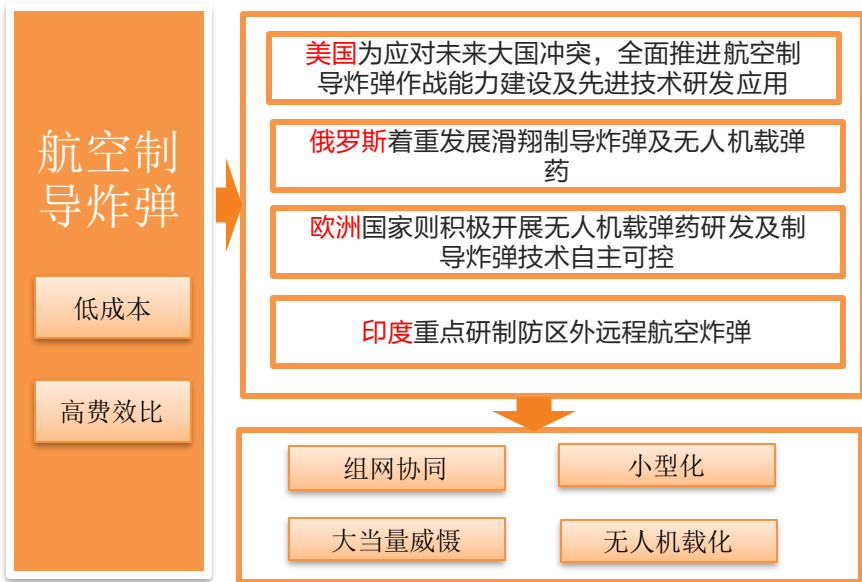
## 精确打击弹药

### 低成本精确制导或开启放量趋势

# 4.1 航空炸弹：航空制导炸弹成主流趋势，低成本、高费效比作用显著

➤ 制导炸弹是在普通炸弹上加装精确制导装置（如**导引头、惯导与卫星导航**等）。近年来的几次局部战争表明，空中精确打击已成为现代高科技条件下主要的作战手段，**航空制导炸弹**以其**成本低、作战费效比高**等显著特点逐步成为空中精确打击使用的主要武器装备，受到世界各军事强国重点关注。

➤ 以美军多个谱系航空制导炸弹发展可以看出：**小尺寸航空制导炸弹**和**无人机载航空制导炸弹**是当前航空制导炸弹发展的主流趋势。



➤ 面对现代化战争形态演变的迫切需求，**低成本、精确制导**的航空炸弹产业链或进入快速发展阶段，其中**模块化加装MEMS惯导**的新型号以较低的改装成本或将优先进入批产放量。

建议关注：**芯动联科 (MEMS)**、航天电子、广联航空、七一二、盟升电子、智明达

## 4.2 远程火箭弹：紧密衔接联合作战火力构成，低成本符合未来大规模列装方向

- 人类战争史就是火力的迭代演进发展。所以有效的低成本跨区域打击手段，是解放军局部战争能力优势的体现。
- 俄乌冲突凸显**陆军低成本精确打击**重要性：23年7月以来，美国援助乌克兰的海马斯火箭炮投入战争后，迅速发挥了重要作用，期间不断打击或摧毁俄军桥梁等重要设施，在众多武器装备中实现了较好的打击效果。
- 紧密衔接联合作战框架下的火力构成：远火火力覆盖范围在几十至几百公里，现有联合作战框架下可以有效填补传统火炮与战术导弹之间的火力空白。相较于高成本、技术复杂、只能“点”目标突破的战术导弹，低成本远火以极高的经济性进行高火力打击；而比起传统火炮具有更高的打击有效性和性价比。

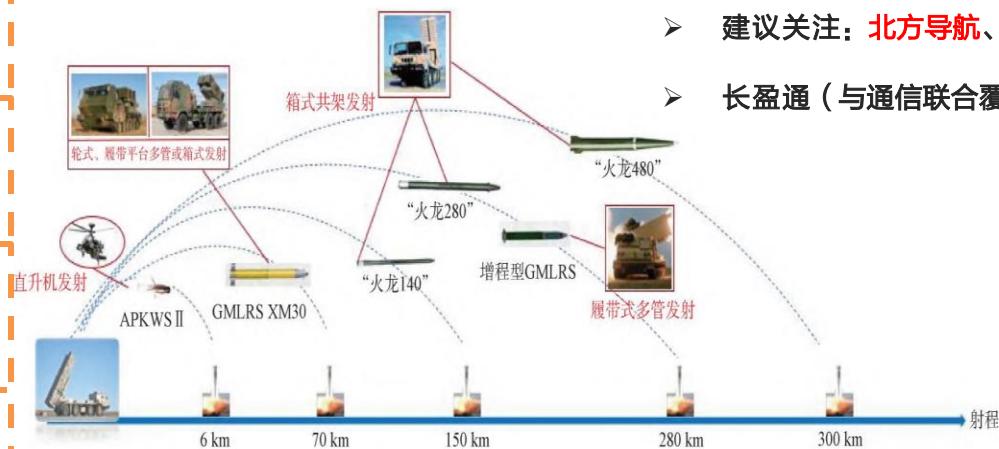
两个独立发射箱，可以是5联装的300毫米发射箱，也可以是4联装370毫米发射箱或双联装750毫米发射箱，各种发射箱可以混装

全套C4ISR，能够自动定位地形、轨迹、自动装定参数，炮组仅需3人。



8x8轮式底盘，同PHL03式

中国- PHL191



- 建议关注：**北方导航**、
- **长盈通**（与通信联合覆盖）

美国和中国制导火箭远程化发展示意图

火箭弹局部战争优势

低成本

同等命中精度下，国内“火龙”280型价格为美陆军战术导弹1/10价格；且完全不在乎是否受到拦截和损失

高火力

一个炮兵旅几分钟就可以打击288个目标，火力相当32个导弹旅

机动性

自用的370毫米火箭弹射程提升至400~500千米，对局部战争可以退到后方安全地带打击

换弹快

箱式发射技术、共架发射技术、自动装弹技术等先进技术加持下发射系统完成装填不到10分钟

## 4.3 弹药产业链梳理

**需求侧：**实战化背景下的演训日常消耗叠加地缘政治冲突驱动下的储备需求，我国弹药需求或将维持高景气度；**供给侧：**低成本、精确制导、模块化或将是未来大规模列装方向，弹药产业链有望迎来业绩和估值“双击”。

**建议关注：**七一二、盟升电子、菲利华、火炬电子、楚江新材、上海沪工、成都华微、航天电器、鸿远电子、北方导航、中兵红箭、广东宏大、国泰集团、国科军工、智明达。

### 总装

- 总装：**中兵红箭**、高德红外、国科军工、广东宏大

### 含能材料

- 黑索金：**国泰集团**、广东宏大
- 固体发动机：**国科军工**

头罩材料及结构件：  
**菲利华**、火炬电子、  
**楚江新材**

### 通信数据链

- 嵌入式计算机：**智明达**、雷科防务（奇维科技）
- 数据链：**七一二**、盟升电子、新劲刚

### 电子元器件

- 元器件/芯片/电源：**紫光国微**（国微电子，FPGA）、**成都华微**、**振华风光**（模拟电路）、**新雷能**（电源模块）、**振华科技**（分立器件、电源模块）、**中航光电**、**航天电器**（连接器）、**鸿远电子**、**火炬电子**（MLCC）

### 制导模块

- 红外制导：**睿创微纳**、高德红外、大立科技
- 雷达制导：**国博电子**、**国光电气**、**铖昌科技**、雷电微力、天箭科技、雷科防务（理工雷科）
- 激光制导：**光电股份**
- 惯性制导：**北方导航**（远火制导舱）、理工导航（远火惯导）、长盈通（光纤环）
- 卫星制导：**盟升电子**

### 原材料

- 金属原材料：**宝钛股份**、西部材料、抚顺特钢
- 非金属材料：**光威复材**、楚江新材
- 增材制造：**铂力特**
- 锻造：**派克新材**、航宇科技
- 铸造：**钢研高纳**





# 细分方向4 军用信息化

信息支援部队成立，网络信息体系建设跨越式发展

# 5.成立信息支援部队，网络信息体系建设跨越式发展

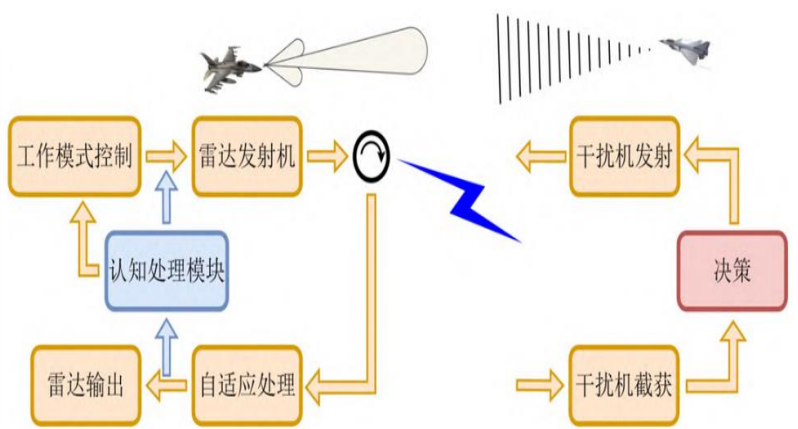
## 军队信息化发展由来已久

- 2019年《新时代的中国国防》白皮书中提到我军机械化建设任务尚未完成，信息化水平亟待提高；
- 2021年《十四五规划和2035远景目标纲要》中明确指出我国在十四五期间要基本实现国防和军队现代化；
- 2022年党的二十大报告中提到，我国要坚持机械化信息化智能化融合；
- 2024年12月4日，总书记视察信息支援部队时强调：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式发展。

利用电磁谱中的各种波段来干扰、控制或破坏敌人的**通信、雷达、导航和导弹制导系统**

目前信息网络覆盖电磁频谱空间，电子对抗与网络战融为一体走向**智能化战争中央**

**信息支援部队的现代化建设**进程有望进一步牵引电子对抗产业发展

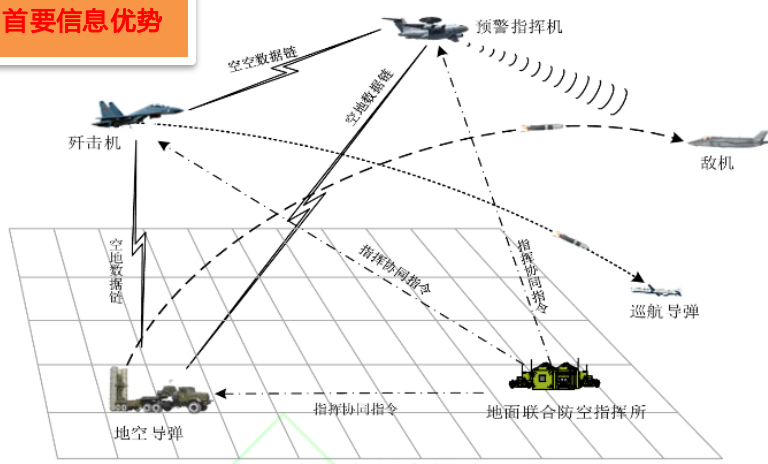


- 信息能力作为战斗力形成中“牵一发而动全身”的主导性因素，已成为体系作战能力生成的关键所在，信息优势是现代战场的首要优势。
- 我们认为，建设现代化信息支援部队有望进一步深化我军信息化进程，对**电子对抗、军工数据链**等具体技术领域或具重要牵引作用；
- 建议关注：
- **数据链与通信**：七一二（通信组覆盖）、海格通信（通信组覆盖）、上海瀚讯、新劲刚；
- **电子对抗**：盟升电子、四川九州；上游元器件：火炬电子（与电子组联合覆盖）、国博电子、天奥电子、复旦微电、成都华微（与电子组联合覆盖）、振华科技、振华风光。



链接指挥中心、作战部队、武器平台的一种信息处理、交换和分发系统，能以统一格式标准和约定，实时、自动、保密地传输战术数据

现代智能化战争的重要支撑，其“战场物联网”特性将使其在未来**无人化、智能化作战**发展潮流下逐步发挥独特的体系化信息支撑能力，会是战场末端聚能的**“倍增器”**



# 细分方向5 水下装备

水下攻防对抗体系建设需求迫切，十五五产业链有望进入高景气成长阶段

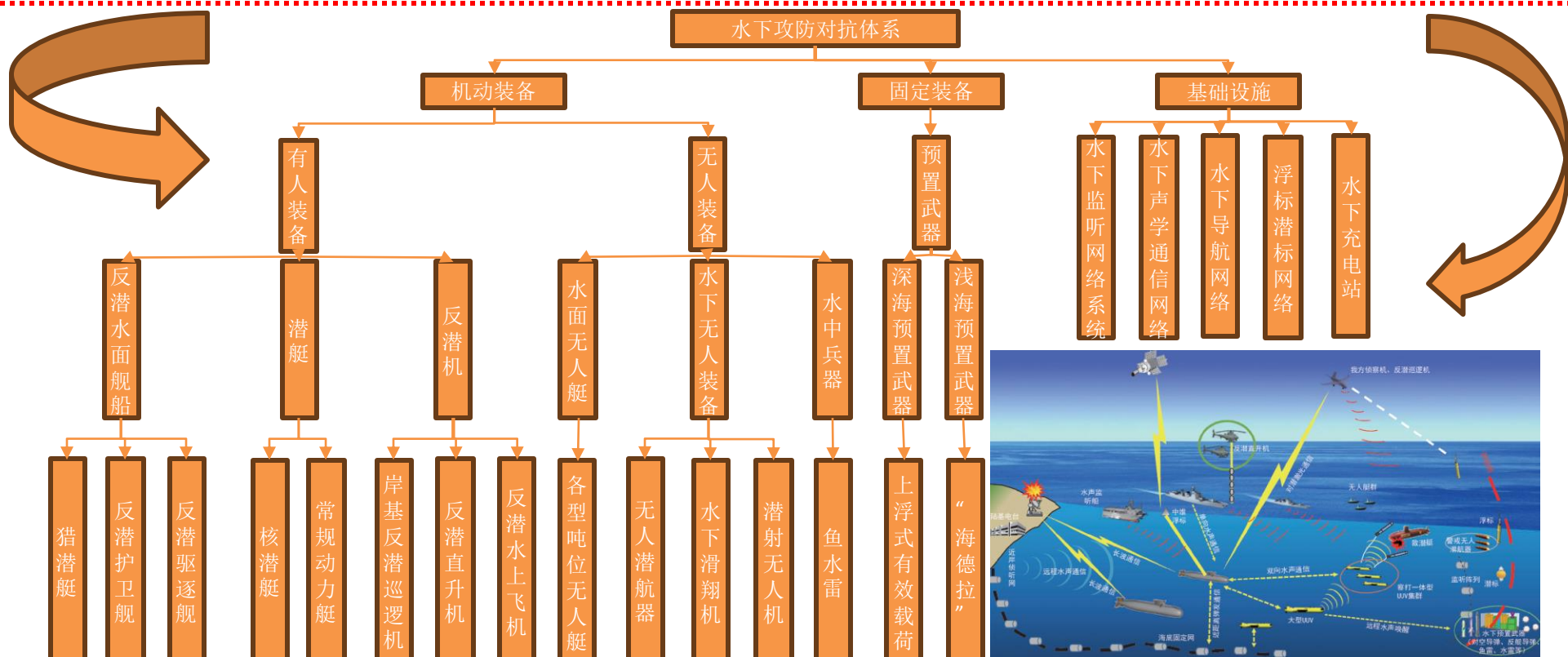
## 6.1近年水下安全形势严峻，攻防对抗体系建设需求提升

近10年来，随着地缘政治问题频发，区域战争风险加大，我国海上面临的安全威胁加剧，特别是水下安全形势严峻，“水下国门洞开”问题亟待解决。水下战场是可与海面、空、天等作战空间相比拟的争夺制海权的重要作战空间，控制水下战场空间足可改变战争形态，影响战争全局。因此，当前世界各海军强国都在大力发展新型水下战装备和能力。我们认为，未来提升作战能力的关键在于信息获取，因而提升对抗体系的整体态势感知能力、装备间互联互通能力成为未来海军的重要建设方向。

大范围战场态势感知和协同作战能力

小范围平台间协同探测、通信、指控、电子战能力

水下信息技术和建设水下信息网络

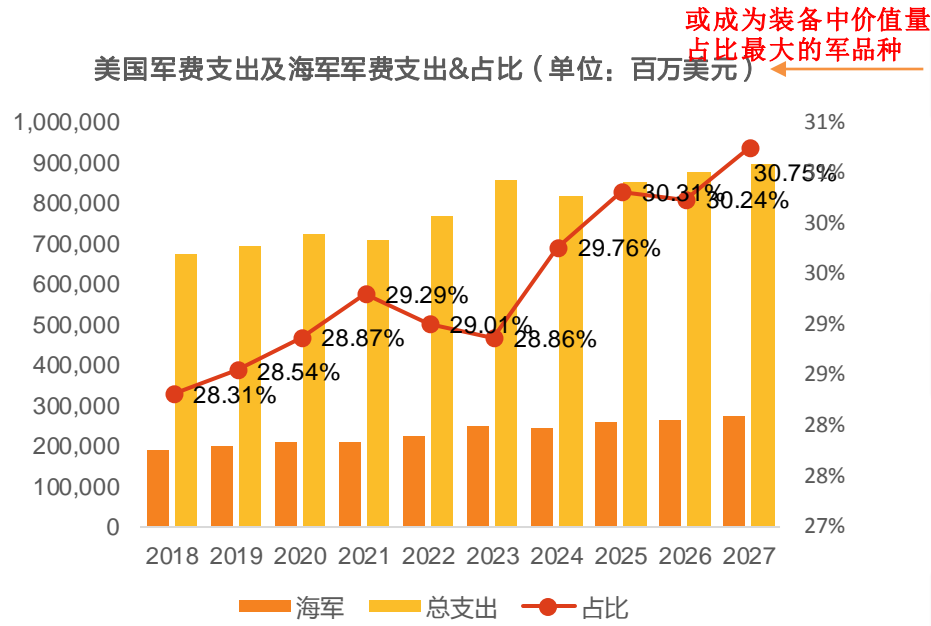


水下攻防对抗体系装备组成

典型水下攻防对抗体系图

同时我们认为，**无人作战平台在海军武器装备中将占据重要位置**，成为未来战场的力量倍增器。近年来，在军事强国的新一轮海军兵力结构评估中，首次纳入无人水面艇和超大型无人潜航器，凸显了水面/水下大型无人平台的重要性。我们认为，未来多种无人系统有望加速部署，或将成为改变水下攻防对抗作战样式的支点。

# 6.2 美国海军率先投入指引产业发展方向，十五五我国有望进入产业链高景气成长阶段



海军全球第一美国调整战术，海军占比持续提升

美军认为水下作战难以实现“单向透明化”，无法继续保持水下绝对优势

美国水下系统26-28年进入快速爬坡期

小/中/大型无人作战平台加速部署，无人平台成为改变攻防作战样式支点

无人潜航器保持较高增速

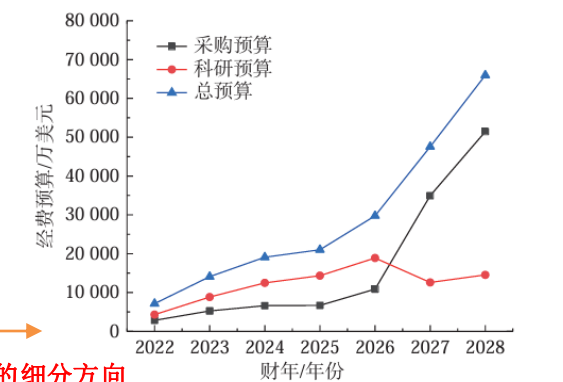
有人平台为水下攻防体系中枢，潜艇列装加速

各型潜艇加速列装

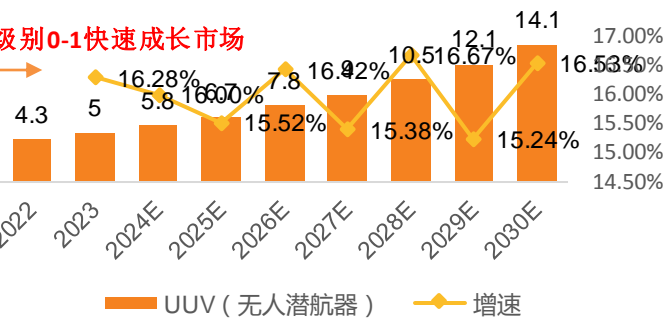
国内持续追赶，从平台到信息化等加速研产

国内产业链有望十五五进入高景气阶段

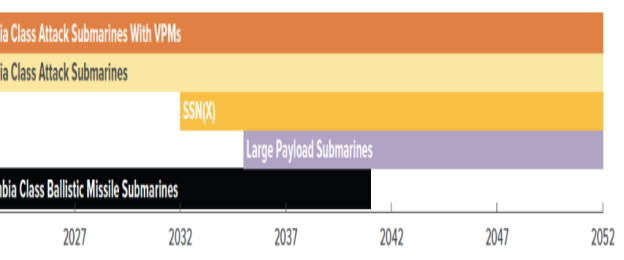
2022-2028年美军水下系统项目各预算曲线图



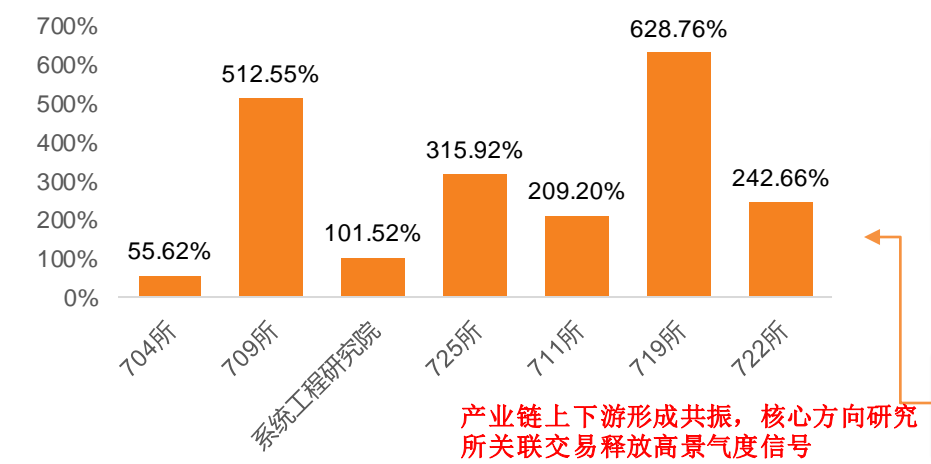
2022-2030年全球无人潜航器市场规模 (十亿欧元)



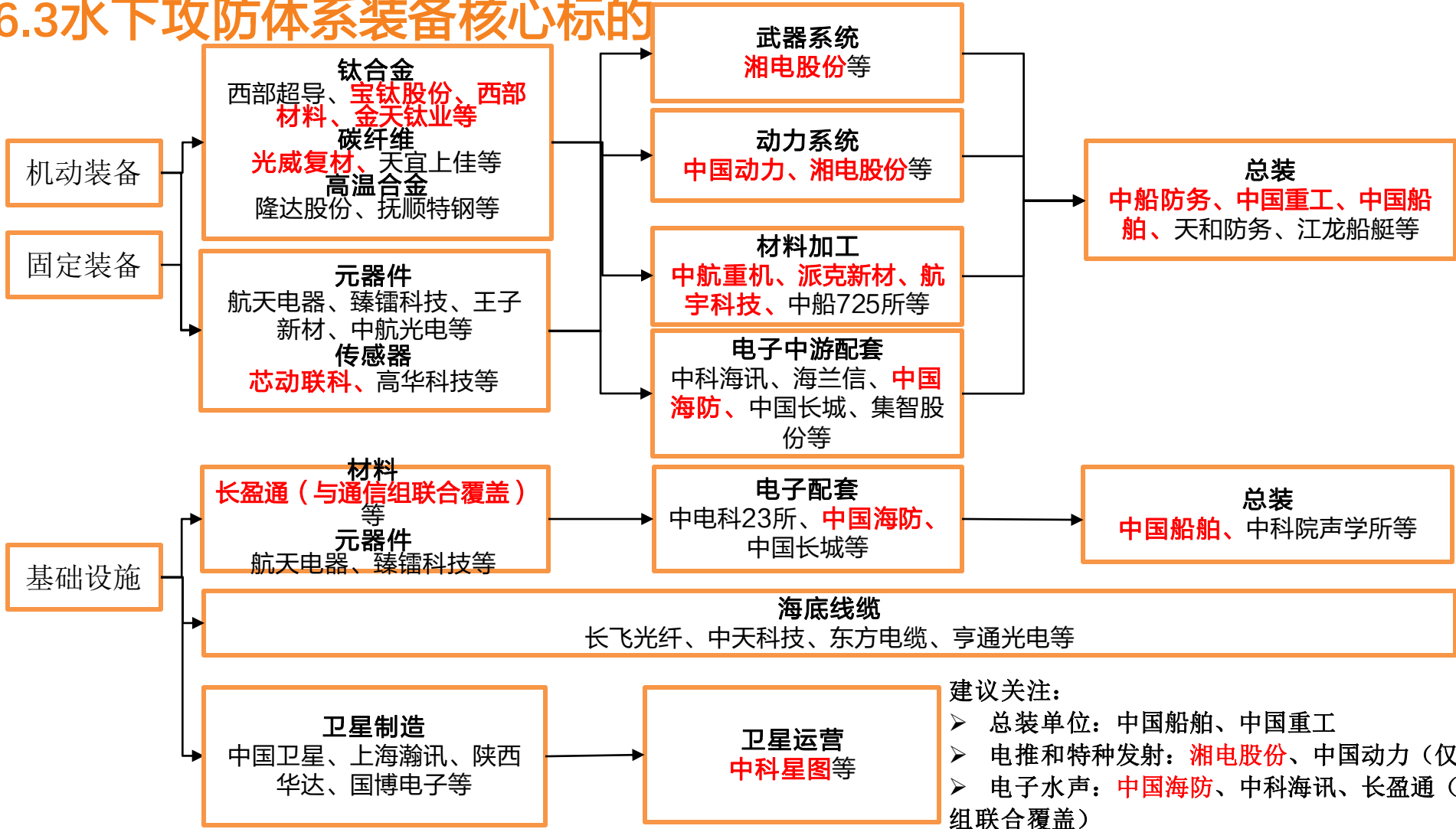
有望成为千亿级别市场 2022-2052美军潜艇各船型生产的时间段



中国船舶2024年预计向关联方购买商品、购买固定资产等长期资产金额相较于2023年1-11月实际发生金额涨幅



# 6.3水下攻防体系装备核心标的



- 建议关注：
- 总装单位：中国船舶、中国重工
  - 电推和特种发射：湘电股份、中国动力（仅电推）
  - 电子水声：中国海防、中科海讯、长盈通（与通信组联合覆盖）
  - 钛材：西部材料、西部超导（与天风金属有色组联合覆盖）、宝钛股份、金天钛业等
  - 制造加工企业：中航重机、派克新材、航宇科技

资料来源：wind，中国电子科技集团公司第二十三研究所，中国科学院声学研究所，中国船舶集团有限公司第七二五研究所，天风证券研究所

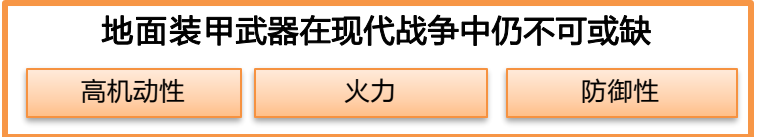
# 细分方向6

## 陆军装备

新一代地面装甲或迎来新一轮采购周期

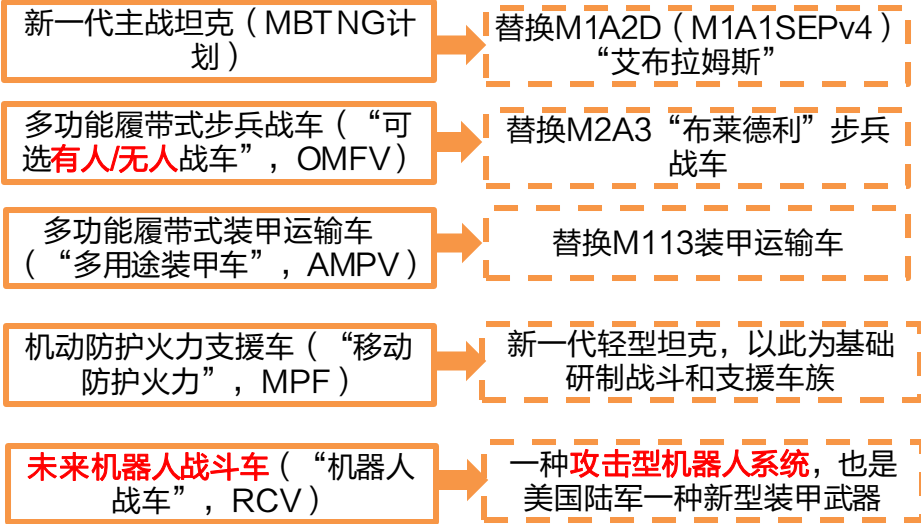
# 7.1 面对现代战争，新一代地面装甲不可或缺

地面装甲武器具备**机动、火力、防护、信息、智能**等优势，在现代战争中仍是不可或缺的主要装备。



- 各国纷纷公布其**第四代坦克研究或列装计划**：  
2015年5月9日**T-14坦克**在**俄罗斯**红场阅兵中首次公开亮相；  
2022年6月，**德国**和**法国**公开在萨托利国际防务展上展出**KF-51 黑豹”主战坦克**和**EMBT欧洲主战坦克**；  
2022年10月10日**美国**通用公司“艾布拉姆斯-X”下一代主战坦克在美陆军协会年会上展出。
- 我国ZTZ-99式主战坦克在1999年国庆阅兵上正式亮相，迄今已有20余年。**我国的新一代主战坦克或也在研制中**，基于我国地面装甲技术的不断进步以及技术优势，**面对现代战争新一代装甲或迎来新一轮采购周期**，展望2025**陆军地面装备**值得重点关注。

美国新一代装甲武器项目：“**新一代多用途战斗装甲车**”





## 7.2新一代地面装甲有望受益于军贸旺盛需求

VT-4/5坦克是我国近年来推出的外贸型主战/轻型坦克。



VT-4主战坦克采用全国产化整体式动力舱、自动装弹系统，实现信息采集、处理、交互、分发自动化，是一款模块化、信息化的主战坦克。

VT-5坦克采用液气悬挂、长身管105坦克炮、集成观瞄系统、模块化装甲组件

- 地区冲突频发，地面装甲需求呈上升趋势：据俄智库发布全球军贸产品出口预测，预计2023~2025年全球装甲装备出口交付额为406.96亿美元，约占同期全球武器出口总额11.13%，且装甲战车和主战坦克是装甲装备市场最活跃的领域。
- 全球装甲装备出口额在逐年攀升，我国在装甲战车、主战坦克、轻型装甲车等均有涉及，有望持续受益于地面装甲市场需求。

| 分类      | 2023E | 2024E  | 2025E | 2023-2025总额占比 |
|---------|-------|--------|-------|---------------|
| 装甲战车    | 38.54 | 64.58  | 83.74 | 45.92%        |
| 主战坦克    | 52.07 | 62.44  | 64.84 | 44.07%        |
| 轻型装甲车   | 5.87  | 11.17  | 9.52  | 6.53%         |
| 防地雷反伏击车 | 3.52  | 4.87   | 5.8   | 3.49%         |
| 总计      | 100   | 143.06 | 163.9 |               |

2023-2025年全球装甲装备出口交付额（单位：亿美元）

| 出口国家 | 型号       | 订单数量（辆） | 订单年份 | 截止2022年已交付（辆） |
|------|----------|---------|------|---------------|
| 巴基斯坦 | VT-4     | 679     | 2019 | 96            |
| 尼日利亚 | VT-4     | 12      | 2019 | 12            |
| 泰国   | VT-4     | 58      | 2016 | 48            |
|      | VT-4 ARV | 2       | 2017 | 2             |
| 孟加拉国 | VT-5     | 44      | 2019 | 25            |

2017-2022年VT-4/5坦克外贸订单

- 俄乌冲突实战经验证明，战场情报获取至关重要，强化信息化升级的VT-4/5坦克有望成为实战战场重要角色，进一步扩大外需军贸市场。
- 建议关注：内蒙一机、海格通信（通信组覆盖）、七一二（通信组覆盖）、大立科技、睿创微纳、高德红外、国科天成、晶品特装、北方长龙、安达维尔、科思科技、光电股份、天微电子

# 细分方向7 商业航天

低轨卫星进入高密度常态化发射组网阶段

# 8.1 商业航天2025——低轨卫星进入高密度常态化发射组网阶段

➤ **卫星互联网市场空间广阔**：与蜂窝宽带相比，卫星宽带的户均覆盖费用、用户终端费用、频谱效率、容量密度等方面均有劣势，因此卫星宽带的潜在市场是**缺乏蜂窝覆盖的地区**。截止2023年，全球有约4亿人未能实现移动互联网覆盖，有约30亿人被移动互联网覆盖但未使用，共计34亿人未使用移动互联网。

◆ 若对34亿未使用移动互联网用户在不同覆盖率和网络要求下进行情景分析，取单星容量20Gbps，单星制造发射等建设费用取153万美元，人民币：美元=7:1计算如下。

| 星座建设市场空间(亿元)   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 网速要求(Mbps)/覆盖率 | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% | 3.00% | 3.50% | 4.00% | 4.50% | 5.00% | 5.50% | 6.00% |
| 1              | 91    | 182   | 273   | 364   | 455   | 546   | 637   | 728   | 819   | 910   | 1001  | 1092  |
| 3              | 273   | 546   | 819   | 1092  | 1366  | 1639  | 1912  | 2185  | 2458  | 2731  | 3004  | 3277  |
| 5              | 455   | 910   | 1366  | 1821  | 2276  | 2731  | 3186  | 3641  | 4097  | 4552  | 5007  | 5462  |
| 7              | 637   | 1274  | 1912  | 2549  | 3186  | 3823  | 4461  | 5098  | 5735  | 6372  | 7010  | 7647  |
| 9              | 819   | 1639  | 2458  | 3277  | 4097  | 4916  | 5735  | 6555  | 7374  | 8193  | 9012  | 9832  |
| 11             | 1001  | 2003  | 3004  | 4006  | 5007  | 6008  | 7010  | 8011  | 9012  | 10014 | 11015 | 12017 |
| 13             | 1183  | 2367  | 3550  | 4734  | 5917  | 7101  | 8284  | 9468  | 10651 | 11835 | 13018 | 14201 |
| 15             | 1366  | 2731  | 4097  | 5462  | 6828  | 8193  | 9559  | 10924 | 12290 | 13655 | 15021 | 16386 |
| 17             | 1548  | 3095  | 4643  | 6190  | 7738  | 9286  | 10833 | 12381 | 13928 | 15476 | 17024 | 18571 |
| 19             | 1730  | 3459  | 5189  | 6919  | 8648  | 10378 | 12108 | 13837 | 15567 | 17297 | 19026 | 20756 |
| 21             | 1912  | 3823  | 5735  | 7647  | 9559  | 11470 | 13382 | 15294 | 17206 | 19117 | 21029 | 22941 |

➤ **需求端，海外低轨通信卫星产业跑马圈地倒逼国内产业成长**：地球近地轨道的工作频段数量有限，美国联邦通信委员会(FCC)2022年授予许可证，允许SpaceX开始部署30000颗第二代星链卫星中的四分之一。从目前国内外低轨卫星建设计划不难看出，未来几年低轨频段的竞争仍将持续加剧。

➤ **供给端，火箭发射能力日渐提高**：同时伴随着海南文昌商业航天发射场的发展、中国卫星制造工厂的建设落地、中国卫星制造产能逐步释放，卫星发射成本及卫星建造成本有望进一步降低，**卫星入轨逐渐进入高密度常态化发射组网阶段**，商业卫星产业发展有望进一步加速。

➤ 2024年商业航天首次写入《政府工作报告》，首个商业航天发射场—海南商业航天发射场迎来首发，完成了从卫星制造、火箭发射、卫星服务的商业航天全产业链闭环，为大规模商业化提供了保障。展望2025年，我国低轨卫星行业预计可实现“月月有发射”的高密度发射能力，商业航天产业链有望迎来快速发展阶段。

## 8.2中国两大低轨卫星星座正加速建设

### 千帆星座：

2018年3月：“千帆星座”的实施主体垣信卫星成立；

2019年11月17日：全球多媒体卫星系统首批两颗试验卫星在酒泉卫星发射中心发射升空，卫星顺利进入预定轨道；

2021年8月4日：太原卫星发射中心使用长征六号运载火箭，成功将名为“松江”和“G60”的第二批两颗多媒体贝塔试验A/B卫星送入预定轨道；

2021年11月26日：“G60星链”产业基地启航仪式在松江举行，该项目由上海松江区牵头，联和投资、临港集团三方共同打造；

2023年7月25日：上海举行“高质量发展在申城”系列主题新闻发布会，“G60星链”实验卫星完成发射并成功组网；

2024年8月6日：太原卫星发射中心使用长征六号改运载火箭，成功将千帆极轨01组卫星发射升空；

2024年10月15日：在太原卫星发射中心，千帆星座第二批组网卫星以“一箭18星”方式成功发射；

2024年12月5日：太原卫星发射中心使用长征六号改运载火箭成功将千帆极轨03组卫星发射升空。

### 千帆星座建设计划

|      |                     |                                  |
|------|---------------------|----------------------------------|
| 一期部署 | 648颗卫星提供区域网络覆盖      | 预计2024年完成108颗卫星发射，2025年底完成648颗发射 |
| 二期部署 | 1296颗卫星提供全球网络覆盖     | 2027年完成建设                        |
| 三期规划 | 超过1.5万颗卫星提供多元业务融合服务 | 2030年完成                          |

### GW星座：

2020年9月：我国向ITU提交了两个星座的频谱申请，总计卫星数量为12992颗；

2021年4月：中国卫星网络集团有限公司（简称“中国星网”）正式成立，成为GW星座的实施主体；

2023年7月9日：长征二号丙/远征一号S运载火箭在酒泉卫星发射中心点火起飞，随后将卫星互联网技术试验卫星成功送入预定轨道；

2023年11月23日：11月23日西昌卫星发射中心使用长征二号丁运载火箭，成功将卫星互联网技术试验卫星发射升空；

2023年12月6日：太原卫星发射中心在广东阳江附近海域使用捷龙三号运载火箭，成功将卫星互联网技术试验卫星发射升空。

### GW星座建设计划

| 星座类型   |       |              | 发射计划          |
|--------|-------|--------------|---------------|
| GW-A59 | 6080颗 | 500km 以下极低轨道 | 2024年首次发射     |
|        |       |              | 未来5年内发射约10%卫星 |
| GW-A2  | 6912颗 | 1145km近地轨道   | 2035年完成全部卫星发射 |

## 8.3 卫星互联网产业链梳理

信息化战争&全空间体系&通信需求升级换代带来卫星需求侧日益高涨，卫星轨道&频谱资源有限性对“占频保轨”提出要求，供给侧载荷技术、火箭技术、卫星批量生产技术能力带来需求实现可行性，低成本产研体系搭建、可回收火箭、先进电源系统等技术正在加速走向商业化带来广阔投资机会。

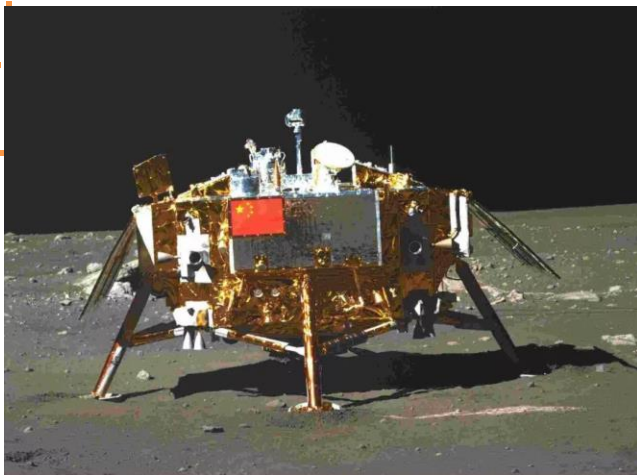
建议关注：上海瀚讯、铖昌科技、臻镭科技、国博电子、天奥电子、佳缘科技、航天电器、中国卫星、海格通信（通信组覆盖）、陕西华达、上海沪工、思科瑞。

### 卫星服务

- 运营商：中国移动、中国联通、中国电信、**中国卫星**
- 数据服务：**中科星图、海格通信、振芯科技、航天宏图、合众思壮、华测导航**

### 卫星制造

- 卫星总装：**中国卫星、上海沪工**
- 卫星载荷：**上海瀚讯**
- 卫星天线：航天环宇、盛路通信
- 卫星测试：**思科瑞**、西测测试
- T/R组件：铖昌科技、臻镭科技、国博电子
- 嵌入式计算机：**智明达**、雷科防务（奇维科技）
- 加密模块：佳缘科技
- SoC芯片：欧比特
- 连接器：中航光电、**航天电器**、陕西华达
- FPGA：**成都华微**、紫光国微、**复旦微电**
- 传感器：天银机电
- 元器件：**火炬电子**、鸿远电子、航天电子、宏达电子、振华风光、振华科技
- 原材料：宝钛股份
- MEMS：**芯动联科**



### 地面设备

- 信关站：**上海瀚讯**、震有科技、信科移动
- 地面终端：**海格通信、盟升电子、振芯科技、华力创通、航天电子**
- 毫米波雷达：**海格通信、振芯科技、盟升电子、华测导航、雷科防务、中海达**

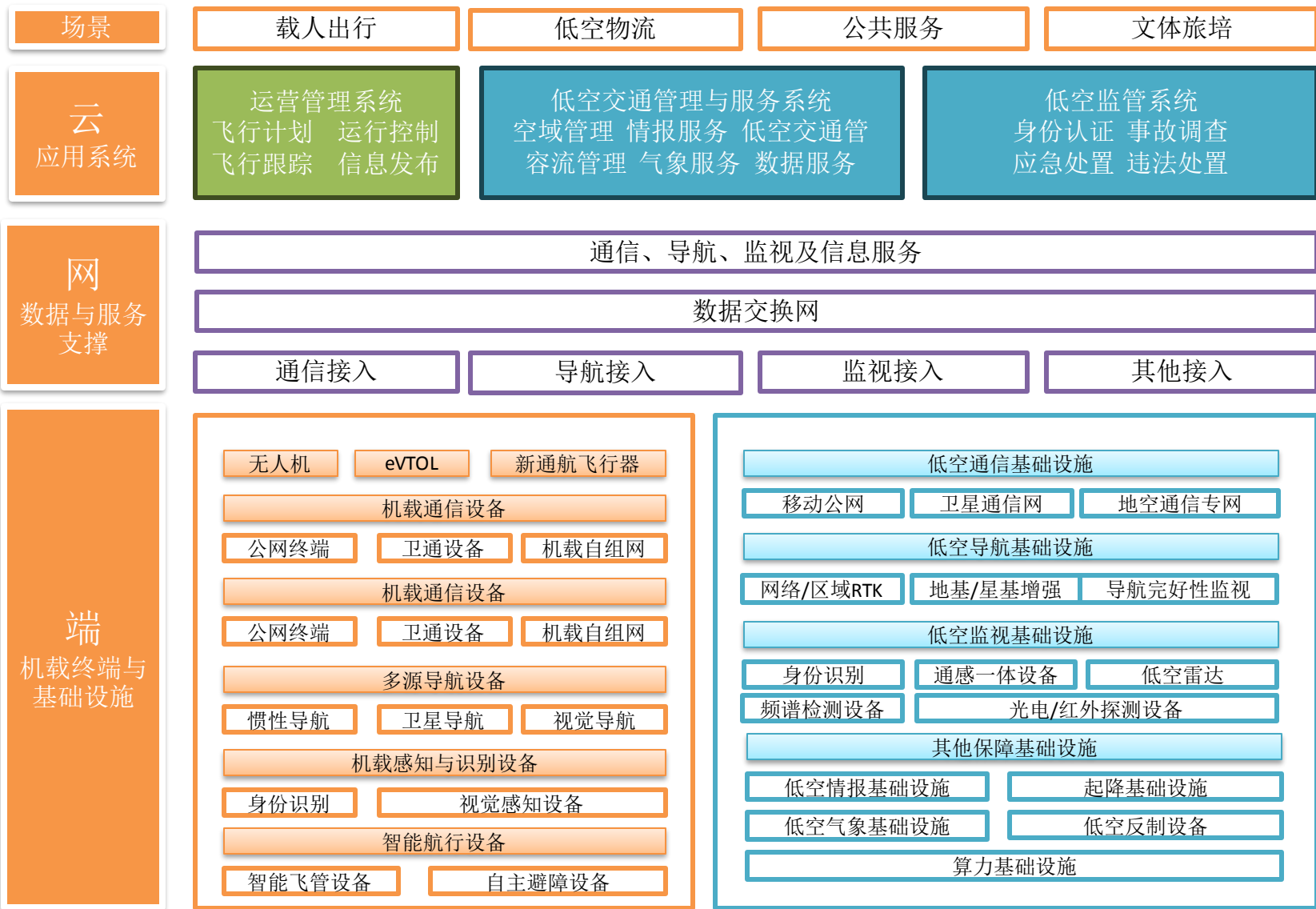
### 火箭发射

- 火箭：**上海沪工（结构件）、九丰能源（甲烷）、国科军工（固体发动机）、高华科技（传感器）**

# 细分方向8 低空经济

框架体系走向完善、应用场景逐步落地

# 9.1 低空经济2024——框架体系走向完善、应用场景逐步落地



低空经济核心要义可以概括为：**空域是基础、安全是底线、场景是根本。**

- **空域来看**，自2021年中央空中交通管理委员会成立以来正在积极探索，有望在试点探索过程中逐步形成具有我国特色的空域管理方法论。
- **场景来看**，公共服务、文体旅培、低空物流、载人出行涵盖了多数场景，伴随着新型飞行器不断迭代升级，更多商业模式或层出不穷。
- **安全来看**，伴随**低空智能网联体系**（2024年11月发布）不断完善及试点示范不断探索，未来形成一套军民共用的保证安全基础设施建设可期。

# 9.2 低空经济2025——产业规模持续扩大，供需共振注能成长

政策

2021年2月，《国家立体交通网规划纲要》首次提到要发展低空经济

2023年12月中央经济工作会议首次提出发展低空经济

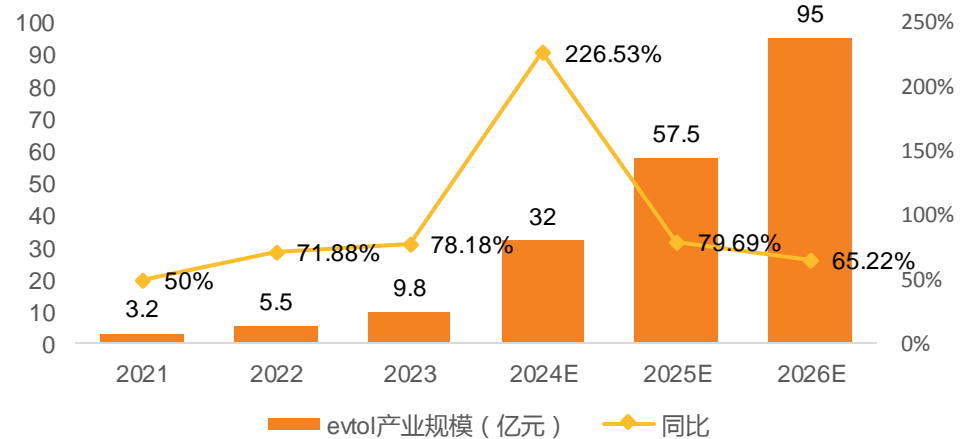
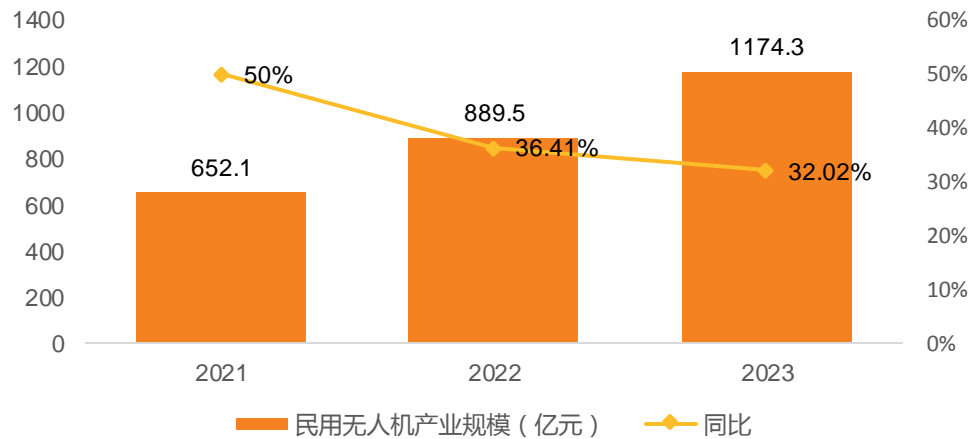
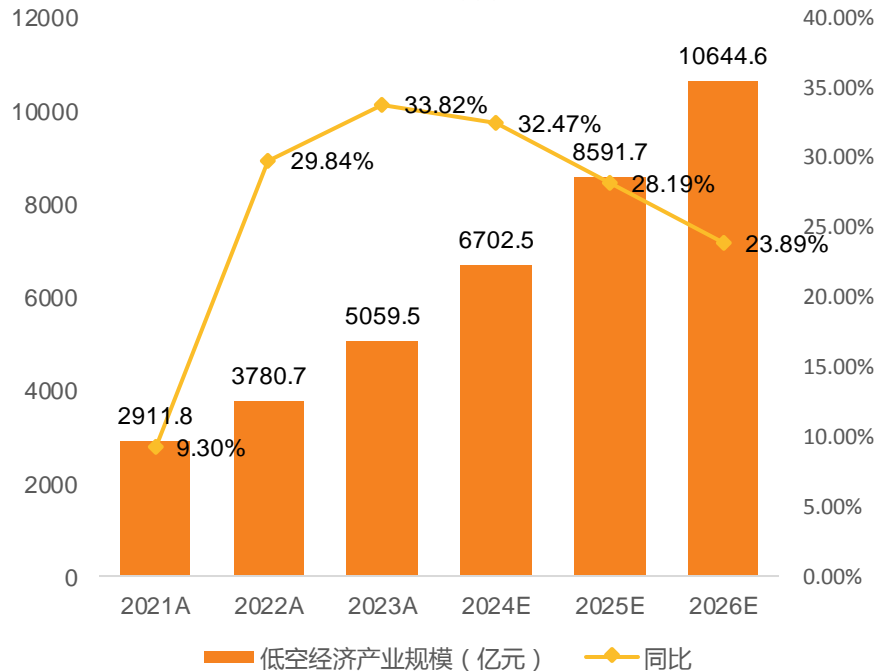
2024年3月，全国两会提出推动开展空域利用，加快培育发展低空经济

2024年11月，中央空管委在六个城市开展eVTOL试点公开

产业

2023年10月13日，亿航智能拿到了全球首张eVTOL的TC证

2024年11月，工信部印发关于低空智能网联参考体系和新能源新构型低空装备体系报告，宣告行业标准出台



伴随低空空域改革的深入和民用无人机供给侧的日益成熟，产业需求潜能被持续释放，2021-2023年我国低空经济产业逐步走向发展快车道，2023年产业规模增速达到了5059.5亿元，同比增长33.82%。同时在无人电动化方向的技术突破与需求释放带来产业增速进一步提升，尤其是电动化航空出现了电动垂直起降飞行器（eVTOL），其产业规模2023年实现了78.18%的同比增长。

展望2025年，伴随框架体系不断完善，飞行器及智能网联体系不断迭代，低空三大核心要素集齐下，供给侧或为产业进一步注能，行业有望迎来加速落地发展。



# 9.3 低空经济核心标的梳理

低空核心标的梳理

| 三大方向      | 环节     | 具体部分        | 公司代码     | 公司     |      |
|-----------|--------|-------------|----------|--------|------|
| 飞行器制造     | 整机     | eVTOL       | EH.O     | 亿航智能   |      |
|           |        |             | 002085   | 万丰奥威   |      |
|           |        | 无人机         | 600612   | 绿能慧充   |      |
|           |        |             | 688297   | 中无人机   |      |
|           | 动力系统   | 直升机         | 600879   | 航天电子   |      |
|           |        |             | 600038   | 中直股份   |      |
|           |        | 传统动力形式      | 001696   | 宗申动力   |      |
|           |        |             | 603308   | 应流股份   |      |
|           |        |             | 电驱、电机、电控 | 600580 | 卧龙电驱 |
|           |        |             |          | 002074 | 国轩高科 |
|           | 机载系统   | 传感器         | 688567   | 孚能科技   |      |
|           |        |             | 688592   | 司南导航   |      |
|           | 材料     | 碳纤维         | 688582   | 芯动联科   |      |
|           |        |             | 300699   | 光威复材   |      |
| 600862    |        |             | 中航高科     |        |      |
| 300900    |        |             | 广联航空     |        |      |
| 运营服务      | 飞行器运营  | 000099      | 中信海直     |        |      |
|           |        | 300859      | 西域旅游     |        |      |
| 基础设施与配套保障 | 信息基础设施 | 空管产品        | 688631   | 莱斯信息   |      |
|           |        |             | 000801   | 四川九洲   |      |
|           |        | 北斗/导航       | 688568   | 中科星图   |      |
|           |        |             | 0002465  | 海格通信   |      |
|           |        | 通信-5G-A通感一体 | 002792   | 通宇通讯   |      |
|           |        |             | 002446   | 盛路通信   |      |
|           |        |             | 688522   | 纳睿雷达   |      |
|           |        | 雷达          | 600990   | 四创电子   |      |
|           | 688552 |             | 航天南湖     |        |      |
|           | 600562 |             | 国睿科技     |        |      |
|           | 低空规划   |             | 301091   | 深城交    |      |
| 603018    |        |             | 华设集团     |        |      |
| 688009    |        |             | 中国通号     |        |      |

我们认为，明年核心关注军民融合视角下试点城市示范效应及产业应用场景具体落地情况，标的建议关注：

(1) 飞行器及产业链配套：万丰奥威、中无人机、宗申动力、司南导航、中航高科、光威复材、广联航空、神思电子、卧龙电驱等

(2) 试点城市示范效应及应用场景落地：西域旅游、中信海直、深城交、四创电子、纳睿雷达、国睿科技、中科星图、莱斯信息、航天南湖等

备注：亿航智能与海外组联合覆盖；海格通信通信组覆盖

# 总结及投资建议

## 总结：

展望2025年，我们认为，**军工行业或将在型号&代次切换下的采购周期下，逐步拥抱装备采购及供应体系变革**，在此之下我们对行业形成如下基本判断：

- **周期**：板块有望于2025年迎接继2021年后的**新一轮采购周期**，装备采购调整后新订单有望于2025年上半年陆续在产业链得到兑现，产业上中下游或出现需求共振，同时叠加**新型多品种武器装备放量**，板块景气度或将持续上行。伴随新订单的生产确认，部分受影响公司盈利能力或将出现明显反弹。
- **改革**：未来三到五年**装备采购体系和国防工业体系或正酝酿底层变革**，产业链格局和企业估值体系或将重构——在需求端鼓励竞争、鼓励创新、对新科技和工程成果需求迫切的大背景下，在新一代装备要求**面向战场、面向部队、面向未来、大批量小型化低成本、高费效比**的背景下，在**民用大飞机进入国际商业化竞争、商业航天、低空经济创新降本开拓新场景、新需求**的大背景下，**国防工业作为新质生产力供给端的核心代表方向，面临前所未有的改革需求**。**社会化参与和公平竞争**带来定价体系变化是产业化市场化发展的主要推动力量之一，企业主体或得到更大的自主经营和投资空间，院所科技成果转化、院所关系改制、人才激励制度改革或得到底层推动。国防工业产业切实推动产业化市场化改革，或成为未来几年贯穿行业发展的一条主线。
- **军贸**：全球国防开支增长带来军贸市场发展机遇，随着中东和解、北京宣言等历史性事件出现，中东地区**有望降低对美西方的武器依赖度**，转而寻求更具性价比、政治附加条件更少的中国装备，**中国军贸市场可能出现历史性拐点**，带来行业估值中枢超预期可能。

**投资建议**：中短期关注新一轮订单周期之下，交付加速带来的产能利用率提升、可变成本下降后，企业困境局面翻转；中长期关注装备采购及供应体系变革带来的改革红利，注重企业参与生产的装备型号所代表的重要战略战术方向，工艺、材料、器件的创新性领先性，优选兼具体系改革红利与战略战术趋势变化下技术垄断性企业。

### 建议关注：

- (1) 装备体系改革潜力释放&平台型上市公司【**航发控制（与电子组联合覆盖）**、中航沈飞、航发动力、中航重机；未覆盖——中航电测、**江航装备、航材股份**】；
- (2) 新一代航空装备体系【**洪都航空、火炬电子（与电子组联合覆盖）**、中航高科、光威复材、中简科技（未覆盖）】航发——返回料体系【中航重机、隆达股份（与有色组联合覆盖）、**图南股份（与有色组联合覆盖）**、未覆盖——上大股份、抚顺特钢】）；
- (3) 低成本弹药（远程火箭弹【**长盈通（与通信组联合覆盖）**；未覆盖——北方导航、中兵红箭】、航空制导炸弹【未覆盖——广联航空、芯动联科】火工品【未覆盖——**国泰集团、国科军工、金奥博**】）；
- (4) 网络信息化跨越化发展：数据链与通信【**七一二（与通信组联合覆盖）**、**海格通信（通信组覆盖）**、新劲刚（未覆盖）】；电子对抗【未覆盖——**盟升电子、四川九洲**】；
- (5) 海洋装备：电磁装备【**湘电股份、王子新材（未覆盖）**】；核心材料及电子配套【未覆盖——**中国海防、西部材料**】；
- (6) 陆地装备与军贸：【**内蒙一机、晶品特装、天微电子**；未覆盖——睿创微纳、国科天成、**国睿科技**】
- (7) 军民融合下的新质生产力：低空经济【**亿航智能（与海外组联合覆盖）**；未覆盖——四创电子、莱斯信息、司南导航、万丰奥威、中信海直、宗申动力】；商业航天【未覆盖——中国卫星、上海瀚讯、铖昌科技、臻镭科技、陕西华达、思科瑞】

**风险提示**：市场波动性风险、军品订单节奏风险、各国新装备研制列装不达预期、国际局势变化风险、经济增速影响全球各国国防开支、民用市场开拓不达预期、实弹演习需求不及预期、扩产项目建设进度不达预期、测算主观性风险

# 产业链相关标的梳理

国防军工板块2024-2026年产业链相关标的梳理

| 核心赛道     | 细分赛道及标的  |           | 股票代码      | 总市值(亿元)   | 2023年净利润(亿元) | 预测净利润(亿元) |       |        | 预测净利润YoY |       |        | 预测PE    |        |       |       |
|----------|----------|-----------|-----------|-----------|--------------|-----------|-------|--------|----------|-------|--------|---------|--------|-------|-------|
|          |          |           |           |           |              | 2024E     | 2025E | 2026E  | 2024E    | 2025E | 2026E  | 2024E   | 2025E  | 2026E |       |
| 军用航空     | 航空钛材     | 宝钛股份      | 600456.SH | 139.13    | 5.44         | 6.26      | 7.54  | 8.76   | 15%      | 16%   | 16%    | 22.22   | 18.44  | 15.89 |       |
|          |          | 西部材料      | 002149.SZ | 83.00     | 1.96         | 2.02      | 3.02  | 3.99   | 3%       | 50%   | 32%    | 41.10   | 27.49  | 20.79 |       |
|          |          | 西部超导      | 688122.SH | 278.06    | 7.52         | 8.68      | 10.95 | 13.27  | 15%      | 26%   | 21%    | 32.02   | 25.40  | 20.95 |       |
|          | 航空复合材料   | 中简科技      | 300777.SZ | 124.48    | 2.89         | 3.41      | 4.11  | 4.86   | 18%      | 21%   | 18%    | 36.53   | 30.29  | 25.64 |       |
|          |          | 中航高科      | 600862.SH | 330.99    | 10.31        | 11.49     | 13.69 | 16.23  | 11%      | 19%   | 18%    | 28.80   | 24.17  | 20.40 |       |
|          |          | 光威复材      | 300699.SZ | 253.15    | 8.73         | 8.69      | 10.55 | 12.24  | 21%      | 16%   | 16%    | 29.13   | 24.00  | 20.67 |       |
|          | 高温合金     | 抚顺特钢      | 600399.SH | 105.70    | 3.62         | 5.40      | 7.24  | 9.16   | 49%      | 34%   | 27%    | 19.57   | 14.61  | 11.54 |       |
|          |          | 隆达股份      | 688231.SH | 35.13     | 0.55         | 0.90      | 1.36  | 1.78   | 63%      | 51%   | 31%    | 39.03   | 25.83  | 19.73 |       |
|          |          | 航材股份      | 688563.SH | 247.55    | 5.76         | 5.76      | 6.76  | 8.40   | 0%       | 17%   | 24%    | 42.98   | 36.60  | 29.47 |       |
|          |          | 钢研高纳      | 300034.SZ | 115.34    | 3.19         | 4.00      | 5.05  | 6.27   | 25%      | 26%   | 24%    | 28.84   | 22.82  | 18.41 |       |
|          | 特种材料     | 图南股份      | 300855.SZ | 84.41     | 3.30         | 3.69      | 4.65  | 5.85   | 12%      | 26%   | 26%    | 22.88   | 18.14  | 14.44 |       |
|          |          | 华泰科技      | 688281.SH | 157.37    | 3.35         | 3.34      | 4.98  | 6.45   | 0%       | 49%   | 30%    | 47.12   | 31.63  | 24.38 |       |
|          | 无人机      | 洪都航空      | 600316.SH | 220.44    | 0.33         | 0.71      | 1.54  | 2.36   | 119%     | 117%  | 53%    | 310.33  | 143.07 | 93.30 |       |
|          |          | 航天彩虹      | 002389.SZ | 170.21    | 1.53         | 2.15      | 3.01  | 3.87   | 40%      | 40%   | 28%    | 79.29   | 56.46  | 43.99 |       |
|          |          | 中航重机      | 600765.SH | 289.73    | 13.29        | 15.32     | 18.28 | 21.92  | 15%      | 19%   | 20%    | 18.91   | 15.85  | 13.22 |       |
|          | 机加工等中间工序 | 模锻/环锻件    | 派克新材      | 605123.SH | 61.57        | 4.92      | 3.85  | 5.19   | 6.44     | -22%  | 35%    | 24%     | 16.01  | 11.85 | 9.57  |
|          |          |           | 航宇科技      | 688239.SH | 61.78        | 1.86      | 2.20  | 3.14   | 3.91     | 19%   | 42%    | 25%     | 28.03  | 19.70 | 15.78 |
|          |          | 机加工       | 航亚科技      | 688510.SH | 40.57        | 0.90      | 1.28  | 1.73   | 2.27     | 42%   | 35%    | 31%     | 31.57  | 23.42 | 17.90 |
|          |          |           | 三角防务      | 300775.SZ | 118.08       | 8.15      | 8.02  | 10.69  | 12.76    | -2%   | 33%    | 19%     | 14.73  | 11.05 | 9.26  |
|          |          |           | 爱乐达       | 300696.SZ | 41.69        | 0.69      | 0.33  | 0.44   | 0.61     | -52%  | 33%    | 39%     | 126.32 | 94.74 | 68.34 |
|          | 中游配套     | 航空配套      | 中航机载      | 600372.SH | 549.70       | 18.86     | 20.22 | 23.31  | 26.72    | 7%    | 15%    | 15%     | 27.18  | 23.58 | 20.57 |
| 江航装备     |          |           | 688586.SH | 71.70     | 1.93         | 2.44      | 2.89  | 3.40   | 26%      | 18%   | 18%    | 29.38   | 24.81  | 21.09 |       |
| 航发控制     |          |           | 000738.SZ | 258.04    | 7.27         | 8.18      | 9.59  | 11.15  | 13%      | 17%   | 16%    | 31.53   | 26.89  | 23.13 |       |
| 主机厂      | 航发动力     | 600893.SH | 995.33    | 14.21     | 15.58        | 19.09     | 23.55 | 10%    | 23%      | 23%   | 63.87  | 52.13   | 42.27  |       |       |
|          | 中直股份     | 600038.SH | 295.65    | 4.43      | 7.20         | 8.79      | 10.55 | 63%    | 22%      | 20%   | 41.07  | 33.63   | 28.03  |       |       |
|          | 中航沈飞     | 600760.SH | 1283.05   | 30.07     | 30.08        | 36.91     | 45.90 | 0%     | 23%      | 24%   | 42.65  | 34.76   | 27.96  |       |       |
|          |          | 中航西飞      | 000768.SZ | 707.67    | 8.61         | 11.05     | 13.76 | 16.97  | 28%      | 25%   | 23%    | 64.06   | 51.45  | 41.70 |       |
| 导弹       | 导弹材料     | 铂力特       | 688333.SH | 135.07    | 1.42         | 2.53      | 4.10  | 5.76   | -        | 62%   | 40%    | 53.34   | 32.91  | 23.46 |       |
|          |          | 菲利华       | 300395.SZ | 195.85    | 5.38         | 4.24      | 6.97  | 9.22   | -21%     | 65%   | 32%    | 46.24   | 28.09  | 21.24 |       |
|          |          | 睿创微纳      | 688002.SH | 226.64    | 4.96         | 6.37      | 8.82  | 11.09  | 28%      | 38%   | 26%    | 35.58   | 25.70  | 20.44 |       |
| 精确制导     | 新雷能      | 300593.SZ | 54.30     | 0.97      | -0.59        | 1.64      | 2.91  | -15%   | -37%     | 77%   | -91.46 | 33.02   | 18.67  |       |       |
|          | 北方导航     | 600435.SH | 150.30    | 1.92      | 1.42         | 3.08      | 4.16  | -26%   | 117%     | 35%   | 105.76 | 48.73   | 36.14  |       |       |
|          | 振华风光     | 688439.SH | 94.66     | 6.11      | 4.89         | 6.16      | 7.73  | -20%   | 26%      | 26%   | 19.35  | 15.37   | 12.24  |       |       |
| 集成电路     | 智明达      | 688636.SH | 30.86     | 0.96      | 0.74         | 1.15      | 1.53  | -23%   | 56%      | 33%   | 41.84  | 26.75   | 20.17  |       |       |
|          | 臻镭科技     | 688270.SH | 70.64     | 0.72      | 0.73         | 1.30      | 1.94  | 0%     | 78%      | 50%   | 97.06  | 54.49   | 36.44  |       |       |
|          | 铖昌科技     | 001270.SZ | 56.27     | 0.80      | 0.78         | 1.21      | 1.59  | -2%    | 56%      | 31%   | 72.26  | 46.39   | 35.39  |       |       |
|          | 紫光国微     | 002049.SZ | 502.30    | 25.31     | 22.36        | 28.30     | -     | -12%   | 27%      | -     | 22.47  | 17.75   | -      |       |       |
|          | 中航光电     | 002179.SZ | 798.90    | 33.39     | 33.41        | 43.65     | 52.18 | 0%     | 31%      | 20%   | 23.91  | 18.30   | 15.31  |       |       |
|          | 航天电器     | 002025.SZ | 208.79    | 7.50      | 7.45         | 9.82      | 12.36 | -1%    | 32%      | 26%   | 28.02  | 21.25   | 16.89  |       |       |
| 军工电子/信息化 | 连接器      | 高华科技      | 688539.SH | 44.62     | 0.96         | 1.08      | 1.37  | 1.70   | 12%      | 27%   | 24%    | 41.50   | 32.62  | 26.26 |       |
|          |          | MLCC      | 火炬电子      | 603678.SH | 124.21       | 3.18      | 3.36  | 4.59   | 6.00     | 5%    | 37%    | 31%     | 36.99  | 27.08 | 20.72 |
|          |          |           | 鸿远电子      | 603267.SH | 80.83        | 2.72      | 2.37  | 3.62   | 4.63     | -13%  | 52%    | 28%     | 34.05  | 22.34 | 17.46 |
|          | 钽电容      |           | 宏达电子      | 300726.SZ | 118.16       | 4.72      | 4.60  | 5.54   | -        | -2%   | 20%    | -       | 25.69  | 21.33 | -     |
|          | 多品类      | 振华科技      | 000733.SZ | 227.43    | 26.82        | 10.67     | 14.73 | 17.93  | -60%     | 38%   | 22%    | 21.32   | 15.44  | 12.69 |       |
|          |          | 国光电气      | 688776.SH | 52.03     | 0.90         | -         | -     | -      | -        | -     | -      | -       | -      | -     |       |
|          |          | 新劲刚       | 300629.SZ | 49.03     | 1.39         | 1.57      | 2.24  | 2.94   | 13%      | 42%   | 32%    | 31.17   | 21.91  | 16.66 |       |
|          | 微波       | 国博电子      | 688375.SH | 268.50    | 6.06         | 5.06      | 6.39  | 8.08   | -16%     | 26%   | 26%    | 53.02   | 41.99  | 33.25 |       |
|          |          | 七一二       | 603712.SH | 123.06    | 4.40         | 2.55      | 4.41  | 5.78   | -42%     | 73%   | 31%    | 48.34   | 27.93  | 21.31 |       |
|          |          | 海格通信      | 002465.SZ | 256.37    | 7.03         | 6.65      | 9.46  | 12.13  | -5%      | 42%   | 28%    | 38.58   | 27.10  | 21.14 |       |
| 佳缘科技     |          | 301117.SZ | 30.37     | -0.05     | 0.21         | 0.71      | 1.05  | -48%   | 241%     | 48%   | 146.16 | 42.84   | 28.91  |       |       |
| 新方向      | 低空经济     | 中科星图      | 688568.SH | 266.50    | 3.43         | 4.79      | 6.67  | 9.22   | 40%      | 39%   | 38%    | 55.59   | 39.98  | 28.89 |       |
|          |          | 四创电子      | 600990.SH | 56.02     | -5.53        | -         | -     | -      | -        | -     | -      | -       | -      | -     |       |
|          |          | 宗申动力      | 001696.SZ | 248.47    | 3.62         | 6.27      | 7.27  | 8.46   | 73%      | 16%   | 16%    | 39.65   | 34.16  | 29.38 |       |
|          |          | 莱斯信息      | 688631.SH | 143.69    | 1.32         | 1.57      | 2.07  | 2.67   | 19%      | 32%   | 29%    | 91.55   | 69.48  | 53.79 |       |
|          |          | 四川九洲      | 000801.SZ | 139.00    | 2.00         | 2.19      | 2.81  | 3.41   | 9%       | 28%   | 21%    | 63.37   | 49.41  | 40.72 |       |
|          | 信息化      | 深城交       | 301091.SZ | 168.65    | 1.62         | 1.73      | 2.27  | 2.87   | 7%       | 31%   | 26%    | 97.71   | 74.37  | 58.83 |       |
|          |          | 中国海防      | 600764.SH | 184.20    | 3.09         | 3.42      | 4.57  | 5.99   | 11%      | 34%   | 31%    | 53.88   | 40.28  | 30.74 |       |
|          |          | 长盈通       | 688143.SH | 33.40     | 0.16         | 0.65      | 1.02  | 1.46   | 317%     | 58%   | 43%    | 51.51   | 32.69  | 22.89 |       |
|          |          | 中船防务      | 600685.SH | 242.00    | 0.48         | 4.31      | 9.33  | 20.56  | 797%     | 116%  | 120%   | 56.15   | 25.94  | 11.77 |       |
|          |          | 湘电股份      | 600416.SH | 134.93    | 3.00         | 3.02      | 4.19  | 6.20   | 1%       | 39%   | 48%    | 44.68   | 32.20  | 21.76 |       |
|          | 商业航天     | 中国动力      | 600482.SH | 548.55    | 7.79         | 12.72     | 21.52 | 31.06  | 63%      | 69%   | 44%    | 43.13   | 25.49  | 17.66 |       |
|          |          | 中国船舶      | 600150.SH | 1501.84   | 29.57        | 39.92     | 78.10 | 107.71 | 35%      | 96%   | 38%    | 37.62   | 19.23  | 13.94 |       |
|          |          | 上海瀚讯      | 300762.SZ | 129.74    | -1.90        | -0.31     | 2.45  | 3.35   | -83%     | -88%  | 37%    | -413.18 | 52.88  | 38.69 |       |
|          |          | 思科瑞       | 688053.SH | 22.10     | 0.43         | -         | -     | -      | -        | -     | -      | -       | -      | -     |       |
|          |          | 乾照光电      | 300102.SZ | 100.59    | 0.32         | 0.97      | 1.57  | 2.61   | 208%     | 61%   | 66%    | 103.21  | 64.01  | 38.61 |       |
|          | 陕西华达     | 301517.SZ | 51.03     | 0.79      | 0.53         | 0.76      | 1.03  | -33%   | 45%      | 36%   | 97.20  | 67.15   | 49.55  |       |       |
|          | 中国卫星     | 600118.SH | 299.05    | 1.58      | 1.71         | 2.08      | 2.67  | 9%     | 22%      | 28%   | 174.88 | 143.77  | 112.00 |       |       |

备注：预测值取自wind一致预期（截止于2025/02/04）。其中，有色组联合覆盖标的——铂力特、隆达股份、图南股份；电子组联合覆盖——中航光电、火炬电子、航发控制；通信组覆盖——七一二、长盈通、海格通信；海外组联合覆盖：亿航智能；未覆盖——菲利华、中科星图、睿创微纳、航天电器、振华科技、新雷能、铖昌科技、紫光国微、宏达电子、宝钛股份、西部材料、中简科技、航材股份、钢研高纳、航天彩虹、航亚科技、三角防务、爱乐达、江航装备、中直股份、北方导航、智明达、臻镭科技、高华科技、新劲刚、国博电子、上海瀚讯、佳缘科技、思科瑞

# 风险提示

## 风险提示

1. **市场波动性风险。**市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有一定影响。
2. **军品订单节奏风险。**部分产品订单下达和实际收入确认可能存在短期错位。
3. **各国新装备研制列装不达预期。**新装备研制进程存在一定不确定性，列装进度或受到一定影响。
4. **国际局势变化风险。**若国际局势紧张态势加剧，可能会对企业造成影响。
5. **经济增速影响全球各国国防开支。**若经济增速持续放缓，可能会对国防开支产生一定影响。
6. **民用市场开拓不达预期。**民用市场开拓存在不确定性，可能会对企业发展产生一定影响。
7. **实弹演习需求不及预期。**部队实弹演习需求存在不确定性，可能会对部分产品需求量产生一定影响。
8. **扩产项目建设进度不达预期。**公司项目建设进度存在不确定性，可能对公司产能提升节奏产生一定影响。
9. **测算主观性风险。**本文测算具有一定主观性，仅供参考。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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     | 说明                         | 评级   | 体系               |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益20%以上    |
|        |                            | 增持   | 预期股价相对收益10%-20%  |
|        |                            | 持有   | 预期股价相对收益-10%-10% |
|        |                            | 卖出   | 预期股价相对收益-10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上     |
|        |                            | 中性   | 预期行业指数涨幅-5%-5%   |
|        |                            | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下    |



THANKS