

# 国防军工

## 军工行业周报：再谈军工上市公司市值管理

### 报告摘要

#### ◆ 核心观点

##### 一、军工行情的节奏

本周，军工板块出现一定调整，国防军工（申万）指数（-8.79%）在31个行业中排名倒数第二。周成交量3891.28亿元，虽然环比下降14.81%，但依旧维持在历史较高水平。

上周我们已提示，整体节奏上，我们认为，军工板块在中长期或仍将维持“进二退一”的态势，内部也将呈现出轮动与分化，短期急涨的子领域和个股或有波动风险，军工行业融资余额处于历史高位，也是造成波动的潜在因素。

我们对军工行情的节奏判断如下：

- ① **填洼地**：前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；
- ② **塑权重**：沪深300和A500等指数中的军工权重股；
- ③ **“双击”**：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；
- ④ **行业特殊性溢价**：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

##### 二、再谈军工上市公司市值管理

11月15日，证监会发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称《指引》），自发布之日起实施。本次《指引》主要内容包括：

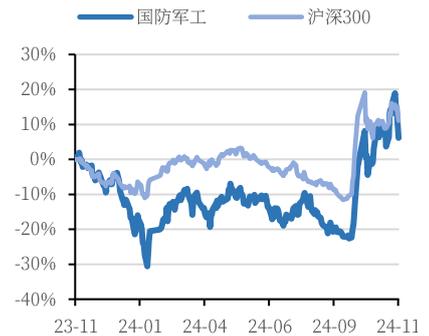
- ① 明确了市值管理的定义；

投资评级

增持

维持评级

### 行业走势图



### 作者

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

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

滕明滔 研究助理  
SAC执业证书: S0640123070037  
联系电话: 010-59562521  
邮箱: tengmt@avicsec.com

### 相关研究报告

航天产业深度报告：行业三季报发展综述及年底展望 —2024-11-14  
军工材料月报：三季报业绩依然承压，板块复苏预期不断加强 —2024-11-13  
航天产业11月月报：关注多款航天装备在珠海航展首次亮相 —2024-11-13

- ② 明确相关主体的责任义务；
- ③ 就主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求；
- ④ 明确禁止事项。

本次发布的《指引》正式稿，相对9月底《指引》意见征求稿，也有如下修订（详情见正文）：

- ① 优化完善市值管理定义；
- ② 扩大应当制定市值管理制度的公司范围；
- ③ 新增未根据指引要求披露市值管理制度制定情况和估值提升计划的惩罚措施；
- ④ 提升上市公司制定回购机制的自由度；
- ⑤ 提升上市公司价值偏离时实施行动的自由度；
- ⑥ 提升上市公司制定市值管理制度和估值提升计划的自由度。

**实际上，相对于其他行业，军工上市公司开展市值管理具有更强的急迫性和必要性。**“十四五”以来，伴随军工行业进入高景气发展周期后，资本市场已然逐渐成为军工企业发展的新“活水”。但由于军工行业与其他行业相比，具有保密要求高、可追踪指标相对较少、处于相对不透明状态的特点，导致行业的可研性相对较差，行业内的上市公司整体存在估值波动振幅大、市值分布不均衡、流动性波动较大且两极分化特征明显等问题。

在本次《指引》发布后，我们判断，军工上市公司也将在依法依规背景下，逐步加深探索、利用包括并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等市值管理方式去促进其投资价值与上市公司质量的匹配。

更多军工上市公司开展市值管理的建议与思考，请详见正文。

### 三、珠海航展小结

第十五届中国航展已于11月12日在珠海国际航展中心开幕。多家军工央企在航空、航天、军工信息化、无人装备等多个军工细分领域，以及低空经济和商业航天等“大军工”领域均有多款装备首次亮相，包括：

- ① 军用航空：中型隐身多用途战斗机歼-35A、海军重型舰载战斗机歼-15T 等；
- ② 航天防务：红-19 地空导弹武器系统、FD-2000A 中远程防空武器系统、FK-4000 防空武器系统、CM-98 隐身多用途导弹、CM-502X 单兵巡飞攻击导弹，“火龙”360 型 300 毫米制导火箭弹等；
- ③ 军工信息化：YLC-2E 型 S 波段远程多功能雷达，飓风 3000、飓风 2000 高功率微波武器系统，VE37 电子侦察干扰车、VE38 末制导综合防护车等；
- ④ 无人装备：彩虹-7 无人机、彩虹-9 中高空长航时无人机，大型无人作战艇“虎鲸号”等；
- ⑤ 低空经济：AR-E3000 电驱动垂直起降飞行器，“祥云”AS700 载人飞艇，“光箭”、“天盾”系列激光安防装备，eVTOL 电动力推进电机等；
- ⑥ 商业航天：昊龙货运航天飞机，长征六号丙运载火箭、长征八号甲运载火箭、长征十二号系列运载火箭、液氧甲烷发动机 YF-209、开式循环液氧煤油发动机 YF-102V 等。

本次航展，我们认为将加强市场对军工行业发展提速的信心，主要体现在以下几个方面：

- ① **航空航天新型号等主赛道上市公司有望迎来业绩边际改善。**军工行业走出了近十年最差三季报业绩表现，而本次航展多款军用航空、航天防务、无人装备以及信息化新型号装备的披露，展示出未来新一代武器装备增量需求有望持续释放，将进一步加强市场对军工下游订单边际改善的预期；
- ② **低空经济、商业航天等“大军工”赛道进一步扩容军工市场。**本届，珠海航展将有商业航天、低空经济企业展出包括商业火箭、eVTOL 等新产品，且多家企业已经公布了意向订单，“大军工”新赛道将持续扩容军工市场天花板；
- ③ **军工上市公司的军贸业务有望加速兑现至利润表。**本次珠海航展上举行重大项目签约仪式；航天科技集团首日签约近 600 亿元，创历史新高，其中防务领域已经涉及一系列重点装备产品出口，军贸业务的持续拓展有望加速兑现至相关上市公司利润表；
- ④ **新城新质领域中长期发展方向进一步明确。**本次航展，首次亮相了各类电子对抗、无人装备、人工智能等新城新质装备，表明未来中

长期新域新质装备发展确定，且有将有望在中长期发展持续提速，逐步成长为军工行业发展的又一新驱动力。

值得注意的是，参考历次航展前中后一周国防军工（申万）指数的变化，航展期间内，短期急涨的子领域和个股或将存在波动风险。

**表1 历届珠海航展前中后三周国防军工（申万）指数涨跌幅统计（单位：%）**

历届航展时间	前一周涨跌幅	航展周涨跌幅	后一周涨跌幅
第十五届（2024年11月12日-17日）	+12.23	-8.79	——
第十四届（2022年11月8日-13日）	+2.96	-3.17	-0.63
第十三届（2021年9月28日-10月3日）	+3.34	-6.05	-1.22
第十二届（2018年11月6日-11日）	+4.11	-2.02	+5.88
第十一届（2016年11月1日-6日）	-0.68	-1.25	+1.41
第十届（2014年11月11日-16日）	-0.35	-7.03	+0.37

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

#### ◆ 投资建议

- ◆ 军工行业依然处于景气大周期；
- ◆ 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；
- ◆ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ◆ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ◆ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

#### 军机等航空装备产业链：

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

低空经济：莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

#### 航天装备（弹、星、链等）产业链：

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

**船舶产业链：**

中国船舶、中国重工。

**信息化+国产替代：**

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

**军工材料：**

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

## 正文目录

近一周行情 .....	9
重要事件及公告 .....	9
一、 市值管理：证监会发布市值管理指引 .....	11
(一) 军工上市公司市值管理重要性 .....	12
(二) 军工上市公司如何做好市值管理 .....	12
二、 珠海航展盛大开幕，多款新型装备首次亮相.....	18
三、 低空经济：新主题、新动能、大赛道 .....	19
(一) 低空经济主题有望成为贯穿整个 2024 年的大投资逻辑 .....	19
(二) 反无人机系统：低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障 ...	20
1、 低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障 .....	20
2、 有矛即有盾，未来防空作战的重要内容 .....	21
3、 产业链：下游体量小、话语权较弱，行业相对垂直，关注中游及 核心上游标的.....	21
4、 竞争格局：行业集中度相对较低，低端产品竞争激烈.....	22
5、 我国军、民需求不断扩张，未来有望高于全球市场平均水平 ....	22
四、 商业航天：星河漫漫，曙光在前 .....	22
(一) 商业航天是助推新质生产力发展的新引擎.....	22
(二) 我国商业航天的现状：火箭与卫星协同共进，制造与应用深度融 合 .....	23
1、 火箭：民营火箭争相竞发，航天发射拐点已至 .....	23
2、 卫星：“航天强国”战略支撑下，产业发展提速蓄势待发 .....	25
(1) 卫星制造：短期波动下，卫星发射数量彰显行业发展提速确定性.....	25



- (2) 卫星通信：空间广阔，提速在即..... 26
- (3) 卫星导航：业绩稳定增长，行业维持快速发展态势 ..... 26
- (4) 卫星遥感：收入逐步修复，行业高景气逻辑不变 ..... 27
- 五、 军贸：内外兼修，左右逢源 ..... 27
  - (一) “十四五”军贸之变加速演进 ..... 27
  - (二) 全球军贸：2023 年全球军贸指标有所下降，但全球军贸热度仍  
然不减 ..... 28
  - (三) 中国军贸：独立自主、优势显现，或将进入下一个贸易顺差期 29
  - (四) 对未来军贸变化的判断 ..... 29
  - (五) “军贸之变”对军工产业发展的影响..... 30
- 六、 本周市场数据 ..... 31
  - (一) 估值分位 ..... 31
  - (二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化 ..... 31
  - (三) 融资余额变化 ..... 32
- 七、 军工三大赛道投资全景图 ..... 32
- 八、 建议关注的细分领域及个股 ..... 39
- 九、 风险提示 ..... 40

### 图表目录

- 图 1 市值管理方法示意图 ..... 13
- 图 2 多种手段促进市值与内在价值动态平衡示意图 ..... 14
- 图 3 企业声誉管理途径示意图..... 16
- 图 4 反无人机系统产业链 ..... 21
- 图 5 2018 年以来我国民营企业的火箭发射历程 ..... 24
- 图 6 我国近年来各类卫星发射数量（单位：枚） ..... 26
- 图 7 军工板块成交量变化 ..... 31
- 图 8 2024 年以来主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份） ..... 32



---

图 9 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况 .....	32
图 10 军工主赛道投资全景图.....	34
图 11 大军工赛道投资全景图（一） .....	35
图 12 大军工赛道投资全景图（二） .....	36
图 13 新域新质赛道投资全景图.....	37
图 14 三大赛道各细分领域投资特点对比 .....	38

## 近一周行情

本周，国防军工（申万）指数（-8.79%），行业（申万）排名（30/31）；

上证综指（-3.52%），深证成指（-3.70%），创业板指（-3.36%）；

涨幅前五：富士达(+19.77%)、楚江新材(+8.80%)、邦彦技术(+7.78%)、振芯科技(+7.32%)、\*ST 导航(+4.67%)；

涨幅后五：莱斯信息(-20.73%)、晨曦航空(-19.95%)、晟楠科技(-18.75%)、中航沈飞(-17.39%)、川大智胜(-16.52%)。

## 重要事件及公告

11月9日，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备保障条例》，自2024年12月1日起施行。

11月9日，中国动力公告，公司拟通过发行可转债及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机16.51%股权，并向不超过35名特定投资者发行可转债募集配套资金。

11月11日，2024低空装备产业创新发展大会在广州召开，会上低空产业联盟牵头组织发布《低空智能网联体系参考架构（2024版）》《新能源新构型低空装备安全技术体系报告（2024版）》两份报告。

11月11日，2024珠海论坛之商业航天发展论坛在广东省珠海市成功举办。本次论坛以“构建创新发展新格局 开启商业航天新征程”为主题，聚焦推进商业航天治理体系和治理能力现代化，推动商业航天产业安全规范有序健康发展。

11月11日，力箭一号遥五运载火箭将搭载的试验二十六号A、B、C星，吉林一号高分05B星、平台02A03星，云遥一号31星~36星，西光壹号04星、05星，阿曼智能遥感卫星一号，天雁24星共15颗卫星顺利送入预定轨道，飞行试验任务获得圆满成功。

11月11日，振芯科技公告，公司拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金以集中竞价交易方式回购公司股份，用于员工持股计划及/或股权激励。本次回购总金额不低于0.36亿元且不超过0.72亿元，回购价格不超过26.97元/股。

11月12日，第十五届中国国际航空航天博览会在广东珠海开幕。中国航天科技集团有限公司举行重大项目签约仪式，与国家相关部门、地方政府、行业用户、企业代表等签署了70余项合作协议及合作意向，累计签约金额近600亿元，再创新高。

11月12日，中国航空工业集团举办低空经济无人机和eVTOL产品新闻发布会和民机销售和项目合作集中签约。发布了“翼龙”系列长航时无人机、HH系列大型货运

无人运输系统、“旋戈”系列无人直升机、ARE-3000 型 eVTOL 等产品。

11 月 12 日，在第十五届中国国际航空航天博览会上，中国商飞与中国国航签署了 C929 宽体客机的首家用户框架协议，意味着中国国航将成为 C929 宽体客机全球首家用户。

11 月 13 日，中国航空工业集团低空经济创新联合体成立大会在珠海召开。低空经济创新联合体由中国航空工业集团牵头，联合航天科技、中国航发、中国电信、中国移动、中国星网、中国商飞、中国航信 7 家央企集团共同组建。

11 月 13 日，中国航发在航展上发布《2024—2043 民用航空发动机市场预测报告》，披露未来 20 年，中国商用航空发动机市场巨大，预计将交付 1.9 万台，市场价值超 3000 亿美元，市场份额将超过全球五分之一。

11 月 13 日，中船科技公告，公司同意七二五研究所全资子公司双瑞科技通过协议增资的方式，以现金出资 5.00 亿元对双瑞叶片进行增资。增资后，双瑞科技持有双瑞叶片股比为 35.61%；中船科技持有双瑞叶片股比为 64.39%。

11 月 13 日，航天彩虹公告，公司近日就南洋大厦部分产权进行了公开挂牌出售，共征得一名合格意向方，为台州市科创投资集团有限公司，成交价为 2.71 亿元。

11 月 14 日，长征四号乙运载火箭托举我国首颗海洋盐度探测卫星顺利升空，随后成功将卫星送入预定轨道，发射任务取得圆满成功。

11 月 14 日，航天南湖公告，公司近日收到客户的相关任务需求订单，订单标的为新型防空预警雷达整机产品，订单金额为 4.93 亿元。

11 月 14 日，中航重机公告，公司与中航国际供应链科技有限公司在广东省珠海市签署了《战略合作框架协议》，双方将围绕民机转包业务领域的市场开发、零件配套等任务开展合作。

11 月 14 日，长盈通公告，公司拟通过发行股份及支付现金的方式向武汉创联智光科技有限公司、李龙勤、宁波铖丰皓企业管理有限公司共 3 名交易对方购买生一升 100% 的股权，并募集配套资金。

11 月 15 日，证监会发布了《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，自发布之日起实施。

11 月 15 日，天舟八号货运飞船在中国文昌航天发射场由长征七号遥九运载火箭发射升空，随后飞船进入预定轨道，发射取得圆满成功。

## 一、市值管理：证监会发布市值管理指引

11月15日，证监会发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称《指引》），自发布之日起实施。

《指引》要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

《指引》明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，《指引》明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。

相比9月底《指引》征求意见稿，本次《指引》修订了以下内容：

① **优化完善市值管理定义。**“本指引所称市值管理，是指上市公司以提高公司质量为基础，为提升公司投资价值和股东回报能力而实施的战略管理行为。”正式稿在定义中增加了“投资价值”的表述，或在强调公司的股东回报能力与投资价值高度相关，二者相辅相成。

② **扩大应当制定市值管理制度的公司范围。**在原沪深300、上证科创板50、上证科创板100、创业板指、北证50基础上，新增中证A500及创业板中盘200指数成份股公司。

③ **新增未根据指引要求披露市值管理制度制定情况和估值提升计划的惩罚措施。**《指引》新增第十一条指出，“主要指数成份股公司未披露上市公司市值管理制度制定情况，长期破净公司未披露上市公司估值提升计划的，中国证监会可以按照《证券法》第一百七十条第二款采取责令改正、监管谈话、出具警示函的措施”。

④ **提升上市公司制定回购机制的自由度。**《指引》第四条中，由董事会“应当”推动公司在章程或其他内部文件中明确股份回购的机制安排，变更为“鼓励”董事会推动公司在章程或其他内部文件中明确股份回购的机制安排。

⑤ **提升上市公司价值偏离时实施行动的自由度。**《指引》第四条中，删除董事会“在市场表现明显偏离上市公司价值时，应当“依规发布股价异动公告”的表述（是否发布异动公告或仍需参考异动规则），但仍然要求董事会应当“积极采取措施促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量”。指引第五条中，删除“上市公司股价出现异动等情况严重影响投资者判断时，董事长应当召集董事会研究提升上市公司投资价值的具体措施，充分保障全体股东利益”的表述。

⑥ **提升上市公司制定市值管理制度和估值提升计划的自由度。**《指引》第八条中，市值管理制度应当明确的事项中删去了“上市公司内部考核评价方法”；第九条中，估值提升计划应当包括的内容中删去了“目标、期限及具体措施”，给予上市公司充分的自由度。同时，仅要求“市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司”应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明。

## （一）军工上市公司市值管理重要性

相对于其他行业，军工上市公司开展市值管理具有更强的急迫性和必要性。

作为我国科技发展的引领者之一，军工行业是我国技术含量最高的前沿行业之一，且与国家安全建设密不可分，下游需求旺盛高度确定。在“十四五”乃至未来，不仅兼具高成长性以及抗周期特性，更是在当前经济下行背景下，相对其他行业具备持续高景气发展的比较优势。尽管军工行业发展的主要物质来源依旧是国家财政投入，但伴随着近年来军工行业的高景气发展，无论是军工一级发行市场还是二级再融资市场活跃度都在不断提升，科创板的推出以及注册制改革促使越来越多军工企业通过 IPO 上市募资，军工企业通过 IPO 或资产重组等方式实现上市募资，为军工行业快速发展提供了物质保障，**资本市场已然逐渐成为军工企业发展的新“活水”**。

然而，在军工上市公司充分利用资本市场“活水”加速发展，内在价值不断增长的同时，上市公司的市值却时常与内在价值的变化趋势出现偏离，部分军工上市公司正在资本市场上处于亚健康发展模式。

究其原因，资本市场中，军工行业与其他行业相比，具有保密要求高、可追踪指标相对较少、处于相对不透明状态的特点，导致行业的可研性相对较差，因此部分市场投资者对军工产业的投资会更趋于主题性投资，这就进而导致了军工上市公司整体存在估值波动振幅大、市值分布不均衡、流动性波动较大且两极分化特征明显等问题。

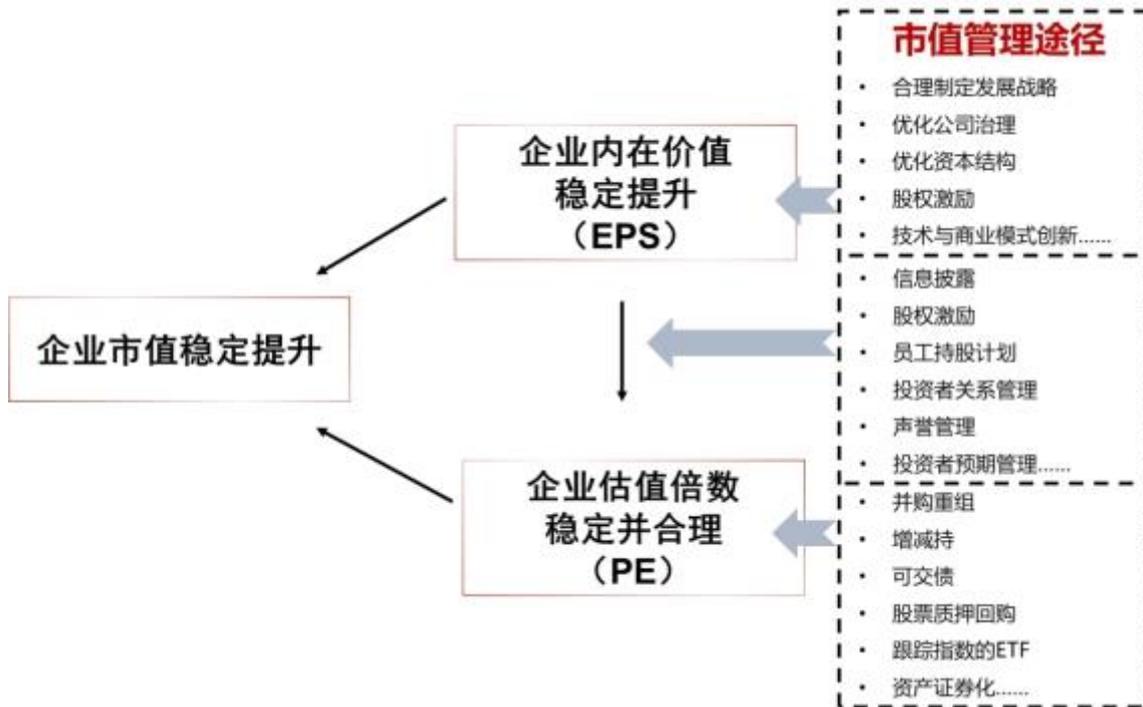
对于军工央企所属军工上市公司以及民参军上市公司的市值管理，存在一个核心问题，即军工行业上市公司的内在价值与市场价值时常出现背离。具体原因包括了资本市场对军工更趋于主题投资，另外军工央企上市公司和民参军上市公司各自还存在一些特定问题。

## （二）军工上市公司如何做好市值管理

市值管理的三个阶段是一个有机统一体，是进行产融结合，贯通产品市场和资本市场重要的工具和方法。首先通过商业模式创新、优化公司治理结构等价值创造手段使得企业内在价值最大化；然后通过投资者关系管理、媒体关系管理等价值实现方法将内在价值进行清晰地描述并传递给资本市场；当内在价值被资本市场低估或高估时，通过并购重组、再融资、大宗增减持和套期保值等价值经营工具使得市场价值与内在价值相匹配。

从估值理论出发，企业市值=税后净利润×市盈率，市值管理其实是资本市场对公司内在价值认可程度的“溢价管理”，因此我们从军工企业内在价值的稳定提升（EPS）和企业估值倍数稳定并合理（PE）两个角度来进行良好的市值管理。

图1 市值管理方法示意图



资料来源:《市值管理与资本实践》,中航证券研究所整理

## 1、炼好内功，稳步提升内在价值

公司的内在价值创造能力是决定其市值增长的基础，通过最大化内在价值有望获得更多的市场溢价。针对军工上市公司内在价值的提升，我们提出具体建议如下。

①在企业发展路径与经营目标选择方面，军工上市公司，尤其是民参军企业需要结合公司自身的核心竞争力和所处产业价值链进行分析，精准定位，形成公司的核心利润支撑点。同时积极发掘潜在业务增长点，实现多点盈利。在此基础上不断进行业务结构的优化，积极探索内生式增长和外延式增长相结合，通过转型升级提升公司估值。

②在公司治理方面，民参军企业需要建立科学的决策机制、恰当的权力制衡机制和良好的利益分配机制资本结构，以降低经营管理风险，提升公司盈利能力和风险管理能力。同时，军工央企可以通过引进对业务、技术提升有帮助的战略投资者，优化和规范股权结构，完善治理，提升央企上市公司活力。

③在提高核心竞争能力方面，军工上市公司需要加强研发团队建设、建立技术创新的完整机制和体系、加强市场调研和需求分析，军工行业具备高科技属性，注重研发能力的建设是提升的核心竞争能力的必要条件，需要进一步实现技术创新和市场营销的有机结合、加强企业内部学习和知识积累等。同时，注重商业模式的设计创新，

积极为下游客户创造价值，发掘不同的盈利点，从而不断提升企业的内部价值。

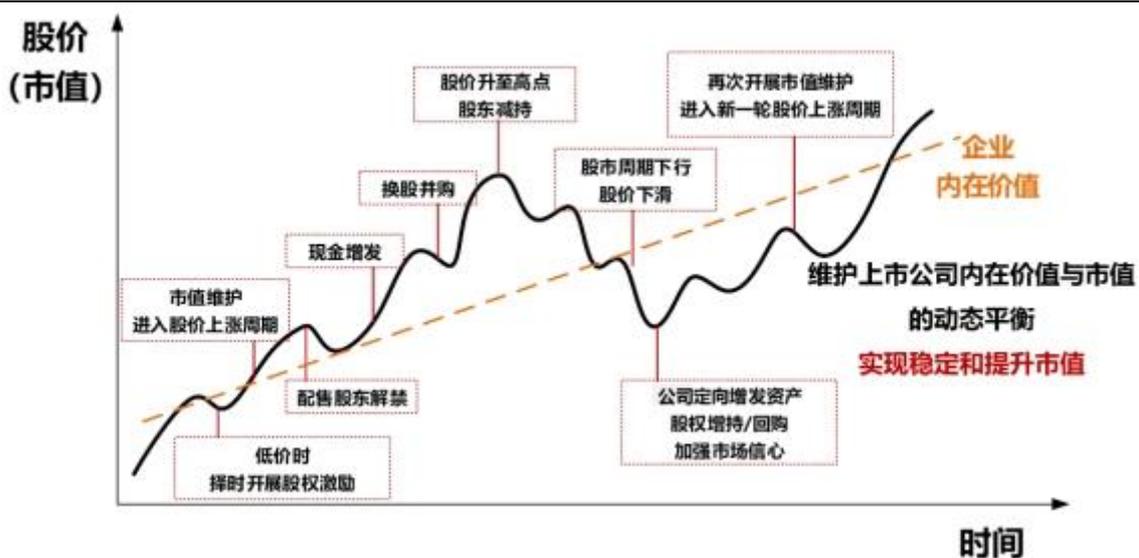
## 2、加强管理，促进市值与内在价值的协调统一

企业内功是开展市值管理的重要基础，而对企业市值的持续管理过程则是保证市值与内在价值维持统一的必要手段。针对军工行业如何进行上市公司股价管理，我们的具体建议如下。

**① 保持与市场之间的良性互动。公司管理者们有责任建立稳定和良好的投资者关系，增进投资者们对上市公司的了解甚至熟知，从而获得长期的资本市场支持。**军工上市公司，尤其是央国企可以通过信息披露、投资者关系管理、资本市场品牌策略等手段消除资本市场的投资者和公司之间的信息不对称，使得公司市值能够准确反映内在价值的变化。公司在经营管理中，可以通过分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明、业绩发布会、路演与反向路演等互动方式减少信息不对称，同时提高资本市场对公司的认可度，使市场价值更真实地反映内在价值的变化，也有望公司带来市场溢价。

**② 根据股价与内在价值的偏离情况，灵活使用多种手段促进两者的动态平衡。**当上市公司股价处于较高区间时，通过增发或定向增发实施再融资、换股并购、股份减持、套期保值等手段；当公司股价处于较低区间时，通过股票回购、股份增持或承诺不减持、并购重组可以持续改善公司内在价值的企业、股指期货套期保值、实施股权激励或员工持股计划等手段，促进股价向内在价值回归。

图2 多种手段促进市值与内在价值动态平衡示意图



资料来源：中航证券研究所整理

**③ 军工企业股东可使用 ETF 等金融工具降低系统性风险。**当前在“十四五”时期军工高景气发展背景下，以 ETF 产品为代表的各类金融工具可以在军工上市公司市值管理过程中兼顾解决估值波动大及流动性不强等问题，是军工上市公司内在价值提升的同时，实现市值同步稳定且持续增长的“压舱石”工具。企业股东可以积极择时利用 ETF 等金融工具来实现市值管理，将单一股票投资品种换成流动性更好的 ETF 等金融产品，以降低系统性风险，增强流动性。

**④ 通过对上市公司声誉管理实现对市值的稳健管理。**公司声誉作为一项重要资产，在吸引客户、建立业务进入壁垒、获取投资、招揽优秀人才、强化竞争优势等方面具有作用显著。公司声誉具有以下特点。

1)声誉形成的长期性以及声誉损毁的短期性。公司声誉形成是一个长期过程，需要日积月累的努力才能形成一个较好的声誉。公司可以在短期内通过大量宣传提高知名度，但这不是声誉。另一方面，公司声誉是脆弱的。因为一个负面行为对相关利益者的影响远比一个正面行为的影响更加强烈和持久。片刻掉以轻心也可使得公司经营很久的声誉归零。

2)声誉形成的主观性以及滞后性。公司声誉是被感知的，是人们依据直接或间接信息形成的各种印象的集合。站在不同观察者的角度，同一个公司的声誉可以有很大差异。公司声誉是所有利益相关者随着时间积累对公司的全面评价，具有时间上的滞后性。人们对公司的评价是基于公司过去的历史，对公司当下行为的影响可能还没有充分的评估。良好的声誉一定程度上可以在公司遇到危机时起到保护作用。

3)声誉的可塑性。公司声誉是公司自我提升、自我展现的结果。公司可以通过精心策划的活动有意识地规划和塑造公司声誉，可以通过与社会积极沟通，有意识地从事某些活动，展示自身特质，从而给社会留下较好的印象。

一方面，声誉良好的公司反映了投资者对公司披露的财务数据以及相关信息具有更高的信任度，也说明了公司治理的有效性，进而有利于市值管理的开展。另一方面，良好的声誉有助于公司在市场中获得更多的销售份额，开拓更多的新市场，并且降低企业经营中的风险，不断提升公司的自身价值。公司可以通过多种途径对声誉进行管理，如下图所示。

图3 企业声誉管理途径示意图



资料来源：《我国上市公司声誉与企业价值关系研究》，中航证券研究所整理

**⑤ 重视并加强投资者预期管理。**市场不喜欢“出其不意”的结果。上市公司提前向市场沟通业务状况，并顺利地完成其工作计划，是令投资者保持冷静并给予支持的最佳方法。如果上市公司不向市场提供未来发展战略规划，或者过度地承诺业绩，而之后经营业绩却异常低于预期，则市场和投资者们的反应将会非常剧烈，公司股票也可能会受到重大冲击。

综上，我们从价值创造、价值实现和价值经营三个方面，梳理军工企业开展市值管理的方法，汇总如下表所示。

**表2 军工企业市值管理常用方法**

方法名称		内容介绍
价值创造工具	合理制定发展战略	1、结合军工企业自身的核心竞争力和所处产业价值链，找到企业的 <b>核心利润支撑点</b> ； 2、培育多个潜在业务增长点，实现 <b>多点盈利</b> ； 3、实施具有产业深度的 <b>并购重组</b> ，内生式增长和外延式增长相结合； 4、优化业务结构，通过 <b>转型升级</b> 提升公司估值
	优化公司治理	1、建立科学合理的 <b>股东、董事会和管理层</b> 三者之间的决策机制、权力制衡机制和利益分配机制； 2、 <b>引入积极股东</b> ，通过引进对业务、技术提升有帮助的战略投资者，优化和规范股权结构，完善治理，提升央企上市公司活力
	优化资本结构	合理组合使用债权融资与股权融资，让企业的 <b>资本成本最低</b> ，如定向增发、配股、发行公司债券、发行可转换债券、融资租赁等
	通过技术与商业模式创新提高核心竞争力	1、加强研发团队建设、建立技术创新的完整机制和体系、加强市场调研和需求分析等； 2、探索创新商业模式，为顾客创造价值，发掘不同的盈利点
	加强信息披露	1、进行 <b>及时、充分、完全、有效</b> 的信息披露 2、存在一定 <b>保密风险</b>
	股权激励	1、可以将 <b>会计指标</b> 和 <b>市场指标</b> 二者结合起来同时用于业绩考核； 2、股权激励也存在目标过高无法兑现的可能性
价值实现工具	员工持股计划	员工积极参与认购可以向资本市场 <b>释放正面信号</b> ，有利于推动公司股价提升
	投资者关系管理	1、 <b>4R管理</b> 包括投资者关系管理、分析师关系管理、媒体关系管理和监管机构关系管理； 2、通过分析师电话会议、新闻发布会、公告、媒体声明、路演等方式减少信息不对称，消除不确定性，减少二级市场的剧烈波动
	声誉管理	1、内部治理方面，对造假行为“零容忍”，谨慎考虑业务外延发展优化公司治理，建立清晰的中长期发展规划，增加员工关爱； 2、对外交流方面，开展投资者预期管理、保持适当曝光度、注重对网络问题的反馈、引导及利用等
	投资者预期管理	公司提前向市场沟通业务状况，并顺利地完成工作计划；向市场提供未来发展战略规划
价值经营工具	并购重组	1、并购重组优质非上市标的有助于快速提高上市公司每股盈余（EPS），促使市值迅速提升； 2、需要承担新赛道的风险，若未能 <b>正确合理地选择标的公司</b> ，造成整体协同性不强，反而会导致盈利能力下降。对 <b>商誉</b> 累计的处理也是常面临的问题。
	增减持	1、增持一般在公司股价处于较低区间时使用，减持一般在公司股价处于较高区间时使用； 2、增减持方式包括二级市场买卖和通过大宗交易两种方式； 3、二级市场高抛低吸操作难度大，且存在对市场冲击，需要 <b>合理择机</b> 。
	可交债	1、 <b>融资成本低，市场冲击小，融资投向灵活</b> ，且可以配合再融资等资本运作同步实施； 2、一般周期较长，更适合作为一种 <b>长期</b> 的市值管理手段。

股票质押回购	1、军工企业可以通过质押所持股票的方式筹集资金； 2、股权质押 <b>融资速度快</b> ，但风险较大，存在 <b>被强制平仓风险</b>
跟踪指数的 ETF	1、军工企业股东通过 ETF 换购，将单一股票投资品种换成 <b>流动性更好</b> 的 ETF，以 <b>降低系统性风险</b> 2、可规避流动性偏弱，对二级市场冲击过大、作用时间周期长，力度弱等局限性
资产证券化	资产证券化对于盘活长期资产、变现预期收入、降低融资成本的作用明显，可以使军工企业在价值经营中获得 <b>较高的资本市场溢价</b>

资料来源：《市值管理与资本实践》，中航证券研究所整理

## 二、珠海航展盛大开幕，多款新型装备首次亮相

11月12日，第十五届中国国际航空航天博览会（以下简称“珠海航展”）在广东珠海拉开帷幕。本届航展为期6天，共有来自47个国家和地区的1022家企业参展参会，参展企业数量较上届增长超38%。境外展商数量由上届的78家增至本届的159家，增长104%。一批代表世界先进水平的“高、精、尖”展品将集体亮相，全维度涵盖“陆、海、空、天、电、网”，部分展品更是“首展首秀”，全方位展示我国航空航天及国防领域的创新成果。

本届航展，我国部分军工央企的多款新型装备在本次航展上首次公开亮相，**涵盖航空航天、军工信息化、无人装备、低空经济、商业航天等领域**。其中，中型隐身多用途战斗机歼-35A是本届航展最受关注的新型装备之一，歼-35A的亮相意味着我国空军将同时拥有两款隐形战斗机，即歼-20和歼-35A。继美国空军装备F-22和F-35后，我国将成为全球第二个同时装备两款隐身战机的国家。具体装备信息如下表所示。

**表3 多家军工央企在第十五届珠海航展首次展示各类武器装备**

所属领域	装备名称（所属军工央企）
航空战斗机	中型隐身多用途战斗机歼-35A、中远程重型双座多用途隐身战斗机歼-20S、海军重型舰载战斗机歼-15T（航空工业）
航空发动机	AEF1200发动机、兆瓦级航空混合动力系统、低油耗小功率涡轴发动机（中国航发）
航天防务	红旗-19地空导弹武器系统、FD-2000A中远程防空武器系统、FK-4000防空武器系统、CM-98隐身多用途导弹、CM-502X单兵巡飞攻击导弹（航天科工），“火龙”360型300毫米制导火箭弹（兵器工业）
军工信息化	YLC-2E型S波段远程多功能雷达（中国电科），飓风3000、飓风2000高功率微波武器系统（兵器装备），太行CAE仿真软件（中国航发），VE37电子侦察干扰车、VE38末制导综合防护车（兵器工业）
无人装备	彩虹-7无人机、彩虹-9中空长航时无人机（航天科技），大型无人作战艇“虎鲸号”（中国船舶）
低空经济	AR-E3000电驱动垂直起降飞行器，“祥云”AS700载人飞艇，“光箭”、“天盾”系列激光安防装备（航空工业），eVTOL电力推进电机（中国航发）
商业航天	昊龙货运航天飞机（航空工业），长征六号丙运载火箭、长征八号甲运载火箭、长征十二号系列运载火箭、液氧甲烷发动机YF-209、开式循环液氧煤油发动机YF-102V（航天科技）

资料来源：中国新闻网、中国财富网、军工央企官网及公众号、澎湃新闻、中航证券研究所整理

近年来，有多款航空航天重大工程及防务装备在珠海航展上首次亮相，充分表明了我国诸多新型号的航空航天武器装备仍在不断研制落地、定型批产，另一方面也展

示出当前我国以低空经济、商业航天为代表的“大军工”赛道正稳步发展，有望继续集聚资本市场对军工行业的关注程度。

### 三、低空经济：新主题、新动能、大赛道

#### (一) 低空经济主题有望成为贯穿整个 2024 年的大投资逻辑

低空经济则屡次受到国家顶层重点关注，从政策、资金、场景等全方位支持，或成为 2024 年大投资逻辑。从应用层面来看，行业标准持续落地，适航取证捷报频传，载人试飞稳步推进；从订单层面来看，各地招标规划有望推动订单上量。

对于低空经济赛道，我们有如下核心观点：

##### (1) 低空经济是新主题、新动能、大赛道

低空经济的核心在于将新开放的空域，转化为经济资源，为各个产业赋能，形成“低空域全产品+基础设施相关产业+行业衍生服务”的产业布局。根据赛迪研究院统计，2023 年，我国低空经济市场规模达到 5059.5 亿元，预计到 2026 年，市场规模有望突破万亿元，达到 10644.6 亿元。

##### (2) 我国低空经济有政策、有基础、有能力

我国低空经济有政策、有基础、有能力，从想象到现实，未来已来。在经历了十几年的积累后，国家需求、政策法规、供应链产业链、技术积淀等方面都已经具备了同频共振快速发展的条件。

**有政策：**顶层发声，自上而下支持力度不断超预期。由工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局等四部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030 年）》，发布通用航空产业未来发展纲领性文件，同时国家发改委提出积极推动低空经济发展，顶层的重点关注让低空经济产业发展具备了充足的动能。

**有基础：**截至 2023 年底，全国已建成并登记通用机场 449 个、飞行服务站 32 个。民航局发布数据显示，截至 2023 年底，国内现有实名登记的无人驾驶航空器 126.7 万架，同比 2022 年增加 32.2%，持无人机操控员执照 19.4 万人。2023 年民用无人驾驶航空器累计飞行 2311 万小时，同比增幅 11.8%。根据上海经信委数据，截至 2024 年 3 月底全国共有低空经济相关企业 6.9 万家，其中仅 2024 年 1-3 月就新增相关企业 1600 余家。

**有能力：**我国低空飞行器呈现蓬勃发展态势，信息通信、北斗导航、电池、电机等技术持续迭代，以 eVTOL 为代表的新型飞机涌现，电动化、绿色化、无人化为低空经济低成本、可持续应用为商业模式落地打下了一定的基础。

##### (3) 低空飞行器制造及基础设施先行发力，因地制宜拓展场景

低空经济可以把经济社会、生产生活等联系在一起。通过信息化、数字化管理技术赋能，将实现以智慧空中出行为代表的综合立体交通和低空融合飞行。

目前，我国低空经济仍处于产业快速发展的早期，在飞行器制造、基础设施上将

有望先行迎来高速发展；同时，随着空域有序开放、更多示范性场景落地，低空经济将越来越走进大众生活，为经济发展带来新动能。

在飞行器制造领域，以新能源飞行器为代表的新型飞机加速涌现，在适航取证、示范应用、市场开拓等均取得了较好的进展，成为低空经济领域最受关注的细分领域之一。低空飞行器制造的需求将进一步带动相关材料、电池、控制系统等配套企业的发展。

在基础设施领域，随着国家及各个地方政府加快开展低空空域管理改革探索，与之对应空域管理系统（包括通信、导航、监视等）、数据链、信息通信、运营服务、人员培训等需求也将快速提升。

不同于以往的主题性炒作，本轮低空经济产业发展是顶层规划支持的重点发展方向，具有较强的可持续性，可以看到目前二级市场“低空经济”相关概念呈现普涨趋势。我们认为，“低空经济”主题有望成为贯穿整个 2024 年的大投资逻辑。

## **(二) 反无人机系统：低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障**

随着低空领域的开放、无人航空器技术的成熟及应用的普及，无论在军事还是民用领域都将面临着日益严重的无人机威胁。在民用领域，无人航空器的发展推动了低空经济的发展，与此同时也带了新的问题，近年来，由于无人机黑飞产生的事故屡见不鲜，诸如“天津机场”、“成都天府机场”等黑飞事件，已经严重威胁了航空和关键基础设施的安全，所谓的“黑飞”活动，已带来严重的安全隐患。在军用领域，近年的纳卡、俄乌冲突、巴以冲突中，无人机/反无人机作战不但成为交战双方的主要作战样式，被常态化使用，其结果还直接影响了战争的进程和结局。无人机在军、民领域的广泛应用已是大势所趋，然而，从产品能力与产业成熟度来看，反无人系统装备的发展相较于前者，存在明显的短缺与滞后，当下防、控无人机力量的短缺，作战制衡力量的不对称，均意味着，反无人机系统装备存在巨大的发展空间。

### **1、低空经济繁荣的基础，低空安全防御的屏障**

在民用领域，无人机反制是低空经济繁荣的基础，也是重要组成部分。为了保障低空经济的蓬勃发展，遏制无人航空器带来的潜在威胁，保护低空的安全，迫切需要发展反无人机能力，我们认为，在低空经济蓬勃发展的前夜，相关产业有望率先放量，且具有较好的经济价值，应当重点关注。

在军用领域，反无人系统是无人化战争的“他山之石”，是低空防御的屏障。随着无人机在军事作战中逐步的大量运用，发展反无人机装备是打赢现代化无人化战争的必由之路，二者在“矛”与“盾”的较量中，呈现螺旋式发展，反无人机系统成为唯一能够应对无人机系统的“他山之石”，在无人机作战愈发广泛运用的当下，对战场态势的影响也将愈发显著。

## 2、有矛即有盾，未来防空作战的重要内容

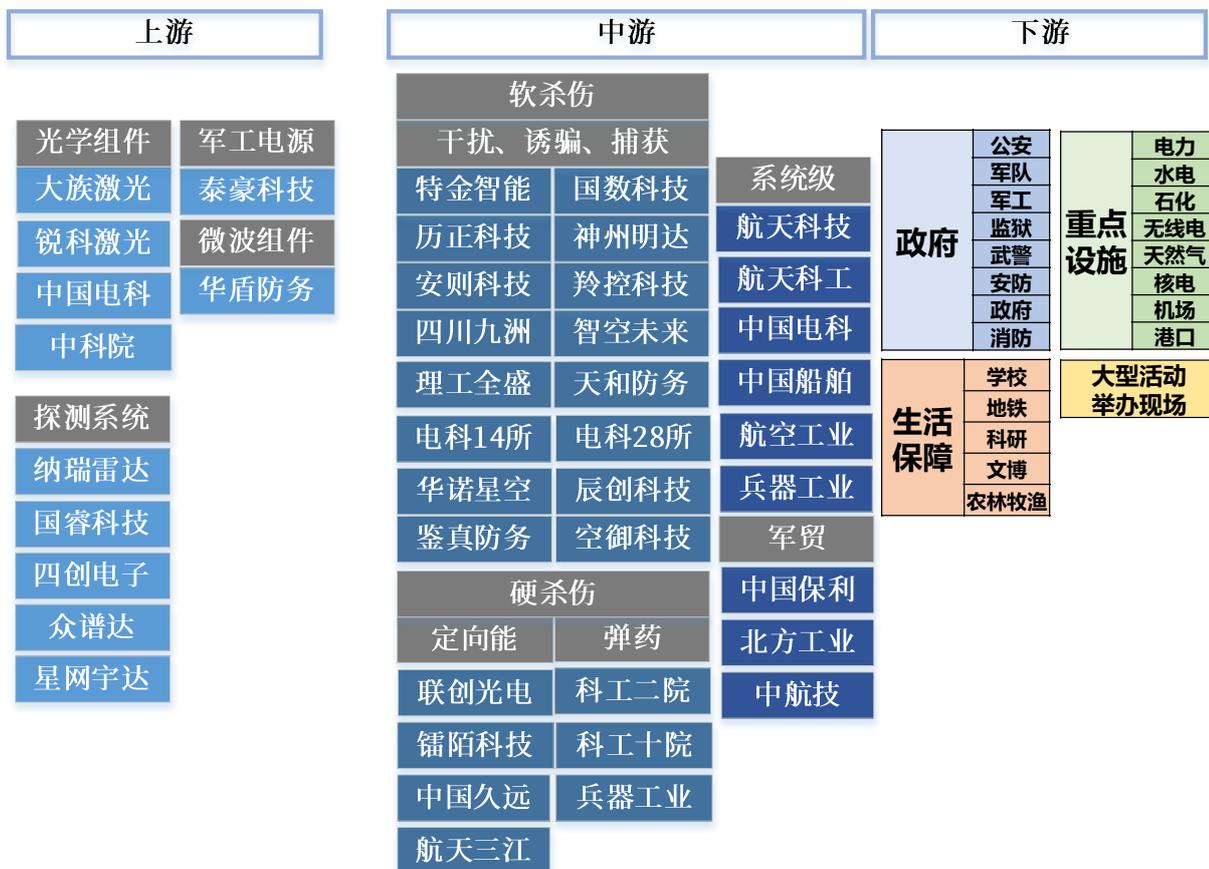
反无人机系统是指利用技术手段对无人机进行监测、干扰、诱骗、控制、摧毁的有机整体。事实上，反无人作战本质上属于应对空中威胁即防空作战的一种，然而因其作用目标（无人机）特性有别于传统空中威胁，故作为一种全新的作战样式而被关注。在不远的未来，随着无人机保有量及要地数量的提升，我们认为，反无人作战有望成为未来防空作战的重要内容。

## 3、产业链：下游体量小、话语权较弱，行业相对垂直，关注中游及核心上游标的

反无人机系统主要由探测与处置两部分组成，其产业链包括上游分系统生产，中游系统集成，下游应用服务三个环节。其中，中游系统集成商在产业链中占据主导地位，充当“链长”角色。

目前无人机反制行业集中度相对较低，中游链主企业规模普遍较小，话语权较弱，尚无绝对龙头企业具备牵引产业链发展的能力，导致行业产业链相对垂直，产业链中、上游处于逐步发展成熟的过程中。

图4 反无人机系统产业链



资料来源：各上市公司公告、各公司官网，中航证券研究所

#### 4、竞争格局：行业集中度相对较低，低端产品竞争激烈

结合政府招标以及珠海航展等大型军备产品展示活动新闻披露，现主要有 10 家央企和 13 家民营企业具有较为成熟的反无人机产品，且在大型活动安保，社会治安，重点设施保护等方面都有广泛的应用，行业集中度相对较低。军用领域，央企占据主导地位，各家的无人机反制产品多由主业派生，上下游供应链成熟，受到上游技术产品价格牵制小，背靠央企，反无人产品拥有品质保障。民用领域，由于技术要求相对较低，许多中小企业涌入市场，存在较大的产品同质化现象，竞争激烈，呈现买方市场特征，占据较多市场份额的民营企业，具备规模成本优势。

#### 5、我国军、民需求不断扩张，未来有望高于全球市场平均水平

从政府招标数据来看，政府招标次数不断增加，已经从 2019 年的 211 次上升到 2022 年的 807 次，年复合增长率为 39.85%，显著高于 Precedence Research 统计的全球市场年复合增长率 27.65%，我们估算，若仍能维持往年增速，预计 2024 年的国内市场空间将达到 24.15 亿元。若对民用高价值区域防护需求进行测算，可得国内民用高价值区域安防的市场容量在 110 亿元人民币左右，当前产值仍远未触及市场天花板。若考虑国外与国内发展节奏相同且国内相关领域产品军民外贸市场出口强劲，则预计 2024 年国内企业总产值有望达到 48.3 亿元，2027 年有望达到 132.12 亿元。

### 四、商业航天：星河漫漫，曙光在前

#### （一）商业航天是助推新质生产力发展的新引擎

商业航天是采用市场化手段、运用市场机制或按市场规律开展的航天活动，涵盖运载火箭生产与发射、卫星研发与运营、地面设备制造与服务、新兴航天活动等领域。除具备传统航天产业的“四高一长”（高技术、高投入、高风险、高收益、长周期）的特点之外，经济性和对相关产业的辐射性、带动性也是商业航天的重要特性。

**我国商业航天的历史已十年有余。**2014 年 11 月，国务院发布《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，提出“鼓励民间资本研制、发射和运营商业遥感卫星”。2015 年被称为“中国商业航天元年”，国家发改委、财政部、国防科工局联合印发《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025 年）》，提出“支持和引导社会资本参与国家民用空间基础设施建设和应用开发”。从此，我国商业航天开始萌芽，众多火箭、卫星企业如雨后春笋般涌现。近十年我国商业航天主要政策如下。

表4 近十年我国商业航天产业相关政策内容

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2024 年 3 月	国务院	2024 年政府工作报告	积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎

2022年1月	国务院新闻办	《2021中国的航天》白皮书	扩大政府采购商业航天产品和服务范围，推动重大科研设施设备向商业航天企业开放共享，支持商业航天企业参与航天重大工程项目研制，建立航天活动市场准入负面清单制度，确保商业航天企业公平参与竞争。
2021年3月	新华社	《十四五规划和2035年远景目标纲要》	打造全球覆盖、高效运行的通信、导航、遥感空间基础设施体系，建设商业航天发射场。
2019年6月	国防科工局、军委装备发展部	《关于促进商业运载火箭规范有序发展的通知》	国家航天发射场作为基础资源，应积极为商业运载火箭发射提供服务保障。
2017年12月	国务院办公厅	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	加快论证实施重型运载火箭、空间核动力装置、深空探测及空间飞行器在轨服务与维护系统等一批军民融合重大工程和重大项目。探索研究开放共享的航天发射场和航天测控系统建设。
2017年3月	国防科工局、国家发展改革委	《关于加快推进“一带一路”空间信息走廊建设与应用的指导意见》	支持以企业为主体、市场为导向的商业航天发展新模式。
2016年12月	国务院新闻办	《2016中国的航天》白皮书	鼓励引导民间资本和社会力量有序参与航天科研生产、空间基础设施建设、空间信息产品服务、卫星运营等航天活动，大力发展商业航天。
2015年11月	发改委、财政部、国防科工局	《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025年）》	支持和引导社会资本参与国家民用空间基础设施建设和应用开发。
2014年11月	国务院	《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	鼓励民间资本研制、发射和运营商业遥感卫星。

资料来源：国务院官网、发改委官网、新华社等，中航证券研究所整理

## （二）我国商业航天的现状：火箭与卫星协同共进，制造与应用深度融合

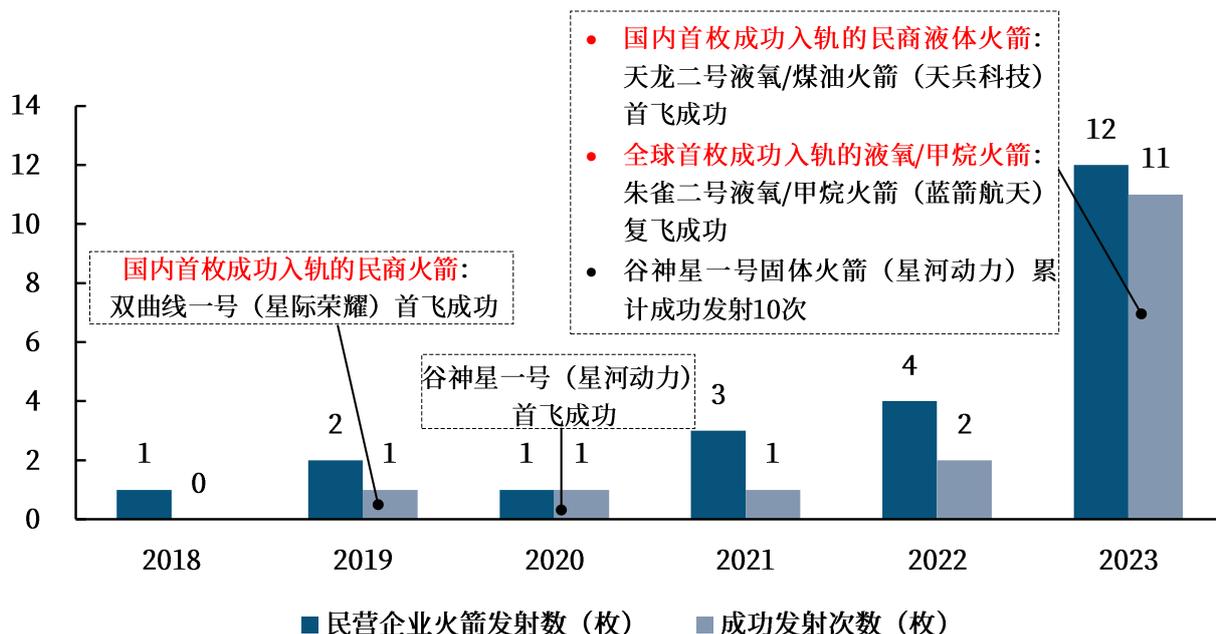
根据产品类型的不同，我国商业航天产业可分为火箭和卫星两个细分产业。

### 1、火箭：民营火箭争相竞发，航天发射拐点已至

我国民营火箭企业的代表有星河动力、蓝箭航天、天兵科技、星际荣耀等，已发射的民商火箭型号主要有谷神星一号、双曲线一号、朱雀二号等。

**2023年，我国民营火箭企业累计发射12枚运载火箭（失利1次），超过过去五年总和，并创造多项纪录。**其中，星河动力的谷神星一号发射7次（失利1次），蓝箭航天的朱雀二号发射2次，星际荣耀的双曲线一号发射2次，天兵科技的天龙二号发射1次。我国民商火箭历年的发射情况如下图所示。

图5 2018年以来我国民营企业的火箭发射历程



资料来源：环球网、新京报、中国青年网、星河动力微信公众号，中航证券研究所

我们判断，中国有望成为全球第二个拥有轨道级可复用运载火箭的国家。随着我国卫星互联网进入实质性的建设阶段，我国卫星发射需求空前增加，传统火箭难以满足低成本化的商业发射任务。全球来看，SpaceX 公司已经凭借一子级可复用技术，成功实现了低成本、大运力、航班化的航天发射能力。在此背景下，我国各类火箭企业转攻可复用运载火箭，相关型号的研制进展详见下表。

表5 我国主要航天发射主体单位已披露的可复用运载火箭型号的研制进展及发射计划

发射单位简称	在研的可复用型号及类型	研制进展	计划入轨首飞时间
航天科技集团	4米级、5米级可复用火箭	2024年6月，由航天科技八院抓总研制的我国重复使用运载火箭首次10公里级垂直起降飞行试验圆满成功。试验全程用时6分钟左右，飞行剖面顶点约12公里，实现顶点垂直软着陆，液氧甲烷发动机为火箭提供动力。	2025年
航天科工火箭	70吨级发动机（液氧甲烷）	2024年4月，“鸣凤”二号70吨级可复用液氧甲烷发动机开展了多工况热试车考核，先后实现了发动机多次起动、发动机深度变推、发动机高箱压稳定点火等热试目标，多次点火均取得圆满成功。	未公开
天兵科技	天龙三号（液氧煤油）	2024年6月，天龙三号火箭开展了一子级九机并联动力系统热试车。试车时，因箭体与试验台连接处结构失效，一子级火箭脱离试车台，升空后，箭体跌落山中后解体。	2024年
深蓝航天	星云一号（液氧甲烷）	已圆满完成发动机420秒长程试车和公里级垂直回收试验、火箭着陆支腿展收试验、一子级回收着陆段系统联调和落震试验、栅格舵展开性能试验等。2024年9月开展首次高空垂直回收飞行试验，可回收复用的一子级箭体在最后着陆阶段发生异常。	2024年

蓝箭航天	朱雀三号 (液氧甲烷)	2024年1月朱雀三号 VTVL-1 试验箭垂直起降飞行试验成功; 2024年9月朱雀三号 VTVL-1 可重复使用垂直起降回收试验箭圆满完成 10 公里级垂直起降飞行试验。	2025年12月
星河动力	智神星一号 (液氧煤油)	2024年5月,公司在安徽池州试车台完成“苍穹”50吨级液氧/煤油发动机与伺服匹配试验,试验中发动机工作正常,并在伺服机构驱动下完成了正弦摆动、圆周摆动等动作,摇摆动作平顺。	2024年12月
星际荣耀	双曲线二号 (液氧甲烷)	2024年3月以来,自主研制的焦点二号发动机累计完成4次起点点火试车,包括1次变推力长程试车,1次二次启动+变推力+混合比拉偏试车,2次二次启动+长程+高工况+阶跃变推力试车,试验均取得圆满成功。	2024年 (具体不详)
中科宇航	力箭三号 (液氧煤油)	力箭二号一级85吨级液氧煤油发动机与伺服匹配再次开展联合试车,取得连续圆满成功,力箭二号计划2025年首飞	2025年 (不早于力箭二号)
东方空间	引力二号 (液氧煤油)	2024年2月,首台“原力-85”液体火箭发动机整机正式下线	2025年(具体不详)
箭元科技	元行者一号 (液氧甲烷)	2023年12月一子级落水回收试验成功	不详,预计2025年以后
千亿航天	宇宙猎人号 (液氧甲烷)	2024年1月公司与宇航推进公司签订发动机采购合同,宇航推进将按期交付发动机,并开展变推力和多次点火试车等试验。	2026年底首发入轨火箭

资料来源:各公司官网/微信公众号,中航证券研究所整理

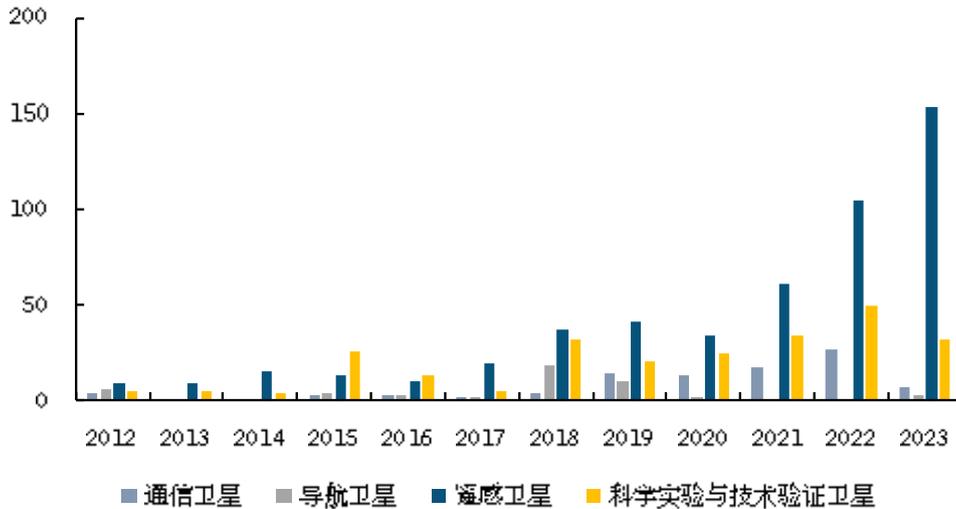
## 2、卫星：“航天强国”战略支撑下，产业发展提速蓄势待发

卫星产业根据产品或服务类型的不同,可分为卫星制造和卫星应用,其中卫星应用又包含了卫星通信(卫星互联网)、卫星导航、卫星遥感。卫星制造是卫星应用的基础,卫星应用是卫星制造的延伸。卫星产业的发展壮大,很大一部分依靠在轨运行的卫星数量和能力。

### (1) 卫星制造：短期波动下，卫星发射数量彰显行业发展提速确定性强

卫星制造产业是卫星应用产业的空间基础设施上游，也是卫星应用产业拓展市场的基础。当前卫星通信、导航及遥感等卫星应用产业的快速发展,对卫星制造的需求构成了核心驱动力。

过去十年间,我国卫星发射数量快速增长。我国参与卫星制造的商业航天企业主要有银河航天、长光卫星、微纳星空、椭圆时空等。

**图6 我国近年来各类卫星发射数量（单位：枚）**


资料来源：《中国航天科技活动蓝皮书》，中航证券研究所整理（注：2018-2022年数据来源于中国航天科技活动蓝皮书，其他年份数据来自中航证券研究所整理，数据包含中国台湾省研制的卫星）

2024年上半年，卫星制造产业下游链长企业中国卫星的收入和归母净利润持续下滑，收入增速由2023年的-17%下降至-57%，归母净利润增速由2023年的-45%下降至-94%，阶段性调整明显。

整体来看，在我国“航天强国”战略支撑下，我们认为，我国卫星发射数量在未来几年有望维持快速增长趋势。随着卫星互联网进入实质性的建设阶段，可以预见，卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段。卫星制造产业在当前的业绩波动更多是短期阶段性波动，伴随国内卫星建设需求的不断增长，中长期上行业的收入与净利润规模增速有望逐步提升。

## (2) 卫星通信：空间广阔，提速在即

从卫星通信产业链下游服务端企业中国卫通2024年上半年的业绩表现来看，收入增速延续了2023年全年的增速水平，仍在个位数波动，反映出当前卫星通信产业的应用端市场空间仍尚未迎来明显变化。

整体来看，尽管单从近两年财报数据来看，当前卫星通信产业的应用端市场空间仍尚未迎来明显变化，但是卫星通信上游的空间基础设施和地面终端设备已经出现了明显变化，下游各领域的拓展应用也在逐步开展。我们判断，传统卫星通信设备与服务在消费级市场上的持续扩容，高轨卫星互联网持续在民航、航海等应用领域拓展，还是卫星互联网产业空间基础设施建设持续推进，将促使卫星通信产业在中长期维度上逐步提速发展。

## (3) 卫星导航：业绩稳定增长，行业维持快速发展态势

卫星导航产业是我国卫星通信、导航、遥感三大产业中发展相对更为成熟的细

**分板块。**从卫星导航核心企业来看，2024 上半年收入与归母净利润增速均较 2023 年全年增速有所提升。

我们认为，当前驱动卫星导航产业快速发展的动力主要包括我国单北斗系统和应用的推进、基于高精度北斗/GNSS 技术的新兴应用领域的拓展以及海外市场的加速布局。整体来看，根据我们此前发布《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024 年投资策略》的分析，**“十四五”末期，卫星导航应用市场增速有望保持年复合 15% 的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过 20%。叠加海外市场需求的加速释放，需求侧景气无忧。**

#### (4) 卫星遥感：收入逐步修复，行业高景气逻辑不变

2023 年，卫星遥感核心上市企业收入整体增速由 2022 年 60% 的高增长下降至 10% 以下，净利润增速更是由正转负，我们认为主要系宏观经济波动下，以地方政府或企业为主要下游客户(to G 端)的卫星遥感产业相较于其他产业受到更大冲击所致。但是 2024 年上半年，卫星遥感企业收入整体同比增速已经恢复至 10% 以上，尽管净利润增速依旧下滑明显，但考虑到上半年一般是遥感企业全年内加大投入的时段，且企业存货维持增长，预计**下游需求依旧充足，行业增速将迎来快速修复。**

尽管卫星遥感产业短期出现调整，但是我们认为，**卫星遥感产业下游的应急、水利、农业等 to G 领域的需求依然不减**，卫星遥感产业整体短期仍处于朝阳阶段，同时遥感产业的“第二增长曲线”（线上业务）有望迎来快速爬升阶段，**行业高景气逻辑不变，卫星遥感预计仍将是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道。**

## 五、军贸：内外兼修，左右逢源

以更宏观和深远的视角审视，**军贸将成为全球大变局之下的受益领域之一。**从全球来看，俄乌冲突强化了各国自身的安全诉求，多国军费进入新一轮开支期，全球军贸市场随之大增。对我国而言，近年来随着军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，供给能力已基本能够满足内需，武器装备“出海”的条件也逐步成熟；于是，富有弹性的军贸市场，有望成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，**我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。**

### (一) “十四五”军贸之变加速演进

**联合国对军贸的定义是“军事装备在不同国家和地区之间的流动”。**军贸是服务国家核心和重大利益的特殊贸易活动，是大国地位和国防实力的集中体现。进入 21 世纪以来，军贸的意义可以概括为提高本国政治影响力（外交）、赚取外汇（经济）以及反哺本国国防科技工业发展（国防）。

**军贸作为军工行业的第二需求端，当前正迎来重大发展机遇，多家军工上市公司**

稳步发展军贸相关业务。央国企方面，航天彩虹的无人机系统已出口“一带一路”沿线 10 余个国家，航天南湖 IPO 上市且军贸在手订单充足，广东宏大布局高端智能武器装备的军贸业务；民参军企业方面，高德红外新签军贸采购合同，理工导航产品批量装备的多个武器系统进入国际军贸市场。同时，我国军工企业在珠海航展及海外防务展上大量产品亮相，与阿联酋、泰国、埃及等国在军贸合作上捷报连连。而在俄乌冲突与巴以冲突中，全球最大军火出口国，美国的洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼等军工企业的海外业务收入持续增长，股价屡创新高。

## （二）全球军贸：2023 年全球军贸指标有所下降，但全球军贸热度仍然不减

2023 年，SIPRI 全球军贸指标有所下降，但多个传统军工企业军贸业务的收入规模保持增长，成为股价屡创新高的重要驱动力之一。根据 SIPRI 数据，单年度看，全球军贸指标在 2022 年高速增长，创下 21 世纪以来新高，但 2023 年却同比下降 13.24%。其中，美、俄、英、法等传统军贸大国的出口指标同比下降 27.61%、51.25%、27.69% 以及 38.43%。

尽管全球及多个军贸大国在 SIPRI 统计下的军贸出口指标出现下降，但我们依旧认为，全球军贸热度实际上仍然维持在高位，原因有四：

- ① SIPRI 统计的全球军贸活动中，交付的武器装备在种类上发生了结构性变化，但军贸指标的五年均值依旧保持稳定增长；
- ② SIPRI 统计军贸范围中包含军事援助，而军援的相关武器装备在被核算为军贸指标时多被折价；
- ③ 近年来美国持续加大对乌克兰等地区的军事援助，资金由美国政府支出，这种“间接军贸”的资金最终流向美国本土军工企业，武器装备却最终流向海外，并未完整地纳入 SIPRI 军贸数据统计之中；
- ④ 俄乌冲突影响下，军贸出口大国俄罗斯的国内军工产能优先满足内需，尽管 SIPRI 统计口径中的俄罗斯军贸出口下降，但其军贸进口额的提升也会刺激全球军贸热度。

全球资本市场层面维度上，也反映出了当前军贸热度仍维持在高位，军贸业务收入增长是近年来多家海外军工上市公司股价屡创新高的重要驱动力之一。从企业端来看，2022 年以来，以洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼等为代表，全球多家军工上市公司海外收入（可参考为军贸收入）保持稳定增长，其股价也随之重心上移，屡创新高。自 2022 年 2 月俄乌冲突发生以来，截至 2024 年 6 月 30 日，洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼和泰雷兹的股价最高涨幅分别达到 28.93%、42.20% 和 105.14%。

从军贸国角度来看，出口方面，2019-2023 年，全球有 68 个国家或地区开展了军

贸出口业务，其中前 25 个国家占全球指标的 98.07%。美国依然是过去五年全球第一大军贸出口国，法国超越俄罗斯，跻身次席。进口方面，全球共计 176 个国家或地区进口武器装备，前五大武器进口国依次为印度、沙特阿拉伯、卡塔尔、乌克兰和巴基斯坦，亚太和中东地区仍旧是主要的军贸进口区域。过去五年全球几大军贸国的特点及变化趋势，可以总结为：美国以军贸养军工，出口指标持续稳定增长；法国以军贸创收入，跃居全球第二大出口国；俄罗斯内需先于军贸，出口量显著压缩；印度以军贸补短板，成为全球最大军火采购国；乌克兰依靠军贸作战，跻身军火采购国前列。

从军贸装备角度看，“三航”（航空、航天、航海）装备依旧备受青睐。

### （三）中国军贸：独立自主、优势显现，或将进入下一个贸易顺差期

近年来，中国的武器装备发展始终坚持独立自主、自力更生、自主创新的原则，主要依靠自己的力量进行研制和生产。但在一些尖端武器装备领域，与美国、俄罗斯及法国等传统军贸强国相比，在装备质量、客户覆盖、价格竞争力等方面依然存在一定差距。

据 SIPRI 数据显示，中国近十年（2014-2023 年）的军贸出口 166.90 亿 TIV，相较于上一个十年（2004-2013 年）同比增长 64.60%。从装备类型看，主要是飞机（含无人机）、防空武器装备、舰船、装甲车、海军武器装备、导弹等武器装备出口趋势明显增加。

最近两年，国际局势波云诡谲，俄罗斯等传统军贸大国出口缩减，同时我国国防科技工业体系逐步完善，国产替代能力不断提升，我国军贸出口量显著增长，带动净出口额显著提升，或将进入下一个贸易顺差期。

### （四）对未来军贸变化的判断

1、全球军贸：拨云见日，整体有望迎来快速修复

2024 年，国际局势变乱交织，百年变局加速演进，多国军费在 2023 年高基数的背景下依旧维持增长，未来全球军贸进口指标有望回升。同时，地缘政治冲突加剧，提高了全球各国的安全诉求，也加速了国际军贸市场的恢复，部分国家军费大概率将以军贸形式流向其他军事强国。同时，以俄乌冲突为主要代表的“代理人战争”或将进一步提升全球军贸需求。

2、中国军贸：内外兼修，贸易顺差有望持续增长

随着我国自身产品竞争优势的不断提升，之前国内产能倾向于解决内需的情况有望逐步改变，叠加部分国家的军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口、全球战争形态的演变等因素，我国军贸发展方兴未艾，短期内有望持续增长，在“十四五”末期由恢复式增长向内生式高速增长转变，武器装备发展重心向装备体系化与集团化方向发展。

3、细分赛道：战争形态演变下，高精尖及低成本化有望体现在军贸中

俄乌冲突以来，以千元级无人机、巡飞弹等为代表的低成本装备“异军突起”，从本质上来说，这仍是武器装备追求高效费比的表现，与航空装备高精尖化发展的内核一致。随着战争形态的演变，武器装备的高精尖与低成本化有望并行发展，这一趋势也有望在全球军贸数据中得以体现。

## (五) “军贸之变”对军工产业发展的影响

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

1、发展战略方面，军工企业有望推动新质生产力同新质战斗力高效融合，把握无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域的军贸业务机会，充分解放和发展新质战斗力，实现高质量发展。

2、业务类型方面，军工央企有望加强装备体系化出口，民参军企业可借机向下游总装市场拓展，具体到各武器装备，随着战争形态的演变，武器装备的高精尖与低成本化有望并行发展，并体现在未来军贸活动中。

3、市场营销方面，军工企业有望加强营销网络建设，挖掘潜在新客户，提升高技术附加值的军贸产品占比。

4、企业管理方面，军工企业将重视军贸复合人才建设，同时打造产融结合、产融互促平台，借力金融推动军贸业务开展。

5、军民结合方面，军技民用的出海可扩容大军工的市场空间。各军工企业有望借助其军品技术优势，同时发力相关民品的出海。

## 六、本周市场数据

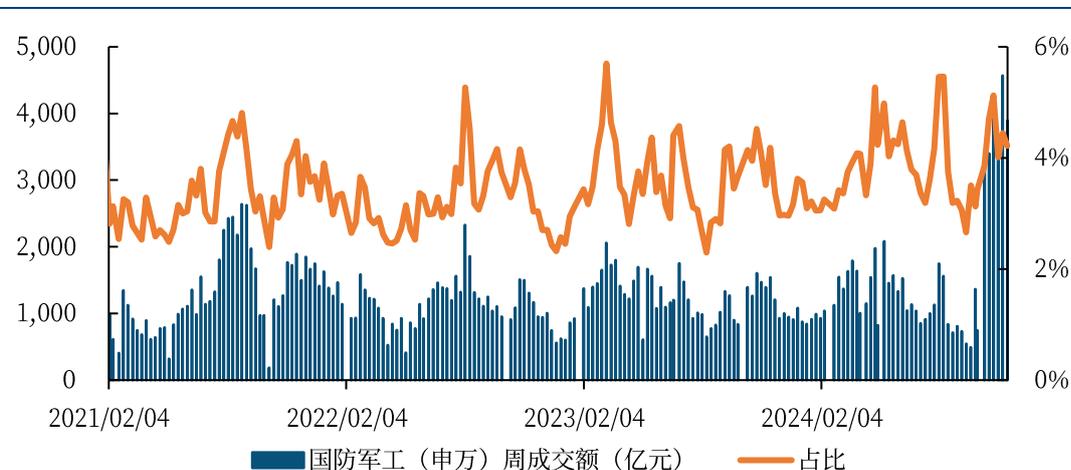
### (一) 估值分位

截至 2024 年 11 月 15 日，国防军工（申万）指数 PE 为 70.42 倍，处于 2014 年来的 57.15%分位。

### (二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周，军工板块（申万）成交额为 3891.28 亿元（-14.81%）；占中证全指成交额比例为 3.72%，同比下降 0.23pcts。主要军工 ETF 基金份额环比上周提高 1.67%。

图7 军工板块成交量变化



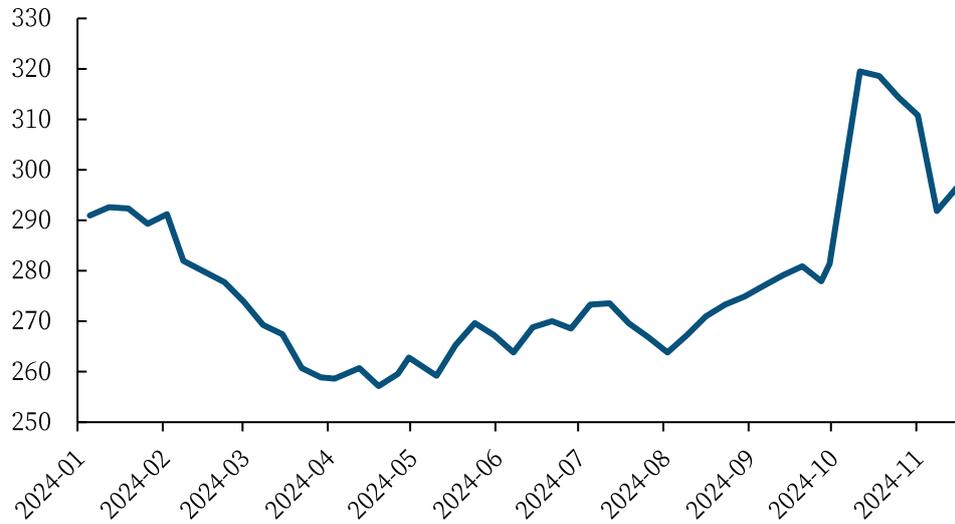
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 11 月 15 日）

表6 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）

序号	代码	名称	2023/12/31	2024/11/15	年初至今份额变化	近一周份额变化
1	512660.SH	国泰中证军工 ETF	96.24	95.24	-1.04%	-2.19%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	91.83	92.89	1.15%	1.99%
3	512670.SH	鹏华中证国防 ETF	40.38	42.32	4.80%	9.67%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	35.62	34.47	-3.21%	1.48%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.33	15.16	5.79%	9.61%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.43	11.75	2.80%	-3.37%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	3.90	4.88	25.14%	0.62%
合计			293.72	296.71	1.02%	1.67%

资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 11 月 15 日)

图8 2024 年以来主要军工 ETF 基金份额变化 (单位: 亿份)

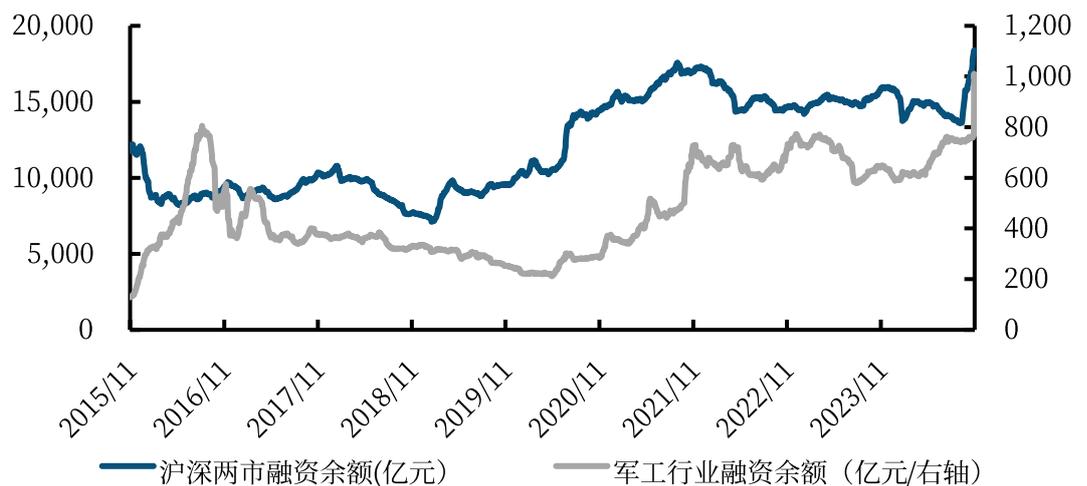


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 11 月 15 日)

### (三) 融资余额变化

截至 2024 年 11 月 14 日, 军工行业的融资余额合计 993.50 亿元, 比上周环比上涨 29.85%, 占两市融资余额比例为 5.42%。

图9 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理 (注: 数据截至 2024 年 11 月 14 日)

## 七、军工三大赛道投资全景图

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

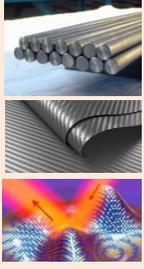
我们将军工行业分为 3 大赛道、23 个细分领域（[各赛道详细分析见军工行业十问十答 & 2024 年投资策略《飞雪迎春到》](#)）进行分析讨论，并分别列举投资判断和观点，具体如下：

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

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

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

**图10 军工主赛道投资全景图**

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

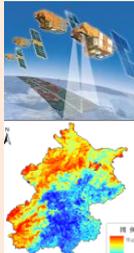
资料来源：中航证券研究所

**图11 大军工赛道投资全景图（一）**

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

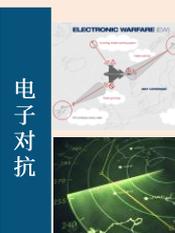
资料来源：中航证券研究所

**图12 大军工赛道投资全景图（二）**

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

资料来源：中航证券研究所

图13 新城新质赛道投资全景图

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

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图14 三大赛道各细分领域投资特点对比

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

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

## 八、建议关注的细分领域及个股

关于投资方向和行情判断：

- ① 军工行业依然处于景气大周期；
- ② 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；
- ③ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ④ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ⑤ 关注军工行业并购潮下和市值管理要求下的投资机会。

具体建议关注的上市公司如下。

### 军机等航空装备产业链：

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

**低空经济：**莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

### 航天装备（弹、星、链等）产业链：

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

### 船舶产业链：

中国船舶、中国重工。

### 信息化+国产替代：

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

### 军工材料：

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

## 九、风险提示

- ① 央国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 行业高度景气，但如若短时间内涨幅过大，可能在某段时间会出现业绩和估值不匹配；
- ⑥ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑦ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响；
- ⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑨ 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

### 公司的投资评级如下:

买入:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持:未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性:未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持:未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637