

掘金 2025：需求恢复，成长提速

华泰研究

2024 年 11 月 19 日 | 中国内地

年度策略

参考 2020-2021 年“五年计划”交接时刻，军工板块利润修复可期

我们认为目前板块与 2020-2021 年基本面相似，均处于“五年计划”交接时刻，下游需求有望逐步落地，板块业绩有望实现困境反转，后续产业节奏或为：2025H1 迎来上游元器件/新材料企业订单&收入拐点→2025-2026 年下游主机厂新一轮合同负债逐步落地，此外中游配套企业的新增产能平稳释放，对上游的订单传导、下游的任务承接能力螺旋式提升。复盘 2020-2021 年，业绩变化为个股上涨主要驱动力。我们建议关注绑定新一轮主战装备，具备国产化率提升或渗透率提升逻辑的核心板块，建议关注信息化、新材料、航空发动机、新质新域等方向。

复盘：类比 2020-2021 年，行业基本面或迎来触底信号

站在当下，板块基本面与 2020-2021 年相似，“五年周期”本身前低后高的特点、中期调整造成的 23-24 年低基数，以及下一个“五年计划”的提前备货需求，使得板块的利润修复预期较高。1) 下游主机厂：合同负债为主要领先指标，“十四五”大额合同负债已经按预期执行，“十五五”新订单落地可期；2) 中游配套厂：产能扩张为核心要素，2021 年以来处于持续扩张阶段，“十五五”承接能力或进一步提升；3) 上游元器件/新材料企业：24Q3 单季度收入增速触底，或迎来新一波需求修复。我们认为下一个“五年计划”需求将至，板块利润修复可期。

展望：迎接 2025，需求落地，有望加速成长

我们认为在军工是成长驱动型板块的前提以及回调幅度较大、估值低位的现状下，2025 行业有望供给与需求共振，静待基本面困境反转。需求端：1) 国际局势：全球安全问题频发，俄乌、巴以冲突等事件体现出装备体系自主可控至关重要；2) 延安会议强调政治建军重要性，长期利好军工行业发展；3) 24 年军费稳定增长，中长期建军目标有望促使政府对国防建设的投入持续增长；4) 行业持续扩产：军工行业以销定产，进一步验证需求高景气。供给侧：1) 国企治理改善：股权激励持续开展，核心军工国企活力有望提升；2) 资产证券化有望加速：资产证券化水平有望继续提升。

建议关注信息化、新材料、航空发动机、新质新域等方向

新材料方面，一代装备一代材料，新材料兼具科技属性与强耗材属性，“十五五”有望成为军工新型装备量产爬坡关键期，新材料是装备升级换代的关键，相关产业或将充分受益；信息化方面，当前受到武器装备放量、信息化率提升和国产化率提升三重因素拉动而持续高景气，同时信息化设备在 2023-2024 年受中期调整影响较大，业绩基数低，相关标的有望实现困境反转；航空发动机方面，短中长期逻辑兼具，长坡厚雪优质赛道确立；新质新域方向建议关注卫星互联网、水下及低空经济等新兴方向。

风险提示：历史数据不代表未来走势；新型装备列装不达预期风险；军品定价机制的不确定性；其他业务对军工企业的盈利影响较难预测。

航天军工

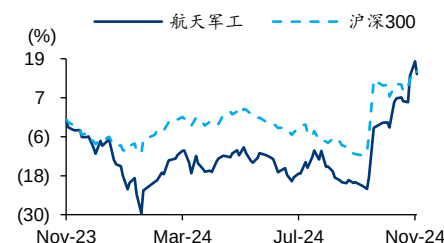
增持（维持）

研究员 李聪
SAC No. S0570521020001 licong017951@htsc.com
SFC No. BRW518 +(86) 10 6321 1166

研究员 朱雨时
SAC No. S0570521120001 zhuyushi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员 田莫充
SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
航天电器	002025 CH	81.12	买入
航天电子	600879 CH	14.58	买入
国睿科技	600562 CH	20.88	买入
中航沈飞	600760 CH	52.80	买入
中航光电	002179 CH	68.31	买入
中航高科	600862 CH	27.20	增持
国泰集团	603977 CH	15.60	买入
航材股份	688563 CH	70.00	买入
华泰科技	688281 CH	111.80	买入
航天南湖	688552 CH	24.00	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

复盘：上一轮“五年计划”交接时发生了什么？	4
参考 2020-2021 年“五年计划”交接时刻，军工板块利润修复可期	4
复盘历年上涨市，军工板块逐步形成盈利导向	8
展望：需求与供给有望共振，行业反转可期	12
需求侧展望：百年强军梦，中华崛起魂	12
全球安全问题频发，国防安全必要性和紧迫性加剧	12
延安会议强调政治建军重要性，长期利好军工行业发展	14
军费预算维持较高增速，国防现代化建设不断提速	15
军工行业以销定产，企业大幅扩产预示未来订单增量	17
供给侧展望：国企治理不断改善，资产证券化率仍有提升空间	18
股权激励持续开展，核心军工国企活力有望提升	18
资本运作趋势仍存，行业资产证券化率不到一半	19
聚焦军工高景气赛道，横向关注七大产业链	21
导弹：重要消耗型武器装备，换代与实战化训练打开需求	21
军机：队伍亟待扩充，叠加更新换代需求空间较大	22
发动机：现代工业“皇冠上的明珠”和“工业之花”	23
无人机：未来战争新趋势，建设智能化军事体系重要力量	24
国产大飞机：C919 正式进入商业运营，国内民机产业链增长极正式开启	25
卫星&航天：产业链日益成熟，空天互联网蓝海待开拓	29
低空经济：关注 eVTOL&基建侧两大主线	30
投资主线：关注信息化、新材料、航空发动机、新质新城等方向	32
风险提示	32

图表目录

图表 1：军工行情复盘	4
图表 2：国防军工（申万）指数涨跌归因	5
图表 3：军工行业五年规划具有前低后高的规律	5
图表 4：2020-2021 年期间军工板块相对收益凸显	6
图表 5：主机厂合同负债+预收款情况	6
图表 6：2021 年以来产业链中游或处于产能扩张阶段	7
图表 7：上游代表企业单季度营收增速情况	7
图表 8：上游元器件、新材料企业单季度合计营收增速情况	8
图表 9：军工行业估值变化情况	9
图表 10：2005-2007 上涨市起涨位置 PE（TTM）与期间涨跌幅关系	9
图表 11：2005-2007 上涨市起涨位置 PB（LF）与期间涨跌幅关系	9
图表 12：2005-2007 期间涨跌幅与 2007 年较 2005 年利润增幅关系	10
图表 13：2005-2007 上涨市起涨位置市值（亿元）与期间涨跌幅关系	10
图表 14：2014-2015 上涨市起涨位置 PE（TTM）与期间涨跌幅关系	10
图表 15：2014-2015 上涨市起涨位置 PB（LF）与期间涨跌幅关系	10

图表 16: 2014-2015 期间涨跌幅与 2015 年较 2013 年利润增幅关系	10
图表 17: 2014-2015 上涨市起涨位置市值 (亿元) 与期间涨跌幅关系	10
图表 18: 2020-2021 上涨市起涨位置 PE (TTM) 与期间涨跌幅关系	11
图表 19: 2020-2021 上涨市起涨位置 PB (LF) 与期间涨跌幅关系	11
图表 20: 2020-2021 期间涨跌幅与 2021 年较 2019 年利润增幅关系	11
图表 21: 2014-2015 上涨市起涨位置市值 (亿元) 与期间涨跌幅关系	11
图表 22: 2020-2021 年上涨市个股利润增幅与区间涨幅相关性更强	11
图表 23: 俄乌冲突重要军事事件时间线	12
图表 24: 俄乌双方冲突以来损失情况 (截止到 10 月 31 日)	13
图表 25: 2001-2023 年全球军费开支及全球武器进出口 TIV	14
图表 26: “十个明确”系统阐述了新时代政治建军方略	15
图表 27: 近年来国防预算及增速	16
图表 28: 近年来国防预算占 GDP 比重	16
图表 29: 2022 年国际主要军事强国军费占 GDP 比重	16
图表 30: 近年来国防预算占中央财政收入比重	16
图表 31: 2024 年军工板块增发公告情况	17
图表 32: 2024 年初至今军工企业重大合同披露情况	18
图表 33: 2024 年初至今军工行业实施股权激励计划情况	19
图表 34: 中国电科中长期激励管理框架	19
图表 35: 2018-2023 年各大军工集团资产口径证券化率	20
图表 36: 2018-2023 年各大军工集团营收口径证券化率	20
图表 37: 导弹产业链梳理	21
图表 38: 需求与技术共同驱动了战斗机的跨代发展	22
图表 39: 军机产业链梳理	22
图表 40: 发动机产业链梳理	23
图表 41: 美国、中国、以色列、土耳其主要无人机型号参数对比	24
图表 42: 无人机产业链梳理	25
图表 43: C919 国产大飞机交付情况	26
图表 44: 国产大飞机 C919 在手订单情况	26
图表 45: 波音公司对 2024-2043 年不同地区新机需求量预测	27
图表 46: 国产大飞机产业链梳理	28
图表 47: 国网“GW”星座构型分布	29
图表 48: 千帆极轨 02 组卫星发射成功	29
图表 49: 我国成功发射卫星互联网高轨 03 卫星	29
图表 50: 卫星互联网产业链梳理	30
图表 51: 低空经济产业链梳理	31
图表 52: 重点推荐公司一览表	33
图表 53: 重点推荐公司最新观点	33

复盘：上一轮“五年计划”交接时发生了什么？

参考 2020-2021 年“五年计划”交接时刻，军工板块利润修复可期

2006 年以来军工板块投资逻辑几变，鉴于军工装备大多以 5 年为一周期，且与宏观国家发展规划密切相关，可大致划分为三大阶段：1) “十一五”、“十二五”市场空间预增期（2006-2015）：2006 年军工企业资产证券化行情，2006 年 1 月国防科工委提出“十一五”期间，国防科技工业总收入要大幅度增加，经济效益显著提高，初步形成若干具有国际竞争力的大企业集团，叠加军改预期，板块稳步上行，2015Q4 市场场外配资再度活跃，进一步加温军工热潮；2) “十三五”逻辑调整期（2016-2020）：板块估值消化期+市场风险偏好收紧期+板块结构改革期，三期交叠压制军工行情，阶段性交易机会偶现；3) “十四五”成长驱动期（2021-至今）：“十四五”规划军工发展新周期，企业业绩释放，板块证券化提升，龙头盈利指引逐步清晰。我们认为 2021 年以来军工板块投资逻辑及实际驱动因素已转变为业绩驱动。

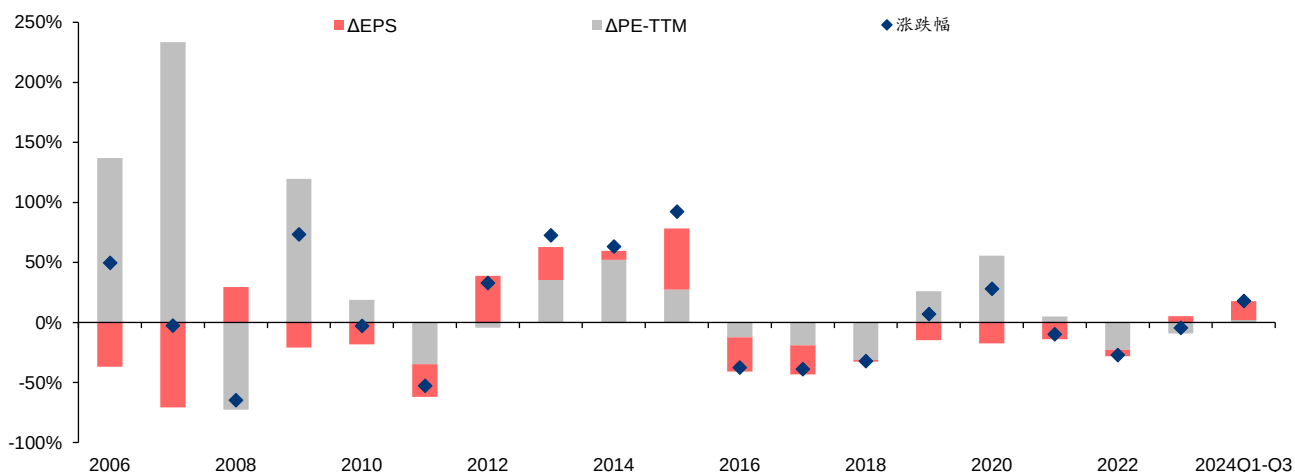
图表1：军工行情复盘



资料来源：Wind，华泰研究

通过对军工板块涨跌幅的归因分析，我们发现 2006-2020 年板块基本以 PE 驱动为主，较多的事件型催化与资产注入预期为板块主要上涨驱动力，而 2020H2 虽然板块仍以 PE 扩张驱动为主导，但更多的是高景气利润兑现的预期，而不是事件型炒作预期，2021-2024 年前三季度板块则以 EPS、PE 混合驱动为主。

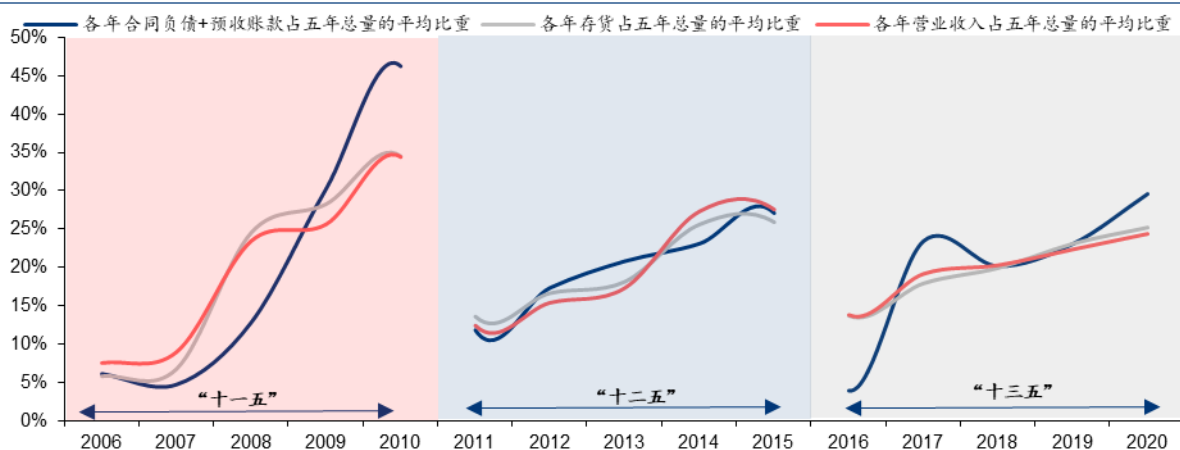
图表2：国防军工（申万）指数涨跌归因



资料来源：Wind，华泰研究

五年计划执行“前低后高”的规律，“十四五”期间或更加明显。我们选取了中航沈飞(600760 CH)、中航西飞(000768 CH)、航发动力(600893 CH)、中航光电(002179 CH)、航天电器(002025 CH)、中航重机(600765 CH)、西部超导(688122 CH) 7家核心企业作为样本，对其“十一五”、“十二五”和“十三五”期间各年存货、合同负债+预收账款、营收总和占五年总和的比重进行了分析。在上述三个五年计划期间：1) 后两年存货总和占比分别为 62.74%/51.54%/48.35%；2) 后两年合同负债+预收账款总和占比分别为 76.38%/50.11%/52.58%；3) 后两年营业收入总和占比分别为 59.97%/54.82%/46.72%。军工行业五年计划执行存在“前低后高”的规律。

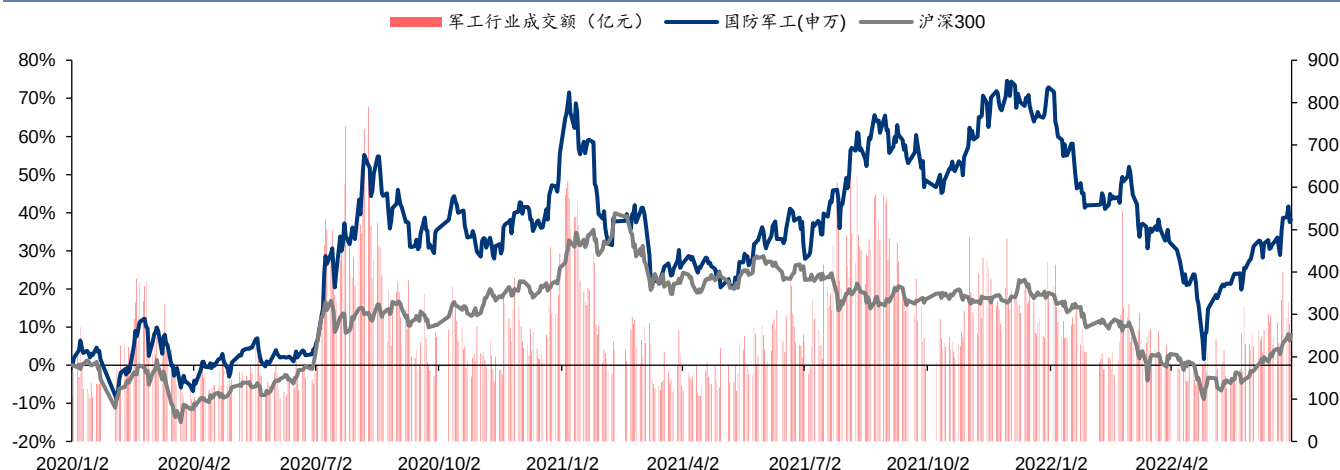
图表3：军工行业五年规划具有前低后高的规律



资料来源：Wind，华泰研究

站在当下，板块与 2020-2021 年的上涨行情期基本面相似：处于上一个“五年计划末尾”，“五年周期”本身前低后高的特点、中期调整造成的 23-24 年低基数，以及下一个“五年计划”的提前备货需求，使得板块的利润修复预期较高。

图表4：2020-2021年期间军工板块相对收益凸显

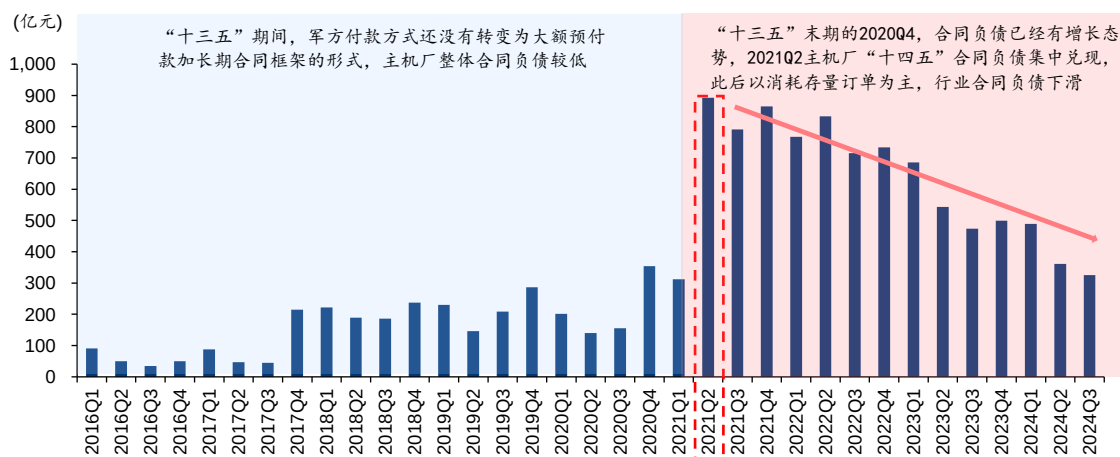


资料来源：Wind，华泰研究

产业链自上而下来看，各环节指标均表明行业需求处于触底阶段

（1）下游主机厂：合同负债为主要领先指标，“十四五”大额合同负债按预期执行，“十五五”新订单落地可期。我们选取中航沈飞、中航西飞、中直股份、洪都航空、航发动力、航天彩虹、内蒙一机、中无人机作为主机厂参考样本，并用整体法分析主机厂的合同负债情况。“十三五”期间，军方付款方式仍为一年一下单，且预付款比例较低，还没有转变为大额预付款加长期合同框架的形式，主机厂整体合同负债较低。“十三五”末期的2020Q4，主机厂合同负债已经有增长态势，2021Q2主机厂“十四五”合同负债集中兑现，此后以消耗存量订单为主，行业合同负债下滑。**截至2024Q3，主机厂合同负债为325.10亿元，与2020Q4的354.35亿元体量相当，或表明“十四五”新增订单已经基本消化完毕，“十五五”增量订单落地可期。**

图表5：主机厂合同负债+预收款情况



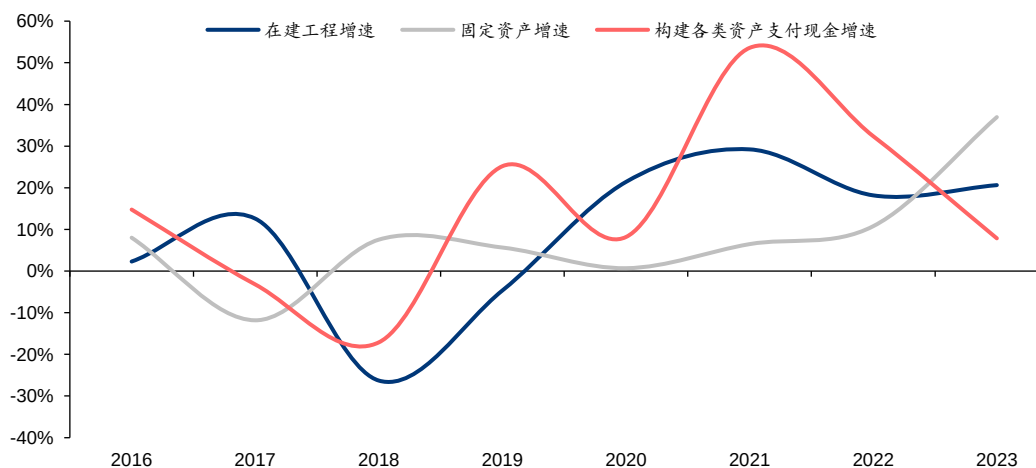
资料来源：Wind，华泰研究

2024.10.13 中航电测发布公告，调整24年关联交易额度，采购商品和接受劳务从2亿调整至320亿；出售商品和提供劳务从7亿调整至55.5亿；新增财务公司存款额度为455亿，根据中航电测2024.7.14公告，23年底航空工业成飞在财务公司存款金额为360亿。

类比“十四五”初期，2021.4.29 航发动力发布现金管理公告，使用最高额度不超过人民币 200 亿元，代表着主机厂层面“十四五”期间第一笔合同落地，此后公司发布半年报，2021H1 期末公司合同负债为 248 亿元（2021Q1 期末为 24 亿元）。航发动力自 21.4.30-21.8.30 上涨 64%，国防军工（中信）指数上涨 35%，航发动力实现超额收益 29pcts。

（2）中游配套厂：产能扩张为核心要素，2021 年以来处于持续扩张阶段，“十五五”承接能力或进一步提升。受下游装备批量化、国产化需求牵引，中游产业链配套厂产能建设正处于密集达产爬坡期。综合相关企业在年报等披露的扩产节奏信息，2022-2024 年为行业新增产能达产较为密集的年份。我们选取中航重机、航宇科技、派克新材、三角防务、中航高科、航发控制作为中游代表性企业做总体分析，2020 年以来，购建各类资产支付现金流快速增加，2020 年-2021 年在建工程增速的上行带来了固定资产增速的上升，可以判断，产业链中游处于产能扩张阶段。2022-2023 年在建工程增速与购建各类资产支付现金流增速放缓，固定资产增速持续走高，也表明部分产线于 2022-2023 年建成，产能扩张已初见成效，有望在“十五五”期间带动产品放量及规模经济，提高盈利能力。

图表6：2021 年以来产业链中游或处于产能扩张阶段



资料来源：Wind，华泰研究

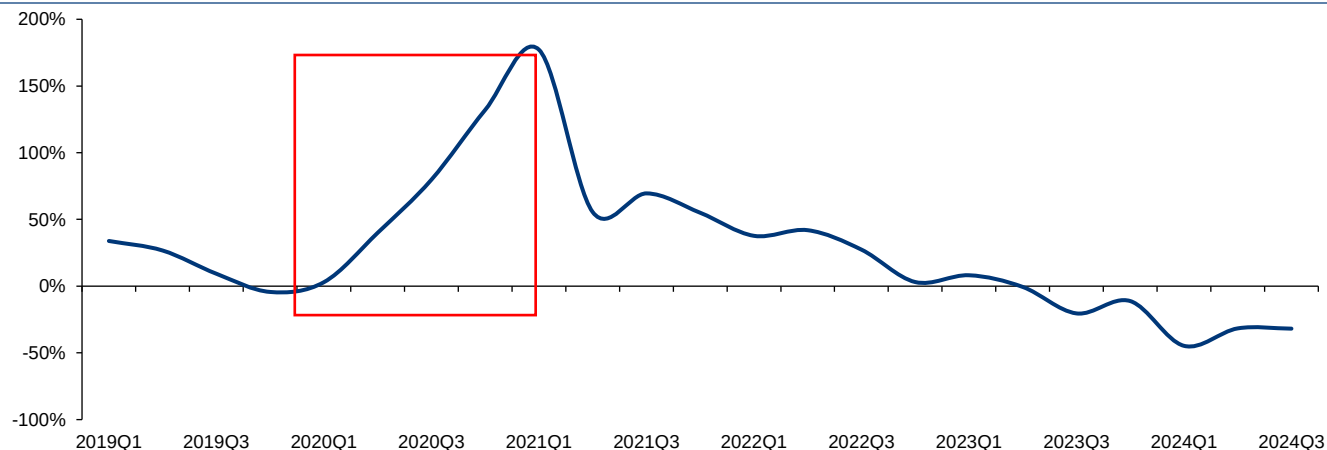
（3）上游元器件/新材料企业：获取订单与交付确收领先产业链，24Q3 单季度收入增速触底，或迎来新一波需求修复。我们选取上游元器件和新材料代表性企业航天电器、中航光电、振华科技、紫光国微、鸿远电子、火炬电子、宏达电子、西部超导为样本，上游代表性企业上一轮收入增速拐点始于 20Q2，止于 2021Q2-2021Q4。而主机厂的合同负债落地节点为 2021Q2，说明在“十三五”末期，主机厂或已经与下游客户提前沟通需求，向产业链中上游下达备产协议，开始补库周期。目前上游企业已经连续多个季度营收同比增速为负，参考上一个五年计划经验，上游企业“十四五”期间的订单确收或提前至“十三五”最后一年的 Q2 开始，因此 2025H1 或迎来上游企业的收入拐点。

图表7：上游代表企业单季度营收增速情况

		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
002025 CH	航天电器	13%	18%	26%	19%	47%	9%	18%	12%	35%	28%	16%	-6%	16%	16%	0%	-23%	-9%	-29%	-32%
002179 CH	中航光电	-17%	23%	24%	16%	88%	9%	12%	13%	17%	29%	33%	13%	35%	28%	8%	39%	-25%	-4%	6%
000733 CH	振华科技	-23%	12%	27%	31%	47%	33%	37%	60%	44%	29%	30%	11%	11%	13%	-8%	12%	-52%	-36%	-24%
002049 CH	紫光国微	-3%	-8%	-8%	1%	47%	64%	75%	63%	41%	17%	36%	41%	15%	40%	-6%	-12%	-26%	-21%	-27%
603267 CH	鸿远电子	17%	36%	75%	120%	116%	57%	40%	-6%	19%	5%	-12%	7%	-38%	-21%	-37%	-38%	-1%	-26%	-4%
603678 CH	火炬电子	30%	50%	46%	40%	91%	41%	21%	-4%	-27%	-11%	-26%	-36%	-24%	-16%	30%	9%	2%	-17%	-36%
300726 CH	宏达电子	-22%	73%	85%	115%	162%	45%	47%	0%	13%	24%	-6%	3%	-10%	-34%	-29%	-2%	-20%	0%	6%
688122 CH	西部超导	-1%	88%	80%	29%	56%	18%	48%	41%	67%	66%	42%	15%	4%	-1%	-17%	11%	-14%	3%	24%

资料来源：Wind，华泰研究

图表8：上游元器件、新材料企业单季度合计营收增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

复盘历年上涨市，军工板块逐步形成盈利导向

(1) 复盘 2005-2007 年上涨市，国防军工（申万）指数行情始于 2005 年 7 月 22 日，沪深 300 行情始于 2005 年 12 月 6 日，军工指数行情于 2008 年 1 月 8 日结束，而沪深 300 指数见顶于 2008 年 1 月 14 日，军工指数持续时间超过大盘约 5 个月，对比各自上行周期的涨幅，军工指数涨幅为 1113%，沪深 300 指数涨幅为 567%；大盘驱动因素包括股改、汇改及持续的流动性宽松环境，后期内需持续高景气，大宗商品价格中枢持续抬升及人民币升值等。此时军工板块还未完全成型（指数成分股仅为 30 只左右，且大部分为军工集团下属从事民用业务的壳公司），板块主要驱动因素为船舶顺周期带来的业绩上修，以及部分资产重组预期。

(2) 复盘 2014-2015 年上涨市，军工指数上涨始于 2014 年 4 月 29 日，止于 2015 年 5 月 27 日，沪深 300 指数行情始于 2014 年 6 月 19 日，止于 2015 年 6 月 12 日结束，军工指数持续时间与大盘基本一致，对比各自上行周期的涨幅，军工指数涨幅为 277%，沪深 300 指数涨幅为 143%；大盘驱动因素包括货币政策放松、财政政策加大力度，政治局会议强调稳投资稳增长等。军工板块主要驱动为科技主题热点，同时部分央企国企的军工资产注入预期。

(3) 复盘 2020-2021 年上涨市，沪深 300 行情始于 2020 年 3 月 23 日，结束于 2021 年 2 月 18 日，期间涨幅为 58%，军工指数行情始于 2020 年 2 月 3 日，结束于 2021 年 11 月 30 日，期间涨幅为 72%，且持续时间超过大盘约 10 个月，在沪深 300 行情结束后，军工行情结束前的 2021 年 2 月 19 日至 2021 年 11 月 30 日，沪深 300 指数下跌 16%，军工指数上涨 27%，超额收益及持续性凸显。大盘驱动因素为 2020 年外部影响消除后，需求快速恢复，叠加出口景气等。军工板块主要驱动为“十四五”期间行业大额订单落地的预期，以及由此带来的核心个股业绩与订单边际改善。

此外，三轮军工上涨市都是在行业估值达到较低位置、宏观经济和行业景气度面临一定压力的时候，迎来了时间跨度较长的上涨行情。

图表9：军工行业估值变化情况

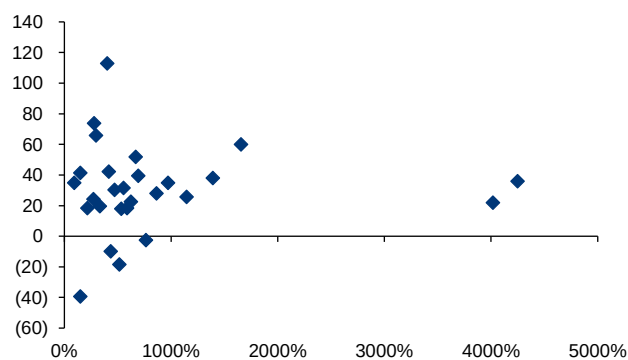


资料来源：Wind，华泰研究

2005-2007：重组主题上涨市，板块个股样本量较少，高权重的船舶股影响较大。我们分析了在这轮中军工行业股票在期间涨幅与市值、PE、PB、利润增幅等估值、财务指标的相关性。

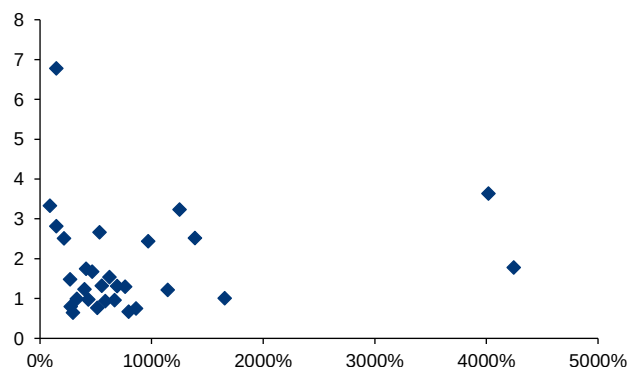
- 1) 估值：在这轮上涨市中军工行业股票的涨幅，与起涨位置的估值关系很弱；
- 2) 市值：此时军工板块尚未成熟，基本都是各类军工集团下面从事民品业务的壳公司，大市值公司如中国船舶、中航西飞等涨幅领先；
- 3) 业绩：业绩边际变化大的公司，在本轮上涨市中略为占优，其中中国船舶，中船防务领涨主要是由于船舶顺周期带来的业绩驱动。

图表10：2005-2007 上涨市起涨位置 PE（TTM）与期间涨跌幅关系



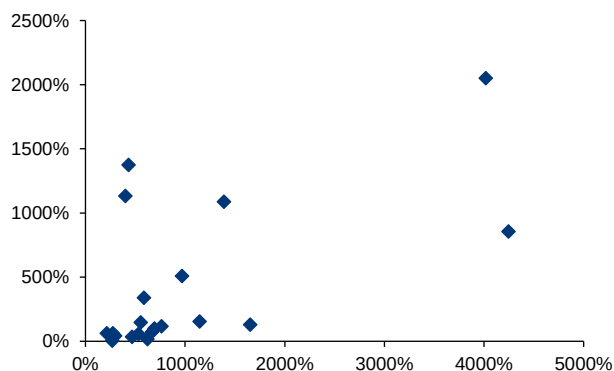
注：横轴为 2005.7.22-2008.1.8 区间涨跌幅，纵轴为 2005.7.22 起涨位置 PE（TTM）；样本均为国防军工（申万）指数成分股，后文同
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：2005-2007 上涨市起涨位置 PB（LF）与期间涨跌幅关系



注：横轴为 2005.7.22-2008.1.8 区间涨跌幅，纵轴为 2005.7.22 起涨位置 PB（LF）
资料来源：Wind，华泰研究

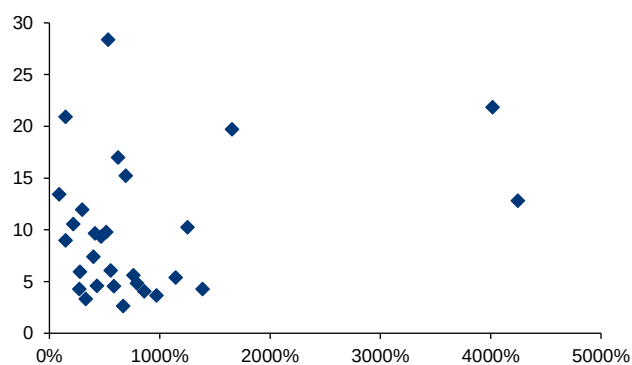
图12: 2005-2007 期间涨跌幅与 2007 年较 2005 年利润增幅关系



注: 横轴为 2005.7.22-2008.1.8 区间涨跌幅, 纵轴为 2007 年较 2005 年归母净利润增幅

资料来源: Wind, 华泰研究

图13: 2005-2007 上市起涨位置市值(亿元)与期间涨跌幅关系

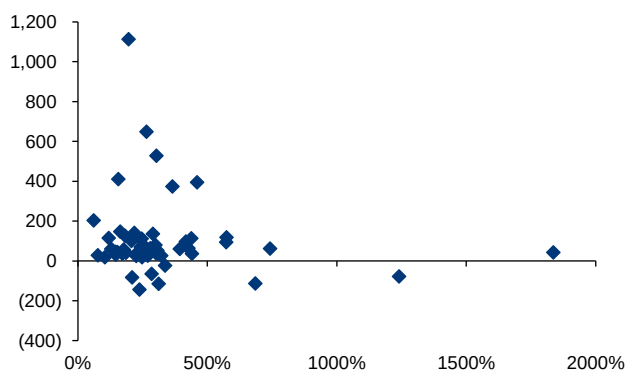


注: 横轴为 2005.7.22-2008.1.8 区间涨跌幅, 纵轴为 2005.7.22 起涨位置市值

资料来源: Wind, 华泰研究

2014-2015: “科技+重组”主题上涨市, 概念更重要。在这轮上涨市中, 军工行业股票起涨位置的估值、盈利能力好坏, 与股价涨幅无明显关系。本轮涨幅排名靠前的公司中, 光启技术、雷科防务、盛路通信、火炬电子、金信诺、全信股份、海兰信、航天发展、中光学等均为硬科技主题, 此外还有如中航沈飞(前身为中航黑豹)等重组预期逻辑标的。

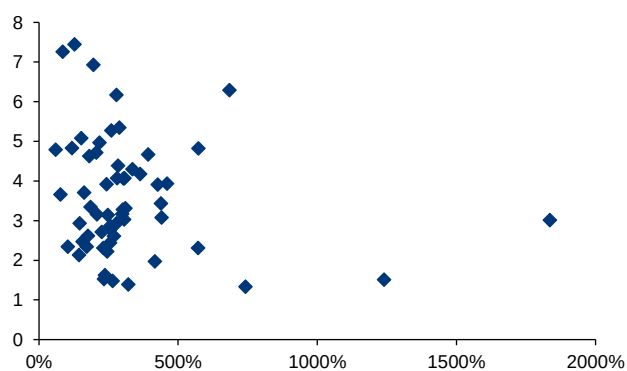
图14: 2014-2015 上市起涨位置 PE (TTM) 与期间涨跌幅关系



注: 横轴为 2014.4.29-2015.5.27 区间涨跌幅, 纵轴为 2014.4.29 起涨位置 PE (TTM)

资料来源: Wind, 华泰研究

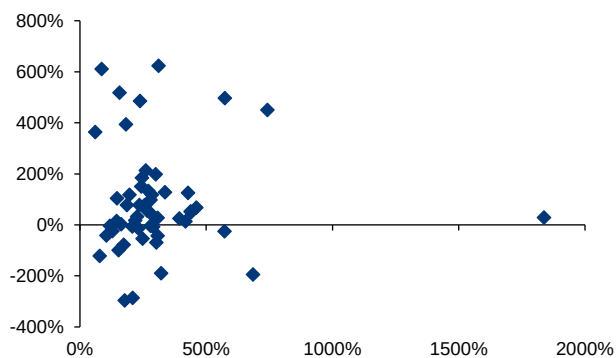
图15: 2014-2015 上市起涨位置 PB (LF) 与期间涨跌幅关系



注: 横轴为 2014.4.29-2015.5.27 区间涨跌幅, 纵轴为 2014.4.29 起涨位置 PB(LF)

资料来源: Wind, 华泰研究

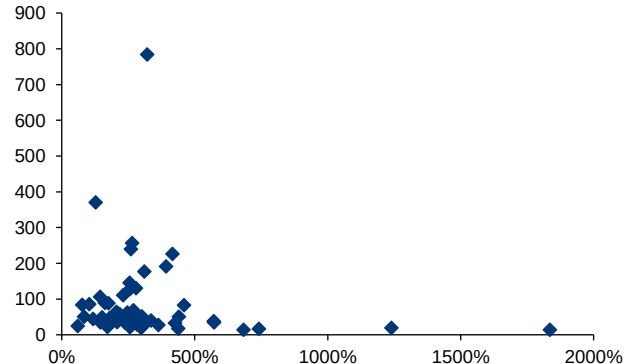
图16: 2014-2015 期间涨跌幅与 2015 年较 2013 年利润增幅关系



注: 横轴为 2014.4.29-2015.5.27 区间涨跌幅, 纵轴为 2015 年较 2013 年归母净利润增幅

资料来源: Wind, 华泰研究

图17: 2014-2015 上市起涨位置市值(亿元)与期间涨跌幅关系

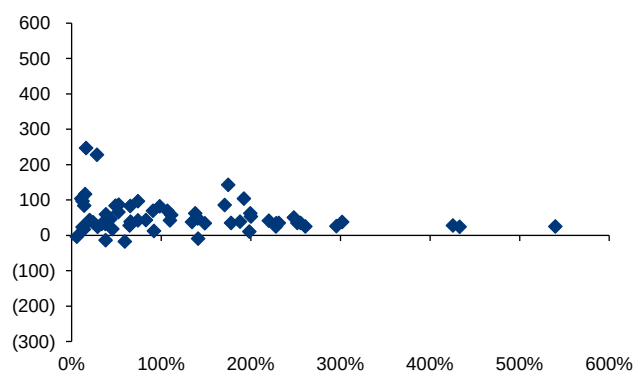


注: 横轴为 2014.4.29-2015.5.27 区间涨跌幅, 纵轴为 2014.4.29 起涨位置市值

资料来源: Wind, 华泰研究

2020-2021: 基本面上涨市, 业绩变化更重要, 业绩低基数, 高弹性的小市值个股相对占优。在这轮上涨市中, 具备低估值、业绩边际变化大等特点的公司相对占优, 股票涨跌幅与各行业利润增速之间有明显的正相关性, 且初涨位置的估值越低, 也更有利于获得更大的涨幅。此外, 由于本轮上涨市博弈的是大额订单落地后个股的业绩变化, 因此涨幅排名前列的大部分为率先实现接收订单和交付确收的中上游标的, 如振华科技、北摩高科、中航重机、鸿远电子、爱乐达、宏达电子、钢研高纳等。

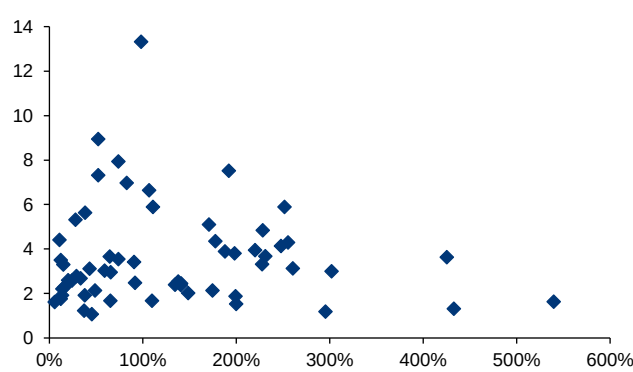
图表18: 2020-2021 上涨市起涨位置 PE (TTM) 与期间涨跌幅关系



注: 横轴为 2020.3.23-2021.2.18 区间涨跌幅, 纵轴为 2020.3.23 起涨位置 PE (TTM)

资料来源: Wind, 华泰研究

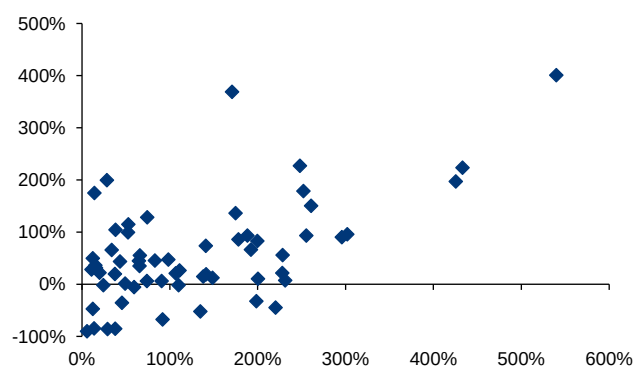
图表19: 2020-2021 上涨市起涨位置 PB (LF) 与期间涨跌幅关系



注: 横轴为 2020.3.23-2021.2.18 区间涨跌幅, 纵轴为 2020.3.23 起涨位置 PB (LF)

资料来源: Wind, 华泰研究

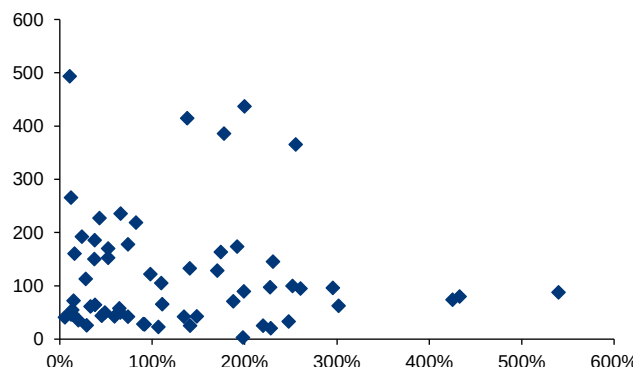
图表20: 2020-2021 期间涨跌幅与 2021 年较 2019 年利润增幅关系



注: 横轴为 2020.3.23-2021.2.18 区间涨跌幅, 纵轴为 2021 年较 2019 年归母净利润增幅

资料来源: Wind, 华泰研究

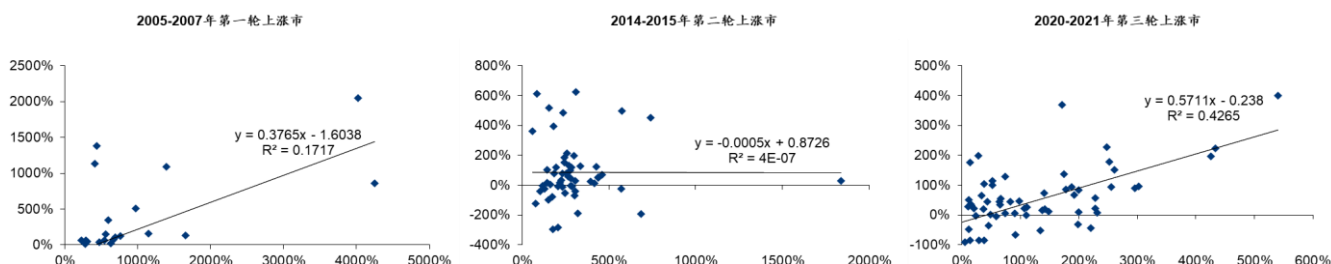
图表21: 2014-2015 上涨市起涨位置市值 (亿元) 与期间涨跌幅关系



注: 横轴为 2020.3.23-2021.2.18 区间涨跌幅, 纵轴为 2020.3.23 起涨位置市值

资料来源: Wind, 华泰研究

图表22: 2020-2021 年上涨市个股利润增幅与区间涨幅相关性更强



通过分析三轮上涨市, 个股利润增幅和区间股价表现的相关系数, 2020-2021年相关性更强, 以业绩驱动为主

资料来源: Wind, 华泰研究

展望：需求与供给有望共振，行业反转可期

需求侧展望：百年强军梦，中华崛起魂

全球安全问题频发，国防安全必要性和紧迫性加剧

俄乌冲突持续，双方武器装备的应用成为局势主导因素。进入 2024 年以来，局势进展逐渐更多围绕在双方导弹、无人机等先进装备应用、乌克兰获得的军事援助和俄罗斯装备供给等方面。目前双方的作战模式愈发偏向于利用导弹、无人机等先进装备摧毁重要军事设施。自冲突发生以来，俄乌双方在无人机、军用飞机和各类火炮等装备上的损失充分说明了战争对于存量装备的消耗巨大，即便是在平时时期或需要维持一定水平的安全库存以备战争来袭；同时俄乌双方武器装备的快速、持续消耗也凸显装备低成本、可持续性的重要性，从而带动了一轮全球范围内武器装备低成本化采购的热潮。

图表23：俄乌冲突重要军事事件时间线

日期	事件
2024 年 1 月 2 日	俄罗斯对基辅和哈尔科夫发射导弹。 乌克兰空军声称拦截了 99 枚导弹中的 72 枚。哈尔科夫发射的一枚导弹残骸的分析发现，该导弹是在朝鲜制造的。
2024 年 1 月 6 日	顿涅茨克州波克罗夫斯克和米尔诺格勒遭到俄罗斯导弹袭击。 顿涅茨克州尼科波尔和皮夫尼奇内遭到俄罗斯导弹袭击。
2024 年 1 月 8 日	俄罗斯对乌克兰全境发动大规模导弹和无人机袭击。
2024 年 1 月 23 日	俄罗斯对乌克兰全境发动了一系列导弹袭击。
2024 年 1 月 24 日	俄罗斯伊尔-76 运输机在别尔哥罗德州亚布洛诺沃坠毁。乌克兰军方声称这架飞机正在运送 S-300 导弹。
2024 年 1 月 31 日	乌克兰空军声称对克里米亚贝尔贝基机场发射了一枚导弹，击落了三架俄罗斯军用飞机。 俄罗斯军队声称击落了 20 枚风暴阴影导弹，其中 17 枚在黑海上空，3 枚在克里米亚上空。
2024 年 2 月 1 日	乌克兰军方声称在克里米亚击沉了俄罗斯“ 塔兰图尔 ”级导弹护卫舰“ 伊万诺维茨 ”号，但无法证实。俄罗斯无人机袭击别雷斯拉夫，国际法院对乌克兰起诉俄罗斯的案件作出判决，驳回乌克兰的赔偿要求。欧盟领导人一致同意向乌克兰提供 500 亿欧元援助。
2024 年 2 月 3 日	俄罗斯指责 乌克兰使用 HIMARS 系统 袭击卢甘斯克州利西昌斯克的一家面包店。伏尔加格勒州的一家炼油厂因乌克兰无人机袭击起火。爱沙尼亚向乌克兰提供价值 8000 万欧元的军事援助。
2024 年 2 月 7 日	俄罗斯对乌克兰发动一系列导弹和无人机袭击。乌克兰军方称击落了 44 枚导弹和无人机。 乌克兰军方还称击落了一架俄罗斯卡-52 鳄鱼直升机。
2024 年 2 月 9 日	俄罗斯无人机炸毁哈尔科夫的一家加油站。泽连斯基任命阿纳托利·巴希列维奇少将为乌克兰武装部队新任总参谋长。顿巴斯战争老兵奥列克桑德尔·波尔洪被任命为乌克兰退伍军人事务代理部长。
2024 年 2 月 20 日	俄罗斯声称已将乌克兰军队从赫尔松州克林基的第聂伯河桥头堡赶出。
2024 年 3 月 2 日	俄罗斯无人机袭击敖德萨一栋居民楼。
2024 年 3 月 6 日	俄罗斯向敖德萨发射导弹。
2024 年 3 月 7 日	俄罗斯对苏梅发动导弹袭击。
2024 年 3 月 15 日	俄罗斯 双击导弹 袭击敖德萨。
2024 年 3 月 22 日	俄罗斯对乌克兰能源基础设施发动了自 2022 年入侵以来最大规模的袭击。
2024 年 3 月 24 日	俄罗斯向乌克兰八个地区的目标发射了 28 架“沙赫德”无人机和 29 枚巡航导弹 ，乌克兰空军称拦截了 25 架“沙赫德”无人机和 19 枚巡航导弹。
2024 年 4 月 6 日	俄罗斯隔夜对哈尔科夫发动导弹袭击。
2024 年 4 月 11 日	俄罗斯对乌克兰各地的城市和能源基础设施发动了大规模空袭。 基辅州乌克兰卡的 Trypil'ska 火力发电厂被摧毁。
2024 年 4 月 17 日	乌克兰声称对克里米亚 Dzhankoi 空军基地的袭击事件负责。 加拿大政府宣布， 将在未来五年内向乌克兰提供约 16 亿加元（11.6 亿美元）的军事援助。
2024 年 4 月 22 日	哈尔科夫电视塔的上半部分 在俄罗斯空袭中被摧毁。
2024 年 5 月 1 日	梁赞州、沃罗涅日州、库尔斯克州和奥廖尔州的能源基础设施遭到无人机袭击。 乌克兰特种部队摧毁了苏梅州的两套俄罗斯 Buk 导弹系统。
2024 年 5 月 9 日	尼科波尔的俄罗斯炮击造成两人死亡。别尔哥罗德州无人机袭击克拉斯诺达尔还导致一座燃料库起火。萨拉瓦特的一家炼油厂也遭到无人机袭击。这是巴什科尔托斯坦共和国首次发生此类事件。
2024 年 5 月 12 日	俄罗斯声称已经占领了哈尔科夫州的哈蒂谢、克拉斯内、莫罗霍维茨和奥列尼科夫等村庄。
2024 年 5 月 19 日	乌克兰军队声称击沉了俄罗斯扫雷舰科罗维茨号和导弹舰旋风号。
2024 年 5 月 23 日	俄罗斯袭击了位于哈尔科夫的乌克兰最大印刷厂的办公室。
2024 年 5 月 25 日	乌克兰声称在顿涅茨克州上空击落了一架俄罗斯苏-25 战机。
2024 年 6 月 12 日	俄罗斯使用导弹和无人机袭击了基辅和克里沃罗格。
2024 年 6 月 15 日	顿涅茨克州乌克兰利发生 俄罗斯集束弹药袭击 。
2024 年 6 月 19 日	俄罗斯总统普京到访朝鲜首都平壤，与朝鲜领导人金正恩会晤，双方签署《 全面战略合作伙伴关系条约 》，当中包括若果任何一方受到攻击，另一方将会协助抵抗。
2024 年 6 月 27 日	俄罗斯 Telegram 频道报道，特维尔州一家大型化学研究工厂在遭到无人机袭击后发生爆炸。
2024 年 7 月 3 日	俄罗斯国防部表示，南方集团军部队已经占领顿涅茨克地区恰索夫亚尔诺维区。
2024 年 7 月 6 日	乌军对戈洛瓦茨卡市发动炮击，至少造成 20 名平民受伤，乌克兰国家安全局无人机袭击俄罗斯克拉斯诺达尔边疆区数个油库。
2024 年 7 月 10 日	乌克兰总统泽连斯基在美国华盛顿会而卢森堡总理弗里登，双方签署双边安全合作协议卢森堡明确重申支援乌克兰未来加入欧盟和北约，并将拨款 8000 万欧元用于向乌克兰提供国防援助。
2024 年 7 月 14 日	俄罗斯国防部表示，俄军东部集团军部队已经占领顿涅茨克地区乌罗扎伊诺耶村。



日期	事件
2024 年 7 月 18 日	乌克兰武装部队副总司令苏哈利夫斯基表示，乌克兰正在增加陆军的无人机供应，目标在 2024 年生产至少 100 万架无人机，2024 年上半年乌克兰士兵收到的无人机是去年的六倍。
2024 年 7 月 21 日	俄罗斯国防部表示，西部集团军已经占领卢甘斯克地区罗佐夫卡村和哈尔科夫地区下佩斯恰诺耶村。
2024 年 7 月 27 日	俄罗斯国防部表示，中央集团军部队已经占领顿涅茨克地区洛佐瓦茨科耶村
2024 年 8 月 6 日	乌克兰国防部情报总局表示，旗下阿尔坦特种部队登陆俄占赫尔松地区的坦德拉沙嘴，摧毁俄军两辆运兵车以及电子战系统和防御工事。
2024 年 8 月 9 日	俄罗斯国防部表示，过去一周内武装力量使用高精度武器和无人机对乌军装备、保障工业运行能源设施进行 19 次集群打击，所有目标均被击中。
2024 年 8 月 15 日	乌克兰研发的 Magura V5 无人艇在全面战争中成功击中 18 艘俄罗斯海军船只，其中 9 艘船只遭受不可逆转的损害。
2024 年 8 月 19 日	乌总统泽连斯基表示随着乌军在库尔斯克的行动持续展开，乌已经控制俄罗斯库尔斯克地区 92 个定居点以及 1,250 多平方公里领土。
2024 年 8 月 26 日	俄军对乌克兰 9 个州的变电站实施大规模打击，乌克兰全国停电，前线武器铁路运输中断。
2024 年 8 月 29 日	乌克兰空军 F-16 战机在击退俄罗斯大规模袭击时坠毁，是自乌克兰盟友交付 F-16 战机，乌军首次公布损失 F-16 战机相关信息。
2024 年 9 月 1 日	俄中央集团军部队已经控制顿涅茨克地区普季奇耶村，南方集团军部队已经控制顿涅茨克地区维耶姆卡村。
2024 年 9 月 2 日	凌晨俄罗斯武装力量使用远程精确武器和无人机对乌克兰能源和军工系统设施进行大规模打击
2024 年 9 月 4 日	武装力量使用包括匕首高超音速航空弹道系统在内的高精度武器对位于利沃夫的乌克兰军工企业发动密集打击，所有指定目标都被击中。
2024 年 9 月 11 日	乌国防部批准由乌克兰自行研发生产的“黑寡妇”无人机用于军事用途，无人机可以携带重型炸药，价格相对较低，可用于 FPV 攻击。
2024 年 9 月 16 日	泽连斯基签署组建乌克兰武装部队专门从事无人系统的独立分支的法案，组建特殊的无人机专用部队，并改善无人驾驶车辆的生产、培训和创新。
2024 年 9 月 25 日	俄罗斯国防部表示，南部集团军部队已经控制顿涅茨克地区奥斯特罗耶和格里戈洛瓦卡居民点。
2024 年 10 月 1 日	国防部长乌梅罗夫在第 2 届乌克兰国际国防工业论坛上表示，乌克兰计划在 2025 年增加无人机、远端和弹道导弹的产量，已经为乌克兰工业的发展投资 40 亿美元。
2024 年 10 月 6 日	乌克兰国防部情报总局表示，旗下部队使用 1 架无人机成功摧毁俄军 1 套 Osa 防空系统。
2024 年 10 月 10 日	乌军成功袭击俄罗斯在阿迪格共和国的汗斯卡亚军用机场，袭击期间，57 架战机、教练机和直升机驻扎在机场。
2024 年 10 月 15 日	俄占顿涅茨克地区官员表示，俄军已经占领顿涅茨克地区捷尔任斯克市。
2024 年 10 月 18 日	乌克兰国防部情报总局表示，乌克兰军队已经重夺哈尔科夫州克鲁格利亚基夫卡，清除村内俄军士兵。乌克兰武装部队总司令瑟尔斯基表示，与乌克兰武装部队高层会面讨论研究新型武器，指出乌克兰是研发拦截无人机的领导者，目前正研发拦截无人机取代防空导弹，以应对俄罗斯的袭击。
2024 年 10 月 22 日	俄罗斯国防部表示，西部集团军部队已经占领顿涅茨克地区诺沃萨沃沃。
2024 年 10 月 27 日	克兰南部军队发言人表示，乌军继续控制扎波罗热州莱瓦德内附近的所有主导高地，并试图恢复阵地，俄军在该地区投入巨大努力，取得部分成功，但尚未完全控制该地区。
2024 年 10 月 30 日	俄罗斯国防部表示，西部集团军部队已经占领哈尔科夫地区克鲁格利亚科夫卡村。

注：冲突日期及时间为乌克兰当地时间
资料来源：央视新闻，路透社，莫斯科时报等，华泰研究

图表24：俄乌双方冲突以来损失情况（截止到 10 月 31 日）

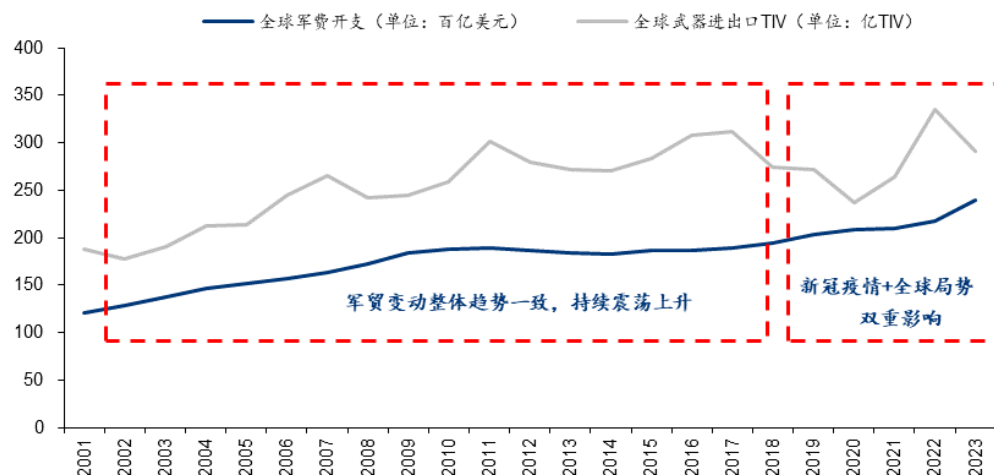
损失科目	俄方损失	乌方损失
士兵（人）	692,080	
坦克及装甲车（辆）	27,533	18,902
其他非装甲车辆（辆）	27,749	27,720
火炮/多管火箭系统（套）	21,158	18,408
战斗机（架）	369	647
直升机（架）	329	283
无人机（架）	17,939	34,783
防空系统（套）	984	584
巡航导弹	2,625	

注：俄方损失情况由乌国防部通报，乌方损失由俄国防部通报，更新频率为每日，俄国防部未披露乌方人员损失数据
资料来源：俄国防部，乌国防部，华泰研究

2024 年以来，巴以冲突导致大量人员伤亡和财产损失，越来越多的国家和地区卷入冲突。新年伊始，以色列对加沙地带进行了多次空袭，摧毁了哈马斯的武器库和隧道网络。国际社会继续呼吁和平解决，但双方的对立情绪依然高涨，冲突没有缓解的迹象。2024 年 10 月 1 日伊朗向以色列发动大量导弹袭击，10 月 26 日以色列又大规模空袭了伊朗，目前看中东地区的军事冲突未出现缓和态势，反而越来越多的国家和地区卷入冲突之中。

全球安全问题凸显，军贸市场或将进一步发展。近年来全球军费开支总额保持增长，俄乌冲突促进全球国防投入进一步增加。俄乌冲突使各国更深刻的意识到了安全问题的重要性，2022 年俄乌冲突爆发以来，以美国及其盟国为首的多个国家已经公开提高国防开支，北约也推动各成员国相应增加军事预算，在国际形势日益紧张的局面下，2023 年全球军费支出迎来新的峰值。巴以冲突则更加强调了国防建设的重要性，预计全球在国防安全建设方面的投入将进一步加强。根据 SIPRI 统计 2022 年全球军贸指数同比增长 19.37%，全球军贸市场进入快速发展期，2023 年军贸指数下降的原因在于武器转让挤压了正常的贸易空间。

图表25：2001-2023 年全球军费开支及全球武器进出口 TIV



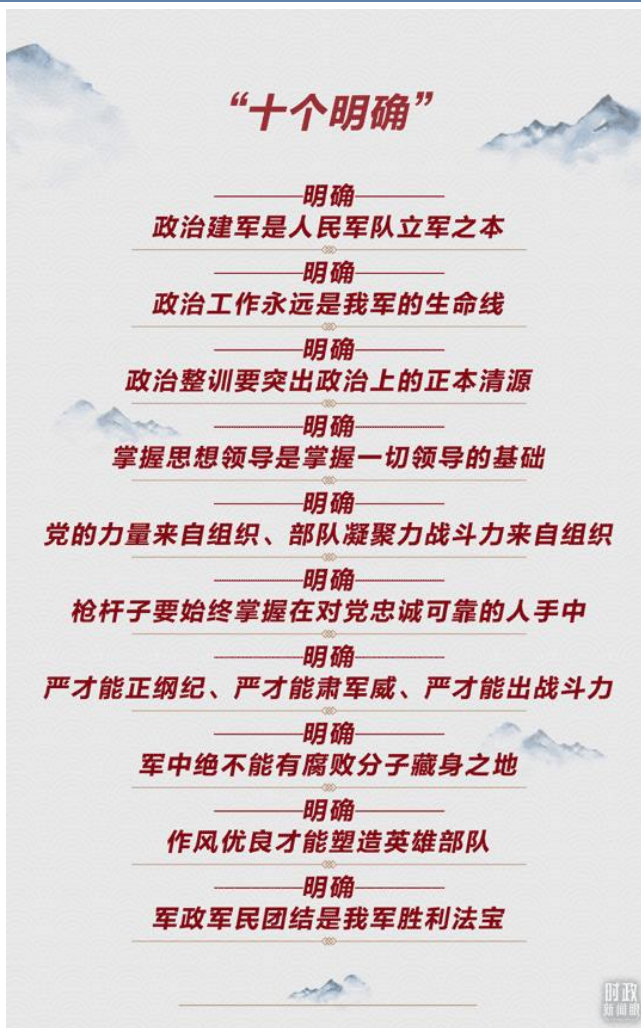
资料来源：SIPRI，华泰研究

延安会议强调政治建军重要性，长期利好军工行业发展

2024 年 6 月 17 日，习近平主席在中国延安干部学院出席中央军委政治工作会议并发表重要讲话，强调新时代政治建军的重要性：

- 1) **充分肯定新时代政治建军的历史性成就。**习近平主席指出，党的十八大以来，通过古田全军政治工作会议等，坚定推进全面从严治党和治军，新时代政治建军取得了历史性成就。他强调，没有政治上的革命性锻造，就不可能有新时代人民军队的伟大变革。
- 2) **贯彻落实新时代政治建军方略，为强军事业提供坚强政治保证。**习近平主席用“十个明确”系统阐述了新时代政治建军方略，强调要全面准确学习领会，毫不动摇贯彻落实，并在实践中不断丰富发展。
- 3) **以问题导向推动政治建军走深走实。**习近平主席深刻剖析当前政治建军需要解决的深层次矛盾和问题，强调这些问题表现在政治、思想、组织、作风、纪律等方面，根子在理想信念、党性修养、官德人品上。
- 4) **推进政治建军要抓好六个方面重点工作。**习近平主席指出，新征程上推进政治建军要抓好六个方面重点工作：增强思想改造的自觉性和彻底性，提高党组织领导力、组织力、执行力，加强干部队伍建设，铲除腐败滋生的土壤和条件，提振干事创业精神状态，恢复和弘扬政治工作优良传统。
- 5) **坚持高级干部先受教育，提高知事识人穿透力精准度。**习近平主席强调高级干部要把自己摆进来，拿出抛开面子、揭短亮丑的勇气，深刻反思，认真整改，解决好思想根子问题。
- 6) **恢复和弘扬政治工作优良传统。**习近平主席强调要打通军人待遇保障等政策制度落实的“最后一公里”，加强作风建设和反腐败斗争，推动政治建军不断取得新进展。

图表26：“十个明确”系统阐述了新时代政治建军方略

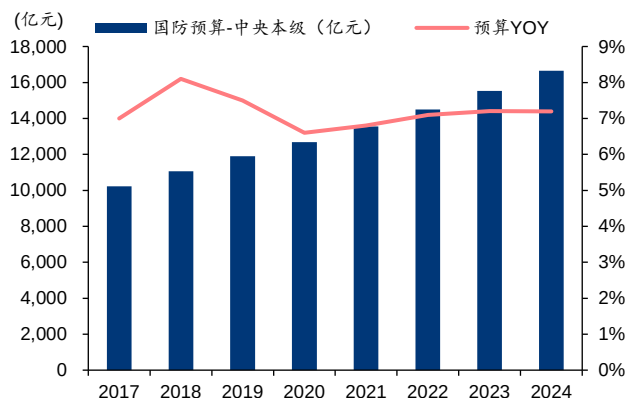


资料来源：央视客户端，华泰研究

军费预算维持较高增速，国防现代化建设不断提速

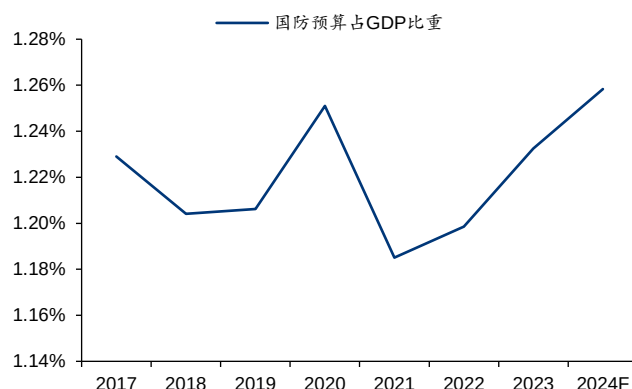
近年来我国的国防建设投入维持较高位置。2024年3月5日第十四届全国人民代表大会第二次会议上提交的预算草案显示，2024年全国财政安排国防支出预算16,655.4亿元，增长7.2%，2017年至2023年之间，中国国防预算增幅依次是7%、8.1%、7.5%、6.6%、6.8%、7.1%和7.2%。国防预算是军工板块需求和采购的总盘子，对军工板块相关公司的业绩指导有积极作用，我们认为国防预算增速维持较高位置将对板块的投资信心有提振效果，同时也为后续军工行业的总需求提供了成长保障。

图表27：近年来国防预算及增速



资料来源：财政部官网，新华社，华泰研究

图表28：近年来国防预算占GDP比重

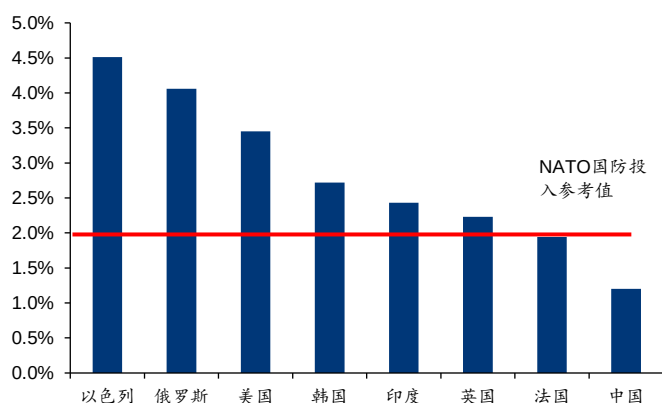


注：2024年GDP预测较2023年增长5%

资料来源：新华社，华泰研究

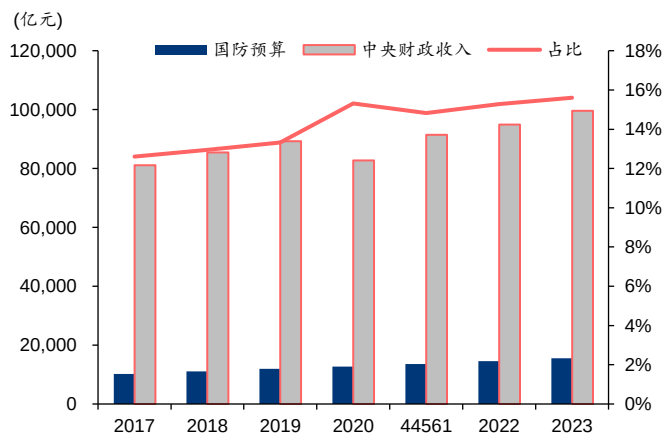
2023年我国国防预算为15,537亿元，占当年GDP总量1260,582亿元比重为1.23%。2024年我国国防预算为16,655.4亿元，根据全国人大设定的5%左右GDP增长目标，则军费占GDP的比重为1.26%左右；从历史数据看我国2017-2023年国防预算占GDP的比重为1.23%、1.20%、1.21%、1.25%、1.19%、1.20%和1.23%，即从2022年起我国国防费占GDP的比重在持续提升，但较欧美军事强国相比我国国防费占GDP比重仍处于较低水平，根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所数据，2022年美国、印度、英国等国家军费占GDP比重均超过2%，美国对北约成员国的国防开支占GDP比重的建议值为2%，根据美国国防部，2024年美国国防预算8,860亿美元，预计占GDP水平达到3.2%。我国国防投入还有较大提升空间。

图表29：2022年国际主要军事强国军费占GDP比重



资料来源：SIPRI，华泰研究

图表30：近年来国防预算占中央财政收入比重



资料来源：财政部，新华社，华泰研究

军工行业以销定产，企业大幅扩产预示未来订单增量

军工行业计划性较强，产能大幅扩充或反映行业后续景气度有望回升。军工行业的景气度同样可以通过军工企业的扩产来反映，由于武器装备的研制与扩产具有较强的计划性，军工行业通常为以销定产，因此企业产能会根据未来订单需求而进行调整。自 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 9 日，共有 8 家军工板块公司公告了增发项目，表明行业景气度后续有望回升，同时也为相关标的及所在行业的后续增长空间起到了参考作用。

图表31：2024 年军工板块增发公告情况

序号	代码	名称	预案公告日	最新公告日	方案进度	增发数量(万股)	预计募集资金(亿元)	定向增发目的
1	300719 CH	安达维尔	2024/02/01	2024/07/25	股东大会通过	7,640.89	7.10	项目融资
2	603267 CH	鸿远电子	2024/03/26	2024/04/17	股东大会通过	-	-	项目融资
3	688143 CH	长盈通	2024/04/23	2024/08/29	实施	-	-	项目融资
4	688081 CH	兴图新科	2024/04/25	2024/5/23	证监会通过	1,840	4.66	项目融资
5	300159 CH	新研股份	2024/05/15	2024/5/30	股东大会通过	35,294.12	6.00	补充流动资金
6	300034 CH	钢研高纳	2024/06/29	2024/08/09	股东大会通过	2,182.39	2.80	补充流动资金
7	300900 CH	广联航空	2024/10/15	2024/10/30	股东大会通过	8,898.99	11.34	项目融资
8	688102 CH	斯瑞新材	2024/10/30	2024/10/30	董事会预案	21,820.14	6.00	项目融资

资料来源：Wind，华泰研究

2024 年初至今广联航空与航天环宇均与上海飞机制造有限公司签订相关零部件业务，C919 进一步放量在即。理工导航同军工企业签订惯导亿元订单，亚光科技亦与军工企业签订一份标的物为科研生产所需器材的亿元订单。雷科防务和中简科技等公司在下半年也均签署了装备配套的重大合同。

图表32：2024年初至今军工企业重大合同披露情况

序号	证券代码	证券名称	事件类型	发生日期	事件摘要
1	688151 CH	华强科技	签订重大合同	20240104	公司与某单位签署了特种防护领域业务相关的销售合同，合同金额为 1.4 亿元，本合同为公司日常经营性合同
2	300900 CH	广联航空	中标通知	20240401	公司与上海飞机制造有限公司签署了《C929 宽体客机项目研制复材工装框架协议》，合同含税金额为不超过人民币 1.05 亿元，合同标的为 C929 项目复材工装
3	301357 CH	北方长龙	签订重大合同	20240401	公司与国内某军品总装企业签署了《武器装备配套产品订购合同》，本合同标的为公司主营产品人机环系统内饰，合同金额为人民币 1.11 亿元
4	688523 CH	航天环宇	签订重大合同	20240403	公司的控股子公司湖南飞宇航空装备有限公司于近日收到上海飞机制造有限公司发来的《成文通知书》，飞宇公司在“上海飞机制造有限公司 C929 项目复材工装框架协议项目”（编号为 SAMC-GZ24007）中的投标已成交，成交金额为不超过 1.75 亿元。
5	688522 CH	纳睿雷达	中标通知	20240501	公司于近期在广东粤财金融租赁股份有限公司天气雷达设备采购项目中被推荐为第一中标候选人，中标金额为 2.38 亿元。
6	002111 CH	威海广泰	中标通知	20240515	公司全资子公司北京中卓时代消防装备科技有限公司中标某消防车项目，并取得中标通知书，中标金额为 3.75 亿元人民币
7	002111 CH	威海广泰	中标通知	20240520	公司及公司代理商收到多份中标通知书，公司中标金额及代理商代理公司产品中标金额合计约为 1.78 亿元，合同对手方为重庆江北机场。
8	688282 CH	ST 导航	签订重大合同	20240604	公司于近日收到单位 A 的《关于签订某型惯导装置订货的通知》，根据订货通知，公司拟与单位 A 签订“某型惯导装置”产品的《武器装备配套产品订货合同》，订货合同金额为 1.04 亿元，2024 年完成。
9	300065 CH	海兰信	中标通知	20240618	公司与全资子公司海南欧特海洋科技有限公司于近日收到三亚崖州湾科技城开发建设有限公司发出的关于海南省海洋灾害综合防治能力建设项目建设（EPC+O）的《中标通知书》，金额共计 7.25 亿元。
10	688522 CH	纳睿雷达	签订重大合同	20240619	公司与广东粤财金融租赁股份有限公司签署天气雷达设备采购项目合同，合同总金额为人民币 2.38 亿元。
11	300900 CH	广联航空	签订重大合同	20240620	公司与上海飞机制造有限公司签署了《C929 宽体客机项目研制复材工装框架协议 2》，合同含税金额为不超过人民币 1.05 亿元，合同标的为 C929 项目复材工装。
12	300123 CH	亚光科技	签署备产协议	20240701	公司子公司成都亚光电子股份有限公司于近日收到与特殊机构客户签订的《产品预估备产协议书》，总金额 1.23 亿元人民币。
13	300900 CH	广联航空	签订重大合同	20240806	公司与中航工业下属单位签署了《采购商务合同》，合同含税金额为人民币 5,578.00 万元，合同标的为一批大型固定翼无人机复合材料机翼部段。
14	600150 CH	中国船舶	签订重大合同	20240828	公司全资子公司江南造船联合中国船舶工业贸易有限公司与 Eastern Pacific Shipping Pte. Ltd. 旗下单船公司与签订了 6 艘 15 万立方米乙烷运输船建造合同。
15	002413 CH	雷科防务	签订重大合同	20241029	全资子公司北京理工雷科电子信息技术有限公司于近日收到与某客户签订的产品订购合同，合同标的为雷达系统相关产品，金额为 1.96 亿元。
16	300777 CH	中简科技	签订重大合同	20241104	公司与客户 A 签订《物资采购合同》，合同标的为碳纤维、碳纤维织物，合同金额为 4.24 亿元。

资料来源：Wind，华泰研究

供给侧展望：国企治理不断改善，资产证券化率仍有提升空间

股权激励持续开展，核心军工国企活力有望提升

混合所有制改革是国企改革的重要突破口。2016 年国资委启动第一批 7 大垄断领域混改试点，军工作为国家战略性行业，中国船舶、中国核建两大军工集团率先入选第一批混改试点。2019 年 5 月，已经正式启动了第四批混改试点，一共 160 家。当前，国企混改的主要手段是针对员工实施中长期股权激励。根据我们统计，2024 年初至今军工板块中共有 13 家企业发布股权激励计划预案。

图表33： 2024 年初至今军工行业实施股权激励计划情况

序号	代码	名称	预案公告日	方案进度	激励标的物	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)
1	001270 CH	铖昌科技	2024-04-27	实施	第一类限制性股票	416.00	2.04
2	300177 CH	中海达	2024-03-19	实施	第二类限制性股票	2,200.00	2.96
3	300252 CH	金信诺	2024-01-10	实施	第二类限制性股票	32.19	0.05
4	300474 CH	景嘉微	2024-06-13	实施	第二类限制性股票	93.72	0.20
5	300733 CH	西菱动力	2024-03-23	实施	第二类限制性股票	258.94	0.85
6	688283 CH	坤恒顺维	2024-02-05	实施	第二类限制性股票	82.51	0.68
7	688510 CH	航亚科技	2024-04-18	实施	第二类限制性股票	550.00	2.13
8	688682 CH	霍莱沃	2024-03-07	实施	第二类限制性股票	55.00	0.76
9	688776 CH	国光电气	2024-04-16	实施	第二类限制性股票	100.00	0.92
10	688143.CH	长盈通	2024-07-18	实施	第二类限制性股票	198.68	1.62
11	300065 CH	海兰信	2024-09-20	实施	第二类限制性股票	208.93	0.29
12	688433 CH	华曙高科	2024-10-26	董事会预案	第二类限制性股票	497.40	1.20
13	300101 CH	振芯科技	2024-11-07	董事会预案	第二类限制性股票	1,500.00	2.66

资料来源：Wind，华泰研究

除股权激励外，军工国企正构建优化中长期激励管理框架，提振企业创新积极性。以十大军工集团之一的中国电科为例，经过深入分析总结创新性企业的内在特征与发展历程，中国电科以企业周期、创新主体和政策空间为基础构建综合评估体系，针对企业级、业务级、项目级立体式体系打造股权与分红权相结合的中长期激励组合，优化激励管理组织体系，营造创新文化氛围。

图表34： 中国电科中长期激励管理框架

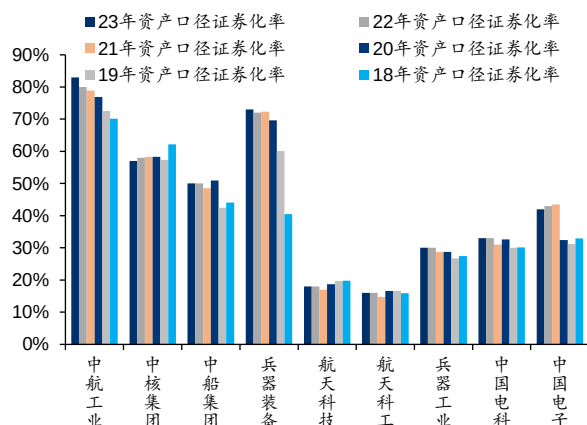


资料来源：《中国电科：中长期激励促创新》（中国电子科技集团有限公司，2020 年 4 月，《【企业管理】》，华泰研究

资本运作趋势仍存，行业资产证券化率不到一半

相比美国成熟的军工体系，我国军工整体资产证券化率仍然较低。据 2023 年各军工集团年报数据测算，总资产口径下我国军工集团整体资产证券化率 43%左右，除中航工业、中核集团、中船集团、兵器装备集团之外，其他各大军工集团资产证券化率均处于较低水平。截至 2023 年底：中航工业走在前列，以总资产口径计的资产证券化率达到 83%，营收口径计的资产证券化率为 59%；而两大航天集团，航天科技和航天科工，相对较低，仍有较多的资产分布在上市公司体外。

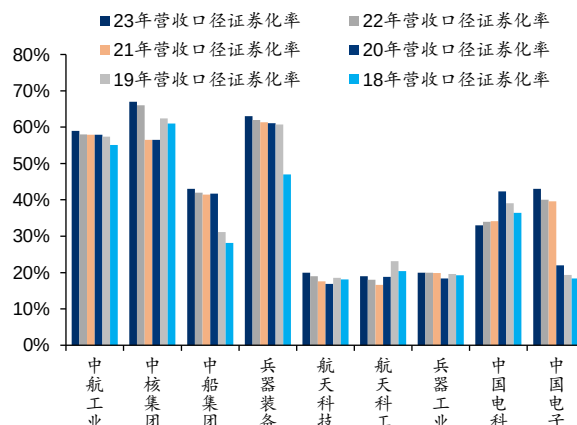
图表35：2018-2023年各大军工集团资产口径证券化率



注：由于航发集团未披露集团口径相关数据，此处统计未计算航发集团；航天科工集团未披露年报数据，故计算口径为 2021Q1-Q3

资料来源：Wind，各集团官网,华泰研究

图表36：2018-2023年各大军工集团营收口径证券化率



注：由于航发集团未披露集团口径相关数据，此处统计未计算航发集团；航天科工集团未披露年报数据，故计算口径为 2021Q1-Q3

资料来源：Wind，各集团官网,华泰研究

中航电测于 6 月 25 日发布公告，公司拟向中国航空工业集团发行股份购买其持有的成都飞机工业（集团）100%股权，由于此前重组方案的证券服务机构大华会计师事务所被暂停从事证券服务业务 6 个月，为尽快消除上述影响，公司已重新聘请大信会计师事务所作为本次重组的审计机构，并已完成相关审计工作，公司已向深交所提交了恢复审核申请，2024 年 6 月 24 日，深交所同意恢复审核本次重组。2024 年 10 月 29 日公司发布公告，公司与交易对方正按计划积极推进交易实施的相关工作，包括但不限于准备成都飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权工商变更登记/过户资料、股份发行资料等。此外中直股份也于 2024 年 3 月完成了重组资产股权交割，哈飞集团、昌飞集团成为公司的全资子公司。

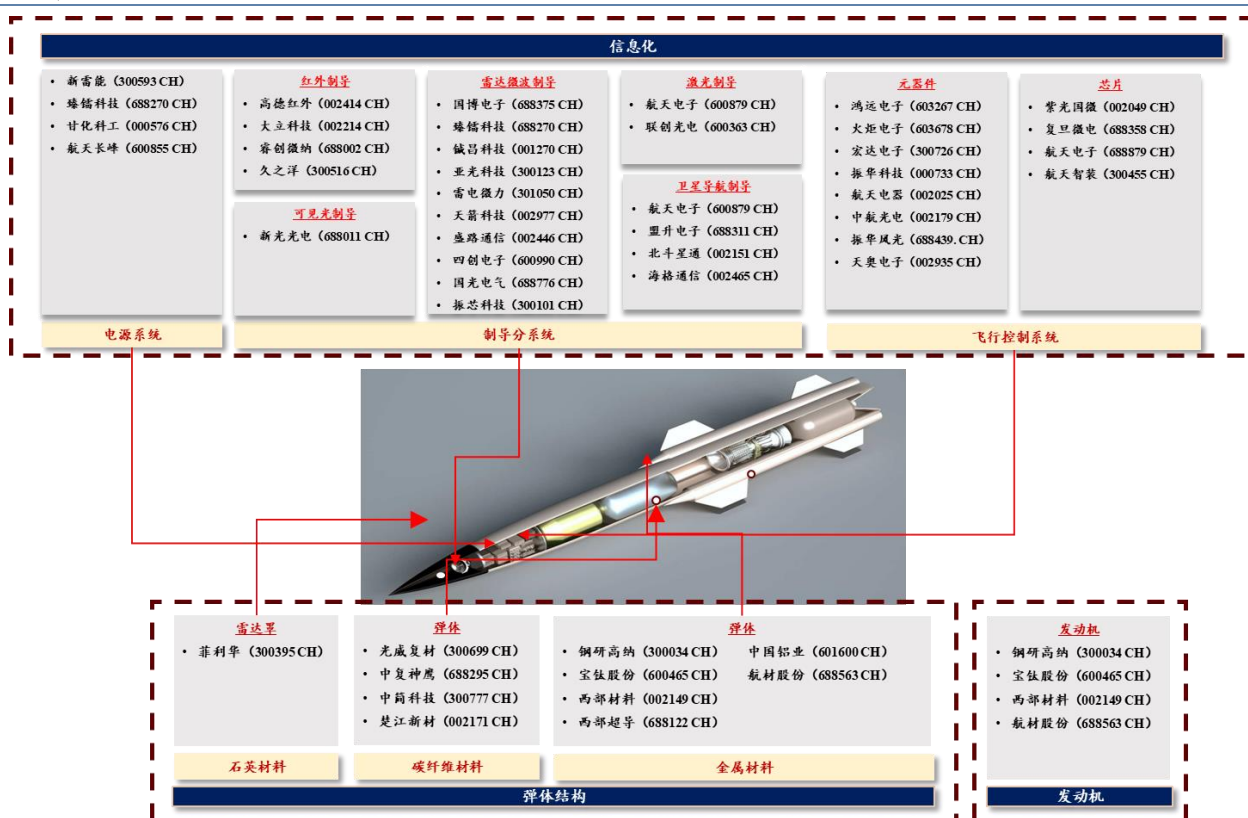
聚焦军工高景气赛道，横向关注七大产业链

导弹：重要消耗型武器装备，换代与实战化训练打开需求

导弹装备在国防领域具有不可替代的作用，也是国家综合国防实力的重要体现。一方面，导弹武器系统非常复杂，是推进剂学、电子学、金属材料学、自动控制学、无线电学、光学、流体力学、空气动力学和发动机学等多学科先进科学技术结合的结果；另一方面，先进的导弹装备技术水平需要大量的经费支撑，是一国综合国防实力的体现。我国导弹技术已处于世界前列。目前我国的导弹武器已形成系列，具有先进性能的多种型号导弹，导弹系列齐全。根据国防部新闻，2024年9月25日8时44分，中国人民解放军火箭军向太平洋相关公海海域，成功发射1发携载训练模拟弹头的洲际弹道导弹，准确落入预定海域。此次导弹发射，是火箭军年度军事训练例行性安排，有效检验武器装备性能和部队训练水平，达到了预期目的，再次说明导弹装备在国防领域的重要地位。

导弹的耗材属性，产品效果优势和扩产难度低三方面决定了导弹产业是当前军工板块的较优投资细分赛道。首先，从产品属性来看，导弹属于一次性耗材，使用即消失。为了应对战争需求，需要维持一定规模的安全库存；同时导弹一直是国际军火巨头的主要收入来源，也是国际军贸上的最主要的贸易品种之一。目前导弹的消耗方式除正常战争需求外，还有实弹演练以及日常因老化等原因的销毁等，当前我国的导弹消耗集中在后两者。2021年1号《训令》强调：全面提高训练实战化水平和打赢能力。2021年6月24日国防部半年新闻发布会中披露全军上半年军事训练弹药消耗量同比大幅增加。

图表37：导弹产业链梳理



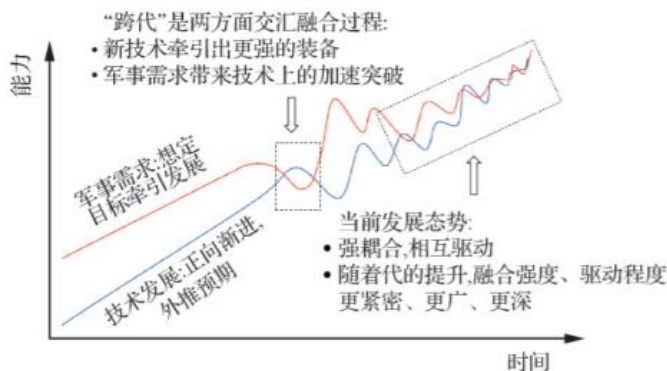
资料来源：各公司公告，华泰研究

低成本化将成为导弹装备的重要发展方向，同时导弹产业链较短，扩产相对容易，意味着导弹产业链的相关企业在需求放量时业绩弹性更大。

军机：队伍亟待扩充，叠加更新换代需求空间较大

按我国标准进行划分，全球战斗机可分为 1-5 代。“代”的划分以能力和技术两大类要素为标志，如动力系统、气动布局、综合航电、隐身技术等技术特征，构成了“代”的边界。

图表38：需求与技术共同驱动了战斗机的跨代发展



资料来源：《关于未来战斗机发展的若干讨论》（杨伟，2020年6月，航空学报），华泰研究

成功的战斗机产生于需求与技术的有机衔接，跨代发展更是需求牵引、技术推动共同作用的结果。总体上来说，下一代战斗机较上一代战斗机能够体现作战效能的提升。

图表39：军机产业链梳理



资料来源：各公司公告，华泰研究

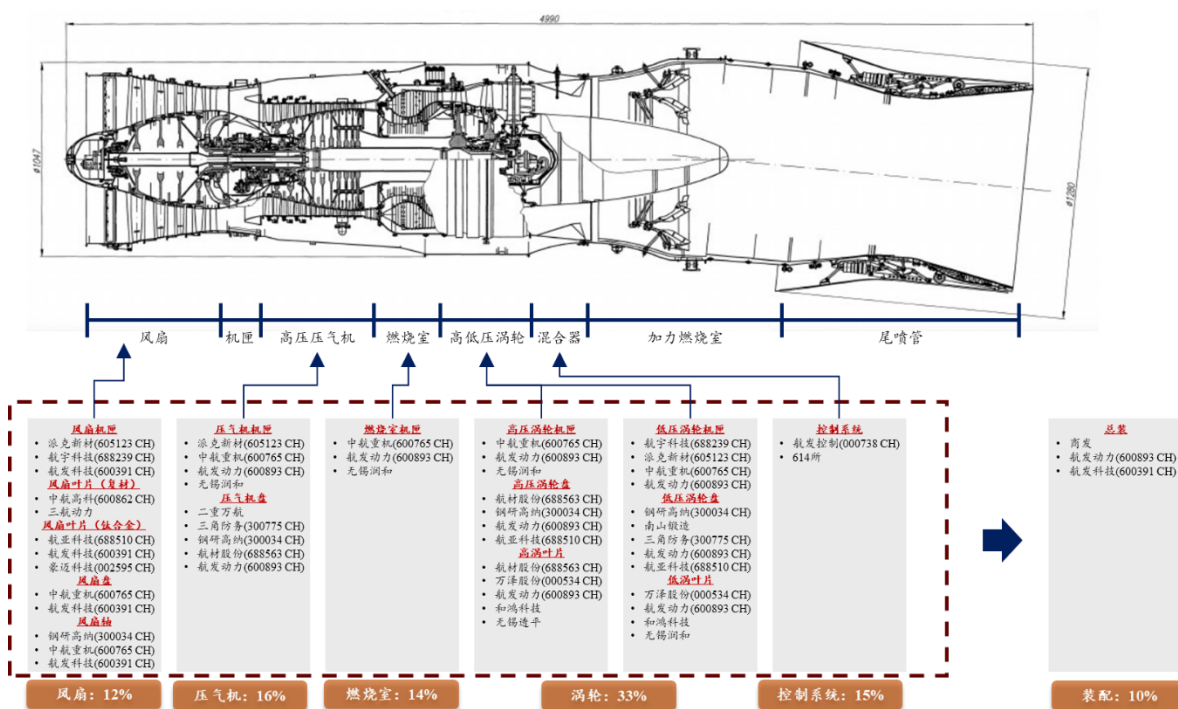
发动机：现代工业“皇冠上的明珠”和“工业之花”

在华泰军工组 2022.9.15 发布报告《航空发动机：国之重器，万里鹏程》中，我们详细梳理了航空发动机行业壁垒高、市场大、格局清晰的特点。**壁垒高：1) 高投入、高回报：**航空发动机研制正朝着更高的综合性能方向发展，其研制难度逐渐增大，所需的研制费用必然大大提高，而与研制过程中的高投入相对应的是高附加值。2) **研制周期长：**根据《基于“结构—材料—工艺”一体化大工程观理念的工程建设研究》（牛序铭，【工业和信息化教育】，2021 年 6 月），全新研制一型跨代航空发动机比全新研制同一代飞机时间长一倍。同时为确保研制的发动机能可靠工作，需对发动机进行大量的主要零部件试验和整机试验，以考核设计、制造与选材等方面是否满足要求。3) **单型号的长服役周期&单台发动机的短寿命期：**航空发动机高技术、寡头垄断下的衍生化发展模式，使得一旦一款成熟的系列产品进入市场，接下来就有望享受 30-50 年的持续稳定盈利。同时航空发动机工作寿命普遍小于飞机服役期限，以美国五代战斗机 F-22 为例，在预计服役期限内，至少需要更换 4 台 F119 发动机。

市场大：1) 军用市场：根据前瞻产业研究院、《World Airforces 2021》等相关数据，我们预计 2021-2030 年我国军用航发市场总规模为 11914.64 亿元，年均达 1191.46 亿元，对应 2022-2030 年复合增速约为 25.28%。2) **民用市场：**根据中国商飞公司市场预测年报（2020-2039），2020-2039 年中国将累计交付 8725 架新机，我国国产民用机型市场总规模可达到 13323 亿美元。结合民航飞机成本构成中发动机占比 22%，按美元汇率为 1: 6.6 计算（2010.1.1 至 2024.11.18 平均值，数据来自于 Wind），我们预估未来 20 年民航发动机市场总规模为 19345.00 亿元，年均近千亿元。

格局清晰：下游主机厂方面，随着我国航空发动机产业的“飞发分离”体系正式确立，航空发动机将作为独立军工产品进行研发和生产，从此不再受制于飞机，不会出现飞机下马发动机也下马的情况；中游铸锻件方面，受益于“小核心、大协作”格局下航发体系内的需求外溢，集团内部保留核心能力，将重要能力及一般能力充分放开至体系外，民企有望实现从零部件配套向分系统、部装研制生产的价值延伸；上游新材料方面，一代发动机一代新材料，上游材料企业需在新型号发动机预研阶段积极跟研，市场格局较为稳定。

图表40：发动机产业链梳理



资料来源：各公司公告，华泰研究

无人机：未来战争新趋势，建设智能化军事体系重要力量

军用无人机具备人员零伤亡、作战效率高、制造成本低等显著优势，已经成为当前现代化、信息化、智能化现代战争中的核心作战武器平台，执行任务类型也从空中侦察、战场监视向压制敌方防空系统、实施快速地面打击和导弹防御等作战方向发展，逐步实现从辅助作战手段向主要作战手段转换。无人机已成为美国、法国、英国、以色列等国家武器装备发展的重点方向之一，也是我国未来武器装备发展的重点。目前来看，全球军用无人机种类丰富，性能、尺寸、重量和核心技术方面各有所长。其中以美国、中国、土耳其、伊朗、以色列等国家的军用无人机技术完备先进，广泛服役于各国国防体系。美国是全球拥有无人机数量最多、研制技术水平最高、实战中使用频率最高的国家；中国、以色列、欧洲、日本、韩国具备相对完整的产业链和一定的生产规模，处于迅速发展的阶段；其他国家拥有一定数量的无人机，但由于技术与资金方面的限制，尚处于研制、试验和小批量生产阶段。

图表41：美国、中国、以色列、土耳其主要无人机型号参数对比

国家	机型	升限/m	续航/h	起飞重量/kg	任务载荷/kg	航速 (km/h)
美国	MQ-1B “捕食者”	15240	40	-	-	240
	MQ-1C “灰鹰”	8800	-	-	488	310
	MQ-8B “火力侦察兵”	6100	8	-	-	-
	MQ-9A “收割者”	9000-15000	15	-	-	-
	RQ-21A “黑杰克”	5900	16	61	-	460
	RQ-4A/B “全球鹰”	18000	32	-	-	-
	RQ-7B “影子”	4600	6	-	-	-
	BQM-147 “敢死蜂”	3000	3	-	-	-
中国	彩虹-3	6000	12	650	180	260
	彩虹-4	7200	40	1330	345	235
	彩虹-5	8300	40	3300	1200	300
	翼龙-1	7000	24	1200	-	280
	翼龙-1D	8500	35	1600	-	280
	翼龙-2	9000	28	4200	480	370
以色列	“赫尔墨斯” 450	5500	20	450	150	175
	“艾坦” 无人机	15240	30	4650	-	-
	“鸬鹚” 无人机	5486	-	1000	-	180
	“猎人” 无人机	4500	8-12	-	-	200
土耳其	TB-2 无人机	7620	27	650	150	220

资料来源：《军用无人机技术发展历程、现状及未来应用研究》（张笋等，【舰船电子工程】，2021年第6期），搜狐网，中无人机招股说明书，华泰研究

无人机使用逐渐广泛，我们认为未来无人机将成为战争中重要作战力量。根据新华社报道，在2020年，美国1月3日对伊拉克首都巴格达国际机场发起火箭弹袭击，造成包括伊朗伊斯兰革命卫队下属“圣城旅”指挥官卡西姆·苏莱曼尼等在内至少8人死亡。此次美国的打击行为由美军一架由通用原子航空系统生产的MQ-9「收割者」无人侦察机进行实施精准打击。此前，2018年8月4日，几架携带爆炸物的无人机企图对委内瑞拉总统马杜罗发起袭击。1991年的海湾战争、2001年的阿富汗战争以及2003年的伊拉克战争中同样有无人机的参与。

图表42：无人机产业链梳理



资料来源：各公司公告，华泰研究

俄乌冲突彰显无人机作战威力，小型无人机或将成为研究和装备重点。通过俄乌冲突中双方使用无人机的情况可以发现，双方愈发重视小型无人机在战场中的作用，目前双方都将大量的小型无人机与地面部队进行了整合，利用小型无人机进行前线侦查，毁伤评估，甚至利用部分改装型无人机进行直接攻击，起到了良好的作战效果。事实证明，军用小型无人机能够很好的与地面火力协同，有效提升地面火力的打击精度。军用无人机在俄乌冲突中的高效表现让各国意识到现代战场无人机的必要性。低价高效的现代制空武器装备受到大多数国家的青睐与认可，各国增加对军用无人机的开支，通过外贸形式购置高性价比无人机，同时有能力的国家也在加速推动本土无人机的研制进程，可以预见无人机将成为各国在现代战场的核心装备和国防建设的中坚力量。

国产大飞机：C919 正式进入商业运营，国内民机产业链增长极正式开启

截止今年 10 月 25 日，C919 累计交付 11 架，商业飞行时间 1.3 万小时，承运旅客超 70 万人次，执飞定期航线 12 条，国产大飞机项目已经取得了阶段性成功。目前 C919 订单饱满，东航、国航和南航各 100 架的订单构成了其中短期需求的基本盘，年初至 11 月 18 日 C919 已交付 8 架，产能进入快速爬坡期，商飞规划了 2028 年实现 150 架/年的产能目标，市场空间广阔，有望带动产业链配套企业持续受益。

截止 2024 年 11 月 18 日我国 C919 国产大飞机共交付 12 架，在飞航班共 13 条。



图表43：C919 国产大飞机交付情况

架次	MSN	注册号	运营航司	舱位	首飞时间	交付时间	运营时间	生产线	交付地点
1	00007	B-919A	东航 1	C8Y156	2022.05.14	2022.12.09	2023.05.28	浦东	浦东基地
2	00008	B-919C	东航 2	C8Y156	2023.05.08	2023.07.14	2023.08.02	浦东	浦东基地
3	00009	B-919D	东航 3	C8Y156	2023.09.09	2023.12.08	2023.12.13	浦东	浦东基地
4	00010	B-919E	东航 4	C8Y156	2023.11.21	2023.12.29	2024.01.06	浦东	浦东基地
5	00011	B-919F	东航 5	C8Y156	2023.12.31	2024.03.01	2024.03.06	浦东	浦东基地
6	00012	B-919G	东航 6	C8Y156	2024.04.03	2024.05.27	2024.05.30	浦东	浦东基地
7	00013	B-919H	东航 7	C8Y156	2024.06.03	2024.07.29	2024.08.02	浦东	浦东基地
8	00018	B-919J	南航 1	C8W18Y138	2024.08.03	2024.08.28	2024.09.19	浦东	浦东基地
9	00019	B-919X	国航 1	C8Y150	2024.08.09	2024.08.28	2024.09.10	浦东	浦东基地
10	00014	B-657S	东航 8	C8Y156	2024.07.24	2024.09.30	2024.10.02	浦东	浦东基地
11	00020	B-657J	南航 2	C8W18Y138	2024.10.09	2024.10.25	2024.10.30	浦东	浦东基地
12	00021	B-919Y	国航 2	C8Y150	2024.10.20	2024.11.05	2024.11.13	浦东	浦东基地

资料来源：航旅纵横，华泰研究

截至 2024/11/18，C919 国产大飞机最新在手订单如下：

图表44：国产大飞机 C919 在手订单情况

时间	运营国家	订购机构	型号	确认订单	已执行	意向订单	单价（亿美元）	备注
2010.11.16	中国	国航				20	1.08	2023 年 12 月 23 日国航发布公告，拟采购 6 架 C919+11 架 ARJ21 飞机
2010.11.16	中国	南航				20		
2011.10.24	中国	四川航空				20		
2012.11.13		GECAS (AerCap)						10+10 订单，可以理解为 GE 对 COMAC 表达的支持，跟 AerCap 合并后该订单的执行可能性很低
2012.11.13	中国	河北航空				20		
2012.11.13	中国	幸福航空				20		
2015.06.15	德国	普仁航空						国内普仁集团在德国投资设立的普仁航空签了 7 架 ARJ21 和 7 架 C919 后该公司已破产，此订单作废
2015.09.16	泰国	都市航空						中国资本的泰国都市航空签了 10 架 C919 和 10 架 ARJ21，后该公司破产
2018.06.02	中国	海南航空				200		商飞与海航签署战略合作框架协议，海航集团计划未来逐步引进并运营 100 架 ARJ21，200 架 C919。
2021.03.01	中国	东航	C919-100ER 5	4			0.99	2022 年 5 月 10 日东航发布公告，拟采购 4 架 C919+24 架 ARJ21 飞机
2023.04.27	中国	海航乌航		30				
2023.04.27	中国	海航金鹏		30				
2023.09.15	文莱	骐骥航空				15		
2023.09.28	中国	东航		100			0.99	东航发布公告与商飞公司在中国上海签订《C919 飞机买卖协议》，购买 100 架 C919 系列飞机，计划于 2024 年至 2031 年分批交付于本公司，其中 2024 年计划交付 5 架，2025 年至 2027 年每年计划交付 10 架，2028 年至 2030 年每年计划交付 15 架，2031 年计划交付 20 架
2024.02.20	中国	西藏航空	高原型	40				2024 年 2 月 20 日新加坡航展开幕当天，西藏航空与中国商飞签署 40 架 C919 高原型和 10 架 ARJ21 高原型飞机订单
2024.04.26	中国	国航	增程型	100			1.08	4 月 26 日国航发布公告，拟采购 100 架 C919（增程型），合计购买价格 108 亿美元，计划于 2024 至 2031 年分批交付
2024.4.29	中国	南航	基本型	100			0.99	4 月 29 日南航发布公告，拟采购 100 架 C919（基本型），合计购买价格为 99 亿美元，计划于 2024 至 2031 年分批交付
合计				405		315		

资料来源：各公司公告，华泰研究

此外 C919 具备出海潜力，在民机供给缺口持续扩大的背景下有望在海外实现销售。根据波音和空客的预测情况，2024-2043 年中国、中东和亚洲地区是新飞机交付的重点市场。根据波音公司《Commercial Market Outlook 2024》预测，非洲、中国、中东、南亚和东南亚的机队规模将在 2024-2043 年保持较快增长，年复合增速分别为 4.4%、4.1%、4.0%、6.9%和 6.4%，高于全球机队规模 3.2%的复合增速，从对新机的数量上看，中国、亚欧地区和北美 2024-2043 年的新增飞机数量分别为 8,830、9,785 和 8,985 架，占全球新增飞机数量的比重分别为 20.08%，22.25%和 20.43%。此外 2024-2043 年中东和东南亚的新机数量也都超过了 3,000 架；此外根据空客公司的地区市场预测看，中国新增飞机的数量为 9,520 架，占全球综合新机规模 22%，中东地区新增飞机数量为 3,740 架，亚洲（除中国外）新增飞机为 9,990 架。综合增速和新机规模看，中国、中东和东南亚具有较高的市场潜力。

图表45：波音公司对 2024-2043 年不同地区新机需求量预测

	非洲	中国	欧亚地区	拉丁美洲	中东	北美	东北亚	大洋洲	南亚	东南亚	全球
航空机队增速											
(2023-2043)	4.4%	4.1%	2.6%	3.1%	4.0%	1.5%	2.2%	2.0%	6.9%	6.4%	3.2%
交付量											
(2024-2043)											
支线飞机	65	365	160	15	30	835	20	15	<10	20	1,525
单通道飞机	830	6,720	7,890	2,045	1,555	6,815	780	535	2,445	3,765	33,380
宽体飞机	260	1,575	1,570	225	1,475	885	595	190	370	920	8,065
货机	15	170	165	10	85	450	75	<10	20	15	1,005
合计	1,170	8,830	9,785	2,295	3,145	8,985	1,470	740	2,835	4,720	43,975
23 年机队规模											
支线飞机	150	150	355	55	40	1,515	45	20	15	<10	2,345
单通道飞机	370	3,325	4,705	1,305	785	4,740	530	420	590	1,020	17,790
宽体飞机	130	605	1,015	130	700	665	490	100	95	345	4,275
货机	45	265	520	150	85	1,070	80	40	20	65	2,340
合计	695	4,345	6,595	1,640	1,610	7,990	1,145	580	720	1,430	26,750
43 年机队规模											
支线飞机	85	490	170	15	40	850	<10	15	<10	20	1,685
单通道飞机	1,085	6,905	8,390	2,515	1,755	7,660	935	570	2,190	3,830	35,835
宽体飞机	330	1,630	1,785	275	1,525	995	665	200	410	935	8,750
货机	150	715	760	220	185	1,340	170	75	110	175	3,900
合计	1,650	9,740	11,105	3,025	3,505	10,845	1,770	860	2,710	4,960	50,170

资料来源：空客公司预测，华泰研究

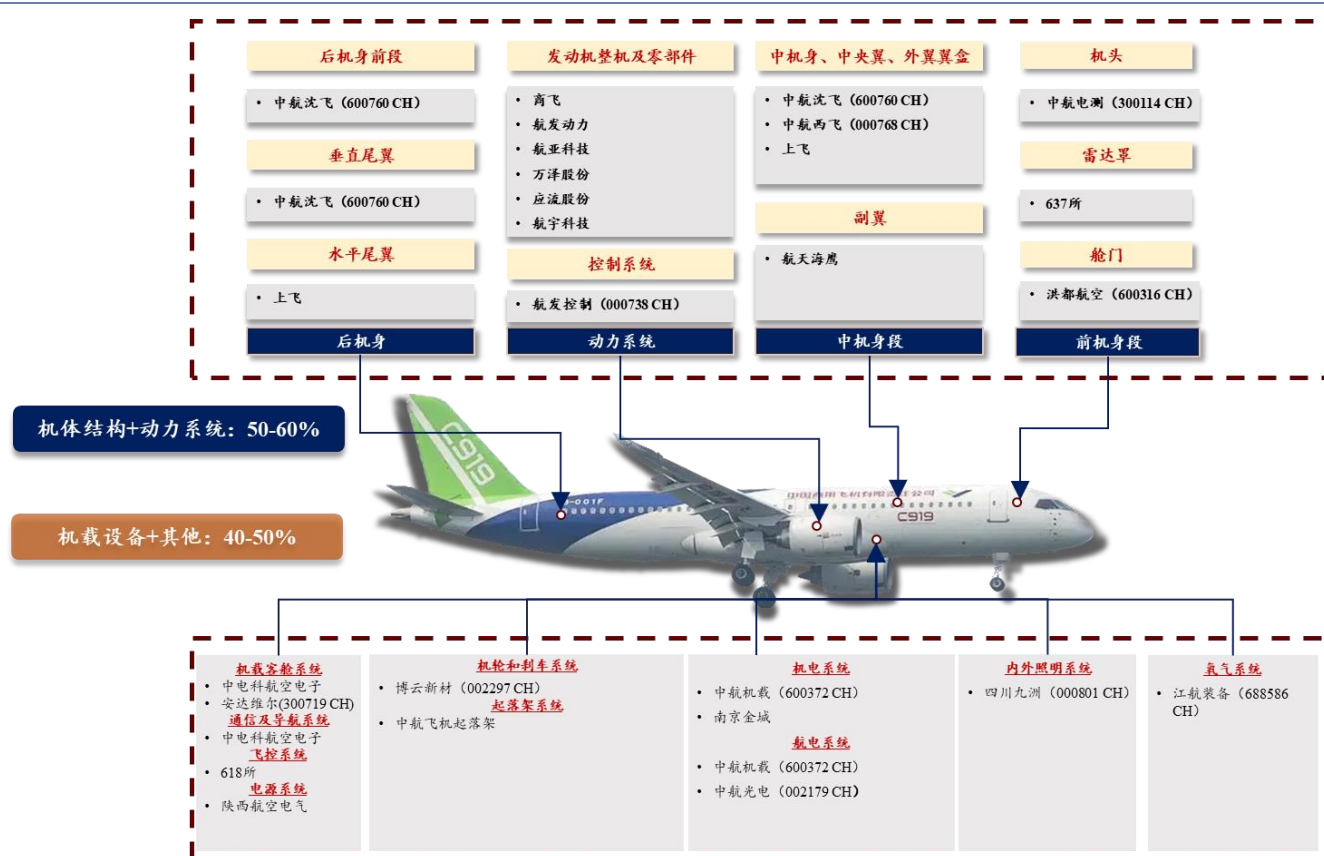
2020 年开始，受疫情影响及供应链交付不足，波音空客屡次下调年内交付目标。2022 年 7 月 27 日，空客宣布受脆弱供应链与广泛劳动力短缺影响暂停增产计划，将 2022 年的总交付目标从 720 架降至 700 架，而实际 2022 年仅交付 661 架。2023 年 10 月 25 日，波音公司宣布下调今年 737 飞机的交付目标，因其一级供应商势必锐（Spirit AeroSystems）交付的产品存在质量问题。此前波音设定的目标 2023 年交付 400 至 450 架 737 飞机，而此次最新调整为交付 375 至 400 架 737 飞机。2024 年 6 月 24 日，空客宣布下调 2024 年全年商用飞机交付目标，由此前预计的 800 架降至 770 架。

供应链复杂影响飞机交付进度，产能提升困难重重。当前飞机的制造模式决定了飞机交付的稳定性较差，由于供应链趋于复杂且供应商遍布全球，飞机生产需要很多家供应商配合协调生产，飞机产能存在明显的短板效应，任何一家供应商出现问题都可能导致飞机无法顺利生产交付。例如 2024 年 7 月，空客将全年交付目标从 800 架调整为 770 架，理由是发动机短缺和其他供应链问题。该公司还将其中期生产目标推迟一年至 2027 年，空客首席执行官傅里称，飞机生产放缓主要源于发动机供应问题，近几个月 A320 发动机供应情况显著恶化。

此外由于航空制造业对产品质量要求苛刻，所有供应商都需要进行各类安全审查，导致培育新的供应商周期长，且就算培育好了也同样存在安全风险，而且供应商越多供应链管理的压力就越大。从近 10 年的历史数据看波音和空客年度交付量巅峰分别为 806 架和 863 架，也都小于当年两家公司的新签订单量，由此可以推断该水平是波音和空客的中长期的理想产能情况，2024 年 6 月，空客向客户发出通知，其预计 2025 年和 2026 年交付的部分飞机可能无法按合同期限完成，预计将推迟数月。综合看飞机需求与供给端的缺口将长期存在，也为 C919 进入国际市场缩短供给缺口提供了基础。

伴随 C919 放量，商飞将进一步拉动国内航空产业链产值，民机成长曲线逐步发力。目前 C919 机身供应商基本均为航空工业集团旗下上市公司，分系统和核心零部件国内供应商则参与程度较低，而随着我国技术水平的提升和自主可控意识的不断强化，C919 各分系统和零部件的国产化率有望持续提升，我国航空产业链民机领域将受到飞机产量提升+国产化率提升的双重拉动，行业红利将惠及我国航空产业链大部分核心参与者。

图表46：国产大飞机产业链梳理



资料来源：各公司公告，华泰研究

卫星&航天：产业链日益成熟，空天互联网蓝海待开拓

多个国有和商业星座计划开启、试验星升空，我国卫星互联网建设稳步推进。根据中华人民共和国商务部消息，2020年4月，国家发改委将卫星互联网首次纳入中国“新基建”范围，正式成为国家未来重点投资和发展对象。根据东方财富网，2021年4月28日中国卫星网络集团有限公司（星网集团）挂牌成立。据新华社，2023年7月、11月，我国成功发射卫星互联网技术试验卫星，卫星互联网建设稳步推进。据东方财富，2024年5月24日，上海蓝箭鸿擎提交 Honghu-3 万颗卫星星座计划，将在160个轨道平面上总共发射1万颗卫星，该星座是国内继星网GW计划和G60星座计划后的第三个超万颗卫星巨型星座；根据航天科技集团公司官网，2024年9月22日，中国航天科技集团商业卫星有限公司在雄安成立；2024年9月26日，中国航天科技集团商业火箭有限公司在上海成立，都表明我国在商业航天领域的投入力度持续增加。

图表47：国网“GW”星座构型分布

星座计划	星座子计划	轨道高度 (km)	轨道倾角 (deg)	轨道面数	卫星个数/轨道面	卫星总数
GW-A59 星座	GW-A59/1	590	85	16	30	6080
	GW-A59/2	600	50	40	50	
	GW-A59/3	508	55	60	60	
GW-2 星座	GW-2/1	1145	30	48	36	6912
	GW-2/2	1145	40	48	36	
	GW-2/3	1145	50	48	36	
	GW-2/4	1145	60	48	36	

资料来源：《低轨互联网星座发展研究综述》（吴树范，【北京航空航天大学学报】，2022年），华泰研究

我国卫星互联网建设已进入批量组网阶段。2024年下半年我国G60星座进入密集组网阶段，分别于2024年8月6日和2024年10月15日在太原卫星发射中心以一箭18星的方式将36颗组网卫星送入轨道，拉开了批量组网的序幕；而星网公司则于2024年2月29日、8月1日和10月10日，分别将卫星互联网高轨卫星01/02/03星送入既定轨道。随着我国卫星产业链持续完善，卫星制造和发射能力将显著提升，卫星星座的规划也将持续转化为实际的卫星制造/发射需求和订单，为产业链相关公司带来相应的现金流和业绩。

图表48：千帆极轨02组卫星发射成功



资料来源：人民日报，华泰研究

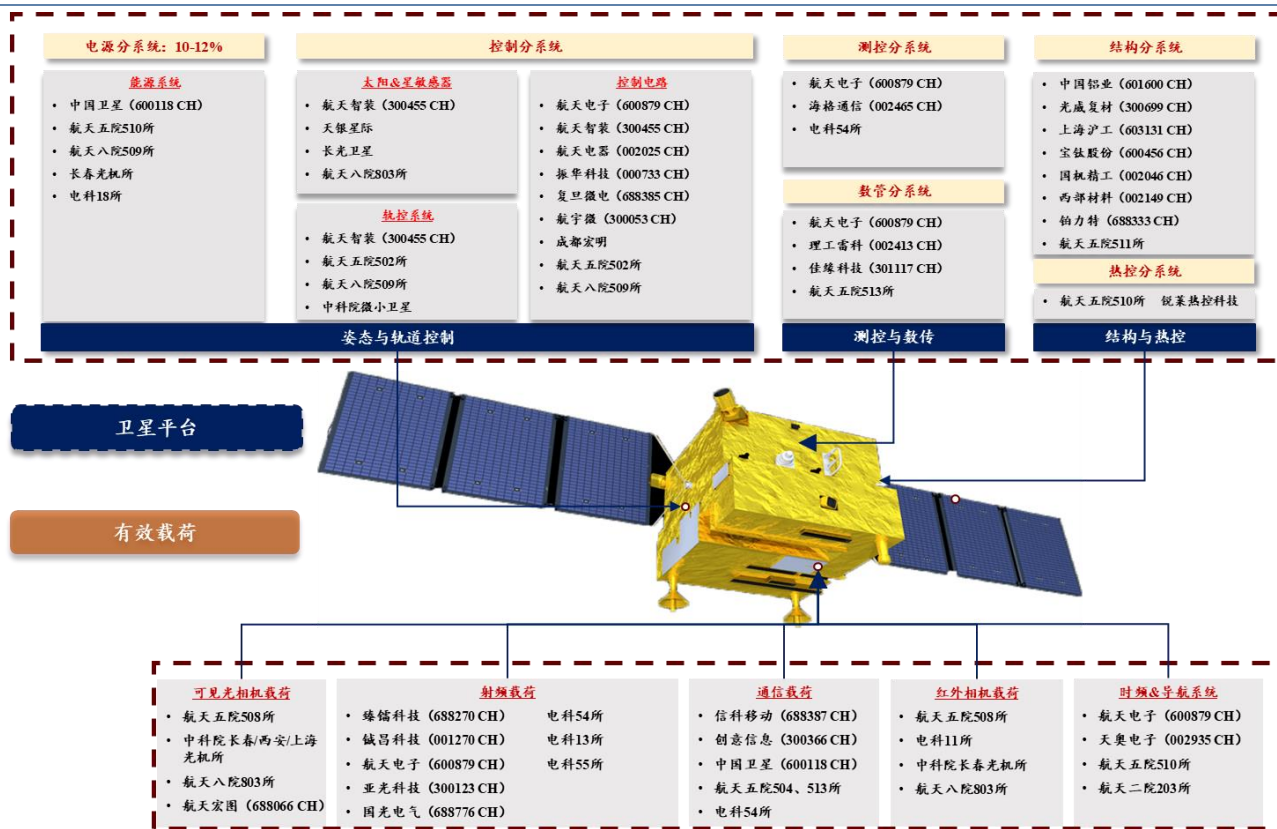
图表49：我国成功发射卫星互联网高轨03卫星



资料来源：新华社，华泰研究

目前我国已形成完整自主的卫星产业链，涵盖卫星制造、卫星发射、地面设备制造、运营与服务几个环节。卫星制造包括卫星整体制造、部组件和分系统制造等环节，卫星发射包括发射服务和火箭服务，卫星地面设备包括网络设备和终端消费设备。卫星应用及运营场景广泛，包括远程教育、新闻采集、宽带接入、卫星电视直播业务等。近年来，卫星产业链各环节不断开拓创新，处于产业成长期。

图表50：卫星互联网产业链梳理



资料来源：各公司公告，华泰研究

低空经济：关注 eVTOL&基建侧两大主线

我们认为在顶层政策支持，新兴需求驱动及国内头部 eVTOL 主机厂适航认证逐步落地的背景下，低空经济市场或存在较大预期差。1) 短期：各主机厂陆续适航取证，多旋翼型 eVTOL 有望率先在旅游观光市场放量；2) 中期：各家主机厂认证基本落地，复合翼型 eVTOL 有望进一步打开医疗救护市场；3) 远期：倾转翼型 eVTOL 具有航速快、航程长的优势，若实现商业化落地，远期可实现城市日常交通对公众开放，市场挖潜空间大。

低空基建侧，针对我国低空空域管理的特点，通过结合北斗和 5G 技术，构建空中交通服务网络是一种有益的技术保障思路 and 手段，同时 ADS-B 监视技术可实时获取 eVTOL 全方位信息，精确提高低空空域安全性。



图表51：低空经济产业链梳理

定位	细分	代码	简称	低空经济相关业务	
整机厂	传统通航	600038 CH	中直股份	国内唯一直升机总体单位，eVTOL 相关产品在研	
		600316 CH	洪都航空	初教 6 是军转民通航固定翼飞机，已取得适航证	
002097 CH		山河智能	通航飞机、参股公司山河星航参与大众首款飞行汽车项目		
002085 CH		万丰奥威	钻石固定翼飞机，四座纯电飞机已成功首飞		
核心配套	无人机	600879 CH	航天电子	孙公司航天飞鹏专注无人机物流和相关配套	
		688070 CH	纵横股份	中小型无人机，无人机仓储（机柜）	
		002389 CH	航天彩虹	中大型军民无人机	
		eVTOL	EH.O	亿航智能	eVTOL 制造商，EH216S 是唯一取得适航证的 eVTOL
	传统动力	600893 CH	航发动力	燃油低空载具动力总体	
		001696 CH	宗申动力	无人机活塞发动机	
		603308 CH	应流股份	涡轴发动机、无人机整机	
	新能源	300750 CH	宁德时代	动力电池	
		688567 CH	孚能科技	动力电池	
		600580 CH	卧龙电驱	电力驱动设备	
基础设施配套	轻量化材料	300699 CH	光威复材	碳纤维原丝、织物、结构件	
		688295 CH	中复神鹰	碳纤维原丝、织物、结构件	
		600862 CH	中航高科	碳纤维预浸料	
		000420 CH	吉林化纤	各类纤维	
	定位导航系统	300900 CH	广联航空	复材结构件	
		600372 CH	中航机载	低空载具综合航电设备	
		002151 CH	北斗星通	高精度定位导航产品，高精度定位服务	
		002935 CH	天奥电子	低空载具时频同步系统	
		300627 CH	华测导航	高精度定位导航产品	
	其他	688592 CH	司南导航	高精度定位导航产品	
300719 CH		安达维尔	直升机等低空载具安全座椅		
603085 CH		天成自控	直升机等低空载具安全座椅		
600458 CH		时代新材	减振降噪材料		
基础设施配套		空域管理和服	000801 CH	四川九洲	空管监视、通信、信息系统；管控系统等
	688631 CH		莱斯信息	空管系统、场面管理系统、机场机坪塔台管制系统等	
	600562 CH		国睿科技	气象、空管雷达、ADS-B 系统	
	600990 CH		四创电子	气象、空管雷达	
	002253 CH		川大智胜	空管系统、飞行模拟系统等	
	688568 CH		中科星图	低空服务基础平台	
	688522 CH		纳睿雷达	低空气象雷达	
	834415.BJ		恒拓开源	低空融合式管控服务平台	
	地面保障设施		301091 CH	深城交	城市空中交通规划，地面设施建设规划
		300284 CH	苏文科	低空飞行基础设施及监管体系建设	
		603357 CH	设计总院	低空经济基础设施专项规划	
		603018 CH	华设集团	低空空域管理信息系统支持和平台开发	
		飞行培训	002023 CH	海特高新	飞行汽车/eVTOL 模拟仿真方案及相关系统、航空维修
			603377 CH	ST 东时	飞行汽车驾驶员培训
	运营商		传统通航运营	000099 CH	中信海直
		300859 CH	*ST 西域	低空游览项目运营	

资料来源：各公司公告，华泰研究

投资主线：关注信息化、新材料、航空发动机、新质新域等方向

航空航天事业所取得的较大成就，与航空航天材料技术的发展和突破是分不开的。战斗机的高空、高速和高机动能力要求飞机的结构选材必须保证足够的使用强度、刚度要求。发动机材料需要满足耐高温的需求，军用航空发动机历经五代，推重比不断提升，高温合金、陶瓷基复材是核心材料。在政策面利好、军改基本落地等多重利好提振下，“十五五”有望成为军工新型装备量产爬坡关键期，新材料是装备升级换代的关键，相关产业或将充分受益。

我国信息化装备发展水平仍落后于美国，在政策面利好、军改基本落地等多重利好提振下，我国国防信息化建设有望全面启动。军工电子作为信息化武器装备产业链上游，其需求有望迎来持续增长。在现今信息安全事件频发的复杂环境中，实现国防信息系统装备的自主可控是我国军工行业必走之路。同时信息化设备在 2023-2024 年受中期调整影响较大，业绩基数低，相关标的有望实现困境反转。我们认为，中长期政策规划是国防信息化成长的重要逻辑支点。

四重逻辑构成坡长雪厚优质赛道，航空发动机板块增长有望提速。①短期：“十四五”军机列装带动批产型号放量，航发动力大额预收款锁定中短期订单；②中期：我国四代发动机关键技术能力大幅提升，五代机预研技术持续突破瓶颈，在研型号正加速转入批生产阶段；③长期：我国航发保有量达到高位后，训练量加大带来替换、维修需求提升；④长期：航空发动机先军后民，CJ-1000、CJ-2000 商用发动机加速研制推出，或确定远期行业持续高景气度。

新域新质作战力量作为区别于传统作战力量的新型力量，展现出作用领域新、制胜机理新、支撑技术新、装备模态新和编组样态新等特质。①水下安防：中国海洋面积辽阔，如何防止水下渗透成为关键话题，特别是当前水下渗透技术高速发展，蛙人、水下机器人和微型潜艇技术日趋成熟，构建水下无人监听体系成为了解决上述问题的重中之重；②激光武器：与普通光源相比，激光具有方向性好、相干性好和亮度高三个主要特点。常规武器弹药和体积较大，储存运输过程中会存在不慎引爆的风险，而激光武器较少需要后勤支持，而且发射时人眼不可见、基本无噪声、不易被探测；③卫星互联网：低轨卫星通信是当前低轨卫星应用的焦点，其建设紧迫性短期内主要来自于频谱与轨道战略资源的争夺，中长期来看低轨卫星应用具有自身内在需求逻辑；④低空经济：在飞行器主机侧，建议关注集成壁垒较高的主机厂，以及主业估值合理，技术壁垒和必要性较高的核心配套商。在低空基建侧，我们建议关注：1) 过往通航高兑现度地区的总承包解决方案企业；2) 低空起降点低成本解决方案供应商。

风险提示

新型装备列装不达预期风险。受国家宏观政策影响，国防军队预算费用及装备费用不及预期，将对新型主战型号带来实际需求数不及预期的风险。

军品定价机制的不确定性。军品定价直接决定了军工企业的盈利能力，军品定价机制的具体情况较难跟踪。

其他业务对军工企业的盈利影响较难预测。军工主机厂普遍存在盈利能力较低的财务特性，生产活动之外的业务，包括投资收益、政府补助、资产损失都会对盈利预测产生较大的偏差。

历史数据不代表未来走势。本报告对历史数据进行梳理总结，历史结果不能简单预测未来，规律存在失效风险。

图表52：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
航天电器	002025 CH	买入	53.40	81.12	24,397	1.64	1.45	2.08	2.60	32.56	36.83	25.67	20.54
航天电子	600879 CH	买入	9.74	14.58	32,135	0.16	0.21	0.27	0.32	60.88	46.38	36.07	30.44
国睿科技	600562 CH	买入	18.32	20.88	22,751	0.48	0.58	0.70	0.82	38.17	31.59	26.17	22.34
中航沈飞	600760 CH	买入	50.45	52.80	139,025	1.09	1.32	1.66	2.02	46.28	38.22	30.39	24.98
中航光电	002179 CH	买入	41.31	68.31	87,563	1.58	1.71	2.07	2.45	26.15	24.16	19.96	16.86
中航高科	600862 CH	增持	24.45	27.20	34,060	0.74	0.80	0.99	1.21	33.04	30.56	24.70	20.21
国泰集团	603977 CH	买入	13.20	15.60	8,200	0.49	0.54	0.65	0.81	26.94	24.44	20.31	16.30
航材股份	688563 CH	买入	55.92	70.00	25,164	1.28	1.40	1.75	2.18	43.69	39.94	31.95	25.65
华泰科技	688281 CH	买入	100.43	111.80	19,553	1.72	2.60	3.32	4.20	58.39	38.63	30.25	23.91
航天南湖	688552 CH	买入	19.17	24.00	6,465	0.30	0.10	0.48	0.62	63.90	191.70	39.94	30.92

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表53：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
航天电器 (002025 CH)	航天电器发布三季报：Q3 实现营收 10.73 亿元 (yoy-32.17%，qoq-17.91%)，归母净利 2666.85 万元 (yoy-84.08%，qoq-83.29%)。2024 年 Q1-Q3 实现营收 39.95 亿元 (yoy-23.22%)，归母净利 4.12 亿元 (yoy-30.84%)，扣非净利 3.78 亿元 (yoy-34.27%)。公司下游需求有所波动，但考虑到军工行业十四五装备建设计划性较强，同时人事调整逐步到位，行业需求和订单有望迎来拐点，明年公司业绩或有较大的提升空间，我们维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 6.61/9.51/11.87 亿元 (前值 9.06/11.94/14.70 亿元)，下调原因为行业需求不足，同时部分产品有所降价，对应 EPS 为 1.45/2.08/2.60 元。可比公司 25 年 iFind 一致预期为 39 倍，给予公司 25 年 39 倍 PE 估值，对应目标价为 81.12 元 (前值为 77.22 元，对应 24 年 39 倍 PE)。 风险提示：订单不及预期风险，产品价格下降风险。 报告发布日期：2024 年 11 月 02 日 点击下载全文：航天电器(002025 CH,买入)：毛利率提升明显，下游需求改善在望
航天电子 (600879 CH)	航天电子发布三季报：Q3 实现营收 15.22 亿元 (yoy-54.14%，qoq-60.95%)，归母净利 3.12 亿元 (yoy+149.41%，qoq+193.44%)。2024 年 Q1-Q3 实现营收 92.34 亿元 (yoy-28.74%)，归母净利 5.62 亿元 (yoy+9.39%)，扣非净利 2.01 亿元 (yoy-57.40%)。航天产品受用户采购节奏调整需求不足，公司扣费净利润有所下滑，但考虑到军工行业“十四五”装备建设计划性较强，同时人事调整逐步到位，行业需求和订单有望迎来拐点，明年公司业绩或有较大的提升空间，我们维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 6.98/8.84/10.51 亿元 (前值 7.31/9.15/10.93 亿元)，调整原因为公司传统武器配套业务需求较弱，对应 EPS 为 0.21、0.27、0.32 元。可比公司 25 年 iFind 一致预期为 54 倍，给予公司 25 年 54 倍 PE 估值，对应目标价为 14.58 元 (前值为 11.88 元，对应 24 年 54 倍 PE)。 风险提示：新品市场拓展不及预期风险；产品降价导致毛利率下滑风险。 报告发布日期：2024 年 11 月 04 日 点击下载全文：航天电子(600879 CH,买入)：聚焦航天军工主业，长期发展向好
国睿科技 (600562 CH)	24H1 归母净利润同比提升 3.14%，维持“买入”评级 国睿科技发布半年报，2024 年 H1 实现营收 15.59 亿元 (yoy+0.01%)，归母净利 3.46 亿元 (yoy+3.14%)，扣非净利 3.37 亿元 (yoy+3.45%)。其中 Q2 实现营收 9.96 亿元 (yoy+1.07%，qoq+77.30%)，归母净利 2.30 亿元 (yoy+3.36%，qoq+99.19%)。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.16/8.65/10.13 元 (前值 2024-2026 年 7.44/8.78/10.04 亿元)，下调原因为公司计提资产减值损失。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 36 倍，给予公司 24 年 36 倍 PE，目标价 20.88 元 (前值 25.8 元)，维持“买入”评级。 风险提示：产品降价风险，军贸业务不及预期风险。 报告发布日期：2024 年 08 月 24 日 点击下载全文：国睿科技(600562 CH,买入)：雷达业务向好，毛利率提升明显
中航沈飞 (600760 CH)	24H1 归母净利润同比增长 8.39%，维持“买入”评级 中航沈飞发布半年报，2024 年 H1 实现营收 216.25 亿元 (yoy-6.59%)，归母净利 16.18 亿元 (yoy+8.39%)，扣非净利 15.88 亿元 (yoy+10.51%)。其中 Q2 实现营收 121.32 亿元 (yoy-13.19%，qoq+27.79%)，归母净利 9.02 亿元 (yoy+5.98%，qoq+25.99%)。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.32、1.66、2.02 元 (前值 2024-2026 年 1.34、1.67、2.02 元)，下调原因为公司合同签订进度有所延期。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 40 倍，给予公司 24 年 40 倍 PE，目标价 52.80 元 (前值 64.32 元)，维持“买入”评级。 风险提示：供应配套风险，客户订单风险。 报告发布日期：2024 年 08 月 28 日 点击下载全文：中航沈飞(600760 CH,买入)：二季度业绩环比提升，毛利率持续向好

股票名称	最新观点
中航光电 (002179 CH)	中航光电发布三季报: Q3 实现营收 48.98 亿元 (yoy+6.45%, qoq-5.52%), 归母净利 8.45 亿元 (yoy-10.14%, qoq-7.89%)。2024 年 Q1-Q3 实现营收 140.95 亿元 (yoy-8.23%), 归母净利 25.13 亿元 (yoy-13.15%), 扣非净利 24.52 亿元 (yoy-13.76%)。公司业绩虽然受行业因素影响有所下滑, 但下降幅度较二季度已有所收窄, 防务领域订单呈现恢复态势, 长期发展向好, 我们维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 36.18/43.92/51.86 亿元(前值为 38.25/46.83/53.54 亿元), 调整原因为公司防务业务需求放缓, 对应 EPS 为 1.71/2.07/2.45 元。可比公司 25 年 iFind 一致预期 PE 为 33 倍, 给予公司 25 年 33 倍 PE 估值, 对应目标价为 68.31 元 (前值为 50.4 元)。 风险提示: 军品业务需求不及预期; 新能源汽车等民品业务拓展不及预期。 报告发布日期: 2024 年 10 月 31 日 点击下载全文: 中航光电(002179 CH,买入): 防务业务持续恢复, 全年增长可期
中航高科 (600862 CH)	维持盈利预测, 维持“增持”评级 中航高科发布半年报, 2024H1 实现营收 25.47 亿元 (yoy+5.58%), 归母净利 6.04 亿元 (yoy+9.47%), 扣非净利 5.94 亿元 (yoy+9.84%)。其中 Q2 实现营收 12.30 亿元 (yoy+5.97%, qoq-6.65%), 归母净利 2.53 亿元 (yoy+16.44%, qoq-28.05%)。我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.80、0.99、1.21 元。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21 倍, 考虑到公司在复合材料技术和产业规模方面均处于国内领先水平, 给予公司 24 年 34 倍 PE, 目标价 27.20 元 (前值 24.00 元), 维持“增持”评级。 风险提示: 行业竞争风险、产品定价风险、产品质量与安全生产风险。 报告发布日期: 2024 年 08 月 22 日 点击下载全文: 中航高科(600862 CH,增持): 时间过半任务过半, 产业布局持续优化
国泰集团 (603977 CH)	国泰集团发布三季报: Q3 实现营收 5.77 亿元 (yoy-13.23%, qoq-9.50%), 归母净利 8201.32 万元 (yoy-15.88%, qoq-8.43%)。2024Q1-Q3 实现营收 17.04 亿元 (yoy-5.92%), 归母净利 2.19 亿元 (yoy-3.16%), 扣非净利 1.90 亿元 (yoy-8.65%)。公司含能材料产线推进顺利, 赣粤运河等基建项目有望驱动民爆产品需求向上, 看好公司中长期高成长, 维持“买入”评级。 维持盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 为 0.54/0.65/0.81 元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 16 倍, 公司正进行民爆产品升级迭代, 同时向非民爆领域拓展, 构建民爆一体化+轨交自动化及信息化+军工新材料产业协同发展版图, 给予公司 25 年 24 倍 PE。目标价 15.60 元 (前值 16.25 元)。 风险提示: 原材料价格波动风险; 安全生产风险; 政策变动风险。 报告发布日期: 2024 年 10 月 27 日 点击下载全文: 国泰集团(603977 CH,买入): 业绩小幅下滑, 多增长极驱动长期成长
航材股份 (688563 CH)	航材股份发布三季报: Q3 实现营收 6.87 亿元 (yoy-21.68%, qoq-17.37%), 归母净利 1.25 亿元 (yoy-39.69%, qoq-23.37%)。2024 年 Q1-Q3 实现营收 21.96 亿元 (yoy+0.06%), 归母净利 4.36 亿元 (yoy-13.31%), 扣非净利 3.82 亿元 (yoy-24.13%)。我们认为短期由于军品需求延后及产品结构变化, 公司呈现收入微增, 利润下滑, 看好 2025 年公司重回高增轨道。维持“买入”评级。 考虑到下游军品需求或短期放缓, 下调航空成品件营收预测值, 预计 24-26 年 EPS 为 1.40/1.75/2.18 元 (前值 1.51/1.89/2.35 元)。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 36 倍, 公司技术优势明显, 背靠航材院的优质资源, 给予公司 25 年 40 倍 PE, 目标价 70.00 元 (前值 61.91 元)。 风险提示: 核心技术人员流失风险; 原材料采购价格波动风险。 报告发布日期: 2024 年 10 月 30 日 点击下载全文: 航材股份(688563 CH,买入): 前三季度营收微增, 看好公司长期成长
华泰科技 (688281 CH)	维持盈利预测, 维持“买入”评级 华泰科技 2024H1 实现营收 4.85 亿元 (yoy+27.04%), 归母净利 2.16 亿元 (yoy+17.44%), 扣非净利 2.07 亿元 (yoy+18.15%)。其中 24Q2 实现营收 2.38 亿元 (yoy+21.71%, qoq-4.06%), 归母净利 1.01 亿元 (yoy+6.32%, qoq-11.54%)。我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.07/6.47/8.19 亿元。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 30 倍, 考虑公司主营业务隐身材料的稀缺性, 且当前多个牌号产品进入小批量试生产阶段, 未来新牌号转正式批产后成长空间广阔, 给予公司 24 年 43 倍 PE, 目标价 111.80 元 (前值除权后为 101.40 元), 维持“买入”评级。 风险提示: 主营业务毛利率下降; 预研试制、小批试制阶段产品不达预期。 报告发布日期: 2024 年 08 月 13 日 点击下载全文: 华泰科技(688281 CH,买入): 批产订单陆续落地, 新研任务持续跟进
航天南湖 (688552 CH)	航天南湖发布三季报: Q3 实现营收 2036.13 万元 (yoy-85.94%, qoq-46.87%), 归母净利-1929.11 万元 (yoy-269.02%, qoq+16.89%)。2024 年 Q1-Q3 实现营收 0.86 亿元 (yoy-82.97%), 归母净利-5865.08 万元 (yoy-243.29%), 扣非净利-6040.40 万元 (yoy-376.79%)。由于所处行业订单波动及市场需求不足的影响, 公司业绩下滑明显, 但考虑到军工行业十四五装备建设计划性较强, 同时人事调整逐步到位, 行业需求和订单有望迎来拐点, 明年公司业绩或有较大的提升空间, 我们维持“买入”评级。 我们预测公司 24-26 年归母净利润为 0.34/1.63/2.09 亿元 (前值 0.96/1.64/2.15 亿元), 下调原因为 24 年行业需求波动, 同时公司研发投入强度大, 费用率较高, 对应 EPS 为 0.1/0.48/0.62 元。可比公司 25 年 iFind 一致预期为 45 倍, 考虑到公司在军贸和低空经济领域发展向好, 有助于公司长期发展, 给予公司 25 年 50 倍 PE 估值, 对应目标价为 24.00 元 (前值为 15.92 元)。 风险提示: 产品降价风险, 军贸业务不及预期风险。 报告发布日期: 2024 年 11 月 01 日 点击下载全文: 航天南湖(688552 CH,买入): 军贸和低空经济打开成长空间

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，李聪、朱雨时、田莫充，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 航材股份（688563 CH）、中航光电（002179 CH）、航天电器（002025 CH）、中航高科（600862 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 华泰科技（688281 CH）、航材股份（688563 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师李聪、朱雨时、田莫充本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 航材股份（688563 CH）、中航光电（002179 CH）、航天电器（002025 CH）、中航高科（600862 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰科技（688281 CH）、航材股份（688563 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司