

证券研究报告 | 国防军工 | 2024年7月25日

军工团队·行业深度报告

全球地缘形势拉升军贸规模，我国军贸出口或将持续受益

分析师

李鲁靖

登记编号：S1220523090002

刘明洋

登记编号：S1220524010002

联系人

黄凯伦

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **地缘冲突加剧，各国军费不断增长，带动军贸需求增加。**全球地缘形势愈发紧张的背景下，世界军费支出持续增长，23年全球军费支出达2.39万亿美元，同比增长6.19%，为近5年最高增长率，军费增长推动军贸需求增加，22年以TIV价值衡量的军贸进口额达到历史最高水平，为335.44亿TIV，同比增长27.3%，23年小幅回落，为291亿TIV。
- **军贸市场需求端分散，供给端集中度高。**据SIPRI统计，19-23年，前十大军贸进口商进口份额为52.8%，印度、沙特军贸进口稳居榜首，卡塔尔、乌克兰军贸进口显著增加；前十大军贸出口商出口份额为91%，美国为军贸出口榜一，法国替代俄罗斯，成为军贸出口榜二，俄罗斯出口大幅下降，跌至第三。
- **军贸交易中，飞机、导弹、舰船和装甲车为主要产品。**据SIPRI统计，14-23年飞机、导弹、舰船和装甲车占全球贸易比重为83%，这主要是因为总装产品单体 TIV 较大。飞机、导弹的需求进一步增大，19-23年，全球军贸交易中，军机占比46%，交易额较14-18年增长1.74%，导弹占比15%，交易额较14-18增长13.11%。军机、无人机、导弹和远火等现代化装备有望成为未来军贸主力。
- **军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点。**军贸产品相较于内需具有更高的毛利率，叠加国外军贸进口需求广阔，国内相关企业或将从军贸出口中受益。我国的枭龙、歼-10C、彩虹和翼龙系列无人机为我国在军贸市场的主力军，FC-31第五代战机有望走向世界军贸市场，导弹和远火是军贸的另一个重要关注点。
- **建议重点关注军贸企业：**
 - 军机-中航沈飞、中航西飞、中航电测
 - 无人机-中无人机、航天彩虹、航天电子、纵横股份
 - 导弹-北方导航、高德红外
 - 雷达-航天南湖、国睿科技、四创电子

风险提示：

市场波动性风险；军品订单节奏风险；新型号装备研制列装不达预期的风险；国际局势变化的风险

一、百年大变局，军贸新需求

- 1.1 俄乌战争、中东局势等局部危局凸显，全球地缘形势愈发紧张
- 1.2 地缘冲突加剧，各国军费不断增长
- 1.3 各国军费不断增长，带动军贸需求提升

二、军贸市场需求端分散，供给端集中度高

- 2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大
- 2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

三、当前局势军贸或迎来新的扩张机会，军机、无人机、导弹等装备成为未来军贸主力

- 3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力
- 3.2 无人机：供给端集中度高，我国彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩
- 3.3 导弹：乌克兰为最大导弹进口国，我国导弹出口份额有待提升
- 3.4 远火：现代战争明星武器，我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平
- 3.5 军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点

四、产业链梳理及投资建议

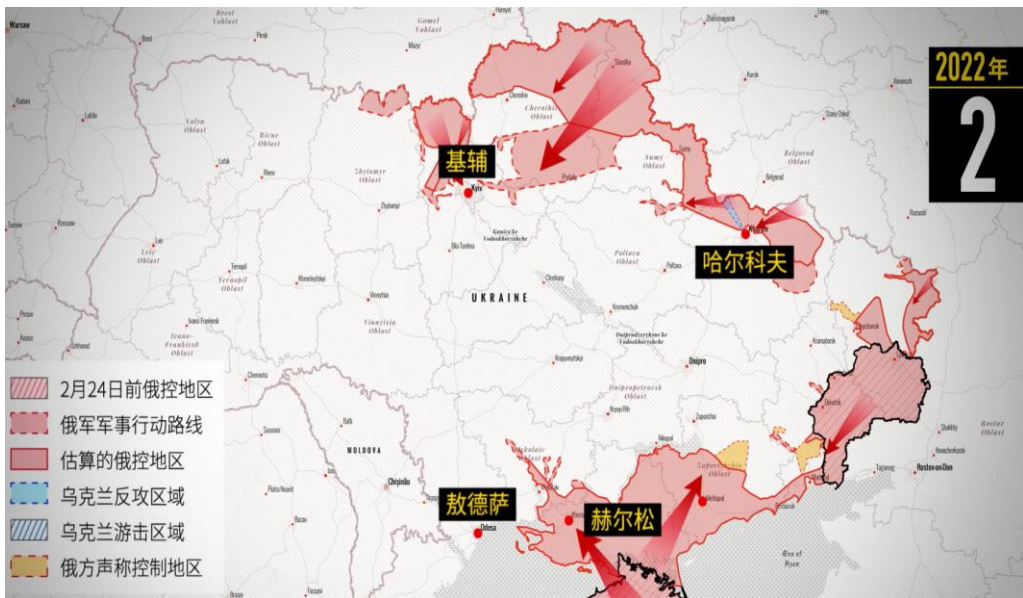
- 4.1 军机整机——中航沈飞、中航西飞、中航电测
- 4.2 无人机贸易——中无人机、航天彩虹、航天电子、纵横股份
- 4.3 导弹相关——北方导航、高德红外
- 4.4 军用雷达——航天南湖、国睿科技、四创电子

1.1 俄乌战争、中东局势等局部危局凸显，全球地缘形势愈发紧张

- 百年大变局及国际地缘冲突愈演愈烈，人类安全问题、经济发展遇到新的挑战。
- 北约东扩，俄罗斯为维护自身领土安全，2022年2月24日，俄罗斯对乌克兰发起全面军事进攻，乌克兰及其背后以美国为首的北约与俄罗斯的对抗局面迅速升级，导致全球范围内的政治和经济不稳定。国际社会对此高度关注，纷纷采取制裁和外交手段以寻求解决方案，但冲突仍在持续。
- 中东地处亚洲、非洲和欧洲的交汇处，连接着大西洋和印度洋，是东西方交通的枢纽，地理位置极为重要，这里还蕴藏着丰富的石油资源，长期以来，逊尼派与什叶派之间的宗教矛盾，以及以色列与巴勒斯坦、伊朗、伊拉克、黎巴嫩等阿拉伯国家的冲突，使得该地区局势复杂多变，各大国在中东的博弈进一步加剧了局势的不可预测性。
- 此外，朝韩以及南海局势日益焦灼。这些地区热点问题不仅影响了当地的和平与稳定，也对国际安全形势产生了深远影响。

2022年2月俄罗斯对乌克兰开展军事行动

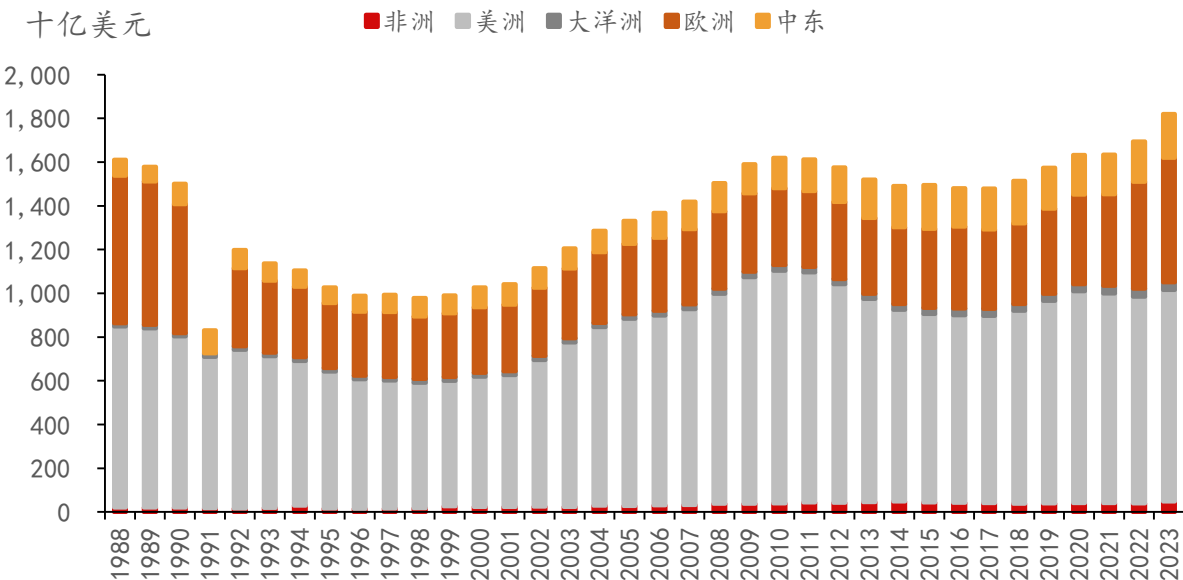
2023年11月7日以色列军队向加沙地带开火



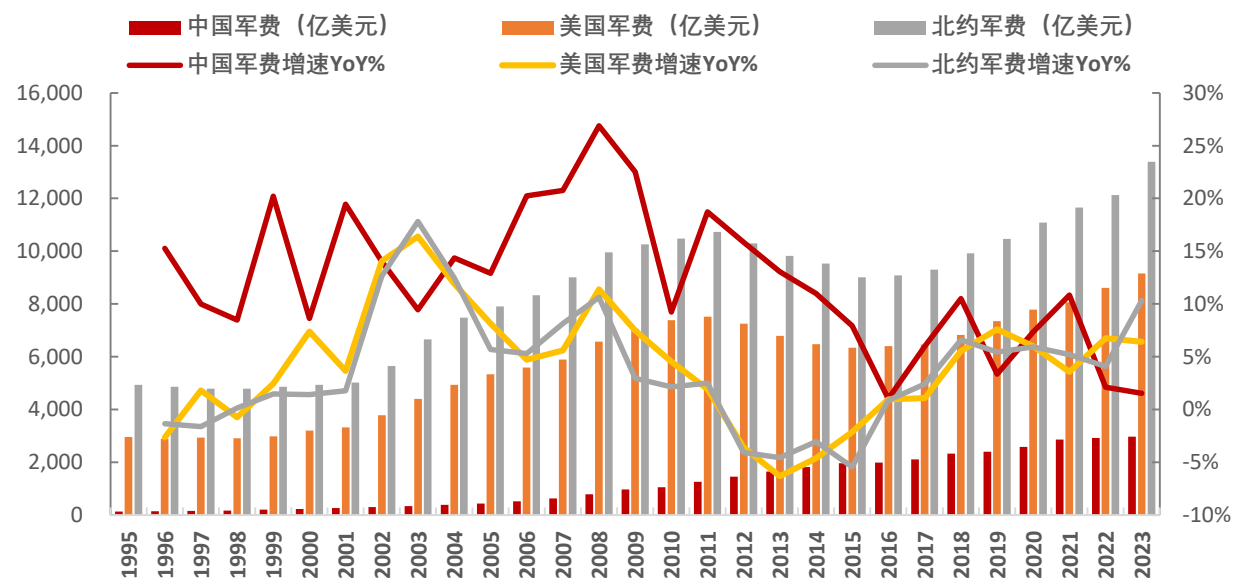
1.2 地缘冲突加剧，世界军费不断增长

- 地缘冲突加剧，世界军费不断增长。1998—2023年，世界军费支出持续增长，**23年全球军费支出达2.39万亿美元，增长了6.19%（较22年+3.18pct），为近5年最高增长率。**战乱背景下，各地为了维护自身领土安全，纷纷加大军费支出，提升国防实力。美、亚、欧三洲多年来军费支出一直最高，23年，美洲军费支出0.97万亿美元，占世界军费支出比重40.38%，亚洲0.574万亿（占23.97%），欧洲0.569万亿（占23.78%）。
- 大国军费支出巨量，我国国防支出占GDP的比重有望持续提升。23年，美国军费支出0.92万亿美元，占世界军费支出38.4%，稳居军费支出榜榜首，中国0.3万亿美元（12.4%）次之，再是俄罗斯0.11万亿美元（4.6%）。从军费占GDP的比重角度看，我国国防支出占GDP的比例近年来进入小幅上升轨道，但仍显著小于2%的国际平均水平，2022年仅1.20%，2023年仅1.22%，2024年按照草案预算提高至1.32%。我们认为，随着世界进入新的动荡变革期、我国安全形势不稳定不确定性增大，长期来看我国国防支出占GDP的比重预计将与国际水平看齐，有望维持持续快速增长态势。

1988—2023年世界军费支出



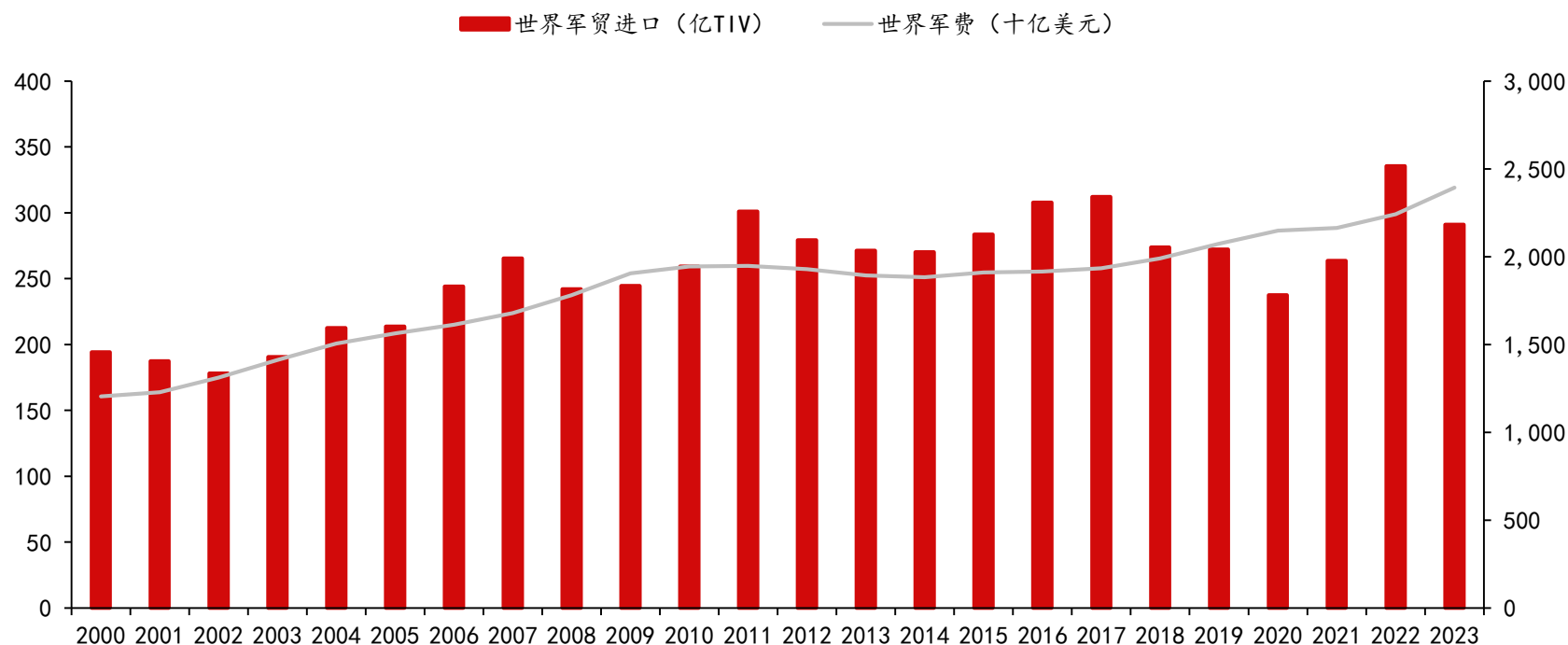
1995—2023年中国、美国和北约军费预算情况



1.3 世界军费不断增长，带动军贸需求提升

- 世界军费不断增长，带动军贸需求提升。2000-2023年世界军贸进口图显示，世界军贸进口与世界军费存在显著的正相关关系，二者均保持稳定增长的态势，世界军费支出增长推动了世界军贸进口量的增加，20年受疫情影响，军贸进口需求有所萎缩，之后需求逐渐恢复，**22年达到历史最高进口额，为335.44亿TIV，同比增长27.3%。**
- TIV 是基于一套核心武器的已知单位生产成本，旨在表示军事资源的转让，而不是转让的财务价值。生产成本不详的武器与核心武器的比较依据是：尺寸和性能特点（重量、速度、射程和有效载荷）；电子设备类型、装载或卸载安排、发动机、履带或车轮、武器装备和材料；以及武器的生产年份。曾在其他武装部队服役的武器价值为新武器的 40%。供应商在交付前对旧武器进行过重大翻新或改装的，其价值为新武器的 66%。

2000-2023年世界军贸进口



一、百年大变局，军贸新需求

- 1.1 俄乌战争、中东局势等局部危局凸显，全球地缘形势愈发紧张
- 1.2 地缘冲突加剧，各国军费不断增长
- 1.3 各国军费不断增长，带动军贸需求提升

二、军贸市场需求端分散，供给端集中度高

- 2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大
- 2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

三、当前局势军贸或迎来新的扩张机会，军机、无人机、导弹等装备成为未来军贸主力

- 3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力
- 3.2 无人机：供给端集中度高，我国彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩
- 3.3 导弹：乌克兰为最大导弹进口国，我国导弹出口份额有待提升
- 3.4 远火：现代战争明星武器，我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平
- 3.5 军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点

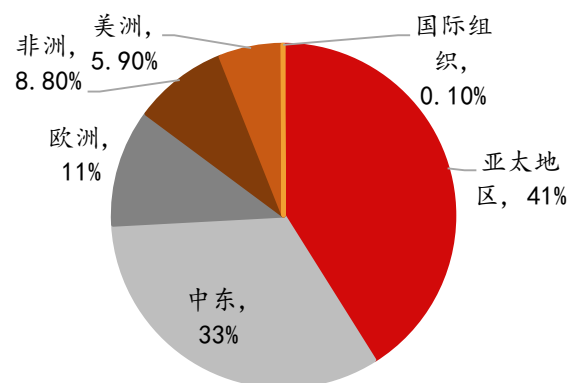
四、产业链梳理及投资建议

- 4.1 军机整机——中航沈飞、中航西飞、中航电测
- 4.2 无人机贸易——中无人机、航天彩虹、航天电子、纵横股份
- 4.3 导弹相关——北方导航、高德红外
- 4.4 军用雷达——航天南湖、国睿科技、四创电子

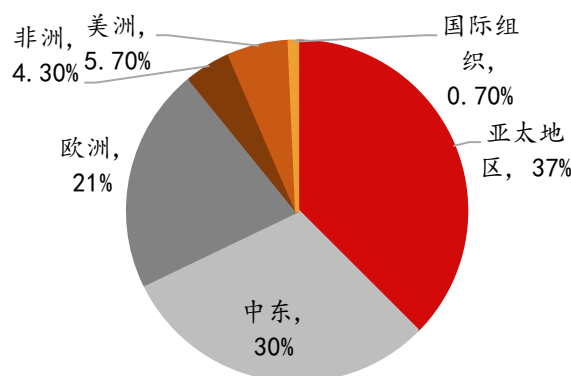
2 军贸市场需求端分散，供给端集中度高

- 军贸市场需求端分散，供给端集中度高。14-18年和19-23年，军贸进口地区主要为中东和亚太地区，合计进口份额为74%和67%，军贸出口地区主要为欧美洲，合计出口86%和86%，**前十大军贸进口商进口份额为52.6%和52.8%，前十大军贸出口商出口份额为89%和91%，**军贸市场呈现需求端分散，供给端集中的态势。

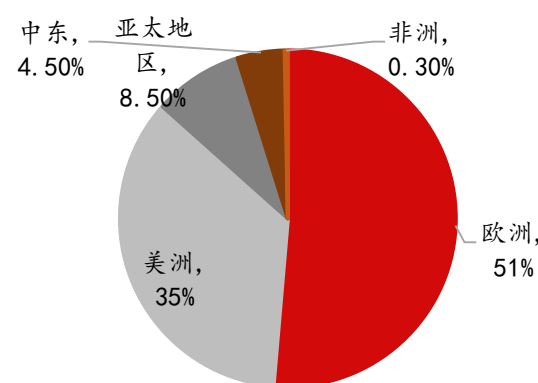
14-18年进口地区份额



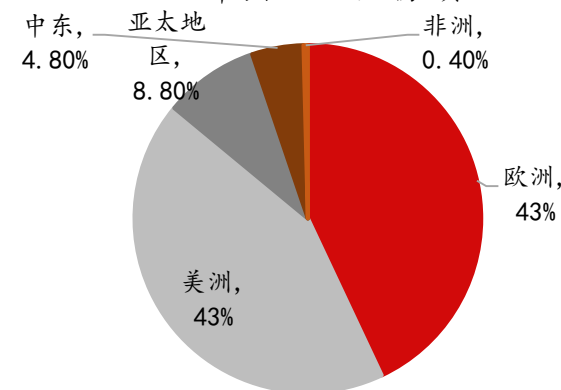
19-23年进口地区份额



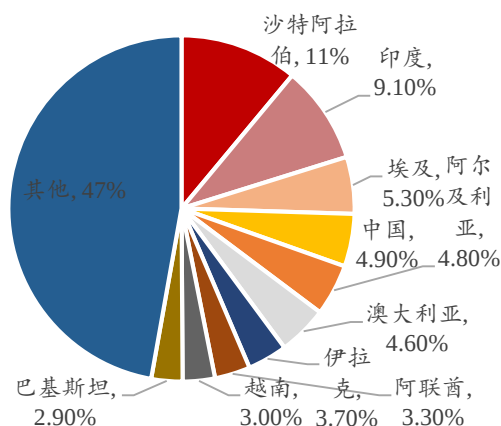
14-18年出口地区份额



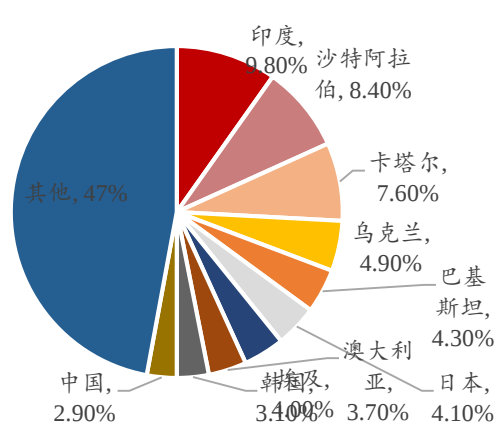
19-23年出口地区份额



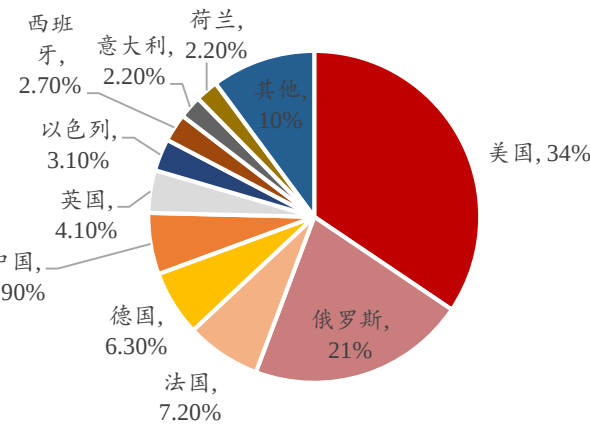
14-18年10大进口商



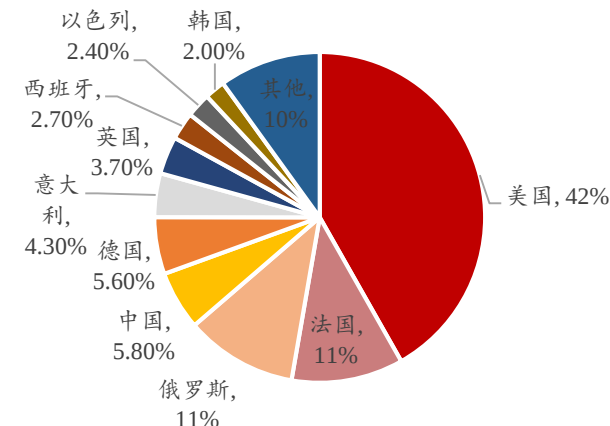
19-23年10大进口商



14-18年10大出口商



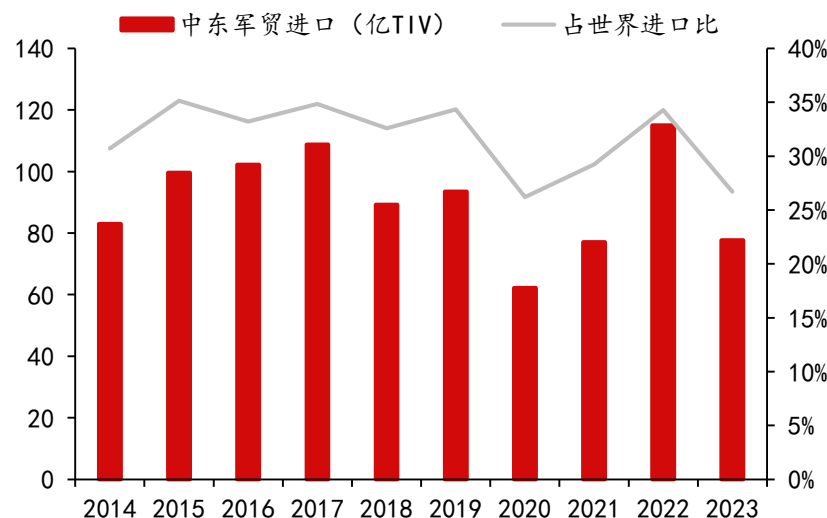
19-23年10大出口商



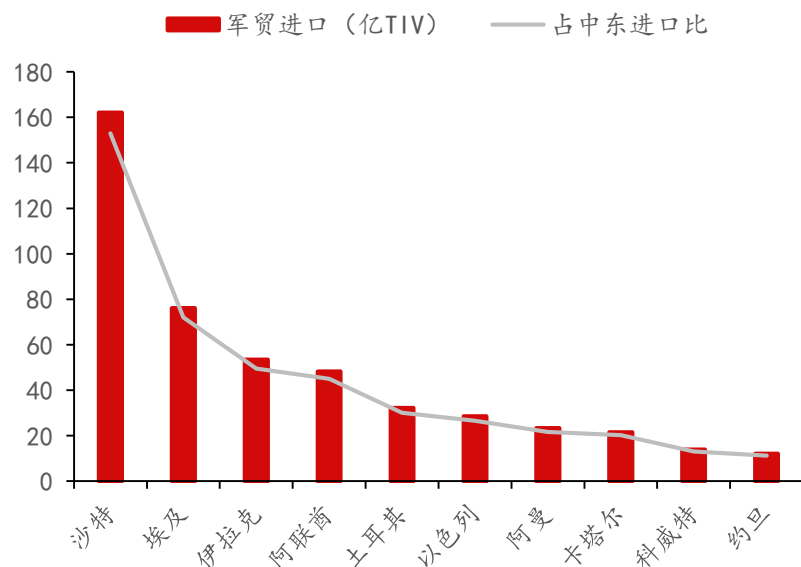
2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大

- 中东地区局势复杂，军贸需求强烈。由于中东地区的民族矛盾、宗教纷争以及地区冲突不断，中东地区的局势动荡不安，军费开支长期居高不下，刺激了中东地区对武器进口的需求，14-23各年，**中东军贸进口占世界的比重一直在30%左右，10年累计进口908.3亿TIV，份额为32%**，全球前十大进口商中有4个位于中东（沙特、埃及、卡塔尔、阿联酋）。
- 19-23年，**沙特**是中东第一大军贸进口商，也是世界第二大军贸进口商，**军贸进口117.2亿TIV，较上一个五年下降28%，占中东进口份额28%，占世界进口份额8.4%**。其中美国提供了沙特75%的武器进口，其中包括67架战斗机和数百枚对地攻击导弹。
- 19-23年，**卡塔尔**军贸进口显著增加，**达106.7亿TIV，同比加396%，占中东进口份额25%**，主要供应商是美国（占卡塔尔武器进口45%），法国（25%）和意大利（15%）。具体为从法国进口36架战斗机，从美国进口36架，从英国进口25架，以及从意大利进口4艘护卫舰。

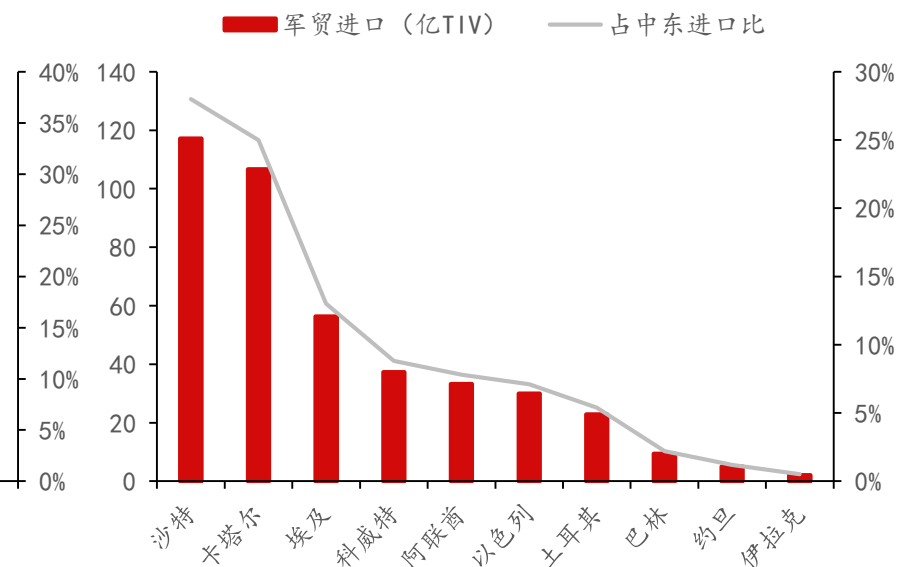
14-23年中东军贸进口量



14-18年中东各国军贸进口量



19-23年中东各国军贸进口量

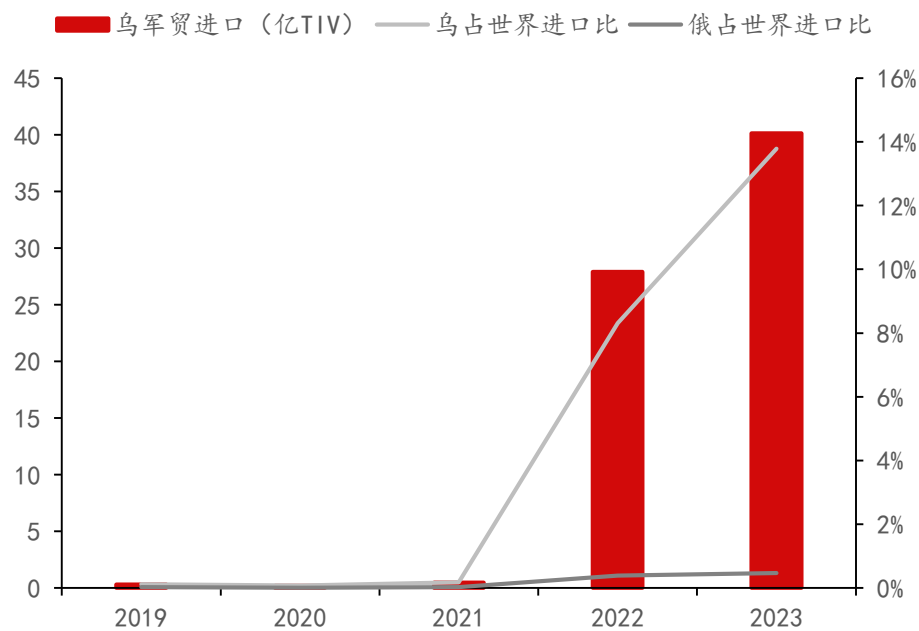


2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大

- 俄乌冲突爆发，乌克兰军贸进口高增，俄罗斯武器需求依靠自产。2022年2月俄乌冲突正式开始后，至少有30多个国家（主要是北约）向乌克兰提供了军事援助，**乌克兰22年军贸进口较21年增长了59.6倍，达到27.9亿TIV；23年同比增长44%，达40.1亿TIV，成为全球最大的军贸进口国，份额为14%**。19-23年，美国提供了乌克兰武器进口量的39%，其次是德国（14%）和波兰（13%）。而俄罗斯武器需求主要依靠自产，军贸进口稳定，19-23年和14-18年分别为2.8和6.0亿TIV。
- 乌克兰主要军贸进口武器为导弹、装甲车和飞机。19-23年，乌克兰进口导弹27.8亿TIV（占有所有进口武器中40%），进口装甲车20.2亿TIV（29%），进口飞机7.5亿TIV（11%），再是防空系统（6.8%）、火炮（6.5%）和传感器（4.8%）。为了扩大乌克兰的军事能力，供应商从2023年开始提供远程系统。例如，波兰和斯洛伐克捐赠了27架剩余的战斗机，法国和英国提供了射程为300公里的导弹。同年，比利时、丹麦、荷兰和挪威也开始准备交付50多架剩余的战斗机。

19-23年乌克兰军贸进口

19-23年乌克兰武器进口

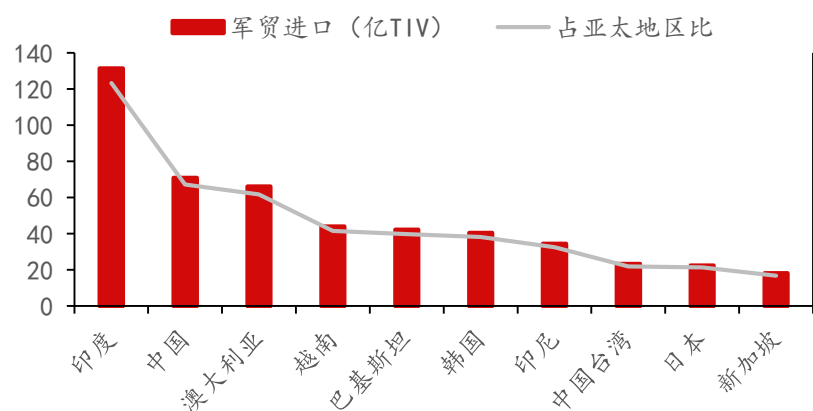


乌克兰武器进口	2019	2020	2021	2022	2023	2019-2023	占比
导弹		5	5	1138	1631	2779	40%
装甲车	5	14	4	781	1219	2022	29%
飞机	18		23	270	437	748	11%
防空系统				202	265	467	6.80%
火炮	6			288	153	447	6.50%
传感器	2		2	68	254	328	4.80%
舰船			11	36	52	99	1.40%
引擎				5	2	7	0.10%
总计	31	19	45	2788	4013	6897	100%

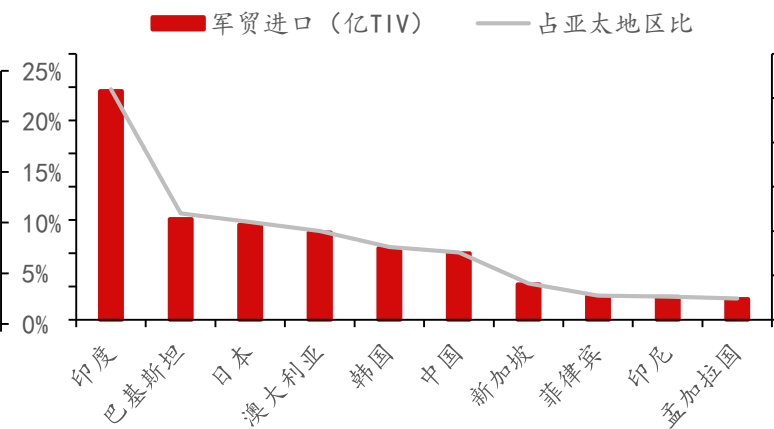
2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大

- ▶ 亚太地区军贸进口需求下降，但仍为进口最大的地区。19-23年，亚太地区军贸进口523.2亿TIV，较上一个5年下降12%，主要系中国武器进口减少，但亚太地区仍为全球军贸进口份额最大的地区，占比37%，全球前十大进口商中有6个来自亚太地区，分别为印、巴、日、澳、韩、中。该地区的主要供应国是美国（占该地区进口的34%）、俄罗斯（19%）和中国（13%）。
- ▶ 日本、菲律宾军贸进口激增，中国军贸进口需求萎缩。19-23年，日和菲军贸进口57.1和14.1亿TIV，较上一个5年激增155%和105%，分别为亚太地区进口榜榜3和榜8，可能均系与中国关系紧张，开始增大军贸进口。中国随着工业实力增强、对军贸进口需求愈来愈弱，19-23年军贸进口从70.9亿TIV削减为39.9亿TIV，较上一5年期减少了44%，预期未来中国生产能力进一步增加，军贸进口需求会进一步减弱。
- ▶ 印度生产力落后，军备主要依赖于进口。印度长期处于军贸进口榜榜一或榜二的位置，由于生产力的落后，印度必须进口大量武器以提升国防实力。19-23年，印度进口137.5亿TIV，较上一5年期小幅上涨4.67%。俄罗斯是印度的主供应商，但占印度进口武器的份额持续下降，从09-13年的76%到14-18年的58%，再到19-23年的36%。
- ▶ 巴基斯坦军贸进口显著增加。19-23年，巴基斯坦军贸进口60.5亿TIV，同比增加43%，居于世界军贸进口榜榜五。巴基斯坦与中国关系密切，在中国的采购占进口份额不断增加，由09-13年的51%增加到14-18年的69%，再增加到19-23年的82%。

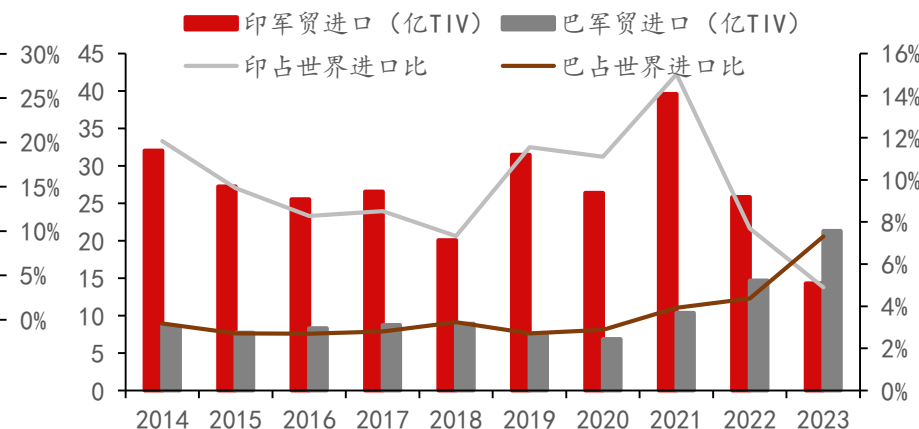
14-18年亚太地区军贸进口量



19-23年亚太地区军贸进口量



14-23年印度和巴基斯坦军贸进口



2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

- 美国是世界军贸出口第一大国，近年军贸出口份额持续提升。19-23年，美国军贸出口583.9亿TIV，较上一个5年期增长17.2%，占世界军贸出口份额42%，增加8pcts。美国前三大顾客为沙特（占美国出口的15%）、日本（9.5%）和卡塔尔（8.2%）。
- 美国飞机、导弹出口增加显著。美国生产的飞机、导弹以其高性能，深受多国喜爱。19-23年，飞机和导弹出口355.6和113.8亿TIV，较上一5年期增加30%和30.2%，占美国军贸出口61%和19%，较上期增加6pcts和1pcts。出口的核心飞机产品为洛克希德·马丁生产的F-35A和F-16。传感器和火炮的出口也有所增加，19-23年分别出口22.8和2.3亿TIV，较上期增加64.4%和37.6%。

F-35A

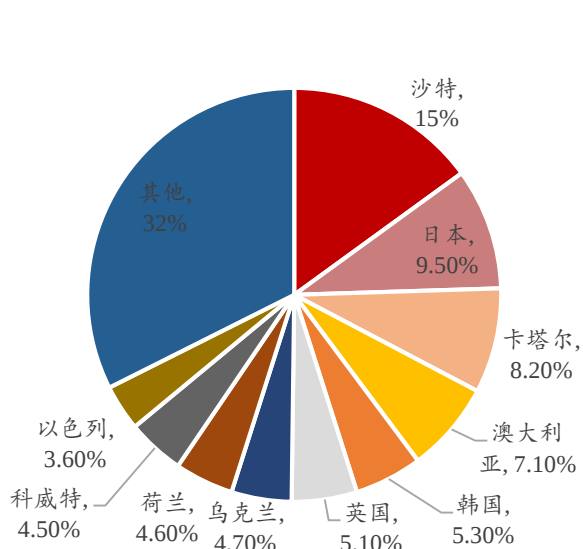
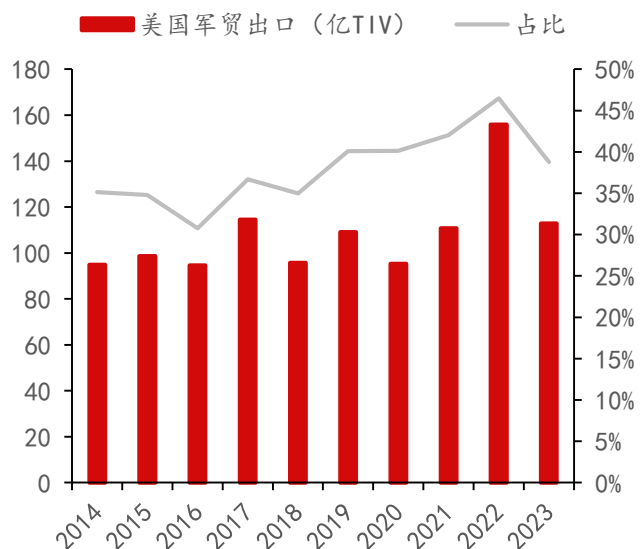


F-16
Fighting
Falcon

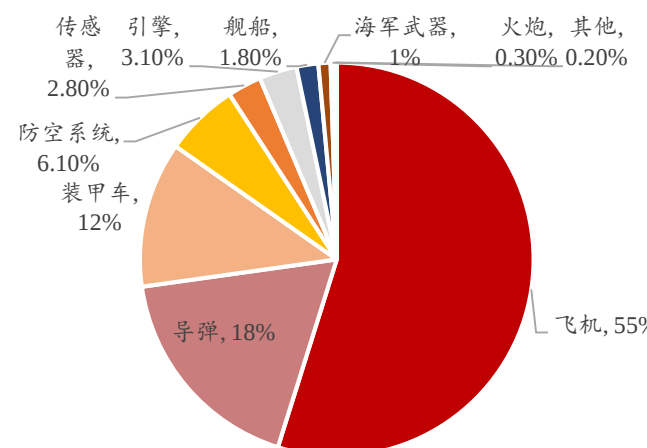


14-23年美国军贸出口量

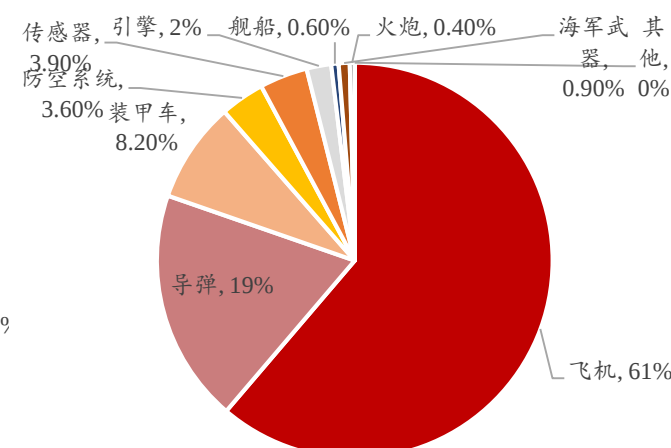
19-23年美国军贸出口前十大客户



14-18年美国武器出口



19-23年美国武器出口



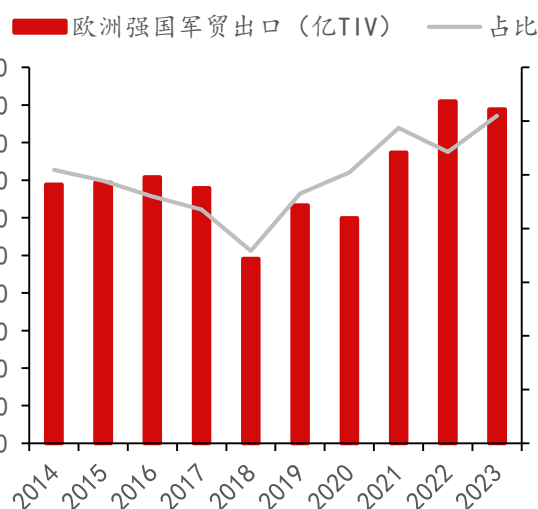
2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

- 近年欧洲强国份额持续提升。14-23年，世界前十军贸出口国包括5个欧洲国家，分别为法（占世界军贸出口份额9%）、德（5.9%）、英（3.9%）、意（3.2%）、西班牙（2.7%）。以该5国表示的欧洲强国军贸出口从18年的49.1亿TIV增长到23年的88.8亿TIV，CAGR为14%，占世界军贸出口的份额从17.9%上升到30.5%。
- 法国超越俄罗斯，成为第二大军贸出口国。19-23年，法国军贸出口152.8亿TIV，较上一个5年增加49.1亿TIV，即增长47.3%，占世界军贸出口10.9%（较上一个5年+3.8pcts），超越俄罗斯，成为世界大二军贸出口国。前3大客户为印度（占法国出口的29%），卡塔尔（17%），埃及（6.4%）。
- 飞机出口增加贡献法国军贸出口增加。19-23年，法国飞机出口85.2亿TIV，较上一5年期增加47.5亿TIV，贡献96.7%的军贸出口增长，占武器出口的比重由14-18年的36%增加到56%，14-18年，法国出口了23架阵风战机，19-23年，这一数字增加到94架。舰船和导弹的出口增长14.3%和58.6%。

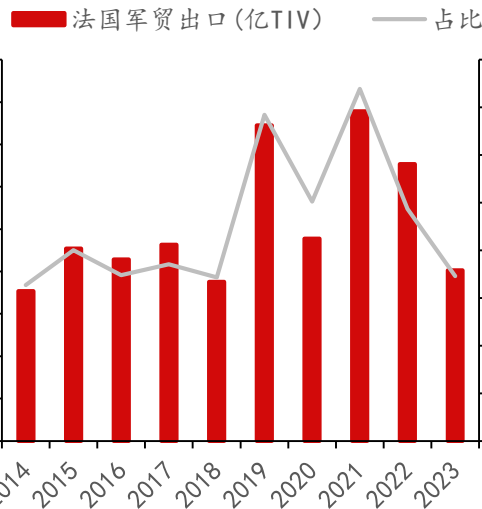
阵风战斗机



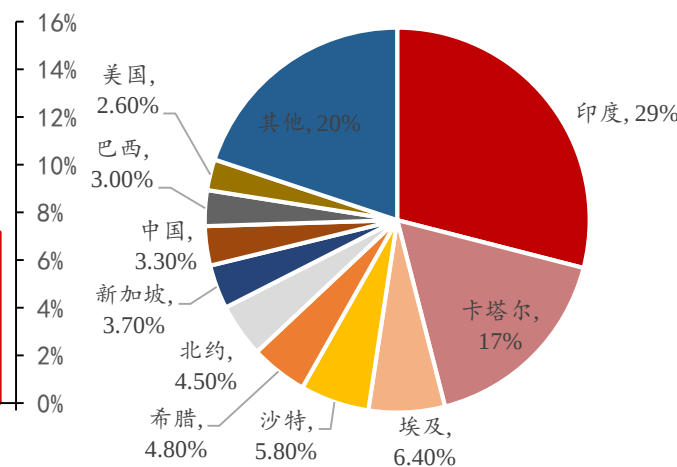
14-23年欧洲强国军贸出口量



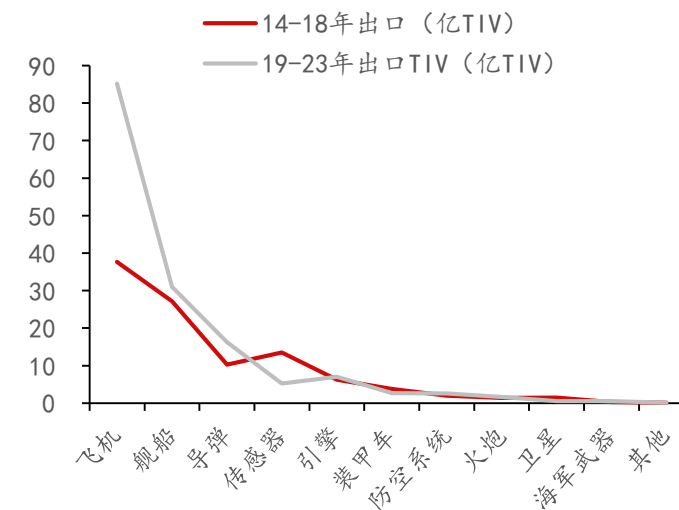
14-23年法国军贸出口量



19-23年法国军贸出口前十大客户



14-23年法国武器出口变化



2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

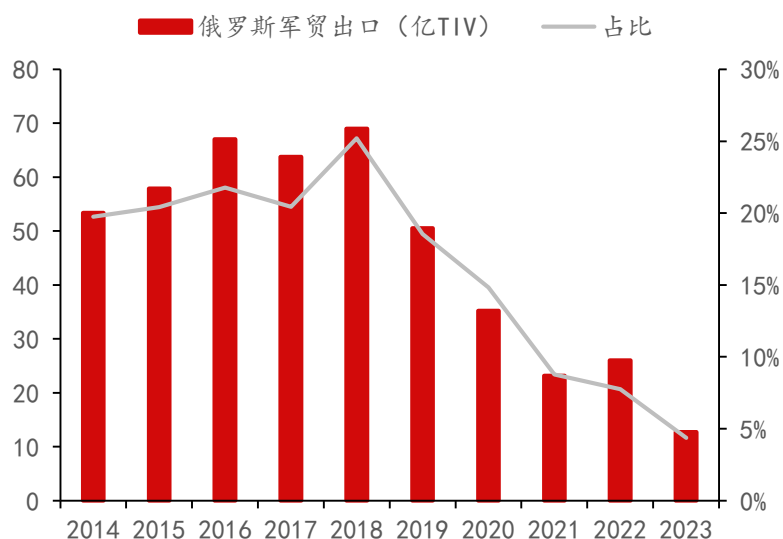
- 俄罗斯军贸出口下降明显，军备生产优先满足内需。自2020年来，俄罗斯军贸出口下降明显，**19-23年军贸出口147.6亿TIV，较上期减少52.5%**，降为世界第3大出口商，**占世界的出口份额由14-18年的21.49%减少到10.54%**，略低于法国的份额。19年有31个国家从俄罗斯获得主要武器，而22年只有14个国家获得主要武器，23年这一数字降至12个。19-23年俄罗斯的前3大客户为印度（占俄罗斯出口的34%）、中国（21%）、埃及（7.5%），**对前10大客户的出口为121.1亿TIV，较上期下降56.2%**，或是受俄乌冲突的影响，军备生产优先满足内需。
- 飞机、导弹、装甲车、舰船出口大幅减少。**19-23年，俄罗斯的飞机、导弹、装甲车和舰船出口分别减少95.3、15.7、13.7和26.7亿TIV，贡献了92.6%的军贸出口下降**。俄罗斯出口的核心武器为Su-30MK、Mi-17。

Su-30MK

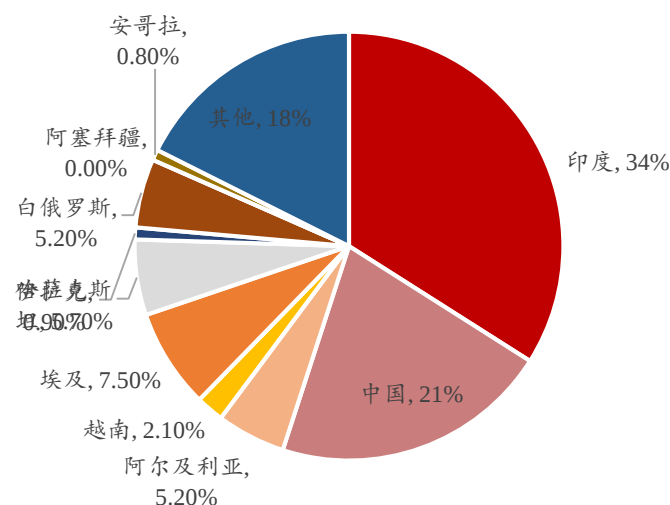


Mi-17

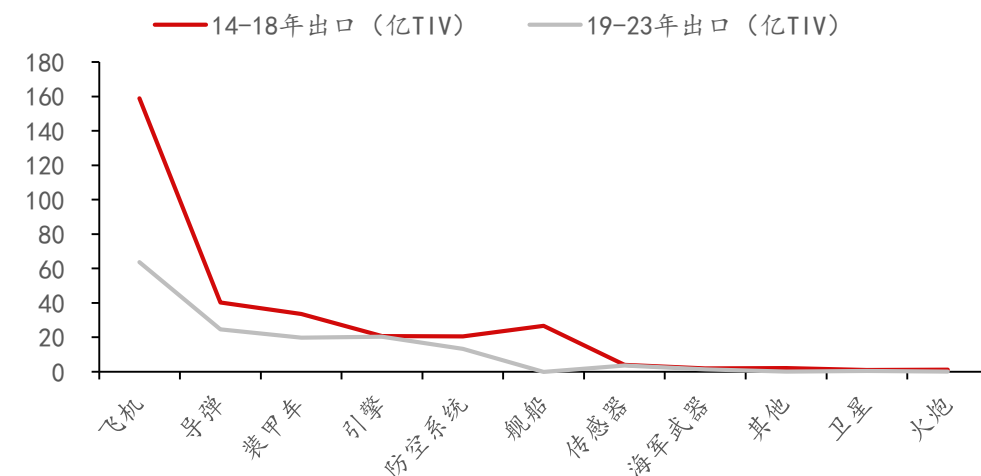
14-23年俄罗斯军贸出口量



19-23年俄罗斯军贸出口前十大客户



14-23年俄罗斯武器出口变化



2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

- 疫情消退，中国军贸出口恢复。疫情对中国军贸出口造成了较大的影响，20年出口较19年同比下降56.1%，疫情消退后，军贸出口逐渐回暖，23年出口达24.3亿TIV，占全球军贸出口8.4%，接近近10年最高点16年的24.5亿TIV。19-23年，累计出口81.2亿TIV，占全球军贸出口5.8%，居军贸出口榜榜四位置。
- 中国军贸客户较为集中，巴基斯坦为最大客户。19-23年，巴基斯坦为中国军贸出口最大客户，出口49.6亿TIV（占中国军贸出口的61%），再是孟加拉国（11%）和泰国（6%），三者合计占78%。
- 出口以飞机、舰船为主，导弹、防空系统出口减少。19-23年，中国飞机和舰船出口24.8和24.9亿TIV，较上期增长8.4%和36.9%，装甲车出口15.4亿TIV，增长19.2%。导弹和防空系统出口下降较为明显，分别减少34.4%和76.6%。核心产品为枭龙战机和054A型护卫舰。

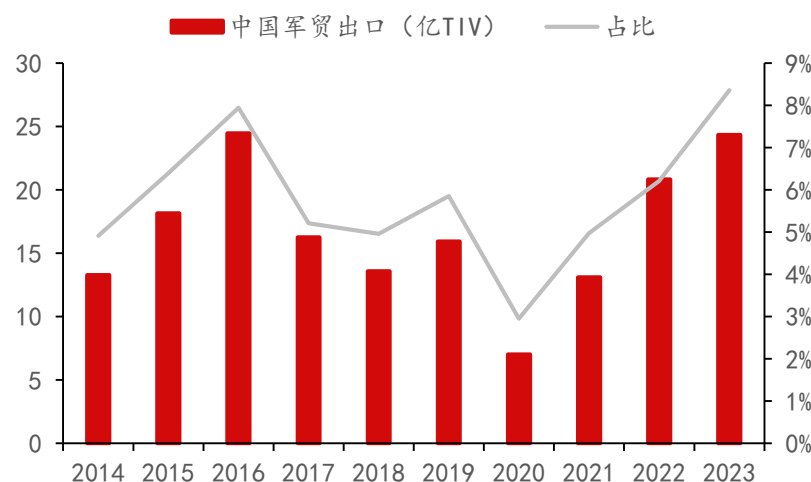
枭龙战机



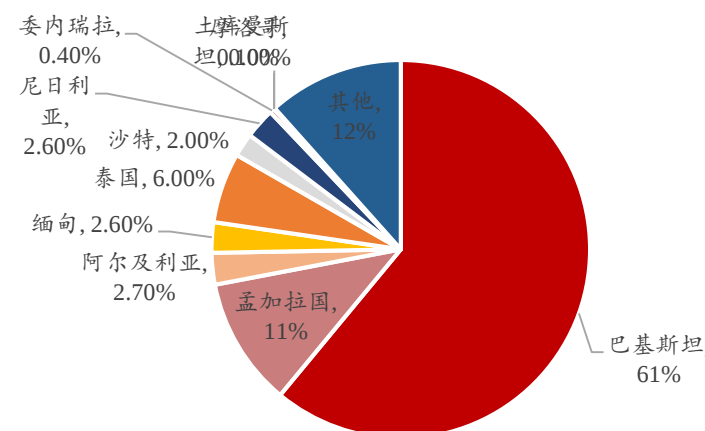
054A型
护卫舰



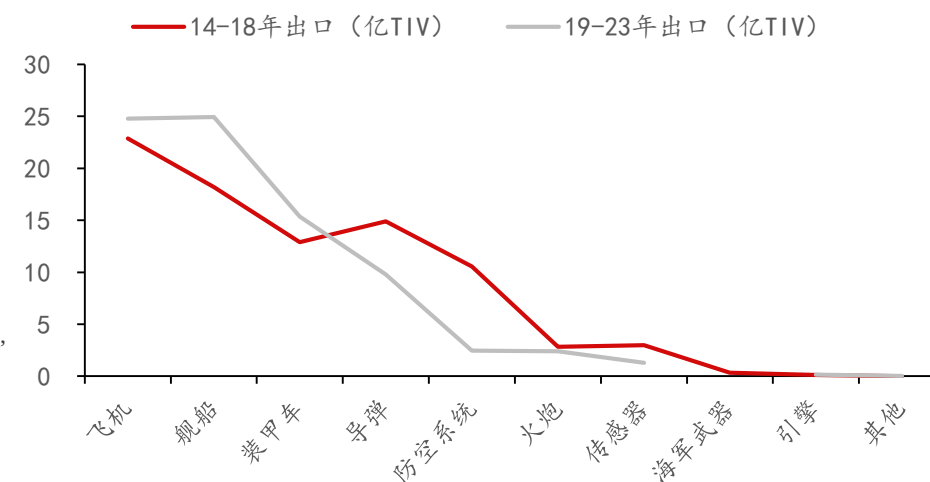
14-23年中国军贸出口量



19-23年中国军贸出口前十大客户



14-23年中国武器出口变化



一、百年大变局，军贸新需求

- 1.1 俄乌战争、中东局势等局部危局凸显，全球地缘形势愈发紧张
- 1.2 地缘冲突加剧，各国军费不断增长
- 1.3 各国军费不断增长，带动军贸需求提升

二、军贸市场需求端分散，供给端集中度高

- 2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大
- 2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

三、当前局势军贸或迎来新的扩张机会，军机、无人机、导弹等装备成为未来军贸主力

- 3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力
- 3.2 无人机：供给端集中度高，我国彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩
- 3.3 导弹：乌克兰为最大导弹进口国，我国导弹出口份额有待提升
- 3.4 远火：现代战争明星武器，我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平
- 3.5 军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点

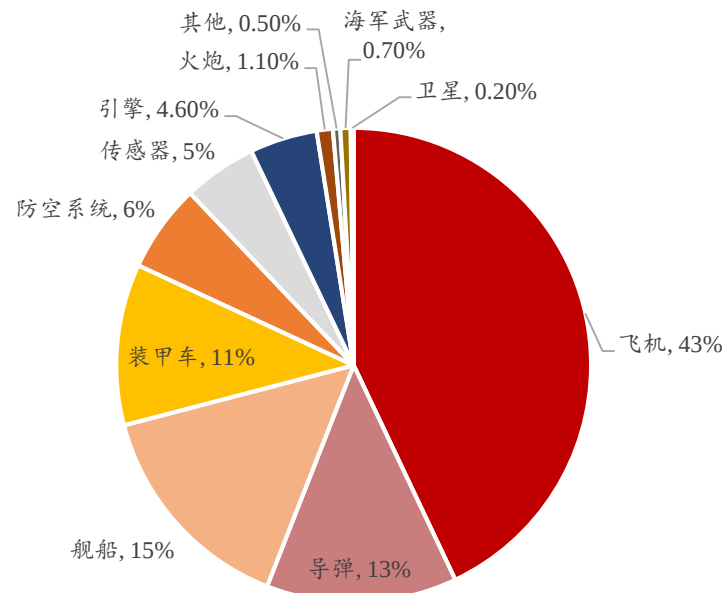
四、产业链梳理及投资建议

- 4.1 军机整机——中航沈飞、中航西飞、中航电测
- 4.2 无人机贸易——中无人机、航天彩虹、航天电子、纵横股份
- 4.3 导弹相关——北方导航、高德红外
- 4.4 军用雷达——航天南湖、国睿科技、四创电子

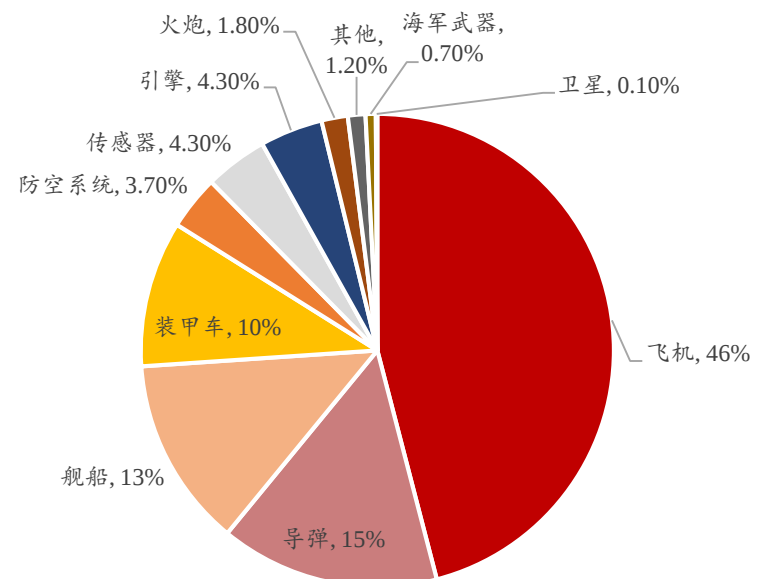
3 当前局势军贸或迎来新的扩张机会，军机、无人机、导弹等装备成为未来军贸主力

- 在全球军贸交易中，军机、导弹、舰船和装甲车为主要产品。14-23年军机、导弹、舰船和装甲车占全球贸易比重为83%。
- 军机、导弹的需求进一步增大。19-23年，全球军贸交易中，军机出口639.1亿TIV，占比46%，交易量较14-18年增长1.74%，市场份额提升2.26pcts，其中无人机出口17.2亿TIV；导弹出口211.4亿TIV，占比15%，交易量较14-18年增长13.11%，市场份额提升2.19pcts，其中GMLRS（远火之一）出口12.6亿TIV。舰船和装甲车的交易份额有所降低，较14-18年分别下降1.63pcts和0.76pct。
- 预期军机、无人机、导弹，和远火等装备成为未来军贸主力。军机对战争结果具有决定性意义，无人机作为新兴的空中作战力量，以其零人员伤亡、非接触、可远程作战等特点，受到各国青睐，导弹具有隐身性、突防性，能超远程对“点”打击，摧毁敌方重要目标，远火具有射程远、精度高、火力覆盖面宽、高速机动的特点。随着地缘冲突加剧，军贸需求增长，预期军机、无人机、导弹，和远火等现代化装备成为未来军贸主力。

2014-2018全球军贸产品结构



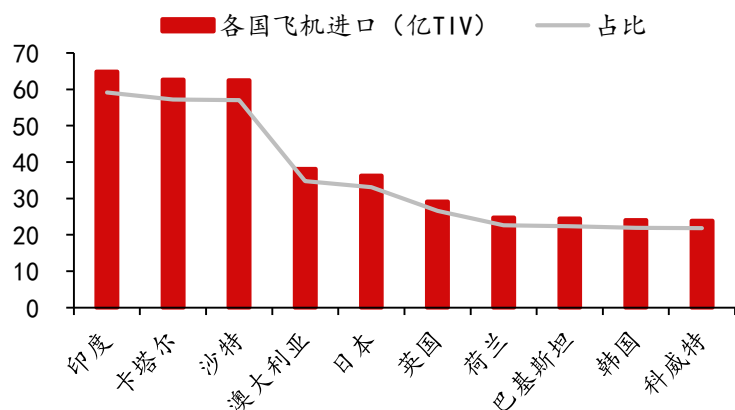
2019-2023全球军贸产品结构



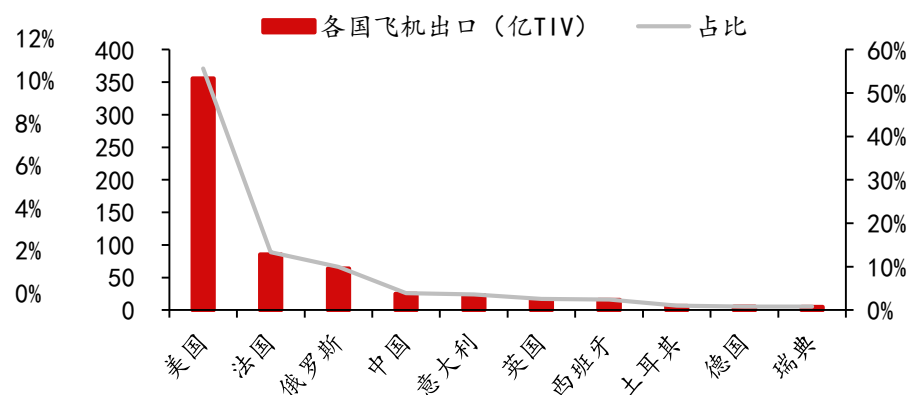
3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力

- 军机为军贸市场主产品。19-23年，军机出口占军贸市场份额为46%，为主要产品。
- 印度、卡塔尔、沙特为主要军机进口国。19-23年，印度、卡塔尔、沙特分别进口军机64.81、62.62、62.45亿TIV，占世界军机进口额10.14%、9.8%、9.77%，合计占29.71%。
- 美、法、俄占据主要军机贸易市场。19-23年，美国、法国、俄罗斯分别出口军机355.62、85.19、63.68亿TIV，占世界军机出口额55.64%、13.33%、9.96%，合计占78.94%；**中国军机出口24.78亿TIV，占3.88%**，份额还较小。
- 军机贸易以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主。19-23年，战斗机出口390.9亿TIV，占世界军机贸易的61.2%，**战斗机贸易最大的机型是美国洛·马公司生产的第五代战机F-35A和第四代战机F-15先进鹰，分别出口122.65和75.15亿TIV，占世界军机贸易19.19%和11.76%**；再是法国达索公司的四代机阵风战机出口48.14亿TIV（占7.53%）；俄罗斯的苏霍伊公司生产的苏30MK战机，出口19.8亿TIV（占3.1%）。
- 运输机、教练机也贡献军机出口份额。19-23年，运输机和教练机出口101.9和16.9亿TIV，分别占世界军机贸易的16%和2.6%，出口运输机主要为波音研制的CH-47支奴干和空客研制的A-330 MRTT，出口教练机主要为原英国霍克·西德利公司设计的Hawk-100。19-23年，预警机出口9.65亿TIV亿，主要为美国诺斯罗普·格鲁曼公司研制的E-2D Hawkeye。

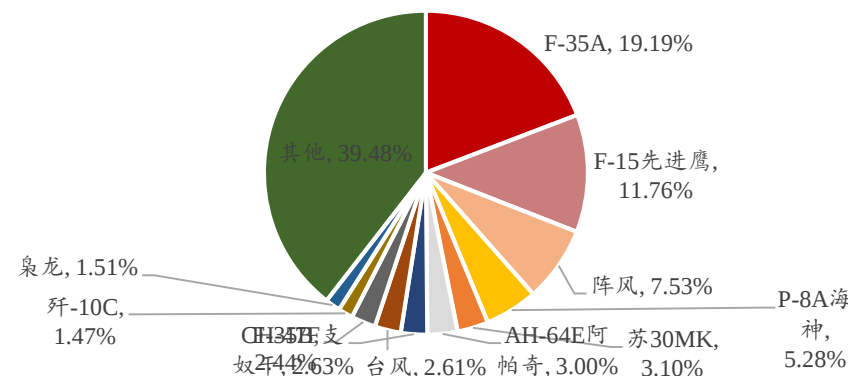
19-23年军机主进口国



19-23年军机主出口国



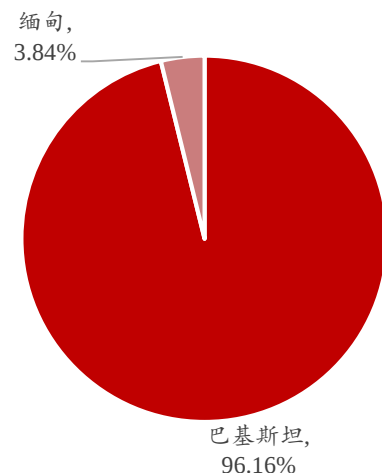
19-23年世界军机贸易结构



3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力

- 歼-10C、枭龙等为中国军机贸易主力。19-23年，中国军机出口机型主要为歼-10C、枭龙，分别出口9.38和9.11亿TIV，占全球军机贸易量1.47%和1.42%。枭龙战机向巴基斯坦出口8.76亿TIV（占枭龙出口96.2%），然后是缅甸，出口0.35亿TIV；歼-10C全出口于巴基斯坦。
- 枭龙战机是由中国和巴基斯坦共同出资，由中航工业成飞等研发的一款低成本多用途战机。枭龙具有突出的中低空高亚音速机动作战能力，较大的航程、作战半径和较长的留空时间，优良的短距离起降特性，和较强的武器装载能力。23年向巴基斯坦交付12台枭龙Block 3，平均单价0.26亿TIV。
- 歼-10C战斗机，是我国自行研制的、具有自主知识产权的高性能、多用途第三代战斗机，具有高可靠性、高生存力和高机动性能，作为新一代多用途战斗机，其作战半径大，起降距离短，攻击能力强，综合作战效能达到国际同类战斗机先进水平。22和23年，中国向巴基斯坦交付25架J-10C战机，平均单价37.5亿TIV。
- 教练机助力中国军机贸易。19-23年，中国教练机出口1.73亿TIV，主要机型为航空工业洪都研制的K-8，出口0.95亿TIV，以及航空工业贵飞研制的FTC-2000G，出口0.63亿TIV。

19-23年中国枭龙战机进口国



枭龙



歼-10C



K-8



FTC-2000G



3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力

- 运输机、加油机、预警机都是现代化战争的重要组成部分，缺一不可。
- 运输机在现代化战争中不可或缺。19-23年，中国出口运输机0.82亿TIV，分别为MA60（出口0.32亿TIV）、Y-8（0.23亿TIV）、Y-12（0.15亿TIV）、E-190（0.12亿TIV）。新舟60（MA60）是航空工业西飞严格按照国际标准进行设计、生产和试飞验证的新型客机，运-8（Y-8）是陕西飞机制造公司研制的四发涡轮螺桨中程多用途运输机。军用运输机是进行现代战争必不可少的一个机种，特别是大、中型军用运输机，它能够及时、快捷输送大量作战人员、武器装备和给养，实施大规模空投、空降，在快速多变和速战速决的现代战争中，运输机占据突出地位。
- 加油机是战斗机的“充电站”。空中加油能够提高飞机的作战半径与机动航程、有效载荷与滞空时间、纵深突击与战场生存能力。21年11月28日，运油—20加油机与战机配合首次绕台。
- 预警机是现代化空战的“大脑”。预警机又叫空中指挥预警飞机，是一种集指挥、控制、通信和情报功能于一体的高技术装备，已成为空中作战和对地打击等精确打击行动的“指挥协调中心”，在现代条件下，如果没有预警机就很难有效地组织大规模空战。2011年12月，作为我国第三个公开的正式预警机型号，首架ZDK-03预警机正式交付国外用户，使中国成为继美国、瑞典和以色列后第四个能够出口固定翼预警机的国家。

MA60



Y-8



运油—20加油机



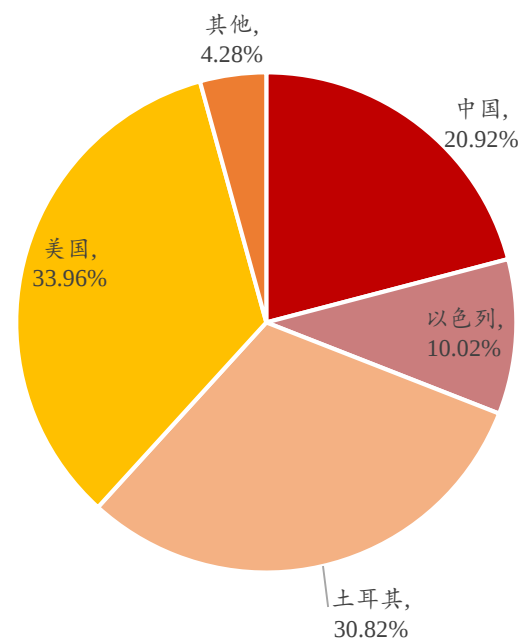
ZDK-03



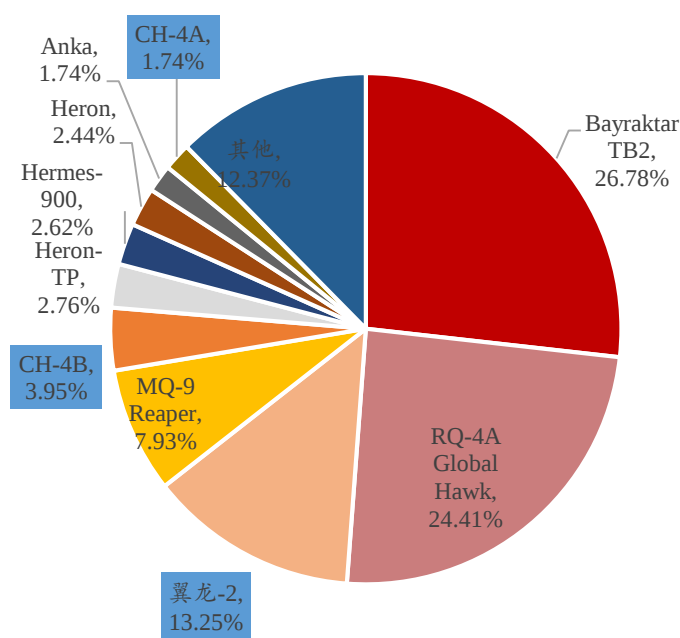
3.2 无人机：供给端集中度高，我国彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩

- 无人机出口供给集中度高。19-23年，无人机出口市场主供给国为美国、土耳其、中国、以色列，分别占据33.96%、30.82%、20.92%、10.02%的份额，合计占据95.72%的份额，集中度高。
- 彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩。19-23年，Bayraktar TB2无人机为军贸市场交易额最大的机型，出口4.6亿TIV（占世界无人机贸易额26.78%），由土耳其Baykar公司开发，是一款多功能、强大的无人机。再是美国生产的RQ-4A Global Hawk和MQ-9 Reaper无人机，分别出口4.2和1.37亿TIV（占24.41%和7.93%）。**我国共出口无人机3.6亿TIV，其中翼龙-2和彩虹-4B、彩虹-4A在军贸市场上占有较大的份额，分别出口2.28、0.68、0.3亿TIV（占世界无人机贸易额13.25%、3.95%、1.74%）。**

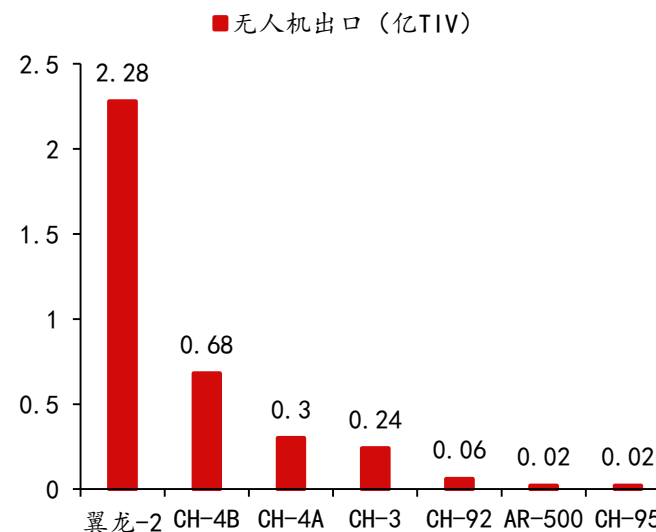
19-23年各国无人机出口份额



19-23年无人机机型出口份额



19-23年中国无人机出口



Bayraktar TB2



翼龙-2



彩虹-4



3.3 导弹：乌克兰为最大导弹进口国，我国导弹出口份额有待提升

- 近年导弹出口额激增，乌克兰为最大的导弹进口国。22-23年，世界导弹分别出口53.6和53.3亿TIV，占世界军贸份额16%和18.3%。乌克兰为最大的导弹进口国，19-23年累计进口27.8亿TIV，占导弹总进口额13.2%。主要系俄乌冲突影响，乌克兰导弹进口激增。
- 我国导弹出口份额相对较低，上升空间广阔。19-23年，导弹主供应国分别是美国、俄罗斯、法国、以色列，分别出口113.8、24.6、16.2、13.6亿TIV，占总导弹贸易的53.8%、11.6%、7.7%、6.5%，**我国的导弹出口份额相对较低，出口9.8亿TIV，占4.6%，上升空间广阔。**
- 贸易额最大的导弹均由美国生产。19-23年，出口额最大的三种型号的导弹为MIM-104 PAC-3 MSE（MIM-104爱国者防空导弹）、GMLRS（远程制导多管火箭炮系统）、AIM-120C AMRAAM（AIM-120空空导弹），分别出口18.4、12.6、11.5亿TIV，占总导弹贸易的8.7%、6%、5.5%，这三款导弹均由美国生产。GMLRS 高出口体现远火成为现代战争明星武器。

MIM-104 PAC-3 MSE

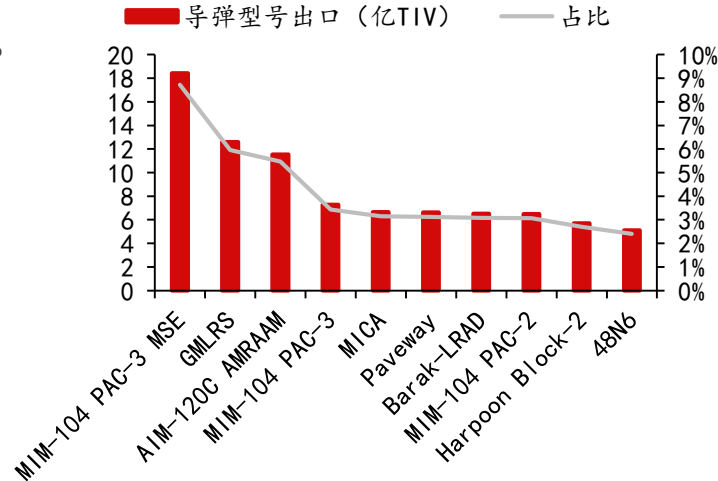
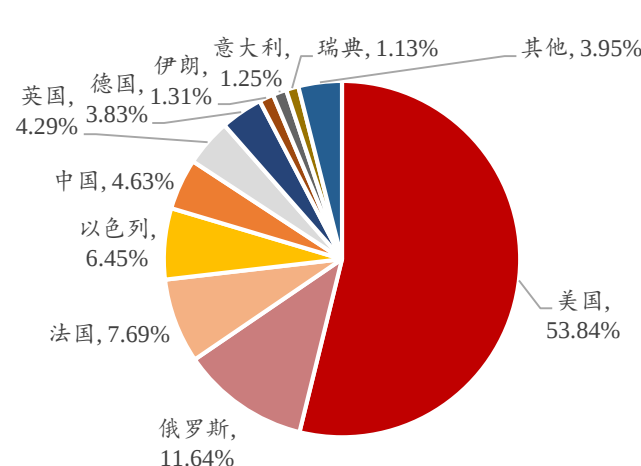
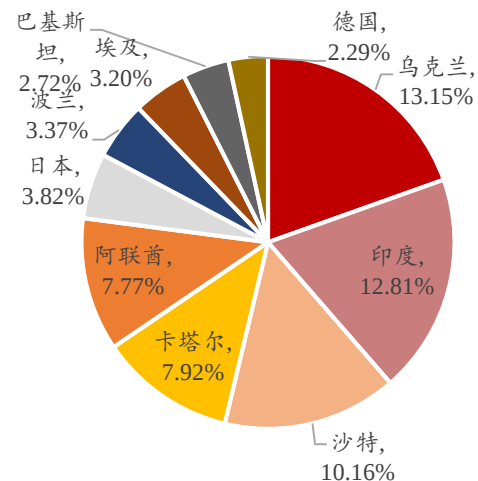
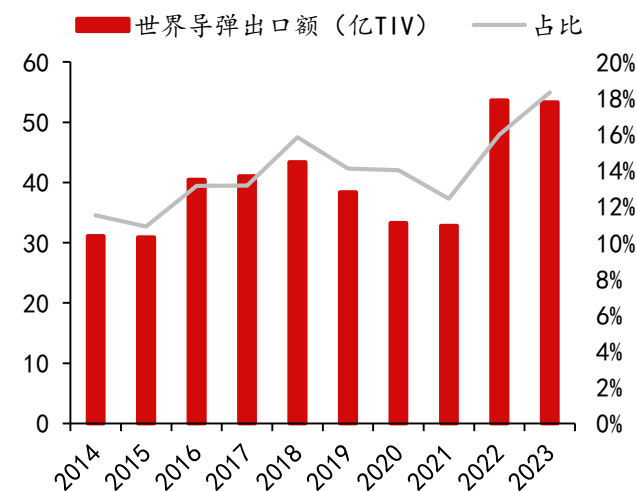


14-23年世界导弹出口额

19-23年各国导弹进口份额

19-23年各国导弹出口份额

19-23年导弹型号出口份额



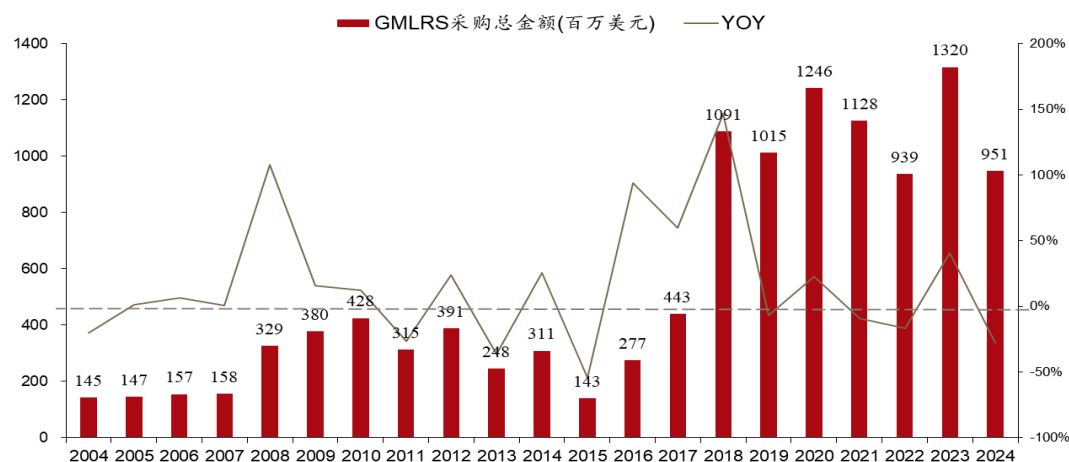
3.4 远火：现代战争明星武器，我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平

- 远火是一种发射远程制导火箭弹的多发联装发射系统，具有低成本、射程远、精度高、火力覆盖面宽、高速机动的特点，用于加强传统火力、补充防空兵力、实施特种作战。**远火兼具火炮的经济性和导弹的打击精确性，效费比高，一定程度上能实现对近程导弹的替代作用。**
- 美国或基于三次对外战争的经验对未来战场远火的重要作用做出判断，自2018年起大幅提高制导火箭弹（GMLRS）采办费，连续7年保持在9.3亿美元以上，2023年采购总额达13.2亿美元创下历史之最，或为我国地面装备发展带来启示。
- 我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平。目前我国远火外贸型号主要有兵器集团生产的远程火箭炮AR-2、AR-3 和SR-5等。航天科工集团的“SY”系列火箭炮，航天科技集团的“A”系列、“WS”系列火箭炮也是市场主要竞争者。我国AR-3远火可搭载750mm超远程火箭弹，最大射程达500公里。AR-3搭配卫星/惯性组合导航系统，实现对150公里以内目标的精确打击，命中精度小于15米。从参数上已赶超美国“海玛斯”火箭炮。

M142“海玛斯”多管火箭炮系统



2018年起美国大幅提高GMLRS采购费用



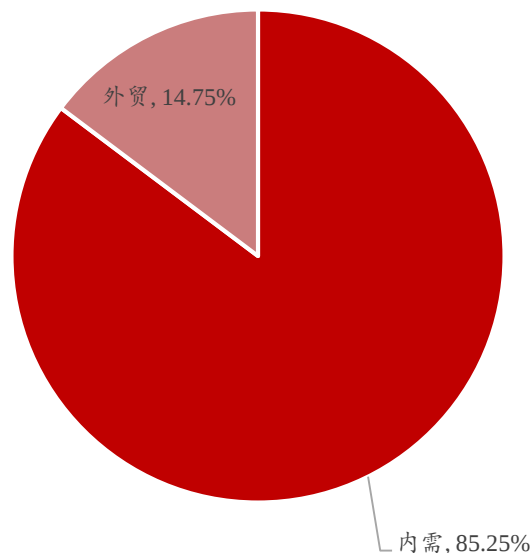
我国远火外贸情况

生产公司	主要外贸型号	出口国家
中国兵器工业集团有限公司	AR-2、AR-3 和SR-5 火蛇、神龙系列火箭弹	阿联酋、埃塞俄比亚、柬埔寨、摩洛哥等
中国航天科工集团有限公司	SY-300、SY-400	缅甸等
中国航天科技集团有限公司	“A”系列、“WS”系列	苏丹、土耳其、巴基斯坦、坦桑尼亚、泰国等

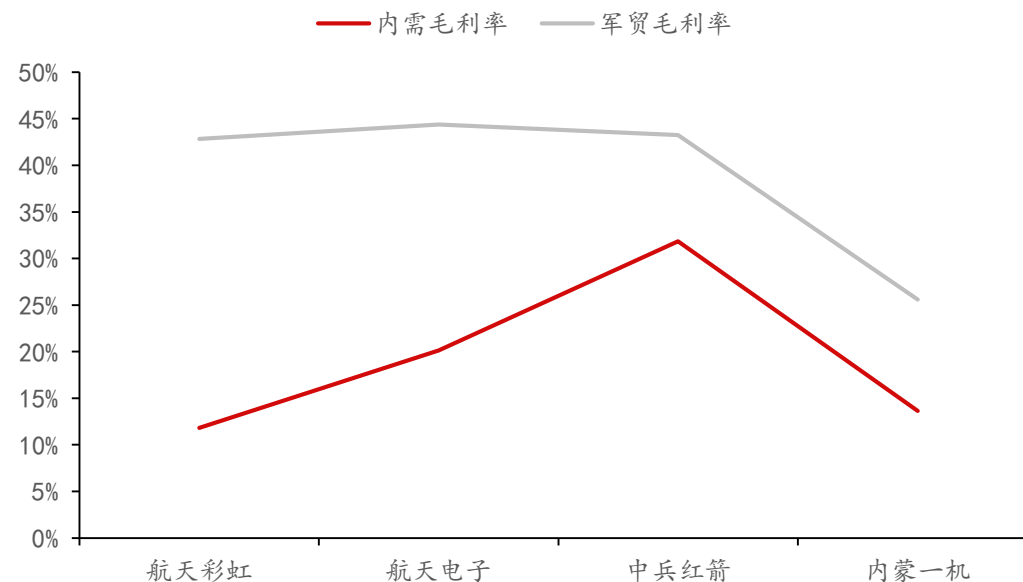
3.5 军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点

- 中国军贸出口占比较少，上升空间广阔。19-23年，中国军贸出口占世界的比重为5.8%，相对于美国的42%还较少；选取申万行业分类，SW国防军工类别作代表，**23年中国军工企业供应国内的收入占比85.25%，来自军贸的收入占比14.75%，军贸收入较少**。随着地缘冲突加剧，各国军费支出增加，军贸进口需求增大，中国军贸出口还有很大的上升空间。
- 军贸产品盈利能力强于国内市场。选取无人机龙头航天彩虹、航天电子产品制造龙头航天电子、兵器龙头中兵红箭和内蒙一机为标杆，**23年军工企业的军贸毛利率明显高于内需军品的毛利率**，内需将“保军强军”作为第一要义，产品利润率有严格的把控，反观军贸方面，军工产品更加具备商品属性，以赚取利润为主要原则，利润率远高于内需军品。
- 军贸出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点。国外军贸进口需求广阔及军贸出口高利润，国内相关企业或将从军贸出口中受益。

23年中国军工板块内需与外贸结构



23年中国军工企业内需与外贸毛利率



一、百年大变局，军贸新需求

- 1.1 俄乌战争、中东局势等局部危局凸显，全球地缘形势愈发紧张
- 1.2 地缘冲突加剧，各国军费不断增长
- 1.3 各国军费不断增长，带动军贸需求提升

二、军贸市场需求端分散，供给端集中度高

- 2.1 需求端：各国家/地区应对地区局势，对军贸需求差别较大
- 2.2 供给端：近年来欧美份额持续提升，俄罗斯份额下降，我国或迎来新的军贸拐点

三、当前局势军贸或迎来新的扩张机会，军机、无人机、导弹等装备成为未来军贸主力

- 3.1 军机：以欧洲三、四代机和美国五代机F35为主，我国歼-10C、枭龙等为军贸主力
- 3.2 无人机：供给端集中度高，我国彩虹、翼龙系列无人机在国际市场大放光彩
- 3.3 导弹：乌克兰为最大导弹进口国，我国导弹出口份额有待提升
- 3.4 远火：现代战争明星武器，我国远火谱系众多，技术处于世界一流水平
- 3.5 军贸产品盈利能力强于国内市场，出口赛道或为国内相关企业提供新的盈利增长点

四、产业链梳理及投资建议

- 4.1 军机整机——中航沈飞、中航西飞、中航电测
- 4.2 无人机贸易——中无人机、航天彩虹、航天电子、纵横股份
- 4.3 导弹相关——北方导航、高德红外
- 4.4 军用雷达——航天南湖、国睿科技、四创电子

4.1 军机整机

- 中航沈飞：“中国战机第一股”，FC-31五代战机有望走向世界军贸市场
集科研、生产、试验、试飞、维修与服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业，是我国研制先进中型歼击机和高速无人机的主要基地。
- 中航西飞：军用大中型飞机制造龙头，运-20有望迎来出口机会
主要从事大中型飞机整机及航空零部件等航空产品的研制、批产、维修及服务，目前主要产品有大中型运输机、轰炸机、特种飞机等。
- 中航电测：成飞资产注入，公司华丽蜕变，或持续受益于行业增量
成飞主营业务为航空装备整机及部附件研制生产，主要产品包括航空防务装备和民用航空产品。航空防务装备以歼击机等为主要产品，民用航空产品主要为国内外民机零部件。

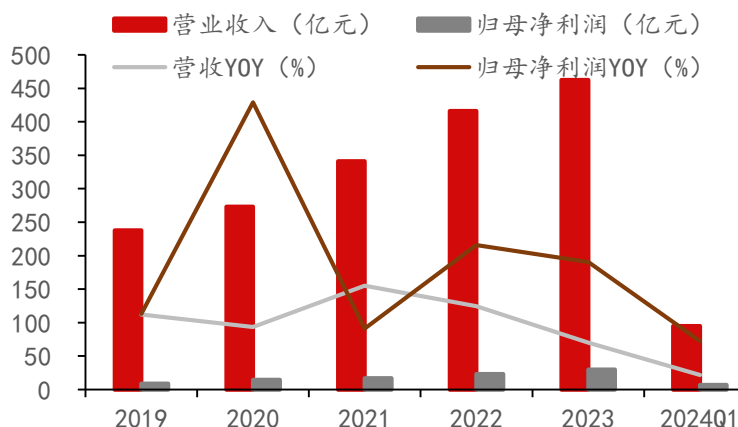
表：相关标的2024-2026盈利预测表(中航沈飞、中航西飞相关预测数据来自方正研究所)

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600760. SH	中航沈飞	1156. 02	551. 13	652. 07	750. 32	37. 30	45. 22	54. 51	26. 88	22. 18	18. 40
000768. SZ	中航西飞	701. 28	481. 76	582. 94	695. 72	11. 29	14. 54	18. 16	53. 80	41. 78	33. 46

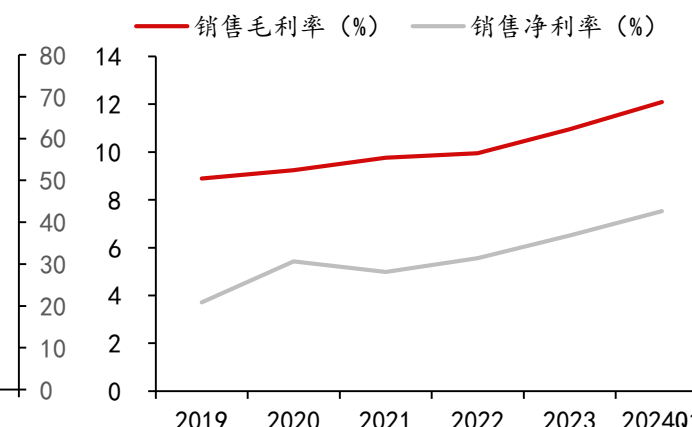
4.1.1 中航沈飞：“中国战机第一股”，FC-31第五代战机有望走向世界军贸市场

- **航空装备的整机龙头，“中国战机第一股”。**2017年12月，航空工业沈阳飞机工业(集团)有限公司100%股权注入中航黑豹股份有限公司成为中航黑豹的唯一全资子公司，实现了核心军工资产整体上市。2018年1月，中航黑豹证券简称更名为中航沈飞，被誉为“中国战机第一股”。
- **降本增效持续推进，23年利润端实现较高增速。**23年，公司实现营收462.48亿(+11.18%)，归母净利润30.07亿(+30.47%)，主要是因为公司营业收入增加及持续推进降本增效。24Q1公司实现营收94.93亿(+3.47%)，归母净利润7.16亿(+11.58%)。公司的毛利率和净利率稳定上升，分别从19年的8.9%和3.71%增长到12.09%和7.52%。
- **公司是集科研、生产、试验、试飞、维修与服务保障为一体的大型现代化飞机制造企业，是我国研制先进中型歼击机和高速无人机的主要基地。**2018年，沈飞就公开了“暗剑高速无人机的照片；作为歼11B、歼15和歼16的摇篮，公司有能力承制下一代中型歼击机，为我国空军和海军的建设锦上添花。
- **FC-31第五代战机有望走向世界军贸市场。**FC-31代号“鹞鹰”，是航空工业沈飞针对国际市场需求研制的第五代单座双发隐形战斗机，综合作战效能优异，具有自主知识产权。一些希望换装第五代战斗机却又买不起或买不到F-35的外国空军，有可能转而寻求采购FC-31战斗机，FC-31有望走向世界军贸市场。

中航沈飞19-24Q1营收和归母净利润



中航沈飞19-24Q1销售毛利率和净利率



FC-31鹞鹰飞机



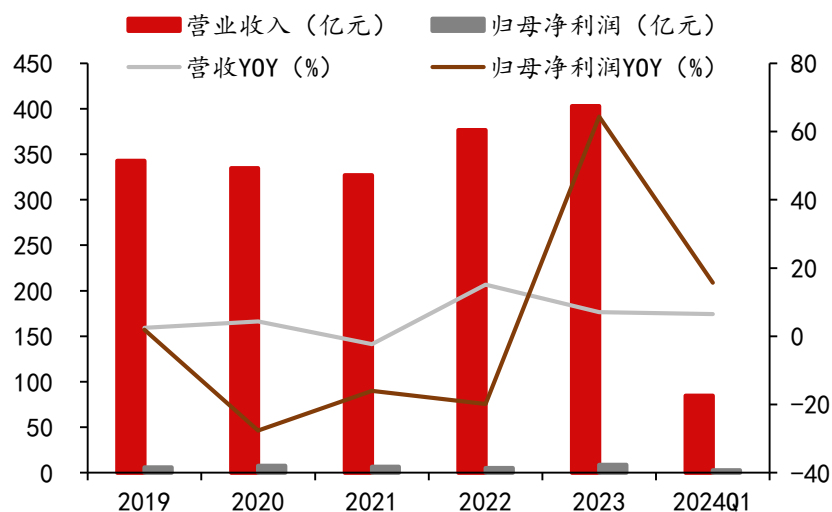
歼-16



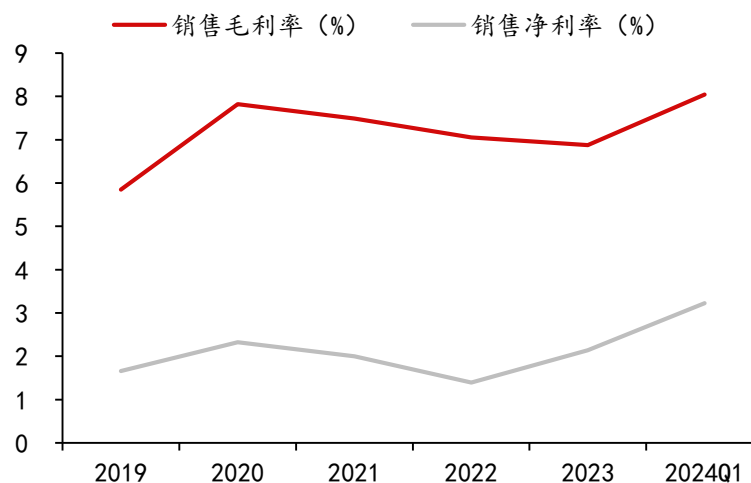
4.1.2 中航西飞：军用大中型飞机制造龙头，运-20有望迎来出口机会

- **军用大中型飞机制造龙头。**中航西飞是我国主要的军用大中型运输机、轰炸机、特种飞机等飞机产品的制造商，是我国最大的运输机研制生产基地，还承担C919、ARJ21、AG600等大中型民用飞机机体部件设计、制造、配套与服务。
- **降本增效成果显著，公司业绩得到提升，**23年和24Q1营收分别为403.01和84.55亿元（同比+7.01%和6.45%），归母净利润为8.61和2.72亿元（+64.41%和15.67%），19年-24Q1，销售毛利率和净利率震荡上行，从5.85%和1.66%增长至8.05%和3.22%。
- **聚焦航空装备发展，推动运-20列装。**运-20代号“鲲鹏”，主要是由中航工业西飞研制的军用大中型运输机，2016年7月6日，两架运-20正式列装服役，加入人民空军，起飞重量为200吨级，标志着中国空军正式开始具备强大的战略投送能力。运-20还可作为预警机、空中加油机和大型电子侦察机等“特种机”的平台。若将运-20改装为空中加油机，将显著提高空军的持续作战时间和机动能力，若将运-20作为反潜巡逻机和电子侦察机的平台，将进一步拓展中国海空力量的巡航范围。
- **运-20有望迎来出口机会。**航空工业集团在第十八届迪拜国际航空航天博览会展出换装新型国产大涵道比涡扇发动机的运-20改进型运输机模型，运-20有望迎来出口机会，走向国际军贸市场。

中航西飞19-24Q1营收和归母净利润



中航西飞19-24Q1销售毛利率和净利率



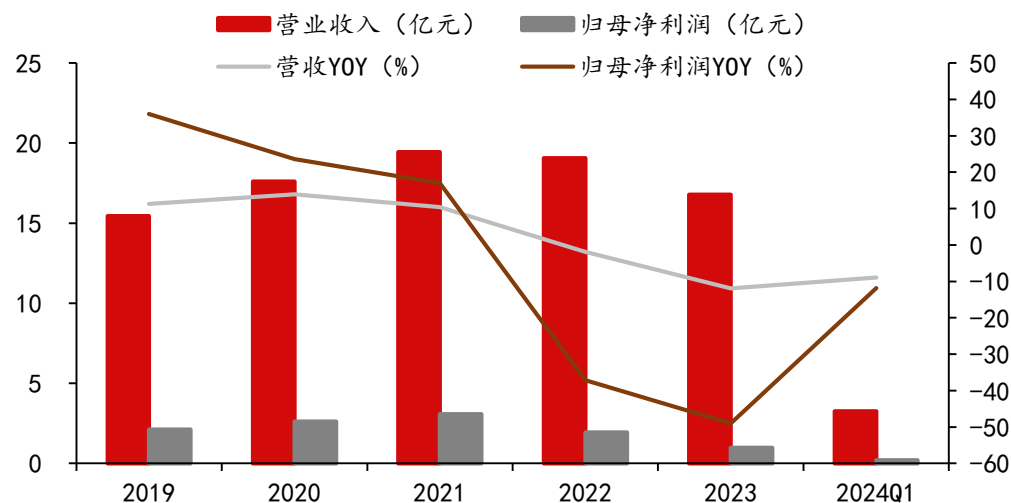
运-20



4.1.3 中航电测：成飞资产注入，公司华丽蜕变，或持续受益于行业增量

- **成飞资产注入，公司华丽蜕变。**中航电测是航空工业集团旗下上市公司，主营业务分为航空军品、传感控制、智能交通三类。2023年2月1日，公司与航空工业集团签署协议，拟发行股份收购成飞，成飞将借壳上市。航空工业成飞主营业务为航空装备整机及部附件研制生产，主要产品包括航空防务装备和民用航空产品。航空防务装备以歼击机等为主要产品，民用航空产品主要为国内外民机零部件。
- **22年-24Q1，公司营收和归母净利润均持续下滑，23年分别为16.77和0.98亿，22-23年成飞的营收为672.91和749.68亿，归母净利润为13.13和24.23亿。交易完成后，公司质量大幅提高，产业链大幅拓宽，航空整机将作为公司主业，公司完成蜕变。**
- **国防建设主力军，或持续受益于行业增量。**成飞的航空防务装备业务是承担我国航空装备体系化建设任务，加强国防科技工业能力建设的重要组成部分，其存在具有必要性和合理性。歼5、歼7、歼10、歼20、枭龙等系列飞机都出自成飞之手，歼-10C和枭龙为我国在军机贸易市场的主力机型，歼-20隐身战机是新一代隐身战机，也是我国航空工业研制的第一型隐身战机，18年2月歼-20开始列装空军作战部队，标志着空军在贯彻落实“空天一体、攻防兼备”战略要求方面迈出了坚实的步伐。地缘冲突带来军机需求增长，公司或从中持续受益。

中航电测19-24Q1营收和归母净利润



歼-20



歼-10



4.2 无人机贸易

- 中无人机：翼龙系列产品需求广泛，外贸与内需驱动公司经营
公司是专注于大型固定翼长航时无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案提供商，是国内大型固定翼长航时无人机的领军企业。
- 航天彩虹：彩虹系列无人机出口先发优势明显，军贸需求增长带动公司业绩
公司是专注于彩虹无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案提供商，是国内中大型无人机领域的领军企业。
- 航天电子：飞鸿系列无人机和飞腾系列精确制导武器构建无人作战体系
子公司航天飞鸿主要产品包含飞鸿系列无人机和飞腾系列精确制导武器
- 纵横股份：产品谱系全面，部分重点产品取得出口资质，24年或迎来新发展机遇
公司产品涵盖谱系化的垂直起降固定翼无人机、多旋翼无人机、大型固定翼无人机、无人值守系统等全谱系无人机产品。

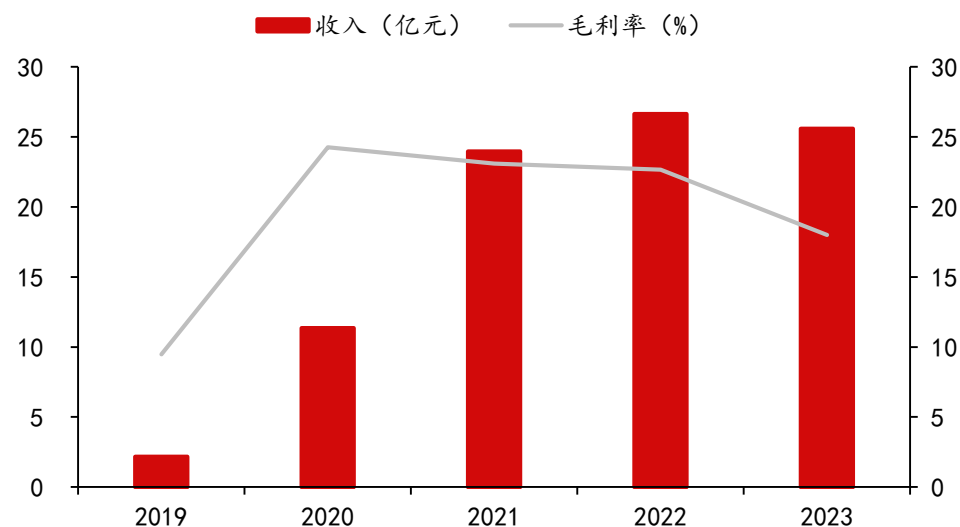
表：相关标的2024-2026盈利预测表(公司预测数据均采用wind一致预测)

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688297. SH	中无人机	206. 82	32. 17	41. 51	51. 32	3. 50	4. 30	5. 26	59. 08	48. 10	39. 34
002389. SZ	航天彩虹	126. 55	38. 74	51. 35	62. 31	2. 96	4. 11	5. 30	42. 82	30. 81	23. 89
600879. SH	航天电子	244. 48	203. 73	225. 95	253. 58	7. 87	8. 98	10. 85	31. 08	27. 23	22. 54
688070. SH	纵横股份	22. 46	-	-	-	-	-	-	-	-	-

4.2.1 中无人机：翼龙系列产品需求广泛，外贸与内需驱动公司经营

- 大型固定翼长航时无人机系统的领军企业，翼龙系列无人机系统是公司核心产品。公司是专注于大型固定翼长航时无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案提供商，公司是国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业，公司无人机系统产品包括翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-2等翼龙系列无人机系统，具备长航时、全自主多种控制模式、多种复合侦察手段、多种载荷武器集成、精确侦察与打击能力和全面灵活的支持保障能力。
- 无人机系统及相关产品收入逐年提升。19-23年，公司无人机系统及相关产品收入从2.16亿增长至25.58亿元，CAGR为85.51%，23年收入小幅下降，同比-3.98%，主要是受市场需求萎缩的影响。
- 无人机外贸与内需驱动公司经营。外贸方面：翼龙系列无人机系统已出口“一带一路”沿线多个国家，是我国军贸无人机出口的主力型号，19-23年，翼龙-2无人机出口2.28亿TIV，占世界无人机贸易额13.25%，为世界第三，中国第一无人机出口型号。内需方面：无人机在军民用市场上应用场景不断拓展，受益于行业、技术和包括“国债”项目等政策的支持，预计在未来一段时间内将继续保持增长态势。

中无人机19-23年无人机系统及相关产品收入及毛利率



翼龙-2H应急救援型



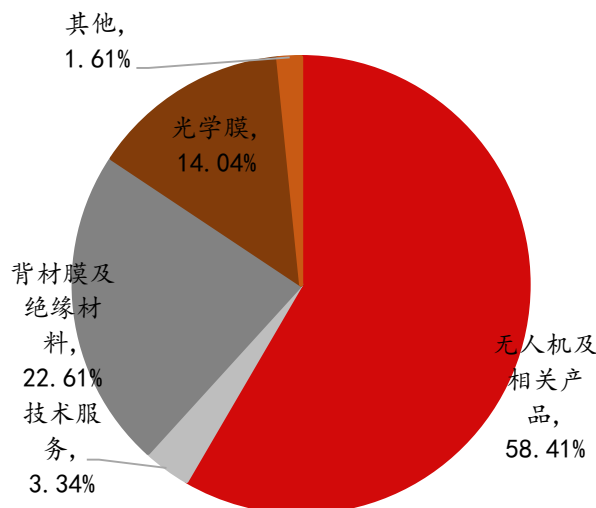
翼龙-2H气象型



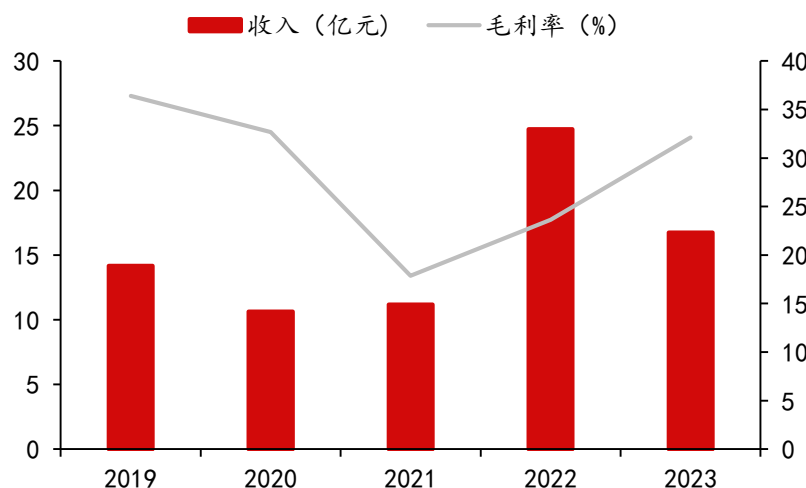
4.2.2 航天彩虹：彩虹系列无人机出口先发优势明显，军贸需求增长带动公司业绩

- 中大型无人机领域的领军企业，已构建起远中近程、高中低空、高速和低速相结合的无人机应用体系。公司是专注于彩虹无人机系统成体系、多场景、全寿命的整体解决方案提供商，是国内中大型无人机领域的领军企业，成熟产品包括彩虹8系列旋翼类无人机，彩虹-3中空多用途无人机、彩虹-4中空察打一体无人机、彩虹-5中空长航时无人机、彩虹-804D复合翼垂直起降无人机等。公司瞄准察打一体无人机领域，结合整机研发同步研制射手系列空地导弹配装彩虹无人机。基于彩虹无人机平台，牵引供应商开发光电载荷、高清相机、雷达设备、电子侦察设备等十余种任务载荷，形成较好的应用扩展性和兼容性。
- 彩虹系列无人机出口先发优势明显。彩虹系列无人机从 2004 年起实现批量出口，远销非洲、亚洲的十余个国家，整机出口数量及金额在国内领先。
- 无人机军贸需求增长带动公司业绩。23年公司海外收入占营收41.28%，军贸出口收入为公司收入重要组成部分，无人机及相关产品收入占营收58.41%，为公司主要业务，22年公司无人机产品收入24.73亿，同比高增121.2%，23年有所回落为16.74亿。公司无人机毛利率自21年下跌后逐年恢复，23年达32.11%。随世界军贸进口需求增长，无人机这类现代化武器需求增加，预期公司无人机业务将从军贸赛道中受益。

航天彩虹23年收入构成



航天彩虹19-23无人机系统及相关产品



彩虹-5无人机



射手-2 (AR-2) 导弹



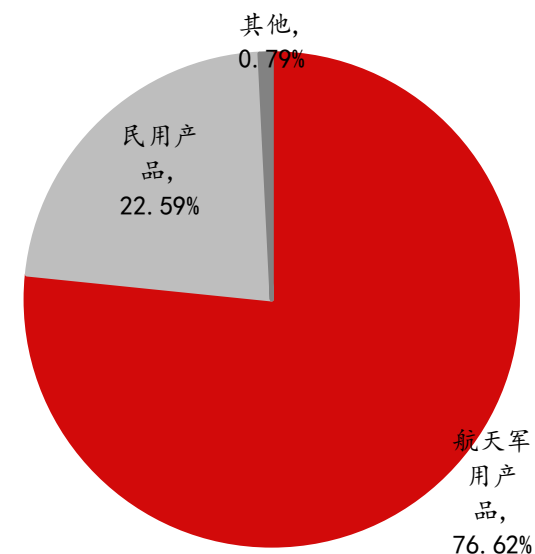
射手-1 (AR-1) 导弹



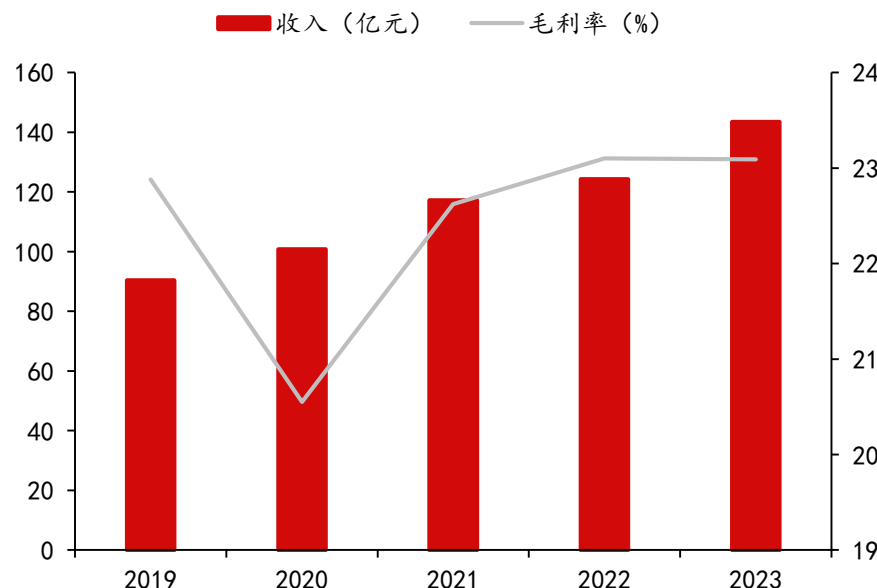
4.2.3 航天电子：飞鸿系列无人机和飞腾系列精确制导武器构建无人作战体系

- ▶ 航天电子是中国航天科技集团公司旗下从事航天电子测控、航天电子对抗、航天制导、航天电子元器件专业的高科技上市公司。
- ▶ 航天军用产品收入逐年上升。19-23年，公司的航天军用产品收入从90.36亿增长至143.49亿，稳定上升，CAGR为12.26%，23年航天军用产品占营收76.62%。
- ▶ 2018年公司与控股股东航天时代共同投资设立航天飞鸿，将无人机所进行法人实体化运作，打造公司无人机产业发展平台。
- ▶ 飞鸿系列无人机和飞腾系列精确制导武器构建无人作战体系。航天飞鸿主要产品包含飞鸿系列无人机和飞腾系列精确制导武器。飞鸿系列无人机已形成了型谱规划完整、系统高度自主的“远中近结合”“高低速互补”“固定翼旋翼兼具”、从300g至8t级的超近程、近程、中远程、巡飞作战四大系列30余型产品，产品多次亮相重大军事活动。其中，飞鸿-97中程高速察打无人机系统、高速察打无人直升机系统作为年度亮点产品首次亮相，展示多层次、立体化、智能化的侦察打击能力。飞腾系列精确制导产品具有小型化、高精度、复合模式、低成本、智能化、模块化、系列化的明显优势并已具备一定的国际知名度。

航天电子23年收入构成



航天电子19-23航天军用产品收入



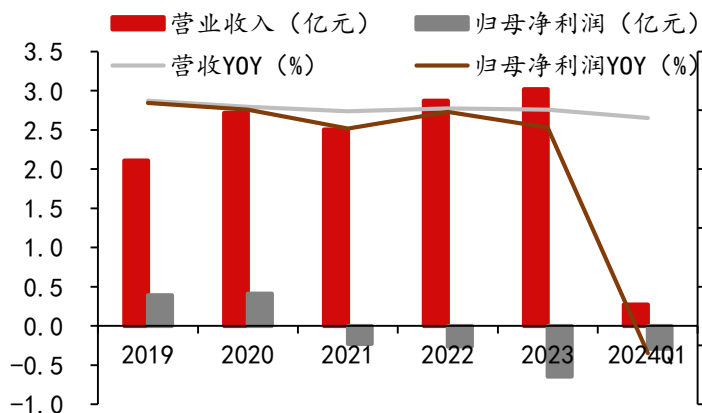
飞鸿系列无人机



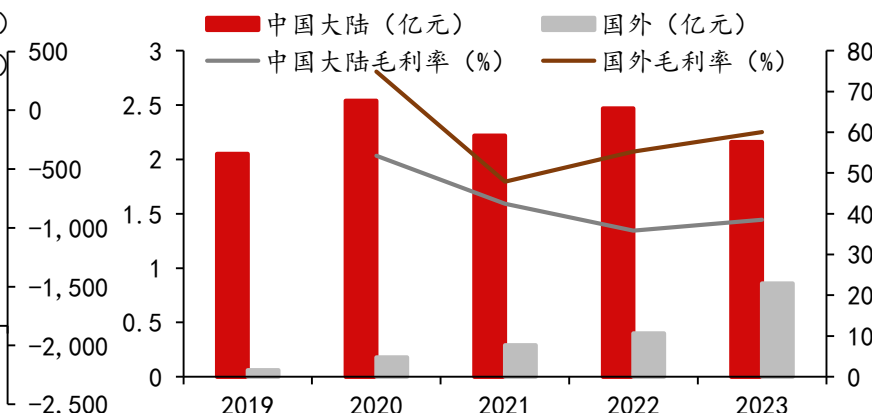
4.2.4 纵横股份：产品谱系全面，部分重点产品取得出口资质，24年或迎来新发展机遇

- **深耕无人机行业，产品谱系全面。**公司自2010年设立以来开展无人机飞控与导航系统相关产品研发，通过多年持续深耕行业发展，到2023年末，公司产品涵盖谱系化的垂直起降固定翼无人机、多旋翼无人机、大型固定翼无人机等全谱系无人机产品。
- **公司当前的重点销售机型为CW-15、CW-25E、CW-100等产品。**其中CW-15垂直起降固定翼为纯电动无人机，通过主动安全技术保障飞机从起飞到降落的全部过程，大幅提升无人机的安全保障能力，CW-100无人机为超长航时垂直起降油电混合固定翼无人机，飞行时间可达10小时，有效载荷能力达25kg，能同时搭载遥感传感器、稳定云台、光电吊舱、定位定姿系统等多种任务设备。
- **19-23年，公司营收稳中有升，从2.11亿增长到3.02亿，归母净利润持续下滑，从0.39亿下降至-0.64亿，**主要系公司坚持技术创新，研发投入较高，以及销售费用较大所致。24Q1营收和归母净利润分别为0.27和-0.29亿。19-23年，公司在中国大陆的收入小幅波动，来自国外的收入不断上升，从0.06增至0.86亿，CAGR为94.57%，且国外收入的毛利率各年均高于中国大陆的。
- **部分重点产品取得出口资质，24年或迎来新发展机遇。**国内市场，在应急领域，公司有望利用应急等领域2024年专项政策，大力推进公司CW-100应急通信侦察无人机系统等产品在航空应急救援体系的产品销售；海外市场方面，公司部分重点产品取得出口资质，公司有望抓住国家一带一路发展机遇，深化大型国企合作伙伴关系，依托其国际销售网络等优势，持续扩大产品在海外市场的销售。

纵横股份19-23年收入及净利润



纵横股份19-23年分地区收入及毛利率



CW-100垂直起降固定翼无人机



4.3 导弹相关

- 北方导航：制导控制龙头，远火内需外贸双轮驱动业绩增长
公司主营制导控制系统，是制导火箭弹产业链重要的二级配套厂商。
- 高德红外：推进完整装备系统总体产品海外业务合作，带动公司业绩增长
以红外热成像技术为核心，产品广泛应用于国防、航空航天、工业检测、检验检测、安防监控、汽车辅助驾驶和消费电子等领域。

表：相关标的2024-2026盈利预测表(公司预测数据均采用wind一致预测)

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600435. SH	北方导航	130. 39	42. 93	52. 80	64. 55	2. 56	3. 25	4. 04	50. 85	40. 17	32. 24
002414. SZ	高德红外	248. 56	33. 55	42. 05	-	5. 76	7. 97	-	43. 14	31. 19	-

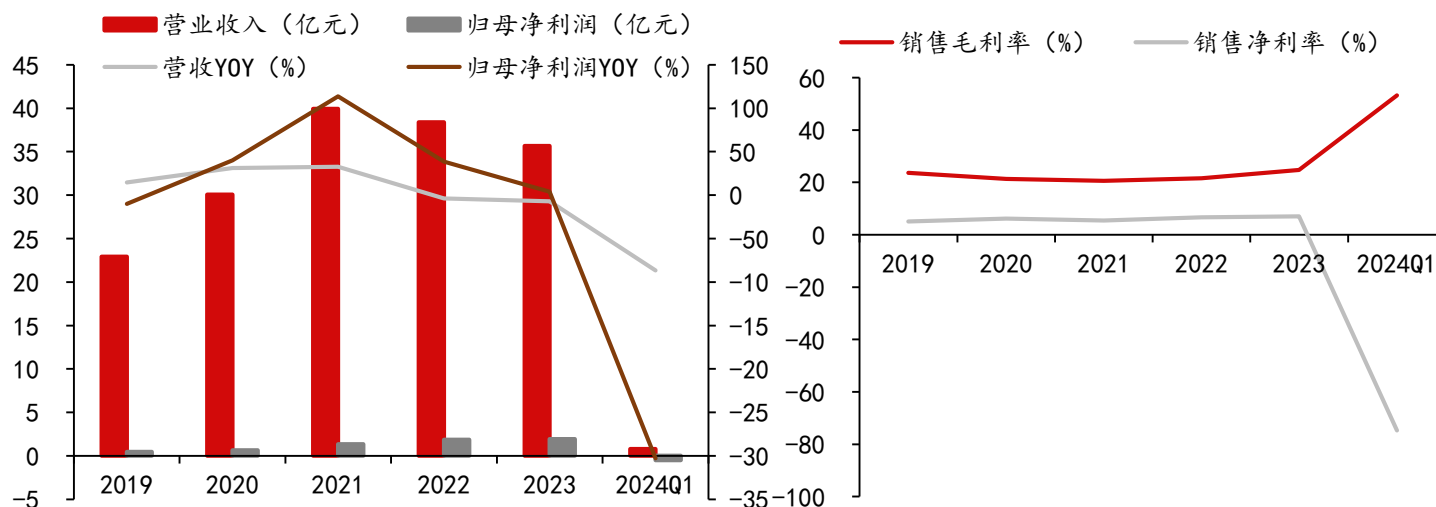
4.3.1 北方导航：制导控制龙头，远火内需外贸双轮驱动业绩增长

- **背靠兵器集团，制导控制龙头。**北方导航是兵器集团旗下的上市公司，是以军品二三四级配套为主的研发、制造企业，业务以“导航控制和弹药信息化技术”为主，涵盖制导控制、导航控制、探测控制、环境控制、稳定控制、电台及卫星通信、电连接器、无人巡飞等产品和技术。
- 23年公司营收和归母净利润为35.65亿（同比-7.16%）和1.92亿（+3.9%），毛/净利率为24.8%/7.02%。据公司公告，24H1归母净利润约为-0.68至-0.78亿元，同比扭亏，下降146.26%-153.06%，主要系合同签订放缓，备产准备等固定费用正常发生造成。
- **远火需求明确，内需外贸双轮驱动业绩增长。**低成本制导武器远程火箭炮射程远、覆盖广、精度高、通用性好，已成为现代战争的“大杀器”。外贸方面，俄乌冲突有望重塑世界军贸格局，中国兵器集团作为核心远火制造商有望把握机会，增加出口。内需方面，火箭弹作为陆军装备重要构成，在十四五练兵、备战的战略导向下，消耗量和储备量有望进一步扩大。**公司主营制导控制系统，是制导火箭弹产业链重要的二级配套厂商，有望受益于下游需求增长。**

北方导航19-24Q1营收及净利润

北方导航19-24Q1销售毛/净利率

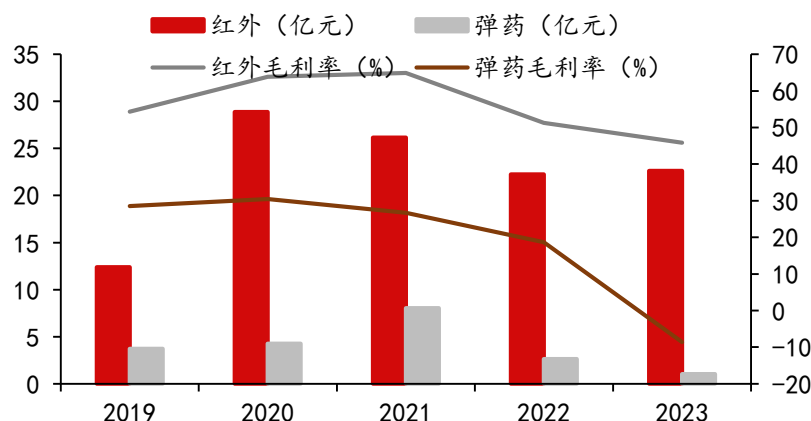
GMLRS（制导火箭弹）结构示意图



4.3.2 高德红外：推进完整装备系统总体产品海外业务合作，带动公司业绩增长

- **红外龙头企业自研“中国红外芯”，构建全产业链布局**。高德红外是一家以红外热成像技术为核心企业，研制出完全自主知识产权的“中国红外芯”，构建了从底层红外核心器件，到综合光电系统，再到顶层完整装备系统总体的全产业链科研生产布局，产品广泛应用于国防、航空航天、工业检测、检验检测、安防监控、汽车辅助驾驶和消费电子等领域。
- 23年公司红外业务（红外综合光电及完整装备系统）收入22.63亿，自21年下跌开始止跌，弹药（传统弹药及信息化弹药）收入1.03亿，19-23年，红外业务和弹药毛利率均有所下降，从54.29%和30.48%下降到45.88%和-8.61%。据公司公告，24H1公司归母净利润为0.16-0.18亿，同比下降91.32%-92.28%，主要系型号项目类产品采购计划延期、部分型号项目类产品价格下调影响。
- **公司多款型号产品在国内精确制导总体系统型号产品及配套关重件领域具有明显优势，在某些重点领域市场具备独占性优势**。19年中津防务车辆装备展，公司展出QN-502C车载通用反坦克导弹系统，该系统采用“惯性/数据链+红外/电视图像寻的制导”的新型多用途导弹，可攻击300米到8000米范围内的敌方主战坦克、装甲车辆、坚固工事和火力点等目标。
- **公司大力推进系列完整装备系统总体产品海外业务合作，从国内及国外两个方向来快速提升完整装备系统总体项目收入及利润**。23年12月，公司签订某两型完整装备系统总体型号产品研制合同，24年3月，公司与某J贸公司签订了完整装备系统总体外贸产品国内采购合同，随着公司型号项目业务比重逐步向完整装备系统总体倾斜，将为公司贡献新的收入和利润增长。

高德红外19-23红外和弹药业务收入



资料来源：，环球网，方正证券

QN-506“新陆战之王”武器系统



QN-502C车载通用反坦克导弹系统



4.4 军用雷达

- 航天南湖：专精防空预警雷达，或将受益于防空预警增长需求
专业从事防空预警雷达研发、生产、销售和服务。
- 国睿科技：防务雷达龙头企业，或将抓住雷达军贸增长机遇，迎来业绩腾飞
从事微波与信息技术相关产品的生产和销售的公司，主营业务涵盖雷达装备及相关系统、工业软件及智能制造、智慧轨交三大板块。
- 四创电子：低空监视雷达为核心，构建无人察打一体系统
产品包括气象雷达、空管雷达、低空监视雷达、PCB、电源产品、微波组件、特种车辆改装、安防、人防信息化、军队信息化及粮食信息化等。

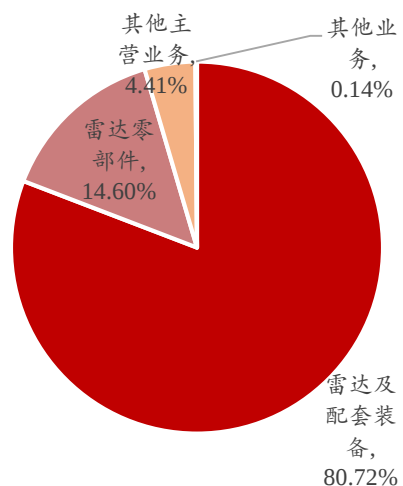
表：相关标的2024-2026盈利预测表(公司预测数据均采用wind一致预测)

股票代码	股票简称	总市值(亿元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688552. SH	航天南湖	49. 44	9. 21	11. 95	15. 29	1. 37	1. 79	2. 25	36. 19	27. 66	21. 95
600562. SH	国睿科技	156. 10	37. 69	43. 60	51. 97	7. 26	8. 62	10. 46	21. 52	18. 12	14. 93
600990. SH	四创电子	41. 38	23. 08	28. 11	33. 87	0. 17	0. 52	1. 09	243. 41	79. 56	37. 96

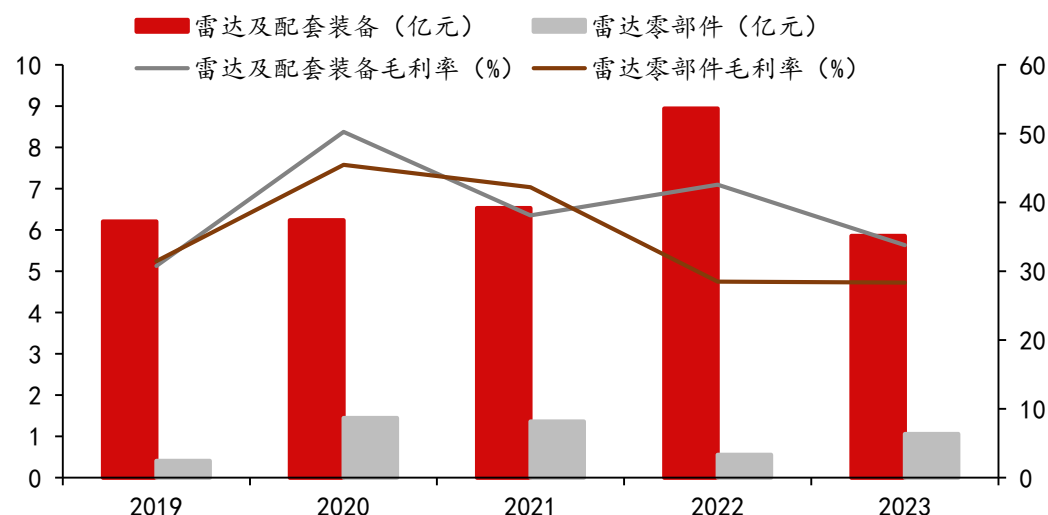
4.4.1 航天南湖：专精防空预警雷达，或将受益于防空预警增长需求

- **专精防空预警雷达**，已成为我国防空预警领域的主力装备。航天南湖电子信息技术有限公司是一家专业从事防空预警雷达研发、生产、销售和服务的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业、国家“科改示范企业”。公司始终聚焦防空预警雷达领域，开展雷达装备及相关系统的研发和生产，经过数十年的发展，积累了丰富的研究成果和生产经验，是我国防空预警雷达领域的主要供应商，公司的防空预警雷达产品已成为我国防空预警领域的主力装备，在军方客户中广泛应用，产品覆盖多个军种，形成了良好的市场口碑。
- **雷达业务毛利率较高**。23年公司雷达及配套装备和雷达零部件占营收比重95.3%，22年公司雷达及配套装备收入8.94亿，高增36.91%，23年有所回落为5.86亿。19-23年，雷达及配套装备和雷达零部件毛利率一直大于28%，毛利率较高。
- **公司防空预警雷达产品或将受益于防空预警增长需求**。国际环境复杂多变，许多国家急需建设和完善防空预警能力，对防空预警雷达产品的需求较为强烈；同时，随着国内军用雷达技术水平的不断提升，雷达装备的国际竞争力不断增强，雷达装备的军贸出口迎来了良好的发展机遇。

航天南湖23年收入构成



航天南湖19-23雷达业务收入



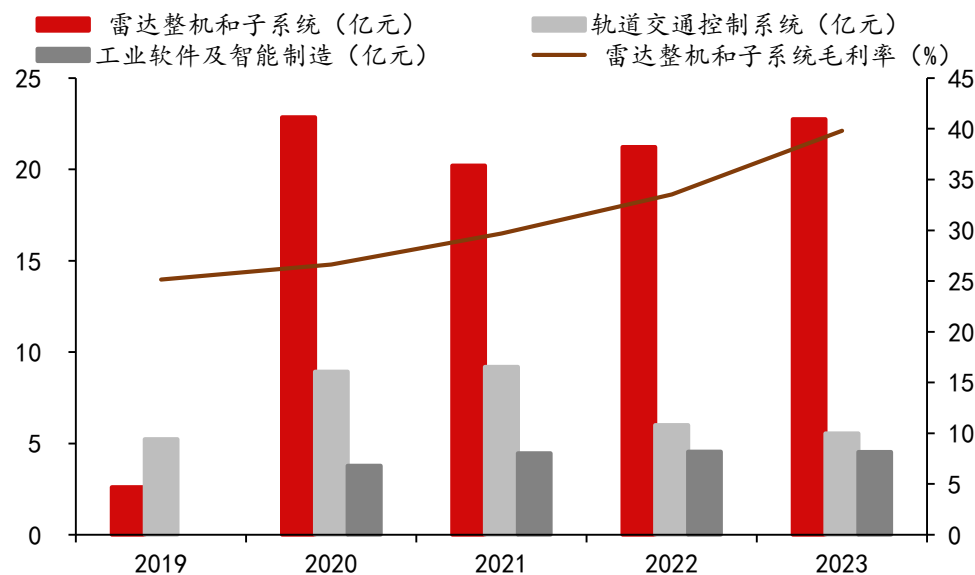
防空预警雷达



4.4.2 国睿科技：防务雷达龙头企业，或将抓住雷达军贸增长机遇，迎来业绩腾飞

- **防务雷达龙头企业，主打雷达军贸。**国睿科技是一家专业从事微波与信息技术相关产品的生产和销售的公司，主营业务涵盖雷达装备及相关系统、工业软件及智能制造、智慧轨交三大板块。2020年，公司收购国睿防务，国睿防务以国际化经营为导向，产品涉及机载火控、武器定位、反隐身情报等雷达领域，还有大量国际先进的武器制导雷达、机载预警雷达、靶场测控雷达、机载成像雷达等，技术处于国际先进水平。
- **雷达板块毛利率持续增长。**20-23年，雷达板块收入先降后升至22.75亿，毛利率持续增长，从19年的25.13%增至23年的39.82%。工业软件及智能制造、智慧轨交板块收入相对较小，23年分别为4.53和5.54亿。
- **公司或将抓住雷达军贸增长机遇，迎来业绩腾飞。**近年来随着国际热点地区冲突的不断加剧、各国边境保护和早期威胁识别需求的增加，全球国防支出稳步增长，军用雷达市场规模预计会保持一定增长的态势。公司持续深耕传统市场，积极开拓新兴市场，预期公司将乘上雷达军贸增长之风，迎来业绩腾飞。

国睿科技19-23年各业务收入及雷达板块毛利率



YLC-18A高机动中程低空三坐标雷达



SLC-2E 武器定位雷达



SLC-7 L波段多功能相控阵雷达



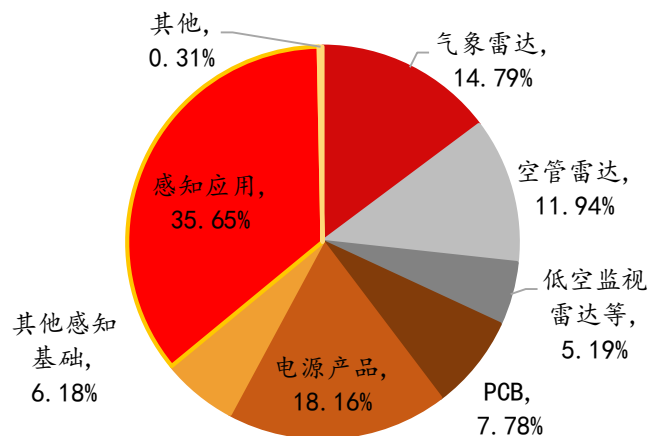
SLC-12 S波段有源相控阵雷达



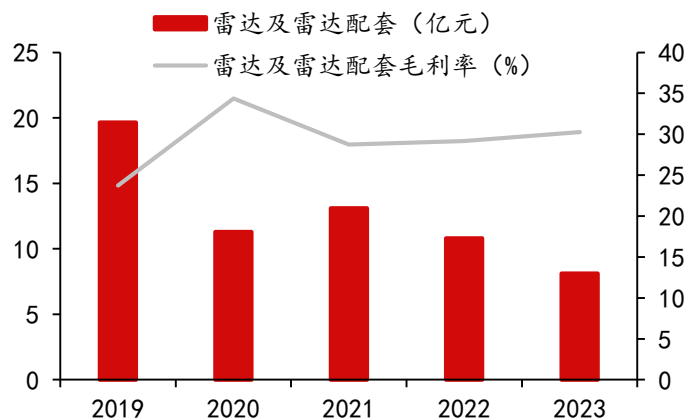
4.4.3 四创电子：低空监视雷达为核心，构建无人察打一体系统

- “中国雷达第一股”，“一核两翼”战略规划。四创电子是国内第一家以雷达为主业的上市公司，被誉为“中国雷达第一股”。公司构建了“一核两翼”战略规划，一核指感知产品，包括气象、空管、低空监视雷达等；一翼为感知基础，包括PCB、电源产品、微波组件、特种车辆改装等；另一翼为感知应用，主要有安防、人防信息化、军队信息化及粮食信息化等。
- 23年，公司气象、空管和低空监视雷达等占公司营收14.79%、11.94%和5.19%。19-23年，公司雷达及雷达配套（雷达及PCB、微波组件等）收入有所下滑，从19.64亿至8.11亿，毛利率有所上升，从23.74%至30.26%。据公司公告，24H1公司归母净利润为-4758至-3699万元，同比-16.95%至+9.08%。
- 空管雷达军民贸协同发展。公司空管一、二次雷达成功中标多个军民航项目，中标多个场监雷达项目，国际市场上，空管二次雷达首次进入南部非洲市场。空管雷达军民贸协同发展，合力驱动公司业绩增长。
- 低空监视雷达为核心，构建无人察打一体系统。SCRXPS-01低空监视雷达为采用有源相控阵技术体制的三坐标一次监视雷达，可与光电设备、频谱监测设备、无人机干扰设备联动，构建无人察打一体系统，SCRXPS-02低空监视雷达是对SCRXPS-01低空监视雷达在技术体制和性能上升级迭代，相较于1代产品，体积更小，低速响应更敏感，人机界面更人性，兼顾性能与价格。

四创电子23年收入构成



四创电子19-23年雷达业务收入构成



SCRXPS-01低空监视雷达



SCRXPS-02低空监视雷达



1. 市场波动性风险。

市场风险偏好对军工板块下游企业有一定影响，若风险偏好急剧下滑，对下游企业有一定影响。

2. 军品订单节奏风险。

部分产品订单下达和实际收入确认可能存在短期错位。

3. 新型号装备研制列装不达预期的风险。

新装备研制进程存在一定不确定性，列装进度或受到一定影响。

4. 国际局势变化的风险。

若国际局势紧张态势加剧，可能会对企业造成影响。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A 股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基。



方正证券研究所

专注·专心·专业

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隼峰院2期3层方正证券