

2022年06月26日

证券研究报告|行业研究|军工行业点评

国防军工

投资评级

增持

军工行业周报：周线八连阳

维持评级

报告摘要

近期，航空工业相关下属上市公司的增持行为，中航电子吸并中航机电，国产第三艘航母下水，有效提振了市场对军工行业的信心。同时，以镍为代表的军工上游原材料价格近期快速下降，市场对军工产业中上游的利润空间压缩的担忧有所缓解，对相关产业链上个股业绩增长的信心有所修复。近日行情中有若干方面值得指出：

- (1) 自6月6日以来15个交易日中，沪深两市成交额13次超过万亿元；
- (2) 国防军工指数实现周线八连阳，自2014年以来周线八连阳仅出现过2次（2014年9月及2019年3月）；
- (3) 国防军工指数自4月27日反弹以来，涨幅已达到36.51%，是3月9日以来高点；
- (4) 军工行业周成交量逐周放大；
- (4) 6月23日，航发动力放量涨停，成交额超过30亿元；
- (5) 周中，振华科技、同益中、菲利华及复旦微电股价创出历史新高。

此轮行情，军工率先吹响“赛道股”反弹的号角，但之后就落后于光伏、新能源，近期上涨，我们认为有三方面的重要因素：

- (1) 赛道股中补涨（落后于光伏、新能源）；
- (2) 中报乐观预期（振华科技等部分个股中报预告乐观）；
- (3) 资金配置需求（高景气度，“免疫行业”）。

当前时点，我们的主要观点为有三方面：

- (1) “免疫行业”乃是“需求免疫”，二季度依然受到疫情影响，对中报的预期不宜过高。即将进入中报业绩预告和中报披露期，中报情况又成为了关注焦点。考虑到：军工行业虽为“免疫行业”，但所谓“免疫”，是“需求免疫”，整个体系依然难免受疫情冲击，影响到生产、交付和确认节奏。我们倾向于认为，军工的中报业绩，横向比较依然优势凸显，可实现同比和环比稳健增长，但疫情之下过高过快的二季度增速也不切实际。
- (2) 三季度将成为全年“大季”。若基于二季度受疫情影响的判断，疫情如进一步平抑，我们认为，对于三季度，军工企业将一方面补二季度之“缺口”，另一方面为了应对疫情不确定性，会将四季度任务尽可能提早超前完成，因此三季度的生产交付将会尤其饱满。
- (3) 结合部分资金短期获利较多、赛道股反弹幅度不低、中报业绩难以大超预期等方面因素，以及中报季业绩的逐步披露，和三季度“大季”的逐步确认，二者基本同步，我们认为进入中报季后或先以震荡为主，继而实现进一步突破。

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

宋子豪 分析师

SAC执业证书: S0640520080002

联系电话: 010-59562515

邮箱: songzh@avicsec.com

相关研究报告

正文目录

近一周行情	3
重要事件及公告	3
一、 核心观点	4
(一) 国企改革三年行动完成在即, 改革或又成为军工重要逻辑	6
(二) 大飞机呼之欲出, 民机是军工行业发展的“第二曲线”	9
(三) 军工上市公司向产业链上下游延伸拓展是长期趋势	10
(四) 大单不断落地	12
(五) 股权激励、员工持股、回购、增持密集落地	13
(六) 基本面与估值面、基本面与情绪面显著背离, 军工估值处于 2014 年来的 14% 分位	16
二、 “保质保量保交付”是核心原则, 军工行业正在向“以量换价、以效创利”的健康良性行业生态发展	16
三、 建议重点关注七个方向	21
四、 建议关注的细分领域及个股	23
五、 风险提示	23

图表目录

图 1 近一年镍价走势	5
图 2 国企改革三年行动方案同样深度聚焦于军工央企的高质量发展	9
图 3 军工行业在量、价、效三个维度已经发生了深层次的变化	19
图 4 新局面下的军工行业以需带供、以供促需	20

表 1 十大军工集团 2022 年国企改革三年行动目标情况	7
表 2 2022 年年初至今多家军工上市公司对自身现有业务的产业链上下游进行延伸拓展	10
表 3 近期军工企业签署重大订单的公告	12
表 4 2022 年以来军工企业股权激励、回购、增持情况	13
表 5 核心军工企业估值预测 (2022-2025 年不同复合增速条件下)	16

近一周行情

国防军工（申万）指数（+5.00%），行业（申万）排名（4/31）；

上证综指（+0.99%），深证成指（+2.88%），创业板指（+6.29%）；

涨幅前五：铖昌科技（+45.22%）、复旦微电（+20.82%）、抚顺特钢（+19.41%）、三角防务（+19.22%）、火炬电子（+17.86%）；

跌幅前五：特发信息（-8.49%）、紫光国微（-6.61%）、昊华科技（-6.47%）、国瑞科技（-6.01%）、*ST海核（-4.38%）。

重要事件及公告

6月17日，佳驰科技在科创板首次公开发行股票招股说明书中披露，公司拟公开发行股票不超过0.40亿股，募集金额12.45亿元，用于电磁功能材料与结构生产制造基地建设项目、电磁功能材料与结构研发中心建设项目以及补充流动资金。

6月18日，首个完全按照中国民航适航要求研制的大型无人运输机TP500无人运输机完成首飞，空中飞行27分钟。

6月19日，国防部披露，中国在境内进行了一次陆基中段反导拦截技术试验，试验达到了预期目的。这一试验是防御性的，不针对任何国家。

6月21日，图南股份公告，公司拟实施股权激励，向19名激励对象一次性授予限制性股票数量35.00万股，占公司总股本的0.12%，授予价格为20.93元/股。

6月21日，中光学公告，公司于2022年6月16日完成限制性股票回购注销事宜，本次回购注销完成后，公司总股本减少9.67万股。

6月21日，裕鸿航空在创业板首次公开发行股票招股说明书中披露，拟公开发行股票不超过0.26亿股，募集金额5.35亿元，用于全数字化航空零部件生产及研发中心建设项目。

6月22日，华如科技公告，公司本次公开发行中的2500.89万股普通股股票自2022年6月23日起可在

深圳证券交易所上市交易，证券代码“301302”，发行价格 52.03 元/股。

6月22日，中航沈飞公告，公司拟于预计6月24日对股权激励限制性股票实施回购注销。本次注销完成后，公司总股本减少1.87万股。

6月23日，天海防务公告，公司拟使用自有资金通过集中竞价方式回购部分社会公众股，回购价格不超过6.02元/股，回购资金总额0.50亿元-1.00亿元，对应回购股份占公司总股本比例为0.48%-0.96%，回购的公司股份拟用于实施股权激励或员工持股计划。

6月23日，海兰信公告，公司全资四级公司北京劳雷和全资子公司欧特海洋均于近日收到三亚崖州湾科技城开发建设有限公司设备采购《中标通知书》，中标金额合计1.51亿元。

6月23日，航材股份在科创板首次公开发行股票招股说明书中披露，公司拟公开发行股票不超过1.20亿股，募集金额36.22亿元，用于航空高性能弹性体材料及零件产业项目、航空透明件研发/中试线项目、大型飞机风挡玻璃项目、航空发动机及燃气轮机用高性能高温母合金制品项目、航空航天钛合金制件热处理及精密加工工艺升级项目以及补充流动资金。

6月24日，国科军工在科创板首次公开发行股票招股说明书中披露，公司拟公开发行股份不超过0.37亿股，募集金额7.50亿元，用于统筹规划建设项目、产品及技术研发投入、补充流动资金及偿还项目银行贷款。

一、核心观点

近期，航空工业相关下属上市公司的增持行为，中航电子吸并中航机电，国产第三艘航母下水，有效提振了市场对军工行业的信心。同时，以镍为代表的军工上游原材料价格近期快速下降，市场对军工产业中上游的利润空间压缩的担忧有所缓解，对相关产业链上个股业绩增长的信心有所修复。近日行情中有若干方面值得指出：

(1) 自6月6日以来15个交易日中，沪深两市成交额13次超过万亿元；

(2) 国防军工指数实现周线八连阳，自2014年以来周线八连阳仅出现过2次（2014年9月及2019年

3月);

(3) 国防军工指数自4月27日反弹以来,涨幅已达到36.51%,是3月9日以来高点;

(4) 军工行业周成交量逐周放大;

(4) 6月23日,航发动力放量涨停,成交额超过30亿元;

(5) 周中,振华科技、同益中、菲利华及复旦微电股价创出历史新高。

图1 近一年镍价走势



资源来源: Wind, 中航证券研究所

此轮行情,军工率先吹响“赛道股”反弹的号角,但之后就落后于光伏、新能源,近期上涨,我们认为有三方面的重要因素:

(1) 赛道股中补涨(落后于光伏、新能源);

(2) 中报乐观预期(振华科技等部分个股中报预告乐观);

(3) 资金配置需求(高景气度,“免疫行业”)。

当前时点,我们的主要观点为有三方面:

(1) **“免疫行业”乃是“需求免疫”**,二季度依然受到疫情影响,对中报的预期不宜过高。即将进入中报业绩预告和中报披露期,中报情况又成为了关注焦点。考虑到:军工行业虽为“免疫行业”,但所谓“免疫”,是“需求免疫”,整个体系依然难免受疫情冲击,影响到生产、交付和确认节奏。我们倾向于认为,军工的中报业绩,横向比较依然优势凸显,可实现同比和环比稳健增长,但疫情之下过高过快的二季度增

速也不切实际。

(2) 三季度将成为全年“大季”。若基于二季度受疫情影响的判断，疫情如进一步平抑，我们认为，对于三季度，军工企业将一方面补二季度之“缺口”，另一方面为了应对疫情不确定性，会将四季度任务尽可能提早超前完成，因此三季度的生产交付将会尤其饱满。

(3) 结合部分资金短期获利较多、赛道股反弹幅度不低、中报业绩难以大超预期等方面因素，以及中报季业绩的逐步披露，和三季度“大季”的逐步确认，二者基本同步，我们认为进入中报季后或先以震荡为主，继而实现进一步突破。

(一) 国企改革三年行动完成在即，改革或又成为军工重要逻辑

改革（资产证券化、资产注入、院所改制、混合所有制改革、员工持股、股权激励等行动措施，可提升或预期提升军工上市公司资产质量及盈利能力），一度是军工行业的重要逻辑之一，也是过去支撑军工行业较高估值的重要因素。长期以来，资本市场对军工行业的资产重组充满期待，资产注入也成为历史上若干次行情启动的重要逻辑。而随着国企改革三年行动收官的即将到来（国资委秘书长彭华岗去年表示，国资委将坚决打好打赢国企改革三年行动攻坚战，2022年“七一”前基本完成），改革或又成为军工重要逻辑。近期，国资委印发《提高央企控股上市公司质量工作方案》提出，要分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局。中央企业集团公司要对子企业上市工作进行统筹，建立对相关资源上市必要性、可行性和上市方式的研究评估机制，引导子企业树立正确理念，明确上市是改革发展手段而非目的，防止盲目追求单独上市。支持各类纳入改革试点和改革专项工程的重点企业，以及在产业链、供应链关键环节和中高端领域布局的企业到相应层次资本市场上市，可注入现有上市公司平台，必要的也可单独上市。对上市公司拟分拆子企业上市的要充分论证，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。

国务院国资委党委委员、副主任翁杰明在深化国有控股上市公司改革争做国企改革三年行动表率专题推进

会上表示：

- ① 要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司，必要的也可单独上市；
- ② 要稳妥探索符合条件的多板块上市公司分拆上市，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市；
- ③ 要盘活或退出低效无效上市平台。

同时包括航天科工、中船集团、中国电子、兵器工业等也在近期召开国企改革三年行动相关会议，国企改革三年行动收官在即，军工央企持续做大做强，做精做强，年内相关改革动作有望密集推出，军工央企资本运作预期有望提升。

表1 十大军工集团 2022 年国企改革三年行动目标情况

集团名称	2022 年改革相关内容
航空工业	高质量完成重点任务、补短板强弱项、务求改革实效、实现改革成果全面稳固化制度化作为今年改革工作的着力点，确保一季度完成中国特色现代企业制度改革，上半年全面完成三年行动各项任务，在今年年底前完成收尾工作，实现全面胜利收官。
中国航发	确保全面完成改革三年行动计划任务，改革工作要见行见效；抓住关键、主动谋划、大胆探索，加快推进集团内部改革，推动集团“深水区”改革不断取得突破；要在瘦身健体等方面已取得的显著成果基础上，进一步强化管理，补短板、强底板，持续巩固提升改革成效。
航天科技	确保集团公司改革三年行动目标任务圆满完成，确保集团公司“3+1”改革各项任务有效落地。
航天科工	全面贯彻落实中央决策部署，确保改革正确方向；坚持问题导向、目标导向、结果导向，深刻认清当前取得的成绩和面临的形势任务；聚焦关键领域和短板弱项，推动接续改革，确保改革三年行动圆满收官。
兵器工业	6月底前全面完成改革三年行动台账任务；9月底全面实现改革三年行动成效目标；年底前高质量完成改革三年行动全面收官。
兵器装备	着力改革深化，一季度兵器装备集团改革三年行动任务完成率优于央企平均水平。深入开展建设工业与云南西仪等重大资产重组；积极推动国家混改试点，自动化所混改取得新进展，华中长江光电新入选“科改示范企业”
中国电科	2022 年是决战决胜国企改革三年行动的收官之年，各部门各单位要层层压实责任、倒排工期、挂图作战，以更高的质量、更大的力度、更实的举措，推进各项工作走深走实，全面完成国企改革三年行动既定目标任务。
中国电子	集团上下要迅速进入决战状态、全力冲刺，对照改革工作台账，逐项梳理任务，倒排计划、拉条挂账，拿出具体时间表和解决方案并责任到人，今年 6 月底前要完成改革三年行动主体任务。
中船集团	以高度的政治责任感和使命感，把国企改革三年行动各项任务目标落实到位，确保按照国务院国资委明确的工作节点和要求，实现高质量收官。
中核集团	确保国企改革三年行动各项工作如期完成，对国企改革三年行动结束后中核集团深化改革工作谋好篇、布好局，巩固好改革三年行动各项成果。

资料来源：十大军工央企官网、官方公众号、中国航空新闻网、中航证券研究所整理

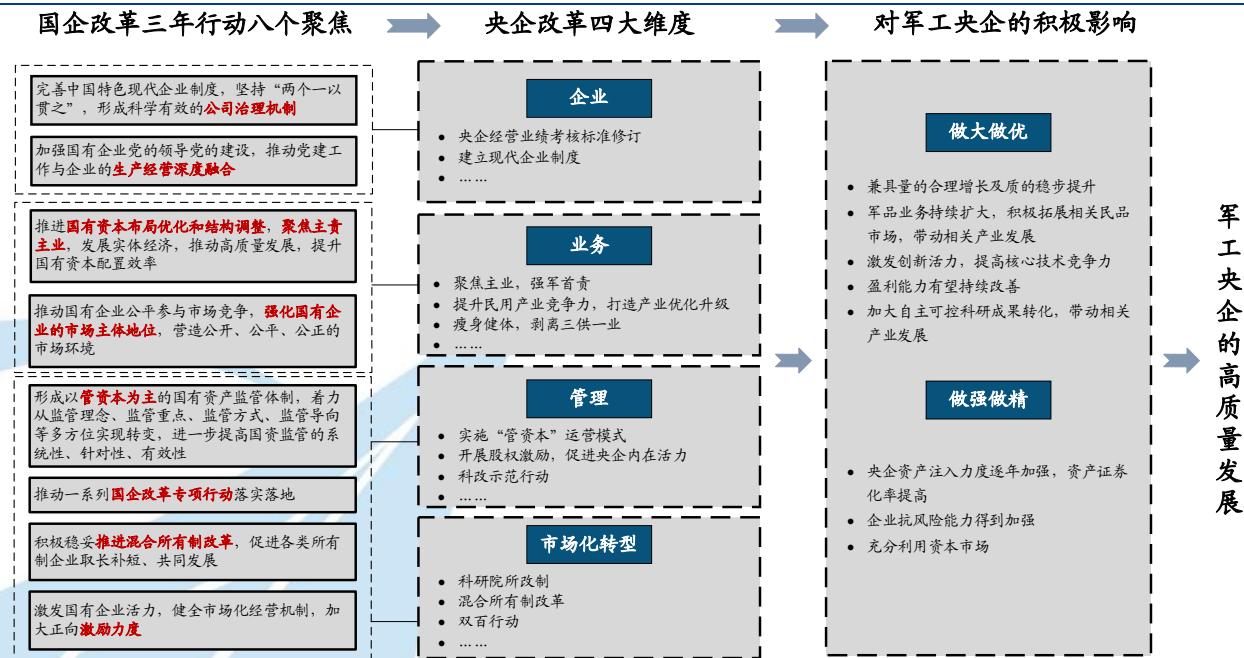
2020年6月，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，国有企业改革三年行动是2020-2022年，三年落实国有企业改革“1+N”政策体系和顶层设计的具体施工图。实施国企改革三年行动的目标在于国有企业要成为有核心竞争力的市场主体、要在创新引领方面发挥更大作用、要在提升产业链供应链水平上发挥引领作用、要在保障社会民生和应对重大挑战等方面发挥特殊保障作用、要在维护国家经济安全方面发挥基础性作用。国资委将坚决打好打赢国企改革三年行动攻坚战，确保2022年“七一”前基本完成。

以上国企改革三年行动方案的意义和目标，与十大军工央企“十四五”规划中的共性存在很多契合点，充分说明了军工央企的“十四五”规划与国企改革三年行动存在紧密联系，二者相辅相成，将共同构成十大军工央企“十四五”高质量发展的核心。

国企改革三年行动方案将加速央企改革四大维度的进展，进而在“十四五”引导十大军工央企实现做大做强，做优做精，高质量发展，四个维度具体包括：

- ① 企业维度引导军工企业发展兼具量的合理增长和质的稳步提升；
- ② 业务维度促使军工央企继续聚焦主业，同时打造产业优化升级；
- ③ 管理维度有望促使军工央企激发创新活力，提高核心技术竞争力；
- ④ 市场化维度有望促使军工央企充分利用资本市场的功能，抗风险能力提高，进一步实现国有资产的保值增值。

图2 国企改革三年行动方案同样深度聚焦于军工央企的高质量发展



资料来源：政府网站，中航证券研究所整理

2022年是国企改革三年行动最后一年，也将是决胜之年，我们预计，国企改革进程将进一步提速，2022

年有望是国企三年改革行动方案的收获首年，产生的积极影响更是将延续至“十四五”未来的四年。供给侧中的军工央企高“质”“量”发展也有望持续，并兑现至各军工央企所属企业的业绩中。

(二) 大飞机呼之欲出，民机是军工行业发展的“第二曲线”

近期东航拟定增引进4架C919以及即将交付首家用户的首架C919大飞机首次飞行试验圆满完成，表明国产大飞机呼之欲出，受此影响，博云新材、通达股份等大飞机产业链相关个股当日上涨明显。正如我们一直强调的，民机是军工行业发展的接力棒和“第二曲线”端，C919未来的落地量产将为军工相关航空配套企业带来新的业绩增量。

2021年中国商飞发布了《中国商飞公司市场预测年报（2021-2040）》，预计未来二十年，中国航空市场将接收50座级以上客机9,084架，价值约1.4万亿美元。其中50座级以上涡扇支线客机953架，120座级以上单通道喷气客机6,295架，250座级以上双通道喷气客机1,836架。到2040年，中国的机队规模将达到9,957架，占全球客机机队比例22%，成为全球最大的单一航空市场。

我们认为，民机领域未来长期的投资机会在于国产化提升空间较大的领域，如高端加工、动力系统、机

载系统等，通过吸收转化国内外先进技术及自主研发，伴随着国产大飞机产业的成长和壮大，在这些领域国内会诞生一批具有国际先进水平的优秀公司，形成我国自己的民机产业链，带动我国高端制造业整体发展，具体判断如下：

- ① 机体结构目前仍以航空工业主机厂为主，中短期受益相对最直接。例如，中航西飞承担中机身（含中央翼）和副翼等部件的研制，而且联营的西飞民机、沈飞民机和成都民机公司分别承担着机身、垂直尾翼、发动机吊挂、机头等部件的生产；
- ② 发动机系统以航发集团为主，例如中国航发商发公司、西航公司、北京航空材料研究院等。随着两机专项持续推进和逐步落地，国产代替迎来历史机遇期，产业链各环节市场空间广阔；
- ③ 机载系统将依托航空工业机载系统公司和中电科下属院所逐步突进国产化，按照具体系统分类研制，分享民机发展的产业红利；
- ④ 具有技术优势的民营企业也值得关注。随着国产化逐步提升，必将培育出一批优秀的民营企业，助力我国高端制造业整体发展。

(三) 军工上市公司向产业链上下游延伸拓展是长期趋势

自 2022 年年初以来，多家军工上市公司通过定增、可转债、现金收购，投资设立子公司等方式，对自身现有业务的产业链上下游进行延伸拓展，将为各上市公司中长期业绩的持续性快速增长基础。

表2 2022 年年初至今多家军工上市公司对自身现有业务的产业链上下游进行延伸拓展

公告时间	公司名称	相关公告	具体意义
2022/6/11	中航沈飞	关于认购中航航空电子系统股份有限公司非公开发行股票暨关联交易的公告	公司本次认购中航电子非公开发行股票属于战略投资，通过建立资本纽带关系，有利于公司加强与航空工业集团机载系统业务的战略协同，将进一步加强航空产业链上下游的通力合作，保障供应链体系稳定，实现互利共赢。
2022/6/10	中航高科	关于全资子公司投资设立合资公司暨关联交易的公告	本次投资设立中航赢创暨关联交易事项，是基于公司战略规划和经营发展的需要，以新设中航赢创为抓手积极拓展 PMI 泡沫新材料领域，有利于推动公司完善材料技术体系，进一步拓展市场份额，不断增强公司的核心竞争力。
2022/6/9	钢研高纳	关于公司对外投资设立全资子公司	根据公司战略发展需要，从业务发展实际需求出发、围绕公司主营业务产业链的拓展，促进公司长远战略规划逐步落地，并进一步提升公司综合竞争实力，公司拟以自有资金在四川省德阳市投资设立全资子公司“德阳市钢研高纳锻造有限责任公司”。
2022/5/25	北斗星通	关于对外投资的公告	本次对外投资将进一步强化公司“云+芯”战略，加速构建“位置数字底座”有重要意义。同时，依托合作方各自优势，立足油气行业市场，为智

公告时间	公司名称	相关公告	具体意义
			慧油气、智能网联汽车、智慧城市等市场，提供智能化融合解决方案、北斗智能云边端产品终端和北斗高精度运营服务等产品/服务。
2022/5/25	北斗星通	关于投资设立惯性业务子公司暨关联交易的公告	标的公司的设立，有助于公司吸纳整合优质资源，聚力发展惯导业务和组合导航业务，顺应市场趋势，更好的满足客户需求。
2022/5/24	威海广泰	关于收购山东广大航空地面服务股份有限公司 100%股权暨关联交易的公告	收购广大航服后，公司将拥有广大航服遍布全国各个机场的维修站点，完善公司产业链，进一步增强公司空港装备的维修保障能力，缩短公司响应时间，提高维修时效。
2022/5/23	中简科技	对外投资暨关联交易的公告	中简新材料的成立，为进一步延伸碳纤维在下游的应用提供了基础，未来将成为公司碳纤维及相关产品在航天、民航等领域开展应用的重要平台，能有效补充公司以碳纤维为核心的新材料产业链。
2022/5/21	航天宏图	向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告	募投项目中的交互式全息智慧地球产业数字化转型项目，能够把握国家数字经济战略机遇，充分发挥公司在遥感、测绘、互联网等领域的技术优势，构建全景沉浸式智慧地球，面向行业、大型企业、公众开展数字化转型应用。
2022/5/14	鸿远电子	关于拟投资新建项目的公告	公司本次投资建设项目，主要为满足公司未来发展规划对经营场所的需求，有利于公司优化资源配置和促进公司稳健可持续发展。
2022/4/23	钢研高纳	关于对外投资设立合资公司的公告	本次和航发动力共同出资设立合资公司旨在提升公司产业能力，促进公司长远战略规划逐步落地，进一步提升公司综合竞争实力，对公司的持续发展有积极促进作用。
2022/4/23	航发动力	关于拟对外投资设立参股公司的公告	本次交易有助于公司优化供应链布局，有利于降低公司制造和管理成本。
2022/4/19	中国软件	对外投资关联交易公告	本次交易是为了满足公司总体发展战略和业务经营需要，推进公司在分布式数据库及国产金融核心交易系统的业务布局，为后期推进公司行业网信业务的布局奠定基础。
2022/4/12	光威复材	关于对外投资收购北京蓝科盈晟航空科技有限公司 100%股权的公告	北京蓝科拥有专业的复合材料设计能力和资质条件，与光威复材各板块的业务有较好的互补和协同效果，为了充分发挥北京蓝科的设计功能和区位、平台价值。
2022/4/11	泰和新材	关于出资设立烟台泰和新材料研究院有限公司的公告	本次投资有利于公司重塑研究开发框架，集聚高端研发人才，推动研发设备升级换代，提升公司的研究水平和研发实力，有利于发掘新产品、新应用、新方向，促进科技成果转化、提升股东价值，不会对公司财务及经营状况产生不利影响。
2022/4/7	中国长城	关于参与投资设立中国电子信创产业有限合伙企业暨关联交易的公告	拟参与设立中电信创，助力公司内生发展与外延扩张相结合，完善产业链布局，并优化产业协同机制
2022/3/31	航新科技	关于全资子公司对外投资的公告	厦门飞机租赁有限公司主营业务为飞机融资租赁、经营租赁与飞机资产处置，主要优势在于二手飞机资产评估、工程管理和租赁，与公司航空资产管理业务具有良好的协同效应，通过整合上游机源、品牌与技术优势，可进一步提升公司在航空资产管理行业的地位。
2022/3/26	派克新材	非公开发行 A 股股票预案	本次发行募集资金主要用于实施航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目以及补充流动资金，均用于公司主营业务的发展。
2022/3/25	中船科技	发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案	本次重组完成后，上市公司将在现有的工程设计勘察等业务基础上，注入符合国家产业政策、行业发展前景广阔的新能源资产，借助上市公司的资本平台功能，在更高层次、更广范围、更深程度上推进新能源业务板块发展。
2022/3/22	奥普光电	发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)	上市公司与标的公司业务涵盖了空间光学应用载荷工程项目的不同环节。上市公司的主营业务包括光学系统组件等功能件的研发和生产，标的公司的主营业务包括光学应用载荷中碳纤维树脂基复合材料结构件的研发和生产。本次交易完成后，将有利于上市公司与长光宇航实现更好的业务、资源及市场协同。
2022/3/18	观想科技	关于对外投资设立控股子公司的公告	充分利用公司在装备全寿命周期健康管理、装备数字孪生及高性能传感器综合集成应用等新一代信息技术的优势，以及北京创镓在第三代半导体材料相关设备研制、工艺研发和检验检测等先进技术整合能力，共同实现第三代半导体材料的自主可控；依托各方的技术、产业及资本优势，形成先

公告时间	公司名称	相关公告	具体意义
			引进的 MEMS 智能传感器，数据智能感知，泛智能装备全生命周期健康状况管理等泛传感领域技术、产品及解决方案的研制能力，并建设运营业内领先的传感器检测公共服务平台。
2022/2/23	三角防务	向特定对象发行股票并在创业板上市预案	向特定对象发行股票募集资金投资项目与公司的主营业务密切相关，并在主营业务的基础上进一步延伸。项目实施后将提升公司产能、丰富产品结构，与原有业务产生显著的协同效应，进一步完善公司业务链条，有效提升公司综合竞争力。
2022/2/19	国瑞科技	对外投资设立合资公司	本次投资，一方面可以将公司产品改进并推广应用，拓展国防、人防工程建设及地下空间开发市场，有助于充分释放公司雄厚的资本实力、强大的市场销售能力、先进的生产制造能力和优秀的系统集成能力。另一方面，合作对象长期在国防、人防工程和地下空间开发领域的教学、科研和工程设计一线工作，具有深厚行业背景和技术研发基础，拥有大量创新成果，可以转化成为新产品，进而培育出新的业务增长点。
2022/1/25	湘电股份	2022 年度非公开发行 A 股股票预案	通过实施车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设项目，将进一步提升公司在特种发射系统上的竞争优势； 通过实施轨道交通高效牵引系统及节能装备系列化研制和产业化建设项目，公司将进一步提高轨道交通中速磁悬浮牵引系统、轨道交通高效永磁牵引系统、轨道交通节能储能系统的研制和产业化能力。
2022/1/22	旭光电子	2022 年度非公开发行 A 股股票预案	本次募投项目的实施将扩大公司在电子陶瓷行业的市场份额，丰富产品结构，进一步提升公司影响力和市场价值，全方面实现公司健康、均衡、持续的发展。
2022/1/12	天宜上佳	2022 年度向特定对象发行 A 股股票预案	通过本次发行募集资金投资项目的实施，公司将以碳基复合材料为发力点，积极开拓新材料领域的发展格局，打造公司第二增长曲线，进而提高公司核心竞争力，实现公司致力于成为工业消费品新材料平台型公司的战略目标，实现公司长期可持续发展。
2022/1/11	富吉瑞	关于公司拟对外投资的公告	本次投资公司旨在强化产业链上下游整合，增强对上游供应商的控制力和牵引作用，扩大公司在行业内的影响力，从而提升企业综合竞争力。

资料来源：wind，中航证券研究所整理

(四) 大单不断落地

表3 近期军工企业签署重大订单的公告

公司	合同标的	合同金额
星网宇达	某型军用无人；某型军事训练产品	2.33 亿元
新光光电	关于 XX 长波红外成像光学镜头的产品生产合同	3600 万元
雷电微力	两份某配套产品订货合同	24.07 亿元
光启技术	某大型复杂超材料结构件产品	19.87 亿元
海格通信	无线通信（含数字集群）、北斗导航及配套产品等	约 6.42 亿元
光威复材	***型号碳纤维及织物	11.06 亿元
高德红外	某型号红外热像仪产品	14.51 亿元
天和防务	某型便携式防空导弹情报指挥系统升级改造	9000 万元
中科星图	软件开发、硬件采购及系统集成等内容	5.07 亿元
航天宏图	某项目	2.79 亿元
光启技术	先进多功能超材料机载产品第一阶段分承包合同	1.20 亿元
高德红外	某型号完整装备系统及型号配套产品	3,782.52 万元
光威复材	***型号碳纤维及织物	20.98 亿元（合同履行期限 2022-2024 年）

公司	合同标的	合同金额
海兰信	XX 测量设备采购项目	2000.01 万元
星网宇达	某型军用无人机和某型军事训练产品	1.55 亿元
中简科技	碳纤维、碳纤维织物	21.69 亿元 (合同履行期限 2022-2023 年)
天海防务	4 艘 40000DWT 散货船建造	7.47 亿元
海格通信	无线通信、北斗导航及配套产品	4.3 亿元
霍莱沃	某载体项目工程配套系统	3.34 亿元
内蒙一机	C70E(H)型通用敞车采购项目	4.63 亿元
海兰信	某军品	2.81 亿元

资料来源：公司公告，中航证券研究所整理

(五) 股权激励、员工持股、回购、增持密集落地

表4 2022 年以来军工企业股权激励、回购、增持情况

类型	公司	公告时间	计划	具体内容
	图南股份	2022/6/21	2022 年限制性股票激励计划(草案)	拟实施股权激励，向 19 名激励对象一次性授予限制性股票数量 35.00 万股，占公司总股本的 0.12%，授予价格为 20.93 元/股。
	红相股份	2022/6/15	2022 年限制性股票激励计划(草案)	拟向激励对象授予权益总计不超过 686.80 万股，约占截止 2022 年 3 月 31 日公司股本总额 36,022.421 万股的 1.91%，激励对象不超过 194 人，授予价格为 7.17 元/股。
	亚光科技	2022/6/8	2022 年限制性股票激励计划(草案)	公司拟实施股权激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量为 0.36 亿股，约占总股本的 3.57%。其中，首次授予 109 人 0.30 亿股，约占总股本的 2.95%，授予价格 3.03 元/股。
	金信诺	2022/5/21	2022 年员工持股计划 (草案)	公司拟推行 2022 年员工持股计划，参加员工持股计划的总人数不超过 109 人，总额不超过 714 万元，价格为 7.14 元/股。
	东土科技	2022/5/11	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟授予 139 位激励对象 1000 万股限制性股票，授予价格为 4.13 元/股，业绩考核目标为 2022-2024 年净利润分别达到 1 亿元、1.5 亿元以及 2.25 亿元。
	楚江新材	2022/5/11	第四期员工持股计划	本员工持股计划的资金规模为 34,384 万元，拟参加本次员工持股计划的员工总人数为 542 人，购买价格为 7 元/股。
	盟升电子	2022/5/6	2022 年员工持股计划(草案)	参加本持股计划的员工总人数不超过 12 人，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员、监事为 4 人，受让价格为 57.81 元/股，规模不超过 69.1729 万股。
	四创电子	2022/4/29	长期股权激励计划暨首期实施方案 (草案修订稿)	本激励计划首期拟授予激励对象的限制性股票数量为 475.90 万股，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 15,917.911 万股的 2.99%，合计激励对象 348 人。
	和而泰	2022/4/29	2022 年员工持股计划(草案)	拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 500 人，筹集资金总额不超过 20,000 万元。
	特发信息	2022/4/27	第一期员工持股计划(草案)	参加本次员工持股计划的员工总人数预计不超过 93 人，股份来源为通过二级市场购买（包括但不限于集中竞价交易、大宗交易）等法律法规许可的方式购买的标的股票，筹集资金金额上限为 3750 万元。
	光威复材	2022/4/26	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	本激励计划拟授予激励对象的限制性股票数量为 625.00 万股，占本激励计划草案公告日公司股本总额 51,835.00 万股的 1.21%。本激励计划首次授予的激励对象共计 138 人，本激励计划首次授予激励对象限制性股票的授予价格为 26.67 元/股。
	大立科技	2022/4/23	2022 年员工持股计划(草案)	参加本员工持股计划的员工总人数不超过 270 人，股票来源为公司回购专用证券账户内已回购的股份，将通过非交易过户等法律法规允许的方式取得并持有公司回购专用证券账户所持有的公司股份，合计不超过 640.00 万股，受让价格为 6.65 元/股。
	纵横股份	2022/4/20	2022 年限制性股票激励计划 (草案)	拟向激励对象授予 177 万股限制性股票，激励计划首次授予的激励对象合计 77 人，为公告本激励计划时在公司任职的中层管理人员及核

类型	公司	公告时间	计划	具体内容
				心骨干，首次及预留授予限制性股票的授予价格采取自主定价方式，均为 12 元/股。
	航宇科技	2022/3/24	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟向不超过 150 人授予限制性股票数量 200.00 万股，占该激励计划草案公告时公司股本总额 14,000 万股的 1.4286%，占公司员工总人数的 34.25%。限制性股票的授予价格(含预留授予)为每股 25 元。
	盟升电子	2022/3/24	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟向 68 人授予限制性股票数量 124.9 万股，占公司 2021 年底员工总数 409 人的 16.63%，占公司股本总额的 1.09%，授予价格为 23.28 元/股。根据业绩考核指标，2022 年扣非后净利润增长率同比不低于 40%，明显高出公司 2021 年业绩快报披露的同比增长 27.37%。
	能科科技	2022/3/24	2022 年员工持股计划(草案)	计划资金总规模不超过 2400.00 万元，总份额不超过 2400.00 万份，计划资金来源主要为公司配套资金和员工自有及自筹资金，拟参与本期员工持股计划的公司董事、监事和高级管理人员预计 5 人，其他员工预计不超过 70 人。
	苏试实验	2022/3/22	第二期员工持股计划(草案)	拟募集资金总额不超过 5804.62 万元，计划受让股份总数不超过 295.70 万股，占公司目前总股本的 1.04%，计划受让公司回购股份的价格为 19.63 元/股，参加人数不超过 300 人。
	通达股份	2022/3/19	第一期员工持股计划(草案)	本次员工持股计划规模不超过 1,200,880 股，参加本计划的对象总人数不超过 8 人，其中董事（不含独立董事）1 人，其他人员不超过 7 人，本计划受让公司回购股票的价格为每股 0 元，无需持有人出资。
	神宇股份	2022/3/2	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟向激励对象 24 人授予不超过 114 万股限制性股票（总股本占比 0.64%），授予价格为每股 7.38 元，激励计划业绩考核目标为 2022/2023 年公司净利润较 2021 年同比增长 15%/32%。
	新兴装备	2022/3/1	第一期员工持股计划（草案）	拟向公司部分董事、高级管理人员及核心骨干员工，不超过 18 人，以 6.28 元/股转让 402 万股公司股份。
	三角防务	2022/2/23	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟授予的限制性股票总量不超过 500 万股，授予价格为 22.01 元/股，该激励计划首次授予的激励对象共计 45 人。
	福光股份	2022/2/16	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟向激励对象 80 人授予权益总计不超过 114.98 万股，授予价格为 10.00 元/股。业绩考核目标值为 2022-2024 年的收入分别达到 10 亿元、13 亿元和 16 亿元。
回购	华测导航	2022/1/29	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟向激励对象授予不超过 370 万股限制性股票，授予价格为 35 元/股。该激励计划授予的激励对象为公司董事兼副总经理，共计 1 人。
	迈信林	2022/1/26	2022 年限制性股票激励计划（草案）	拟授予激励对象的限制性股票数量为 224.00 万股，授予价格为 12 元/股。该激励计划的激励对象共计 12 人，包括公司公告该激励计划时在公司任职的中层干部。
	天海防务	2022/6/23	关于股份回购的报告书	公司拟使用自有资金通过集中竞价方式回购部分社会公众股，回购价格不超过 6.02 元/股，回购资金总额 0.50 亿元-1.00 亿元，对应回购股份占公司总股本比例为 0.48%-0.96%，回购的公司股份拟用于实施股权激励或员工持股计划。
	能科科技	2022/5/18	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购价格不超过 40 元/股，回购数量：不低于 100 万股，不超过 200 万股。
	楚江新材	2022/5/11	关于回购公司股份方案的公告	本次回购股份的资金总额不低于人民币 2.5 亿元（含），且不超过人民币 3.5 亿元（含），回购股份价格不超过人民币 12 元/股（含），本次回购股份的实施期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月。
	航天彩虹	2022/4/29	关于回购部分 A 股股份的公告	公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分 A 股股份用于实施员工持股计划或者股权激励及出售，回购价格不超过 20.55 元/股，本次拟回购金额不低于 1 亿元（含）且不超过 2 亿元（含）。
	振芯科技	2022/4/28	关于回购公司股份方案的公告	公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股股份，回购股份将全部用于员工持股计划或股权激励。本次回购总金额不低于人民币 2,000 万元且不超过人民币 4,000 万元，回购价格不超过人民币 24.00 元/股。
	特发信息	2022/4/27	关于回购公司股份的方案	公司拟实施股份回购用于实施员工持股计划或股权激励计划，本次回购价格不超过人民币 7.33 元/股，本次拟用于回购的资金总额不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 2 亿元（含）。
	威海广泰	2022/4/26	关于回购公司股份方案的公告	本次回购的股份拟用于公司实施股权激励计划或员工持股计划。本次回购股份价格不超过人民币 12.8 元/股。本次回购股份资金总额不超

类型	公司	公告时间	计划	具体内容
				过人民币 8,000 万元, 且不少于人民币 4,000 万元。回购期限自董事会审议通过回购股份方案之日起不超过 12 个月。
	鸿远电子	2022/4/22	关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告	公司使用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份, 回购的资金总额不低于人民币 4,500 万元(含), 不超过人民币 9,000 万元(含), 回购价格不超过人民币 150 元/股, 回购期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 6 个月。
	新光光电	2022/4/16	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	本次回购的股份拟在未来适宜时机全部用于股权激励, 回购股份的资金总额不低于人民币 2,000 万元(含), 不超过人民币 4,000 万元(含); 回购股份的期限自董事会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内; 回购股份的价格不超过人民币 39.00 元/股(含), 该价格不高于董事会通过回购股份决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。
	通达股份	2022/3/19	关于回购公司股份方案的公告	公司使用自有资金以集中竞价的方式回购部分公司股份用于后续实施股权激励或员工持股计划, 回购金额不低于人民币 122.06 万元(含)且不超过人民币 244.12 万元(含), 回购价格不超过 8.92 元/股(含本数), 回购股份的期限为自董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。
	火炬电子	2022/3/16	关于回购公司股份预案的公告	公司本次回购的股份拟用于实施员工持股计划; 本次回购资金来源为公司自有资金, 总额不低于 3,000 万元、不超过 5,000 万元; 本次回购股份价格不超过 75 元/股; 回购的期限自公司董事会审议通过回购股份预案之日起不超过 12 个月。
	北斗星通	2022/3/9	关于回购公司股份方案的公告	公司使用自有资金人民币不低于 1.5 亿元(含本数)不超过 2 亿元(含本数), 以集中竞价交易方式回购部分公司股份, 回购股份价格不超过 50 元/股。回购期限为自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内。本次回购的股份将用于实施公司股权激励计划及/或员工持股计划。
	盟升电子	2022/3/3	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案公告	公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司已发行的部分人民币普通股股票。回购价格不超过 70 元/股(含), 回购资金总额不低于人民币 2,500 万元(含), 不超过人民币 5,000 万元(含), 回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。
	大立科技	2022/1/26	关于回购公司股份方案的公告	公司拟在前次回购基础上, 继续使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易的方式回购公司部分股份, 回购资金总额不低于人民币 5,000 万元(含), 不超过人民币 10,000 万元(含)。回购价格不超过人民币 25.00 元/股(含)。回购的股份用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。
	中航西飞	2022/6/10	中航西飞: 关于控股股东一致行动人增持公司股份及后续增持计划的公告	公司控股股东一致行动人中航证券有限公司出具的《关于聚富优选 2 号资管计划增持中航西飞股票的告知函》, 中航证券聚富优选 2 号 6 月 9 日通过集中竞价增持中航西飞股份 146.77 万股, 占公司总股本的 0.05%, 增持金额约为 0.41 亿元。
	中航高科	2022/5/26	关于控股股东一致行动人增持公司股份及后续增持计划的公告	公司控股股东航空工业集团控股孙公司中航证中航证券管理的“中航证券聚富优选 2 号”集中竞价增持公司股票 202.07 万股, 增持金额约为人民币 4836.29 万元。“中航证券聚富优选 2 号”拟自 2022 年 5 月 24 日起未来 6 个月内, 继续在二级市场以集中竞价方式增持公司股票, 累计增持金额不超过 7500 万元。
	中航光电	2022/5/26	关于控股股东一致行动人增持公司股份及后续增持计划的公告	公司实际控制人航空工业集团控股孙公司中航证中航证券管理的“中航证券聚富优选 2 号”集中竞价增持公司股票 37.42 万股, 增持金额约为人民币 3,006.74 万元。“中航证券聚富优选 2 号”拟自 2022 年 5 月 24 日起未来 6 个月内, 继续增持公司股票, 累计增持金额不低于 3750 万元且不超过 7500 万元。
	应流股份	2022/5/10	关于董事及高级管理人员增持股份的公告	2022 年 5 月 9 日, 公司董事、副总经理林欣先生通过上海证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份 76,600 股, 占公司总股本的 0.011%; 董事会秘书杜超先生通过上海证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份 76,000 股, 占公司总股本的 0.011%。
	中航沈飞	2022/5/7	关于董事长、董事及高级管理人员增持股份的公告	2022 年 5 月 5 日至 5 月 6 日, 公司董事长钱雪松先生, 董事、总会计师、董事会秘书戚侠先生, 副总经理、总法律顾问邓吉宏先生基于对公司发展前景的信心及长期投资价值的认可, 通过上海证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份合计 28,000 股。

类型	公司	公告时间	计划	具体内容
	航锦科技	2022/4/29	关于董事长,总经理以及部分高级管理人员及其他核心团队成员增持公司股份计划的公告	公司董事长蔡卫东先生、总经理丁贵宝先生、财务总监慕继红女士、副总经理李忻蔚女士、董事会秘书王东川先生拟以自有资金以及融资资金通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份，增持金额分别不低于1,200万元、1,000万元、200万元、200万元、200万元；公司部分高级管理人员（包括丁贵宝、慕继红、李忻蔚、王东川）及其他核心团队成员拟使用2021年度经营业绩奖励2,000万元，税后金额1,428万元通过二级市场集中竞价交易方式增持公司股份；上述增持金额合计不低于4,228万元，增持期间为2022年4月29日至10月28日。
	烽火电子	2022/2/15	关于控股股东及一致行动人增持公司股份的公告	公司控股股东烽火集团和投资公司基于对公司未来发展前景的信心，于2022年1月27日至2022年2月14日期间通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式增持了公司股份。并计划自公告之日起6个月内，在遵守中国证券监督管理委员会和深圳证券交易所相关规定的前提下，通过深圳证券交易所集中竞价交易系统继续择机增持公司股份，增持金额合计不低于人民币7500万元。

资料来源：wind，中航证券研究所整理

（六）基本面与估值面、基本面与情绪面显著背离，军工估值处于2014年来的14%分位

截至2022年6月24日，国防军工（申万）指数PE为57.83倍，处于2014年来的14.15%分位。而军工行业基本面属于历史性的高度景气。可以明显地看出，当前基本面和估值已出现显著背离，情绪面和基本面同样出现显著背离。

军工行业估值已经处于底部空间，核心军工公司的PE中位数对应2023年29倍左右，2025年的19倍左右，已经显得足够便宜。

表5 核心军工企业估值预测（2022-2025年不同复合增速条件下）

假设“十四五”年复合增速	PE			
	2022E	2023E	2024E	2025E
25%	40.37	32.30	25.84	20.67
30%	38.82	29.86	24.84	19.11
35%	37.38	27.69	23.92	17.72

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

二、“保质保量保交付”是核心原则，军工行业正在向“以量换价、以效创利”的健康良性行业生态发展

3月19日消息，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备采购合同监督管理暂行规定》，自

2022年3月20日起施行。《规定》遵循社会主义市场经济规律和军队装备建设规律，科学规范新形势新体制下装备采购合同监督管理工作的基本任务、基本内容和基本管理制度，提高装备采购质量和效益。

《规定》按照“军委管总、战区主战、军种主建”的总原则，明确了装备采购合同监督管理工作的管理体制；强化依法监管，优化完善监督管理任务、监督管理协议、监督管理方案等制度机制，提高装备采购合同监督管理工作的有效性；坚持质量至上，对装备采购合同监督管理工作内容、流程和要求等，进行全面系统设计，确保将合格装备交付部队；创新监督管理模式，采取事前预防、事中管理与事后评价相结合的方式，推动装备采购合同监督管理工作创新发展。

近来习近平主席还签署了两个命令。去年，中央军委主席习近平签署命令，于2021年11月1日发布并施行《军队装备订购规定》。此规定规范军队装备订购工作管理机制、坚持以战领建、完善装备订购工作需求生成、规划计划、建设立项、合同订立、履行监督的管理流程；破解制约装备建设的矛盾问题，构建质量至上、竞争择优、集约高效、监督制衡的工作制度等内容。2月12日消息，中央军委主席习近平日前签署命令，发布《军队装备试验鉴定规定》，自2022年2月10日起施行。该规定按照面向部队、面向实战的原则，规范了新体制新编制下军队装备试验鉴定工作的管理机制；着眼装备实战化考核要求，调整试验鉴定工作流程，在装备全寿命周期构建了性能试验、状态鉴定、作战试验、列装定型、在役考核的工作链路；立足装备信息化智能化发展趋势，改进试验鉴定工作模式，完善了紧贴实战、策略灵活、敏捷高效的工作制度。

年初以来，军工行业不断承受多种压力，上游涨价压缩行业利润，竞争加剧冲击现有格局，军品定价机制的改革，税收增加的担忧，业绩兑现的怀疑，等等，不一而足。然而，以上的诸多质疑，以及军工行业的若干事件，都可以用一个统一的原则去分析、解释和澄清。当我们以更加广阔的视角和原则性思维去看待各类问题，就不会陷入到某个细节之中，以至于究不明、算不清，造成片面甚至错误的理解。

一个事实，“十四五”军工行业面临的状况是，需求空前旺盛，当前供不应求，行业进入新一轮扩产周期。经过几十年的投入，军工行业已基本具备“内循环”的技术基础和物质条件，未来10到15年将是武器装备建设的收获期和井喷期。

一个原则，保质保量保交付。练兵备战是这些年来核心所在，也是武器装备建设的目标方向，特别当前世界局势波诡云谲，且美国对我国的制裁不断加码，强军需求日益紧迫，要“加快构建武器装备建设新发展格局，全力以赴加快武器装备现代化，在新的起点上推动我军武器装备建设再上一个大台阶”。

在这样的事实和原则下，我们就不难理解为何会有这些密集推出的规定。在可以称得上是空前大规模采购需求下，相关体制机制已不适应，这些规定是进一步明确责任、理顺关系、细化流程，约束的是军队的工作制度。军队流程的规范，目标是提升行业整体效率，在大规模需求下，保证生产、交付的及时性。军方客户的制度规范，为生产企业敢于投入及加速备产提供了有力保障。

一个问题随之而来：保质保量保交付，那就是要“多快好”，但是否要“多快好省”，“省”也正是市场动辄质疑的焦点。我们的观点是，数量多、速度快、质量好、成本省，符合行业规律，但“省”不是靠“压”，军工行业的首位是“保质量保交付”，绝不可能仅仅是出于成本的考量，而牺牲军品质量影响军品交付。

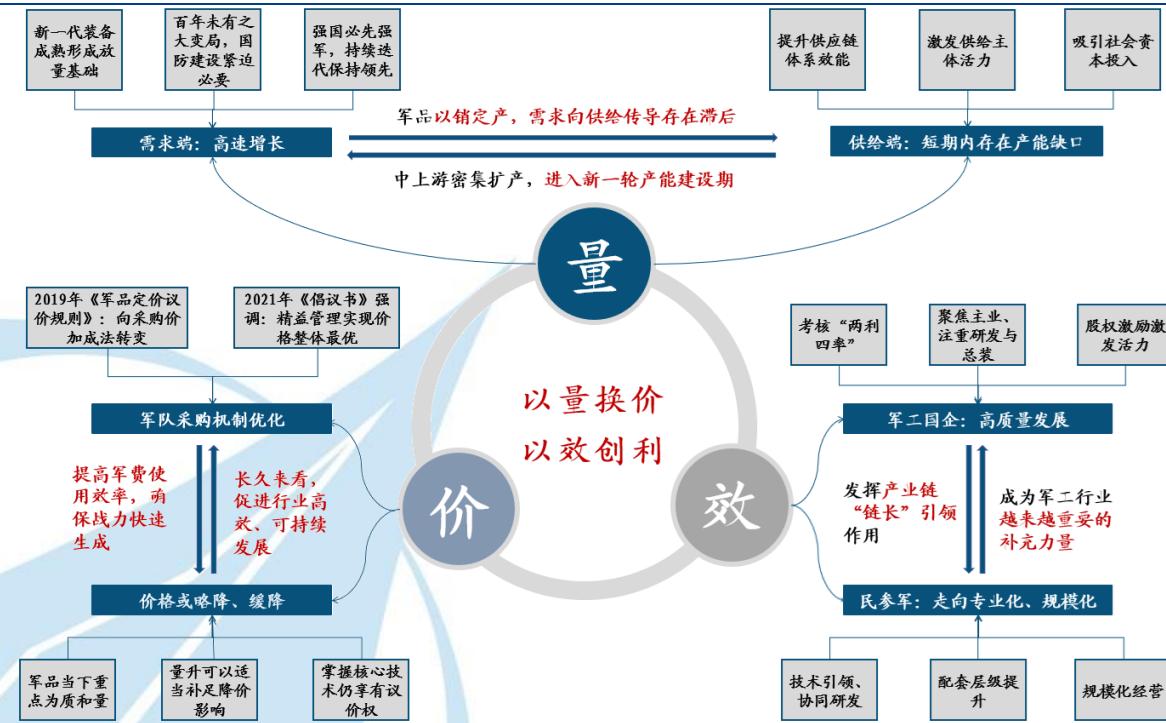
那么，怎么“省”。我们在《2022年军工行业投资策略：风卷红旗过大关》里详细论述过，“省”是靠八个字“以量换价、以效创利”。

“十四五”时期，供给侧与需求侧的变化正有力支撑着行业高景气发展，特别是在量、价、效三个维度上，军工行业正在发生着深层次的变化，整体呈现出以量换价、以效创利的健康良性的行业生态。

(1) 量：需求端高速增长，而军品以销定产特性，导致需求传导至供给存在一定滞后，行业短期出现产能瓶颈。军工全行业范围扩产，行业进入新一轮扩产周期，为“十四五”高增速打好基础做足准备。

(2) 价：在订单放量的基础上，军品采购机制进一步优化，通过强调精益化管理，提高军费使用效率，而这也引发了市场对军品价格的担忧。我们认为，军品生产重在保质保量保交付，量升带来的规模化效应将很大程度抵消产品降价的影响；同时，掌握核心技术的公司仍将享有较高的议价权。因而，我们判断，军品价格或略降、缓降，目标为提高军费使用效率，长久看将有利促进行业高效、可持续发展。

图3 军工行业在量、价、效三个维度已经发生了深层次的变化



资源来源：中航证券研究所

(3) 效：行业进入良性发展快车道，提质增效、高质量发展是军工央企、民参军企业共同的追求和目标。

军工行业的不同参与主体，正在共同推动解决产能不足问题，具体体现在三个层面：

① **提升供应链体系效能**：军队加强采购流程优化，完善订购流程，引入竞争机制，加强行业精细化管理；

主机厂积极推进小核心、大协作，聚焦核心能力强化，提升社会化产能利用率；

② **激发供给主体活力**：降低民参军制度门槛，民参军企业数量不断增多、规模不断加大、配套层级逐渐

提高，军工央企发挥产业链引领“链长”作用，民参军则成为越来越重要的参与者；

③吸引社会资本投入：资本市场对军工行业关注度和认可度持续提升，支持力度不断加大。仅在2021年，

二级市场上就有接近400亿的资金对行业提供扩产及能力建设支持。

“十四五”是军工新一轮景气周期的开始，需求将带动供给端能力的再提升，而伴随蛋糕份额的做大，改

革力度进一步加强，我们认为，军工产业链将呈现出三方面的发展趋势：

① **市场化**：行业强调效率和经营质量，市场化运行机制更为完善，各层次主体良性竞争；

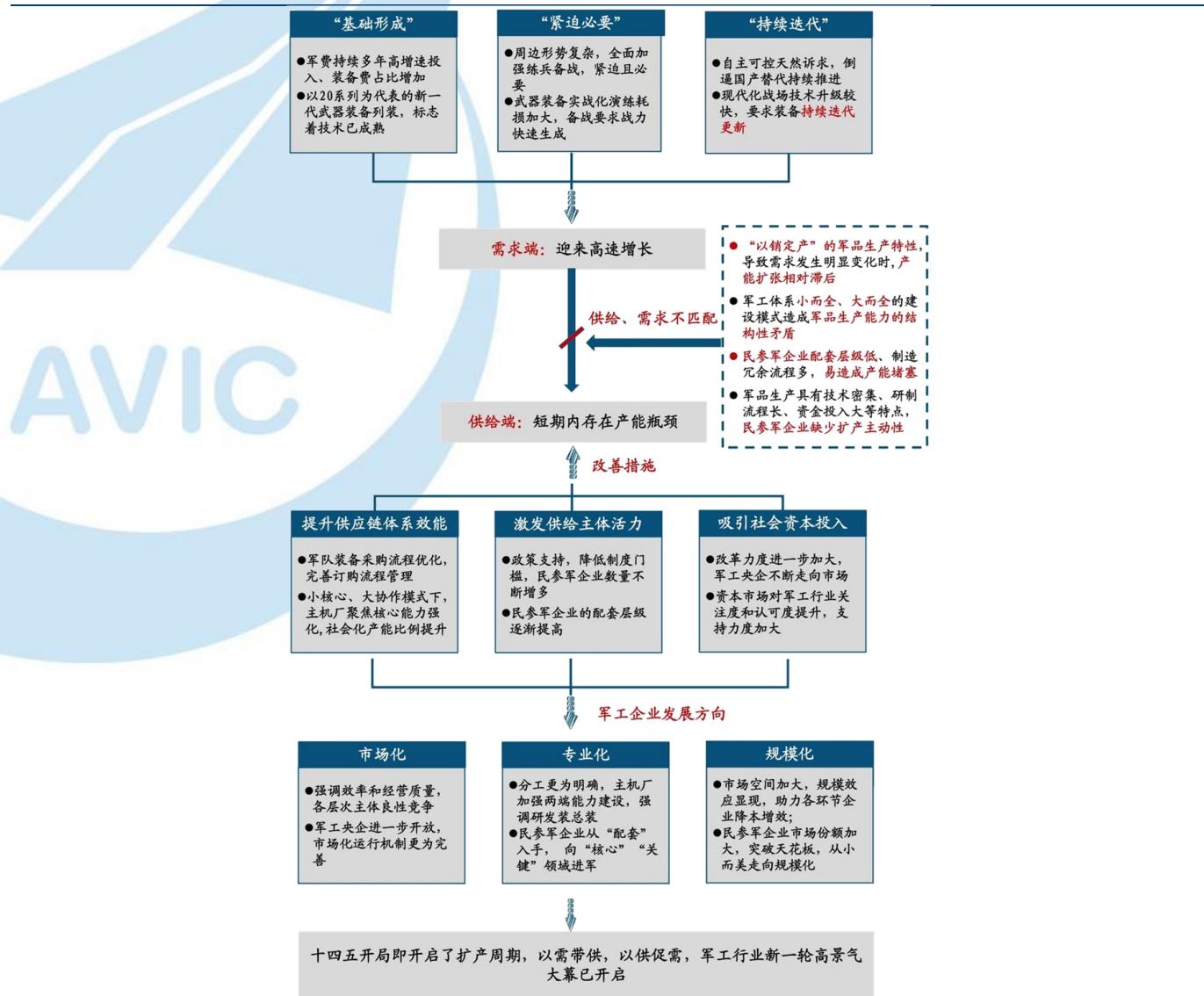
② **专业化**：分工更为明确，主机厂聚焦研发总装两端能力建设；民参军企业从“配套”入手，向“核心”、

“关键”领域进军，细分领域的集中度逐步提升；

③ **规模化**: 市场天花板抬高, 规模效应显现, 助力各环节企业降本增效; 民参军企业份额再上台阶, 从“小而美”走向规模化。

从保质保量保交付的原则, 以及“以量换价、以效创利”的实现路径出发看问题, 我们就能够更好地理解和解释, 军品定价机制改革、电子元器件名录调整等诸方面的问题, 也可以作出判断和预测, 市场化、专业化、规模化是行业的健康趋势, 仅作出负面解读是一定程度上缺乏对军工行业特定时期的特定规律缺乏深刻理解。

图4 新局面下的军工行业以需带供、以供促需



资源来源：中航证券研究所

三、建议重点关注七个方向

军机：正式迈入“20时代”，行业需求明确，业绩拐点向上

随着歼-20、运-20、直-20等“20机型”的加速列装，我国航空装备正式迈入了“20时代”。空军正在按照“空天一体、攻防兼备”的战略要求，加快实现国土防空型向攻防兼备型转变；海军对舰载机型的需求快速提升；陆军加速迈进立体化作战时代，军机带动陆军“飞起来”。军机发展迎来历史最好时代，需求明确且配套日趋成熟，行业业绩拐点向上。

导弹：高消耗，高增长

在“成熟型号装备的消耗性补充”以及“新型号装备的定型量产”两方面需求带动下，国内导弹整机制造领域“十四五”市场增速有望保持在40%以上，产业链中上游上市公司有望维持高增速，产能高点则位于“十四五”中后期。建议重点关注在“量”或“价”方面具有优势、进入批产阶段的导弹型号配套相关企业。

航空发动机：新产品交付提速，下游需求增速迎来拐点

经过七十多年的发展，我国已具备自主研制生产当今几乎所有种类航空动力，包括先进航空发动机的能力。2021年，多款国产战鹰接连换装“中国心”，包括在第十三届中国航展中，换装国产发动机的歼-20首次公开亮相，并进行了飞行表演；首批歼-10C、国产大型军用运输机运-20换装国产发动机等。多款战机陆续更换国产发动机，一方面体现了我国航空发动机的技术取得了长足的进步，另一方面，表明我国航空发动机正式进入国产替代进程，将极大的打开市场空间。

北斗：日趋成熟，应用加速

2020年7月30日，北斗三号全球卫星导航系统建成暨开通仪式在北京举行，标志着工程“三步走”发展战略取得决战决胜，我国成为世界上第三个独立拥有全球卫星导航系统的国家。参考北斗应用产业“十三五”时期的增速，我们判断“十四五”北斗应用产业市场复合增速有望超过25%，在新兴北斗应用服务市场方面，建议积极关注在“高精度北斗导航+”及“+高精度北斗导航”融合产业布局的企业，特别是“十四五”有望实现高速发展的高精度北斗导航下游运营领域。

卫星互联网：新领域，大空间

卫星互联网是以卫星为接入手段的互联网宽带服务模式，其本质是卫星通信领域的一个重要衍生应用。

2020年4月，卫星互联网被国家发改委划定为“新基建”信息基础设施之一，2021年4月，中国卫星网络集团有限公司成立，其或将是统筹、规划及运营我国低轨卫星互联网的“国家队”，对我国卫星互联网产业的发展，特别是低轨卫星互联网领域的发展，起到带头引领的作用。而我国低轨卫星互联网星座部署较国外存在一定滞后，亟需加速建设低轨卫星互联网空间基础设施以占据频率及轨道，而高轨卫星互联网在航空互联网及海洋互联网领域的应用也有望得到拓展。整体来看，我国卫星互联网产业整体尚属于发展早期阶段，但作为一片有待拓展的“蓝海”，蕴含着较大的市场空间。

军工电子：装备信息化、智能化、国产化三因素叠加，高景气度下积极扩产

军工电子产业主要承担武器装备的配套作用，产业链集中于军工产业链中上游环节，中游环节通信设备、雷达、红外设备，是军工电子整机的重要子系统；上游环节分为电子元器件、集成电路、PCB、嵌入式计算机模块、微波器件、连接器等，是信息化装备发展的基石。“十四五”期间，军工电子行业将在武器装备中信息化水平提升、信息化武器装备批量列装以及国产化替代提速三大“加速度”驱动下，迎来高速增长的黄金时期。

军工材料：行业基石，快速扩产

“一代武器，一代材料”，材料在国防工业中占据着举足轻重的作用，是高端武器装备发展的先决要素。在“十四五”装备快速放量的环境下，军工材料作为基础也迎来了“黄金时代”。钛合金、高温合金、碳纤维“十四五”期间市场需求有望维持稳定高速增长，市场空间逐渐打开。我们预计高端钛合金、碳纤维、高温合金三种材料“十四五”期间市场需求的复合增速分别为20%、25%以及16%，假设三者价格分别为35万元/吨、15万元/吨以及30万元/吨来估算，到2025年三种材料市场规模将分别突破100亿元、200亿元以及300亿元。

四、建议关注的细分领域及个股

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、航发科技、航发控制（发动机），航天彩虹、航天电子（无人机），光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），抚顺特钢、钢研高纳（高温合金），西部超导、宝钛股份（钛合金），爱乐达、派克新材、航宇科技、华伍股份、利君股份（航空制造）等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器），天奥电子、海格通信、华测导航、振芯科技（北斗），北方导航（导航控制和弹药信息化），康拓红外（星载微系统），盟升电子（卫星导航通信）。

信息化+自主可控：

紫光国微、复旦微电（军工芯片），大立科技（红外制导），振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（高端电容），智明达（嵌入式计算机），中国长城、中国软件（信创）。

另外，2022年首架C919有望交付，或将掀起民机领域的投资热情。

五、风险提示

- ① 疫情发展仍不确定，导致国内宏观经济承压，军费投入力度降低；
- ② 改革后军方用户组织架构调整，导致需求变化，部分已推迟或取消的订单可能不会重启；
- ③ 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；
- ④ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ⑤ 随着军品定价机制的改革，以及订单放量，部分军品降价后相关企业业绩受损；
- ⑥ 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；
- ⑦ 军贸业务开展短期受疫情影响较大，订单交付确认进度可能不及预期。
- ⑧ 减持在短期内可能会加大军工行业整体或个股走势的波动性。

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。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10% 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：规模 20 余人，为资本市场最大的军工研究团队，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，服务一二级资本市场，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投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、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。

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提供。

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