

国防军工

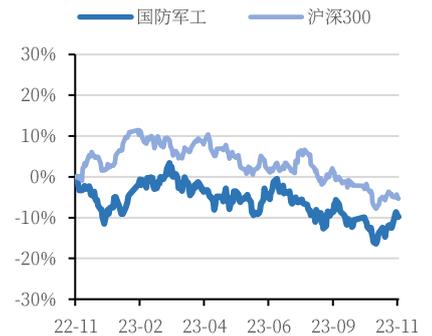
军工行业周报：“大军工”逐步兑现，权重股尚未发力

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



报告摘要

一、 核心观点

本周国防军工（申万）指数（+2.62%），继7至10月连续四月下跌、创出年内低点后，已连续四周上涨。本周行业成交量1539.45亿元（+10.37%），占WIND全A成交额比例3.47%（+0.62pcts），板块情绪和热度有所恢复，但权重股尚未发力。

2022年至今，国防军工（申万）指数（-27.16%），涨跌幅排名24/31，估值处于近十年来3.82%分位。2022年以来上市公司再融资频频出现倒挂，部分新股上市出现破发等，投资体验难免欠佳。以主动型基金军工持仓为例，在2022Q3达到相对高点后出现持续下降，已由2022Q3的5.39%降至2023Q3的3.54%。

从理性的层面，当前军工行业处于大周期中的小周期，依然处于大景气周期之中。客观上，军品价格、增值税、订单等诸多问题仍旧影响市场信心。但在我国发展到当前所处的历程阶段和面临的国际环境，决定了国防军工行业的投入和发展等不得、慢不得，2027建军百年的宏伟目标近在眉睫。军工行业需求真实且急迫这一不争的事实未有改变，军工行业的底层核心逻辑仍然可以支撑军工行业从当下到“2027”、“2035”、“本世界中叶”三个核心时间点的高景气发展确定性。

无论是价格、增值税、还是订单节奏等现实问题，都是行业发展成长到一定的阶段，走向市场化、有序竞争、良性发展的必经之路。因此行业的调整是必然的，军工行业各个主体都在经历着调整。如军队客户从体制、机制、采购、定价等方面不断进行着改革和优化；军工央企持续深化改革；民参军企业谋求自我变革；军工行业的一二级市场投资者日渐成熟和理性等。

调整剧烈且痛苦，但调整周期我们预计将短于过去，阵痛之后，

作者

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

方晓明 分析师

SAC执业证书: S0640522120001

联系电话: 010-59562523

邮箱: fangxm@avicsec.com

相关研究报告

航天产业月报：三季度数据分析与判断 — 2023-11-15

军工行业周报：着眼中长期线，不妨适度乐观 — 2023-11-12

军工材料月报：“走弱”后的预期与机会 — 2023-11-12

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

行业发展终将再次回归良性轨道，进入良性循环。实际上，一些积极的因素也正在孕育。

1、10月下旬以来，部分公司披露订单进展或在手订单情况，出现了提速迹象，如理工导航、亚光科技、高德红外、天和防务等。

2、以卫星互联网、军贸、民机、民船、军民两用等为代表的新市场，逐步取得进展，军工行业的范畴和市场规模得到较大提升，“大军工”逻辑正在逐步兑现，为军工企业带来新动能和新增长点。

3、行业对研发投入重视度持续提升。2023年前三季度，在收入和利润出现放缓的基础上，研发投入出现较为明显的提升。军工企业加大对技术的研发、迭代，以期满足武器装备的需求，同时巩固企业优势。

当下，军工行业已经看不到更多的利空，距离 2023 年报及预告、2024 年一季报及预告，尚有较长时间的消息真空期。风雪迎春到，不妨重拾信心。

二、 建议关注的细分领域及个股

关注次新股（此处定义为近两年上市）业绩和股价弹性

军机等航空装备产业链：

航发动力、航发控制（发动机），光威复材、中简科技、中复神鹰（碳纤维复合材料），航材股份（高温合金、钛合金铸件等）、钢研高纳（高温合金），西部超导、宝钛股份（钛合金）等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器），振芯科技（北斗），北方导航（导航控制和弹药信息化），中国卫通（卫星互联网），长盈通（军用惯导系统配套）。

无人化+信息化+自主可控：

晶品特装、振华科技，智明达。

正文目录

近一周行情	5
重要事件及公告	5
一、“大军工”逻辑正在逐步兑现	6
二、上市公司实施增持、回购或股权激励行为值得关注	9
三、公募基金军工持仓情况	14
四、军工行业 2023 年三季度报情况	16
五、本周市场数据	18
(一) 估值分位	18
(二) 北上资金变化	18
(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化	18
(四) 融资余额变化	19
六、“大军工”十六大赛道投资全景图	20
七、建议关注的细分领域及个股	25
八、风险提示	26

图表目录

图 1 对全球军贸变化的判断	7
图 2 我国军贸在“十四五”末期或由恢复式增长转为内生式高速增长	8
图 3 公募基金军工持仓规模位列全行业 7/31	14
图 4 2023Q3 公募基金军工持仓比例环比下降	15
图 5 2023Q3 主动型、被动型基金军工持仓比例环比下降	15
图 6 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化	18
图 7 军工板块成交量变化	19
图 8 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	20
图 9 军工细分产业投资全景简图	22
图 10 共通基础板块投资全景简图	23



图 11 军工“新”领域（“大军工”三大扩充赛道）投资全景简图 24

图 12 军工“新”领域（新质装备）投资全景简图 24

表 1 近期军工行业订单披露情况.....6

表 2 今年以来军工上市公司增持、回购行为一览 10

表 3 2023 年以来军工板块上市公司股权激励情况..... 12

表 4 公募基金及外资军工持仓前十名（灰底色为共同持有） 16

表 5 军工上市公司 2023 三季度报利润表数据统计分析..... 16

表 6 军工上市公司 2023 三季度报利润表数据统计分析..... 17

表 7 军工上市公司 2023 三季度报资产负债表数据统计分析..... 17

表 8 近期主要军工 ETF 基金份额变化 19

表 9 十六大细分赛道投资特点对比..... 25

近一周行情

国防军工（申万）指数（+2.62%），行业（申万）排名（4/31）；

上证综指（+0.51%），深证成指（+0.01%），创业板指（-0.93%）；

涨幅前五：福光股份(+24.17%)、长盈通(+20.48%)、佳缘科技(+16.68%)、西测测试(+14.65%)、盛路通信（+12.56%）；

跌幅前五：昊华科技(-8.27%)、奥普光电(-5.05%)、华力创通(-3.38%)、天银机电(-2.91%)、振华风光（-2.87%）。

重要事件及公告

11月12日，在浙江德清举办的第一届中国测绘地理信息大会发布的《中国地理信息产业发展报告（2023）》显示，我国遥感卫星形成由陆地卫星、气象卫星和海洋卫星组成的强大对地观测体系，数量和质量都达到世界先进水平。

11月13日，第18届迪拜国际航空展在阿联酋迪拜阿勒马克图姆国际机场拉开帷幕。中国航空工业以“旋翼新时代”为主题参展，展示多型高新军贸产品。迪拜航展上中国空军八一飞行表演队歼10C战斗机、巴基斯坦空军JF-17战斗机以及全新涂装的L15教练机首次在国外航展上实现三机同台表演。

11月13日，威海广泰公告，公司与TCR签订了重大销售协议，如协议全部履约，预计总金额约为人民币8-10亿元，占公司近三年合计经审计出口营业收入的386.67%-483.34%。

11月14日，索辰科技公告，公司全资子公司数字科技拟以股权转让、认缴新增注册资本的方式取得阳普智能合计48%股权，加快市场布局，同时为收入增长注入新动力。

11月15日，中共中央政治局常委、国务院总理李强来到航空工业哈飞，察看生产线和机型展示，希望企业着力突破关键核心技术，打造世界一流直升机企业。

11月15日，万泽股份公告，本公司下属子公司近日与有关客户分别就某型航空发动机叶片、某型燃气轮机涡轮叶片签订《产品及服务买卖合同》，合同金额分别为2,285.70万元、3,901.14万元，合计为6,186.84万元，预计将对公司当期损益产生积极影响。

11月15日，新研股份公告，本激励计划拟向激励对象授予限制性股票合计3,000.00万股，占本激励计划草案公告之日公司股本总额的2.04%，授予价格为1.42元/股。

11月15日，雷电微力公告，拟使用自有资金回购，资金总额不低于人民币15,000.00万元且不超过人民币30,000.00万元。

11月17日，近日，《国际民用航空公约》附件10最新修订版正式生效，其中包含了北斗卫星导航系统标准和建议措施。这标志着北斗系统正式加入国际民航组织

(ICAO) 标准，成为全球民航通用的卫星导航系统。

11月17日，天和防务公告公司全资子公司西安天伟电子系统工程有限公司近日与国内军方某部签订了《订购合同》，本次签订的合同总金额为人民币9,000万元。本合同是“某型便携式防空导弹情报指挥系统升级改造”项目继首批合同的第二批次订购合同，后续有望带来持续订单。

一、“大军工”逻辑正在逐步兑现

我们在去年11月20日发布周报中首次提出“大军工”的逻辑，强调军工行业已经具备内需外贸齐飞，军民双线并举的基础，军工行业的市场空间和天花板有望得到大幅抬升。

近期“大军工”范畴相关行业进展频传，具体来看：

表1 近期军工行业订单披露情况

范畴	时间	主体	事件
军贸	11月13日	航空工业集团	第18届迪拜国际航空展开帷幕，中国航空工业以“旋翼新时代”为主题参展。面向海湾市场，中国航空工业以战斗机、直升机、教练机、运输机、无人机全谱系产品展示多型高新军贸产品
卫星应用（北斗、卫星互联网等）、军民两用等	11月17日	---	北斗系统正式加入国际民航组织（ICAO）标准，成为全球民航通用的卫星导航系统
	11月12日	---	第一届中国测绘地理信息大会发布报告指出我国遥感卫星数量和质量都达到了世界先进水平
	10月23日	华力创通	公告截至10月23日，公司在连续十二个月内累计收到某客户采购订单总金额约为人民币4.95亿元（含税），超过公司2022年度经审计主营业务收入的100%
	9月27日	国博电子	国博电子9月27日公告收到了预计销售额1.01亿元的手机终端用射频芯片产品年度框架招标采购通知
	9月16日	航天宏图	玻利维亚电信和运输监管局已与公司签订了合同，合同总金额为2,238.7万美元。此次签约对公司拓展南美等海外市场具有重大的里程碑意义
民机	10月18日	广联航空	公司与 Broetje-Automation GmbH 的联合体中标 C929 宽体客机中机身壁板组件装配生产线的研制任务，其中（工装）人民币 50,788,623.00 元+（设备）欧元 9,064,471.00EUR+（真空吸盘）欧元 420,729.00EUR
	9月27日	中直股份	中直股份与河南民航发展投资集团有限公司签署了总计 22 架直升机的《AC 系列民用直升机购销合同》
	9月28日	中国商飞	中国东航再次与中国商飞签署购机协议，在 2021 年签订首批 5 架的基础上，再增订 100 架；C919 大型客机收获了单笔最大订单
民船	9月27日	中国船舶	全资子公司外高桥造船签订了合同价值约 10 亿美元的多艘甲醇动力双燃料 9200 箱集装箱船新造船合同

资料来源：Wind，公司公告，各集团官网等，中航证券研究所分析整理

① 军贸

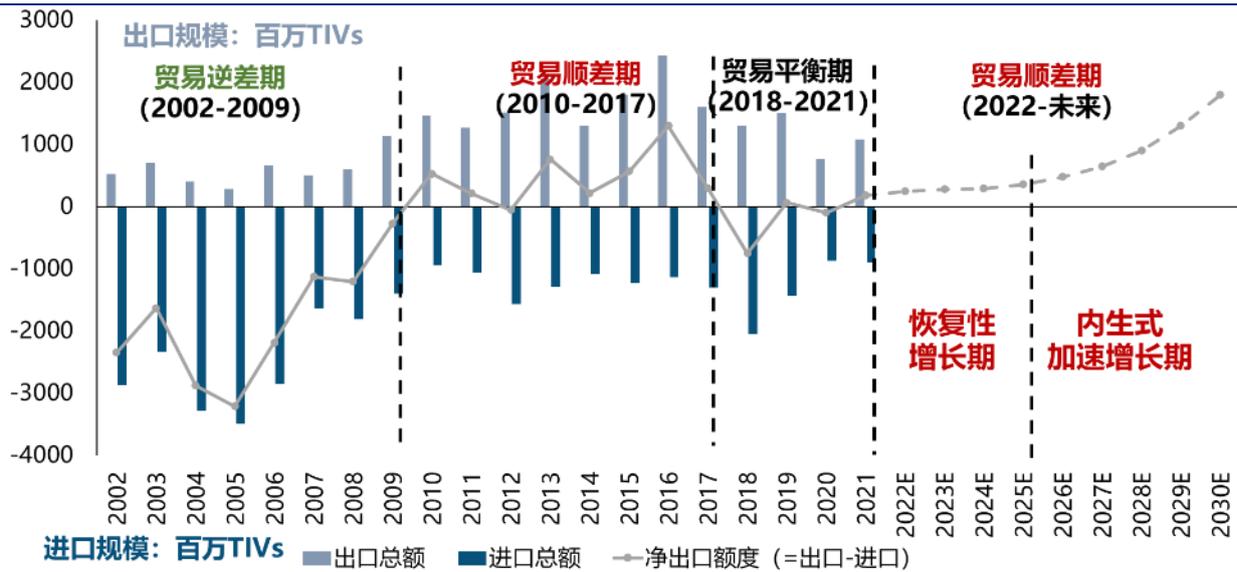
目前我国军贸已进入“自研装备为主”的发展阶段，“三航”（航空、航天、航海）高端信息化武器装备出口占比逐渐提升，具有军贸出口对象国较为集中、政治附加条件少、交易方式灵活以及注重维护世界和平等特点。但在一些高尖端武器装备领域，在装备质量、客户覆盖、价格竞争力等方面与美国、俄罗斯及法国等传统军贸强国相比依然存在一定差距。

我们针对全球军贸趋势，中国军贸趋势以及军贸细分重点赛道做出三个判断：全球军贸将拨云见日，“十四五”中后期或突破 2017 年以来的高点；中国军贸将先内后外，贸易顺差有望持续增长；细分赛道中航空航天领域蓄势待发，军贸规模有望出现明显提升。

此外，俄乌冲突局势持续升温，强化了各国安全需求，“中国军工”展团在第十四届中国国际航空航天博览会与巴基斯坦防务展中集中亮相，展示了我国武器装备作战体系化、系统无人化和装备智能化等发展趋势，也再次点燃了市场中对于军贸概念的关注度。“十四五”末我国将在技术、产能、供应链等方面具备更多有利条件，可获取更大的军贸市场份额。在以上背景之下，中国将逐步进入军贸贸易顺差期。我们认为，军工企业也有望更为主动的前瞻性布局军贸业务，以把握住历史性机遇。

图1 对全球军贸变化的判断


资料来源：中航证券研究所

图2 我国军贸在“十四五”末期或由恢复式增长转为内生式高速增长


资料来源：SIPRI，中航证券研究所整理

② 卫星产业

“十四五”以来，伴随卫星互联网被纳入新基建概念，新央企星网集团成立，2022年，在《2021 中国的航天》中提及的“未来五年，中国将持续完善国家空间基础设施”以及习近平主席在二十大报告讲话中对“航天强国”的表述变化下。可以预见，“十四五”未来几年，“国家队”有望进行更多的卫星部署规划，同时民营企业也在加速入场，各类商用空间基础设施计划不断被提出。卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2023-2025年潜在市场空间超过1000亿元，行业整体规模由稳定持平转为快速增长的确定性较强，板块“价值投资”属性将愈加凸显，各卫星制造企业相关业务收入与业绩规模有望迎来提升。

卫星通信领域是卫星制造产业下游三大应用领域之一。卫星互联网应用有望成为我国卫星通信产业发展的新动能，同时在《2021 中国的航天》以及《“十四五”国家应急体系规划》中提及的直播卫星电视节目高清超高清化以及卫星应急管理专用系统的建设需求也均有望牵引卫星通信产业快速发展。

卫星导航产业是我国卫星通信、导航、遥感三大产业中发展相对更为成熟的细分板块。“十四五”未来几年，北斗产业发展的重点在于下游应用领域的拓展，特别是打造国家综合定位导航授时（PNT）体系和综合时空体系，也有望加速促使卫星导航与卫星遥感两大卫星应用市场的产业融合进程，形成更多的“卫星导遥+”的产业融合新增量市场。

卫星遥感产业下游数字政府建设、实景三维、灾害监测等to G领域对卫星遥感需求不减，卫星遥感行业整体短期仍将处于朝阳高速发展阶段，市场需求有望维持在40%增速左右（类似于北斗二代开通服务后2013年-2015年的高景气发展阶段），2025年市场空间有望超过300亿元，是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道，建议关注卫星遥感产业中企业的业绩持续性上寻找投资机会。

③ 民机

大飞机是国之重器，是一个国家科技能力、工业水平和综合实力的集中体现。作为《国家中长期科学与技术发展规划纲要（2006-2020）》确定的重大专项，C919是中国首款按照国际通行适航标准自行研制、具有自主知识产权的大型客机。2022年12月9日，东航正式从中国商飞接收全球首架C919飞机。2023年5月28日，东航圆满完成C919首个商业航班，标志着该机型研发、制造、取证、投运“全面贯通”；7月16日东航又接收第二架C919大型客机，商业运营稳步推进。

经过多年的发展和蓄力，民用航空从产品研制到批量交付，中国商用飞机发展来到了规模化和产业化的下半场。

根据《中国商飞公司市场预测年报（2022-2041）》预计，到2041年，中国的机队规模将达到10007架，占全球客机机队21.1%。中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。

截至2023年9月26日，东航2架C919飞机累计安全飞行1140.15小时，其中商业运行867.19小时，累计执行商业航班296班，平均客座率超73%，承运旅客超3.5万人次。2023年9月28日作为C919大型客机的全球首发用户中国东航再次与中国商飞在沪签署购机协议东航在2021年签订首批5架的基础上再增订100架C919大型客机，这也是C919单笔最大订单。

④ 军民两用

经历了“十四五”前两年军工快速列装发展，军工企业在技术成熟度、产能建设、成本控制等方面均有了跨越式发展，为“军转民”打好了基础。其次“军技民用”在新而不在旧，军工产品的高可靠、高技术在民用拓展中基本是对新事物、新领域的拓展应用。以军工材料领域中3D打印钛合金等新材料的3C民用化为例，其引领了行业技术迭代的浪潮，具有较大的市场增量空间。

具体来看，荣耀 Magic V2 折叠屏手机通过采用3D打印技术将钛合金零件首次大规模应用于手机端，其主要应用于折叠屏卷轴器件，以降低折叠屏整体厚度和重量。除荣耀外，苹果、华为、三星、OPPO 等公司也对钛合金3D打印表现出了浓厚兴趣，iPhone 15 Pro 系列首次采用了全新航空级钛金属边框，三星、OPPO 等公司也计划在下一代产品中使用钛合金技术。军技民用除了带动行业技术革新外，相关领域的企业也将直接受益，如3D打印领域的铂力特、华曙高科，甚至钛合金企业宝钛股份均在民用领域开辟了一条新的发展路径，拓宽成长空间。

整体而言，随着我国军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，军工行业的生产能力将在某个时候达到并超过国内的军用需求。我们判断，富有弹性的军贸市场，以及更加广阔的卫星应用市场、民机市场，将成为我国军工行业在未来几十年内，持续高增长的新动力和加速度来源。

二、上市公司实施增持、回购或股权激励行为值得关注

军工行业由于保密要求高、可追踪指标少等因素导致行业可研性差，不对称博弈性强，尤其是在“弱现实、弱预期”的情况下，导致相关个股波动加强。在这种情况下，上市公司股东的增持、回购行为一定程度凸显了对公司未来发展的信心，也是公司内在价值与市场价值平衡的重要表现。

表2 今年以来军工上市公司增持、回购行为一览

公司	公告日期	公告名称	内容
雷电微力	2023/11/15	成都雷电微力科技股份有限公司回购报告书	公司拟使用自有资金回购，资金总额不低于人民币 15,000.00 万元且不超过人民币 30,000.00 万元
西菱动力	2023/9/21	关于股份回购方案的公告	公司拟用自有资金不低于人民币 3000 万元（含），不超过人民币 5000 万元（含），以不高于 17.47 元/股的价格回购股份用于员工持股计划或股权激励。
湘电股份	2023/9/7	关于公司部分董事、监事及高级管理人员增持公司股份的公告	公司 7 位董事、监事及高级管理人员于 2023 年 9 月 4-5 日以中长期奖励资金通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持公司股份共计 40,400 股。
金信诺	2023/9/7	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份，用于实施员工持股或股权激励计划。拟回购 500,000-1,000,000 股（含），按股数上限来算占公司总股本比例为 0.15%，回购价格拟不超过 13.25 元/股。
三角防务	2023/8/31	关于董事、高级管理人员增持公司股份的公告	公司董事、副总经理、财务总监严健以自有资金增持公司股份 20.00 万股，增持股份约占目前公司总股本 0.04%。
万泽股份	2023/8/31	关于首次回购公司股份的公告	公司拟回购公司股份，用于实施员工持股或股权激励计划。拟回购资金总额不低于 1.50 亿元且不超过 3.00 亿元，回购价格拟不超过 16.00 元/股。
龙芯中科	2023/8/29	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份，用于实施员工持股或股权激励计划。拟回购资金总额不低于 3000.00 万元且不超过 5000.00 万元，回购价格拟不超过 128.00 元/股。
万泽股份	2023/8/26	关于控股股东计划增持公司股份的公告	万泽集团计划自本次增持计划披露之日起 6 个月内在合法合规的前提下，增持公司股份，增持股份金额不低于 8000 万元且不超过 1.60 亿元。
思科瑞	2023/8/24	关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告	通过集中竞价交易方式进行股份回购。回购价格不超过 80 元/股，回购资金总额不低于 3000 万元，不超过 5000 万元，回购的股份在未来适宜时机用于员工持股计划或股权激励。
科思科技	2023/8/24	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	通过集中竞价交易方式进行股份回购。回购价格不超过 55.00 元/股。回购资金总额不低于 3300 万元，不超过人民币 5500 万元。回购的股份将在未来适宜时机全部用于股权激励或员工持股计划。
振芯科技	2023/8/23	关于董事长、部分董事增持公司股份计划的公告	公司董事长谢俊先生、董事莫然先生计划公告披露之日起 6 个月内增持公司股票，合计增持金额不低于 1000 万元且不超过 2000 万元。
福光股份	2023/8/18	关于公司间接控股股东增持公司股份的公告	公司间接控股股东拟自 2023 年 8 月 18 日起 6 个月内，通过集中竞价方式增持公司股份，增持金额为不低于 1000 万元且不超过 5000 万元。
天宜上佳	2023/8/18	关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告	实控人、董事长吴佩芳女士提议公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份。回购价格不超过 26 元/股，回购股份的资金总额不低于 1000 万元，不超过 1500 万元。

公司	公告日期	公告名称	内容
理工导航	2023/8/18	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	公司拟使用 IPO 的部分超募资金以集中竞价交易的方式回购公司股份，回购的股份拟用于实施员工持股或者股权激励计划。拟回购资金总额不低于 5000.00 万元，不超过 1.00 亿元，拟回购价格不超过 71.00 元/股
火炬电子	2023/03/16	关于回购公司股份预案的公告	连续两年（2022-2023 年）以集中竞价交易方式回购公司部分股份。每年度回购资金总额不低于 3,000 万元、不超过 5,000 万元，由公司视当年情况择机实施。
紫光国微	2023/03/30	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告	鉴于公司股价自年初以来出现大幅调整，基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期内在价值的判断，为有效维护公司价值和广大投资者利益，增强投资者信心，以及建立健全长效激励机制，进一步激活公司创新动能，推动公司实现长期可持续发展，结合公司经营情况及财务状况，公司拟以自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的公司股份将用于公司未来实施股权激励或员工持股计划。
北摩高科	2023/05/16	关于公司控股股东、实际控制人增持股份计划的公告	北京北摩高科摩擦材料股份有限公司（以下简称“公司”）控股股东、实际控制人王淑敏女士计划自 2023 年 5 月 12 日（含）起六个月内增持公司股份，增持金额不低于 2,000 万元人民币。
大立科技	2023/05/29	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 20.00 元/股（含）。
航天宏图	2023/06/01	关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告	回购规模：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 75 元/股（含），该价格不高于公司董事会通过回购决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%；回购期限：自董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内；回购资金来源：本次回购股份的资金来源为公司自有或自筹资金。
安达维尔	2023/06/14	关于实际控制人的直系亲属增持公司股份的公告	增持主体：公司董事、副总经理赵雷诺先生，系公司实际控制人赵子安先生之子。本次增持实施前，赵雷诺先生未持有公司股份。赵子安先生直接持有公司股份 89,817,478 股，占公司总股本的 35.19%，通过北京安达维尔管理咨询有限公司间接持有公司股份 4,996,674 股，持股比例 1.96%。本次增持完成后，赵子安先生与赵雷诺先生合计直接及间接持有公司股份共计 95,554,274 股，持股比例 37.44%。
应流股份	2023/06/16	关于董事及高级管理人员增持股份的公告	本次增持情况：公司董事、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 24,000 股，占公司总股本的 0.0035%。
苏试试验	2023/06/28	关于回购公司股份方案的公告	苏州苏试试验集团股份有限公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司部分人民币普通股 A 股股票，全部用于实施员工持股计划或股权激励计划。
广联航空	2023/07/23	关于董事、高级管理人员股份增持计划的公告	基于对公司未来持续稳定发展和长期投资价值的信心，常亮先生计划自本公告披露之日起六个月内增持公司股票，本次增持计划未设置价格区间，常亮先生增持股票数量不低于 10 万股，增持所需资金由常亮先生自有或自筹取得。

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

另外，2023 年以来，隆达股份、西测测试、神宇股份以及金信诺等 20 家军工板块上市公司密集推出股权激励计划，而从多数上市公司股权激励方案中披露的限制性股票解除限售条件中，我们统计发现，多数公司的 2023 年公司层面业绩考核要求中，收入或净利润端均呈现出相较于 2022 年的同比快速增长，一定程度上也反映出了军工上市公司自身对于 2023 年需求侧依旧维持高景气增长，对自身公司发展的信心同样维持在较高水平。

表3 2023年以来军工板块上市公司股权激励情况

公告时间	公司简称	相关公告	激励人数	激励规模占总股本比例	2023年公司层面业绩考核目标（即2023年限制性股票的解锁限售条件，以触发值为准）
2023/11/15	新研股份	2023年限制性股票激励计划（草案）	114	2.04%	2023年-2026年净利润达到3000、3500、4100万元
2023/10/11	芯动联科	=2023年限制性股票激励计划（草案）摘要公告	59	0.84%	以2022年为基准，2023年-2025年营业收入增长率不低于30%、69%、119%，净利润增长率的不低于10%、21%、33%
2023/9/28	雷电微力	2023年限制性股票激励计划（草案）	162	4.88%	2023年-2027年净利润达到34500、40200、46000、51500与57500万元
2023/8/28	索辰科技	2023年限制性股票激励计划（草案）	27	0.36%	以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于Am=40%， 触发值An=30%
2023/8/11	隆达股份	2023年限制性股票激励计划（草案）摘要公告	55	2.23%	2023年 高温合金营业收入 相比于2022年 增长率 目标值Am=50%， 触发值An=40%
2023/7/5	西测测试	2023年限制性股票激励计划（草案）	118	3.11%	2022年营业收入为基数，2023年 营业收入增长率 目标值Am=25%， 触发值An=21%
2023/6/12	神宇股份	2023年限制性股票激励计划（草案修订稿）	39	4.68%	2023年，公司需要满足下列两个条件之一 1、以2022年营业收入为基数， 2023年营业收入增长率不低于15% ； 2、以2022年净利润为基数， 2023年净利润增长率不低于25%
2023/5/30	金信诺	深圳金信诺高新技术股份有限公司2023年限制性股票激励计划（草案修订稿）	8	1.21%	2023年净利润 目标值Am=20,000万元， 触发值An=14,000万元
2023/5/18	长盈通	武汉长盈通光电技术股份有限公司2023年限制性股票激励计划（草案）	54	0.64%	2023年，业绩考核目标A：公司层面解除限售比例为100%：以2022年营业收入为基数，2023年 营业收入增长率不低于20% ； 业绩考核目标B：公司层面解除限售比例为80%：以2022年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于15%
2023/5/17	智明达	成都智明达2023年限制性股票激励计划（草案）	84	0.51%	2023年，公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2021年净利润为基数，2023年 净利润增长率不低于30% ； (2) 以2021年营业收入为基数，2023年 营业收入增长率不低于45% 。
2023/5/9	霍莱沃	霍莱沃：2023年限制性股票激励计划（草案）	19	0.47%	2023年公司 营业收入不低于42,000万元
2023/5/6	旭光电子	旭光电子2023年股票期权与限制性股票激励计划（第一期）	67	2.40%	2023年， 归属于上市公司股东的净利润不低于12,000万元
2023/4/28	兴森科技	深圳市兴森快捷电路科技股份有限公司2021年员工持股计划摘要（修订稿）	195	1.00%	2023年归母扣非净利润【剔除FCBGA封装基板项目和收购揖斐电电子（北京）有限公司100%股权项目损益的影响】较2020年 归母扣非净利润增长不低于90% ，或者2021年至2023年 归母扣非净利润 【剔除FCBGA封装基板项目和收购揖斐电电子（北京）有限公司100%股权项目损益的影响】 合计不低于2020年归母扣非净利润的480%
2023/4/28	睿创微纳	2022年限制性股票激励计划实施考核管理办法（修订稿）	131	4.07%	2023年， 主营业务收入较2021年增长40%



公告时间	公司简称	相关公告	激励人数	激励规模占总股本比例	2023年公司层面业绩考核目标（即2023年限制性股票的解锁限售条件，以触发值为准）
2023/4/28	天微电子	2023年限制性股票激励计划（草案）	75	1.79%	以2022年业绩为基数， 2023年净利润增长率目标值为30%，2024年净利润增长率目标值为69% ； 考核指标：实际达到的净利润增长率占当年所设目标值的实际完成比例（A），归属比例（M）： 当 $A < 80\%$ ， $M=0$ ； 当 $80\% \leq A < 100\%$ ， $M=A$ ； 当 $A \geq 100\%$ ， $M=100\%$
2023/4/21	王子新材	关于2022年限制性股票授予登记完成的公告	35	3.48%	以2021年净利润为基数，2023年 净利润增长率不低于30%
2023/3/25	麒麟信安	2023年限制性股票激励计划（草案）	40	0.38%	2023年营业收入相对于2022年的增长率 $A_m=30\%$，净利润相对于2022年的增长率 $B_m=15\%$；2024年营业收入相对于2022年的增长率 $A_m=69\%$，净利润相对于2022年的增长率 $B_m=32\%$； 根据公司实际营业收入增长率A或净利润增长率B较考核目标的完成比例孰高值，确定公司层面的归属比例： 当 $A \geq A_m$ 或 $B \geq B_m$ ， $Y=100\%$ ； 当 $m*70\% \leq A < A_m$ 或 $B_m*70\% \leq B < B_m$ ， $Y=70\%$ ； 当 $A < A_m*70\%$ 或 $B < B_m*70\%$ ， $Y=0\%$
2023/3/7	航天电器	贵州航天电器股份有限公司2022年限制性股票激励计划（草案修订稿）	257	0.98%	2023年净资产收益率不低于11.2%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；以2021年业绩为基数，2023年 净利润复合增长率不低于14% ，且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平；2023年 ΔEVA 大于0；
2023/2/25	中航沈飞	中航沈飞股份有限公司A股限制性股票激励计划（第二期）（草案修订稿）	224	0.50%	1、2023年度净资产收益率不低于14.2%，且不低于对标企业75分位水平； 2、以2021年为基准，2023年度的 净利润复合增长率不低于15% ，且不低于对标企业75分位水平； 3、2023年度EVA（经济增加值）指标完成情况达到集团公司下达的考核目标，且 ΔEVA 大于0。
2023/2/23	思科瑞	成都思科瑞微电子股份有限公司2023年限制性股票激励计划（草案）	50人	0.97%	以2022年业绩为基数， 2023年净利润增长率目标值为40%，2024年净利润增长率目标值为80% 归属比例M:考核指标为实际达到的净利润增长率占当年所设目标值的实际完成比例A 当 $A < 80\%$ ， $M=0$ ； 当 $80\% \leq A < 100\%$ ， $M=A$ ； 当 $A \geq 10\%$ ， $M=100\%$
2023/2/15	中航西飞	关于第一期限限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告	261人	0.47%（首次）	（1）2023年度净资产现金回报率（EOE）不低于11.5%，且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值； （2）以2021年度为基数，2021-2023年度归属于上市公司股东 扣除非经常性损益的净利润年度复合增长率不低于15% ，且不得低于同行业平均水平或对标企业75分位值； （3）2023年 ΔEVA （EVA计算基准为扣除非经常性损益的净利润）大于0。
2023/2/9	广东宏大	广东宏大控股集团股份有限公司2023年限制性股票激励计划（草案）	415人	2.00%	①以2021年业绩为基数， 2023年净利润增长率不低于32% ，且高于同行业平均水平或对标企业75分位值； ②2023年，净资产收益率不低于8%，且高于同行业平均水平或对标企业75分位值； ③2023年，三项资产占比增速低于同期营业收入增速，且三项资产占比低于2018-2021年的平均数
2023/2/8	爱乐达	关于向2023年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告	179人	1.02%	公司需满足下列两个条件之一： ①以公司2022年营业收入为基数， 2023年营业收入不低于2022年基数的105% ； ②以公司2022年净利润为基数， 2023年净利润不低于2022年基数的105%

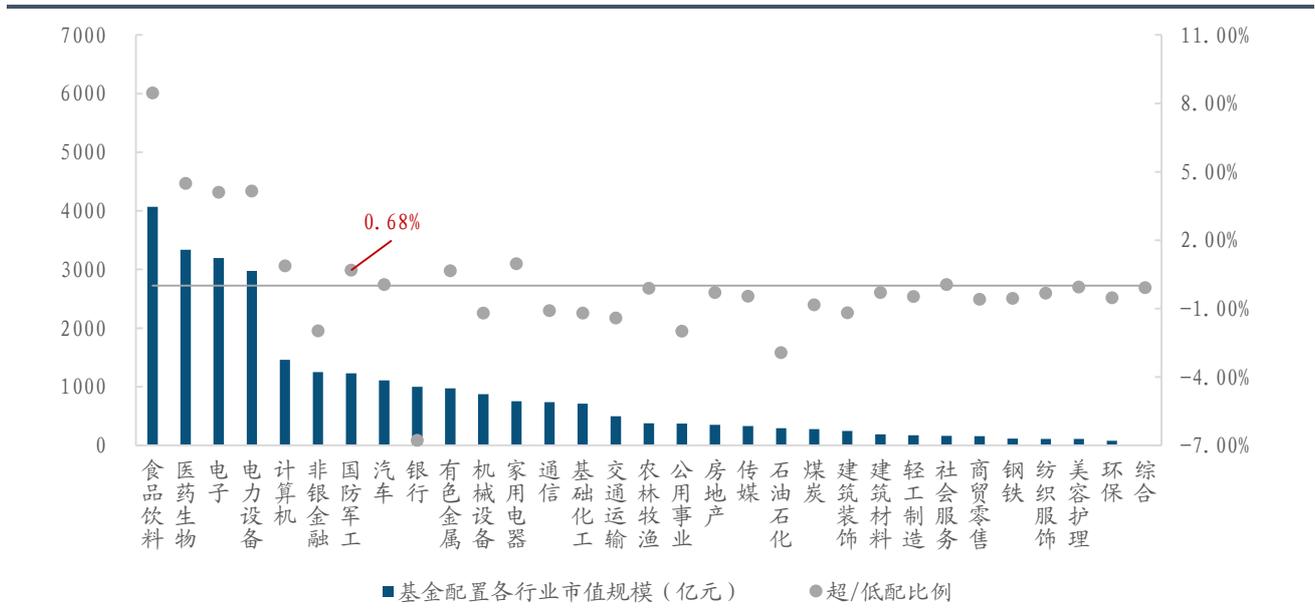
公告时间	公司简称	相关公告	激励人数	激励规模占总股本比例	2023年公司层面业绩考核目标（即2023年限制性股票的解锁限售条件，以触发值为准）
2023/2/2	万泽股份	万泽股份2023年股权激励计划(草案)	232人	1.63%	公司需满足下列两个条件之一： (1) 以2022年营业收入为基数， 2023年营业收入增长率不低于15% ； (2) 以2022年扣非净利润为基数， 2023年扣非净利润增长率不低于15%

资料来源：iFind，中航证券研究所整理

三、公募基金军工持仓情况

截至2023Q3，公募基金军工持仓规模（重仓股，下同）为1230.42亿元（环比下降13.47%），位列7/31，较2023Q2下降一位；军工持仓比例为4.53%（环比下降0.49pcts），超配0.68个百分点。

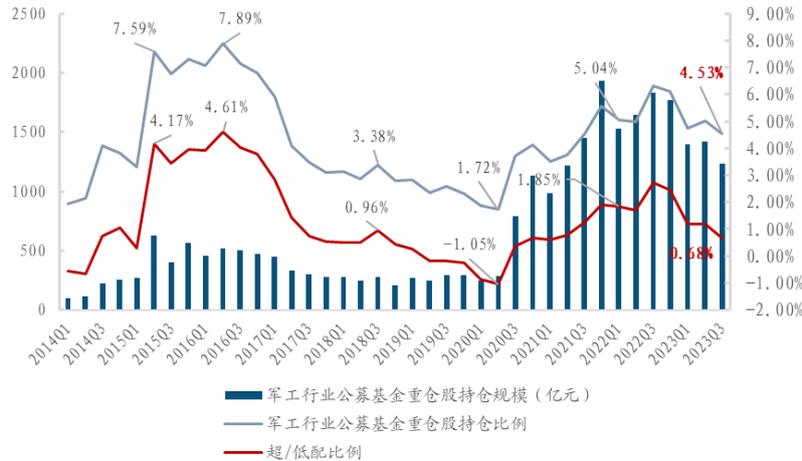
图3 公募基金军工持仓规模位列全行业 7/31



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至2023Q3），注：数据统计范围为基金重仓股

其中，主动型基金持仓比例为3.54%（环比下降0.51pcts），被动型基金持仓比例为0.99%（环比提升0.02pcts）。

图4 2023Q3 公募基金军工持仓比例环比下降

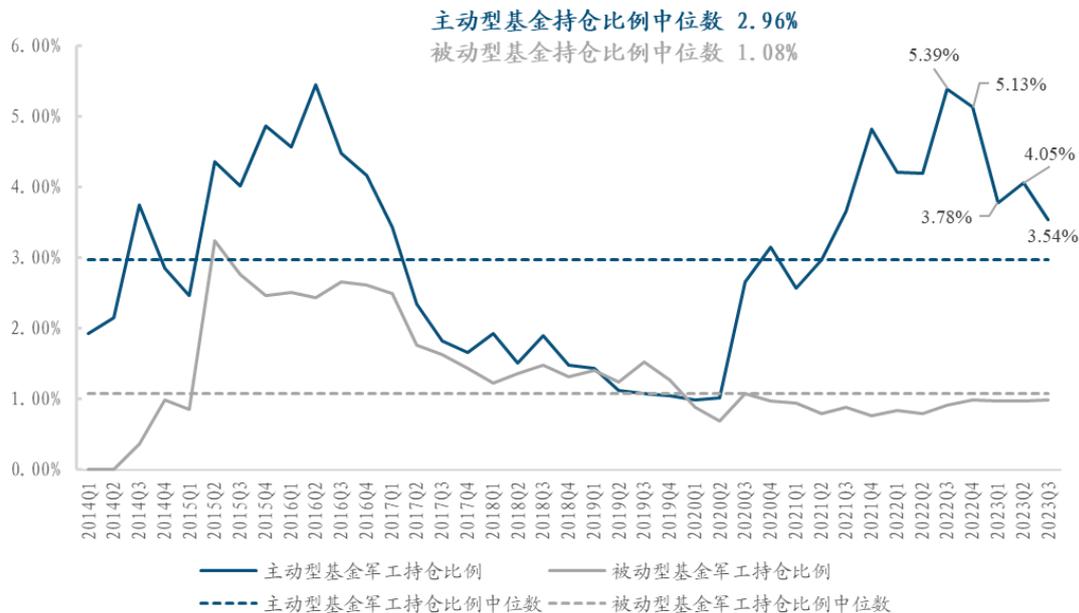


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2023Q3），注：数据统计范围为基金重仓股

注：持仓比例=基金持仓行业市值规模/基金持仓 A 股市值规模；标配比例=行业总市值/全部 A 股总市值；超配比例=持仓比例-标配比例

主动型基金军工持仓比例自 2023Q3 达到相对高点后出现持续下降, 已由 2022Q3 的 5.39% 降至当前的 3.54%。反之被动型基金军工持仓自 2022Q3 以来呈现缓慢增长趋势, 军工行业被动投资已初具规模。

图5 2023Q3 主动型、被动型基金军工持仓比例环比下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2023Q3），注：数据统计范围为基金重仓股

按军工持仓规模（重仓股）排名，公募基金前二十名分别为易方达、华夏基金、富国基金、交银施罗德、南方基金、鹏华基金、国泰基金、汇添富、兴证全球、广发基金、招商基金、中欧基金、大成基金、博时基金、景顺长城、华安基金、嘉实基金、

银华基金、前海开源、国投瑞银。

2023Q3 公募基金和外资持仓前十中，共同持有振华科技、中国船舶。

表4 公募基金及外资军工持仓前十名（灰底色为共同持有）

公募基金 持仓前十名	主动型基金 持仓前十名	被动型基金 持仓前十名	外资 持仓前十名
中航光电	振华科技	中航光电	中国船舶
振华科技	中航光电	航发动力	西部超导
中航沈飞	中国船舶	中航沈飞	睿创微纳
中国船舶	中航沈飞	振华科技	航锦科技
中航重机	中航重机	中航西飞	中国长城
中航高科	中航高科	中国船舶	振华科技
航发动力	菲利华	中航机载	海格通信
菲利华	兴森科技	中航重机	中国软件
兴森科技	睿创微纳	中国重工	电科网安
睿创微纳	航天电器	海格通信	兴森科技

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2023Q3）

四、军工行业 2023 年三季度报情况

军工板块（中航军工股票池）2023 年前三季度，合计实现营业收入 6181.28 亿元，同比增长 11.94%，收入增速中位数 6.78%；合计实现归母净利润 396.59 亿元，同比增长 4.89%，归母净利润增速中位数为-5.54%；研发投入合计 362.98 亿元，同比增长 15.70%，研发投入出现较大幅度的提升。

表5 军工上市公司 2023 三季度报利润表数据统计分析

项目	军工股营业收入合计 (亿元)	同比增长 (%)	军工股收入增速中位数 (%)	收入增速为正 (家)	收入增速为负 (家)
数据	6181.28	11.94%	6.78%	135	89
项目	军工股归母净利润合计 (亿元)	同比增长 (%)	军工股归母净利润增速中 位数 (%)	归母净利润增速为正 (家)	归母净利润增速为负 (家)
数据	396.59	4.89%	-5.54%	105	119

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

根据具有数据可比性上市公司中报的利润表统计，并按照军品业务占比和企业性质分类，得到几个重要表现，包括：

① 2023Q1-Q3 军工企业收入出现放缓、归母净利润增速中位数为负。对核心军工股进行统计，2023 Q1-Q3 收入同比增速中位数由 2022 Q1-Q3 的 21.28%下降至 5.33%、净利润增速中位数由 19.45%下降至 6.65%；

② **2023Q1-Q3 军工行业的比较优势仍在。**核心军工股除收入增速 (+5.33%) 略逊之外、无论是归母净利润增速 (+6.65%)，还是毛利率 (38.12%) 与净利率 (14.08%) 均优于其他军工股（含较多民品业务，4 个财务指标分别为 +5.36%、-8.25%、30.36%

以及 5.69%);

③ **军工央企在归母净利润增长稳定性上优于民参军企业。**军工央企 2023Q1-Q3 收入增速 (+2.96%) 虽低于民参军企业 (+6.62%)，但归母净利润增速 (+1.59%) 仍保持了正向稳定增长；

④ **单季度来看，核心军工股 2023Q1-Q3 收入增速呈现逐步下降趋势，Q1-Q3 收入增速分别为 11.13%、7.34%与-4.36%。**可能与 2023Q1 军工企业存在部分 2022 年跨周期确认的收入有关。

表6 军工上市公司 2023 三季度报利润表数据统计分析

具体分类	收入					归母净利润		毛利率		净利率		
	2023 三季报同比增速	2022 三季报同比增速	2023Q3 同比增速	2023Q2 同比增速	2023Q1 同比增速	2023 三季报同比增速	2022 三季报同比增速	2023 三季报	2022 三季报	2023 三季报	2022 三季报	
整体军工股	5.97%	11.70%	3.43%	7.37%	9.43%	-1.82%	13.86%	34.14%	34.69%	8.22%	10.22%	
按业务分类	核心军工股	5.33%	21.28%	-4.36%	7.34%	11.13%	6.65%	19.45%	38.12%	41.69%	14.08%	17.30%
	其他军工股	5.36%	6.81%	3.58%	7.75%	6.48%	-8.25%	6.63%	30.36%	30.73%	5.69%	6.35%
按企业性质分类	军工央企	2.96%	11.59%	-3.99%	4.08%	1.40%	1.59%	14.39%	20.73%	25.16%	5.16%	5.46%
	其他国企	9.11%	12.48%	6.61%	11.77%	10.37%	9.31%	21.25%	33.11%	31.64%	9.65%	8.40%
	民参军	6.62%	9.73%	3.70%	8.47%	11.45%	-13.06%	3.58%	37.95%	42.09%	9.21%	12.37%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们根据具有数据可比性上市公司中报的资产负债表统计，并按照军品业务占比和企业性质分类，得到几个重要表现：

- ① 预收款项与合同负债出现负增长 (-4.59%)，短期需求不足；
- ② 存货增速 (+7.42%) 和应收账款及票据增速 (+11.81%) 高于收入增速 (+5.97%)，行业两金压力增大。

表7 军工上市公司 2023 三季度报资产负债表数据统计分析

具体分类	预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
	2023 三季报同比增速	2022 三季报同比增速	2023 三季报同比增速	2022 三季报同比增速	2023 三季报同比增速	2022 三季报同比增速
整体军工股	-4.59%	5.87%	7.42%	17.56%	11.81%	18.81%
按业务分类	核心军工股	-9.03%	8.43%	9.87%	25.07%	15.93%
	其他军工股	-1.87%	2.64%	6.33%	12.77%	8.13%
	军工央企	-7.44%	-9.46%	-0.91%	8.56%	12.03%

按企业性质分类	其他国企	-17.65%	14.04%	6.18%	12.28%	15.70%	15.10%
	民参军企业	-0.05%	13.21%	11.69%	21.28%	10.44%	22.38%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

五、本周市场数据

（一）估值分位

截至 2023 年 11 月 17 日，国防军工（申万）指数 PE 为 52.04 倍，处于 2014 年来的 3.66% 分位。

（二）北上资金变化

本周，北上资金累计净流出 69.81 亿元。军工行业陆股通占自由流通市值比例为 1.73%，较 11 月 9 日环比增加 0.04 个百分点。

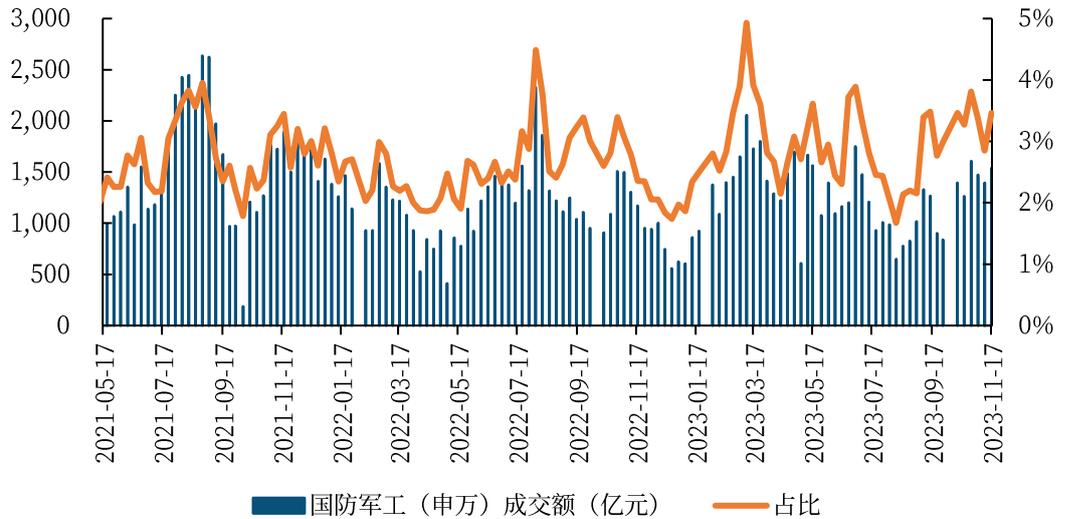
图6 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2023 年 11 月 16 日）

（三）军工板块成交额及 ETF 份额变化

本周，军工板块（申万）成交额为 1539.45 (+3.47%)，军工板块（申万）占 Wind 全 A 成交额的比重为 3.47% (+0.62pcts)。主要军工 ETF 基金份额减少 3.21% (2023 年年初至今提升 20.14%)。

图7 军工板块成交量变化


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至2023年11月17日）

表8 近期主要军工ETF基金份额变化

序号	代码	名称	2022/12/31 (亿元)	2023/11/17 (亿元)	年初至今份 额变化	近一周份 额变化
1	512660.SH	国泰中证军工ETF	97.25	99.33	2.14%	-3.71%
2	512710.SH	富国中证军工龙头ETF	62.88	98.17	56.13%	-2.90%
3	512670.SH	鹏华中证国防ETF	34.19	38.48	12.55%	-4.28%
4	512680.SH	广发中证军工ETF	29.27	41.55	41.96%	-1.76%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分50ETF	20.44	16.84	-17.61%	-2.71%
6	512560.SH	易方达中证军工ETF	10.14	10.79	6.41%	-3.83%
7	512810.SH	华宝中证军工ETF	3.84	4.81	25.27%	-3.03%
合计			258.00	309.96	20.14%	-3.21%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（四）融资余额变化

截至2023年11月16日，军工行业的融资余额合计747.63亿元，较上周五增长0.42%，占两市融资余额比例为4.71%（较上周五减少0.03），目前来看，军工行业融资余额仍旧处于历史较高水平，可能会造成军工板块走势波动。

图8 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2023 年 11 月 16 日）

六、“大军工”十六大赛道投资全景图

“十四五”时期，军工行业将持续处于一个成长和价值兼备且景气度持续提升，高景气增长预期不断被巩固、兑现验证并强化的时期。量、价、效、安全因素已然共振，军工行业整体高质量发展将持续提速，军工板块的一级或二级市场投资标的数量越来越多，行业规模也持续攀升。

我们预计，2023 年将迎来“大军工”时代。所谓“大军工”，不仅仅是指，军工行业迎来黄金时代，军工上市公司加速涌现。

在“大军工时代”下，军工投资更应建立在广度和深度的拓展之上，方能在多种多样的投资需求，更易于取得超额收益。本章节中，我们重点分析空天海陆对应的 6 大重点下游赛道，以及军工电子、军工材料 2 大核心上游领域，关注产业变化。与以往不同的是，此次我们将维修测试、军贸、民机、信创、新质装备等衍生赛道纳入我们的分析范围，尽可能全面、深度、前瞻的展示军工行业全貌。

我们将军工行业分为 3 大板块、16 大赛道（各赛道详细分析见 2023 年策略报告《战地黄花分外香》）进行分析讨论，并分别列举展示的投资判断和观点，具体如下：

① 军工细分产业：军工产业的主要构成

军工细分产业主要包含了航空（军机）、航空发动机、导弹、卫星产业（卫星制造、卫星通信应用、卫星导航应用以及卫星遥感应用）、船舶以及陆装（智能弹药）等海陆空天军工细分装备，合力推动了“十四五”军工板块高景气发展。

② 共通基础板块：军工产品技术发展、性能提升以及质量保障的基础

共同基础板块主要包含军工材料、军工电子以及维修测试等各军工细分板块的“必需”基础领域，是各军工装备发展的先决要素、性能倍增器、可靠性与高质量的保障，一般处于军工各细分产业中较上游或最下游领域。

③ 军工“新”领域：未来军工市场空间和天花板数量级抬升的驱动力

军工“新”领域主要包含了民机、军贸、信创等三大“大军工”时代新赛道，以及新质装备等。眼下军工行业尚以保内需为主，但可以预见，随着我国军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，军工行业的生产能力将在某个时候达到并超过国内的军用需求。我们判断，富有弹性的军贸市场，以及更加广阔的民机市场，将成为我国军工行业在未来几十年内，持续高增长的新动力和加速度来源。信创也由党政军向更广泛的领域拓展，而新质装备更是军工产业未来发展过程中的新方向与新补充。在所有军工赛道中更具有中长期投资价值。

图9 军工细分产业投资全景简图

重点行业	发展驱动力	发展节奏判断	投资逻辑
 航空	我国航空装备还处于“小批量，多品种”过渡阶段，个别型号开始放量，下一步将迎来批量规模化生产。规模方面主要存在三个维度的增量，其一，与欧美差距依旧存在；其二，航空装备规模列装和全谱系化发展，新质作战力量是未来重点发展方向；其三，军贸、民机、通航形成新增量	我国将加快航空装备规模列装和全谱系化发展，以及新质作战力量的引入，预计2035年，航空装备基本解决卡脖子问题，保障现代化军队装备需求；到2050年，建立世界一流军队，形成军民一体发展、专业水平分工、区域垂直整合的航空产业结构，在核心技术和前沿技术领域全面接近世界领先水平。	<ul style="list-style-type: none"> 行业龙头：“链长”型龙头、产业链布局存在延申和拓展机会等企业 配套地位：配套层级较高、具有核心地位、推动专业化整合的系统级供应商等企业 具有国企改革属性与资产注入预期属性的企业
 航发	航发已形成产品谱系，产业链成熟，具备放量基础，新机列装、国产替代、消耗属性共振军机航发先行放量、商发并举打开市场空间	预计2027年，军用航发市场规模有望达到千亿元，民用航空发动机短期内可能会有小批试制订单，但距离批量生产仍需要时间	<ul style="list-style-type: none"> 主机厂新型号产品逐步成熟，期待盈利能力提升 小核心、大协作深化，关注产业链拓展取得业务增量的企业 专注关键技术，如先进材料、增材制造、叶片等有望成为体系外企业突破点
 导弹	实战化演习内需消耗与新型号迭代批产构建导弹产业“十四五”快速发展的底层逻辑，“十四五”后期及“十五五”初期，军贸有望成为导弹产业需求侧的驱动力之一	“十四五”导弹产业复合增速有望维持在30%以上，市场天花板增长或将持续至“十五五”时期，2023年有望出现行业“大年”，底层增速有望超35%	<ul style="list-style-type: none"> 在高景气中寻找强持续性和高弹性 聚焦“量”与“价”优势的细分导弹赛道企业 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业 聚焦高价值分系统领域企业
 卫星制造	航天强国下，大量空间基础设施建设计划有望“十四五”落地，小卫星的更新替换，新商业小卫星星座的落地构成我国卫星制造产业的中长期需求	未来三年我国卫星部署数量或超过2300颗，以通信与遥感小卫星为主，市场规模可超过1000亿元，卫星制造企业2023年收入规模有望逐步提速，2024年-2025年或是卫星发射部署密集期	<ul style="list-style-type: none"> 关注产业提速下的“预期差” 聚焦项目制转为批产化下的“预期差”投资机会 聚焦高价值分系统领域企业
 卫星通信	直播卫星电视节目高清超高清化发展红利、应急通信领域系统集成需求有望逐步释放、卫星互联网应用市场发展驱动	市场复合增速有望达到15%-20%，通信设备2025年市场规模有望接近110亿元，通信服务2025年市场规模有望接近140亿元，特别是新兴航空及海洋卫星互联网服务市场增速最快	<ul style="list-style-type: none"> 主题投资与价值投资机会兼具 关注低轨卫星互联网建设序幕拉开带来的主题性投资机会 高低轨卫星互联网发展过程中的价值投资机会
 卫星导航	卫星导航应用领域拓展，打造国家综合定位导航授时（PNT）体系和综合时空体系，“高精度导航+”与“卫星导遥+”产业融合增量市场	“十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合20%的增速，其中，高精度市场细分赛道复合增速有望超过25%	<ul style="list-style-type: none"> 产业链上游的龙头企业 产业链中游传统龙头企业和拓展新兴领域的企业 产业链下游布局高精度导航市场和“卫星导遥”的企业
 卫星遥感	国家各政府机构对卫星遥感的需求正处于快速上升期，将构成中短期卫星遥感产业下游需求最快的细分领域之一	市场需求有望维持在40%增速左右，2025年卫星遥感核心市场规模有望超过300亿元，基于云服务向to B及to C端的拓展，将有望成为支撑卫星遥感产业中长期持续快速增长的第二曲线	<ul style="list-style-type: none"> 高景气下的业绩持续性意义凸显 关注企业营销能力和盈利能力 关注企业面向的遥感应用领域分散度和回款能力
 船舶	军船：我国即将成为除美国外拥有最多航空母舰的国家，航空母舰需要数倍于自身的属舰护卫、辅助，有望带动军船产业高质量发展 民船：产业景气大周期正在到来，收入端高船价订单已排期至2026年，成本端重要原材料船钢价格持续降低，后续业绩增长确定性强	军船：我国海军下一阶段的发展应当重点关注海军技术的积累，对于资本市场而言，对军船行业的发展判断也应从关注型号逐渐转变为对技术的关注 民船：预计2023年，船企开始建造高船价存量订单时，有望在收入、成本两端的高船价、低船钢价共同驱动下进一步释放利润空间	<ul style="list-style-type: none"> 军船：从关注型号到关注关键技术、海军力量建设不会降速、航空母舰编队的属舰机遇、舰船新城新质装备的潜在空间 民船：寻找不确定性中的确定性、船舶景气大周期正在到来、我国向高附加值船型迈进、船舶存量订单价格高，业绩增长确定性强
 智能弹药	地缘冲突对智能弹药消耗需求提升拉动军贸需求，练军备战对智能弹药消耗需求也在增强。国内有望持续普及及自动化弹药装配生产，弹药供应保障能力也将得到质的飞跃	2023年后多个弹药企业将陆续扩产结束并进入产能爬坡阶段，产能峰值或在“十四五”末甚至“十五五”初完成	<ul style="list-style-type: none"> 产业链总装上市公司：随着需求公司业绩有望快速增长，规模效应也有望带来利润率的提升 聚焦高价值核心系统公司：核心制导系统公司更具有先发优势并有望维持较高毛利率，而正处于产业化过程中的公司业绩弹性高，可消化当前的高估值

资料来源：见中航证券研究所发布报告《战地黄花分外香》，中航证券研究所

图10 共通基础板块投资全景简图

基础板块	行业整体发展逻辑	细分板块	核心观点与判断
军工材料	<ul style="list-style-type: none"> 核心发展驱动力在于新型号、新装备放量，对高性能材料需求明显增加；高性能军工材料应用深度、广度不断扩大；高端材料“民用”市场给企业带来第二增长动力；“大飞机”自主可控市场广阔 2023年是军工材料扩产周期产能爆发之年，转化为业绩后，有望进一步提升公司估值，同时军工材料公司产业链正在拓展加速。但产业链安全值得关注，成本也应得到持续关注 	钛合金 	<ul style="list-style-type: none"> “十四五”军队加速建设，航空航天领域将进一步拉动钛合金行业景气度 高端钛合金“十四五”期间市场需求的复合增速在20%，到2025年预计高端钛合金市场需求有望达到3万吨，市场规模将突破150亿元。
		高温合金 	<ul style="list-style-type: none"> 整个军工材料领域盈利能力最强的品种之一，当前，供给与需求之间存在较大缺口，仍然依赖进口 “两机专项”加速推进，高温合金潜在需求提升，按照15%左右的增速对十四五期间进行测算，预计到2025年我国高温合金年需求量将超过10万吨，市场规模有望超过300亿元。
		碳纤维及其复材 	<ul style="list-style-type: none"> 中国碳纤维及复合材料快速发展，国产替代空间巨大，航空航天应用占比亟需提升 按照25%左右的增速对十四五期间进行测算，预计到2025年我国高温合金年需求量将在15万吨左右，市场规模有望超过200亿元。
		隐身材料 	<ul style="list-style-type: none"> 先进装备隐身材料需求旺盛，隐身材料公司相继扩产 国内隐身材料商业化进程仍处于发展初期
		被动元件 	<ul style="list-style-type: none"> 主要陶瓷电容器MLCC，预计十四五期间军用MLCC行业复合增速有望达到30%，2025年市场空间有望达到140亿元 钽电容可靠性优势突出，大量应用于军工电子领域，十四五期间有望保持30%复合增速，2025年市场空间有望达到85亿元 电阻电感价值量偏低，依赖规模效应，十四五有望保持20%复合增速，2025年市场空间达到40亿元左右
军工电子	<ul style="list-style-type: none"> 军工电子产业在军工全行业基础增速之外，额外叠加了信息化、现代化、智能化三重“加速度”，同时军品自主可控、国产替代天然诉求，武器装备中军工电子元器件有望国产化率提升，助推军工电子领域获取远超军工行业的高增速 军工电子整体呈现供不应求，从行业内各公司相继出台了扩产计划看，“十四五”期间景气度整体无忧 	特种集成电路 	<ul style="list-style-type: none"> FPGA灵活性、保密性、并行运算能力突出，军事电子领域应用广泛，2025年中国FPGA市场规模有望达到332.2亿元，军用领域复合增速有望超过50% GPU军用领域国产替代逐步实现，机载、车载、舰载需求较大，十四五军用GPU市场规模有望保持25%增长，2025年市场规模有望达到50亿元左右 军用模拟芯片国产替代趋势明显，十四五期间需求复合增速有望超过65%
		微波器组件 	<ul style="list-style-type: none"> 微波器组件需求主要由有源相控阵雷达及电子对抗需求下带动增长。按照微波器组件占雷达和电子对抗50%的价值量计算，同时考虑到十四五期间精确制导武器处于高景气度，微波器组件市场空间年均有望达到在250亿元左右。
		红外热成像 	<ul style="list-style-type: none"> 我国军用红外市场潜力较大。2023年国内军用红外热成像市场规模将达到59.47亿美元；2020-2023年复合增长率约为12.14%。国内军用红外热像仪市场正快速发展，属于朝阳行业，市场容量较大。
		航空装备维修 	<ul style="list-style-type: none"> 随着我国航空装备逐步列装形成规模并投入使用，维修市场的增长将紧随其后。 随着武器装备的规模列装和更新换代，在维保力量的建设和转型中更多地引入军工企业的力量是维修行业发展的核心趋势。 我国航空装备维修市场主要由军队大修厂和主机厂主导，民营企业参与程度不高。但随着现代化军队建设对维修能力和规模提出更高的要求，叠加市场增长的确定性预期，以及军工集团“小核心，大协作”的深度执行，外协比例将持续提升，民营企业对航空装备维修业务的参与也会越来越广泛、深入。
维修测试	<ul style="list-style-type: none"> 我国航空装备维修存在能力和体系协调不足的问题，规模列装、装备跨越发展和实战训练常态化引导维修需求的规模增长和转型发展 检验检测贯穿了武器装备研制应用的全部生命周期，从最初的立项论证、方案设计，到最后的性能试验、交付和鉴定等各个环节，是保证军工武器装备质量和可靠性的重要手段。近年来我国武器装备更新换代以及新型装备定型列装加速，带动了测试行业快速发展 	测试 	<ul style="list-style-type: none"> 随着军用装备的推陈出新，设备类别的多样性和功能的复杂性均逐渐提升，以及近年来如先进战机、大飞机等多项新兴产业的重大工程的实施与布局，第三方检验检测机构凭借客观公允、运作机制灵活、专业技术突出、服务质量较好以及响应速度较快等优势，业务量逐渐增加； 大型、新兴、复杂项目也对第三方检测机构的技术创新性和研发前瞻性提出了较高要求，预计也将为其带来新增且高利润的业绩点； 叠加“十四五”期间已有产品的放量，可能会出现通过以量换价的方式为第三方检测机构带来利润增长点的情况 基于第三方检测机构当前所呈现的机构众多、单个机构规模较小的行业格局，其未来或将向规模化、多元化、数字化、市场化方向发展

资料来源：见中航证券研究所发布报告《战地黄花分外香》，中航证券研究所

图11 军工“新”领域（“大军工”三大扩充赛道）投资全景简图

“新”领域	发展驱动力	发展节奏判断	投资关注点
民机 	我国特色国情支持大飞机发展，中国将成为全球最大的单一航空市场，市场需求量最大的依旧是单通道喷气客机，C919首架交付在即，国产民机进入产业化和规模化阶段	C919已取得了型号合格证，并完成了首架交付。据统计，C919预计2023年实现批量交付、2025年具备年产50架的能力。经过多年的发展和蓄力，民用航空从产品研制到批量交付，中国商用飞机发展来到了规模化和产业化的下半场	民机投资方向包括以下三点： <ul style="list-style-type: none"> • 直接受益的机体结构制造企业 • 国产化提升空间较大的领域：材料、航电等 • 具有零部件技术优势的民营企业
军贸 	我国军贸市场未来有望迎来复苏，动力主要源于自身产品竞争优势的不断提升，“十四五”军品产能提升下有望外溢至满足军贸需求，同时部分国家军贸出口萎缩导致其下游客户需求存在缺口	我国军贸短期有望呈现恢复性增长，但增速可能略落后于全球军贸增长态势，“十四五”末期，伴随恢复式增长向内生式高速增长的变化，军品贸易顺差有望持续增长	<ul style="list-style-type: none"> • 重点方向：伴随我国的航空航天装备技术发展迅速，航空航天军贸出口装备“物美价廉”的优势将得到进一步巩固 • 军工企业增收增利：军贸有助于实现我国军工企业维持一定利润空间下，营收规模的快速提升，军贸项目会提升军工企业的利润水平和盈利能力，尤其是有能力进行“体系化、规模化”军贸输出的军工下游企业
信创 	在美国商务部宣布对华芯片实施新的出口管制以及“芯片与科学法案”落地等背景下，信创产业为代表的自主可控和安全可靠概念保持了高度关注。全球IT生态格局将由过去的“一极”向未来的“两极”演变，中国要逐步建立基于自己的IT底层架构和标准，形成自有开放生态。信创产业链体系庞大，涉及细分门类多。	信创产业经历三大发展阶段，目前已进入第三阶段，即具备规模化生产和推广的能力。根据IDC测算，中国计算产业市场空间1043亿美元，即7300亿元，接近全球的10%，是全球计算产业发展的主要推动力和增长引擎	<ul style="list-style-type: none"> • 信创涵盖领域包括芯片、操作系统、中间件、数据库、服务器、网络安全等，是中长期投资主线，逻辑虽短期难以完全兑现至业绩，但国内广阔的市场使其存在消化高估值的可能，具有长期关注价值，

资料来源：见中航证券研究所发布报告《战地黄花分外香》，中航证券研究所整理

图12 军工“新”领域（新质装备）投资全景简图

新质装备	核心逻辑	发展节奏	发展趋势判断
无人系统 	无人系统是无人化作战的物质基础，无人化作战是智能化作战的基本形式，无人作战系统驱动战争形式演变。智能化作战趋势促进无人系统技术快速发展，无人系统将成为智能化作战的主战装备	<ul style="list-style-type: none"> • 无人机：我国无人机系统谱系完整，产品性能紧追国际第一梯队。2028年全球产值预计达到147.98亿美元 • 地面无人系统：国外已有大量地面机器人列装部队并应用于实战，到2024，国内特种机器人市场需求规模有望突破34亿美元（军用机器人占特种机器人市场比例有望超过70%） • 水域无人系统：智能化作战时代，水域无人系统已经成为未来作战中不可低估的力量，是未来海战场上的“变数”，而我军水域广阔，需求旺盛 • 反无人机系统：反无人机系统与技术的发展明显滞后于无人机系统的发展进程，针对反无人机作战的迫切需求，反无人机系统未来需求旺盛，市场空间较大，前景广阔 	<ul style="list-style-type: none"> • 政策层面利好军用无人系统长期发展，无人系统将成为智能化战争的主战装备 • 应用场景不断扩展，产业链谱系逐渐完整。 • 低成本、消耗属性，需求数量远大于有人装备 • 军事理论创新推动无人装备向智能、集群、人机协同、跨域发展 • 外贸市场将逐步打开，以无人机系统为首的无人系统已成为国内军贸的重要部分
军用仿真 	与发达国家相比，我国军用仿真技术受重视程度日益加深，但方兴未艾，矛盾仍然是日益旺盛的需求和尚存短板的技术研发能力和供给保障的矛盾，也是军事仿真业务在未来能够持续扩容快速发展的基本行业逻辑。	<ul style="list-style-type: none"> • 2020年我国军仿行业市场规模约118.52亿元，预计到2027年行业市场规模将超过200亿元（复合增速7.48%） • 从结构上来看，我们判断嵌入式军用仿真更契合现代化装备训练需求，嵌入式仿真模块价值量占比将逐步提高。 	<ul style="list-style-type: none"> • 军用仿真技术与大数据、人工智能、数字孪生、元宇宙等新一代基础与应用技术的不断融合发展将牵引出更多元的军事模拟训练产品和应用，保障军用仿真行业满足更多元化军事运用需求 • 军用仿真产业具有军民转民用，企业可以实现民品反哺军品的特点

资料来源：见中航证券研究所发布报告《战地黄花分外香》，中航证券研究所整理

伴随军工板块持续在“十四五”的高景气发展，愈来愈多的军工企业即将上市，在此之下，各军工细分赛道的投资机会在快速提升的同时，军工各细分赛道发展的分化特点也愈加明显，因此，我们建议 2023 年军工投资更应建立在**广度和深度的拓展**之上，方能在多种多样的投资需求，更易于取得超额收益。

在军工十六大赛道的研究与理解基础上，我们将不同赛道的发展特点进行了梳理（如下表所示），以供投资参考。

表9 十六大细分赛道投资特点对比

细分赛道	市场空间	利润空间	新型号更新速度	消耗属性	产业链稳定性	赛道拥挤度 (+为松散)	国产替代剩余空间	民用领域的拓展性	“十四五”增速	出口第二曲线
军机	++	++	++	-	++	○	+	+++	++	+++
航发	+++	+	++	++	○	+	+	+++	+++	+
导弹	++	+	++	+++	--	○	---	--	+++	++
卫星制造	+	+	+	+	-	○	--	-	+	○
卫星通信	+	++	-	--	++	+	○	○	+	○
卫星导航	+++	++	-	--	++	-	+	++	++	++
卫星遥感	++	++	○	--	++	○	+	+	+++	○
军船	+	+++	-	---	++	--	--	+++	++	+++
民船	+++	+++	○	--	++	○	--	+++	+++	+++
智能弹药	+++	+	++	+++	+	○	-	--	+++	++
军工电子	+++	+++	++	+	-	○	+	++	+++	○
军工材料	+++	+++	++	+	○	○	+	++	+++	+
民机	+++	+	○	○	○	+++	+++	+++	○	+++
军贸	+++	+++	+			+			○	
维修测试	++	++			○	++		++	++	○
信创	+++	+			-	○	+++	+++	○	
新质装备	++	++	++	+++	+	+	+	++	+++	+++

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

七、建议关注的细分领域及个股

军机等航空装备产业链：

航发动力、航发控制（发动机），光威复材、中简科技（碳纤维复合材料），航材股份、钢研高纳（高温合金），西部超导、宝钛股份（钛合金）等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器），振芯科技（北斗），北方导航（导航控制和弹药信息化），中国卫通（卫星互联网），长盈通。

无人装备+信息化+自主可控：

晶品特装、振华科技，智明达。

八、风险提示

- ① 国企改革进度不及预期，院所改制、混改、资产证券化等是系统性工作，很难一蹴而就；
- ② 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ③ 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；
- ④ 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；
- ⑤ 信创与新质、新域装备等中长期投资逻辑赛道，可能存在无法在较短时间内反应在营收层面的情况，同时高研发费用可能会导致利润无法短期释放，存在短期估值较高的风险；
- ⑥ 军贸受国际安全局势等因素影响较大，当前国际安全局势等因素较为稳定，如果国际政治格局发生不利变化，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- ⑦ 原材料价格波动，导致成本升高；
- ⑧ 军品降价、审价等对企业短期盈利能力的影响。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

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, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

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

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

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

分析师承诺:

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

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

免责声明:

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

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

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

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

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

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637