

国防军工

如何看军工产业的长期成长机会？

全面加强练兵备战逻辑下的军工高景气度逐步被市场认可，但是军工企业在一轮备战后的长期成长问题仍是市场核心担忧的问题，或者说这轮备战结束后军工产业是否就遇到了天花板，军工企业发展又该如何？我们试图在本篇报告立足长期，阐述军工企业的长期成长路径。

首先谈军工产业的发展特征，具备长期成长属性。参照美国，过去 60 年美国军费复合增速达到 4.75%。

1) 长期增长的高确定性。

国防支出角度：持续的军费的投入既是保障国家安全的必然举措，也是促进经济持续增长的重要方面。一个大体量的经济体需要强大的国防力量来与之匹配，与之相匹配的是军工产业的长足发展。美国国防与经济同步发展的结果是，美股军工板块过去 40 年年化收益率位列各板块第 4。当前我国 GDP 达到美国的 70% 左右，军费水平仍是其 32.42%，2020 年中美军费占 GDP 比分别为 1.7%、3.7%，我国十四五规划明确指出“促进国防实力和经济实力同步提升”，我们认为军费占 GDP 至少应向美国看齐，我国军费增速或长期超 GDP 增速。

技术发展角度：对抗是永恒主题，刺激军费持续投入。“生产一代、研制一代、预研一代、探索一代”是军工产品的研发格局，这会牵引武器装备不断升级换代，带动军工产业长期成长。我国装备补短板也不会一蹴而就，分批次、分阶段升级换代是保持装备先进水平的重要方式。十九大也明确提出“力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，我国武器装备发展任重道远，军工产业长期成长确定性高。

2) 高壁垒铸就好的竞争格局。武器装备的研制需要走完“预研、科研、型研”整套体系，如机载军用芯片走完“研发、检验验证、试飞、定型”的整套研制周期至少在 5~7 年以上，严格的军用市场准入壁垒铸就了我国大部分军工配套体系相当稳固的竞争格局，这也就意味着大部分军工企业会充分享受已经到来的高确定性高增长的行业红利。对于军工主机厂，拥有几乎垄断性的产业地位；对于配套厂，要寻找有高壁垒、好格局的产业方向，如高温合金、钛合金、军用芯片等等。

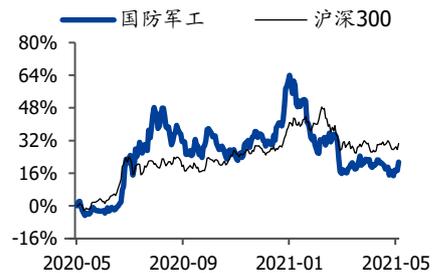
3) 业务发展的可预测性：计划性采购模式，上下游均可以互相验证。我国武器装备采购是典型的计划采购模式，对于成熟列装产品，军工产品以销定产的模式使得军工企业发展拥有高可预测性；对于在研产品，一旦有新的军备产品列装随之带来的是长达几十年的服役周期，长周期的营收增长也非常明确。

再谈军工产业的发展趋势，确定军工企业的长期成长路径。

1) 趋势一：我国武器装备从“研制定型”跨入到“放量列装”阶段，新技术持续牵引装备升级换代。2021 年，是我国 20 年科研装备丰收的始点。一方面，装备补短板叠加实战化训练带来消化致使军工产业高景气度确定性强，重点关注如导弹、航空发动机、军机、国防信息化等高增长赛道；另一方面，技术对抗永恒存在，新兴武器装备迭出不穷且列装周期长达几十年随之带来的也是长周期确定性的成长，如无人机、电磁武器、激光武器等，这给军工产业带来长足发展空间。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 余平

执业证书编号: S0680520010003

邮箱: yuping@gszq.com

相关研究

2) 趋势二：高端装备产业升级，军转民牵引万亿级别民用市场。以大飞机、商用航空发动机等为代表的高端装备产业是我们国家必然要重点发展的支柱产业，军民技术具有通用性，军用技术、产品落地牵引万亿级民用产业，这也给军工企业带来更为长足、广阔的市场空间。重点赛道包括：**大飞机**，2021年3月东方航空已和中国商飞签订首批5架C919大飞机的采购合同；**商用航空发动机**，CJ-1000A研制过程中，商用航发国产化刻不容缓；**新材料，高温合金和碳纤维**，航空发动机与大飞机国产化率先受益的品种；**全电推船舶**，军民船舶动力发展趋势；**红外**：军民领域渗透率提升。

3) 趋势三：规模效应不断凸显叠加军工改革红利释放，企业盈利能力将持续提升。影响盈利能力的因素之一，军品价格，我们认为全面聚焦备战能力建设是主要矛盾，因此装备发展最核心的是扩产，军品价格更多是规模上量后议价，而非大幅降价；此外，从投资角度来看，真正有核心竞争力的企业对降价压力敏感程度较小，无须过度担心军品降价的影响。我们认为，影响军工企业盈利的重要因素是规模效应，随着军品生产从“多品种、小批量”转换到“放量列装模式”，预计军工企业的规模效应逐步显现。以洛克希德马丁F-35战机为例，虽然其造价逐批次降低但是自2011年F-35交付后，其航空业务营收不断增长，毛利率相对稳定，这也是源自航空装备产品规模效应的结果。此外，军工改革红利会不断释放，一方面军工高端技术与工程师红利释放会带动新技术、新产品的持续落地，另一方面军工国企改革经营效率不断提升的红利也会持续释放，以中航光电、中航沈飞、振华科技为代表的上市公司陆续推出股权激励方案，市场化机制逐步渗透，很多军工国企降本增效成果显著。

最后谈军工企业的成长路径，我们要选择拥有强拓展能力的军工企业。

1) 先看短中期，未来7年行业红利期是我国军工产业格局确定的窗口期。国内军工产业已然进入“短期/3年订单与产能大幅增长，中期/7年装备体系升级”重大发展机遇期。

从2021Q1来看，绝大部分上游电子、材料等配套厂商业绩均大幅增长，如振华科技、抚顺特钢、西部超导等归母净利润同比大幅增长122.90%、115.53%、283.19%；下游主机厂营收增速较低导致担心景气度低于市场预期，我们认为营收较低是产品交付节奏影响所致，另外从购买商品、接受劳务支付的现金角度看，中航沈飞、洪都航空、航发动力等分别同比增长129.63%、429.99%、36.48%，上下游均验证表明军工上游采购量已经大幅增长。

展望2021Q2，我们认为，全面加强练兵备战背景下装备列装需求旺盛，时间紧迫，我国巨大的武器装备需求缺口会不断压缩交付节奏，需求端高速增长持续到全产业链达到产能高峰的确定性极高，所以军工产业链呈现短期/3年订单与产能大幅增长的状态。对于很多军工企业而言，需求不愁，产能供给是产量的核心影响因素。我们判断，随着产能的逐步释放、交付节奏的加快，2021Q2起主机厂的营收有望环比向上，大部分上游配套厂商的净利润也有望环比向上，军工产业链上下游业绩的释放会加强板块的共振效应。

我们认为，未来7年是百年未有之大变局加速演进、全面加强练兵备战背景下，我国武器装备补缺口、军事装备进入加速追赶带来的高增长、高确定性的红利期，这个行业红利期也基本决定了我国未来军工产业的发展格局。我们承认会有一些军工企业受限于技术及产品的拓展性遇到发展瓶颈，即在主机厂产能达到高峰期后进入平稳发展期，这是限制这类军工企业成长与估值的核心因素。

2) 再看长期，会有相当一大批企业不仅会充分享受这波7年的军工红利期，发展规模上台阶后，再基于技术与产品的拓展性获得长足发展空间，

如未来的新列装的装备产品、大飞机高端装备产业等带来的后续增长动力。具体的拓展方向包括：产品类别横向的拓展（如振华科技从被动元器件向集成电路领域拓展），产品应用领域的拓展（如应流股份同时切入军、民用航空发动机叶片市场获得军民融合式发展，航天彩虹同时切入国内、军贸获得两条发展路径），这是我们致力于寻找的军工投资方向。具体如下：

军工高增长细分赛道的核心卡位企业。在细分赛道上拥有极高市占率，其订单节奏决定了整个产业链的交付情况，或者说这些企业订单、业绩释放不出来，军工产业链景气度或被证伪，如：**抚顺特钢、紫光国微、中航高科。**

军工主机厂或核心分系统厂商。以几乎垄断性的产业地位充分享受行业红利，未来盈利依托于产业规模效应的释放以及新产品的不断拓展，如：**中航沈飞、洪都航空、湘电股份、航发动力、航天彩虹、航发控制。**

拥有强拓展能力的军工企业。备战红利结束后依然可以通过技术、产品的扩张拥有长期成长的逻辑，如：**振华科技、西部超导、上海瀚讯、北摩高科、火炬电子。**

军民融合式成长的军工企业。军工仅是发展的一个方向，民用领域的应用带来更为广阔的发展空间，如：**应流股份、睿创微纳、宝钛股份。**

风险提示：军工订单释放不及预期；军工产业链扩产、产能释放等不是一蹴而就的，最终业绩的兑现时间或不及市场预期。

重点标的（归母净利润单位：亿元）

分类	股票名称	核心逻辑	未来拓展	归母净利润		PE	
				2021E	2022E	2021E	2022E
军工高增长细分赛道的核心卡位企业	紫光国微	多条高增长赛道上的核心卡位特种芯片企业，装备放量、信息化率、国产化率提升三重成长逻辑	特种芯片拓展品种、民用 FPGA 等	13.51	19.48	58	40
	抚顺特钢	航发、导弹、军机等高增长赛道的核心特钢龙头，变形高温合金和高强钢在国内航空航天市占率分别超 80%、95%	商用航发、民用领域等高温合金应用	8.25	11.70	33	23
	中航高科	航空碳纤维产业核心卡位企业，碳纤维预浸域国内几乎处于垄断地位	国产大飞机、商用航发领域的应用	6.80	9.35	53	39
拥有强拓展能力的军工企业	振华科技	依托 CEC，打造我国军工电子与半导体主大本营，军工电子元器件产品不断拓展，军用厚膜集成电路等产品已经开始放量	军用厚膜集成电路、IGBT 等	10.81	14.51	23	17
	西部超导	国内军用钛合金核心供应商，充分受益于先进战机列装浪潮，同时还有不断退出的高温合金、超导业务提供长足动能。	高温合金产品带来新增长	5.30	6.98	44	34
	北摩高科	国内飞机刹车控制系统及刹车盘（副）的龙头企业	拓宽民航飞机起落架着陆系统及高速列车刹车制动产品市场	5.09	6.97	47	34
	上海瀚讯	国内领先的军用 4G 通信设备供应商，受益于军用通信由 2G 向 4G 升级的大潮	军用 4G 处于导入期，渗透率有很大提升空间	2.34	3.23	45	32
	火炬电子	军用 MLCC 核心供应厂商	特种陶瓷纤维产品在航空航天领域的应用拓展	8.91	12.09	29	21
军民融合式成长企业	应流股份	我国核心的两机叶片制造民营企业，已经切入国内军用、全球商用两机大赛道	国内军用、全球商用两机不断渗透	2.97	4.05	42	31
	睿创微纳	国内少数掌握非制冷红外核心技术且打破国外垄断的企业，军民两大领域驱动增长	积极布局车载夜视系统、智能穿戴及消费电子等领域	7.97	11.51	52	36
	宝钛股份	国内最大的航空钛材供应商，囊括几乎所有的航空航天等高端应用领域	切入大飞机、商用航空发动机领域	5.17	6.57	35	28
垄断性产业地位的主机厂、核心分系统厂商	中航沈飞	我国唯一歼击机总装上市公司，J-11、J-15、J-16 等歼击机持续放量列装	FC-31、暗箭无人机	19.54	24.87	50	39
	湘电股份	国内领先的“电机+电控”研制厂商，不止于海军装备升级的支点，更是前瞻性装备的旗舰	大功率船舶综合电力及电磁发射两类核心技术应用	3.23	5.22	55	34
	洪都航空	我国唯一教练机+导弹总装上市公司	教练机 L15 拓展应用，无人机	2.52	3.81	96	64
	航发动力	我国唯一军用航空发动机总装上市公司，WS10 等产品持续放量列装	四代机用航空发动机	15.82	20.13	71	55
	航发控制	我国航空发动机控制系统龙头，在军用发动机控制系统细分领域处于垄断地位	国内商用航空发动机	4.96	6.36	46	36
	航天彩虹	我国唯一军贸无人机总装上市公司	国内军用、海外军贸双轮驱动增长	4.26	5.43	46	36

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所，PS：单位取亿元，中航高科、西部超导、北摩高科、火炬电子、睿创微纳、宝钛股份、洪都航空、航发控制、航天彩虹采用 Wind 一致预期数据

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com