2023 年 01 月 29 日
证券研究报告|行业研究|军工行业点评

国防军工

军工行业周报：底部清晰，改革助力

投资评级 增持
维持评级

报告摘要

一、核心观点

1 月 16 日发布年度军工行业策略报告《战地黄花分外香》

1 月 16 日-1 月 20 日为春节前最后一个交易周，上证综指（+2.18%），深证成指（+3.26%），创业板指（+3.72%），均实现了上涨。Wind 全 A 成交量 36,971.51 亿元，连续三周保持上涨态势。1 月至今，北上资金累计净买入额高达 1,125.31 亿元，已超越 2022 年全年净买入规模 900.2 亿元，其中军工行业净流入 6.58 亿元；仅 1 月 16 日-20 日，北上资金净买入规模即为 485.16 亿元，军工行业净流入 20.66 亿元。随着疫情扰动逐步消散、经济基本面预期改善，叠加流动性预期宽松、估值水平相对合理等因素，**A 股市场情绪回暖，为军工行业估值修复和扩张提供了外部条件。**

1 月 16 日-1 月 20 日，国防军工（申万）指数（+5.18%），行业（申万）排名（4/31）。军工板块（申万）成交量为 922 亿元，军工板块（申万）占 Wind 全 A 成交量的比重为 2.49%，连续两周回升。年初至今主要军工 ETF 基金份额提升 12.7%，近一周提升 2.5%，**军工热度回升**。

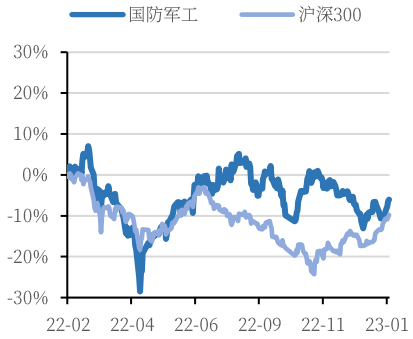
截至 2023 年 1 月 20 日，国防军工（申万）指数 PE 为 52.77 倍，处于 2014 年来的 2.86%分位，仍旧处于相对底部区间。

从板块表现来看，近期行情受到如下方面影响：

① 市场风格变化

年初至今，上证综指（+5.68%），深证成指（+8.76%），创业板指（+10.19%），实现了较大幅度的上涨，国防军工(申万)（+3.36%）行业并未取得超额收益。一方面，随着疫情缓解，复苏方向业绩预期上调，军工作为免疫行业比较优势降低；另一方面，疫情影响企业生产，增速下滑，降价等诸多担忧仍旧影响行业信心；与此同时，自年初以来，北上资金大

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

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

【中航证券军工】信息化武器装备的精灵——军用电子元器件产业深度报告 —2023-01-17
2023 年军工行业投资策略：战地黄花分外香 —2023-01-14
军工电子月报：2023 年 5 个机会判断 —2023-01-13

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

幅提升，1 月至今累计净买入额高达 1,125.31 亿元，已超越 2022 年全年净买入规模；但军工行业净流入为 6.58 亿元，占比仅为 0.58%。

②改革提速，军工资产注入隐含期权依然存在

中航电测 1 月 12 日公告，筹划发行股份购买中航成飞 100%股权，成飞产业链部分企业受此催化，实现了上涨，如爱乐达、中简科技、光韵达、利君股份等。与此同时，部分资产证券化水平相对较低的央企下属企业得到市场关注，如航发科技等。

近期，军工央企下属企业资产重组呈现明显提速态势，如中直股份拟发行股份购买昌飞、哈飞 100%股权，中航电测筹划发行股份购买中航成飞 100%股权；乐凯新材拟发行股份并募集配套资金购买航天能源 100%股权、航天模塑 100%股份等等。

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。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求。因此我们近几年的军工行业策略报告中都曾指出，军工行业资产注入的隐含期权依然存在：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

③ 业绩落地，估值切换

截至 2023 年 1 月 27 日，共计 50 家企业公布 2022 年业绩预告或快报，其中 32 家预增，18 家预计业绩出现下滑，2022 年预告的净利润增速下限中位数为 26.15%，增速上限为 34.06%。随着公司业绩预告或业绩逐步落地，板块将迎来估值切换。

④关联交易影响预期

军工央企下属上市企业公告关联交易时常作为业绩预测指标，预计关联交易的增速如果与预期出现偏差，也将影响股价表现，如近期的航发控制、

航天电器等。目前已有航发动力、航发控制、中航西飞、洪都航空、中航电子、中国卫星、昆船智能披露了 2023 年关联交易情况。

从产业视角来看，军工行业 2023 年将围绕保障安全、强化韧性，以量换价、以效创利的主旋律发展。目前全球化迎来下半场，区域化、本土化在加强，供应链和产业链的距离正在缩短。军工产业链供应链的安全问题，即保安全手段自身之安全问题，理所当然已成为极其重要的课题。对于极端情况，已不得不有所准备，如疫情、他国制裁、工厂事故、自然灾害、企业破产、战争等等不一而足。

由此，我们认为，军工产业链供应链正在进行重塑，主要体现在三方面的再平衡：

① 效率和安全的再平衡

军工产业链、供应链、价值链的各个环节，对于区域布局、配套关系、角色分工等考量，都不仅仅将成本和效率作为重要因素，关注点将从效率转向如何应对生产力冲击偏移，产业链的安全和韧性问题变得日益重要。

② 供应链长和短的再平衡

高度分散化（企业所有权的和地理空间的）分工具有更高的经济效率，但是由于参与产业链的企业和地点多、供应链长，因此当一个企业、一个地点以及一个运输环节出现问题，都会造成相关下游产业的投入品供应紧张、甚至出现供应中断，从而影响整个产业的正常运行。而供应链适当缩短，可以提供更大的供应弹性、更强的供应韧性和更高的供应安全性。

③ 供应集中和分散的再平衡

分工的高度专业、精细化进一步实现了生产效率的整体提升，但也意味着整个产业链对单个环节的依赖性更强，点断则链断。

当前**军工供应链面临着两大约束：空前旺盛的生产需求和具备应对极端情况的安全要求。新形势之下，对军工行业的生产力提出了新的要求，随之而来，生产关系的组织也将呈现新的变化。**如：

① 竞争格局重塑，军方对生产商的选择和定位，主机厂“链长单位”对供应商的选择和定位，都不再仅仅关注成本和效率问题，将更为重视极端情况下保交付能力，而增加备份与冗余也意味着一定程度上效率和经济性的损失；

② 全行业自主可控和国产替代要求之下，创新能力就显得尤为重要，全行业的研发投入强度也将不断加大；

③ 数字化转型，随着云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能为代表的新一代数字技术的突破、成熟和产业应用，军工行业的数字化智能化是大势所趋。

对于为数众多的配套企业，也将迎来新的机遇和调整。实际上，我们已经能看到，很多军工企业已经在进行着适应性、战略性的主动调整。如，抓住原来垄断领域出现的竞争机会，向着产业链横向纵向拓展延伸增强自身抗风险能力。

军工行业的供应体系将走向市场化、专业化和规模化：

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。

展望 2023 年，我们认为军工行业增速或将提速，理由有三：

① 延迟交付订单存在跨周期确认。

到军工行业是“需求免疫”行业，但从供给的角度而言，产业链整体难以避免疫情冲击、外部扰动等因素的影响，进而影响到生产、交付和确认的节奏。军工下游与中上游存在一定的时间差，一般而言会提前备产备货，对短期的冲击有较强的抗风险能力，完成生产交付目标。对于中上游企业，2022 年需求没有发生变化，但产能瓶颈以及外因影响的生产交付对供给侧的冲击仍是军工企业持续高增长的两个主要矛盾，这两个矛盾或对军工相关的配套企业业绩增速提速产生一定的影响。

随着疫情影响逐步消除，企业回归正常生产节奏，延期交付订单或跨周期确认至 2023 年利润表中。

② 产能有序释放，供不应求情况缓解

自 2021 年以来，军工相关企业纷纷启动扩产，以迎接快速增长的下游需求。但军品以销定产，需求向供给传导存在滞后：下游需求传导至生产供给端出现滞后，产能缺口持续存在，这种状态预计于 2023 年得到缓解。2023 年，上一轮扩产预计逐步落地，如材料类、中游各环节等，产能落地将对业绩提速形成强有力支撑。

③ 大额订单逐步落地，需求景气持续

2021 年，中航沈飞、航发动力、洪都航空等大额合同负债落地；2022 年，中航西飞合同负债落地，中直股份公告预计 2023 年将收到客户大额预付款。与之对应，2022 年以来，军工配套企业有较多大额订单落地，如雷电微力收到 24 亿元订单合同，中简科技收到 22 亿元合同等等，新增订单逐步落地，需求景气持续。

二、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（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），理工导航、北方导航（导航控制和弹药信息化），雷电微力（弹载雷达制导微系统），航天宏图、中科星图（卫星遥感）、中国卫通（高轨卫星互联网）。

信息化+自主可控：

富吉瑞（红外），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，首架 C919 交付，启动运营，或将掀起民机领域的投资热情。

正文目录

近一周行情 8
重要事件及公告 8
一、 市场情绪转暖，军工热度回升 10
二、 近期行情的几个影响因素 11
（一） 市场风格变化 11
（二） 改革提速，军工资产注入隐含期权依然存在 12
（三） 业绩落地，估值切换 16
（四） 关联交易影响预期 19
三、 军工产业链 2023 年主旋律；保障安全、强化韧性，以量换价、以效创利 19
四、 “大军工”十六大赛道投资全景图 22
五、 建议关注的细分领域及个股 27
六、 风险提示 28

图表目录

图 1 军工板块成交量逐步回升 11
图 2 年初至今主要军工 ETF 基金份额提升 12.7%，近一周提升 2.5% 11
图 3 2022 年以来军工央企旗下 IPO 及资产重组情况 12
图 4 2023 年央企经营指标与总体目标再次优化 14
图 5 部分军工央企 2023 年度工作会议主要内容 14
图 6 军工上市公司 2022 年年报预告情况（截至 2023 年 1 月 27 日） 17
图 7 部分军工央企下属上市公司 2023 年预计关联交易情况 19
图 8 军工行业供应链强调安全与韧性，构建以量换价、以效创利的良性发展生态 22
图 9 军工细分产业投资全景简图 24
图 10 共通基础板块投资全景简图 25
图 11 军工“新”领域（“大军工”三大扩充赛道）投资全景简图 26
图 12 军工“新”领域（新质装备）投资全景简图 26

图 13 十六大细分赛道投资特点对比.....27

近一周行情

国防军工（申万）指数（+5.18%），行业（申万）排名（4/31）；
上证综指（+2.18%），深证成指（+3.26%），创业板指（+3.72%）；
涨幅前五：中国软件(+32.62%)、通达股份(+32.46%)、利君股份(+18.19%)、光韵达(+18.16%)、兴图新科(+17.62%)；
跌幅前五：国光电气(-5.16%)、日发精机(-4.47%)、苏试试验(-2.12%)、航发控制(-1.91%)、科德数控(-1.21%)。

重要事件及公告

1 月 7 日，**航发动力**公告下属子公司南方公司拟对其控股子公司株洲南方航空机械进出口有限公司进行减资，减资完成后南方公司所持进出口公司的股权比例由 80.2%降至 26.12%，减资完成后，进出口公司将不再纳入公司合并报表范围。

1 月 7 日，**中国卫通**公告根据公司战略发展部署，基于在轨卫星运行寿命情况，统筹相关轨位资源接续使用及后续业务发展需要，公司拟向中国空间技术研究院（采购卫星及相关服务，关联交易金额为 13.67 亿元，用于采购中星 10R 卫星及采购中星 9C 卫星。

1 月 10 日，**新雷能**公告为进一步扩大产能，完善公司产业布局拟在西安投资建设电机驱动及电源研发制造基地项目，项目投资总额预估约 17,000 万元。

1 月 10 日，**爱乐达**公告股票激励计划，首次授予激励对象不超过 179 人，约占公司全部职工人数 18.38%，拟向激励对象授予权益总计不超过 300.00 万股，约占总股本 1.02%，首次授予价格每股 13.39 元，考核年度为 2023-2025 年。

1 月 10 日，**中直股份**公告发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，中直股份拟向中航科工发行股份购买其持有的昌飞集团 92.43%的股权、哈飞集团 80.79%的股权，拟向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团 7.57%的股权、哈飞集团 19.21%的股权。交易完成后，中直股份将持有昌飞集团 100%股权、哈飞集团 100%股权，昌飞集团、哈飞集团将成为上市公司全资子公司。同时，上市公司拟向中航科工、航空工业集团全资子公司机载公司在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行 A 股股票募集配套资金，中航科工拟认购的募集配套资金金额为 2 亿元，机载公司拟认购的募集配套资金金额为 1 亿元。

1 月 11 日，**卫士通**公告变更公司名称、证券简称，公司全称由成都卫士通信息产业股份有限公司改为中电科网络安全科技股份有限公司，证券简称由卫士通变更为电科网安。

1 月 11 日，**中船科技**公告全资子公司中船华海将以人民币 48,630,627.69 元购买 TTS Marine AB 持有的上海德瑞斯华海船用设备有限公司 50%股权，，本次交易完成后，中船华海将持有德瑞斯华海 100%股权。德瑞斯华海在船用舱口盖领域的市场占有率居首位。

1 月 11 日，**中航重机**公告签署《合作框架意向协议》，公司为了进一步加快资源整合，促进航空产业稳链补链强链畅通循环，与南山铝业签署《合作框架意向协议》。协议约定由南山铝业设立全资子公司，并将南山铝业锻造分公司的相关资产转入其中，后续由公司收购锻造子公司 80%股权。

1 月 12 日，**中航电测**公告筹划发行股份购买资产事项，本次交易的标的资产初步确定为成都飞机工业（集团）有限责任公司的 100%股权。

1 月 12 日，**乐凯新材**发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）。公司拟向四川航天集团、川南火工、航投控股、泸州同心圆发行股份购买其持有的航天能源 100%股权；拟向四川航天集团、燎原科技、焦兴涛等 30 名自然人股东发行股份购买其持有的航天模塑 100%股份；同时募集配套资金，资金总额不超过 21.00 亿元。

1 月 12 日，**星网宇达**公告收到某型军用无人机的中标通知，中标金额合计约为 5,138 万元。

1 月 14 日，**航发控制**公告 2023 年各类日常关联交易总金额进行了预计，预计总金额不超过 455,500 万元。2022 年各类日常关联交易预告金额为 447,000 万元，实际发生金额为 389,552 万元。

1 月 14 日，**航天电器**公告预计 2023 年度日常关联交易总金额为 237,700 万元；其中公司向中国航天科工集团有限公司下属企业销售产品年度预计金额为 220,000 万元，2022 年实际向中国航天科工集团有限公司下属企业销售产品金额为 149,136.83 万元。

1 月 14 日，**航天动力**公告为提高产业集中度，优化产业结构，围绕航天液体动力核心技术打造优势主业，公司以流体计量与通信业务相关资产作价 7,288.82 万元向西安航力科技有限责任公司增资，航力公司是公司控股股东西航科技的控股子公司。

1 月 14 日，**中航沈飞**公告拟以经航空工业集团备案的沈阳飞机设计研究所扬州协同创新研究院有限公司全部权益评估结果作为定价依据，以现金方式向扬州院增资 16,000 万元。增资完成后，公司将持有扬州院 34.12%股权，沈阳所持有扬州院的股权将由 100%降至 65.88%。

1 月 17 日，国资委新闻发言人彭华岗在国新办新闻发布会上表示，2023 年将乘势而上组织开展新一轮的改革深化提升行动。巩固深化国企改革三年行动的成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国企改革的行动方案。着力完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化的机制运营。进一步深化分类改革，完善企业功能界定与分类指导，深化公益性业务分类核算分类考核。积极稳妥分层分类深化混合所有制改革，促进国企民企协同发展。

1 月 17 日，**洪都航空**公告预计 2023 年度日常关联交易金额为 1,053,750.00 万元，2022 年度实际发生金额（未经审计）为 1,011,142.59 万元。

1 月 17 日，**中航重机**公告正在筹划非公开发行股票事项，本次非公开发行股票募集资金用途之一拟用于收购山东南山铝业股份有限公司持有的全资子公司山东宏山航

空锻造有限责任公司 80.00%的股权。

1 月 18 日，**捷强装备**公告筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。本次交易的标的资产初步确定为卡迪诺科技（北京）有限公司全部或部分股权。本次购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例预计达到 50%以上，预计构成资产重组。

1 月 18 日，**昆船智能**公告预计 2023 年度公司拟与关联人发生的日常关联交易总额不超过人民币 114,300.00 万元（不含税）。其中关联采购预计金额（不含税）为 55,000.00 万元，2022 年实际发生金额（不含税）为 43,059.09 万元；关联销售预计金额（不含税）为 56,000.00 万元，2022 年实际发生金额（不含税）为 47847.67 万元。

1 月 19 日，**菲利华**公告以简易程序向特定对象，募集资金总额为 3 亿元，用于半导体用石英玻璃材料扩产项目、新材料研发项目等。

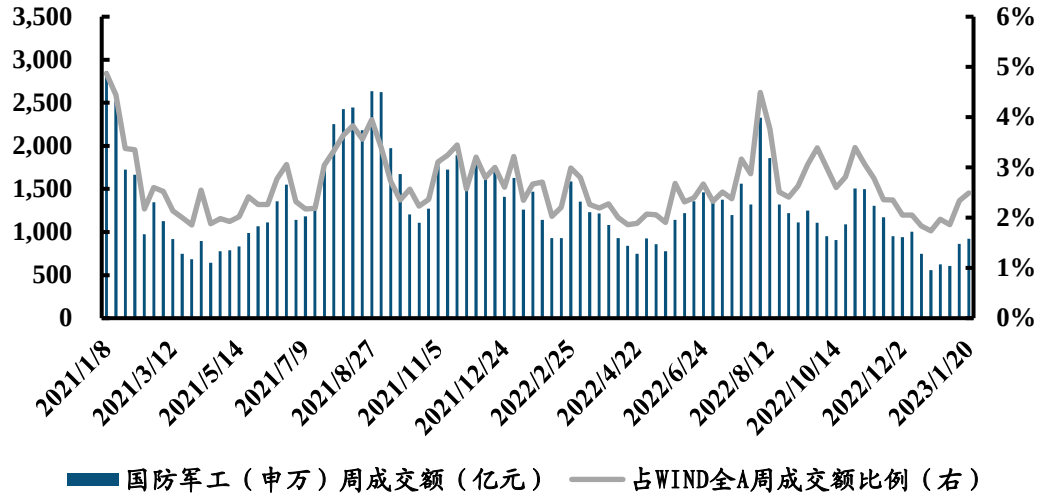
1 月 20 日，**中航电子**公告调整 2023 年日常关联交易额度，中航电子因为实施换股吸收合并中航工业机电系统股份有限公司，新增日常关联交易。其中中航电子采购商品、采购原材料 2023 年原预计金额为 250,000 万元，调整为 620,000 万元；销售商品、产品 2023 年原预计金额为 800,000 万元，调整为 2,150,000 万元。

一、 市场情绪转暖，军工热度回升

1 月 16 日-1 月 20 日为春节前最后一个交易周，上证综指（+2.18%），深证成指（+3.26%），创业板指（+3.72%），均实现了上涨。Wind 全 A 成交量 36,971.51 亿元，连续三周保持上涨态势。1 月至今，北上资金累计净买入额高达 1,125.31 亿元，已超越 2022 年全年净买入规模 900.2 亿元，其中军工行业净流入 6.58 亿元；仅 1 月 16 日-20 日，北上资金净买入规模即为 485.16 亿元，军工行业净流入 20.66 亿元。随着疫情扰动逐步消散、经济基本面预期改善，叠加流动性预期宽松、估值水平相对合理等因素，A 股市场情绪回暖，为军工行业估值修复和扩张提供了外部条件。

1 月 16 日-1 月 20 日，国防军工（申万）指数（+5.18%），行业（申万）排名（4/31）。军工板块（申万）成交量为 922 亿元，军工板块（申万）占 Wind 全 A 成交量的比重为 2.49%，连续两周回升。年初至今主要军工 ETF 基金份额提升 12.7%，近一周提升 2.5%。

图1 军工板块成交量逐步回升



资源来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 年初至今主要军工 ETF 基金份额提升 12.7%，近一周提升 2.5%

序号	代码	名称	2022/12/31（亿份）	2023/1/13（亿份）	2023/1/20（亿份）	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	102.60	107.29	10.32%	4.57%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	62.88	77.10	78.44	24.75%	1.74%
3	512680.SH	广发中证军工 ETF	29.27	33.46	34.04	16.32%	1.75%
4	512670.SH	鹏华中证国防 ETF	34.19	35.33	35.80	4.71%	1.33%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	20.44	20.61	20.60	0.78%	-0.05%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	10.14	10.59	10.57	4.24%	-0.19%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	3.84	3.92	3.91	1.82%	-0.26%
合计			258.00	283.60	290.65	12.65%	2.48%

资源来源：Wind，中航证券研究所整理

二、 近期行情的几个影响因素

从板块表现来看，近期行情受到如下方面影响：

（一）市场风格变化

年初至今，上证综指（+5.68%），深证成指（+8.76%），创业板指（+10.19%），实现了较大幅度的上涨，国防军工(申万)（+3.36%）行业并未取得超额收益。一方面，随着疫情缓解，复苏方向业绩预期上调，军工作为免疫行业比较优势降低；另一方面，疫情影响企业生产，增速下滑，降价等诸多担忧仍旧影响行业信心；与此同时，自年初以来，北上资金大幅提升，1 月至今累计净买入额高达 1,125.31 亿元，已超越 2022 年全年净买入规模；但军工行业净流入为 6.58 亿元，占比仅为 0.58%。

（二）改革提速，军工资产注入隐含期权依然存在

中航电测 1 月 12 日公告，筹划发行股份购买中航成飞 100%股权，成飞产业链部分企业受此催化，实现了上涨，如爱乐达、中简科技、光韵达、利君股份等。与此同时，部分资产证券化水平相对较低的央企下属企业得到市场关注，如航发科技等。

近期，军工央企下属企业资产重组呈现明显提速态势，如中直股份拟发行股份购买昌飞、哈飞 100%股权，中航电测筹划发行股份购买中航成飞 100%股权；乐凯新材拟发行股份并募集配套资金购买航天能源 100%股权、航天模塑 100%股份等等。

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。

改革是蓄力的过程，是量变到质变的过程，军工行业的改革，是真正激发产业内在活力、快速提升行业效率的根本要求。因此我们近几年的军工行业策略报告中都曾指出，军工行业资产注入的隐含期权依然存在：军工集团优质资产大量存在于体外，资产重组依然是各军工集团资产证券化的重要手段之一，资产注入的可能性始终会为军工行业带来了其他行业难以具备的投资价值。

图3 2022 年以来军工央企旗下 IPO 及资产重组情况

证券代码	证券简称	所属央企	时间节点（状态）	资产情况
300114.SZ	中航电测	航空工业	2023-1-12	发行股份购买资产。本次交易的标的资产初步确定为成都飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权
300446.SZ	乐凯新材	航天科技	2022-12-31（草案）	发行股份并募集配套资金；置入航天能源 100%股权、航天模塑 100%股份。航天能源从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造，亦从事军用爆破器材相关业务。航天模塑主要从事汽车内外饰件、智能座舱部件、发动机轻量化部件和模具研发与制造
002265.SZ	西仪股份	兵器装备	2022-12-30（已完成）	发行股份并募集配套资金；置入建设工业 100%股权。建设工业主要以军品业务为核心。军品主要为全口径枪械类轻武器装备，民品主要包括汽车转向系统、传动系统、精密锻造产品等汽车零部件产品以及民用枪等产品
688475.SH	萤石网络	中国电科	2022-12-27	海康威视分拆上市，公司致力于成为可信赖的智能家居服务商及物联网云平台提供商
600038.SH	中直股份	航空工业	2022-12-24（筹划）	拟发行股份购买昌河飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权、哈尔滨飞机工业集团有限责任公司 100%股权
301311.SZ	昆船智能	中国船舶	2022-11-30	昆船物流整体改制上市，主营智能物流、智能产线方面的规划、研发、设计、生产、实施、运维等
003031.SZ	中瓷电子	中国电科	2022-11-17	拟向中国电科十三所发行股份购买其持有的博威公司 73.00%股权、氮化镓通信基站射频芯片业务资产及负债，拟向中国电科十三所、数字

				之光、智芯互联、电科投资、首都科发、顺义科创、国投天津发行股份购买其合计持有的国联万众 94.6029%股权
688439.SH	振华风光	中国电子	2022-08-26	振华风光有限整体改制上市，主要产品包括信号链及电源管理器等系列产品
688375.SH	国博电子	中国电科	2022-07-22	中电科 55 所微系统事业部部分资产，主营射频放大类芯片、射频控制类芯片、射频模块、有源相控阵 T/R 组件
688297.SH	中无人机	航空工业	2022-06-29	中航无人机公司改制上市，翼龙系列无人机等相关资产
A22353.SH	航天南湖	航天科工	已过会	航天科工 2 院 23 所下属公司改制上市，防空预警雷达、警戒雷达、雷达零部件、雷达配套装备、目标指示雷达相关业务
A22228.SH	航材股份	中国航发	已过会	航材院钛合金精密铸造、橡胶与密封材料业务、飞机座舱透明件业务、高温合金母合金熔铸业务相关资产
A22120.SH	航天软件	航天科工	已过会	主营业务产品研制协同软件（AVIDM）、基础软件、金审信息化服务、经营管控软件、商密网云服务、信息化运维服务
A22038.SH	成都华微	中国电子	已报材料	主营业务并行通讯电平转换类接口、超高精度 ADC、串行通讯协议类接口、存储芯片、高精度 ADC、开关电源 DC-DC、逻辑芯片、微控制器、线性电源 LDO
A12139.SH	莱斯信息	中国电科	已报材料	主营业务城市道路交通信号控制设备、城市道路交通信号控制系统、城市综合指挥平台、公共信用信息服务平台、管制指挥类系统、流量管理类系统、人防应急指挥信息系统

资源来源：Wind，中航证券研究所整理

军工改革层面，近期有如下密集的事件和因素：

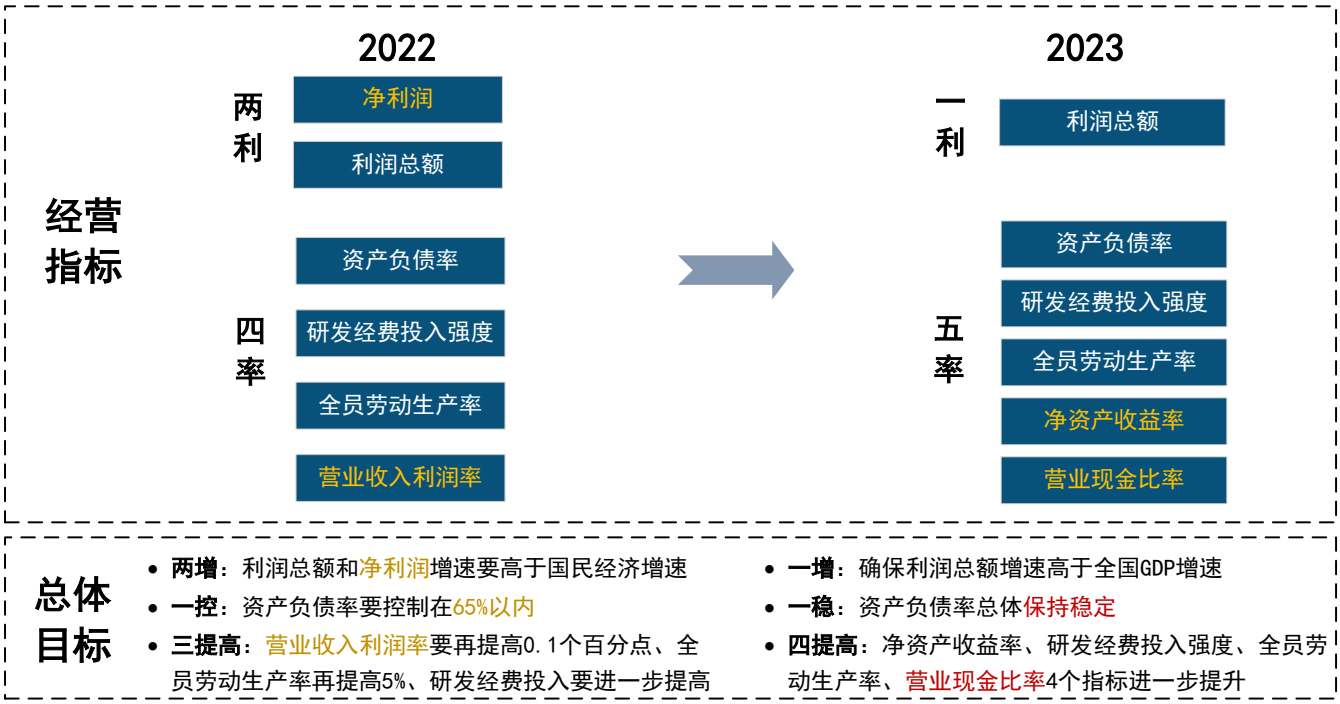
① 国企改革三年行动圆满收官，谋划新一轮深化国企改革行动方案

2023 年 1 月 5 日，国资委召开中央企业负责人会议，会议强调乘势而上组织开展新一轮国企改革深化提升行动，坚持社会主义市场经济改革方向，以更大力度打造现代新国企，着力完善中国特色国有企业现代公司治理，更好发挥中央企业核心功能。1 月 17 日，国资委新闻发言人彭华岗在国新办新闻发布会上表示，2023 年将乘势而上组织开展新一轮的改革深化提升行动。巩固深化国企改革三年行动的成果，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，谋划新一轮深化国企改革的行动方案。

② 央企 2023 年考核目标更强调高质量发展和提质增效

2023 年 1 月 5 日，国资委召开国资委召开中央企业负责人会，2023 年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。2023 年央企经营指标与总体目标再次得到优化，有望进一步加速军工央企提质增效与收入质量改善，盈利能力以及现金流情况提升。

图4 2023 年央企经营指标与总体目标再次优化



资源来源：中国新闻网，新华社，中航证券研究所整理

③ 军工央企工作会陆续召开，深化改革仍是 2023 年重点工作

军工央企作为我国军工行业各细分板块的核心参与者，其经营情况对军工行业整体景气度具有指引意义。从军工央企披露情况来看，2022 年，航空工业超额完成“十四五”阶段目标任务；航天科技圆满完成经营指标；中国电科强军兴军、科技创新、生产经营等主要指标再创历史最好水平等，军工行业在 2022 年需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续加大，多种超预期因素冲击的严峻形势下，保持了较好的发展态势。2023 年，军工集团将持续推进聚焦主责主业，提升科研能力，加快产业布局优化和结构调整，深化改革等重点工作。

图5 部分军工央企 2023 年度工作会议主要内容

军工集团	时间	2023 年工作会主要内容
航空工业	2023.1.10	2022 年，**航空工业在科技创新、航空装备、民机产业、改革提升、经营业绩 5 个方面超额完成了“十四五”阶段目标任务**。科技创新研发投入强度达 8.7%；航空装备交付超额完成计划任务，实现“2323”均衡生产；民机产业开展 10 型研制，完成 3 型首飞，4 型取证，交付民机 659 架，国际转包实现 14 亿美元；全面完成国企改革三年行动任务；**经营业绩实现净利润 189.3 亿元，EVA 130.5 亿元，利润总额 236.4 亿元**。 2023 年，航空工业要以“高质量发展”为主题，以“兴装强军”为首责，守住“不发生系统性风险”底线，围绕 9 个方面重点任务和 42 项工作重点
航天科技	2023.1.17	2022 年，集团公司宇航领域全胜战绩助推航天强国建设；集团公司**实现利润总额同比增长 7.5%，净利润同比增长 8.5%，营业收入同比增长 7.2%，全员劳动生产率**

		增长 10.3%，研发经费投入强度达 14.8%，圆满完成年初国资委和董事会下达的经营指标。 2023 年，集团公司将围绕富国强军、发展新动能、强化科技创新、深化改革等 7 个方面重点开展工作
航天科工	2023.1.16	集团公司统筹疫情防控与企业经营发展，聚焦主责主业，深入实施“1+4”战略，全面履行强军首责、战略地位更加稳固，加快科技自立自强、创新能力显著提升，改革三年行动收官、发展活力动力更强，积极投身两个市场、产业布局不断优化，强化科学高效管控、企业治理成果突出，**企业经营效益持续增长，全面实现国资委“两增一控三提高”考核目标，列世界 500 强第 341 位、世界军工百强第 14 位**
中国航发	2023.1.17	2022 年，**集团科研生产再加快，呈现多点突破、整体提升的良好态势**；自主创新再提速，战略科技力量进一步壮大；质量管控再发力，产品质量稳中有升；改革调整再深化，集团活力动力持续迸发；经营水平再提升，发展质量效益向上向好；人才支撑再强化，人才高地建设积极推进；党的建设再加强，红色优势持续转化为发展优势；基础管理再夯实，行稳致远根基更加牢固。 2023 年四项重点任务是：蹄疾步稳抓主业，加快推进科研生产任务；持之以恒抓创新，加快实现高水平科技自立自强；聚焦效能抓重点，加快建强关键核心能力；全力以赴抓质量，加快提升质量保证能力
中国船舶	2023.1.16	2022 年，中国船舶集团军工任务按期优质完成，船海产业全球竞争力巩固提升，应用产业和船海服务业稳中提质，科技自立自强成果丰硕，全面深化改革成效明显，各项基础管理不断夯实。**这一年，福建舰航空母舰下水命名，船舶海工业务承接合同金额再创国际金融危机以来新纪录，国企改革三年行动全面收官，经济效益再创历史新高**。 2023 年工作总体要求是坚持稳中求进工作总基调，把履行兴装强军首责摆在更加突出位置，精准发力创新驱动和竞争力塑造，着力强化集团管控和资源整合，突出抓好稳增长、推改革、降成本、调结构、强基础、防风险，全力开创建设世界一流船舶集团新局面
兵器工业	2023.1.13	2022 年集团公司的坚持稳中求进，全面完成提质增效稳增长任务。**全年实现利润总额 241 亿元、同比增长 6.7%，营业收入 5562 亿元、同比增长 5.5%**，集团公司经营业绩持续提升。强化自主创新，兵器科技自立自强取得新突破。加快转型升级，推动民用产业结构调整迈出新步伐。**全年实现民品收入同比增长 7.7%**。坚持迎难而上，国际化经营高质量发展取得新进展全面深化改革，不断增强企业发展活力动力。**改革三年行动任务高质量全面收官。** 2023 年，履行强军首责、聚焦主责主业，坚持系统观念、坚持自立自强，着力推进“1+5”战略实施，着力推动高质量发展，更好统筹发展和安全，更好统筹疫情防控和科研生产

兵器装备	2023.1.14	2022 年全年实现**营业收入同比增长 1.96%、利润总额同比增长 18%、净利润同比增长 21.84%，“两利四率”指标全面完成**。 2023 年，深入推进“133”战略，坚决履行强军首责，强化科技创新引领，持续深化国企改革，加快产业布局优化和结构调整，加速高端化、智能化、绿色化、数字化转型，增强企业核心竞争力，坚持统筹发展和安全，充分发挥党建引领保障作用，全力加快建设世界一流企业，为全面建设社会主义现代化国家作出新的贡献
中国电科	2023.1.12	2022 年，集团公司取得了一系列新的突破性进展和标志性成果，**强军兴军、科技创新、生产经营等主要指标再创历史最好水平**。取得了科技创新自立自强积厚成势、电子装备升级换代有力有效、网信体系跨越发展赋能增智、网络安全能力跃升走深走实、数字经济融合赋能提质提速、布局优化结构调整蹄疾步稳等成就。 2023 年，坚持党的全面领导，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，立足“三大定位”，聚焦“四大板块”，以更高站位服务强军兴军事业，以更实举措推动改革创新向纵深发展，以更优作风凝聚干事创业强大合力，以更大力度建设世界一流企业，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出新的贡献
中国电子	2023.1.12	2022 年，中国电子认真贯彻落实党中央“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”重要要求，迎难而上、狠抓落实，全力以赴**稳增长、防风险、促改革、强党建，在当期经营、技术创新、信创业务、高新电子、资产经营、风险防范、深化改革、党的建设等领域取得了预期成效**。 2023 年，中国电子要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，聚焦高质量发展，强化狠抓人才、技术、产品、产业的鲜明导向，以经营预算指标为牵引，统筹推进深化改革、体系建设、结构调整、风险防控、党建设各项工作
中核集团	2023.1.18	2022 年集团公司**实现了全年改革发展的目标任务。产业经济实现平稳较快发展，净利润同比增长 18.2%，EVA 同比增长 22.7%**，国资委经营业绩考核指标全部提前完成，核科技创新取得明显成效，国际市场开发与核能合作走深走实，安全质量环保等各类风险全面受控，改革三年行动取得显著成效。 2023 年，集团公司统筹发展和安全，着力落实国家战略任务，着力加强核科技创新，着力落实稳增长目标任务，着力防范化解重大风险，着力深化改革加快建设世界一流企业，着力开展“创新优化年”专项行动，着力强化人才支撑和党建引领，为全面推进核工业强国建设、为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步贡献中核力量

资源来源：各军工集团微信公众号，中航证券研究所整理

（三）业绩落地，估值切换

目前已有部分企业公告 2022 年业绩预告，迎来了估值切换。截至 2023 年 1 月 27 日，共计 50 家企业公布 2022 年业绩预告或快报，其中 32 家预增，18 家预计业绩出现下滑，2022 年预告的净利润增速下限中位数为 26.15%，增速上限为 34.06%。

排除非经常损益等因素影响，仍有多家公司 2022 年取得了不错的增速，如中简科技、中复神鹰、复旦微电等。同时，2022 年面临疫情多点散发，部分区域限电限产、

大宗商品价格波动等多方面的影响，部分企业 2022 年业绩出现了较为明显的下滑，如盟升电子、抚顺特钢、捷强装备等。

图6 军工上市公司 2022 年年报预告情况（截至 2023 年 1 月 27 日）

序号	代码	证券简称	预告净利润下限（亿元）	预告净利润上限（亿元）	业绩增速实际或预告下限（%）	业绩增速实际或预告上限（%）
1	600685.SH	中船防务	6.50	7.50	718.77	844.73
2	300008.SZ	天海防务	1.36	1.77	424.45	581.56
3	002560.SZ	通达股份	0.90	1.20	268.66	391.55
4	688722.SH	同益中	1.72	1.72	227.96	227.96
5	002111.SZ	威海广泰	2.10	2.60	209.94	283.74
6	002446.SZ	盛路通信	2.25	2.75	206.06	229.63
7	600416.SH	湘电股份	2.35	2.80	196.00	252.00
8	000576.SZ	甘化科工	0.90	1.25	183.00	292.00
9	300777.SZ	中简科技	5.50	6.10	173.27	203.08
10	300733.SZ	西菱动力	0.42	0.48	109.58	139.51
11	688295.SH	中复神鹰	5.70	6.20	104.51	122.45
12	600391.SH	航发科技	0.43	0.51	102.00	140.00
13	688385.SH	复旦微电	10.20	12.00	98.26	133.25
14	603308.SH	应流股份	3.93	4.16	70.00	80.00
15	688439.SH	振华风光	2.90	3.10	63.91	75.22
16	300045.SZ	华力创通	-0.95	-0.85	58.33	62.71
17	605123.SH	派克新材	4.75	4.75	56.00	56.00
18	000733.SZ	振华科技	23.00	24.20	54.26	62.31
19	300354.SZ	东华测试	1.20	1.50	49.96	87.44
20	300775.SZ	三角防务	6.00	6.50	45.53	57.66
21	688281.SH	华秦科技	3.30	3.42	41.53	46.67
22	835640.BJ	富士达	1.40	1.53	37.33	50.08
23	300855.SZ	图南股份	2.48	2.58	36.76	42.28
24	300416.SZ	苏试试验	2.47	2.85	30.00	50.00
25	002829.SZ	星网宇达	2.08	2.30	29.14	42.80
26	688297.SH	中无人机	3.64	3.64	23.15	23.15
27	300699.SZ	光威复材	9.32	9.32	22.88	22.88
28	300627.SZ	华测导航	3.55	3.70	20.61	25.71
29	003009.SZ	中天火箭	1.44	1.44	17.93	17.93
30	300711.SZ	广哈通信	0.47	0.55	7.52	25.83
31	688172.SH	燕东微	5.56	5.95	1.01	8.09
32	688143.SH	长盈通	0.77	0.86	0.54	12.29

33	688084.SH	晶品特装	0.52	0.75	-13.24	25.13
34	002151.SZ	北斗星通	1.45	1.60	-28.42	-21.01
35	002265.SZ	西仪股份	2.00	2.50	-31.88	-14.85
36	300114.SZ	中航电测	1.69	2.30	-45.00	-25.00
37	300965.SZ	恒宇信通	0.30	0.36	-55.80	-47.69
38	300862.SZ	蓝盾光电	0.61	0.80	-61.91	-50.05
39	000818.SZ	航锦科技	2.00	2.80	-72.69	-61.76
40	002338.SZ	奥普光电	0.14	0.21	-73.81	-60.76
41	600399.SH	抚顺特钢	1.70	2.50	-78.30	-68.09
42	002171.SZ	楚江新材	1.20	1.60	-78.84	-71.79
43	688047.SH	龙芯中科	0.50	0.70	-79.00	-70.00
44	300527.SZ	中船应急	0.14	0.18	-79.64	-73.56
45	688311.SH	盟升电子	0.22	0.32	-83.63	-76.20
46	300397.SZ	天和防务	-1.39	-1.10	-92.75	-52.54
47	002253.SZ	川大智胜	-0.20	-0.15	-179.34	-159.50
48	300875.SZ	捷强装备	-0.28	-0.22	-190.34	-170.98
49	002189.SZ	中光学	-2.25	-1.75	-253.23	-219.18
50	002933.SZ	新兴装备	-0.67	-0.47	-3,536.96	-2,451.30

资源来源：Wind，中航证券研究所整理

我们预计军工行业 2023 年增速有望进一步提速，理由有如下几点：

① 延迟交付订单存在跨周期确认。

军工行业是“需求免疫”行业，但从供给的角度而言，产业链整体难以避免疫情冲击、外部扰动等因素的影响，进而影响到生产、交付和确认的节奏。军工下游与中上游存在一定的时间差，一般而言会提前备产备货，对短期的冲击有较强的抗风险能力，完成生产交付目标。对于中上游企业，2022 年需求没有发生变化，但产能瓶颈以及外因影响的生产交付对供给侧的冲击仍是军工企业持续高增长的两个主要矛盾，这两个矛盾或对军工相关的配套企业业绩增速提速产生一定的影响。

随着疫情影响逐步消除，企业回归正常生产节奏，延期交付订单或跨周期确认至 2023 年利润表中。

② 产能有序释放，供不应求情况缓解。

自 2021 年以来，军工相关企业纷纷启动扩产，以迎接快速增长的下游需求。但军品以销定产，需求向供给传导存在滞后：下游需求传导至生产供给端出现滞后，产能缺口持续存在，这种状态预计于 2023 年得到缓解。**2023 年，上一轮扩产预计逐步落地，如材料类、中游各环节等，产能落地将对业绩提速形成强有力支撑。**

③ 大额订单逐步落地，需求景气持续

2021 年，中航沈飞、航发动力、洪都航空等大额合同负债落地；2022 年，中航西飞合同负债落地，中直股份公告预计 2023 年将收到客户大额预付款。与之对应，2022 年以来，

军工配套企业有较多大额订单落地，如雷电微力收到 24 亿元订单合同，中简科技收到 22 亿元合同等等，新增订单逐步落地，需求景气持续。

行业的高成长性与估值仍呈现错位。截至 2023 年 1 月 20 日，国防军工（申万）指数 PE 为 52.77 倍，处于 2014 年来的 2.86%分位，仍旧处于相对底部区间。

（四）关联交易影响预期

军工央企下属上市企业公告关联交易时常作为业绩预测指标，预计关联交易的增速如果与预期出现偏差，也将影响股价表现。

图7 部分军工央企下属上市公司 2023 年预计关联交易情况

公司简称	关联方	项目	2023 年预计金额(亿元)	2022 年预告金额(亿元)	2022 年实际金额(亿元)	2022 年实际发生额与预计金额差异(%)	2023 年预告与 2022 年预告同比增速(%)	2023 年预告与 2022 年实际同比增速(%)
航发动力	中国航发系统内	购买商品	111.00	130.00	111.00	-14.62%	-14.62%	0.00%
		销售商品	20.00	26.50	21.00	-20.75%	-24.53%	-4.76%
航发控制	中国航发及其所属单位	采购材料	1.00	1.00	0.70	-30.00%	0.00%	42.86%
		销售商品	44.00	43.00	38.03	-11.56%	2.33%	15.70%
中航西飞	航空工业及其所属单位	采购产品	203.00	161.60	——	——	**25.62%**	——
		销售产品	6.76	6.69	——	——	1.05%	——
洪都航空	航空工业集团下属公司	采购材料	15.21	49.45	22.70	-54.10%	-69.24%	-33.00%
		销售商品	78.53	116.33	70.82	-39.12%	-32.49%	10.89%
航天电器	航天科工集团下属企业	采购材料	1.60	3.00	0.97	-67.67%	-46.67%	64.95%
		销售产品	22.00	16.00	14.91	-6.81%	**37.50%**	47.55%
昆船智能	中国船舶集团下属企业	关联采购	5.50	——	4.31	——	——	27.61%
		关联销售	5.60	——	4.78	——	——	17.15%

资源来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

三、 军工产业链 2023 年主旋律;保障安全、强化韧性，以量换价、以效创利

过去几年，军工产业链面对诸多挑战：贸易保护主义抬头、疫情冲击、军工重镇成都等地区限电等。全球范围、大部分行业当前面对着如此事实：全球化迎来下半场，区域化、本土化在加强，供应链和产业链的距离正在缩短。军工产业链供应链的安全问题，即保自身之安全问题，理所当然已成为极为重要的课题。对于极端情况，已不得不有所准备，如疫情、他国制裁、工厂事故、自然灾害、网络攻击、企业破产、战

争等等不一而足。

由此，我们认为，**军工产业链供应链正在进行重塑**，主要体现在三方面的再平衡：

① **效率和安全的再平衡**

军工产业链、供应链、价值链的各个环节，对于区域布局、配套关系、角色分工等考量，都不仅仅将成本和效率作为重要因素，关注点将从效率转向如何应对生产力冲击偏移，产业链的安全和韧性问题变得日益重要。

② **供应链长和短的再平衡**

高度分散化（企业所有权的和地理空间的）分工具有更高的经济效率，但是由于参与产业链的企业和地点多、供应链长，因此当一个企业、一个地点以及一个运输环节出现问题，就会造成相关下游产业的投入品供应紧张、甚至出现供应中断，从而影响整个产业的正常运行。而供应链适当缩短，可以提供更大的供应弹性、更强的供应韧性和更高的供应安全性。

③ **供应集中和分散的再平衡**

分工的高度专业、精细化进一步实现了生产效率的整体提升，但也意味着整个产业链对单个环节的依赖性更强，点断则链断。

当前**军工供应链面临着两大约束：空前旺盛的生产需求和具备应对极端情况的安全要求。新形势之下，对军工行业的生产力提出了新的要求，随之而来，生产关系的组织也将呈现新的变化**。如：

① 竞争格局重塑，军方对生产商的选择和定位，主机厂“链长单位”对供应商的选择和定位，都不再仅仅关注成本和效率问题，将更为重视极端情况下保交付能力，而增加备份与冗余也意味着一定程度上效率和经济性的损失；

② 全行业自主可控和国产替代要求之下，创新能力就显得尤为重要，全行业的研发投入强度也将不断加大；

③ 数字化转型，随着云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能为代表的新一代数字技术的突破、成熟和产业应用，军工行业的数字化智能化是大势所趋。

对于为数众多的配套企业，也将迎来新的机遇和调整。实际上，我们已经能看到，**很多军工企业已经在进行着适应性、战略性的主动调整。如，抓住原来垄断领域出现的竞争机会，向着产业链横向纵向拓展延伸增强自身抗风险能力。**

在变与不变之间，军工行业迎来了 2023 年。2023 年是军工行业十四五承上启下的关键之年，新一轮扩产产能逐步落地，供应链的调整仍在持续，行业提质增效蹄疾步稳。我们总结军工行业 2023 年发展主旋律为 16 个字：安全为基，强化韧性；以量换价，以效创利。

① **安全为基**

国防工业供应链涉及国家政治、经济、军事、外交、安全等众多领域，安全保密要求严，供应链链条长，网络结构十分复杂。以美国为首的西方国家极力遏制中国国防工业发展壮大，新冠疫情暴发之后，供应链问题日益凸显。军工行业供应链的安全是行业发展的基础和先决条件，也是行业当前发展的重中之重。

目前，影响军工行业供应链安全可能面临的问题包括：

1) 军工行业参与门槛高，中小企业经营能力和抗风险能力偏弱，主机厂可选供应商较为单一，部分环节供应商较为集中，供应链弹性不足；

2) 军品生产供应链较长，部分企业可能对极限情况应对经验不足，导致整体生产交付受到影响，如 2022 年疫情冲击影响开工、成都区域限电限产等；

3) 部分物资、关键技术或面临“卡脖子”，在逆全球化趋势下部分环节出现生产堵点，或者不得不面临较高的采购成本。

4) 在逆全球化浪潮下，部分军品原材料全球采购受到影响，如 2022 年俄乌冲突爆发后，镍价格出现飙涨，进而对航空发动机成本端造成不小的冲击。

② 强化韧性

供应链韧性指当供应链受到冲击时不仅具备一定的抗风险能力，而且能够迅速灵活地调整以恢复到受冲击前的状态或更优状态。虽然近年来由于不利外部冲击对军工供应链造成了一定的影响，经过几十年的投入和发展，军工行业已基本具备了“内循环”的技术基础，尤其是近年来，随着军工行业的大发展，供应链能力也得到了极大的提升。具体体现为：

1) 行业需求端高景气，行业规模持续扩大，效率提升，行业吸引力增强。越来越多的企业加入到军工行业中来，供应主体结构和层次更为健康；

2) 军工央企将产业链的建设放到重要地位，积极承担产业链 “链长”责任，带动配套企业构建产业生态圈，提升整体效率；

3) 产业相关企业自发调整，通过横向并购、纵向拓展等多种形式，延伸产业链，涌现出一批具备实力的战略供应商，实现主机厂与配套企业深度互动、互相支撑的双赢局面；

4) 资本助力，为行业能力建设引入有源活水。国企改革提速，资产证券化率提升；上市门槛降低，民参军上市数量、规模快速增加，近几年资本市场为新一轮扩产提供了强有力资金支持，使得供应链对需求反应更为灵活高效。

③ 以量换价

随着军品定价机制的改革，以及订单放量，市场对军品价格格外关心，提价、降价还是补价，每每“甚嚣尘上”，甚至成为影响公司股价的重要因素。事实上，军品价格管理涉及各种复杂因素和特殊情况，我们认为，新的定价机制将会不断健全完善。军工行业的主要经济来源是军费，若要保证武器装备数量、质量同时获得全面提升，提高军费的使用效率是必经之路。

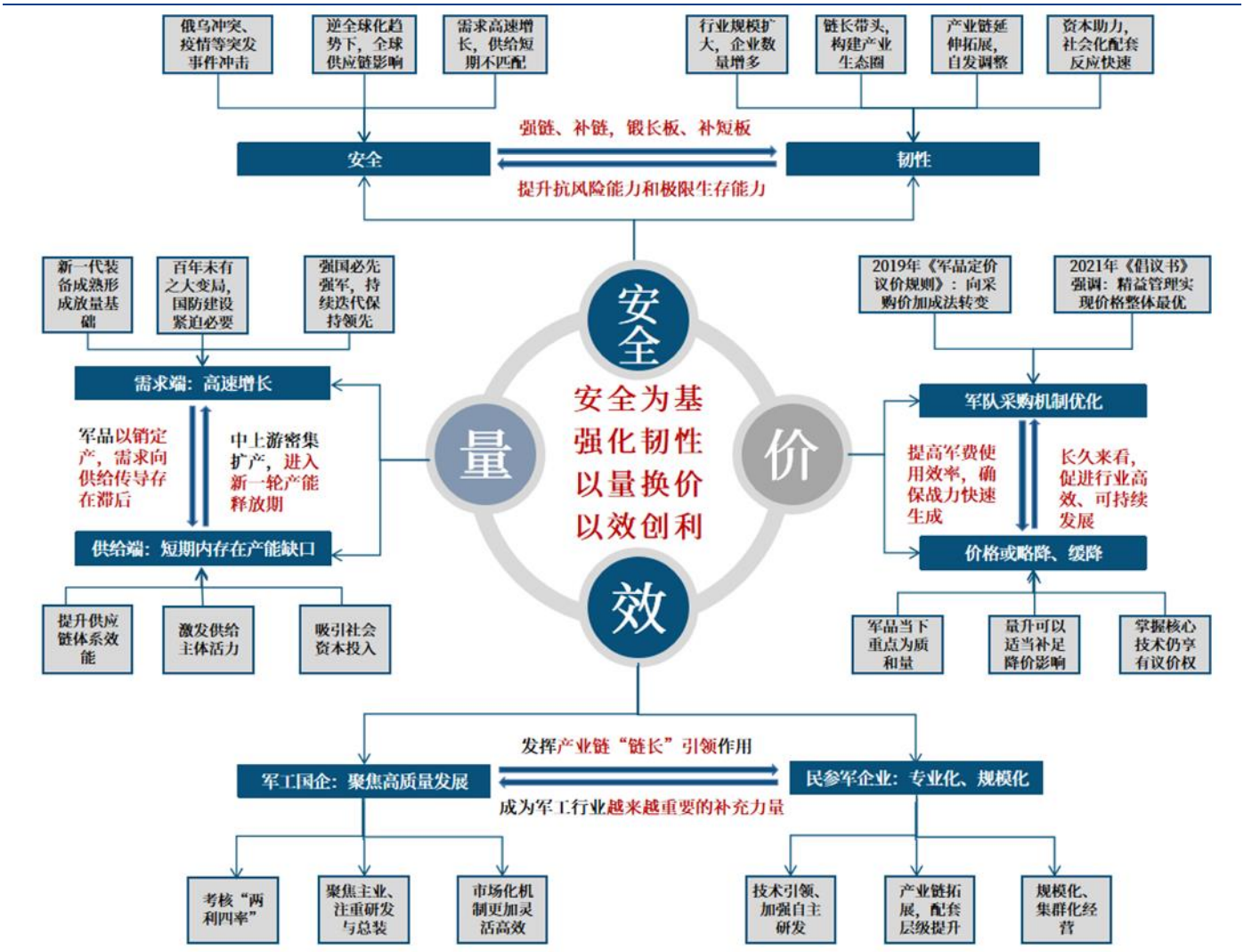
在订单放量的基础上，军品采购机制进一步优化，通过强调精益化管理，提高军费使用效率。2023 年，预计产能逐步落地，供不应求产能高度紧张的局面将得到缓解，且预计增速再上台阶。同时，2022 年诸多大额预付款/订单落地，或表明价格已初步确定，后续价格变化趋缓。

④ 以效创利

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。从军工央企维度看，央企深化改革见成效，聚焦主业、注重研发与总装、开放社会化协作，股权激励力度加大等措施，均有利于激发企业内生活力，发挥产业链链长引领作用，最终从财务指标上我们预计会体现为，军工央企的利润率将逐步抬升，这也将为其业绩增长提供了更大的弹性。对于民参军企业而言，受益于参军门槛降低，配套层级提升，迎来发展红利期，从小而美逐步走入规模化、专业化发展。

图8 军工行业供应链强调安全与韧性，构建以量换价、以效创利的良性发展生态



资料来源：中航证券研究所整理

四、 “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，截至 2022 年三季度末，军工股在 A 股

中数量占比和市值占比皆已超过 5%，公募基金持仓已超 6%，军工行业在资本市场中已然占据了举足轻重的地位。

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。

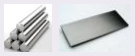
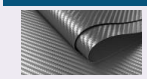
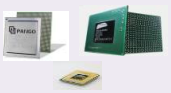
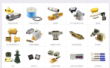
三大板块，16 个“军工”大赛道投资全景简图如下图所示：

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。	• 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、消耗属性共驱军机航发先行放量、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	• 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%	• 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	• 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	• 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%	• 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	• 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	• 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、舰船新域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，产能峰值或将在“十四五”末甚至“十五五”初完成	• 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

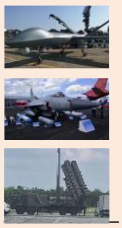
资料来源：中航证券研究所整理

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	• 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。但产业供应链安全值得关注，成本也应得到持续关注	钛合金 	• “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 	• 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 	• 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 	• 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
军工电子	• 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	被动元件 	• 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
		特种集成电路 	• 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 	• 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元亿左右。
		红外热成像 	• 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。
维修测试	• 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	航空装备维修 	• 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。
		测试 	• 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

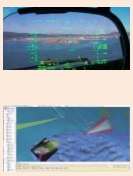
资料来源：中航证券研究所整理

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： • 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	我国军贸短期内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改变，军品贸易顺差有望持续增长	• 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	• 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：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战争的主战装备	• 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”，而我国水域广阔，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	• 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。	• 2020年我国军仿真行业市场规模约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。	• 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转民用，企业可以实现民品反哺军品的特点

资料来源：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。

图13 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）

五、 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**（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），**理工导航、北方导航**（导航控制和弹药信息化），**雷电微力**（弹载雷达制导微系统），**盟升电子**（卫星导航通信），**航天宏图、中科星图**（卫星遥感）、**中国卫通**（高轨卫星互联网）。

信息化+自主可控：

紫光国微（特种芯片），**富吉瑞**（红外），**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，首架 C919 已经交付，或将掀起民机领域的投资热情。

六、 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 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。在疫情复苏预期下，军工作为基本面边际改善幅度较小的行业，短期内市场关注度可能会出现波动；

⑤ 宏观经济波动，对民品业务造成冲击，军品采购不及预期；

⑥ 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；

⑦ 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。

⑧ 原材料价格波动，导致成本升高；

⑨ 军品降价对企业毛利率影响。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

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