

密集回购的“择时”意义，或反映企业的理性共识

2024年04月09日

事件：在过去半年时间（2023Q4~2024Q1），军工行业出现了密集回购潮。针对这种现象，我们通过回溯行业在过去5年的回购历史，可以看到：在2019~2024Q1，军工行业共出现4次密集回购期，且当前正处于第四次期间。并且密集回购往往与之后的板块行情有一定关联性。当我们对行情阶段/板块位置等进行分析判断时，往往忽略掉作为资本市场主要参与者之一的企业本身，所释放的信息。**我们认为：**1) 回购是公司价值被低估后企业的理性选择，而密集回购则是理性的共识；2) 密集回购往往是板块底部特征之一，具有较强的“择时”参考意义。具体分析如下：

➤ **2019年至今共出现4次密集回购，当前正处于第四次期间。**从回购公司数量及金额角度看（参考正文图1/2），1) 2019~2024Q1，军工企业公告回购计划数量共98个，公告回购金额合计63.5亿元~115.7亿元。并且2023年8月~2024Q1期间合计有42家公司公告回购，密度明显高于前三次。如果只统计2024Q1，也有25家披露回购计划，回购金额合计10.5~19.7亿元。2) 与之形成对比的，2020~2021年，企业回购数量（分别是5家、11家）和回购金额均较小，这与板块行情呈现反向关系：行情较好时，企业通常不会采取回购措施。

➤ **密集回购是企业的理性共识，并具有较强的“择时”指导意义。**作为市场的主要组成部分之一的企业本身，除了业务发展等维度之外，其市场行为也是值得关注的维度之一。从历史回溯看，密集回购后的3个月/6个月，企业股价往往有较好表现，2019~2022年企业披露回购计划之后的6个月内，企业平均涨跌幅分别是35.2%、15.2%、20.9%、17.0%。我们认为：回购是公司认为自身价值被低估后的理性选择，而密集的回购则是这种理性的共识。并且历史数据也反映出来，密集回购通常发生在行业的底部位置，具有较强的“择时”指导意义。（参考正文图3）。

➤ **2023年至今已有合计49家披露回购公告。**1) 2023年和2024Q1军工行业分别有24家和25家披露回购公告。2023年的24家公司中，在接下来的3个月内平均下跌4.7%（23年中证军工指数下跌11%），其中有9家出现上涨，上涨比例37%；2024Q1的25家公司中，在接下来的3个月内平均上涨29.3%，其中有21家出现上涨，上涨比例达到84%。2) 从回购金额规模看，按照上限统计，2023年至今回购金额前五名分别是紫光国微（6亿元，回购完毕）、万泽股份（5亿元）、雷电微力（3亿元）、光威复材（1.6亿元，回购完毕）、理工导航（1.5亿元）。

➤ **投资建议：**军工行业在经历了2022Q4~2024Q1超过一年半时间的调整之后，市场对军工板块的关注度处于较低水平。从中长期角度看，行业的向上趋势并未发生变化，但对于中短期的需求节奏变化，带来的订单和业绩端波动，往往造成股价波动。在对行业的研究过程中，市场可能关注的焦点主要包括：政策端、业绩端、估值水平和机构持仓等角度，但类似回购等企业端行为对公司估值和走势的影响，也是值得重视的角度。2023Q4以来的密集回购，或说明当前军工板块正处于底部位置。建议关注的公司有：1) **龙头引领：**中航沈飞、中航高科、中航光电、中航重机等；2) **制导装备：**菲利华、新雷能、长盈通、智明达等；3) **新域新质：**华秦科技、航天南湖、中科星图、广联航空、纵横股份等；4) **国企改革：**国博电子、航发控制、中国船舶等。

➤ **风险提示：**历史规律可能失效；行业订单节奏不及预期；产品降价风险等。

推荐

维持评级

**分析师 尹会伟**

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

分析师 孔厚融

执业证书：S0100524020001

邮箱：konghourong@mszq.com

分析师 赵博轩

执业证书：S0100524040001

邮箱：zhaoboxuan@mszq.com

研究助理 冯鑫

执业证书：S0100122090013

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 军工行业 2023 年四季度公募基金持仓分析：主动型持仓连续 4 个季度稳定；底部位置静待反转-2024/02/21

2. 国防军工行业 2024 年度策略：“价值重构”和“供需关系”视角下的投资机会-2023/12/11

3. 国防军工 11 月展望报告：市场处于底部；订单有恢复迹象-2023/11/11

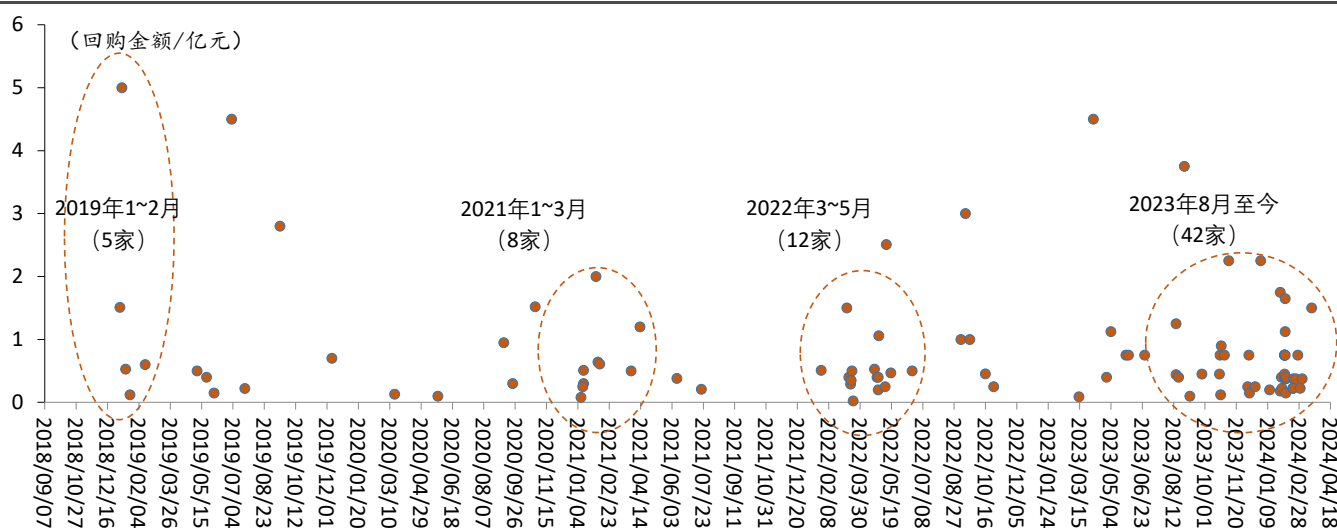
目录

1 密集回购的“择时”指导意义	3
1.1 回购不仅反映了企业的信心，也是理性的共识	4
2 回购梳理与投资机会	5
3 风险提示	7
插图目录	8

1 密集回购的“择时”指导意义

2019年后出现4次密集回购，2023Q4至今回购密度明显增加。根据行业各公司公告统计，2019年至今共出现大约4次密集回购，分别是：2019年1~2月（5家），2021年1~3月（8家）、2022年3~5月（12家）、2023年8月至今（42家）。如果按照年度看，2019~2024年公告回购计划的公司分别有12家、5家、11家、21家、24家和25家（24年为截至4.3数据）。从密度上看，23Q4~24Q1的回购密度快速提升，数量明显高于前三次。

图1：2019~2024年军工企业回购时间与金额统计：呈现出明显的“择时”特征



资料来源：iFind，民生证券研究院 注：截至2024年04月03日

回购公告后3个月/6个月内股价表现通常较好。 1) 从回购公司数量上看，2019~2024年3月底，军工行业披露回购计划企业数量达到98个，并且近三年数量明显增加，2024年一季度已经有25家披露回购计划；2) 从回购金额上看，2019~2024年3月底，回购金额合计区间在63.5亿元~115.7亿元，并且我们能注意到，2019、2022和2023年回购金额相对较大，2020和2021年较小，可能的原因是：行情较好时，企业通常不会开展大规模回购；3) 我们通过统计发现，企业自首次披露回购计划后3个月和6个月内，股价通常表现较好（2023年除外）。

图2：2019~2024年军工行业相关企业回购梳理及3个月/6个月内涨跌幅分析

年度	回购企业数量/个	回购金额/亿元 (回购下限~上限)	披露回购计划后 3个月平均涨跌幅	披露回购计划后 6个月平均涨跌幅
2019	12	15.1~27.1	35.8%	35.2%
2020	5	2.3~4.9	11.2%	15.3%
2021	11	4.9~9.4	5.4%	20.9%
2022	21	14.4~23.7	9.4%	17.0%
2023	24	16.3~30.9	-4.7%	—
2024	25	10.5~19.7	29.3%	—

资料来源：iFind，民生证券研究院 注：2024年不满3月的按照截至4.3日期统计；6个月平均涨跌幅因区间问题2023和2024年也不进行统计。

1.1 回购不仅反映了企业的信心，也是理性的共识

密集回购通常发生在行情底部的位置：回购是公司对于自身价值被低估后的理性选择，而密集的回购则是理性的共识。从历史数据看，2019年、2021年和2022年的三次密集回购期，均处于板块底部位置附近，并在未来的一段时间（通常为3~6个月）会迎来上涨，具体看：

1) 2019年1~2月密集回购期后，中证军工指数在接下来的2~4月上漲幅度超过30%；

2) 2021年1~3月密集回购期后，中证军工指数3月下旬进入底部区域，并自年内低点（2021.5.10）开始至12月底漲幅超过40%；

3) 2022年3~5月密集回购期，中证军工指数在4月底至8月中旬漲幅超过40%。

4) 自2023年8月以来，军工板块合计有42家公告回购。而24年初至3月底，就有25家公告回购。是自2019年的五年以来，最大密度的回购。

从2019~2022年的历史规律看：密集回购通常发生在行情的底部位置，而在对底部位置的判断上，通常可能的包括政策端、业绩端、估值水平和机构持仓等角度，但这种从企业端自身对时机把握的角度，也是非常值得重视的。而2023年8月之后的密集回购，或说明当前军工板块正处于底部位置。

图3：2019~2024年中证军工指数表现与密集回购的时间点关系



资料来源：iFind，民生证券研究院 注：以2019年1月1日收盘价为基期，具体数值为相对基期的边际变化

2 回购梳理与投资机会

2023 至今 (截至 24.4.3) 共有 49 家公司披露回购公告。 1) 2023 年的 24 家公司中, 在接下来的 3 个月内平均下跌 4.7%, 其中有 9 家出现上涨, 上涨比例 37% (2023 全年中证军工指数下跌 11%); 2) 2024 年的 25 家公司中, 在接下来的 3 个月内平均上涨 29.3% (如果时间不到 3 个月截至 24.4.3), 其中有 21 家出现上涨, 上涨比例达到 84%。3) 23 年至今回购金额规模前五名是 (未回购完毕取上限): 紫光国微 (6 亿元, 已回购完毕)、万泽股份 (上限 5 亿元)、雷电微力 (上限 3 亿元)、光威复材 (1.6 亿元, 已回购完毕)、理工导航 (上限 1.5 亿元); 4) 回购金额规模上限/市值前五名是: 万泽股份 (8.03%)、理工导航 (6.37%)、隆达股份 (4.80%)、康达新材 (4.56%)、雷电微力 (3.60%)。

图4: 2024 年 (截至 24.4.3) 军工企业回购情况梳理: 共有 25 家 (按照披露时间排序)

年度	序列	公司	市值/亿元	回购下限/亿元	回购上限/亿元	回购上限/总市值	首次披露回购计划时间	披露回购后三个月股价涨跌幅
2024年	1	火炬电子	97	0.15	0.25	0.26%	2024/1/12	-12.5%
	2	睿创微纳	165	1.5	2.00	1.21%	2024/1/29	7.2%
	3	天秦装备	20	0.12	0.24	1.18%	2024/1/29	-8.6%
	4	晶品特装	37	0.3	0.50	1.34%	2024/1/31	-15.4%
	5	能科科技	67	0.15	0.30	0.45%	2024/2/1	33.0%
	6	菲利华	150	0.5	1.00	0.67%	2024/2/5	25.8%
	7	航天环宇	89	0.5	1.00	1.13%	2024/2/5	43.2%
	8	联创光电	127	0.5	1.00	0.79%	2024/2/5	22.9%
	9	全信股份	39	0.3	0.60	1.54%	2024/2/5	47.2%
	10	华伍股份	30	0.5	1.00	3.38%	2024/2/5	36.4%
	11	广联航空	58	0.5	1.00	1.71%	2024/2/6	69.0%
	12	威海广泰	57	0.75	1.50	2.64%	2024/2/6	67.5%
	13	广东宏大	161	1.1	2.20	1.36%	2024/2/6	36.1%
	14	新劲刚	49	0.25	0.50	1.03%	2024/2/6	35.3%
	15	长盈通	31	0.25	0.50	1.63%	2024/2/7	59.0%
	16	兴图新科	11	0.1	0.20	1.76%	2024/2/7	51.2%
	17	神宇股份	25	0.3	0.50	2.03%	2024/2/7	68.5%
	18	捷强装备	33	0.15	0.3	0.90%	2024/2/18	75.9%
	19	金奥博	31	0.25	0.5	1.63%	2024/2/19	24.3%
	20	超卓航科	21	0.15	0.3	1.43%	2024/2/19	12.3%
	21	航宇科技	48	0.25	0.5	1.04%	2024/2/23	-5.6%
	22	日发精机	47	0.5	1	2.13%	2024/2/26	11.8%
	23	纳睿雷达	82	0.15	0.3	0.37%	2024/3/1	33.3%
	24	甘化科工	35	0.25	0.5	1.44%	2024/3/4	12.6%
	25	隆达股份	42	1	2	4.80%	2024/3/19	2.1%
合计			1552	10.5	19.7	1.3%	--	29.3%

资料来源: iFind, 民生证券研究院 注: 截至 2024 年 04 月 03 日, 市值取各公司 2024 年 04 月 03 日收盘市值, 2024 年不满 3 月的截至 4.3 日期统计

图5：2023年军工企业回购情况梳理：共有24家（按照披露时间排序）

年度	序列	公司	市值/亿元	回购下限/亿元	回购上限/亿元	回购上限/市值	首次披露回购计划时间	披露回购后三个月股价涨跌幅
2023年	1	通达股份	9.34	0.06	0.12	0.34%	2023/3/14	-15.0%
	2	紫光国微	121.00	3	6	1.15%	2023/4/6	-21.6%
	3	火炬电子	37.35	0.3	0.5	0.54%	2023/4/27	-14.0%
	4	康达新材	11.70	0.75	1.5	4.81%	2023/5/4	18.5%
	5	大立科技	12.87	0.5	1	1.07%	2023/5/28	-14.5%
	6	航天宏图	57.93	0.5	1	1.73%	2023/6/1	-1.4%
	7	苏试试验	19.92	0.5	1	1.43%	2023/6/27	-15.6%
	8	科思科技	34.53	0.33	0.55	1.87%	2023/8/16	16.5%
	9	理工导航	42.03	1	1.5	6.77%	2023/8/16	26.1%
	10	思科瑞	53.15	0.3	0.5	1.70%	2023/8/20	8.7%
	11	万泽股份	12.50	2.5	5	8.40%	2023/8/29	9.6%
	12	金信诺	9.12	0.07	0.13	0.25%	2023/9/7	5.6%
	13	海兰信	9.95	0.3	0.6	1.12%	2023/9/26	-2.6%
	14	新雷能	15.49	0.3	0.6	1.20%	2023/10/24	-27.0%
	15	应流股份	13.51	0.5	1	1.08%	2023/10/25	-16.5%
	16	东华测试	33.02	0.108	0.135	0.24%	2023/10/26	12.8%
	17	中科星图	46.87	0.8	1	0.52%	2023/10/27	-8.5%
	18	睿创微纳	47.95	0.5	1	0.76%	2023/11/1	-29.7%
	19	雷电微力	66.12	1.5	3	3.70%	2023/11/8	-27.8%
	20	中科海迅	20.27	0.2	0.3	1.44%	2023/12/8	-6.9%
	21	光启技术	13.47	0.5	1	0.25%	2023/12/10	8.5%
	22	通达股份	7.34	0.1	0.2	0.57%	2023/12/11	-12.1%
	23	鸿远电子	47.32	0.2	0.3	0.40%	2023/12/20	-19.8%
	24	光威复材	26.67	1.5	3	1.29%	2023/12/29	14.0%
合计			769	16.3	30.9	1.8%	—	-4.7%

资料来源：iFind，民生证券研究院 注：截至2024年04月03日，市值取各公司2024年04月03日收盘市值

3 风险提示

1) **历史规律可能失效**: 2019~2022 年的密集回购后伴随较大涨幅, 但 2023 年密集回购后并未出现同样的表现, 密集回购的“择时”意义可能出现失效。

2) **行业订单节奏不及预期**: 目前行业内多数公司订单仍具有不确定性, 若订单节奏不及预期, 或对相关公司收入和利润产生影响。

3) **降价风险**: 增质提效成为行业发展的重要主题之一, 相关产品价格或有下降可能性, 或对相关公司收入和利润产生影响。

插图目录

图 1: 2019~2024 年军工企业回购时间与金额统计: 呈现出明显的“择时”特征.....	3
图 2: 2019~2024 年军工行业相关企业回购梳理及 3 个月/6 个月内涨跌幅分析	3
图 3: 2019~2024 年中证军工指数表现与密集回购的时间点关系	4
图 4: 2024 年 (截至 24.4.3) 军工企业回购情况梳理: 共有 25 家 (按照披露时间排序)	5
图 5: 2023 年军工企业回购情况梳理: 共有 24 家 (按照披露时间排序)	6

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026