

国防军工

军工行业周报：再谈地缘政治对军工行业的短期影响

投资评级

增持

维持评级

报告摘要

核心观点

地缘政治事件对军工行业行情影响，按照重要性先后次序，可分为三个方面：

(1) 事件和中国的相关度，如 2017 年中印洞朗地区对峙>朝鲜导弹发射>中东地区冲突（如本次巴以冲突）；

(2) 事件发生时市场风险偏好高低，如风险偏好较高，容易出现情绪性刺激，如风险偏好较低，则往往波澜不惊；

(3) 事件持续时间，短期的或一次性的事件，无法形成持续性刺激，多现“一日游”甚至“高开低走”，而像 2016 年南海仲裁、2017 年中印对峙等事件，则形成了短期中等级别的行情表现。

近期事件，对远火、弹药等形成积极催化，但由于市场风险偏好低迷拖累了军工整体表现。

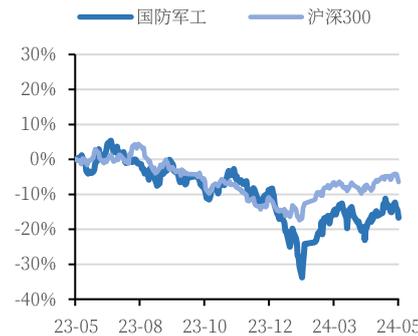
“十四五”规划进入攻坚阶段，距离 2027 年建军百年目标时点仅 3 年，在 2024 年政府工作报告中也再次明确提及，2024 年要“打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战”，“抓好军队建设‘十四五’规划执行”，在这两个时点前我国国防建设目标明确、需求确定、约束刚性。基于军工行业规律特点及周期性分析，我们认为，“十四五”军工板块走势与军工行业收入增速，有望共同呈现出前高中低后高的“V 字型”，逐步重新进入上行通道，直到实现 2027 年建军百年目标。

详细分析请见本周周报正文及《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024 年投资策略》。

投资建议

- 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；

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

相关研究报告

军工行业周报：军工有无周期。—2024-05-20

航天产业发展综述&5 月月报：航道漫长，但见曙光 —2024-05-16

军工材料月报向新而生：新产品、新格局、新市场 —2024-05-16

- 2024 年军工行业需求回暖、业绩复苏，随之而来，当前或将成为阶段性低点，“十四五”军工行业的走势将呈现前高中低后高的“V 字型”；
- 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- 关注军工行业并购潮下的投资机会。

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（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶产业链：

中国船舶、中国重工、中国动力、中国海防、湘电股份。

信息化+国产替代：

成都华微、振华风光（特种芯片）；新雷能（军工电源）；国博电子（TR 组件）；智明达（嵌入式计算机）；七一二、上海瀚讯（通信）。

军工材料：

光威复材、中简科技、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）；北摩高科（刹车材料及系统）。

正文目录

近一周行情	6
重要事件及公告	6
一、 军工行业有无周期可循？	6
(一) 军工行业走势呈现 2-3 年涨跌幅周期	7
(二) 军工行业周期性的表现及成因	9
1、 军工行业周期性指标	9
2、 军工行业收入增速周期性成因	10
(1) 军工行业收入增速的基础：政府对国防建设支持力度的波动	11
(2) 军工收入变化周期性的主要来源：五年规划与国防建设中长期计划	13
(3) 军工行业收入变化中的扰动性因素：影响军工产业发展的政策调整或改革 深化	15
3、 军工行业其他指标的周期性	18
(1) 净利率整体保持抬升态势	18
(2) 研发：军工行业投入力度逐步提升	19
(3) 产能和库存：历史性扩产逐步落地，主动去库存进入尾声	23
(4) 预收款项与合同负债周期：行业下游企业预收款项+合同负债增速对行业 上游企业有 1 年的前瞻性	25
(三) 基于周期性视角看军工行业未来变化	26
1、 军工行业周期性下军工板块走势的判断	26
2、 军工行业其他财务指标变化的判断	28
二、 2023 年年报、2024 年一季报数据分析	29
三、 2024 年 4 月军工行情驱动因素拆解：年报季、杀估值	32

四、 2024Q1 军工行业持仓分析.....	33
(一) 机构持仓分析：2024Q1 公募基金持仓规模大幅下降，在全行业排名也有所下滑.....	34
(二) 外资持仓分析：外资军工持仓规模提升，持仓占比 1.95%.....	37
五、 多数据反映 2024 年军工行业下游需求有望复苏.....	38
(一) 军工央企上市公司关联交易.....	38
(二) 上市公司增持回购.....	40
(三) 重要合同公告.....	41
六、 本周市场数据.....	42
(一) 估值分位.....	42
(二) 北上资金变化.....	42
(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化.....	42
(四) 融资余额变化.....	43
七、 军工三大赛道投资全景图.....	44
八、 建议关注的细分领域及个股.....	51
九、 风险提示.....	52

图表目录

图 1 军工板块“十二五”以来的板块走势.....	8
图 2 2023 年军工板块延续了 2022 年的调整态势.....	9
图 3 军工板块走势变化与军工行业收入变化的相关系数较高.....	10
图 4 军工板块走势变化与军工行业上市公司收入变化的关联性较高.....	10
图 5 军工行业收入增速周期性主要由三方面因素叠加构成.....	11
图 6 “十二五”以来我国军费及 GDP 增速变化的两个阶段.....	12
图 7 军工行业收入变化与军费增速走势.....	13
图 8 政府对国防投入的财政支持力度与军工行业收入增速在多数时期下存在同向变化.....	13



图 9 军工行业收入增速在“十二五”和“十三五”时期呈现出前低后高的变化趋势 14

图 10 “十二五”以来五年规划和全国代表大会中提及的国防建设目标 15

图 11 军工行业收入增速受到部分政策文件发布与实施的短期影响 17

图 12 军工行业毛利率“十三五”以来的变化情况 18

图 13 军工行业净利率“十三五”以来的变化情况 18

图 14 2017 年至今（2023Q3）军工行业净利润增速情况 19

图 15 2011 年至今（2023Q3）军工行业净利率变化情况 19

图 16 洛克希德马丁公司主要产品研发、量产期情况 21

图 17 2011-2023 年军工行业研发投入率情况 21

图 18 2010-2023 年军工央国企/民参军企业研发费用率变化情况 22

图 19 2016-2022 年军工央国企/民参军企业研发人员变化情况 22

图 20 2011-2023 年军工央国企、民参军企业研发投入增速情况 23

图 21 2016 年至今可比军工行业再融资情况 24

图 22 2011-2023Q3 军工行业库存、营业收入同比变化与再融资数量情况（再融资数量见右轴） 25

图 23 2011-2023Q3 军工央国企/民参军企业合同负债+预收款项增速情况 26

图 24 未来三年军工行业有望迎来新的上行周期 28

图 25 4 月军工行情的下跌由杀估值驱动（按月度周期） 33

图 26 公募基金军工持仓规模位列全行业 11/31 34

图 27 公募基金军工持仓规模环比下降 34

图 28 2024Q1 主动型、被动型基金军工持仓比例环比下降 35

图 29 2024Q1 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比下降 35

图 30 近年来军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模 37

图 31 今年以来军工行业融资余额占流通市值比例 38

图 32 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化 42

图 33 军工板块成交量变化 43

图 34 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况 44

图 35 军工主赛道投资全景图 46

图 36 大军工赛道投资全景图（一） 47

图 37 大军工赛道投资全景图（二） 48

图 38 新域新质赛道投资全景图 49

图 39 三大赛道各细分领域投资特点对比 50

近一周行情

国防军工（申万）指数（-3.78%），行业（申万）排名（200/31）；
上证综指（-2.07%），深证成指（-22.93%），创业板指（-2.49%）；
涨幅前五：新余国科（+36.30%）、华丰科技（+23.88%）、陕西华达（+9.37%）、康达新材（+8.99%）、*ST红相（+8.58%）；跌幅前五：ST瑞科（-23.58%）、ST特信（-22.71%）、安达维尔（-18.56%）、神宇股份（-15.92%）、广哈通信（-15.53%）。

重要事件及公告

5月20日，威海广泰公告，公司及公司代理商收到多份中标通知书公司中标金额为8218万元人民币，代理商代理公司产品中标金额约为9600万元，合计17818万元，占2023年度经审计营业收入的7.41%。

5月20日，国台办发言人陈斌华就台湾地区领导人“5·20”讲话中有关两岸关系内容表示，祖国必须统一，也必然统一。不管岛内局势如何变化，不管谁当权，都改变不了两岸同属一个中国的事实，改变不了两岸关系的基本格局和发展方向，阻挡不了祖国终将统一的历史大势。

5月21日，中航沈飞公告，董事会同意公司利用自有资金向控股子公司吉林航空维修有限责任公司提供不高于人民币70,000万元的委托贷款。

5月21日，酒泉卫星发射中心使用快舟十一号遥四运载火箭，成功将武汉一号卫星、超低轨技术试验卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。此次任务还搭载发射了天雁22星、灵鹊三号01星。

5月22日，中国外交部发布《关于对美国军工企业及高级管理人员采取反制措施的决定》，从即日起冻结12家美企在中国境内的动产、不动产和其他各类财产，并对10名美企高管不予签发签证、不准入境。

5月23日，东部战区新闻发言人表示，5月23日至24日，中国人民解放军东部战区组织战区陆军、海军、空军、火箭军等兵力，位台岛周边开展“联合利剑—2024A”演习，重点演练联合海空战备警巡、联合夺取战场综合控制权、联合精打要害目标等科目，舰机抵近台岛周边战巡，岛链内外一体联动，检验战区部队联合作战实战能力。这也是对“台独”分裂势力谋“独”行径的有力惩戒，对外部势力干涉挑衅的严重警告。

一、军工行业有无周期可循？

“十四五”以来，军工行业迎来快速发展，技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善。在军工传统领域之外，以卫星互联网、民机、军贸、低空经济、商业航天等领域为代表的“大军工”新赛道也迎来了黄金发展时期，以军工央国企为代表的产

业链链长积极牵头，助推行业构建军民两用双循环格局，大幅抬升行业和企业市场天花板，同时民参军企业在政策支持与产业链链长的带动下，发挥越来越重要的作用，整体经营呈现量升、质升、配套层级升，并走向规模化、专业化的发展趋势。

从行情上看，军工板块“十二五”以来的走势呈现出 2-3 年涨跌交替的周期性走势，似乎有周期性可循。我们将尝试探讨，军工板块的涨跌周期是否与军工行业的某些变化因素存在较强关联，希望为军工板块的走势判断提供参考依据。

我们发现，军工板块走势同军工行业收入增速存在较强的关联性。同时，尽管军工行业归母净利润、研发投入、库存周期以及预收账款与合同负债等财务指标的变化与军工板块的走势关联性相对较低，但对军工行业及具体企业的发展判断存在着较为重要的指引意义。

基于对军工行业各财务指标周期性及变化趋势的分析，我们有如下判断：

(1) 军工板块走势与军工行业收入增速方面，基于行业基础增速、五年规划与国防建设目标的计划性、军工行业政策及改革等影响军工行业周期性的因素判断，“十四五”军工板块走势与军工行业收入增速，有望共同呈现出前高中低后高的“V 字型”，2024 年后有望重新进入上行通道。

(2) 净利润变化方面，2024-2027 年间军工行业的净利润有望受到营业收入增加与净利率提升的双重驱动，呈现整体上升态势。

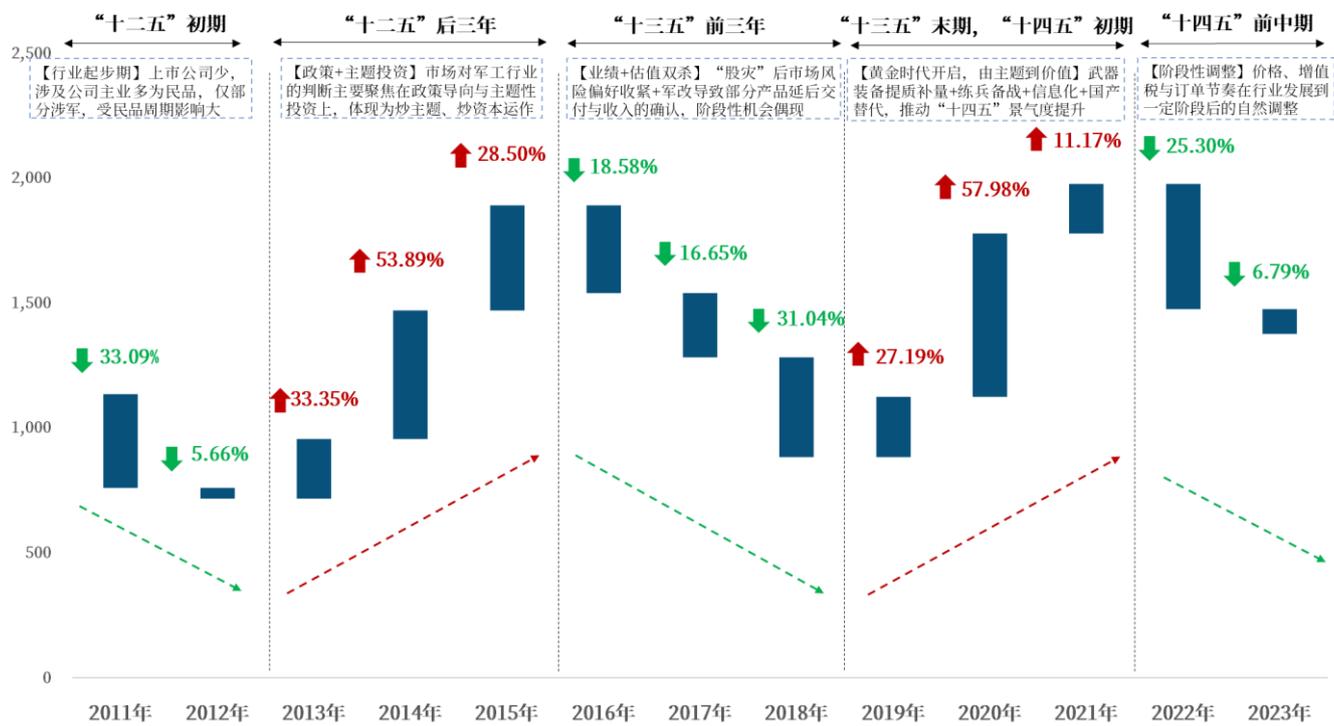
(3) 研发投入方面，军工行业研发投入力度将持续加强，研发费用率呈现出整体上升态势，尽管对短期净利润可能会产生一定的冲击，但在中长期维度将成为行业持续增长的重要动力源。

(4) 库存周期方面，高景气领域将迎来新一轮补库存周期。

(5) 预收款项+合同负债方面，军工央企的预收款项+合同负债数据仍可作为民参军企业未来潜在收入变化的一个前瞻性指标。

(一) 军工行业走势呈现 2-3 年涨跌幅周期

军工行业走势自“十二五”以来出现了一定的周期性，具体表现为 2-3 年的涨跌幅周期。

图1 军工板块“十二五”以来的板块走势


数据来源：iFind，中航证券研究所

2023年，国防军工（申万）持续了2022年的下跌趋势，全年下跌6.79%，连续2年跑输上证综指。2022年来以下跌30.37%。

图2 2023年军工板块延续了2022年的调整态势

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023年涨跌幅(%)
1	食品饮料	食品饮料	社会服务	电子	社会服务	电力设备	煤炭	通信	25.75%
2	煤炭	家用电器	银行	食品饮料	电力设备	有色金属	综合	传媒	16.80%
3	建筑材料	钢铁	食品饮料	家用电器	食品饮料	煤炭	社会服务	计算机	8.97%
4	建筑装饰	非银金融	农林牧渔	建筑材料	国防军工 +57.98%	基础化工	交通运输	电子	7.25%
5	家用电器	有色金属	美容护理	计算机	美容护理	钢铁	美容护理	石油石化	4.32%
6	石油石化	电子	计算机	非银金融	医药生物	公用事业	商贸零售	煤炭	4.12%
7	银行	银行	上证综指 -24.59%	农林牧渔	汽车	环保	银行	家用电器	3.77%
8	有色金属	煤炭	石油石化	医药生物	电子	石油石化	建筑装饰	机械设备	3.31%
9	基础化工	上证综指 +6.56%	非银金融	社会服务	基础化工	汽车	房地产	汽车	3.29%
10	钢铁	交通运输	医药生物	国防军工 +27.19%	有色金属	建筑装饰	农林牧渔	纺织服饰	0.34%
11	农林牧渔	建筑材料	房地产	美容护理	家用电器	电子	石油石化	公用事业	-1.16%
12	汽车	医药生物	建筑装饰	综合	机械设备	机械设备	纺织服饰	非银金融	-2.67%
13	美容护理	房地产	钢铁	电力设备	建筑材料	综合	食品饮料	上证综指	-3.70%
14	上证综指 -12.31%	汽车	公用事业	有色金属	农林牧渔	轻工制造	上证综指 -15.13%	建筑装饰	-5.37%
15	电子	环保	交通运输	基础化工	轻工制造	国防军工 +11.17%	通信	国防军工	-6.79%
16	综合	通信	建筑材料	机械设备	上证综指 +13.87%	上证综指 +4.80%	公用事业	环保	-7.04%
17	医药生物	基础化工	国防军工 -31.04%	银行	综合	建筑材料	基础化工	医药生物	-7.05%
18	商贸零售	社会服务	通信	房地产	计算机	纺织服饰	轻工制造	轻工制造	-7.25%
19	纺织服饰	美容护理	家用电器	上证综指 +22.30%	传媒	通信	汽车	银行	-7.89%
20	轻工制造	石油石化	基础化工	传媒	煤炭	交通运输	有色金属	钢铁	-8.18%
21	环保	建筑装饰	商贸零售	通信	石油石化	计算机	医药生物	有色金属	-8.70%
22	非银金融	公用事业	煤炭	轻工制造	非银金融	美容护理	机械设备	综合	-12.23%
23	通信	电力设备	纺织服饰	交通运输	钢铁	传媒	家用电器	农林牧渔	-13.13%
24	机械设备	机械设备	汽车	汽车	公用事业	银行	非银金融	基础化工	-14.69%
25	电力设备	计算机	电力设备	石油石化	交通运输	商贸零售	环保	食品饮料	-14.94%
26	公用事业	农林牧渔	机械设备	煤炭	商贸零售	农林牧渔	钢铁	交通运输	-15.63%
27	房地产	轻工制造	轻工制造	商贸零售	环保	医药生物	国防军工 -25.30%	社会服务	-22.01%
28	国防军工 -18.58%	商贸零售	综合	纺织服饰	银行	食品饮料	电力设备	建筑材料	-22.64%
29	社会服务	国防军工 -16.54%	传媒	公用事业	纺织服饰	社会服务	计算机	电力设备	-26.19%
30	交通运输	综合	有色金属	环保	建筑装饰	房地产	传媒	房地产	-26.39%
31	计算机	传媒	电子	钢铁	通信	非银金融	建筑材料	商贸零售	-31.30%
32	传媒	纺织服饰	环保	建筑装饰	房地产	家用电器	电子	美容护理	-32.03%
相对上证综指收益	-6.28%	-23.20%	-6.45%	4.88%	44.11%	6.37%	-10.18%	-2.40%	

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

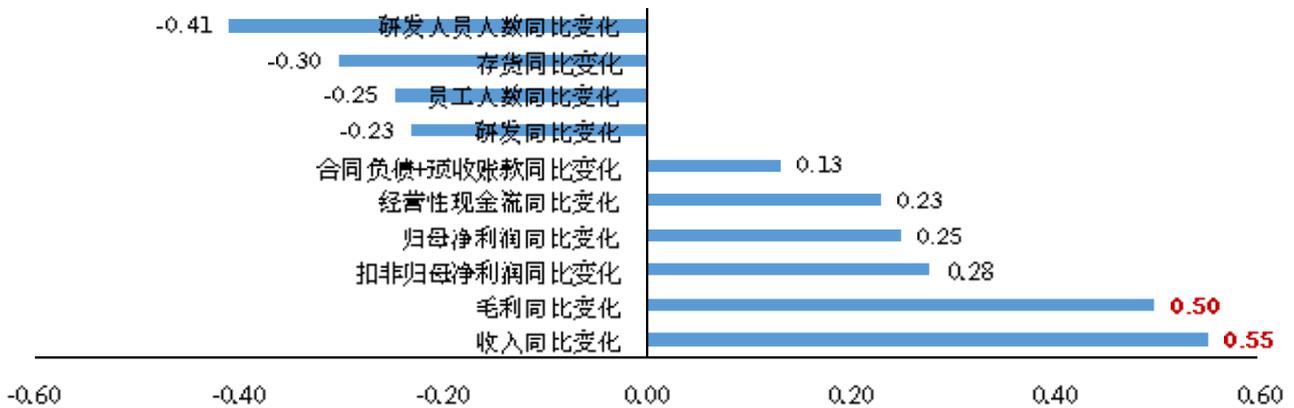
(二) 军工行业周期性的表现及成因

“十二五”至今来看,军工板块走势存在以2-3年下跌,随后3年左右上涨的周期性特点。这种周期是否与军工行业的某些变化因素存在强关联?如果存在,那么对2024年以及未来这些强关联因素的变化进行分析与判断,就可以进一步为未来几年军工板块走势的判断提供重要参考。

1、军工行业周期性指标

从军工行业各类财务指标变化来看,军工板块年涨跌幅与收入变化存在较高关联性。基于中航证券军工核心上市公司(即主要收入或净利润来源于军工业务的上市公司,本章节内军工行业的收入、毛利润、研发投入、归母净利润、扣非归母净利润、经营性现金流、合同负债与预收款项、存货、员工人数以及研发人员数量等均基于中航证券军工核心上市公司数据分析)2011-2023年各年度财务数据,与国防军工(申万)指数走势进行了相关性分析,可以看出,在军工行业各类财务指标中,收入同比增速与国防军工(申万)指数的年涨跌幅关联系数达到0.55,表明该指标与军工板块走势存在着相对较高的关联性。

图3 军工板块走势变化与军工行业收入变化的相关系数较高

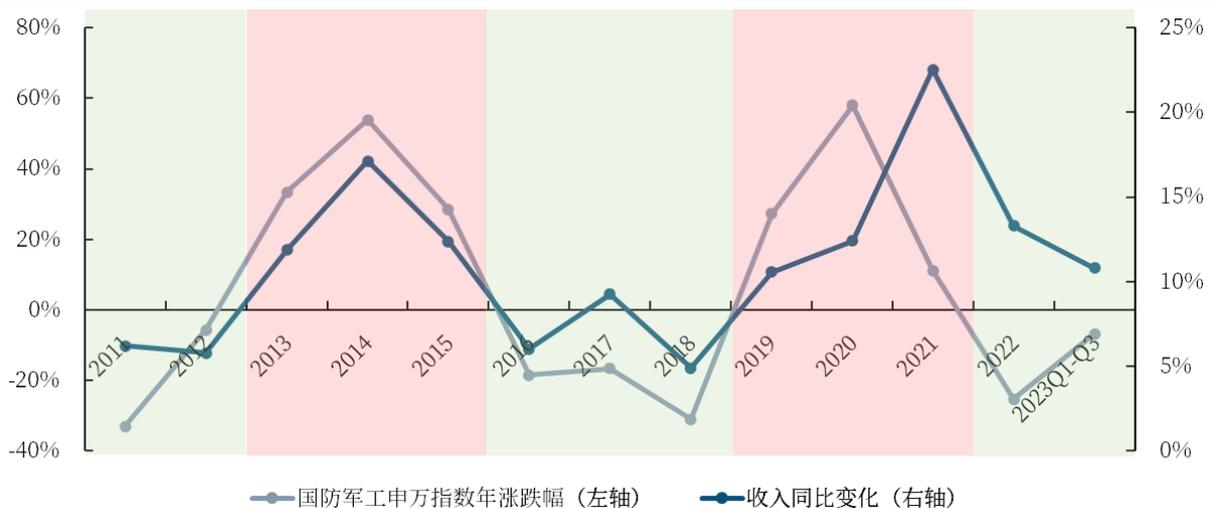


资料来源：iFinD，中航证券研究所

具体来看，军工行业收入整体变化呈现出与军工板块走势同步的周期性特征。“十二五”以来，以国防军工（申万）指数为代表的军工板块走势中，年涨幅超过10%以上的时间区间与军工行业收入同比增速达到峰值的时间区间（2014年与2021年）相近。究其原因，军工板块的走势主要是市场对军工行业发展现实和预期的叠加反映，而军工行业收入增速变化可以更直接的体现出行业需求向供给传导的动态变化，也更能客观反映出行业中短期发展趋势变化。

因此，对军工行业收入增速变化周期性的分析与判断将可以作为预判军工板块未来走势的一个重要参考因素。

图4 军工板块走势变化与军工行业上市公司收入变化的关联性较高



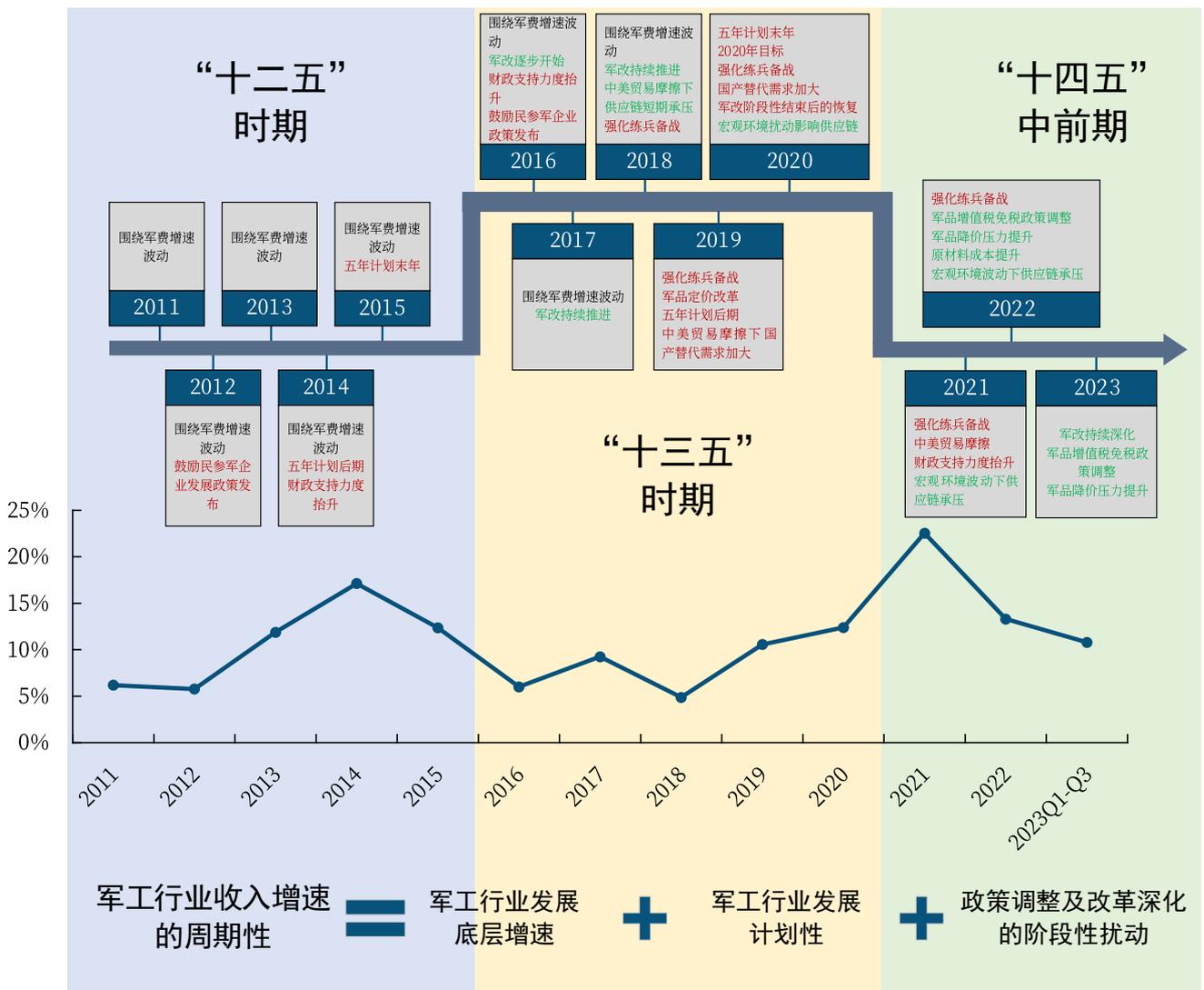
资料来源：iFinD，中航证券研究所

2、军工行业收入增速周期性成因

军工行业收入增速的周期性主要是三方面因素共同作用的结果，即：军工行业

发展底层增速、军工行业发展计划性、政策调整及改革深化的阶段性扰动。“十二五”以来，军工行业收入增速形成周期性的主要原因，主要系军工产业在波动的军费增速下，叠加五年规划与国防建设目标中的计划性（具有周期性趋势），以及近年来各类军工行业发展政策与改革下的短期影响（具有短期阶段性扰动）共同作用下的一种外在表征。具体逻辑可如下图所示。

图5 军工行业收入增速周期性主要由三方面因素叠加构成



资料来源：iFinD，中航证券研究所

(1) 军工行业收入增速的基础：政府对国防建设支持力度的波动

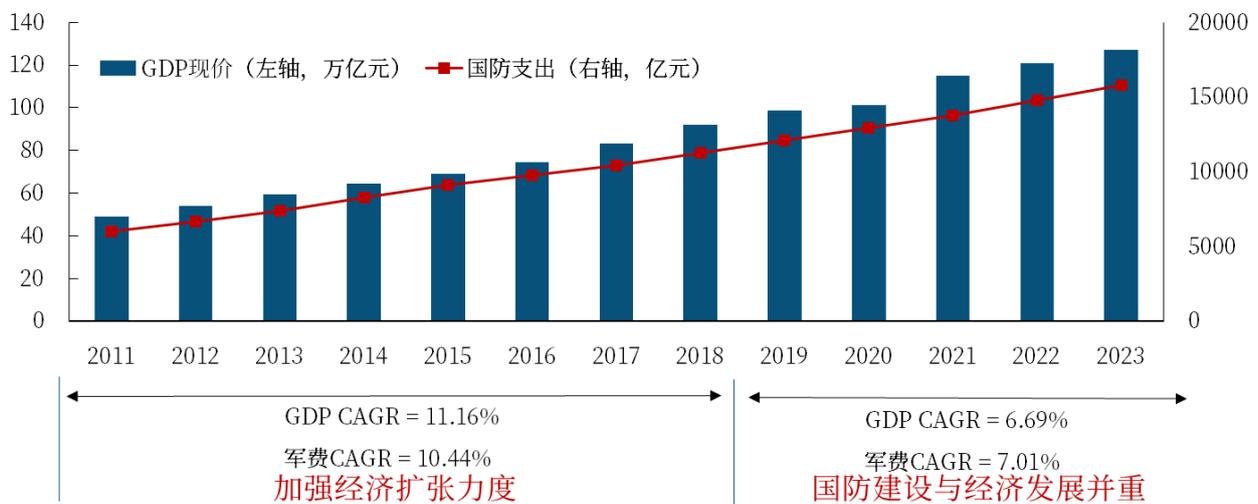
军工行业收入的主要来源仍以我国国内国防财政支出（即军费）为主。毋庸置疑，军费变化会直接传导并反映于军工行业的收入变化上。

军费方面，**军工行业收入增速围绕军费增速波动，但近年来该趋势已经削弱，二者并不是简单的函数关系。**“十二五”以来，根据军费增速的变化可以分为两个阶段，即加强经济扩张力度以及国防建设与经济发展并重两个阶段，具体如下：

① **加强经济扩张力度阶段（2011-2018年）**：为应对金融危机，我国采取了一系列经济刺激政策，此阶段我国加强经济扩张力度，GDP复合增速略高于军费增速。

② **国防建设与经济发展并重阶段（2019年至今）**：我国内部面对经济增速下行压力，同时外部环境不确定性增大，且中美贸易摩擦呈加剧之势，叠加宏观环境变化影响，我国经济增速有所放缓。而在俄乌冲突后，多国已开始宣布通过提高军费投入以应对全球局势的不确定性，更凸显出强军强国的必要性和紧迫性。中国的国防开支总体上与国家经济发展水平相协调，保持国防开支适度稳定增长。在此阶段，军费复合增速略高于GDP复合增速。

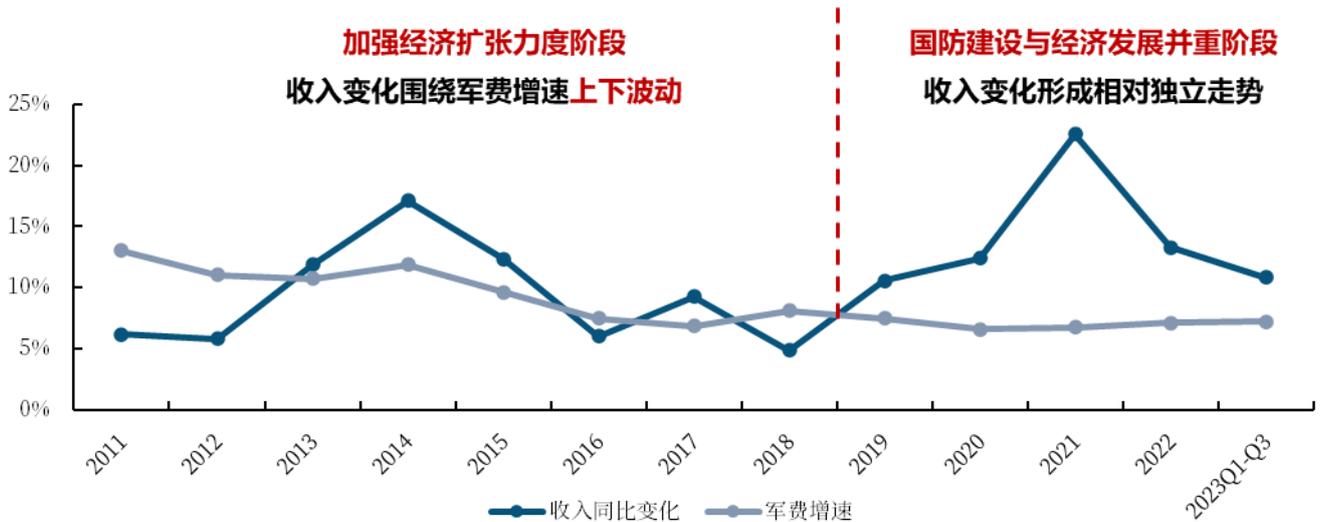
图6 “十二五”以来我国军费及GDP增速变化的两个阶段



资料来源：iFind，中航证券研究所

军工行业收入增速早期围绕军费增速波动，但2019年后形成独立走势。我们注意到，军费作为我国军工行业的主要资金来源和物质基础，其增速变化本应与军工行业收入增速走势具有较强的一致性，但是从二者对比来看，走势关联程度并不高。具体来看，在2011-2018年加强经济扩张力度阶段，军工行业收入增速基本上围绕军费增速上下波动，主要系五年规划与国防建设目标等计划性带来的周期性波动（详情见后文分析）。而在国防建设与经济发展并重的新阶段，军费增速趋于稳定，但军工行业收入增速变化基本已经脱离军费增速变化，形成独立走势。我们认为主要原因系近年来，军费作为国家财政资金的拨出，在落地到供给侧的过程中，还受到了包括军费使用效率提升、武器装备投入在军费中占比提升、军改及各产业发展政策等诸多因素影响，当前，军工行业的收入变化与军费变化已经不再是简单的函数关系。

图7 军工行业收入变化与军费增速走势



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

尽管近年来军工行业收入增速与军费增速出现偏离，但政府对国防建设支持力度，仍然与军工行业收入增速在大多数时间保持了同向变化。军费增速与公共财政支出增速的差值，可反映出我国政府对国防建设的支持力度，即“财政支出越少，军费投入越多，则说明国防建设投入力度越大”。从2011年以来的数据来看，政府对国防投入的财政支持力度基本与军工行业的收入增速呈现出正相关性变化，如2014年及2021年军工行业收入增速的极值同样也是政府对国防投入财政支持力度指标的极值。

图8 政府对国防投入的财政支持力度与军工行业收入增速在多数时期下存在同向变化



资料来源: iFinD, 中航证券研究所 (注: 2023年军工行业收入增速仅为前三个季度的公开数据)

(2) 军工收入变化周期性的主要来源：五年规划与国防建设中长期计划

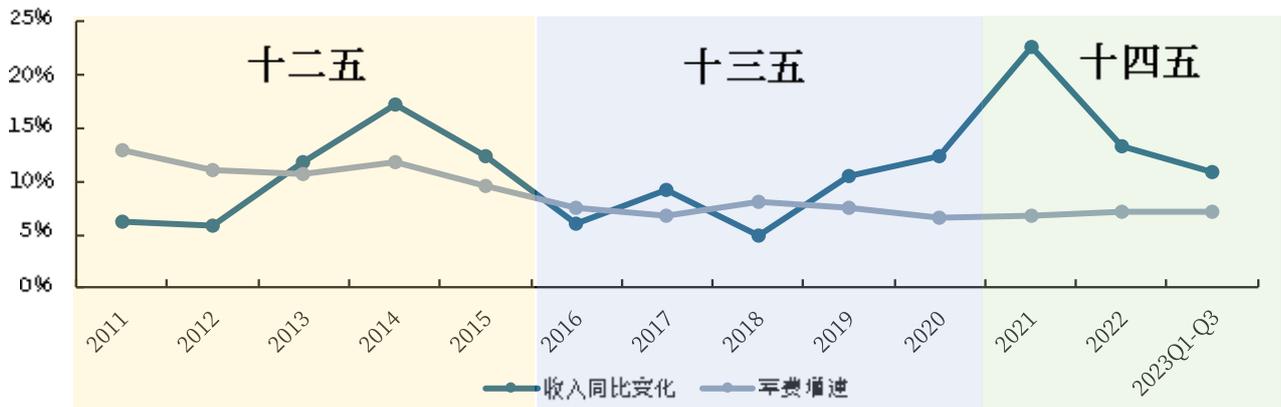
军工行业五年规划的特点，以及国防建设中长期目标带来的计划性，是军工行业收入

增速指标呈现出周期性的重要原因。

改革开放以后，随着市场经济体制的确立，我国的五年计划也在不断地转型，主要表现为从单一的经济计划转向全面的发展规划，从经济指标为主转向公共服务指标为主，从微观领域转向宏观领域，从短期计划为主转向中长期计划为主。国防军工行业的五年计划，也围绕着我国国民经济和社会发展的五年规划同步开展。

“十二五”期间，军工行业的计划性体现为“前松后紧”，军工行业的收入增速则呈现出“前低后高”，表明军费投入从计划、拨出到执行落地继而体现到供给侧，具有一定滞后性。“十三五”后期中美贸易摩擦带来的国产替代需求的紧迫性，叠加练兵备战的紧迫性，导致“十四五”计划“前紧”和收入“前高”，国家及行业政策变化成为了该阶段行业收入增速变化的主导因素。

图9 军工行业收入增速在“十二五”和“十三五”时期呈现出前低后高的变化趋势



资料来源：iFinD，中航证券研究所

国防建设目标重要节点，对军工行业具有重要的正向影响。在五年计划之外，军工行业收入增速还受到我国设立的多个国防建设目标时间节点的计划性影响。在各个国民经济和社会发展五年规划纲要，以及第十八次、第十九次以及第二十次全国代表大会（以下简称“十八大”、“十九大”以及“二十大”）报告中，明确提出过四个关于国防建设的时间目标节点。即 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升；2027 年如期实现建军百年奋斗目标；2035 年基本实现国防和军队现代化；2050 年把人民军队全面建成世界一流军队。2019 年、2020 年成为军工大年，其中重要原因就是受到 2020 年目标牵引，预计 2027 年的目标也将对 2027 年前的国防建设速度和军工行业收入产生重要影响。

图10 “十二五”以来五年规划和全国代表大会中提及的国防建设目标


资料来源：中国政府网，中航证券研究所整理

(3) 军工行业收入变化中的扰动性因素：影响军工产业发展的政策调整或改革深化

军工行业相关政策调整或改革深化，成为了若干阶段的扰动性因素，在某些年份可能会成为主导因素。我们列举了“十二五”以来具有代表性的政策文件变化及其影响分析，具体可以归结为下表所示。

表1 “十二五”以来部分政策文件发布或施行对军工行业利润表产生了短期影响

政策文件发布时间或施行时间	政策名称	部分政策内容	在部分军工行业财务数据上的反映
2012.6	《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》	允许民营企业按有关规定参与承担武器装备科研生产任务	民营企业收入增速出现显著提升
2016.1	《中央军委关于深化国防和军队改革的意见》	2015年，重点组织实施领导管理体制、联合作战指挥体制改革；2016年，组织实施军队规模结构和作战力量体系、院校、武警部队改革，基本完成阶段性改革任务；2017年至2020年，对相关领域改革作进一步调整、优化和完善，持续推进各领域改革。	2016-2018年军工企业整体收入增速出现显著放缓
2016.3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	加快军民通用标准化体系建设。改革国防科研生产和武器装备采购体制机制，加快军工体系开放竞争和科技成果转化，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域。	民参军企业收入增速进一步快速增长

政策文件发布时间或施行时间	政策名称	部分政策内容	在部分军工行业财务数据上的反映
2019.1	《军品定价议价规则(试行)》	改变了原来的定价成本制，在装备价格审核工作中开始推行军品定价议价规则，从“单一定价方法”逐步向着“定价议价程序”转变。由原来的事后审价改为事前预审和事后审价两个环节，进一步规范审价。	毛利率、净利率有望得到提升
2021.3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	优化国防科技工业布局，加快标准化通用化进程。推进武器装备市场准入、空中交通管理等改革。	民参军企业收入增速进一步快速增长，大军工领域市场持续拓展
2021.8	《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》	生产采购环节要管好链条，强化供应链管理和生产成本控制，大力推开原材料竞价采购、分系统竞争择优、大批量阶梯降价，多点挖潜、控价让利，通过精益管理实现价格整体最优。	军工行业毛利率与净利率短期遭遇压力
2022.1	《财政部税务局关于调整军品增值税政策的通知》	自 2022 年 1 月 1 日起，军品免征增值税政策终止，军品改为带税采购。此外，公司军品生产科研相关的房产、土地免征房产税及土地使用税。	毛利率与净利率短期承压，特别是产业链中上游的民参军企业

资料来源：中国政府网，观察者网，中国知网，中航证券研究所整理

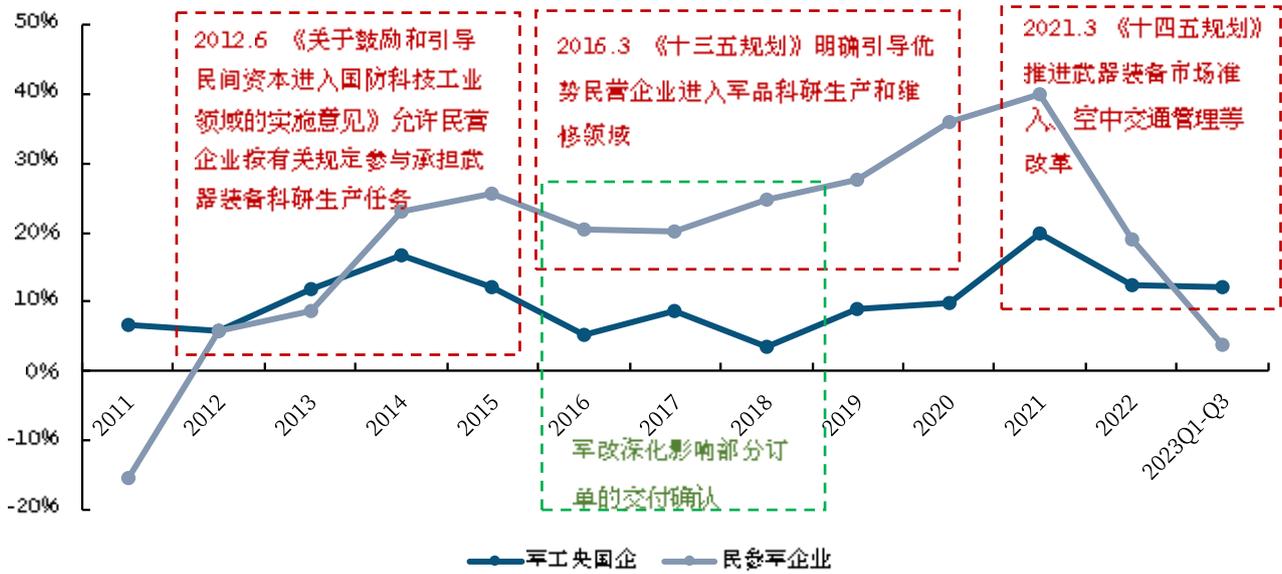
具体来看，“十二五”以来部分政策文件发布或施行对军工行业利润表产生的短期影响可以分为两类，即对收入增速的扰动以及对盈利能力的扰动。

① 对军工行业收入端的影响

在“十二五”以来的众多政策中，《关于鼓励和引导民间资本进入国防科技工业领域的实施意见》、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》以及《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》均明确提及了允许并逐步放开民营企业从事军工领域业务，直接导致了 2012 年起民参军企业的收入增速出现快速发展，并于 2014 年超越军工央企收入增速，这种态势一直维持至 2022 年。

2016 年开始，军改对军工行业需求传导至供给侧的落地节奏产生较大影响，作为军工各细分板块下游链长企业的军工央企在收入增速上出现波动就是例证之一。

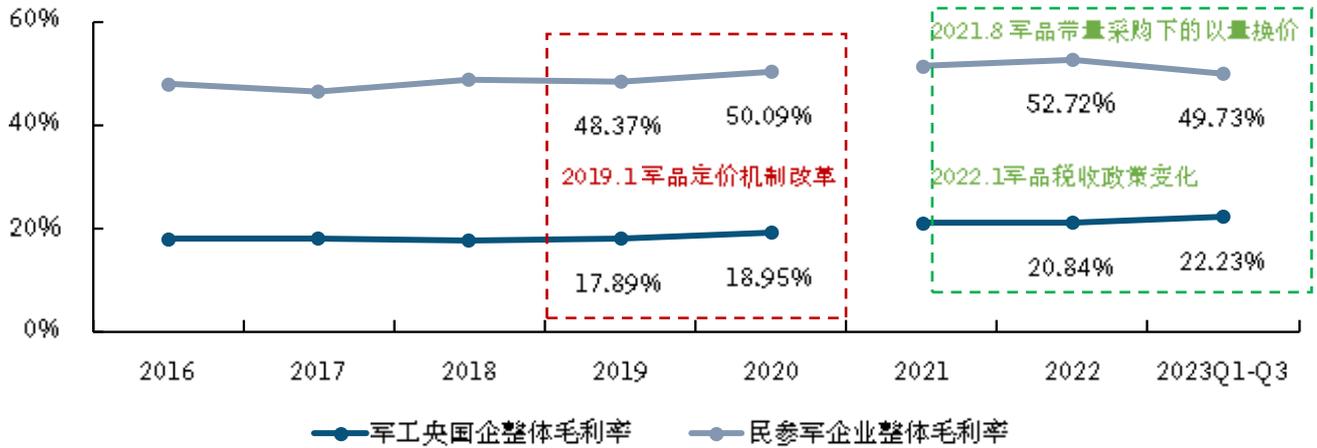
图11 军工行业收入增速受到部分政策文件发布与实施的短期影响



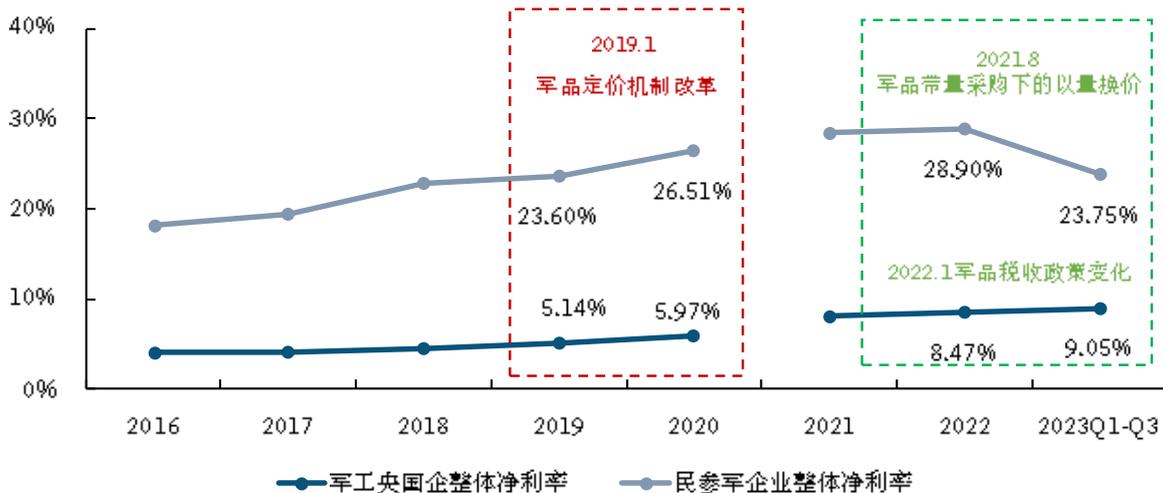
资料来源：iFinD，中航证券研究所

② 对军工行业盈利空间的影响

近年来，《军品定价议价规则(试行)》、《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》以及《财政部税务局关于调整军品增值税政策的通知》也都成为影响军工行业发展的重点政策。其中，《军品定价议价规则(试行)》改变了原来的定价成本制，在装备价格审核工作中开始推行军品定价议价规则，从“单一定价方法”逐步向着“定价议价程序”转变。尽管行业内的竞争格局会受到影响，但行业效率得到了提升，且具有核心技术、议价能力强、成本控制好的企业将会长期受益。该政策发布实施后的 1-2 年，军工央企和民参军企业的毛利率与净利率均不降反升。而在 2021 年 8 月开始实施的《关于加快推动陆军装备高质量高效益高速度低成本发展的倡议书》，这种军品带量采购下的以量换价确实也在短期内造成了军工央企毛利率出现微降，但净利率依旧保持增长。而 2022 年施行的军品增值税改革，叠加改革持续深化，2022 年开始对军工行业的盈利空间产生了较大影响，特别是 2023 年的民参军企业受到的影响相对更大。

图12 军工行业毛利率“十三五”以来的变化情况


资料来源：iFind，中航证券研究所，（注：图中“十三五”与“十四五”等不同五年计划时期的财务数据样本不一致，不具备跨周期可比性）

图13 军工行业净利率“十三五”以来的变化情况


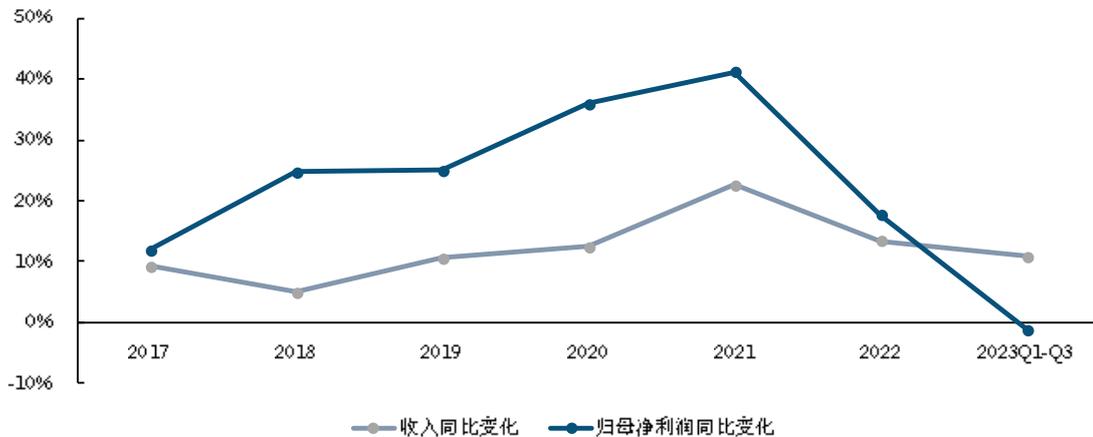
资料来源：iFind，中航证券研究所，（注：图中“十三五”与“十四五”等不同五年计划时期的财务数据样本不一致，不具备跨周期可比性）

3、军工行业其他指标的周期性

虽然军工行业的归母净利润、研发、库存、合同负债与预收账款等财务指标的变化与军工板块的走势关联性相对较低，但对军工行业内具体企业发展判断同样存在着较为重要的指引意义。

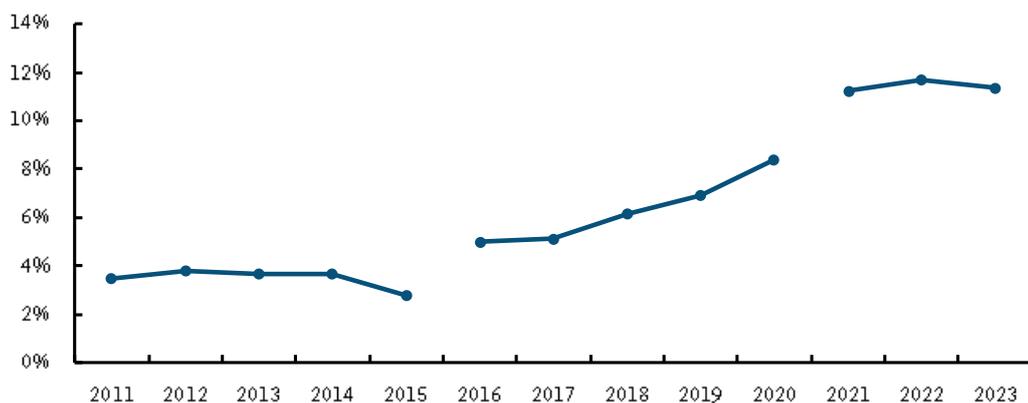
(1) 净利率整体保持抬升态势

2017年至2023Q3，军工行业的净利润同比变化与营业收入同比变化的走势相同，且行业的净利润同比变化幅度超过了营业收入的同比变化。

图14 2017 年至今（2023Q3）军工行业净利润增速情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

造成 2017 年后军工行业的净利润增速超过营业收入增速的主要原因是军工行业净利率的提升。可以看到，在 2023 年前军工行业的净利率总体维持了上升的态势，企业的净利润受到营业收入与净利率的双重增长驱动，变化幅度超过了营业收入的同比变化。我们认为，军工行业净利率整体抬升的原因主要是，军工央企在国资委考核指标、国企改革三年行动等多项政策的影响下进一步提质增效，民参军企业规模效应逐渐凸显、创新能力不断攀升。

图15 2011 年至今（2023Q3）军工行业净利率变化情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所整理，（注：图中“十二五”、“十三五”与“十四五”等不同五年计划时期的财务数据样本不一致，不具备跨周期可比性）

（2）研发：军工行业投入力度逐步提升

军工行业具有研发周期长、投入高的特点，一型成熟的装备需要数年、十年、乃至数十年的预研、研发以及持续改型的长期投入。对应的，企业进入型号装备后，也往往能在型号装备放量期间为企业带来较为可观的收入和利润。可以说，研发能力才是未

来收入的重要保障。整体而言，研发投入和行业收入，应是短期负相关，长期正相关。我们认为造成军工行业研发周期与板块走势短期相关性不显著，甚至出现负相关的原因在于：

- ① 军工行业“储备一代、预研一代、研发一代、装备一代”的特点意味着行业的研发与列装往往是平行并进的，从行业下游角度来看往往并无峰值。
- ② 各军种、各领域装备的集中研发、列装期本身存在错位，反映到军工行业上市公司整体后往往会平滑行业整体研发增速。如我国海军装备自“十二五”开始呈现快速列装期，国产航母、055万吨驱逐舰等先进装备接连列入人民海军、航空装备自“十三五”开始呈现快速列装期，歼-20、直-20等骨干装备接连入役等。
- ③ 研发周期与行业投产周期存在一定错位，处于研发周期时企业利润水平得不到充分释放，往往需要数年过渡到行业投产列装期才能抬升企业营收水平。

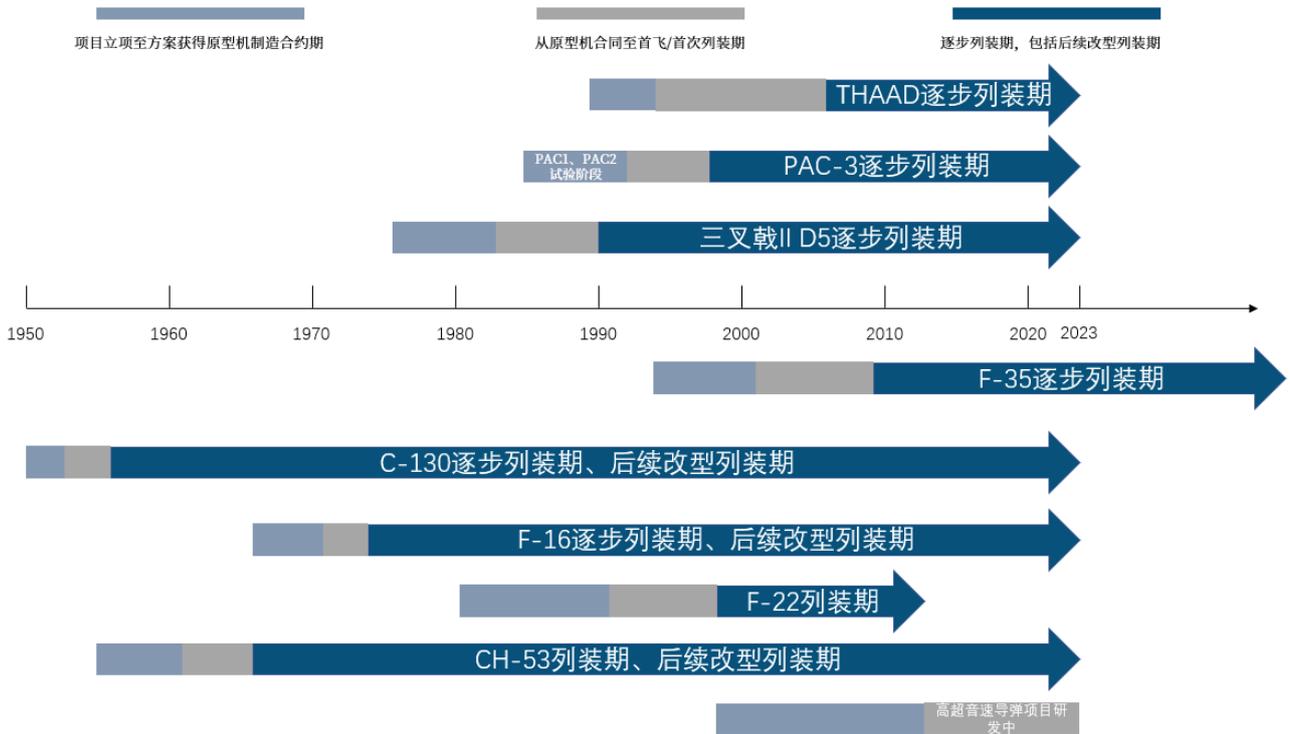
研究我国军工行业的研发周期存在一定难度，一方面我国军工行业的研发主体仍以军工院所为主，而军工央企院所的具体公开数据较少；另一方面我国军工行业鲜有同时承担多军种装备分系统及总装产品的上市公司。因此我们选择用美国军工复合体洛克希德马丁公司的研发、量产节奏作为客观反映军工行业研发周期的依据。我们认为该数据可以一定程度上反映我国军工行业的研发周期变化趋势，原因有三。

① **研发周期的具体时间可能有错位，但整体趋势不应有太大变化。**美国军工行业的研发周期与我国军工行业的研发周期在具体时点的错位是一定的。举例来看，美国的C-130“大力神”系列运输机早在上世纪60年代便向美国各飞机制造公司提出技术招标，当时新中国成立不久，我国尚处于技术积累期。但研发周期的整体趋势并不会随国家情况变化而变化，平衡研发与量产的周期是军队与军工企业的共同追求。

② 洛克希德马丁公司作为有百年历史的军工企业，其核心产品的研发（图中浅蓝、灰色部分）、列装周期（图中深蓝色部分）可以较好的反映军工行业近几十年来“储备一代、预研一代、研发一代、装备一代”的特点。从上图中可以看到，自上世纪60年代开始至今，洛马公司的产品研发从未中断（即浅蓝色、灰色部分跨越了从上世纪60年代至今的全部年份，且**并未在特定年份中过度集中**）。考虑到我们仅统计了当下仍在持续为洛马公司贡献收益的核心产品（按公司2022年报中提及的部分major program），公司的未定型产品、已停产产品同样存在研发周期，因此洛克希德马丁产品的研发周期可能比图中所示的更加贯穿始终，**研发周期的统计学“峰值”并不明显**。

③ 洛克希德马丁公司作为美国海军、陆军、空军、海军陆战队等多军种的核心供应商，其核心产品的研制、生产周期可以反映出美国海、陆、空、天等各领域的研发情况。如其典型的F-35系列三型分别主要供给美国空军、海军陆战队、海军；其直升机系列产品广泛供给美国陆军陆航等。

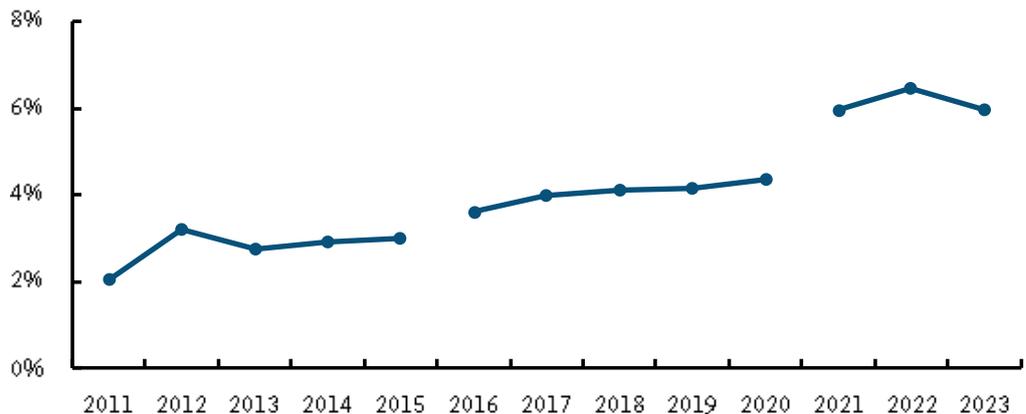
图16 洛克希德马丁公司主要产品研发、量产期情况



资料来源: Wind, 洛克希德马丁公司官网, 《军事文摘》, 《制导与引信》, 《导弹与航天运载技术》, 《国防科技》, 中航证券研究所整理

从我国军工行业研发数据来看, 2011 至 2022 年间军工行业的研发费用率处于整体上升趋势。我们认为造成这一趋势的主要原因在于国产替代要求之下, 创新能力显得尤为重要, 因此全行业的研发投入强度也在不断加大。

图17 2011-2023 年军工行业研发投入率情况



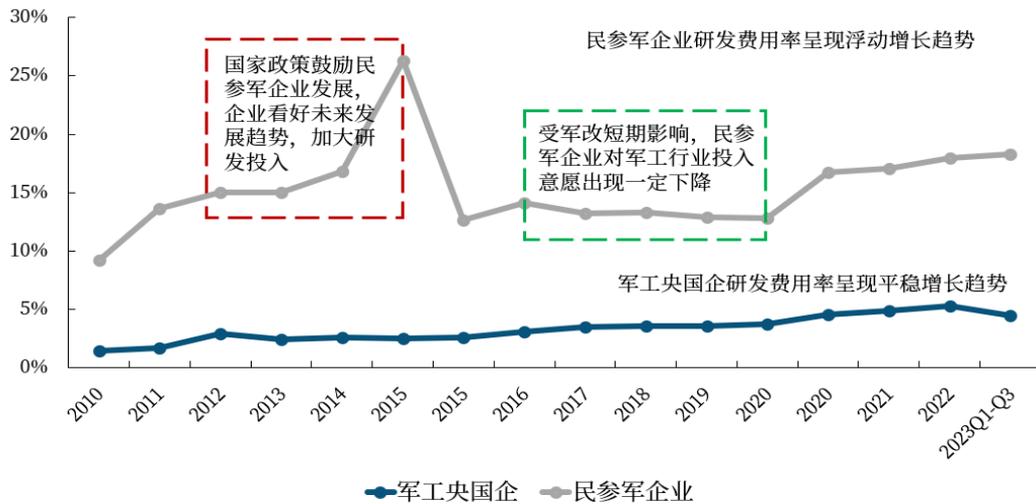
资料来源: iFinD, 中航证券研究所, (注: 图中“十二五”、“十三五”与“十四五”等不同五年计划时期的财务数据样本不一致, 不具备跨周期可比性)

从军工央国企的研发费用率变化来看, 军工央国企的研发费用率整体保持了平稳增长态势, 可以看到在 2020 年后军工央国企的研发费用率增速相对较快, 我们认为

主要是在国资委央企考核标准将研发经费投入率纳入到“两利三率”、“两利四率”、“一利五率”等考核标准中的原因。

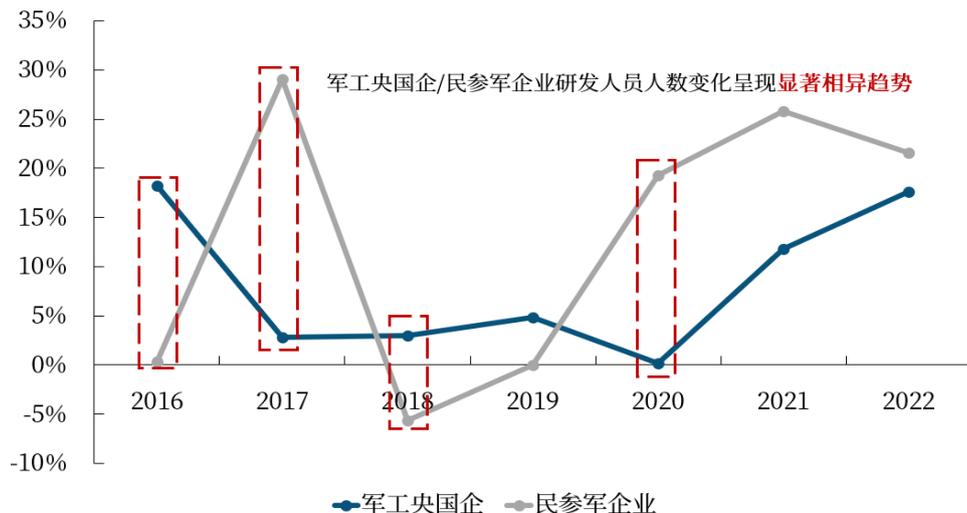
对于民参军企业，在 2012 年政策鼓励民参军企业发展的背景下，民参军企业的研发费用率在 2012-2015 年间维持了较高增长。但此后因军改等因素影响积极性有所下降。而在 2020 年后民参军企业逐步从“配套”入手，向“核心”、“关键”领域进军，细分领域的集中度逐步提升，研发费用率恢复了增长趋势。

图18 2010-2023 年军工央企/民参军企业研发费用率变化情况



资料来源: iFind, 中航证券研究所

图19 2016-2022 年军工央企/民参军企业研发人员变化情况



资料来源: iFind, 中航证券研究所

图20 2011-2023年军工央企、民参军企业研发投入增速情况



资料来源: iFind, 中航证券研究所

我国军工央企与民参军企业的研发人员增速、研发投入增速变化、研发费用率变化呈现出一定程度上不同的走势，其中研发人员增速与研发费用率变化方面军工央企与民参军企业的走势出现了显著不同。具体来看：

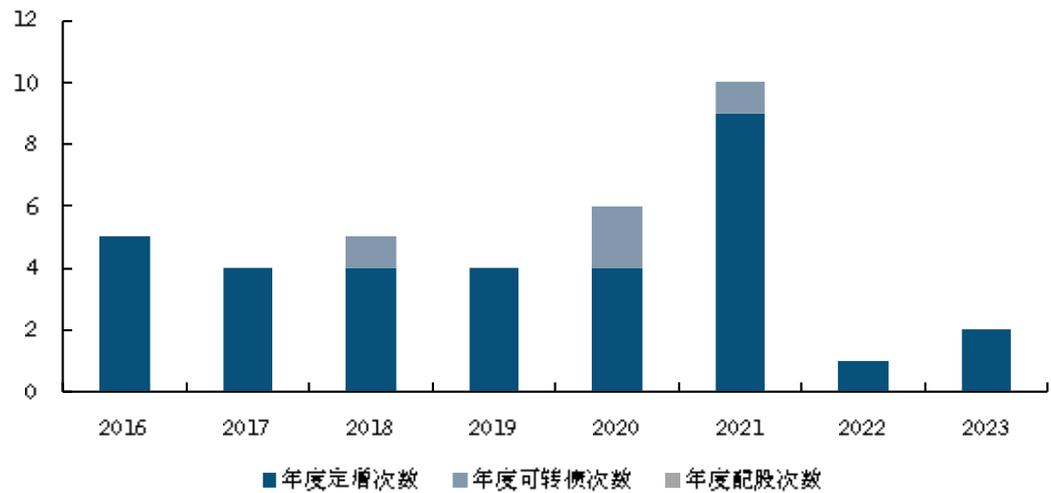
- ① 军工行业下游链长的研发主体仍集中在军工研究所而非总装厂，而军工央企的总装厂上市公司中往往并不包括军工研究所。因此下游总装类上市公司的研发投入、研发人员变化并不能直观展示行业的研发周期，相反行业上游企业(以民参军企业为主)作为主要承接武器装备原型机上游零部件、元器件及配套项目的主体，其研发人员、投入变化更能体现整体趋势。
- ② 企业投入资金研发的本质在于对所处行业未来发展的信心，对于民参军企业而言这一趋势更甚。军工行业需求侧的扰动因素如军品定价机制改革、国产替代趋势等都是对行业未来发展信心的核心影响因素，因此其不仅扰动了军工行业需求侧的变化，还直接(营收水平直接关系企业可投入研发资金)、间接(影响企业对所处行业未来发展信心)地影响了行业的研发投入水平。
- ③ 自国资委考核标准从“两利一率”变化为“两利三率”以来，在后续的“两利四率”、“一利五率”中研发经费投入率一直作为对军工央企的考核标准。在考核要求下，军工央企的研发经费投入率呈现平缓上升趋势。考核标准导致的变化使得相关数据无法明确地反应出行业变化趋势。

(3) 产能和库存：历史性扩产逐步落地，主动去库存进入尾声

我们统计了自 2016 年以来可比军工行业的再融资次数，可以看到军工行业的再融资次数自 2016 年整体呈平稳上升趋势，并于 2021 年达到巅峰，而 2022 年、2023 年出现一定回落。军工行业利用定增、可转债、配股进行募资的主要投向为军工行业的产能扩张，考虑到再融资的募集时间与项目建设周期，我们认为于 2021 年到达顶峰的

上一轮再融资的扩产产能正逐步落地达产，行业产能正向峰值迈进。

图21 2016年至今可比军工行业再融资情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

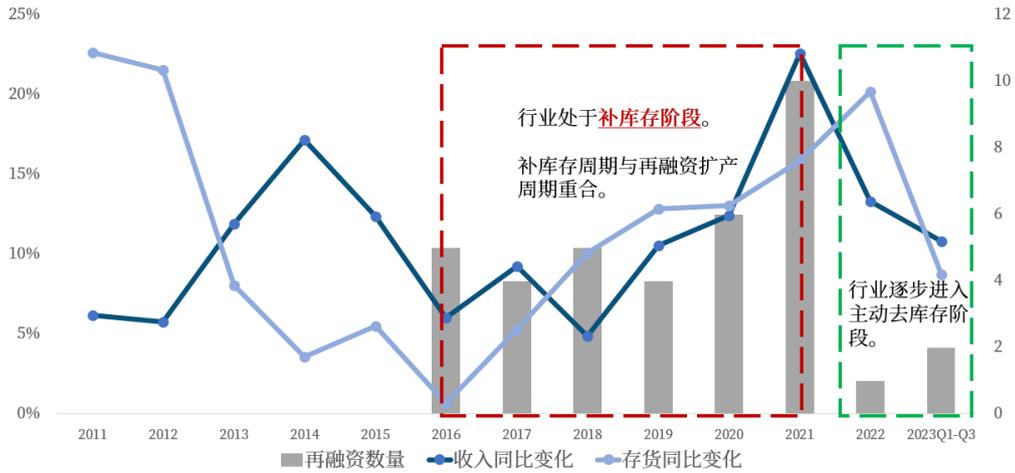
自 2016 年以来，在 2016-2022 年间，军工行业的库存出现了一定提升，且军工行业的库存周期与行业扩产周期表现出了一定的相关性。具体来看：

① 2016-2021 年间军工行业的存货同比变化与行业的收入同比变化出现一定增长。我们认为主要是伴随军工行业的整体收入增长，需求的逐步恢复伴随着生产的提速，行业处于补库存阶段。

② 军工行业的补库存周期与军工行业的再融资扩产周期出现了一定重合，在行业的补库存周期中军工行业持续进行融资扩产，并于 2021 年达到再融资数量的峰值。

③ 伴随 2018 年中美贸易摩擦，相关企业存在一定的提前囤货现象，如航天电器、国博电子等上市公司均提及因中美贸易摩擦公司增加常规备货和战略物资储备、战略性备货。

而在 2022 年后，伴随军工行业可比军工行业的再融资数量逐步减少与前次库存的逐步达产，军工行业的库存也逐步进入去库存阶段。伴随 2023Q1-Q3 军工行业需求侧的扰动，导致相关企业呈现观望态度，对未来的不确定性导致行业进入主动去库存阶段。同时，伴随前次扩产产能逐步达峰，供给侧产能逐步接近行业需求，行业备货需求进一步下降，加速了行业进入主动去库存阶段的速度。

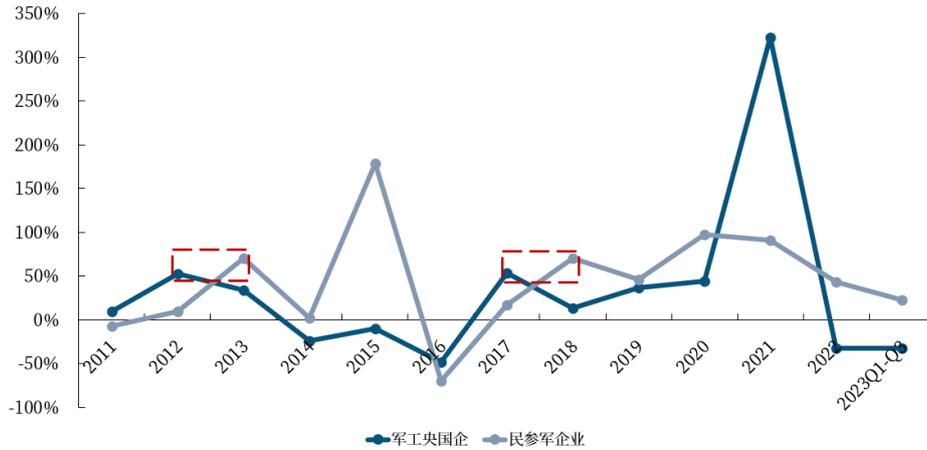
图22 2011-2023Q3 军工行业库存、营业收入同比变化与再融资数量情况（再融资数量见右轴）


资料来源: Wind, 中航证券研究所

(4) 预收款项与合同负债周期：行业下游企业预收款项+合同负债增速对行业上游企业有 1 年的前瞻性

如图 23 所示，从军工央企与民参军企业的预收款项+合同负债增速可以看到，在 2021 年前，军工央企预收款项+合同负债的增速对民参军企业具有一定的前瞻性。尤其是当军工央企预收款项+合同负债出现大幅度增长时这一现象更为明显，此前军工央企预收款项+合同负债增速的两个峰值即 2012 年与 2017 年，均在次年反映到了民参军企业中。我们认为这一现象主要是因为军工央企作为产业链长、行业下游需要时间将新订单传递给民参军企业。

但在 21 年后，这一现象不再明显，军工央企在 2021 年中的预收款项+合同负债增速峰值并未反映到民参军企业的后续大幅增长。但考虑到 2022 年与 2023Q1-Q3 年中军工央企预收款项+合同负债的增速为负而民参军企业增速虽有所放缓但仍有上涨，我们认为军工央企的预收款项+合同负债大幅增长仍然一定程度可以反应到上游民参军企业中。

图23 2011-2023Q3 军工央企/民参军企业合同负债+预收款项增速情况


资料来源: Wind, 中航证券研究所

(三) 基于周期性视角看军工行业未来变化

1、军工行业周期性下军工板块走势的判断

基于军工行业周期性的判断，我们认为军工板块周期性仍将与军工行业收入增速的周期性保持同步性，而军工行业收入增速的周期性主要是三方面因素共同作用的结果，即：军工行业发展底层增速、军工行业发展计划性、政策调整及改革深化的阶段性扰动。

对于以上三点因素在 2024 年-2027 年间的变化，我们主要有如下判断：

① 军工行业发展底层增速：我国军费在中长期有望维持中高速增长，呈现出抗周期、逆周期特性，而中央政府对国防投入的支持力度也有望持续抬升。在 2022 年发布的二十大报告中，对外部环境的相关描述为“世界之变、时代之变、历史之变正以前所未有的方式展开”、“世界又一次站在历史的十字路口”，而十九大报告中描述为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比更趋平衡”，十八大报告为“和平与发展仍然是时代主题”、“国际力量对比朝着有利于维护世界和平方向发展”。从“和平与发展仍然是时代主题”，到“国际力量对比更趋平衡”，再到“世界又一次站在历史的十字路口”，外部环境之复杂、挑战之严峻不言而喻。在 2022 年发布的二十大报告中，“安全”和“发展”的词频分别为“安全” 91 次，“发展” 239 次，首提“以新安全格局保障新发展格局”；相比之下，十八大报告（“安全” 36 次，“发展” 301 次）和十九大报告（“安全” 55 次，“发展” 232 次）中“发展”相对于“安全”的词频比要更高，我国对于国防建设支持力度大概率将保持持续提升态势。2024 年军费预算增速维持在 7.2%，我国国防支持力度较 2022 年与 2023 年进一步加大就是一个重要例证。

另外，以商业航天、民机、军贸出口为代表的“大军工”产业将快速发展，有望形成军工行业第二增长曲线。军贸作为我国军工产业各供给侧主体收入的第二来源，

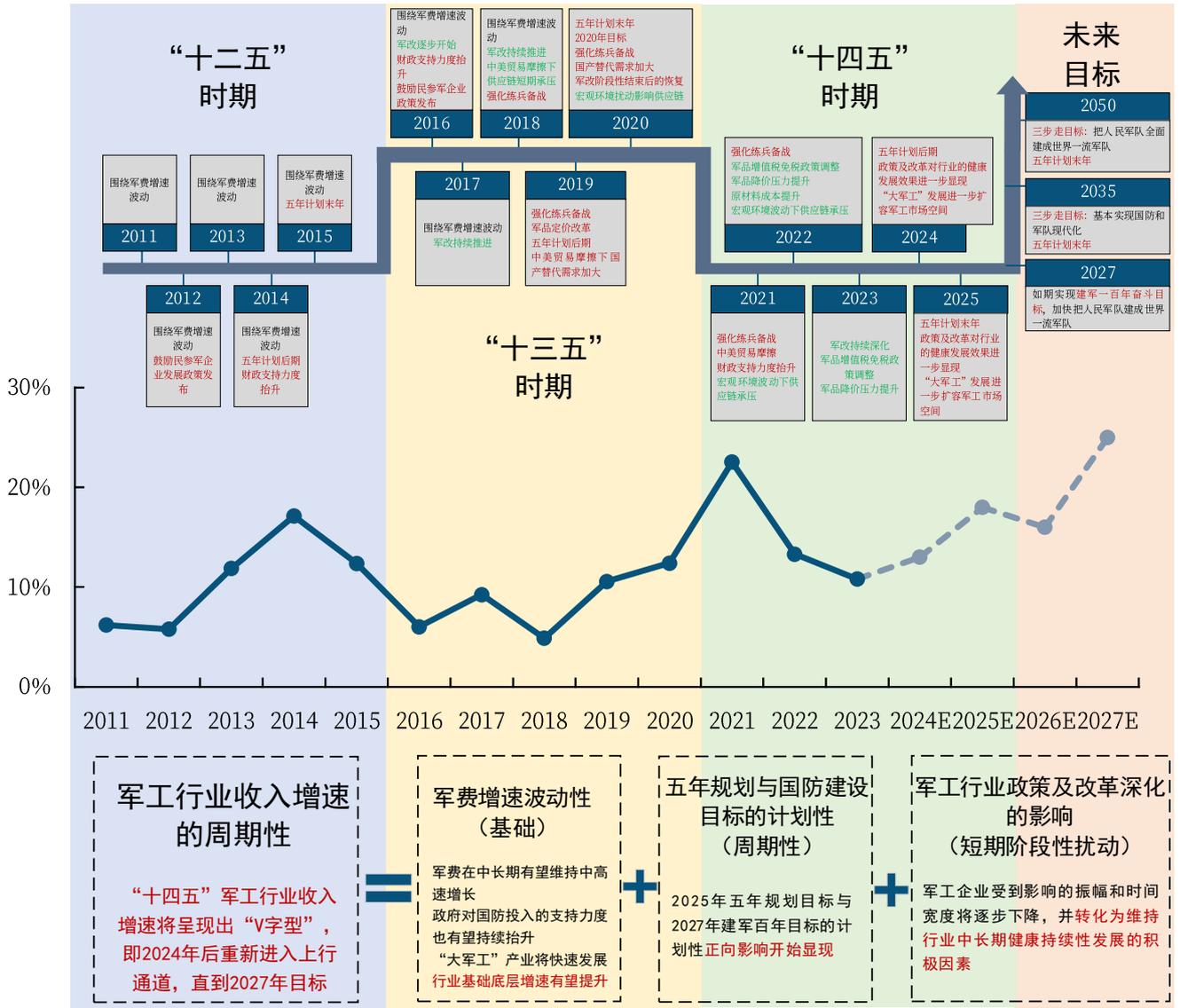
受到国际军贸市场热度、进口国经济情况、政治因素等众多因素的影响。从斯德哥尔摩和平研究所（以下简称 SIPRI）披露的我国军贸出口趋势指标值 TIV 的增速变化来看，中国军贸在 2021 年以来已经呈现出恢复性增长态势，“十四五”末期，伴随恢复式增长向内生式高速增长的变化，军品贸易顺差有望持续增长，在我国军工行业收入中的比重有望持续提高，而商业航天以及民机等其他大军工产业也将进一步抬升军工行业市场规模以及行业发展底层增速。

② 行业发展的计划性：2025 年“十四五”目标与 2027 年建军百年目标的计划性对军工行业收入增速的正向影响将开始逐步显现。2024 年我国将进入“十四五”时期中后期，距离“十四五”末年仅 1 年，距离 2027 年建军百年目标时点仅 3 年，在 2024 年政府工作报告中也再次明确提及，2024 年要“打好实现建军一百年奋斗目标攻坚战”，“抓好军队建设‘十四五’规划执行”，在这两个时点前我国国防建设目标明确，需求确定。五年规划末期与 2027 年国防建设目标的计划性将有望持续为军工行业上市公司收入的提速带来明显的正向作用。

③ 政策调整及改革深化的阶段性扰动：军工企业受到影响的振幅和时间宽度将逐步下降，且中长期行业健康持续性发展态势显现将是大概率事件。2021 年以来，军工行业改革政策不断落地，导致了军品价格变化（带量采购）、征收增值税、订单波动等诸多问题。事实上，大多政策调整和改革深化在现实层面上确实为军工企业的收入落地带来了短期扰动。但从背景上看，大变局百年之未有，国际局势倒逼、物质投入累积多年、技术积淀趋于成熟，多种条件促成军工行业近年来的空前大发展。这种空前大发展的变化之下，军队客户从体制、机制、采购、定价等方方面面不断进行着改革和优化；军工央企持续深化改革追求高质量发展；民参军企业在紧抓历史性机遇的同时，也谋求自我变革。放眼未来几年，新政策施行与改革深化预计仍将持续，军工行业的扰动仍将存在，但我们判断这种扰动的影响无论是在时间长度上，还是深度上都将逐步缩小，且逐步转化为维持行业中长期健康持续性发展的积极因素。

基于以上三个因素的判断，从五年规划维度上看，“十四五”军工板块走势与军工行业收入增速，有望共同呈现出前高中低后高的“V 字型”，特别是 2024 年后重新进入上行通道，直到实现 2027 年建军百年目标。

图24 未来三年军工行业有望迎来新的上行周期



资料来源: iFinD, 中航证券研究所

2、军工行业其他财务指标变化的判断

- ① 净利润变化的判断: 2024-2027年间军工行业的净利润有望受到营业收入与净利润率的双重增速驱动, 呈现整体上升态势。未来军工行业的净利润变化仍将受到行业营业收入增速与净利润率变化的双重影响。我们认为军工行业的营业收入有望自2024年进入上行通道, 直到实现2027年目标, 行业的净利润率也有望维持持续增长态势。
- ② 研发投入变化的判断: 未来军工行业研发投入增速仍将领先于收入增速, 研发投入率呈现出整体上升态势。“十二五”以来, 军工行业上市公司研发费用率始终呈现出提升态势, 而在我国国防建设目标已经由“2020年基本实现机械化, 信息化建设取得重大进展”更新为“十四五”规划中提出的加快机械化信息化智能化融合发展之下, 武器装备的研发效率与生产效率将有望不断提升, 而与之对应的研发投入力度也将不

断加强。

③ 库存周期的变化：高景气军工细分领域将重新迎来新一轮补库存周期。当前军工行业因受需求侧的扰动，与前次扩产的产能逐步落地、达峰等多重因素影响，行业进入主动去库存阶段。伴随后续扰动因素消失、需求的持续释放，我们认为在相对短暂的行业被动去库存阶段后，行业整体尤其是高景气军工细分领域将重新迎来新一轮补库存周期。

④ 预收账款+合同负债周期的变化：军工央国企的预收款项+合同负债数据仍可作为民参军企业未来潜在收入变化的一个前瞻性指标。我们认为民参军企业的预收款项+合同负债较军工央国企的一年延后现象，伴随行业需求侧扰动因素的消散可能将再次出现。届时，以中下游上市公司为主的军工央国企的预收款项+合同负债数据可以继续作为民参军企业未来潜在收入变化的一个前瞻性指标。

二、2023 年年报、2024 年一季报数据分析

截至 2024 年 4 月 30 日，军工板块 2023 年年报已披露完毕，在 224 家军工板块上市公司中，104 家公司 2023 年报归母净利润同比实现增长，120 家公司 2023 年报归母净利润同比下降。我们分别通过对 75 家军品业务占比相对较高，且财务数据具有可比性的军工上市公司、以及对不同企业属性（军工央企，其他国企以及民参军企业）、细分领域（航空、航天、船舶、材料、电子）分类进行统计，可以得到几个重要表现，包括：

① 2023 年军工企业收入放缓，归母净利润增速中位数出现负增长。对核心军工股进行统计，2023 年收入同比增速中位数由 2022 年的 18.88% 下降至 2.97%、净利润增速中位数由 10.91% 下降至 -6.54%；

② 核心军工股营业收入增速中位数自 2012 年以来首次低于 10%、归母净利润增速平均值近 19 年以来首次出现负增长、中位数近 8 年以来首次出现负增长，均表现出行业客观上军品价格、增值税、订单等方面的现实问题下 “小周期”表现更为明显；

③ 军工央国企在归母净利润增长稳定性上优于民参军企业。军工央企 2023 年收入增速 (+0.04%) 虽低于民参军企业 (+2.73%)，但归母净利润增速 (-0.74%) 较民参军企业 (-27.06%) 相比更为稳定。同时，其他国企军工上市公司（定义为非军工央企下属的国资军工上市公司）的营业收入增速中位数 (+6.15%)、归母净利润增速中位数 (3.22%) 均保持了逆势上涨的趋势。

表2 军工上市公司 2023 年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年同 比增速	2022年同 比增速	2023年同 比增速	2022年同 比增速	2023年	2022年	2023年	2022年
核心军工股		2.97%	18.88%	-6.54%	10.19%	36.75%	42.96%	13.60%	18.32%
按企业性质 分类	军工央企	0.04%	8.63%	-0.74%	9.72%	21.64%	23.69%	6.16%	5.88%
	其他国企	6.15%	16.20%	3.22%	28.68%	32.14%	31.53%	11.00%	11.95%
	民参军	2.73%	11.79%	-27.06%	-1.98%	36.32%	42.39%	7.10%	13.62%

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的核心军工上市公司年报的资产负债表统计，得到几个重要表现：

- ① 预收款项与合同负债出现负增长（-10.45%），显示短期需求不足。
- ② 存货增速（+6.03%）和应收账款及票据增速（+14.23%）明显高于收入增速（+2.97%），行业两金压力增大

表3 军工上市公司 2023 年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年同 比增速	2022年同 比增速	2023年同 比增速	2022年同 比增速	2023年同 比增速	2022年同 比增速	
全部军工股	2.56%	-4.76%	4.25%	16.23%	8.21%	23.46%	
核心军工股	-10.45%	-13.25%	6.03%	23.50%	14.23%	29.75%	
非核心军工股	8.92%	0.27%	3.23%	12.01%	5.87%	19.91%	
按企业性质分类	军工央企	-16.38%	-22.29%	-0.57%	4.91%	9.95%	18.81%
	其他国企	-15.39%	18.13%	4.13%	8.50%	10.89%	27.99%
	民参军	18.52%	1.54%	5.90%	23.38%	6.99%	22.80%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，我们针对各细分领域军工上市公司进行了财务数据分析，得到几个重要表现：

- ① **行业分化进一步加剧。**与 2022 年军工行业各领域的“普涨”不同的是，2023 年军工行业各领域的营收、盈利能力出现进一步分化。我们认为，这是行业发展成熟的必然表现；
- ② **受益景气大周期影响，船舶领域逆势增长。**在 2023 年军工行业迎来“小周期”时，船舶行业受益民船景气大周期影响，营业收入、盈利水平持续好转，成为唯一营收、归母净利润增速逆势增长的军工子领域；
- ③ **在军工行业“小周期”下行中主机厂盈利能力保持稳定**，船舶领域下游企业的毛利率（10.57%，+2.78pcts）、净利率（2.35%，+0.88pcts），航空领域下游毛利率（10.95%，+0.65pcts）均出现逆势上升。这是可喜的现象，利润率的弹性是主机厂业绩弹性的重要保障。

表4 各细分领域军工上市公司 2023 年报资产负债表数据统计分析

具体分类		收入		归母净利润		毛利率		净利率	
		2023 年同比增速	2022 年同比增速	2023 年同比增速	2022 年同比增速	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年
航天	商业航天	7.73%	16.98%	-14.60%	23.40%	42.13%	48.45%	13.11%	13.45%
	航天防务	-12.28%	1.00%	-2.60%	-2.68%	37.99%	37.33%	13.54%	13.51%
航空	上游	9.72%	22.83%	-2.29%	31.99%	34.33%	39.86%	13.66%	18.95%
	中游	8.32%	15.32%	4.31%	25.17%	28.60%	29.65%	10.56%	11.04%
	下游	7.01%	12.01%	12.17%	6.75%	10.95%	10.30%	3.47%	3.64%
船舶	中游	-8.31%	10.53%	-16.00%	-10.18%	25.99%	28.63%	4.46%	8.18%
	下游	25.81%	9.63%	132.18%	-47.60%	10.57%	7.79%	2.35%	1.46%
军工材料		12.88%	26.74%	3.22%	30.04%	31.08%	32.61%	12.10%	18.10%
军工电子		-4.49%	16.10%	-32.72%	4.37%	41.51%	45.51%	11.37%	18.22%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

表5 各细分领域军工上市公司 2023 年报利润表数据统计分析

具体分类		预收款项+合同负债		存货		应收账款及票据	
		2023 年同比增速	2022 年同比增速	2023 年同比增速	2022 年同比增速	2023 年同比增速	2022 年同比增速
航天	商业航天	-14.85%	23.28%	-2.83%	75.34%	5.40%	50.39%
	航天防务	-14.43%	-8.73%	14.20%	11.26%	-3.60%	17.44%
航空	上游	17.78%	11.65%	5.32%	27.43%	24.73%	33.72%
	中游	-25.49%	-32.07%	7.64%	9.18%	34.70%	12.17%
	下游	-17.75%	-19.38%	2.07%	15.09%	18.04%	12.46%
船舶	中游	91.68%	5.53%	14.35%	10.89%	-1.94%	16.36%
	下游	29.12%	28.14%	12.86%	-1.59%	4.18%	-0.52%
军工材料		15.50%	15.61%	15.75%	25.47%	23.30%	39.82%
军工电子		-9.95%	-10.53%	2.75%	18.75%	4.36%	31.11%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

同时，2024 年一季度已披露完毕，在 224 家军工板块上市公司中，103 家公司 2024 年一季度归母净利润同比实现增长，121 家公司 2024 年一季度归母净利润同比下降。对于 75 家核心军工企业与不同企业属性（军工央企，其他国企以及民参企业）的一季报数据分析来看，2024 年一季度军工上市公司的财务数据基本维持了 2023 年的表现，具体来看：

① 2024 年一季度军工企业 **收入放缓，归母净利润出现负增长**。对核心军工股进行统计，2024 年 Q1 收入同比增速中位数由 2023 年 Q1 的 11.46% 下降至 2.76%、净利润增速中位数由 6.38% 下降至 -2.34%；

② 行业收入放缓、归母净利润负增长、利润率进一步下降，以上现象均显示 2024 年 Q1 军工行业在军品价格、增值税、订单等方面的现实问题影响下 尚未走出行业“小周期”。

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 2024 年 Q1 收入增速中位数 (-5.31%) 虽低于民参军企业 (+29.02%) 且出现负增长，但归母净利润增速 (+3.50%) 较民参军企业 (-6.54%) 相比更为稳定。

表6 军工上市公司 2024 年一季度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	
		2024Q1 同比增速	2023Q1 同比增速	2024Q1 同比增速	2023Q1 同比增速	24Q1 毛利率	23Q1 毛利率	24Q1 净利率	23Q1 净利率
核心军工股		2.76%	11.46%	-2.34%	6.38%	38.51%	41.67%	10.12%	13.95%
按企业性质分类	军工央企	-5.31%	1.16%	3.50%	4.78%	21.67%	24.98%	1.61%	3.26%
	其他国企	3.36%	10.37%	-11.41%	20.84%	27.62%	33.32%	5.00%	7.06%
	民参军	29.02%	20.77%	-6.54%	2.34%	43.63%	52.32%	6.58%	14.61%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

通过分析具有数据可比性的核心军工上市公司一季度报的资产负债表统计，相关数据显示 24Q1 同样也维持了 2023 年年报的表现，即：

① 预收款项与合同负债出现负增长 (-4.66%)，显示短期需求不足。

② 存货增速 (+3.26%) 和应收账款及票据增速 (+9.44%) 高于收入增速 (+2.76%)，行业两金压力增大

表7 军工上市公司 2024 年一季度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	
		24 一季报增速	23 一季报增速	24Q1 同比增速	23Q1 同比增速	24Q1 同比增速	23Q1 同比增速
核心军工股		-4.66%	82.08%	3.26%	19.20%	9.44%	18.30%
按企业性质分类	军工央企	-9.09%	83.52%	0.66%	6.86%	12.04%	9.75%
	其他国企	-12.64%	102.28%	1.55%	9.40%	3.25%	22.83%
	民参军	-5.73%	95.55%	29.56%	25.23%	10.17%	37.06%

资料来源：Wind，中航证券研究所分析整理

三、2024 年 4 月军工行情驱动因素拆解：年报季、杀估值

为深入对军工行业的估值进行分析和判断，我们选取国防军工（申万）指数涨跌幅作为军工行业整体涨跌幅指标，并将军工行业的涨跌幅拆分为业绩贡献（EPS 涨跌

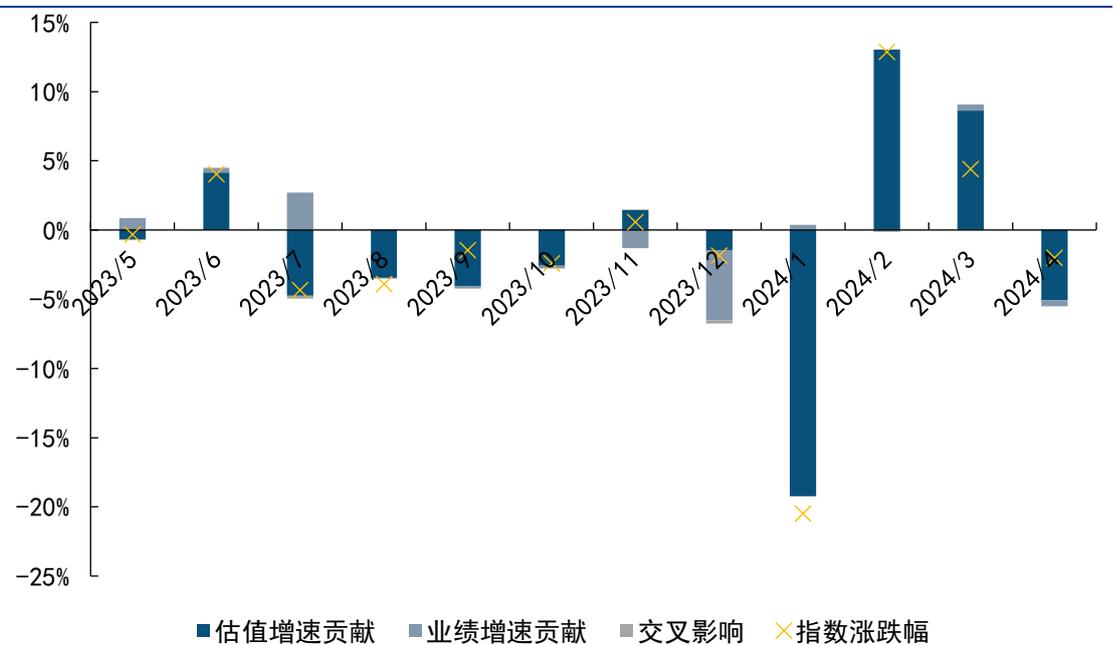
幅)、估值贡献 (PE 涨跌幅) 以及二者的交叉影响。

按照月度拆分来看, 2024 年 4 月, 军工板块下跌 2.00%, 在 24 年 2 月、3 月连续迎来拉估值后, 伴随 2023 年年报业绩披露完成, 4 月军工行业估值增速贡献 (-5.06%)、业绩增速贡献 (3.23%), 行业出现杀估值情况。此前军工行业受“弱现实, 更弱预期”的影响, 自 2023 年 7 月以来经历了**漫长的杀估值过程**, 即 23 年 7 月至 24 年 1 月的 7 个月份中, 军工行业经历了 6 个月的杀估值或戴维斯双杀。

在军工行业超跌后, 伴随低空经济的国家需求、政策法规、供应链产业链、技术积淀共振, 新主题、大主题的投资机会显现, 军工行业成为了主要受益者之一, 行业出现了一定回调, 在 24 年 2 月、3 月间表现出了拉估值的情绪。但在反弹期间主机厂、白马股等等权重个股相对落后不少, 说明市场对于军工行业需求变化尚需逐步确认。但是从军工央企上市公司披露的关联采购以及关联销售数据、各上市公司的积极增持回购以及披露的重要合同来看, 2024 年, 军工企业对其相关领域下游需求信心仍然充足。

我们认为伴随 4 月年报季结束, 基本面“利空”逐步落地, 随之而来的业绩改善将进一步提振市场信心。总体来看对于军工这类以装备批次而非自然年或财年计算周期的行业而言, 把握五年规划的上行趋势, 而不是单一年份的业绩变化更有利于把握军工行业基本面。军工行业的中长期确定性无忧, 我们判断, 站在当下时点, 从增长的长期性、确定性和可持续性来说, 毋庸置疑, 军工行业依旧具备着难以比拟的优势。

图25 4月军工行情的下跌由杀估值驱动 (按月度周期)



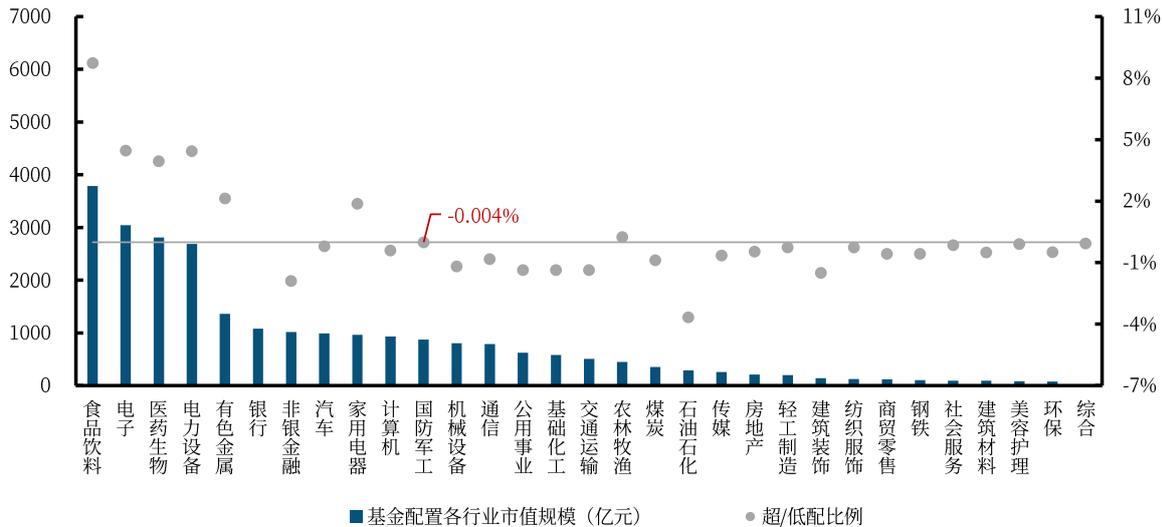
资源来源: Wind, 中航证券研究所

四、2024Q1 军工行业持仓分析

(一) 机构持仓分析：2024Q1 公募基金持仓规模大幅下降，在全行业排名也有所下滑

截至 2024Q1，公募基金军工持仓规模（重仓股，下同）为 874.87 亿元（环比下降 22.18%），位列 11/31，较 2023Q4 下降五位；军工持仓比例为 3.46%（环比下降 0.95pcts），配置比例基本与行业标配持平。

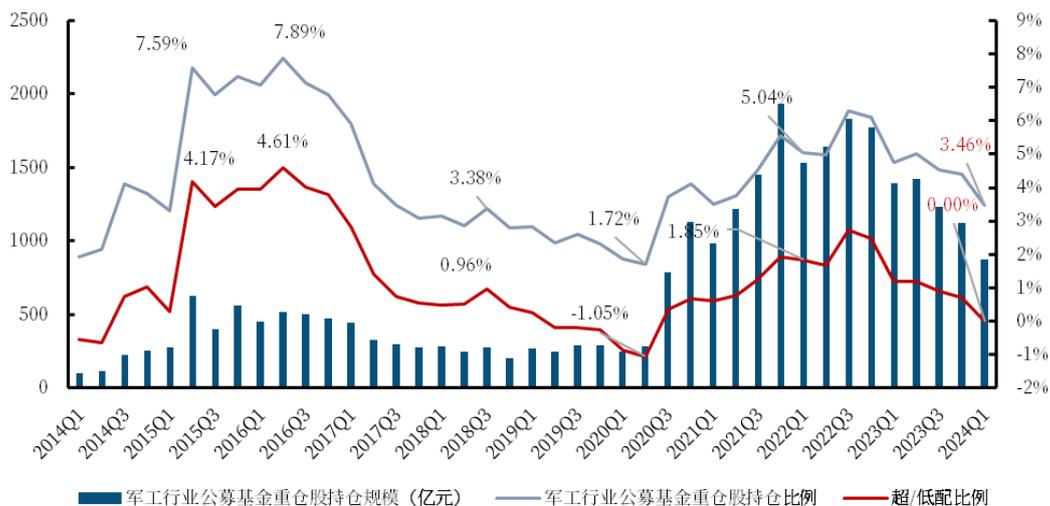
图26 公募基金军工持仓规模位列全行业 11/31



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1），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 2.68%（环比下降 0.81pcts），被动型基金持仓比例为 0.78%（环比下降 0.14pcts）。

图27 公募基金军工持仓规模环比下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1），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

图28 2024Q1 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 2024Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

排除军工主题基金，主动型公募基金重仓持军工股规模为 512.12 亿元（环比下降 24.39%），持仓比例为 2.03%（环比下降 0.63pcts）。

图29 2024Q1 排除军工主题基金，主动型公募基金持仓比例环比下降



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1），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、鹏华基金、国泰基金、南方基金、广发基金、中欧基金、招商基金、华安基金、大成基金、景顺长城、嘉实基金、博时基金、国投瑞银、银华基金、前海开源、长城基金、兴证全球。

表8 基金公司排名

公司名称	2024Q1 军工持股总市值 (亿元)	2024Q1 军工持股排名	2023Q4 军工持股总市值 (亿元)	2023Q4 军工持股排名	排名变化	2024Q1 持股总市值 (亿元)	2024Q1 军工股持仓总市值/持股总市值	2024Q1 基金资产净值 (亿元)	2024Q1 军工股持仓总市值/资产净值
易方达	82.13	1	113.32	1	/	2755.55	2.98%	7355.74	1.12%
华夏基金	80.03	2	96.11	3	+1	2263.60	3.54%	5854.59	1.37%
富国基金	74.33	3	94.73	2	-1	1082.74	6.87%	2637.53	2.82%
交银施罗德	46.87	4	58.61	4	/	577.03	8.12%	1234.03	3.80%
鹏华基金	45.77	5	58.51	6	+1	591.80	7.73%	1277.86	3.58%
国泰基金	42.62	6	53.14	7	+1	775.30	5.50%	1444.91	2.95%
南方基金	41.34	7	52.94	5	-2	738.32	5.60%	2997.66	1.38%
广发基金	38.60	8	42.48	8	/	1325.77	2.91%	3020.26	1.28%
中欧基金	34.37	9	36.46	10	+1	885.78	3.88%	1424.68	2.41%
招商基金	27.12	10	29.93	11	+1	948.63	2.86%	1774.35	1.53%
华安基金	25.53	11	29.93	9	-2	530.25	4.81%	1328.41	1.92%
大成基金	25.30	12	29.05	16	+4	388.67	6.51%	737.77	3.43%
景顺长城	22.74	13	28.87	14	+1	923.38	2.46%	1892.56	1.20%
嘉实基金	21.48	14	28.64	12	-2	977.74	2.20%	2970.29	0.72%
博时基金	20.41	15	26.78	15	/	431.20	4.73%	1116.70	1.83%
国投瑞银	20.09	16	25.81	17	+1	181.21	11.09%	380.39	5.28%
银华基金	17.28	17	22.52	19	+2	436.27	3.96%	991.66	1.74%
前海开源	16.54	18	21.56	20	+2	243.80	6.78%	493.30	3.35%
长城基金	13.61	19	19.79	21	+2	112.79	12.07%	224.70	6.06%
兴证全球	13.35	20	19.15	13	-7	502.70	2.66%	1390.81	0.96%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1），注：数据统计范围为基金重仓股

截至 2024Q1, 军工行业被动类型基金合计规模为 293.62 亿元(环比下降 16.33%)。

表9 2024Q1 军工行业被动型基金规模

基金代码	基金名称	基金公司	总规模 (亿元)	净值 (元)
512660.SH	国泰中证军工 ETF	国泰基金	73.38	0.901
512710.SH	富国军工龙头 ETF	富国基金	43.62	0.532
512680.SH	广发中证军工 ETF	广发基金	31.82	0.924
512670.SH	鹏华中证国防 ETF	鹏华基金	20.47	0.601
512560.SH	易方达中证军工 ETF	易方达基金	5.47	0.544
512810.SH	华宝中证军工 ETF	华宝基金	4.91	1.031
159638.SZ	嘉实高端装备 ETF	嘉实基金	8.18	0.682
161024	富国中证军工指数	富国基金	44.37	0.896
164402	前海开源中航军工	前海开源基金	13.38	0.791
501019	国泰国证航天军工指数 (LOF)	国泰基金	8.02	1.032
160643	鹏华空天军工指数 (LOF)	鹏华基金	25.35	0.957
502003	易方达中证军工指数 (LOF)	易方达基金	7.69	1.085
163115	申万菱信中证军工指数	申万菱信基金	6.96	0.888
合计			293.62	

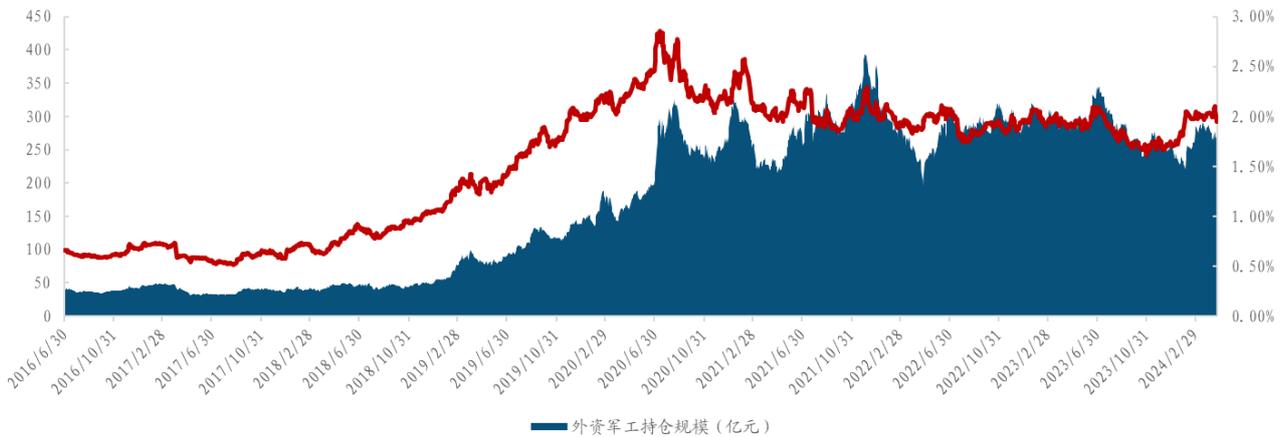
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1；LOF 基金代码使用基金主代码，净值为主基金单位净值），注：2021 年 3 月 19 日军工龙头 ETF 基金份额按 1: 2 的拆分比例进行拆分

(二) 外资持仓分析：外资军工持仓规模提升，持仓占比

1. 95%

截至 2024 年 4 月 23 日，军工行业外资持仓规模为 263.10 亿元（相比 2023Q4 增加 0.12%），持仓占比 1.95%（相比 2023Q4 增加 0.21pcts）。

图30 近年来军工行业外资（陆股通+QFII）持仓规模



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024/4/23）注：数据统计范围为基金重仓股

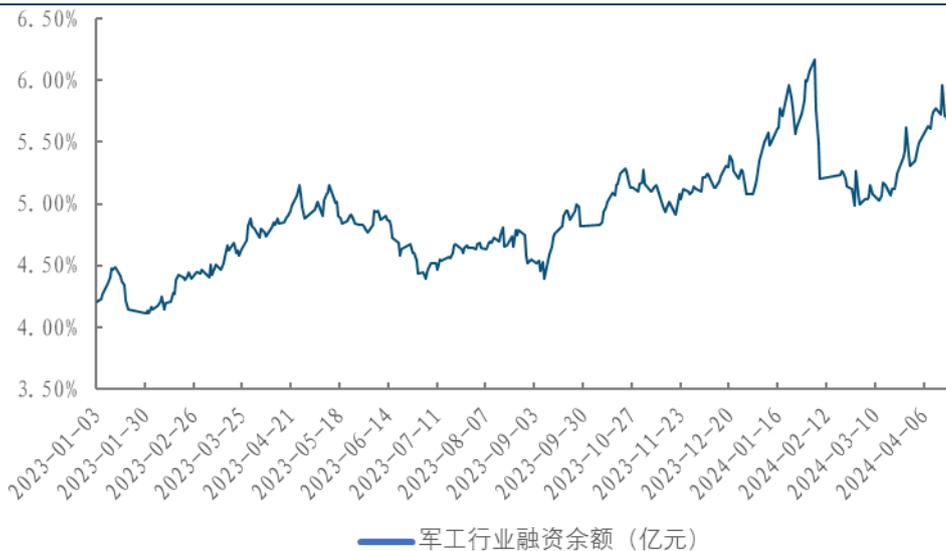
2024Q1 公募基金和外资持仓前十名中，共同持有振华科技、中国船舶、中航沈飞。

表10 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
中国船舶	中国船舶	航发动力	中国船舶
中航光电	中航光电	中国船舶	航发动力
中航沈飞	中航沈飞	中航沈飞	西部超导
航发动力	振华科技	中航光电	中航沈飞
振华科技	中航高科	中航西飞	中国重工
中航西飞	昊华科技	振华科技	振华科技
中航高科	睿创微纳	中航机载	光启技术
睿创微纳	铂力特	中国重工	航锦科技
西部超导	兴森科技	光启技术	兴森科技
中国重工	中航西飞	海格通信	七一二

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1）

截至 2024 年 4 月 23 日，军工行业融资余额为 764.58 亿元（相比 2023Q4 下降 0.27%）。融资余额占流通市值比例为 5.68%（相比 2023Q4 上升 0.59pcts）。

图31 今年以来军工行业融资余额占流通市值比例


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（数据截至 2024Q1）

五、多数据反映 2024 年军工行业下游需求有望复苏

（一）军工央企上市公司关联交易

军工央企下属上市公司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。根据我们统计的多个军工央企下属上市公司的关联采购以及关联销售数据来看，**2024 年，多家军工企业对其相关领域下游需求信心仍足。**

表11 部分军工央企下属上市公司 2024 年预计关联交易情况

公司简称	关联方	项目	2024 年预计金额(亿元)	2023 年预告金额(亿元)	2023 年实际金额(亿元)	2023 年实际发生额与预计金额差异 (%)	2024 年预告与 2023 年预告同比增速 (%)	2024 年预告与 2023 年实际同比增速 (%)
天奥电子	中国电科集团下属单位	采购原料等	1.30	1.20	0.96	-20.39%	8.33%	36.07%
		销售商品等	6.00	5.80	4.05	-30.17%	3.45%	48.14%
中直股份	航空工业及其所属单位	采购原料等	300.00	334.52	103.33	-69.11%	-10.32%	190.34%
		销售商品等	30.00	361.22	222.92	-38.29%	-91.69%	-86.54%
电科网安	中国电科集团下属单位	采购原料等	4.93	4.80	2.48	-48.25%	2.60%	98.26%
		销售商品等	7.15	8.30	8.52	2.67%	-13.86%	-16.09%
光电股份	兵器工业集团下属单位	采购原料等	5.00	7.00	5.26	-24.86%	-28.57%	-4.94%
		销售商品等	10.00	12.00	10.26	-14.50%	-16.67%	-2.53%
内蒙一机		采购原料等	60.02	84.11	35.93	-57.28%	-28.64%	67.05%



	兵器工业集团下属单位	销售商品等	49.57	84.40	31.39	-62.81%	-41.27%	57.91%
中光学	兵器装备集团下属单位	采购原料等	0.69	1.18	0.92	-22.17%	-41.57%	-24.92%
		销售商品等	2.69	7.16	1.71	-76.09%	-62.36%	57.40%
国睿科技	中国电科集团下属单位	采购原料等	12.01	11.40	4.94	-56.70%	5.34%	143.26%
		销售商品等	22.52	24.35	19.37	-20.45%	-7.53%	16.23%
航天软件	航天科技及其所属单位	采购原料等	0.20	0.19	0.16	-16.10%	4.21%	24.21%
		销售商品等	5.80	5.42	5.52	1.84%	6.94%	5.00%
莱斯信息	中国电科集团下属单位	采购原料等	2.20	1.20	0.68	-43.40%	83.33%	223.92%
		销售商品等	2.80	2.05	1.27	-37.83%	36.59%	119.69%
振华科技	中国电子集团下属单位	采购原料等	0.84	0.72	0.82	14.49%	17.19%	2.36%
		销售商品等	0.36	0.39	0.41	4.92%	-9.11%	-13.37%
成都华微	中国电子集团下属单位	采购原料等	0.10	0.09	0.03	-62.13%	11.76%	195.12%
		销售商品等	0.36	0.35	0.28	-20.48%	2.86%	29.35%
航天智装	航天科技集团下属单位	采购原料等	1.90	3.03	1.19	-60.63%	-37.44%	58.90%
		销售商品等	8.92	7.88	6.69	-15.14%	13.13%	33.30%
振华风光	中国电子集团下属单位	采购原料等	0.36	0.66	0.44	-33.23%	-44.80%	-17.32%
		销售商品等	0.48	0.54	0.34	-37.22%	-11.69%	40.65%
四创电子	中国电科集团下属单位	采购原料等	1.32	1.81	0.97	-46.32%	-26.91%	36.17%
		销售商品等	7.91	12.12	3.64	-69.98%	-34.75%	117.34%
中国卫通	航天科技及其所属单位	采购原料等	28.20	20.29	13.31	-34.40%	38.98%	111.86%
		销售商品等	3.10	2.30	1.19	-48.30%	34.78%	160.69%
中航沈飞	航空工业及其所属单位	采购原料等	246.23	238.04	219.27	-7.89%	3.44%	12.30%
		销售商品等	18.64	67.99	56.85	-16.38%	-72.58%	-67.21%
中航重机	航空工业及其所属单位	采购货物等	22.00	22.00	12.09	-45.03%	0.00%	81.92%
		销售产品等	45.00	45.00	32.41	-27.99%	0.00%	38.86%
中航高科	航空工业及其所属单位	关联采购	2.20	3.00	1.43	-52.20%	-26.67%	53.41%
		关联销售	45.00	45.00	32.31	-28.21%	0.00%	39.29%
中无人机	航空工业及其所属单位	关联采购等	14.00	12.00	8.62	-28.13%	16.67%	62.34%
		关联销售等	10.00	24.00	18.47	-23.03%	-58.33%	-45.87%
航天彩虹		关联采购	5.00	—	2.41	—	—	107.47%

	航天科技及其所属单位	关联销售	31.00	—	16.82	—	—	84.30%
航天电器	航天科工及其所属企业	采购原料	2.20	1.60	1.13	-29.38%	37.50%	94.69%
		销售商品	23.00	22.00	10.54	-52.09%	4.55%	118.22%
航天南湖	航天科工及其所属企业	关联采购	0.63	0.83	0.46	-44.58%	-24.10%	36.96%
		关联销售	4.26	4.42	2.12	-52.04%	-3.62%	100.94%

资料来源：Wind，公司公告，中航证券研究所整理

(二) 上市公司增持回购

2024 年以来，30 多家军工板块上市公司密集开展增持、回购等活动。资本市场中，军工行业与其他行业相比，具有保密要求高、可追踪指标相对较少、处于相对不透明状态的特点，导致行业的可研性相对较差，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。经统计发现，70%以上的公司在发布回购或增持计划后的 7 日内，股价均实现了一定程度的上涨。

表12 2024 年以来军工上市公司增持、回购行为一览

公告日期	公司代码	证券简称	提议回购或增持 7 日内涨幅 (%)	提议回购或增持以来涨跌幅 (%) (截至 4.27)
2024/4/19	688002.SH	睿创微纳	9.85	9.85
2024/4/19	000561.SZ	烽火电子	1.44	1.44
2024/3/20	688231.SH	隆达股份	-0.48	-6.46
2024/2/20	688010.SH	福光股份	15.41	2.90
2024/2/20	688237.SH	超卓航科	18.60	-1.62
2024/2/20	688239.SH	航宇科技	11.56	-6.63
2024/2/8	301306.SZ	西测测试	-3.81	25.02
2024/2/8	002829.SZ	星网宇达	9.99	35.34
2024/2/8	002669.SZ	康达新材	10.06	27.16
2024/2/7	688047.SH	龙芯中科	7.27	2.96
2024/2/7	002389.SZ	航天彩虹	8.44	10.61
2024/2/7	002560.SZ	通达股份	4.68	16.58
2024/2/7	300719.SZ	安达维尔	7.19	61.81
2024/2/7	600855.SH	航天长峰	8.64	16.07
2024/2/7	002683.SZ	广东宏大	14.35	31.62
2024/2/6	688333.SH	铂力特	21.35	-0.79
2024/2/6	002933.SZ	新兴装备	5.35	29.25
2024/2/6	300900.SZ	广联航空	13.58	49.30
2024/2/6	688523.SH	航天环宇	11.56	19.94

2024/2/6	688081.SH	兴图新科	1.45	23.26
2024/2/6	300395.SZ	菲利华	24.14	0.41
2024/2/5	300395.SZ	菲利华	20.06	18.52
2024/2/3	002179.SZ	中航光电	15.65	3.84
2024/2/3	600765.SH	中航重机	14.55	22.95
2024/2/3	688507.SH	索辰科技	6.06	-6.72
2024/2/3	688132.SH	邦彦技术	-4.79	1.78
2024/2/1	000547.SZ	航天发展	10.36	6.57
2024/2/1	688084.SH	晶品特装	-14.81	-23.86
2024/2/1	688433.SH	华曙高科	-4.17	3.20
2024/2/1	688543.SH	国科军工	1.55	26.54
2024/1/31	688281.SH	华秦科技	13.60	15.73
2024/1/31	688143.SH	长盈通	-29.33	8.83
2024/1/25	000818.SZ	航锦科技	-12.17	-0.81
2024/1/18	300627.SZ	华测导航	-0.57	-0.98
2024/1/25	688333.SH	铂力特	-7.27	-11.43
2024/1/3	300900.SZ	广联航空	-5.27	-1.26
中位数			7.85	7.70

资料来源：iFind，中航证券研究所分析整理

（三）重要合同公告

从多家公司公布的日常经营重要合同公告来看，2024年军工上市公司在手订单充足，业绩有望兑现在2024年底。

表13 2024年以来军工上市公司日常经营重要合同金额统计

公告日期	公司代码	证券简称	合同金额（亿元）
2024/4/24	688522.SH	纳睿雷达	2.85
2024/4/2	688523.SH	航天环宇	1.75
2024/4/1	300900.SZ	广联航空	1.05
2024/4/1	301357.SZ	北方长龙	1.11
2024/3/19	002414.SZ	高德红外	3.34
2024/3/18	002625.SZ	光启技术	6.60
2024/2/7	601989.SH	中国重工	18.00
2024/2/6	000818.SZ	航锦科技	14.74
2024/1/31	688281.SH	华秦科技	3.32
2024/1/29	300900.SZ	广联航空	0.85
2024/1/18	688281.SH	华秦科技	3.10
2024/1/4	688151.SH	华强科技	1.40
2024/1/3	688543.SH	国科军工	3.16
2024/1/2	300101.SZ	振芯科技	1.12

资料来源：iFind，中航证券研究所分析整理

六、本周市场数据

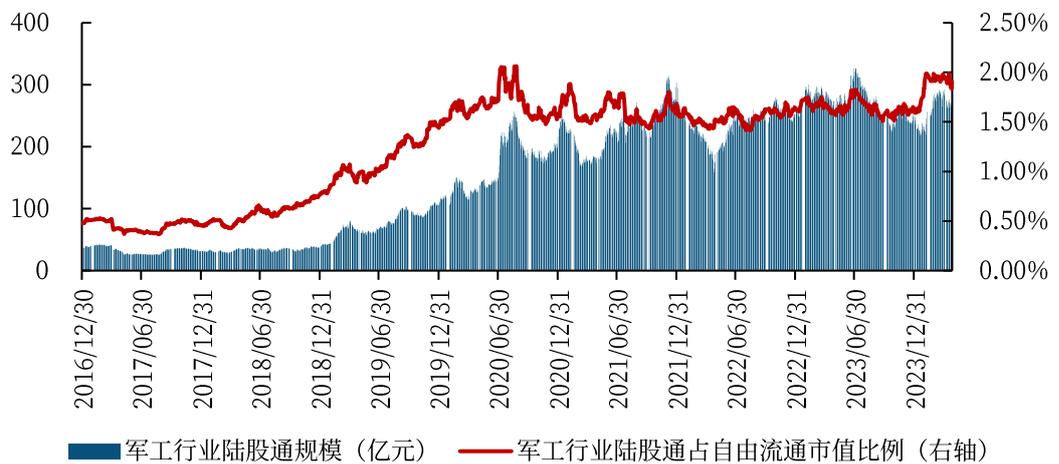
（一）估值分位

截至 2024 年 5 月 24 日，国防军工（申万）指数 PE 为 53.76 倍，处于 2014 年来的 10.70%分位。

（二）北上资金变化

本周，北向资金累计净流入 8.35 亿元。军工行业陆股通占自由流通市值比例为 1.97%，较 5 月 17 日环比增长 0.11 个百分点。

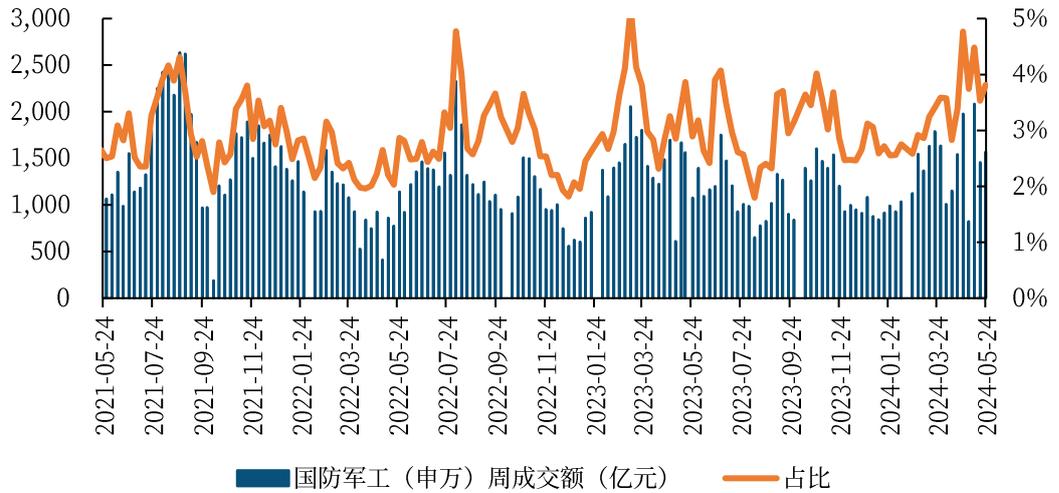
图32 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 5 月 24 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 1568.22 亿元（+7.71%），占中证全指成交额比例为 3.82%（+0.29pcts），主要军工 ETF 基金份额增长 1.63%（2024 年年初至今下降 8.22%）。

图33 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2024年5月24日）

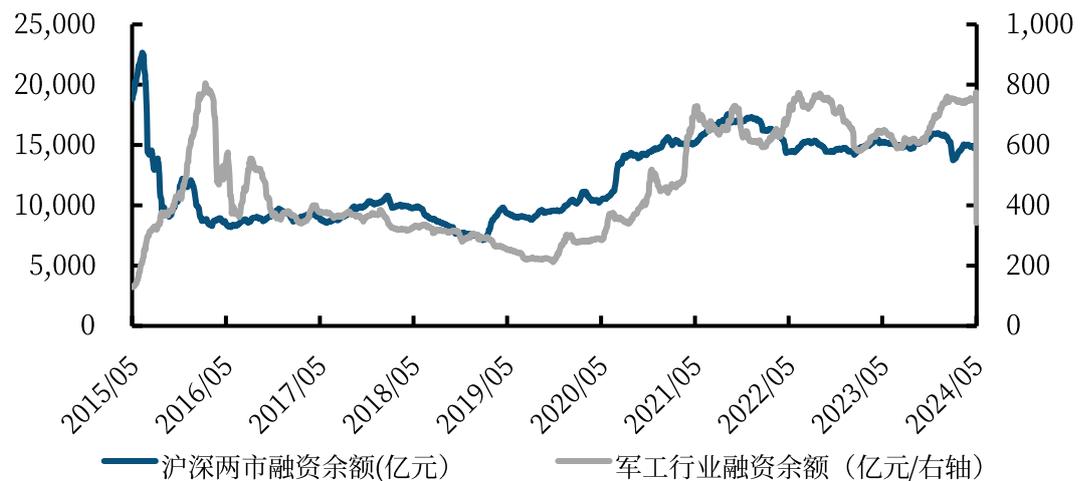
表14 近期主要军工ETF基金份额变化（单位：亿份）

序号	代码	名称	2023/12/31	2024/5/24	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	96.24	88.12	-8.44%	1.19%
2	512710.SH	富国中证军工龙头ETF	91.83	85.14	-7.29%	0.82%
3	512670.SH	鹏华中证国防ETF	40.38	34.69	-14.09%	4.05%
4	512680.SH	广发中证军工ETF	35.62	34.19	-4.02%	2.86%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分50ETF	14.33	11.56	-19.33%	0.26%
6	512560.SH	易方达中证军工ETF	11.43	10.96	-4.11%	1.58%
7	512810.SH	华宝中证军工ETF	3.90	4.94	26.68%	1.86%
合计			293.72	269.59	-8.22%	1.63%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

（四）融资余额变化

截至2024年5月23日，军工行业的融资余额合计770.70亿元，比上周环比上升2.07%，占两市融资余额比例为5.14%。

图34 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况


七、军工三大赛道投资全景图

根据我们对军工周期性的研究,我们判断,“十四五”军工行业收入增速有望呈现出前高中低后高的“V字型”,2024年后重新进入上行通道。

但不容忽视的是,“十四五”以来,军工行业各细分赛道的发展逻辑差异愈发明显,200余家公司基本面或将持续分化,在此之下,军工板块整体虽然有望再次迎来上涨,但受到各细分赛道的发展逻辑及节奏的差异,各细分板块的走势分化仍将持续。

我们将军工行业分为3大赛道、23个细分领域(各赛道详细分析见军工行业十问十答&2024年投资策略《飞雪迎春到》)进行分析讨论,并分别列举投资判断和观点,具体如下:

① **军工主赛道**: 主要包含航空、导弹及智能弹药、军用船舶、军工电子、军工材料、测试及维修等七大细分领域,这些领域一般具有市场规模相对较大,下游客户已军用领域为主,且发展相对更为成熟的特点,是军工行业当前的主要构成及发展驱动力。

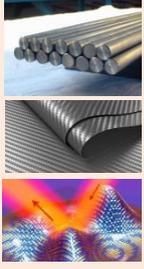
② **大军工赛道**: 主要包含以军贸、民机、低空经济、航天发射、卫星制造、卫星通信、卫星导航、卫星遥感、民船以及信创等十个“大军工”产业细分领域。所谓“大军工”,是指当前军工行业的范畴已大为拓展,特别是军技民用下广义概念下扩充的军工新赛道。这些领域或已具有一定规模或仍在快速发展阶段,是支撑军工行业持续高景气发展的第二曲线。

③ **新域新质赛道**: 主要包含以无人装备、卫星互联网、电子对抗、数据链路、军事仿真以及云技术等新战争形态下,以“智能化、体系化、信息化”为代表的军工细分领域,这些领域往往已经受到海外军事强国的重视或已经在战场上得到了实战验证,在国内往往处于早期萌芽发展阶段,但应用发展确定性相对较强。新域新质各细分领



域在“十四五”末，乃至“十五五”时期都有望具有较大发展弹性，将有望成为军工板块在未来中长期持续高景气发展的新驱动力。

图35 军工主赛道投资全景图

军工主赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
航空 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年航空产业整体规模稳中有升，研发投入方面同比保持高速增长，行业依旧处于较高景气度 民机方面，国产大飞机C919年内完成商业首航，打开广阔民机市场 军贸方面，俄乌冲突强化了全球各国的安全诉求，航空工业集团更是将军贸作为未来的主责主业之一，意味着军贸出口将迎来重大机遇。 	<ul style="list-style-type: none"> 航空装备后续需求确定，随着十四五“中期调整”临近尾声，需求将逐步落地，行业高景气度有望延续。 航空央企旗下仍拥有许多优质资产，未来在改革方面有望持续深化。 目前我国航空产业主要的规模增量主要来源于军机方面，长期来看，民机、军贸领域作为航空板块的增量“第二曲线”将打破仅依靠军机的内需市场空间，提升行业天花板。 	<ul style="list-style-type: none"> 在航空军、民机产业链和产业集群建设方面起引领作用的“链长”型龙头企业；在产业链布局存在拓展机会；重视研发体系建设和投入且预计在未来形成增量的企业；在型号方面有重要进展的主机厂等； 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；长期处于供应体系且形成体系化配套的核心供应商；能够形成核心竞争力并在主机供应商名录中占据一定地位的民营企业； 存在资产注入预期的产业上中下游的企业；国企改革带来的业绩增长和盈利能力改善机会。
导弹与智能弹药 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年导弹与智能弹药产业整体的阶段性波动依然存在，收入结构（研发与批产）或发生变化 行业内企业合同负债与预收账款同比增速有所提升，存货保持稳定增长，表现出2023Q3末导弹企业在手订单规模相对较高，正在积极备货以应对订单落地。 	<ul style="list-style-type: none"> 导弹与智能弹药产业有望成为“十四五”中期调整后的重点领域； 供给侧产能爬坡+需求侧修复补量+研发产品逐步落地批产，产业拐点已然临近，导弹与智能弹药产业大年已然不远。 	<ul style="list-style-type: none"> 在导弹与智能弹药产业确定的高景气中，业绩持续性强和高弹性的企业更有望获得更快的估值提升 关注在低成本化、数量和总产值规模上具有优势的细分赛道 聚焦批产型号配套与研发型号配套均衡的企业 聚焦位于高价值中上游子系统领域中的企业
船舶 	<ul style="list-style-type: none"> 军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。 军船是保持船舶行业稳定的绝对基础，但近年来伴随民船景气大周期，短期内船舶行业主要驱动点是民船。 	<ul style="list-style-type: none"> “十四五”的未来两年，将是中国海军继续“走向深蓝”的两年，由近海防御向远海防卫型的转变将持续进行； 涉及海底观测的多项政策规划出台，表明我国对海底新领域的探索正在提速，已有多家企业在公告中强调了相关业务情况。行业内水面到水下的发展已经进入了关键时期。 	<ul style="list-style-type: none"> 军船领域当前产业成熟度已经相对较高，行业相对稳定。在存量变化相对有限的背景下后续建议关注行业的增量变化。 关注航空母舰持续下水的属舰机会 关注海船领域由水面至水下的发展趋势
军工电子 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年军工电子新增订单放缓、库存正逐步出清，给长期以来军工电子的高景气、高预期造成影响； 整体板块已处于较低估的状态，资产价格也普遍处于底部区间； 当前是新一代武器装备批产以及未来一代的研发时段，持续的研发投入有助于保障企业未来产品的先进性和业绩的持续增长。 	<ul style="list-style-type: none"> “三化”+国产替代+军技民用驱动下，行业需求确定； 伴随行业基数的快速提升，军工电子正在进行从“量”到“质”，从“单”到“多”领域的结构转变； 军工电子产品进入新一轮研发周期，新一代产品未来的落地，将持续提供行业增长动能； 	<ul style="list-style-type: none"> 军工智能化、信息化迎来加速； 人工智能技术引领下一阶段军事变革； 软件作用日益突出，软件自主可控有望快速发展； 新域新质作战力量给军工电子带来新增量。
军工材料 	<ul style="list-style-type: none"> 行业订单及需求节奏调整对军工材料板块造成一定冲击，同时上游材料高增速后开始边际放缓； 军工材料降价是客观事实，但随着需求的恢复，规模效应的提升，毛利率的下降趋势是更趋于缓降，而随着高性能材料的结构调整，也有助于提升公司的毛利率水平； 3D打印材料、隐身材料等高性能新材料技术快速成熟，下游应用场景需求也将快速提升； 	<ul style="list-style-type: none"> 需求确定性高，新材料应用深度、广度不断扩大，需求回暖弹性高； 企业产能瓶颈依然存在，在需求回暖后，相关扩产产能有望第一时间匹配需求； 当前市场的调整不仅是需求调整，同样是新技术的调整与积累，有助于企业未来的产品结构调整，保障企业持续盈利； 行业有望迎来合理有序降价，企业的成本压力将逐渐缓解； 	<ul style="list-style-type: none"> 基础材料的供应能力已基本具备，材料多功能性是未来发展趋势； 增材制造、特种加工等材料制造新工艺迎来快速发展； 高端材料的新增“民用”市场开始带来第二曲线动力；
测试 	<ul style="list-style-type: none"> 行业需求下降及未来需求不确定的双重影响下，出现第三方检测机构通过降价方式抢夺订单的情况； 上市公司通过新设子公司，增资、收并购具有业务协同效果的企业，打造一站式检测服务平台。 	<ul style="list-style-type: none"> 未来检测行业或将呈现第三方检测机构为主、国有体制内检测机构为辅的行业格局； 紧跟武器装备发展方向，通过增资、收并购的方式快速切入相关赛道； 整合行业资源，延伸检验检测的深度和广度，提供全流程检测服务。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注检测服务范围多样、业务布局广、拥有前沿检测技术能力、成功切入新兴检测领域的检验检测机构
维修 	<ul style="list-style-type: none"> 武器装备列装带动维修需求增长； 国产大飞机的生产及谱系化发展提供新增维修市场空间。 	<ul style="list-style-type: none"> 装备存量规模化，练兵备战常态化，牵引武器装备维修保障需求的增长； 未来航空维修将逐渐从军方大修厂向主机厂、民营企业转移，市场化能力提升； 装备维修贯穿了装备的全生命周期。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注参与或布局维修领域的链长企业； 关注拥有新兴维修再制造技术且实现产业化应用的企业。

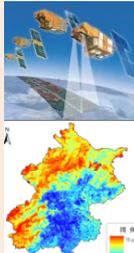
资料来源：中航证券研究所

图36 大军工赛道投资全景图（一）

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
军贸 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年全球军贸数据已超过前次2017年的峰值，2022年军贸数据增速接近20%。 俄乌冲突的主要参与国均受到影响，乌克兰军贸进口大增6679%一跃成为全球第三的军贸进口国、美国军贸出口增速32%，俄罗斯自2018年以来持续下降。 	<ul style="list-style-type: none"> 全球军贸指标有望在“十四五”中后期持续快速上行。军费的持续投入对军贸行业形成支撑作用，以俄乌、巴以冲突为代表的全球地缘政治事件为军贸行业提供了市场需求，国际形势的变化改变了以往军贸行业的竞争格局，我国作为军贸行业的“后起之秀”有望受益于竞争格局之变下的需求再分配。 	<ul style="list-style-type: none"> 我国军贸产品竞争优势不断提升，关注军贸发展对军工企业营收规模、盈利空间的“双提升”。 上一轮产能扩张逐步达产，我国军贸出口产能不足有望加速改善 建议关注因地区冲突、国际局势变化带来的国际军贸格局变化对我国军贸行业的历史性机遇
民机 	<ul style="list-style-type: none"> 国产大飞机在基本型的基础上衍生出多款新机型，谱系愈发完善。国产大飞机2023年收获多笔大订单，在手订单充裕。 通用航空相关的法规和条例陆续出台，通航管理制度和体系逐渐成熟。 政策牵引持续发力，推动绿色航空加速发展。 	<ul style="list-style-type: none"> 国产大飞机生产节奏有望加速，关键零部件国产替代将持续推进。 通航发展或将换挡提速，无人化、电动化、智能化是未来趋势，新能源航空器有望助力我国再次实现“换道超车”。 伴随着通航的关注度与日俱增，资本融资的次数和总量或将增多。 	<ul style="list-style-type: none"> 关注民机产业链上占据了高价值量环节的企业和承担了国产替代任务的配套企业 关注参与或布局了通航产业无人化、电动化、智能化的配套或总装企业
低空经济 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年是低空经济发展的极为重要一年，也是其受市场高度关注、资本追逐的一年 通用航空仍是低空经济的主体产业，无人机及eVTOL成为资本重点关注方向 	<ul style="list-style-type: none"> "政策支持+产业指引"让我国低空经济产业正迎来高速发展的黄金机遇期，并且在未来两年内还将会有更多针对产业发展的政策接踵而来 受益于政策、技术、资本的多因素催化，低空经济赛道作为战略新兴产业的重要代表，已初步具备放量基础 	<ul style="list-style-type: none"> 关注低空经济里的民用无人机产业方向，我国民用无人机产业迅猛发展，对经济社会的促进作用日益加大，无人机产业作为低空经济的主导产业，在首个系统性的无人机相关条例的发布指引下，将为低空经济行业注入强劲动力 关注以eVTOL为代表的新型航空器正加快推动低空产业转型升级，这将成为我国继新能源汽车之后另一个“换道超车”领域
民船 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年前三季度，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的48.7%、68.5%与54.7%，大幅领先韩日两国。 IMO针对温室气体减排初步战略的短期能效措施全面进入落地阶段，绿色船舶已迎来实质变化 我国造船行业高附加值船型持续接单交付 	<ul style="list-style-type: none"> 考虑到2021年新造船市场的接单量增长较快，我们认为在各船厂的订单有序排期下，此前的高船价订单在2024年间将逐渐完工交付。 后续，我国造船业无疑将继续持续推进对高技术、高附加值船型的研发、生产从而助力行业完成盈利能力的全面提升。 	<ul style="list-style-type: none"> 高船价订单的逐步交付无疑将成为支撑2024年民船行业利润增长的主要支柱 无法满足排放新规的船只有望迎来一波大规模更替潮，这将成为中长期支撑新造船市场可持续发展的重要基础
信创 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年，中国信创行业在芯片及关键硬件领域取得了显著突破，体现了我国在高性能计算和硬件设计能力方面快速提升； 信创应用正从党政向全领域转化，信创产业加速落地； 	<ul style="list-style-type: none"> 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，尤其在国家政策的不断推动下，以及2023年信创软硬件产品的不断推陈出新，信创相关国产化率有望持续提升。

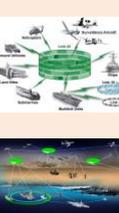
资料来源：中航证券研究所

图37 大军工赛道投资全景图（二）

大军工赛道	现状及边际变化	发展趋势研判	投资逻辑和关注点
 <p>航天发射</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年我国航天发射次数达到67次，再创历史新高。其中，民营火箭企业累计发射12枚运载火箭，超越历年总和，开创多项纪录 我国民营火箭企业集体转攻“液体+可复用”火箭，“液体+可复用”火箭或将成为下一阶段我国航天发射的市场焦点 	<ul style="list-style-type: none"> 随着民营火箭企业关键技术的进步和发射经验的累积，民营火箭企业有望在中长期实现市占率的逐步提升 2024-2026年我国航天发射年均市场空间有望突破260亿元 我国首枚可实现复用的液体火箭有望出现在2024-2025年 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注已实现规模化发射或在研阶段具备先发优势的火箭总装企业 建议关注参与火箭核心环节配套或在火箭制造领域拥有新兴技术应用的企业 建议关注火箭发射测控领域中具有技术或渠道优势、或具有相对完善的地面基础设施的企业
 <p>卫星制造</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2023年我国卫星发射数量维持快速增长态势，卫星发射总数再创历史新高 2023前三季度产业内企业业绩波动更多是短期阶段性波动，从卫星发射数据中，卫星制造全年增长确定性依旧较强 	<ul style="list-style-type: none"> 卫星制造产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段，2024-2026年潜在市场空间超过2400亿元 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 	<ul style="list-style-type: none"> 关注通信及遥感小卫星制造产业链上具有批产能力的配套企业或总装企业 关注通信及遥感小卫星在高价值量环节具有低成本及产业化能力的企业，或具有较高技术水平（毛利率较高）、正处于产业化过程中的企业 关注小卫星星座组网趋势下，在星间链路、新型电推进、卫星网络安全防护等新兴领域布局的企业
 <p>卫星通信</p>	<ul style="list-style-type: none"> 卫星通信产业的应用端市场空间仍未迎来明显变化； 首张高轨卫星互联网初步建成，航空、航海卫星互联网应用市场持续拓展； 低轨卫星互联网空间基础设施建设技术验证阶段进展提速； 传统卫星通信设备与大众智能手机结合，打开新市场增量空间。 	<ul style="list-style-type: none"> 保守估计，卫星通信设备2026年市场规模有望达到142亿元，2030年有望达到235亿元，复合增速约16.43% 卫星通信服务2026年市场规模有望达到125亿元，2030年有望达到189亿元，复合增速约17.74%。其中新兴航空及海洋卫星互联网服务市场与传统移动通信服务增速最快。 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注国内各低轨卫星互联网正式建设的时间（低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点） 重点关注卫星通信地面终端领域中具有产业化能力和低成本优势企业、或在部分领域具有高技术壁垒，扩产加强产业化能力的企业 航空及海洋互联网市场是我国卫星互联网应用市场中有望率先得到拓展应用的领域，有望为相关运营商带来业绩增长提速驱动力 关注手机直连卫星对传统卫星通信应用市场渗透率的加速作用 关注6G建设进展对卫星通信产业带来的需求空间影响
 <p>卫星导航</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2022年我国卫星导航与位置服务产业规模达到5007亿元，其中，关联产值则达到3480亿元 下游市场依然是卫星导航行业整体产值的主要构成 2019-2022年卫星导航应用上市公司收入增速在卫星产业四大细分市场中处于较高水平，复合增速接近25% 	<ul style="list-style-type: none"> 当前卫星导航产业发展重点仍是拓展国内“卫星导航+”或“+卫星导航”的新应用领域拓展以及海外市场的开拓 “十四五”卫星导航应用市场增速有望保持年复合15%的增速，高精度市场细分赛道复合增速有望超过20% 未来几年我国高精度市场下游运营服务领域将实现高速发展 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注北斗应用产业中上游领域具有明确市场布局或已经拥有较大市占率的企业； 传统导航应用终端集成重点关注头部企业，新兴导航应用终端集成重点关注商业模式清晰，营销能力强，掌握明确下游客户资源的企业； 重点关注“高精度北斗导航”以及卫星导航融合领域布局的企业。
 <p>卫星遥感</p>	<ul style="list-style-type: none"> 2022年我国卫星遥感产品及应用服务的市场规模约150亿元，产业年度贡献达2300亿元 2023年遥感卫星发射数大幅增长，遥感数据上架数交所，万亿国债增发，遥感产业下游需求不减 2019-2022年卫星遥感应用上市公司收入增速是卫星产业四大细分市场中最高的，复合增速达50%以上 	<ul style="list-style-type: none"> 短期to G/A端对卫星遥感的需求依旧处于较高水平，市场需求仍然更多集中在特种领域和政府端，中长期遥感受应用“第二增长曲线”（线上业务）发展或将提速 遥感产业下游应用市场需求有望维持在40%增速左右，2025年核心产值有望超过300亿元，仍将是卫星产业中成长属性相对更高的细分赛道 	<ul style="list-style-type: none"> 关注客户多元化、收入结构均衡的企业 关注拥有具有稀缺属性的遥感数据源的企业

资料来源：中航证券研究所

图38 新城新质赛道投资全景图

新城新质赛道	产业现状	未来发展研判	投资逻辑和关注点
无人系统 	<ul style="list-style-type: none"> 无人飞行器：美国全球市场占有率接近一般，我国无人机系统谱系完整，产品性能紧追国际第一梯队 地面无人系统：21世纪进入快速发展阶段，已经被逐步纳入新一代武器装备体系； 无人船：仍处于探索期，尤其是大吨位无人船和军事实战应用可能还有一定距离 无人潜航器：推进速度较大吨位无人船相对更快，波音公司首艘超大型UUV已交付美军。 	<ul style="list-style-type: none"> 短期内，受限于技术原因，我国无人系统的应用还处于边建边用，试验、验证阶段； “十五五”无人系统技术发展将逐步迎来成熟期，装备采购有望放量。 随着技术的发展、作战理念和模式的发展，无人系统将会更加注重各方面性能的提升，将朝着自主性、智能化、网络化、模块化、隐身以及与人协同作战的方面发展。 	<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。相较于美国，中国军用无人系统谱系及应用场景仍需探索、完善。以军用无人机系统为例，在低空、小型、轻型，战略领域仍缺乏代表机型。 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。
卫星互联网 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年下半年低轨卫星互联网技术验证卫星频繁发射 手机直连卫星开始为未来的卫星宽带通信、即卫星互联网手机直连奠定前期技术积累基础以及市场拓展基础 卫星互联网有望成为6G的重要组成部分之一 	<ul style="list-style-type: none"> 短期内，我国高轨卫星互联网建设成熟度要高于低轨卫星互联网产业，且成本低于低轨卫星互联网； 低轨卫星互联网产业的发展将主要由“国家队”统筹规划建设，以抢占轨道资源及频谱资源需求驱动； 低成本火箭发射、低成本小型化卫星互联网终端将是影响卫星互联网发展的关键 	<ul style="list-style-type: none"> 重点关注国内各低轨卫星互联网星座正式建设的时间节奏，这将是低轨卫星互联网相关企业逐步业绩兑现的起始点 重点关注卫星互联网应用市场中航空及海洋卫星互联网通信运营商， 关注直连卫星终端技术及6G建设进展
电子对抗 	<ul style="list-style-type: none"> 电子对抗装备在电子进攻的发展方向是提高自身打击性能和实现与其他武器的紧密结合，其关键是实现武器的智能化，核心是将电子进攻、电子侦察、电子防御三大系统一体化。 人工智能在电子对抗中的应用日益加强，提升装备认知效能，让各电子平台能自主学习、动态调整、适应各类威胁，并要求依靠认知系统，在极短的时间内利用机器自主地完成对目标识别和分析的功能。 	<ul style="list-style-type: none"> 电磁空间安全上升到了一个全新的高度，电磁空间的优势是未来战争的“制高点”，是决定战争胜负的重要因素。 随着对电子对抗设备技术指标要求提升，微波元器件、组件和模块等在电子对抗中的价值占比也将逐步提升。 未来战争将以夺取全谱战斗空间的信息优势为主线展开，对于电磁频谱域战斗力生成的需求将驱动新一轮的电子信息科技的发展； 	<ul style="list-style-type: none"> 认知化已是电子战技术发展的必然趋势 建议关注综合射频与一体化设计方向 建议关注侦察/进攻/防御综合一体化方向
数据链路 	<ul style="list-style-type: none"> 现代战场信息传递共享能力是国防信息化建设的重要内容，全军多兵种多作战场景互联互通是大势所趋； 俄乌冲突开启数据链是信息化战争的基础，夺取信息优势能够占据战场主动权； 美国进一步推进全域指挥与控制建设，面向未来战略博弈，底层数据链系统完善日益紧迫 	<ul style="list-style-type: none"> 未来数据链系统将由点对点向点对点、面对面发展，数据节点将进一步增加，数据链品类进一步丰富； 随着分址、加密等方式的迭代以及通信容量的扩大，通信频段也将进一步提升； 目前航空无线通信频谱资源较为紧张，常用频段易被截获，数据链通信安全必要性逐步显现 	<ul style="list-style-type: none"> 从产业链看，关注数据链组件及加密配套商，以及不同下游领域整机平台； 从应用场景看，关注卫星通信，弹载通信以及品类扩容的机载通信
军用仿真 	<ul style="list-style-type: none"> 以美军为代表的西方发达国家军队，正在将军事仿真系统大量应用到军队作战实验、模拟训练、装备论证和联合试验等方面，推动着军事仿真技术的发展和军事变革。 软件能力建设有望提速，行业公司享受中国军费总量增长、结构变化、及国防信息化软实力建设三重动能加持。 	<ul style="list-style-type: none"> 技术上，军事仿真技术与手段正在向“数字化、高效化、智能化、网络化、服务化、普适化”发展。 应用推广上，仿真技术已经成功应用于各类高新技术和国民经济等众多领域的各个层面，具有强大的体系化、融合化、渗透性特征。 需求上，军事仿真技术在“研试战训保”体系中的应用，已得到研制方和使用部队的承认和重视。 结构上，嵌入式军事仿真更契合现代化装备训练需求 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注数字仿真引擎和实物半实物设备核心公司，相关领域价值量占比较高 军事仿真和民用仿真的基础技术是共用的，建议关注具备民用、工业领域拓展机会的标的 军事仿真技术与大数据、人工智能、数字孪生、元宇宙等新一代基础与应用技术的是军事仿真的机遇和趋势，建议关注布局相关方向的核心标的
云技术应用 	<ul style="list-style-type: none"> 国内做军用云的厂商较多，各有侧重，但普遍方向不同，且体量较小，以项目制为主，不成体系； 国内军用云技术成熟度、应用场景和落地建设都还在论证与预研阶段，处于摸索期，距离放量仍需耐心； 国外云技术厂商并不区分军、民，多数云厂商军民业务复合性较高，处于互相协同发展态势，我国云技术厂商的军民领域业务相对割裂，协同性较差。 	<ul style="list-style-type: none"> 随着云计算技术的逐渐成熟，与大数据、人工智能等技术的深度交织协同发展，美军云计算正逐步实现智能化升级，并面向联合作战体系化升级。 云技术在联合作战体系中的网络中心战中信息管理、分布计算、分散存储以及服务统一调度等具有突出能力 	<ul style="list-style-type: none"> 建议关注国内军民业务复合属性较高，有望在军民领域协同发展的云技术应用相关企业

资料来源：中航证券研究所

不同赛道的发展特点梳理如下，以供投资参考。

图39 三大赛道各细分领域投资特点对比

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”后期增速	大军工第二曲线
军工主赛道										
航空	+++	+	++	+	++	+	—	++	+	+++
导弹及智能弹药	+++	+	++	+++	+	++	---	--	+	++
军船	++	+	++	---	++	-	-	+++	+	++
军工电子	+++	+++	++	+	-	○	+	++	++	○
军工材料	+++	+++	++	+	○	○	+	++	++	+
测试	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
维修	++	++	/	/	○	++	/	++	++	○
大军工赛道										
军贸	+++	+++	/	/	+	○	+++	---	+++	+++
民机	+++	++	○	○	++	○	+++	---	+++	/
低空经济	+++	++	++	+++	+	+	○	---	+++	/
航天发射	+	+	++	++	++	++	○	+++	+++	/
卫星制造	++	+	+	++	++	+++	○	++	++	/
卫星通信	++	++	+++	+	++	+	++	+++	+	/
卫星导航	+++	++	+	+	++	+++	++	+++	++	/
卫星遥感	++	+++	++	+	++	+++	+	+++	+++	/
民船	+++	++/--(周期)	+	-	++	+++	-	+++	+++	/
信创	+++	+	/	/	-	○	+++	+++	○	/
新城新质赛道										
无人装备	+++	+	+	+++	+	++	--	++	+++	+++
卫星互联网	++	+	++	○	+++	++	++	+++	+	/
电子对抗	++	++	++	○	+++	+	++	+	++	+
数据链路	++	++	+++	+	++	+	+++	+	+++	/
军事仿真	++	++	+	○	+	++	++	+	+++	+
云技术	+	+	+	○	+	++	++	+	+++	○

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）

八、建议关注的细分领域及个股

“十四五”当前已经跨进后半程，我们判断，军工板块走势将在 2024 年后重新进入上行通道。但军工行业各细分赛道的发展逻辑差异愈发明显，200 余家公司基本面或将持续分化，在此之下，军工板块整体虽然有望再次迎来上涨，但受到各细分赛道的发展逻辑及节奏差异的影响，各细分板块的走势分化仍将持续。

关于投资方向和行情判断：

- ① 军工行业依然处于景气大周期，当前是大周期中的小周期；
- ② 2024 年军工行业需求回暖、业绩复苏，随之而来，“十四五”军工行业的走势将呈现前高中低后高的“V 字型”；
- ③ 关注无人装备、卫星互联网、电子对抗等新质新域的投资机会；
- ④ 关注民机、低空经济、军贸、信息安全、商业航天等军民结合领域的“大军工”投资机会；
- ⑤ 关注军工行业并购潮下的投资机会；
- ⑥ 关注市值管理要求下，军工企业做大做强做优带来的投资机会。

具体建议关注的上市公司如下。

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（发动机）、应流股份（叶片）、航天电子、航天彩虹（无人机）、中复神鹰等。

航天装备（弹、星、链等）产业链：

航天电器（连接器）、天奥电子（时频器件）、北方导航（导航控制和弹药信息化）、成都华微（模拟芯片）、航天智装（星载 IC）、国博电子（星载 TR）、中国卫通（高轨卫星互联网）、海格通信（通信终端）、航天环宇（地面基础设施）、振芯科技、海格通信（北斗芯片及应用）、中科星图（卫星遥感应用）。

船舶产业链：

中国船舶、中国重工、中国动力、中国海防、湘电股份。

信息化+国产替代：

成都华微、振华风光（特种芯片）；新雷能（军工电源）；国博电子（TR 组件）；振华科技、火炬电子、鸿远电子、宏达电子（军工元器件）；智明达（嵌入式计算机）；七一二、上海瀚讯。

军工材料：

光威复材、中简科技、中复神鹰（碳纤维复合材料）；航材股份、钢研高纳、图南股份（高温合金）；西部超导、宝钛股份（钛合金）；铂力特（增材制造）；华秦科技（隐身材料）。

九、风险提示

- ① 央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 部分军品低成本发展趋势下，可能会带来相关企业毛利率的波动；
- ③ 军品研发投入大、周期长、风险高，型号进展可能不及预期；
- ④ 随着军改深入以及订单放量，以量换价后导致相关企业业绩波动；
- ⑤ 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；
- 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 宏观经济波动可能对民品业务造成冲击；
- ⑩ 行业重大政策调整可能会对军工板块走势产生中短期影响。

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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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