

国防军工

军工行业周报：“科八条”对军工行业影响几何？

报告摘要

核心观点

本周，国防军工（申万）指数（-2.39%），行业（申万）排名（16/31），军工板块（申万）成交额为1136.43亿元（+9.02%），周成交量环比有所上升。从行情来看，被动元器件、连接器等军工电子领域出现一定回调；**低空飞行器、民机不断获得订单支持，行业逻辑进一步验证**，如中国国航100架C919订单、亿航智能获得30架EH216-S采购订单及额外270架采购计划等，带动低空经济、部分航空配套企业出现上涨。

同时，6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（以下简称“科八条”），进一步深化改革，提升对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能。五年多来，不少军工企业通过科创板上市并得到了资本市场的支持得以发展壮大。此次“科八条”发布，军工行业也有望持续受益。具体来看：

① “硬科技”定位强化，支持拥有核心技术的军工企业上市

近年来，在美国对我国高科技封锁的环境下，军工行业自主可控的硬科技属性进一步凸显，军工行业是打造我国高科技、硬科技产业链安全的“急先锋”，也会是率先受益者。本次“科八条”再提强化科创板“硬科技”定位，并明确提出了支持具有**关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出**的优质未盈利科技型企业**在科创板上市**也切合了军工行业科技属性明显但投资较大、回报周期较长的特点，有望进一步助力具有核心技术优势的军工行业优质企业科创板上市。

② 并购重组支持力度加大，军工有望迎来新一轮并购潮

本次“科八条”中明确强调，“更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司**收购优质未盈利“硬科技”企业**”。在《风雪迎春到——军工行业十问十答&2024年投资策略》中，我们判断，2024年后，受军工产业发展阶段自身要求、IPO阶段性放缓、军工上市公司做

投资评级

增持

维持评级

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

航天产业6月月报：商业航天领域多点开花，积极探索推陈革新 —2024-06-21
军工电子月报：穿越低谷，破局而立 —2024-06-20
军工行业周报：年中指数调仓影响有限，C919商业载客飞行满一周年 —2024-06-17

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

大做强做优和市值管理要求与军工股权投资机构集中退出需求等因素的影响，军工行业将再次迎来并购潮。本次“科八条”支持并购重组的相关举措有望助推军工行业并购潮发生，对军工行业的资本运行带来良性影响。

③ 进一步完善股权激励制度,有助于军工上市公司提升业绩与市值

“科八条”中明确提出要“健全激励约束机制，鼓励科创板上市公司积极使用股权激励，与投资者更好实现利益绑定”。近年来，军工行业上市公司股权激励的次数、授予比例有所突破，尤其是作为行业砥柱的军工央企军工上市公司持续突破。以 2023 年为例，军工央企所属军工主业上市公司股权激励在涉及人数、授予股份占总股本比例等方面都表现亮眼。我们认为，本次“科八条”政策后，军工行业上市公司开展股权激励的频率有望持续保持高位，并对未来几年公司股价及业绩保持促进作用。

④ 丰富指数品类,有助于军工行业被动投资规模提升

截至 2024Q1, 军工行业被动类型基金合计规模为 293.62 亿元, 军工行业被动投资已初具规模。在本次“科八条”“丰富科创板指数、ETF 品类及 ETF 期权产品”的指引下，军工类指数品类有望进一步丰富、行业被动投资有望进一步突破。

在中短期，我们认为可关注如下几个方面：

- 1、以商业航天、低空经济等新质生产力为代表的赛道，有望成为军工行业基本面的新增长点，并随着政策催化、事件催化持续带来结构性的上涨机会。
- 2、以军工央企下属上市公司为代表的权重股，在市值管理、提质增效等方面的进展，且议价能力较强，有望在板块修复行情中优先受益。

详细分析请见本周周报正文及《飞雪迎春到——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；
- 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、 军工并购潮有望再次来临	7
(一) 军工并购潮有望再次来临的几点原因	7
(二) 军工行业上市公司并购情况	8
(三) 军工行业并购趋势	11
二、 低空飞行器、民机不断获得订单支持	13
三、 本周市场数据	15
(一) 估值分位	15
(二) 北上资金变化	15
(三) 军工板块成交额及 ETF 份额变化	16
(四) 融资余额变化	17
四、 军工三大赛道投资全景图	17
五、 建议关注的细分领域及个股	24
六、 风险提示	25

图表目录

图 1 2015—2023 年军工上市公司并购采取方式数量汇总（单位：次）	9
图 2 2015 年—2023 年军工上市公司并购采用方式（单位：次/%）	10
图 3 2015 年—2023 年军工上市公司并购采用方式（单位：亿元/%）	10
图 4 2015—2023 年军工上市公司并购采取方式金额分布（单位：亿元）	10
图 5 民参军企业并购数量占比 74%（单位：次/%）	11
图 6 军工央企并购金额规模占比 58%（单位：亿元/%）	11
图 7 军工行业上市公司并购原因、目标及各主体间协调关系	12
图 8 军工行业陆股通占自由流通市值比例变化	16
图 9 军工板块成交量变化	16



图 10 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	17
图 11 军工主赛道投资全景图.....	19
图 12 大军工赛道投资全景图（一）	20
图 13 大军工赛道投资全景图（二）	21
图 14 新域新质赛道投资全景图.....	22
图 15 三大赛道各细分领域投资特点对比	23

近一周行情

国防军工（申万）指数（-2.39%），行业（申万）排名（16/31）；
上证综指（-1.14%），深证成指（-2.03%），创业板指（-1.98%）；
涨幅前五： 锆威特（+46.54%）、司南导航（+11.53%）、高凌信息（+11.01%）、川大智胜（+10.63%）、莱斯信息（+9.95%）；跌幅前五： 新余国科（-16.60%）、陕西华达（-12.81%）、迈信林（-12.60%）、新雷能（-11.88%）、鸿远电子（-10.82%）。

重要事件及公告

6月17日，中国航天科技集团有限公司八院控制所承担的上海市促进产业高质量发展专项高端智能装备首台突破项目——星载高精度长寿命纳型星敏感器首台突破项目顺利通过了现场验收。

6月17日，AG600飞机飞行载荷校准地面试验在航空工业试飞中心完成。该试验历时28天共完成259项工况加载，为AG600型号完成飞行载荷表明符合性试飞提供了重要保障。

6月18日，力箭二号液体运载火箭一级85吨级液氧煤油发动机与伺服匹配飞行全工况联合试车圆满成功。

6月18日，成电光信公告，拟公开发行股票并在北交所上市。

6月19日，航天电子公告，决定在北京产权交易所正式公开挂牌转让航天电工公司51%股权，确定将由宜昌城发公司受让标的股权，并拟与宜昌城发公司签订《产权交易合同》和《股权转让协议》，交易价款为74,439.9417万元。

6月19日，中国船舶集团旗下沪东中华联合中船贸易与德国Peter Döhle公司签订4艘14000TEU大型集装箱船建造合同。这是沪东中华自主研发设计的又一款绿色环保型集装箱船，该批订单签约，标志着沪东中华提前超额完成全年经营承接任务。

6月19日，纳睿雷达公告，与广东粤财金融租赁股份有限公司签署天气雷达设备采购项目合同，合同总金额为人民币23,826.00万元。

6月20日，广联航空公告，与上海飞机制造有限公司签署了《C929宽体客机项目研制复材工装框架协议2》，合同含税金额为不超过人民币105,000,000.00元，合同标的为C929项目复材工装。

6月20日，光电股份公告，公司于2024年6月19日收到上交所出具的《受理公司沪市主板上市公司发行证券申请的通知》，向特定对象发行A股股票申请获得上交所受理。

6月20日，拉脱维亚波罗的海航校与万丰钻石飞机达成购机意向，订购3架eDA40电动飞机及2架DA42-VI机型，标志着万丰电动飞机获得首份意向订单。eDA40是基于DA40机型单发四座飞机开发的全新产品，是世界第一架申请EASA/FAA Part 23认证的具有直流快充功能的电动飞机。

6月20日，中国国航公告，公司与中国商飞签订购置中国商飞飞机协议，公司将购买100架C919飞机（增程型），价格为108亿美元（约合人民币784亿元）。

6月21日，*ST导航公告，与中国兵器工业集团有限公司下属单位A完成《武器装备配套产品订货合同》的签订，合同金额为10,446.408万元（价格为含税暂定价），合同标的为某型惯导装置。

6月21日，外交部发布《关于对洛克希德·马丁公司实体和高级管理人员采取反制措施的决定》。

6月21日，亿航智能与温州市文成县政府达成合作，获得30架EH216-S采购订单及额外270架采购计划。

一、军工并购潮有望再次来临

“科八条”提出要以更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合。提高并购重组估值包容性，支持科创板上市公司收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富并购重组支付工具，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。结合近期政策及行业发展阶段分析，我们认为，军工行业有望再次迎来新一轮并购潮。

（一）军工并购潮有望再次来临的几点原因

2015年—2017年，军工领域发生的并购频频，并购规模快速提升，军工行业迎来第一次并购浪潮，其发生的主要背景包括：

① 国家政策大力支持军民结合发展，军工行业在资本市场关注度迅速提升，再加上当时成飞集成重大资产重组方案的推出，助推了市场热情；

② 此阶段注册制尚未放开，军工企业、特别是民参军企业实现独立上市审核周期较长、难度偏大，且2012年IPO按下了暂停键，并购重组成为军工企业资产证券化的重点考虑路径；

③ 2014年后A股迎来牛市，上市公司存在拓展主业、提升业绩、市值管理等诸多诉求，纷纷将并购目标聚焦与军工等热点赛道。

军工行业2015年—2017年并购潮中，拥有军工相关业务的上市规模数量快速增加，上市公司也往往通过并购、短期内迎来估值的大幅提升。军工一级市场投资热情也随之上升，军工产业并购基金活跃。

我们认为，2024年后，军工行业将再次迎来并购潮。主要原因有：

军工产业发展阶段自身要求：军工行业经过过去几年的高速发展，产业成熟度已大幅提升，产业自身发展阶段产生了重组整合的要求；

IPO 阶段性放缓：企业上市所需时间随之拉长，众多企业将并购作为资产证券化的可选路径之一；

军工上市公司做大做强做优和市值管理要求：上市公司对于新业务、新增长点以及市值管理需求增加；

军工股权投资机构集中退出需求：2019 年后军工股权投资高度活跃，时至今日军工股权投资机构集中面临退出需求，并购成为其实现项目退出的重要选项。

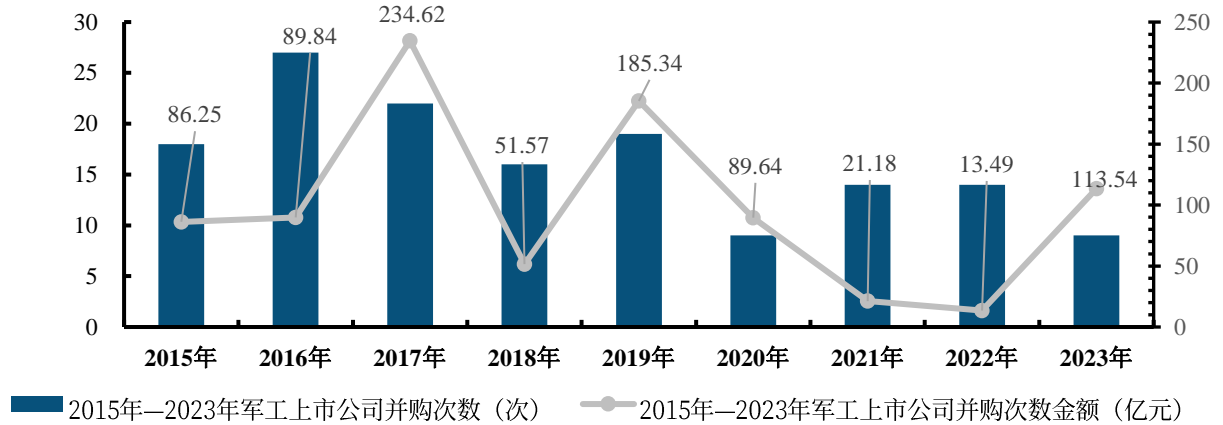
（二）军工行业上市公司并购情况

我们统计了 2015 年至 2023 年军工上市企业并购情况，军工行业并购事件共计 148 起，其中混合并购 58 起，占比 39%；横向并购 43 起，占比 29%；纵向并购 32 起，占比 22%；资产注入（军工央企上市公司）15 起，占比 10%。并购金额 885.46 亿元，主要集中在资产注入（523.5 亿元，59%）及混合并购（194.4 亿元，22%）。

从数量上看，2015 年—2016 年，以横向并购和纵向并购为主，上市企业通过横向并购，进一步扩展军品业务品类，拓宽军品业务布局；通过纵向并购实现了产业链的延伸，提升企业综合竞争力。非军工上市企业开始将目光集中在军工业务上，借助混合并购实现军品业务布局。

2020 年并购事件减少，一方面缘于随军工企业规模迅速提升，不少企业通过自主成长达到上市标准；另一方面缘于科创板开板、注册制开放降低了公司上市门槛，上市速度进一步加快。军工企业拥有更多资产证券化的选择，被并购意愿降低，更倾向于通过企业发展，实现独立上市。

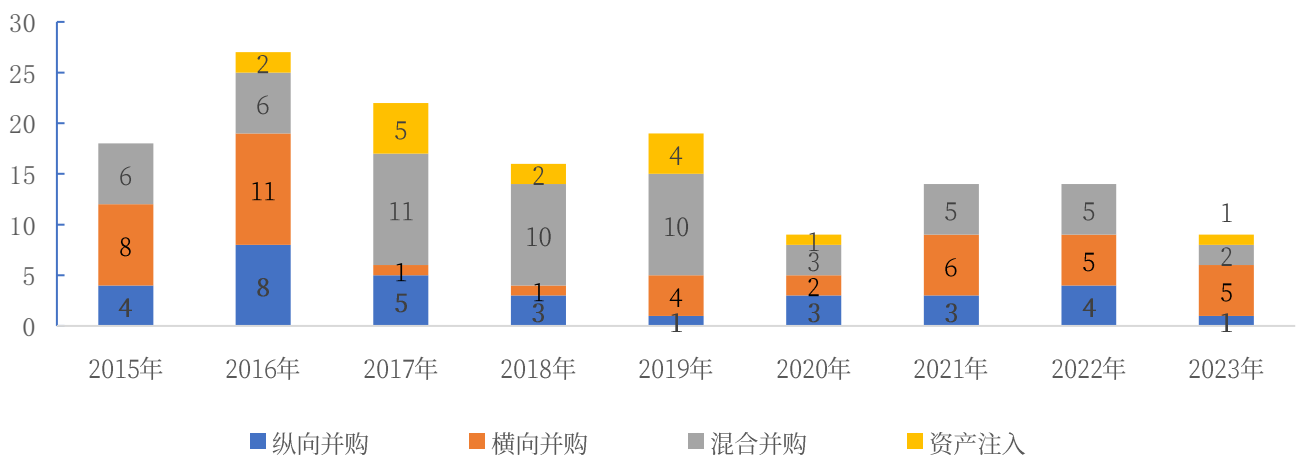
2021 年至 2023 年，军工行业迎来了较为快速的发展时期，军工上市公司紧跟产业发展机遇，规模效益上台阶；同时，积极借力资本市场，谋求产业整合，提升配套层级，产业链横向、纵向并购再次增多。并购交易多发生于行业内部，军工上市企业并购军工非上市企业。

表1 2015年—2023年军工行业上市公司并购情况


项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023年	合计
2015年—2023年军工上市公司并购次数 (次)	18	27	22	16	19	9	14	14	9	148
2015年—2023年军工上市公司并购次数金额 (亿元)	86.25	89.84	234.62	51.57	185.34	89.64	21.18	13.49	113.54	885.47

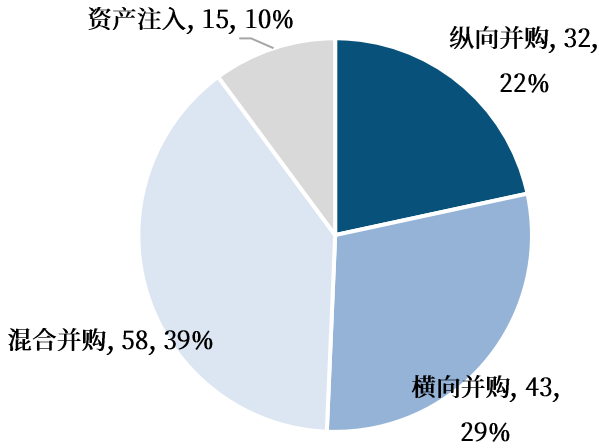
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从并购方式看，2017年—2019年，混合并购占据主导地位，随着军工板块市场关注度提升，非军工上市公司并购军工企业更为频繁，不少原有主业产业市场份额已经较高的企业，借助并购迅速切入军工业务，以期赶上军工行业高速增长。此外，在该阶段，军工央企下属上市公司通过资产注入，实现了军工业务上市、提升集团资产证券化率。

图1 2015—2023年军工上市公司并购采取方式数量汇总 (单位：次)


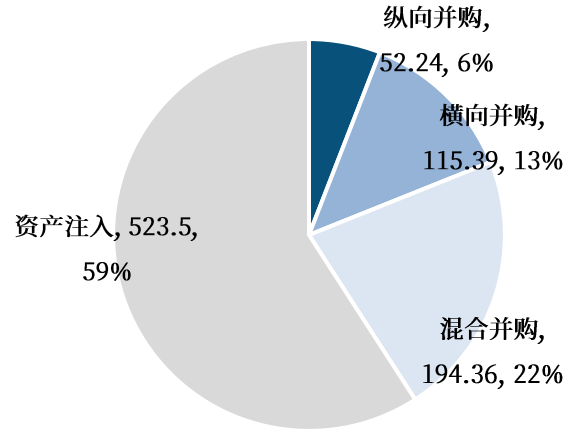
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图2 2015年—2023年军工上市公司并购采用方式（单位：次/%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

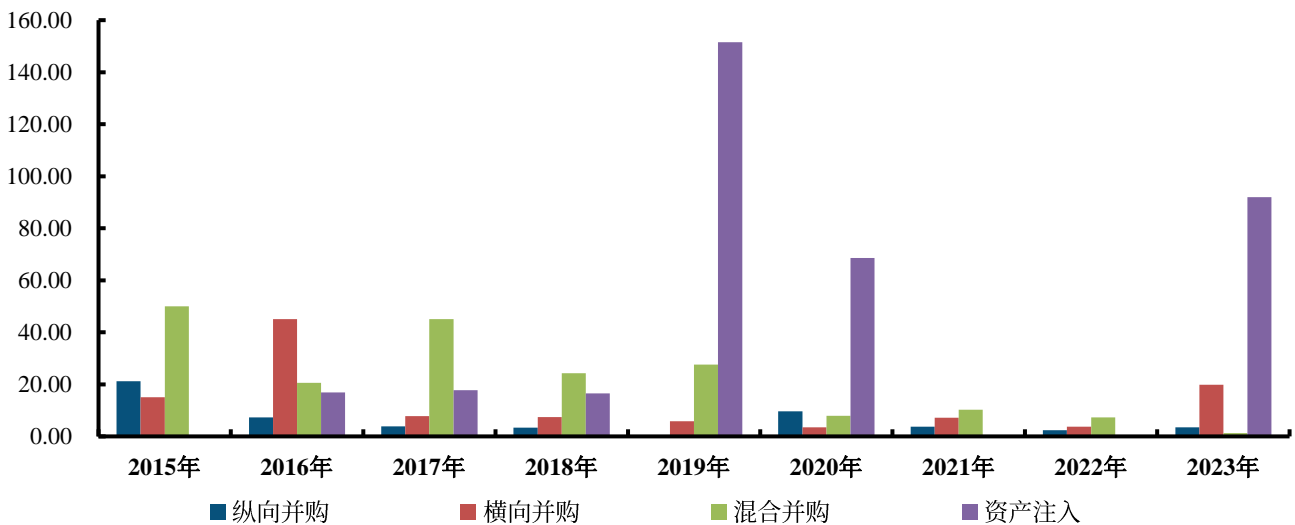
图3 2015年—2023年军工上市公司并购采用方式（单位：亿元/%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

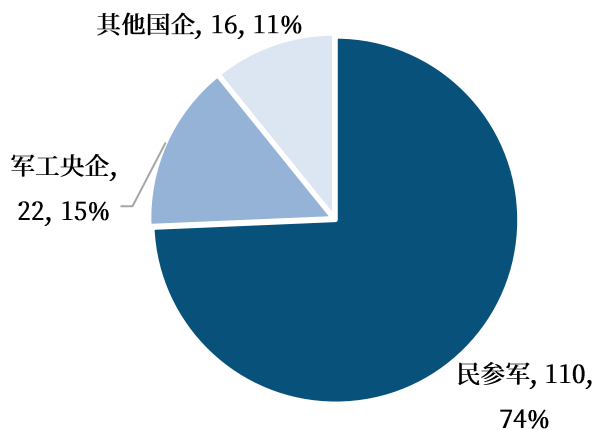
从并购金额看，军工央企资产注入作为军工资产证券化路径，往往涉及金额较大。除此以外，混合并购由于并购购买方往往出于新拓展业务、新市场、新领域的需要，一般需要并购标的有一定的规模和效益，对应的并购金额也相对较大。沿着产业链纵向并购和横向并购，由于并购双方有共同的客户、企业文化，整合难度较小，一方面因此并购标的规模和利润可以偏小，并购购买方更看重产业链的互补和补充；另一方面并购购买方往往有谈判权。综合表现为横向及纵向并购次数较多，但并购金额规模相对较小。

图4 2015—2023年军工上市公司并购采取方式金额分布（单位：亿元）

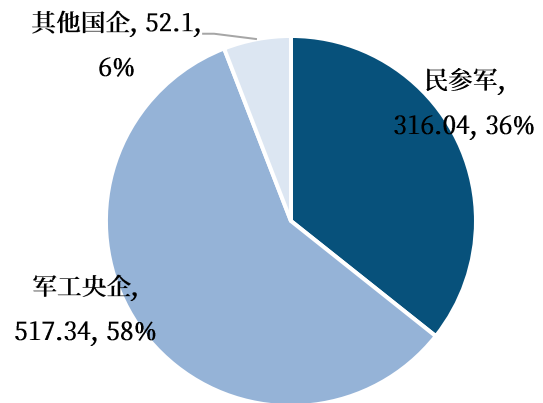


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从企业属性来看，民参军企业是并购买方的主要构成，根据 2015 年到 2023 年，74% 的并购购买方为民参军企业，11% 为其他国企，15% 为军工央企。但与之对应的，从并购金额来看，民参军企业规模要小于央企，仅占比 36%，军工央企占比 58%。

图5 民参军企业并购数量占比 74% (单位: 次/%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 军工央企并购金额规模占比 58% (单位: 亿元/%)


资料来源: Wind, 中航证券研究所

(三) 军工行业并购趋势

当前军工产业面临着两大需求降本增效和产业升级。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，对配套企业安全、稳定、成本、效率等综合考虑，更加重视供应链管理，尽量减少单一供应商或少数供应商依赖。由此，**部分成熟领域竞争或将竞争更为激烈**。

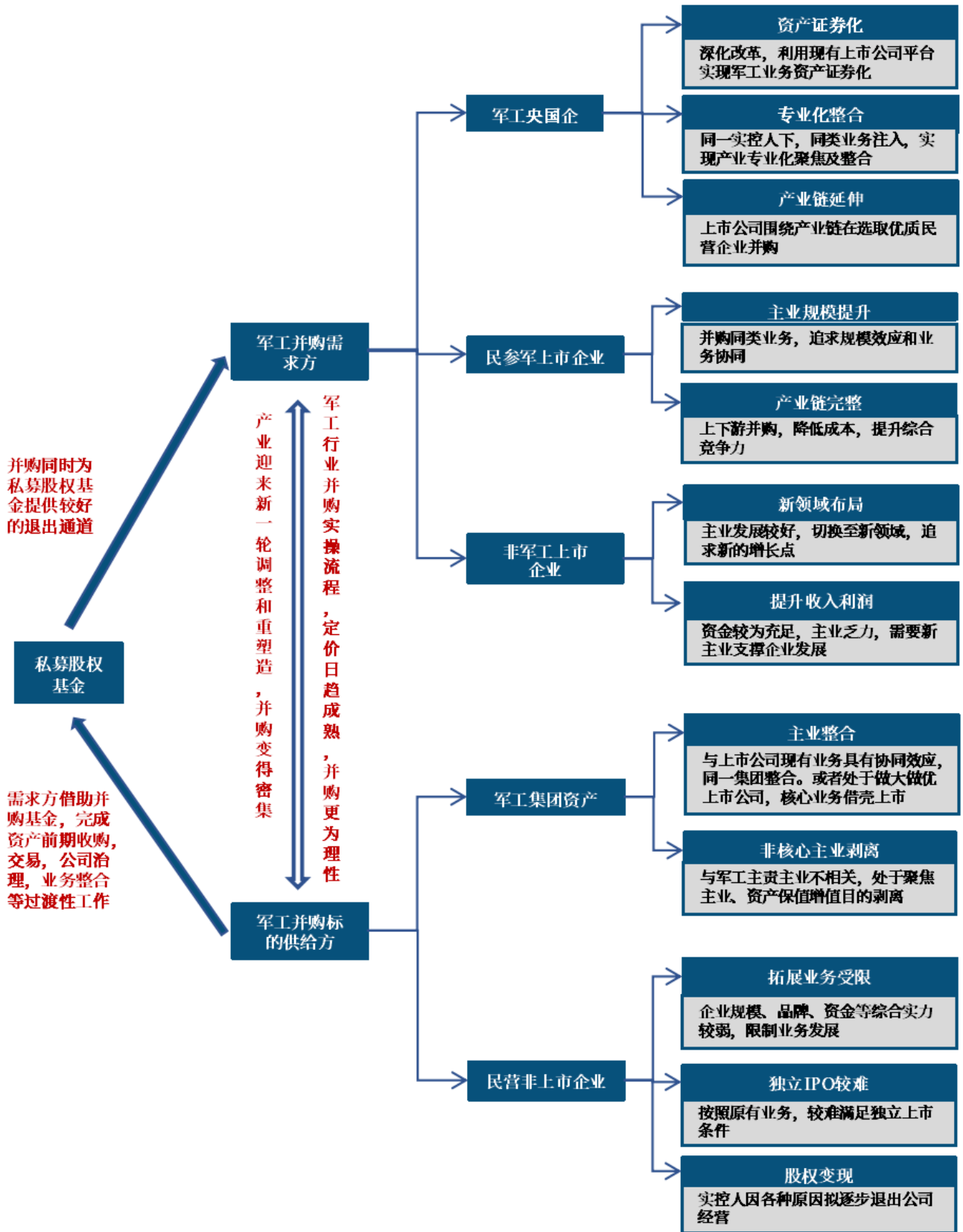
② 全行业国产替代要求之下，创新能力就显得尤为重要，全行业的研发投入强度也将不断加大。

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。并购是其中实现战略调整的重要手段之一。**

对于军工行业上市公司而言，并购原因、目标及各主体之间的协调关系如下所示：

图7 军工行业上市公司并购原因、目标及各主体间协调关系



资料来源：中航证券研究所整理

并购重组市场化改革持续深入推进，政策利好频出，提高了上市公司并购重组的自主性和便利度。可以预见，在未来较长的一段时间内，并购重组也将成为军工企业资源整合，实现产业结构调整和产业转型的重要策略。

我们预计 2024 年军工行业有望迎来新一轮并购潮，且呈现如下几个特点：

- ① 军工领域 2024 年—2025 年的并购将较 2023 年**更为密集**，同时与上一轮并购潮相比，军工行业并购将**更为理性**，并购有望更多的发生在军工行业内部。
- ② 成熟领域或稳定配套领域产业集聚度或将提升，**部分具有一定规模的企业在同行业内纵向并购，通过大鱼吃小鱼的形式，提升市占率、盈利能力及竞争力**，相关领域产业集聚度提升。
- ③ **同时，在细分产业链某一环节保持较高市占率的企业，将积极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。**
- ④ 军工行业对技术需求持续提升，尤其是信息、材料等在与军工行业的融合发展或成为未来一段时间行业发展的重点。此类企业较大比例处于科技成果转化初期或者产业化早期，其价值更易获得同行业上市公司认可，上市公司也可借收购实现技术的快速布局。未来两年，**军工上市公司关于早期拥有核心技术的企业或团队并购或将更为频繁。**

并购作为产业链延伸及实现战略布局的较好的手段，且一旦成功，能将企业发展推向一个新阶段。但对于企业而言，并购是长期且复杂的系统性工程，在并购的前、中、后期都需要小心的运营和管理，即便如此，并购仍旧需要提示一些潜在的风险和注意点：

- ① 盲目并购或为上市公司带来一定的负担，甚至带来较大的潜在风险。公司并购前期，购买方需对标的进行全面、客观且理性的判断，尽量避免过高的溢价带来大规模商誉。
- ② 并购双方团队的融合以及对标的企业的发展需充分沟通且达成一致，避免仅从股权上形成关系，但管理上分割进而影响并购双方未来的整合。
- ③ 在确认对标的完全熟悉且具备管理能力强，并购标的原有团队应有一定的短中期激励和约束机制，保障并购前后可持续发展。

二、低空飞行器、民机不断获得订单支持

近期，低空飞行器与民机订单陆续公告，带动相关个股出现上涨行情。

表2 国产大飞机与低空经济近期披露的部分订单情况

时间	交易双方	合同内容
2024年5月31日	亿航智能与西山文旅	西山文旅订购了50架EH216-S无人驾驶电动垂直起降航空器（eVTOL），并已经向亿航智能支付总合同价1.13亿元人民币（约合1,560万美元）。同时，西山文旅签署了在未来2年内额外采购450架EH216-S的意向采购协议，未来将用于旅游观光、载人交通等低空场景，共同促进无人驾驶eVTOL在华北地区的应用与运营
2024年6月20日	中国国航与中国商飞	100架C919飞机（增程型）
2024年6月20日	拉脱维亚波罗的海航校与万丰钻石飞机	拉脱维亚波罗的海航校与万丰钻石飞机达成购机意向，订购3架eDA40电动飞机及2架DA42-VI机型，标志着万丰电动飞机获得首份意向订单
2024年6月21日	亿航智能与温州市文成县	已与亿航智能签署首批30架EH216-S的采购协议，并已支付总货款的50%作为预付款，剩余款项将在交付前支付；此外，计划2026年年底前额外采购270架EH216-S，且已支付不可退还订金

资料来源：公司公告、WIND、企业官方微信公众号，中航证券研究所整理

从近期一段时间订单来看，低空经济飞行器企业当前落地的领域主要为文旅及应急等领域，在to G的方面，低空经济的商业模式逐步得到验证。低空爆发、基建先行。在低空基础设施建设，如空管系统、运营管理等方面，以地方政府、空中管理机构、企业、社会资本等多层次主体共同协作，正在稳步推进中，为后续低空应用铺开打下基础。

对于低空经济，我们认为：

（1）低空经济具有广阔的市场空间和发展前景，显然是新主题、大主题，对于这一点的共识也造就了近期资本市场的火热；

（2）我国低空经济已不再遥远、不再是“故事”。在经历了十几年的积累后，国家需求、政策法规、供应链产业链、技术积淀等方面都已经具备了同频共振快速发展的条件，叠加国家新质生产力要求，低空经济可作为重要的增长极和换道超车的又一新赛道。相关政策法规快速完善，供应链产业链已较为完善，飞行器、空管设施、信息系统、人工智能等技术也已具备了相当基础；

（3）大主题行情难以一蹴而就，往往是初期普涨、回归理性、再次确认、重启上涨，短期来看，相关个股涨幅较大，而且扩散至主题“边缘”个股，这或许应成为警惕的因素。

同时，国产民机运营满一周年，交付数量及航线数量稳步提升，再次获得中国国航100架订单。我们认为，对于国产大飞机产业而言，当前发展的重点包括：

① 加速交付入列，实现“扩编”

2024年5月27日，中国东航接收新增订100架C919的首架机，目前C919机

队规模增至 6 架，国产大飞机家族不断壮大。6 月 14 日，国产大飞机航线上新，C919 新增上海虹桥往返广州白云航线，目前 C919 已开辟四条商业定期航线。未来一段时间，加速交付入列，新增航线仍旧是国产民机重点。

② 供应链完善，加速“扩产”

2024 年 3 月 28 日，中国商飞供应商大会召开，上海市经济信息化委副主任表示，将重点以中国商飞总装基地、中国航发商发总装基地为牵引，建设临港新片区成为大飞机及航空发动机制造高地，加快建设世界级大飞机园区；以中国商飞上海飞机设计研究院为牵引，建设浦东新区成为大飞机研发高地；以中国航发商发研发设计中心和中航民机机载系统工程中心为牵引，建设闵行区成为航空发动机和机载系统研发高地。

飞机制造过程非常复杂，交付速度受到全产业链供应链的制约，同时也在持续的改进和调整，C919 在早期阶段扩产会相对偏谨慎。随着规模生产经验逐渐成熟，供应链配合愈加娴熟，未来 C919 的扩产有望迎来加速度。

③ 聚焦核心技术，持续“提质”

6 月 14 日，工业和信息化部、国家自然科学基金委员会签署合作协议，共同设立大飞机基础研究联合基金，聚焦大飞机领域国家重大战略需求，围绕大飞机长期面临的安全可靠、绿色环保、智能高效、经济便捷等发展需要，支撑开展基础性、前瞻性和创新性研究。

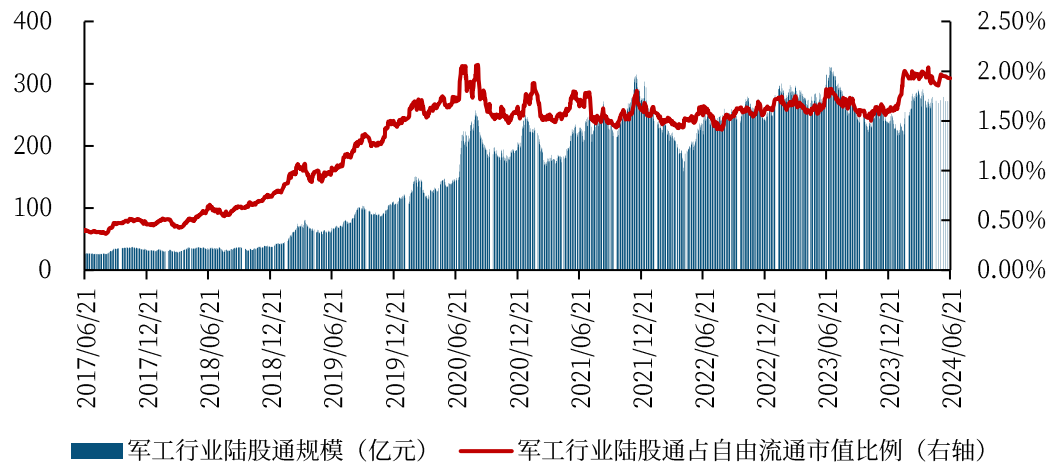
三、本周市场数据

(一) 估值分位

截至 2024 年 6 月 21 日，国防军工（申万）指数 PE 为 47.86 倍，处于 2014 年来的 2.70%分位。

(二) 北上资金变化

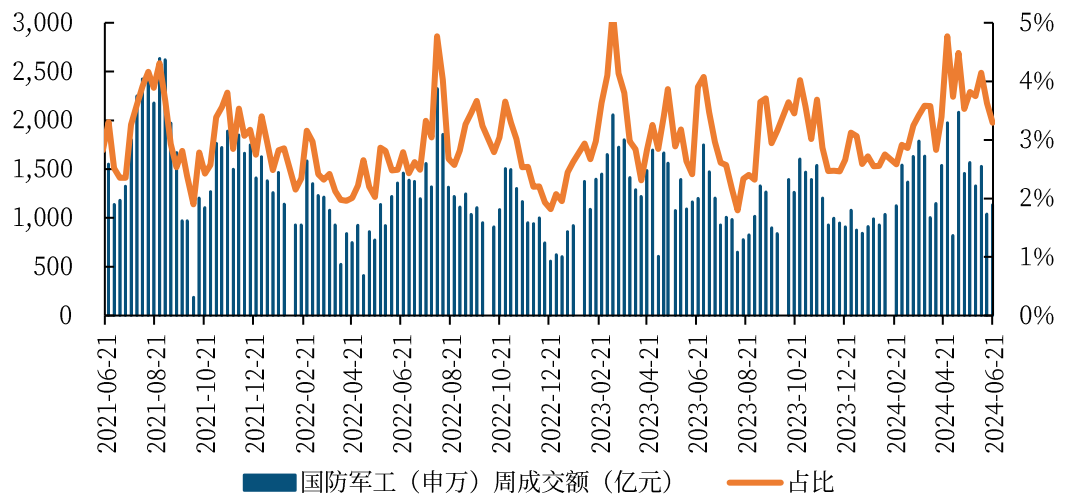
本周，北向资金累计净流出 161.15 亿元。军工行业陆股通占自由流通市值比例为 1.93%，较 6 月 14 日环比增长 0.07 个百分点。

图8 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6月21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1136.43亿元（+9.02%），占中证全指成交额比例为3.29%（-0.34pcts），主要军工ETF基金份额增长0.45%（2024年年初至今下降8.06%）。

图9 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6月21日）

表3 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	2024/6/21	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	89.08	-7.44%	-0.22%
2	512710.SH	富国中证军工龙头ETF	91.83	82.47	-10.19%	0.95%
3	512670.SH	鹏华中证国防ETF	40.38	34.67	-14.14%	-0.06%

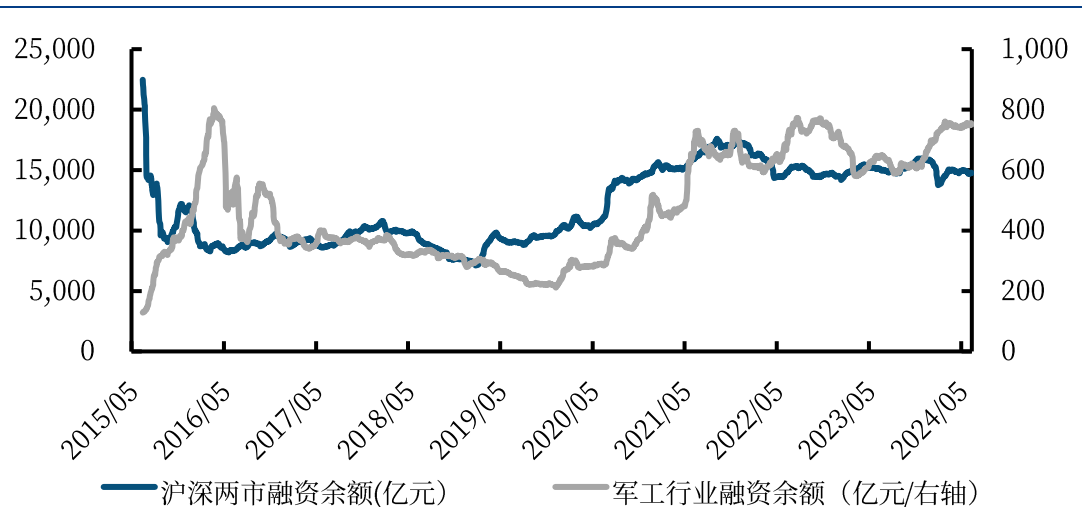
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	35.62	36.69	3.01%	2.14%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.33	11.54	-19.46%	0.09%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.43	10.90	-4.64%	0.18%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	3.90	4.69	20.27%	-3.10%
合计			293.72	270.04	-8.06%	0.45%

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 6 月 20 日，军工行业的融资余额合计 750.42 亿元，比上周环比下降 0.32%，占两市融资余额比例为 5.09%。

图10 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 6 月 20 日）

四、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11 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，由近海防御型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； 新城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12 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下变下的需求再分配。 	<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，我国军贸进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为代表的新能源航空器正加快推动低空产业转型升级，这也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13 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14 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
 <p>无人系统</p>	<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。
 <p>卫星互联网</p>	<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
 <p>电子对抗</p>	<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
 <p>数据链路</p>	<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； 俄乌冲突启示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
 <p>军用仿真</p>	<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认可和重视。 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
 <p>云技术应用</p>	<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15 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）

五、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）。

六、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