

新发展阶段下的军工国企改革思考

2025 年 02 月 19 日

2025 年是新一轮国企改革深化提升行动的收官之年，新年伊始，兵装集团及东风集团旗下上市公司集体公告控股股东筹划重组，国企改革关注度持续提升。在本篇报告中，我们将从多维度视角剖析改革在军工行业中的重要作用。

投资建议

在不同发展阶段，国企改革扮演的角色不同。对于军工集团来说，在过去 25 年间经历分分合合，以实现更具优势的资源整合。而从企业端和资本市场角度看，2014~2015 年的军工“牛市”中，以“资产注入”为代表的国企改革是投资主线，“体外资产和备考估值”等给了上市公司较大的业绩和估值弹性空间。在 2020~2022 年以订单驱动为主要逻辑的“牛市”阶段，国企改革的内涵有了更深刻的变化，企业通过多种方式提质增效，以提升 ROE 作为直观的财务表现。从 2025 年向未来看，国企改革或将再次成为投资主线逻辑之一。集团和企业也将更加聚焦主责主业，优化资源，并拥抱新质生产力。

核心观点

国企改革是军工行业备受瞩目的关键议题。国有企业是国民经济的支柱，在军工行业中，国企则更是支撑行业稳健前行的主体力量。一直以来，国企改革都是行业中备受瞩目的关键议题。2022 年，国企改革“老三年行动”完美收官；2025 年，国企改革“新三年行动”收官在即。在两轮“三年行动”开展的进程中，军工行业需求释放驱动企业规模持续增长。同时，我们也观察到 2024 年以来的一些关键变化，“一利五率”要求出现调整，央企市值管理和经营考核工作持续推进，“市值管理”目标逐渐明确，“市值考核”或是行业价值重估的关键催化。

军工集团分离重组和资产证券化有望持续发力。截至 2023/12/31，航空工业集团在军工集团中资产证券化率最高，不同口径下均已超过 70%，航天科技及航天科工集团资产证券化率较低。我们认为，对于当下资产证券化率尚低的集团来说，在政策的持续催化下，仍存在资产证券化的潜力。以十大军工集团为代表的央国企可以通过改革建设核心能力，增强产业链稳定性，集团下辖的上市公司也将受益于资产注入带来的价值重估。在此过程中，并购重组将是有力手段。而对于资产证券化率已经较高的集团来说，未来则可以重点关注自身经营效率的进一步提升，在实现此目标的过程中，股权激励、现金分红等将是有效途径。

高质量并购是行业发展趋势。2020~2023 年，军工行业 IPO 的企业数量分别是 14/13/20/16 家；2024 年有 5 家且主要集中于下半年。我们看到，行业 IPO 节奏趋缓，但与之相反的是，并购重组热度渐起。并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具，2024 年以来，军工行业内以中直股份、中国动力、中国船舶、中航电测等为代表的并购重组事件不断，推动行业发展变革。在政策的大力支持下，军工行业并购重组或将在未来一段时间内保持活跃。

建议关注：宏观层面，国企改革强化着军工国企的核心地位，精准落实国家战略；微观层面，国企改革则全面提升企业运营效率，激发企业创新活力。**我们认为**，军工行业当前正处在发展的关键转折点，需求端出现逐渐恢复的态势，同时并购重组等预期愈发强烈。**建议关注：**1) **价值龙头：**中航高科、国睿科技；2) **触底反转：**航天南湖、光电股份；3) **模式创新：**中科星图；4) **逻辑重塑：**内蒙一机等。

风险提示：行业政策发生变化、需求恢复不确定性、并购重组不及预期等。

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 冯鑫

执业证书：S0100524090003

邮箱：fengxin_yj@mszq.com

相关研究

1. 军工行业 2024 年四季度公募基金持仓分析：机构减仓至历史低位；或为行业底部重要信号-2025/02/10
2. “两机”行业事件点评：AIDC 带动电力需求，燃气轮机订单饱满-2025/01/23
3. 商业航天行业事件点评：卫星互联网低轨 01 组卫星成功发射；产业版图徐徐展开-2024/12/16
4. 国防军工行业专题报告：低空经济系列#3：多地政策密集出台，eVTOL 试点城市出炉-2024/12/14
5. 国防军工行业 2025 年度投资策略：“十四五”终章渐近；“新常态”篇章待启-2024/12/11

目录

1 国企是我国经济支柱，也构成了军工行业主体	3
1.1 国企营收占全国 GDP 约 70%，是国民经济支柱	3
1.2 国企在军工产业中占据重要地位	5
2 改革是“永恒的话题”	9
2.1 并购重组：改革的重要方式	11
2.2 资产证券化率：是结果而不是原因	15
2.3 “市值考核”或是价值重估的关键催化	17
2.4 股权激励：改革的有效途径	18
2.5 现金分红：增强稳定性、持续性和可预期性	19
3 投资建议：改革是中长期的主线逻辑	20
4 风险提示	22
插图目录	23

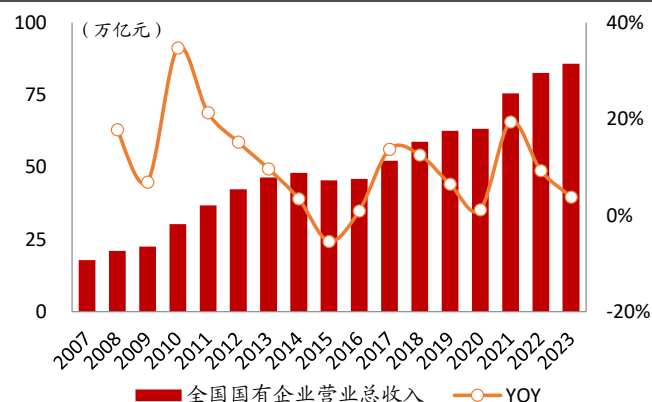
1 国企是我国经济支柱，也构成了军工行业主体

1.1 国企营收占全国 GDP 约 70%，是国民经济支柱

根据国资委等官方披露：**1) 国有企业**是指国务院和地方人民政府分别代表国家履行出资人职责的国有独资企业、国有独资公司及国有资本控股公司。**2) 特征：**国有企业作为一种生产经营组织形式，同时具有商业类和公益类的特点，其商业性体现为追求国有资产的保值和增值，其公益性体现为国有企业的设立通常是为了实现国家调节经济的目标，起着调和国民经济各个方面发展的作用。**3) 分类：**按照国有资产管理权限划分，国有企业分为中央企业（由中央政府监督管理的国有企业）和地方企业（由地方政府监督管理的国有企业）。

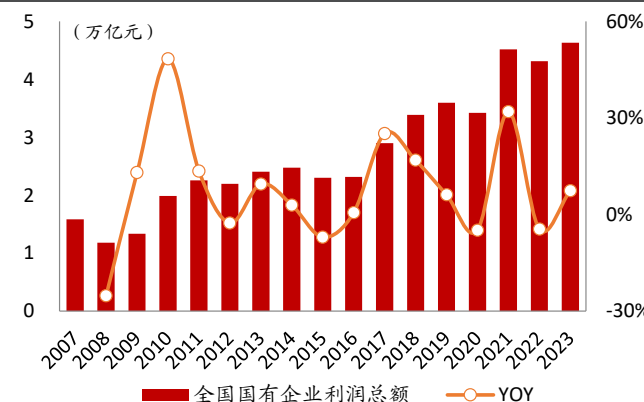
国有企业是国民经济的支柱。根据财政部等数据，**1) 营收及利润：**2007~2023 年，全国国企营收及利润总额规模总体呈上升态势，其中，2023 年，全国国企实现营收 85.7 万亿元，占全国 GDP 的 68.0%。**2) 资产及资产负债率：**1997~2023 年，全国国企资产总额由 12 万亿元增长至 372 万亿元；资产负债率总体较为平稳，2023 年为 64.6%。

图1：2007~2023 年全国国企营业总收入及同比增速



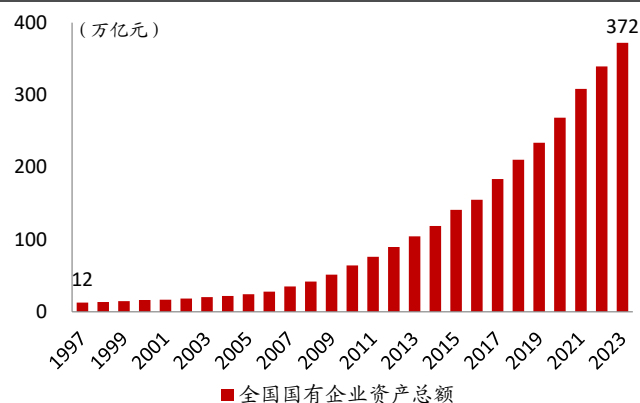
资料来源：wind，财政部，民生证券研究院

图2：2007~2023 年全国国企利润总额及同比增速



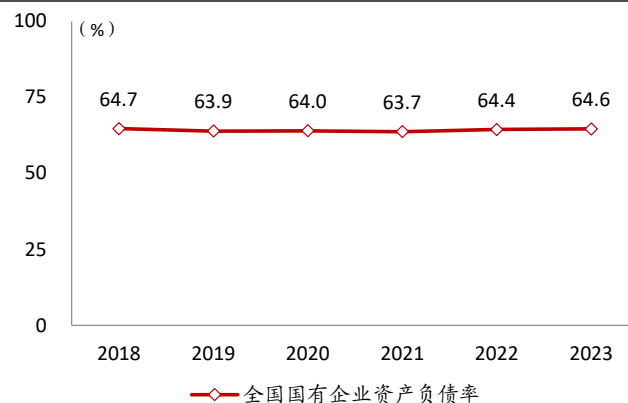
资料来源：wind，财政部，民生证券研究院

图3：1997~2023 年全国国企资产总额



资料来源：wind，财政部，民生证券研究院

图4：2018~2023 年全国国企资产负债率



资料来源：wind，财政部，民生证券研究院

图5：中国央企名录

序号	企业（集团）名称	序号	企业（集团）名称
1	中国核工业集团有限公司	50	招商局集团有限公司
2	中国航天科技集团有限公司	51	华润（集团）有限公司
3	中国航天科工集团有限公司	52	中国旅游集团有限公司【香港中旅（集团）有限公司】
4	中国航空工业集团有限公司	53	中国商用飞机有限责任公司
5	中国船舶集团有限公司	54	中国节能环保集团有限公司
6	中国兵器工业集团有限公司	55	中国国际工程咨询有限公司
7	中国兵器装备集团有限公司	56	中国诚通控股集团有限公司
8	中国电子科技集团有限公司	57	中国中煤能源集团有限公司
9	中国航空发动机集团有限公司	58	中国煤炭科工集团有限公司
10	中国融通资产管理集团有限公司	59	中国机械科学研究总院集团有限公司
11	中国石油天然气集团有限公司	60	中国钢研科技集团有限公司
12	中国石油化工集团有限公司	61	中国化学工程集团有限公司
13	中国海洋石油集团有限公司	62	中国盐业集团有限公司
14	国家石油天然气管网集团有限公司	63	中国建材集团有限公司
15	国家电网有限公司	64	中国有色矿业集团有限公司
16	中国南方电网有限责任公司	65	中国稀土集团有限公司
17	中国华能集团有限公司	66	中国资源循环集团有限公司
18	中国大唐集团有限公司	67	中国有研科技集团有限公司
19	中国华电集团有限公司	68	矿冶科技集团有限公司
20	国家电力投资集团有限公司	69	中国国际技术智力合作集团有限公司
21	中国长江三峡集团有限公司	70	中国建筑科学研究院有限公司
22	国家能源投资集团有限责任公司	71	中国中车集团有限公司
23	中国电信集团有限公司	72	中国铁路通信信号集团有限公司
24	中国联合网络通信集团有限公司	73	中国铁路工程集团有限公司
25	中国移动通信集团有限公司	74	中国铁道建筑集团有限公司
26	中国卫星网络集团有限公司	75	中国交通建设集团有限公司
27	中国电子信息产业集团有限公司	76	中国信息通信科技集团有限公司
28	中国第一汽车集团有限公司	77	中国农业发展集团有限公司
29	东风汽车集团有限公司	78	中国林业集团有限公司
30	中国一重集团有限公司	79	中国医药集团有限公司
31	中国机械工业集团有限公司	80	中国保利集团有限公司
32	哈尔滨电气集团有限公司	81	中国建设科技有限公司
33	中国东方电气集团有限公司	82	中国冶金地质总局
34	鞍钢集团有限公司	83	中国煤炭地质总局
35	中国宝武钢铁集团有限公司	84	新兴际华集团有限公司
36	中国矿产资源集团有限公司	85	中国民航信息集团有限公司
37	中国铝业集团有限公司	86	中国航空油料集团有限公司
38	中国远洋海运集团有限公司	87	中国航空器材集团有限公司
39	中国航空集团有限公司	88	中国电力建设集团有限公司
40	中国东方航空集团有限公司	89	中国能源建设集团有限公司
41	中国南方航空集团有限公司	90	中国安能建设集团有限公司
42	中国中化控股有限责任公司	91	中国黄金集团有限公司
43	中粮集团有限公司	92	中国广核集团有限公司
44	中国五矿集团有限公司	93	华侨城集团有限公司
45	中国通用技术（集团）控股有限责任公司	94	南光（集团）有限公司【中国南光集团有限公司】
46	中国建筑集团有限公司	95	中国电气装备集团有限公司
47	中国储备粮管理集团有限公司	96	中国物流集团有限公司
48	中国南水北调集团有限公司	97	中国国新控股有限责任公司
49	国家开发投资集团有限公司	98	中国检验认证（集团）有限公司

资料来源：国资委官网，民生证券研究院整理 注：数据统计截至 2025/2/19

1.2 国企在军工产业中占据重要地位

根据《中国国防工业与经济发展互动研究》等资料，我国国防体系建立分为四个阶段：

第一阶段：建国之初，通过“一五”期间苏联援建的 156 个大型骨干建设项目和“二五”期间的重点建设项目为基础，基本建立起国防工业体系。

第二阶段：自 1964 年启动的三线建设，横贯 3 个五年计划，历时 17 年。这一时期，我国国防工业建设重心放在西部。

第三阶段：从 1978 年到 20 世纪末，国防工业军民结合取得发展，实现了从单一军品型向军民结合型发展模式的转变，

第四阶段：2000 年以来，国家开始加大军费投入，国防工业与产业结构优化升级。

目前，我国的国防军工体系形成了以“十大军工集团”为主体，民营企业为辅助的格局。“十大军工集团”由国务院出资并直接管理，承担国家国防建设重大项目的生产经营职能及国防科研生产任务，从事为国家武装力量提供各种装备研制和生产经营活动。“十大军工集团”与装备类型的对应关系如下图所示。

图6：十大军工集团及六大装备方向

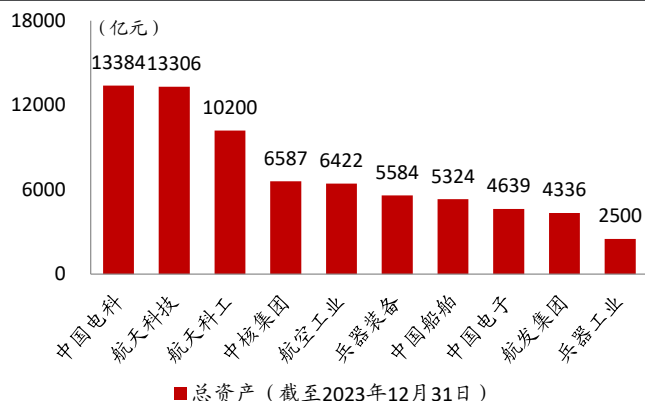


资料来源：各集团官网，民生证券研究院整理

1.2.1 十大军工财务概览

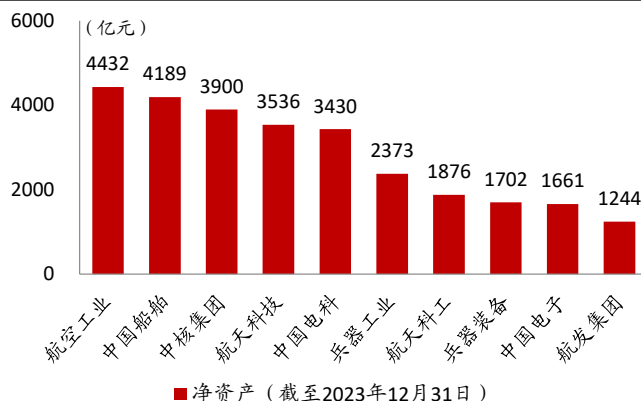
截至 2023 年 12 月 31 日，中电科、航天科技、航天科工集团总资产规模均超过 10000 亿元；航空工业、中国船舶净资产规模超过 4000 亿元，领先于其他集团。2023 年，航空工业集团实现营收 5851 亿元，在“十大军工集团”中居首位；中电科集团实现净利润 283 亿元，在“十大军工集团”中居首位。

图7：十大军工集团总资产情况（截至 2023/12/31）



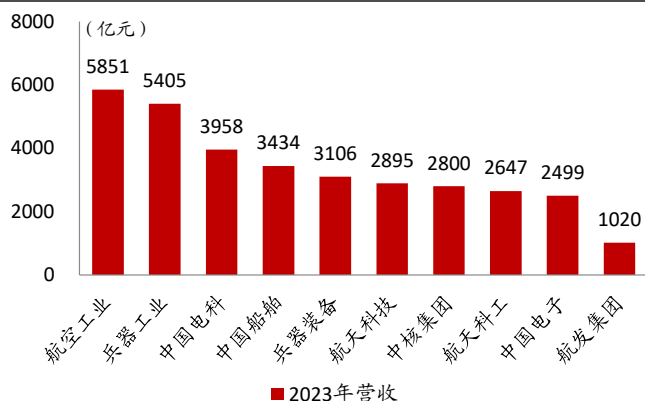
资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

图8：十大军工集团净资产情况（截至 2023/12/31）



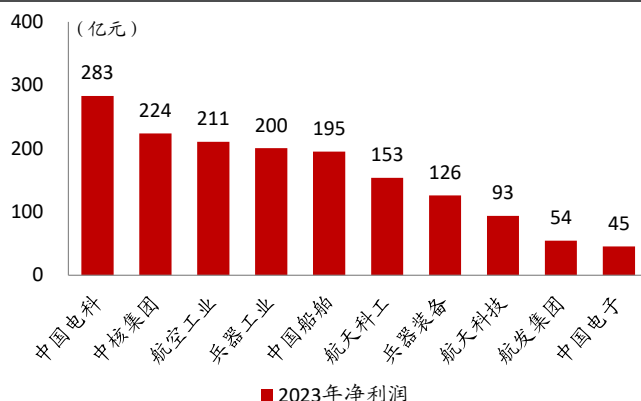
资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

图9：2023 年十大军工集团营收情况



资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

图10：2023 年十大军工集团净利润情况

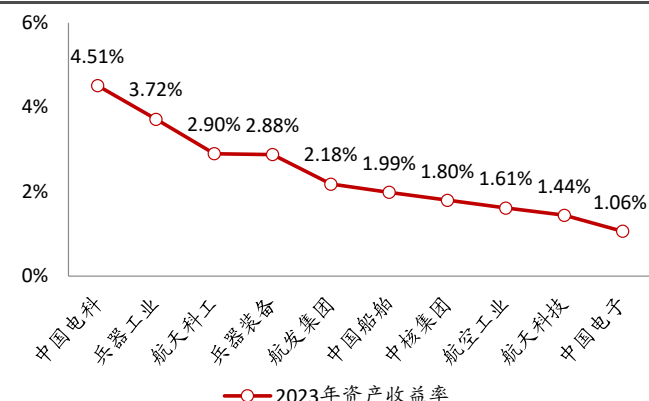


资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

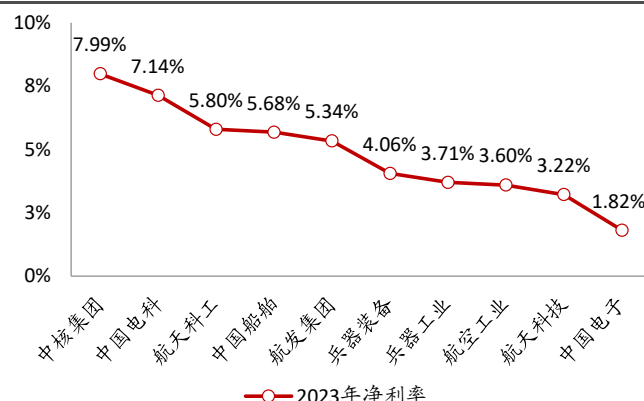
中电科集团资产收益率 (ROA) 领先；中核集团净利率最高。1) 资产收益率：

2023 年，中电科集团资产收益率为 4.51%，居十大军工集团首位，其次是兵器工业集团，为 3.72%；中国电子集团资产收益率相对较低，为 1.06%。2) 净利率：

2023 年，中核集团净利率达到 7.99%，在十大军工集团中居首位，中电科、航天科工、中国船舶、航发集团净利率超过 5%；中国电子集团净利率最低，为 1.82%。

图11：十大军工集团资产收益率情况


资料来源：wind，民生证券研究院 注：计算方式为2023年净利润/2023年平均总资产，其中，平均总资产为2023年初和2023年末总资产的平均值；航发集团数据为测算值

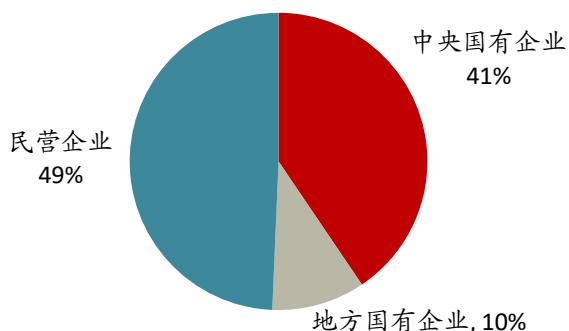
图12：十大军工集团净利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院 注：计算方式为2023年净利润/2023年营收；航发集团数据为测算值

1.2.2 上市公司角度：国企占主导地位

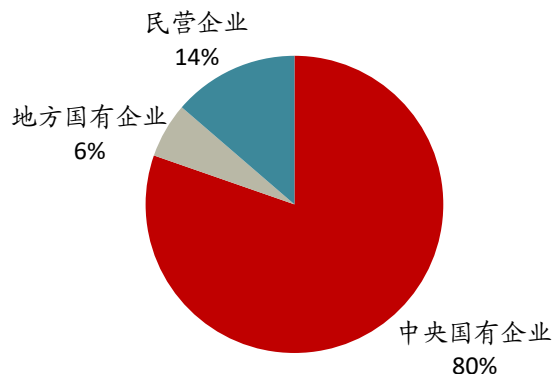
从上市公司角度看，我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析，**1) 企业数量口径**：截至目前，中央国有企业/地方国有企业/民营企业占比分别为41%/10%/49%；总体看国企和民企分别占比51%、49%。值得注意的是，2020年以来，军工行业共上市48家公司，其中民营企业有36家，占比75%。**2) 总资产口径**：截至2024年9月30日，中央国有企业/地方国有企业/民营企业合计总资产占比分别为80%/6%/14%；总体看国企和民企分别占比86%、14%。**3) 营收口径**：2023年，中央国有企业/地方国有企业/民营企业合计营收占比分别为82%/7%/11%；总体看国企和民企分别占比89%、11%。**4) 归母净利润口径**：2023年，中央国有企业/地方国有企业/民营企业合计归母净利润占比分别为68%/11%/21%；总体看国企和民企分别占比79%、21%。**综上所述，民营企业数量自2020年以来增加较多，但从总资产/营收/利润规模角度看，军工行业中国企占比在78%以上。**

图13：军工行业不同类型企业数量占比



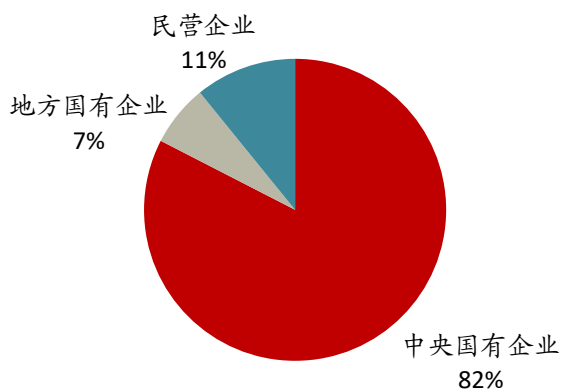
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计截至 2025/2/19；研究对象为民生军工股票池

图14：军工行业总资产结构



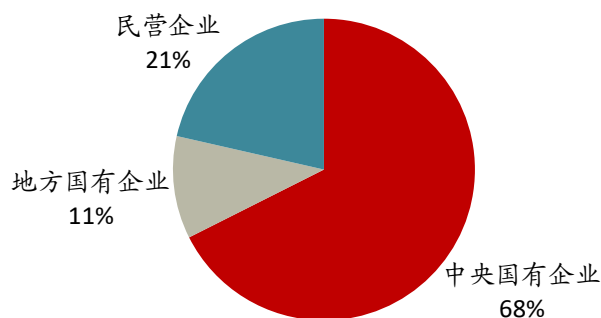
资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计截至 2024/9/30；研究对象为民生军工股票池

图15：2023 年军工行业营收结构



资料来源：wind，民生证券研究院 注：营收数据统计截至 2023/12/31；研究对象为民生军工股票池

图16：2023 年军工行业归母净利润结构



资料来源：wind，民生证券研究院 注：利润数据统计截至 2023/12/31；研究对象为民生军工股票池

2 改革是“永恒的话题”

回顾历史，我国国有企业改革经历了五个阶段。1) 第一阶段（1978~1987年）：从国营生产单位到放权让利、承包经营，解决了生产经营活动行政化管理，经营活力缺乏、干部职工积极性不高的问题。2) 第二阶段（1988~1993年）：从承包经营到转换经营机制，由国营生产单位到全民所有制工业企业。国家与企业之间、企业与政府主管部门之间权责利关系得以厘清和明确。3) 第三阶段（1993~2002年）：从转换经营机制到建立现代企业制度，由全民所有制工业企业到国有企业，产权制度改革成为国有企业改革的焦点。4) 第四阶段（2003~2013年）：从现代企业制度到建立现代产权制度，企业组织形态发生深刻变革。管资产与管人、管事相结合，权利、责任、义务相统一的新型国有资产监管体制建立。5) 第五阶段（2013年至今）：2013年以来，全面深化国有企业改革迎来新时代、开启新征程。我们认为，国企改革是一项重大的系统性工程，是现代企业管理中“永恒的话题”。

“老三年行动”完美收官。2020年6月30日，中央深改委第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，发出了深化国企改革的动员令。2022年，中央企业累计实现营收39.4万亿元；净利润1.9万亿元，较行动启动的2020年分别增长30.03%、35.71%。“三年行动”完美收官。

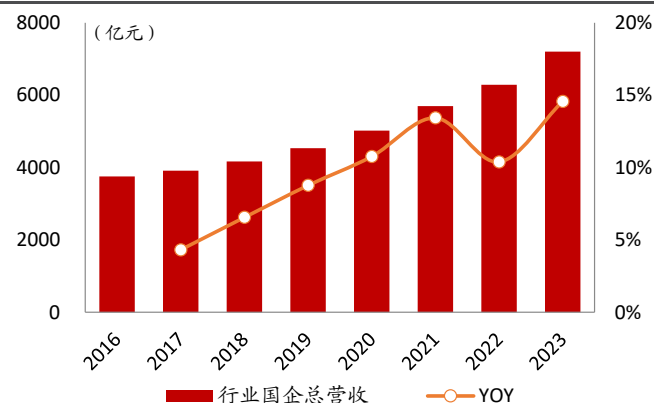
“新三年行动”接棒发力。2023年6月16日，中办、国办印发了《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025年）》，相较于“老三年行动”，“新三年行动”有三点核心变化：1) 首次提出“强化国有企业对重点领域保障，支撑国家战略安全”。2) 没有再提及“积极稳妥推进混合所有制改革”，而是提出“以市场化方式推进整合重组，提升国有资本配置效率”。3) 没有再提及“抓好国企改革专项行动工程”。事实上，“老三年行动”中的双百行动、对标世界一流企业等专项行动并未结束，相反，试点企业还扩围了。此外，科改企业要争当国有企业深化提升行动的主力军、排头兵。

图17：2020~2025年，国务院国资委对中央企业考核体系的演变

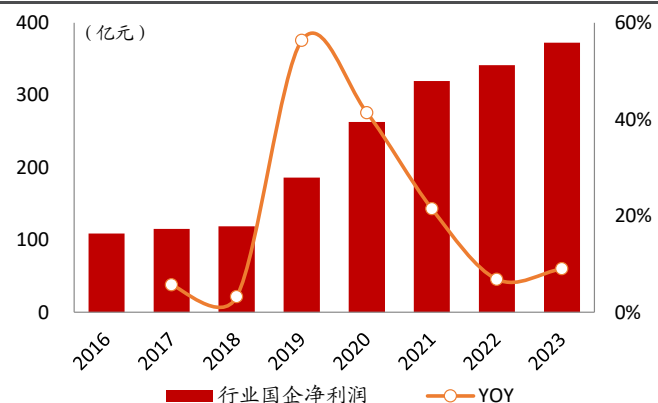
年份	经营指标体系	总体要求	具体内容
2020年	两利三率	-	考核净利润、利润总额、资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度
2021年	两利四率	-	净利润、利润总额增速高于国民经济增速；营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率明显增长；资产负债率保持稳健可控
2022年	两利四率	两增一控三提高	利润总额、净利润增速高于国民经济增速；控制好资产负债率；营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高
2023年	一利五率	一增一稳四提升	利润总额增速高于全国GDP增速；资产负债率保持稳定；净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率进一步提升
2024年	一利五率	一利稳定增长五率持续优化	利润总额、净利润和归母净利润协同增长；净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，资产负债率保持稳定
2025年	一利五率	一增一稳四提升	利润总额稳定增长；资产负债率保持稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业收现率同比提升

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会新闻中心，光明网，环球通信，新华社，国务院国资委，民生证券研究院

国企改革的效果已经在企业经营数据上有所体现。财务数据角度，2020 年开始，军工行业迎来装备放量景气周期，下游需求快速增长，军工行业内国企总营收及净利润规模实现突破性的快速增长。

图18：2016~2023 年军工行业国企总营收及同比增速


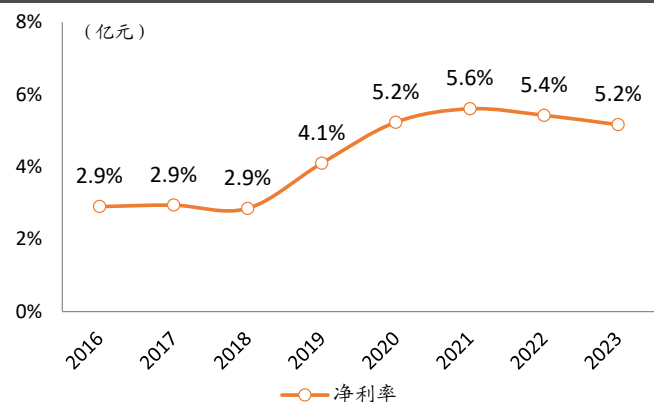
资料来源：wind，民生证券研究院 注：采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

图19：2016~2023 年军工行业国企净利润及同比增速


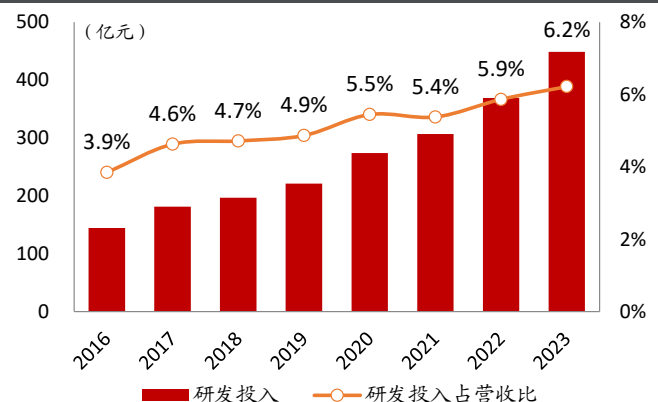
资料来源：wind，民生证券研究院 注：采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

需求释放驱动企业规模增长；定价改革催化盈利能力提升。《军品定价议价规则（试行）》于 2019 年 1 月颁布实施，推行定价和议价相结合的价格管理机制。其中包括将定价方式由“成本加成模式”转变为“目标价格管理模式”，即，由“定价成本+5%的利润”转变为“定价成本+5%目标价格+激励利润”、竞标定价、询价定价等方式。从时间上看，军工行业国企净利率在 2019 年有明显的提升，并一直持续至 2021 年。定价机制改革或许不是军工国企利润率提升的唯一原因（还有需求急速增长带来的规模效应，和产品结构变化等），但一定是重要的催化因素。

研发投入强度一直都是重要的考核指标。研发方面，在国务院国资委对中央企业的考核体系中，研发投入强度一直以来都是重要的考核指标。2016~2023 年，军工行业国企营收规模持续增长，研发投入也随之增加。投入强度方面，军工行业国企研发投入占总营收的比例由 2016 年的 3.9%提升至 2023 年的 6.2%。

图20：2016~2023 年军工行业国企净利率及趋势


资料来源：wind，民生证券研究院 注：采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

图21：2016~2023 年军工行业国企研发投入及强度


资料来源：wind，民生证券研究院 注：采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

2.1 并购重组：改革的重要方式

2.1.1 集团层面

从早期的军工体系初步构建，到后来的战略分合重组，我国军工集团踏出了一条从萌芽破土到枝繁叶茂的不凡之路。前文阐述到我国军工行业的构成主体是“十大军工集团”，关于其形成的原因和之后的分合重组，体现了国家对国企改革尤其是军工改革的思路。1999年7月，国家在原五大总公司（即中国船舶工业总公司、中国兵器工业总公司、中国航空工业总公司、中国航天工业总公司、中国核工业总公司）的基础上，正式组建十大军工集团，即：中核集团、中国核建（已合并）、航天科技、航天科工、中航工业第一集团、中航工业第二集团（已合并）、中国船舶重工、中国船舶工业（已合并）、兵器工业、兵器装备。后来，中国电子集团和中国电科集团加入，在数量上增加至12家。在此之后，军工集团历经分合重组，不断优化产业结构，整合优势资源：

1) 商飞成立：2008年5月，商飞成立，是中国实施国家大型飞机重大专项中大型客机项目的主体，也是统筹干线飞机和支线飞机发展、实现中国民用飞机产业化的主要载体。

2) 中航工业合并：2008年11月，原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合成立航空工业集团。

3) “飞发”分离：2016年5月，航发集团从中航工业分离，在发动机领域聚焦主业，整合资源。

4) “两核”重组：2018年1月，中国核工业建设集团与中国核工业集团实施重组，中核建设集团整体无偿划转进入中核工业集团。

5) 融通集团成立：2019年7月，融通集团成立。

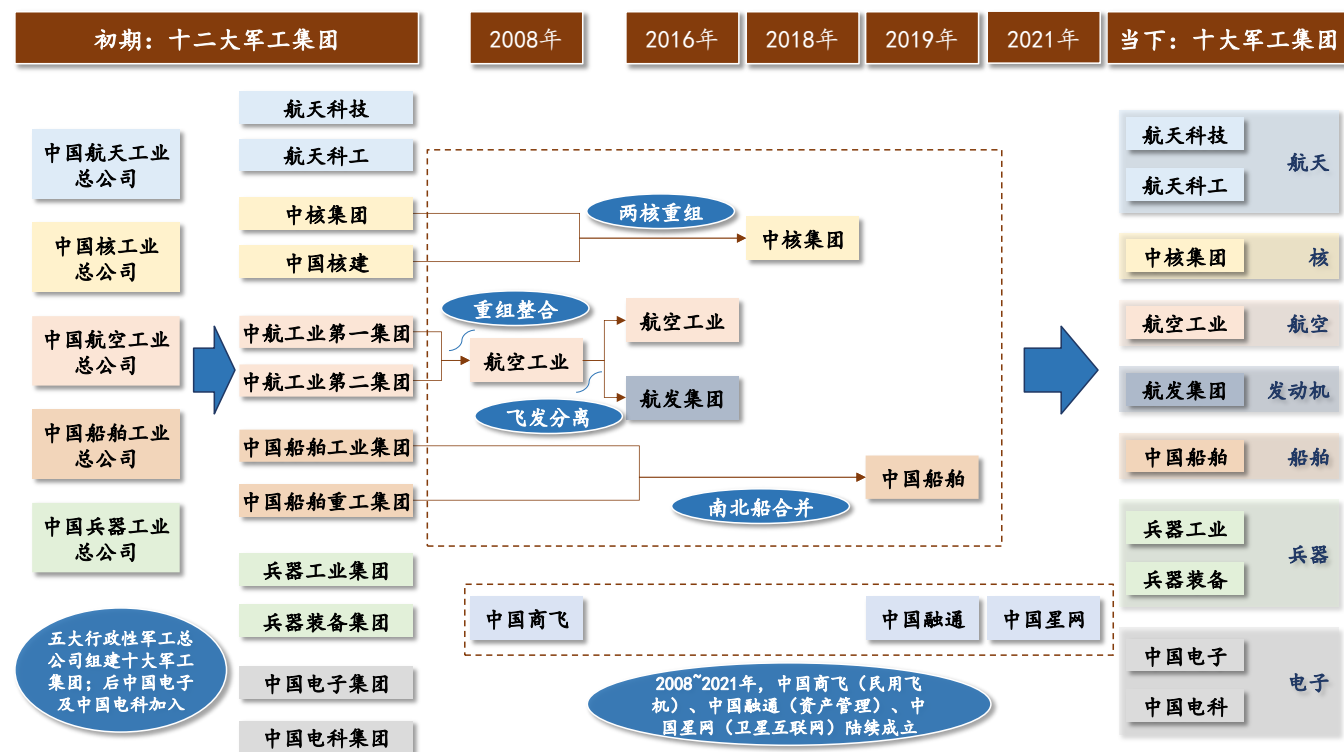
6) “南北船”合并：2019年10月，中国船舶工业集团与中国船舶重工集团联合重组，新设中国船舶集团。

7) “星网公司”成立：2021年4月，中国卫星网络集团有限公司成立，总部位于河北省雄安新区。

8) 东风和兵装等央企重组：2025年2月，兵装集团与东风汽车集团旗下9个上市公司相继发布公告筹划重组事项。同时，兵器工业集团与兵器装备集团互动频繁。根据集团官网消息，2024年7月4日及2025年2月6日，双方举行会谈，就深化合作、全面深化合作等进行交流。

展望未来，随着国防需求的演变和科技产业的变革发展，军工集团或将继续通过分立重组来整合资源，打造更具规模效应和协同效应的产业集群。作为国防建设的重要力量，十大军工集团肩负支撑国防现代化、推动科技自立自强的重任，在各自领域持续发力，不断书写我国军工事业的新篇章。

图22：我国十大军工集团战略分合重组历程



资料来源：各集团官网，民生证券研究院整理

2.1.2 企业层面

高质量并购是当下市场发展趋势所在。2020~2023 年, 军工行业实现 IPO (含北交所) 的企业数量分别是 14 家、13 家、20 家、16 家; 2024 年有 5 家企业上市且主要集中于下半年。我们看到, 行业公司 IPO 节奏总体趋缓, 但与之相反的是, 并购重组热度渐起。2024 年, 国务院及证监会共发布了三项全国性的, 与并购重组相关的指导文件; 深圳及上海也分别发布了地方性的并购重组指导文件。

2024 年 9 月 27 日, 国务院国资委召开国有企业改革深化提升行动 2024 年第三次专题推进会, 重点提出国有企业要加大战略性重组、专业化整合和前瞻性布局力度, 围绕新技术、新领域、新赛道开展更多高质量并购。我们认为, 并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具, 2024 年以来一系列政策的出台也将对我国资本市场的长期健康发展产生深远的影响。

图23：2024 年，国务院、证监会发布了三项全国性的与并购相关的指导文件

序号	时间	政策	发布单位	主要内容
1	2024年4月12日	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》 (新“国九条”)	国务院	1) 是继2004年、2014年两个“国九条”后, 时隔10年国务院再次出台的资本市场指导性文件 2) 看点1: 制定 上市公司市值管理 指引, 包括加大对分红优质公司的激励力度, 多措并举推动提高股息率等 3) 看点2: 支持头部机构通过 并购重组 、组织创新等方式提升核心竞争力等 4) 看点3: 促进 新质生产力 发展
2	2024年6月19日	《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》 (“科八条”)	证监会	包括强化科创板“硬科技”定位、更大力度支持 并购重组 、完善 股权激励 制度、积极营造良好市场生态(包括深入实施“ 提质增效重回报 ”行动等)等八个方面
3	2024年9月24日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》 (“并购六条”)	证监会	从助力 新质生产力 发展、加大 产业整合 支持力度、提升监管包容度等六个方面进一步强化 并购重组 资源配置功能, 发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用, 适应 新质生产力 的需要和特点, 支持上市公司注入优质资产、提升投资价值
4	2024年11月27日	《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案(2025~2027)(公开征求意见稿)》 (“深圳并购重组14条”)	深圳市委金融办	行动方案明确, 到2027年底, 推动深圳境内外上市公司质量全面提升、总市值突破 15万亿元 ; 推动并购重组市场持续活跃, 完成并购重组项目总数量突破 100单 、交易总价值突破 300亿元 , 形成一批优秀的并购案例, 发挥示范引领作用, 助力深圳打造有重要影响力的创新资本形成中心
5	2024年12月12日	《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025~2027年)》 (“上海并购重组12条”)	上海市人民政府办公厅	1) 力争到2027年, 落地一批重点行业代表性并购案例, 在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育 10家左右 具有国际竞争力的上市公司, 形成 3000亿元 并购交易规模, 激活总资产超 2万亿元 2) 集聚3~5家有较强行业影响力的专业并购基金管理人, 中介机构并购服务能力大幅提高, 努力将上海打造成为产业能级显著提升、并购生态更加健全、协作机制多元长效的上市公司并购重组先行区和示范区, 更好服务经济高质量发展

资料来源：证监会官网，国务院官网，民生证券研究院

2024 年，军工行业并购重组事件不断：1) **2024 年 7 月**，中直股份完成对哈飞和昌飞的股权收购，哈飞和昌飞已成为其全资控股子公司。2) **2024 年 9 月**，中国船舶筹划通过向中国重工全体股东发行 A 股股票方式换股吸收合并中国重工。目前，国务院国资委等主管部门出具了有关批复意见，原则同意本次交易的总体方案。3) **2024 年 10 月**，中国动力为促进柴油机业务高质量发展，拟通过发行可转债及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机 16.5136% 的股权。自交易预案披露以来，公司及相关各方积极稳步推进相关尽职调查、审计、估值等工作，目前评估机构已结束现场工作，开始编制本次交易相关文件。4) **2024 年 10 月**，长盈通筹划以发行股份及支付现金的方式购买武汉生一升的股权，同时募集配套资金。自交易预案披露以来，公司及其他相关方正在积极推进本次交易的相关工作。5) **2024 年 12 月**，烽火电子披露发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（上会稿），拟通过发行股份及支付现金的方式购买长岭电气、金创和信、陕西电子 3 名交易对方持有的长岭科技 98.3950% 股权，并募集配套资金。

2025 年，行业并购重组持续进行中。1) **2025 年 1 月**，中航电测公告，重组涉及的标的资产交割及过户手续已办理完毕，航空工业成飞 100% 股权已完成交割过户，公司已合法取得标的资产，航空工业成飞已成为公司全资子公司。2) **2025 年 1 月**，纳睿雷达公告，正筹划以发行股份及支付现金的方式购买天津希格玛微电子 100% 股权，同时募集配套资金。我们认为，并购重组是企业壮大和盘活资产的有效途径，在政策的大力支持下，企业并购重组或将在未来一段时间内较为活跃。

图24：2024 年以来军工行业收购兼并事件梳理

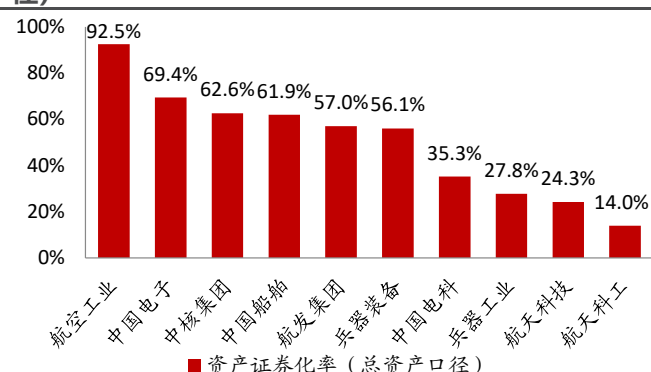
序号	时间	事件梳理
1	2024年7月	中直股份完成对哈飞和昌飞的股权收购，哈飞和昌飞已成为其全资控股子公司
2	2024年9月	中国船舶筹划通过向中国重工全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。目前，国务院国资委等主管部门原则同意本次交易的总体方案
3	2024年10月	中国动力筹划通过发行可转债及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机16.5136%的股权；目前，评估机构已结束现场工作，开始编制本次交易相关文件
4	2024年10月	长盈通筹划通过发行股份及支付现金的方式购买武汉生一升的股权，同时募集配套资金；目前，公司及其他相关方正在积极推进本次交易的相关工作
5	2024年12月	烽火电子拟通过发行股份及支付现金的方式购买长岭电气、金创和信、陕西电子3名交易对方持有的长岭科技98.3950%股权，并募集配套资金
6	2025年1月	航空工业成飞100%股权已完成交割过户，中航电测已合法取得标的资产，航空工业成飞已成为其全资子公司
7	2025年1月	纳睿雷达筹划通过发行股份及支付现金的方式购买天津希格玛微电子100%的股权，同时募集配套资金

资料来源：wind，各公司公告，民生证券研究院

2.2 资产证券化率：是结果而不是原因

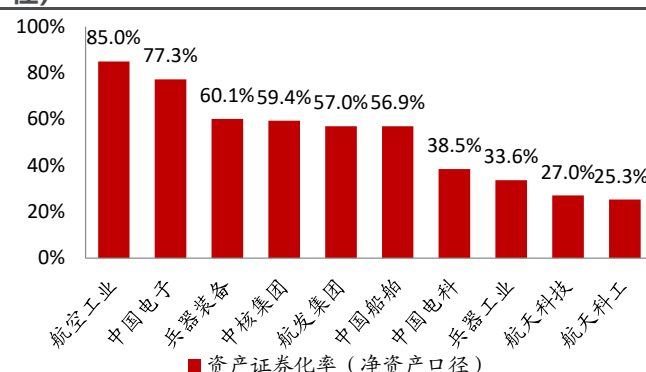
军工集团持续运作资产证券化。我们以总资产、净资产、营收、净利润为统计口径分别计算十大军工集团的资产证券化率。**截至 2023 年 12 月 31 日，1) 总资产口径：**航空工业集团（下辖 25 家上市公司）资产证券化率最高，达到 92.5%；航天科工集团（下辖 8 家上市公司）资产证券化率尚低，为 14.0%。**2) 净资产口径：**航空工业集团资产证券化率仍是全部集团中最高的，达到 85.0%；航天科工集团资产证券化率仍为最低的，为 25.3%。

图25：2023 年十大军工集团资产证券化率（总资产口径）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

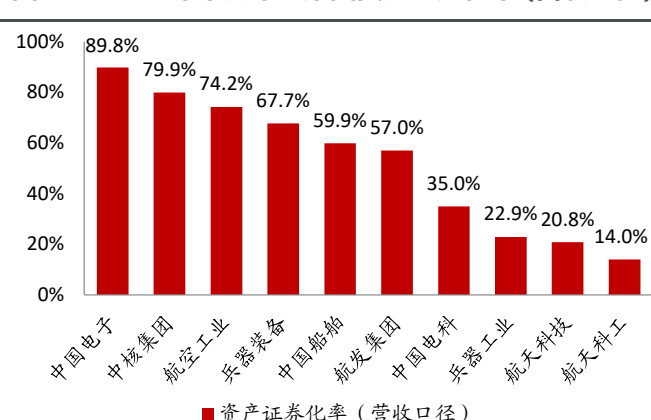
图26：2023 年十大军工集团资产证券化率（净资产口径）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

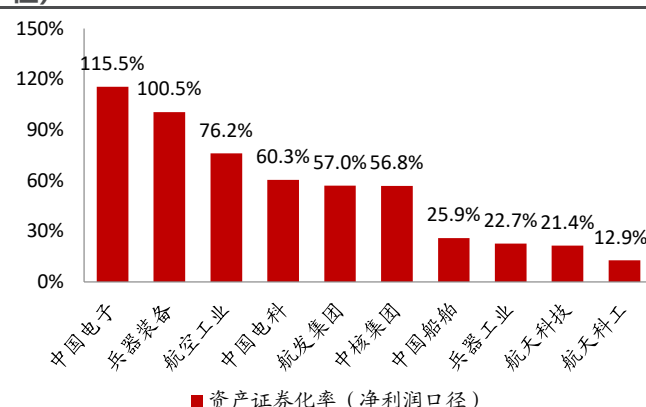
全部口径下，航天科工集团资产证券率最低。2023 年：1) 营收口径：中国电子集团（下辖约 20 家上市公司）资产证券化率最高，达到 89.8%；航天科工集团资产证券化率尚低，为 14.0%。**2) 净利润口径：**航天科工集团资产证券化率仍为最低的，为 12.9%。

图27：2023 年十大军工集团资产证券化率（营收口径）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

图28：2023 年十大军工集团资产证券化率（净利润口径）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：航发集团数据为测算值

军工集团资产证券化普遍集中在 2010 年及之前。我们梳理十大军工集团下辖核心上市公司发现，2020 年及之后上市的公司数量较少，具体看，截至目前，十大军工集团合计上市公司超过 90 家，其中，**1) 2000 年及之前：**上市的公司有 36 家，占比 39%；**2) 2001~2010 年（含两端）：**上市的公司有 30 家，占比 32%；**3) 2011~2019 年（含两端）：**上市的公司仅 12 家，占比 13%；**4) 2020 年及之后：**上市的公司仅 15 家，占比 16%。

展望未来，1) 对于资产证券化率尚低的集团来说，在政策的持续催化下，军工行业内仍存在资产证券化潜力。以十大军工集团为代表的央国企可以通过改革建设核心能力，增强产业链稳定性，集团下辖的上市公司也将受益于资产注入带来的价值重估。在此过程中，并购重组将是有力手段。**2)** 对于资产证券化率较高的集团来说，未来则可以重点关注自身经营效率的进一步提升，在实现此目标的过程中，股权激励、现金分红等将是有效途径。

2.3 “市值考核”或是价值重估的关键催化

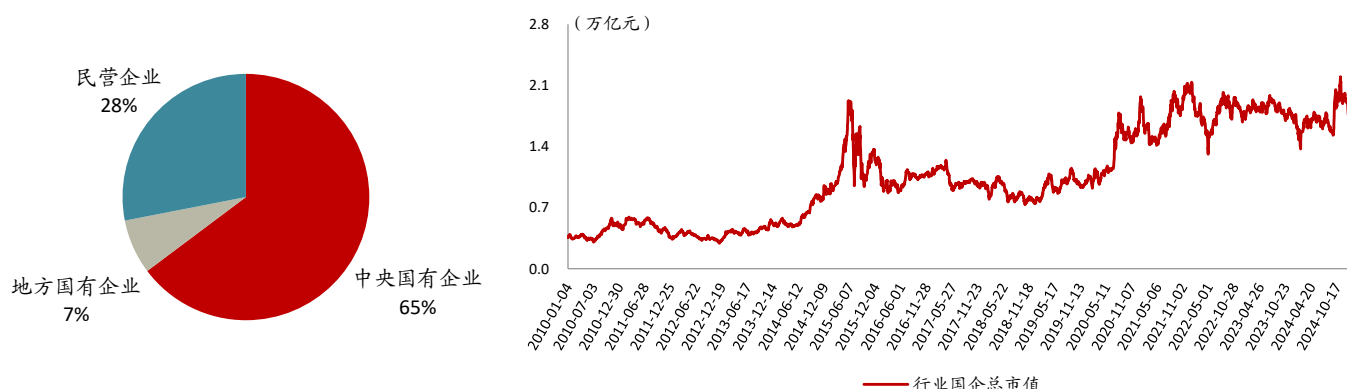
央企市值管理和经营考核工作在持续推进。2024年1月29日，国资委召开2024年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。在此之前，国资委已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效也纳入对央企负责人的考核，引导其更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

2024年以来军工行业内多家企业公布提质增效方案。我们以民生军工股票池中的国有企业作为研究对象进行分析，2024年2月以来，75家公司中有36家公司公告了《“提质增效重回报”行动方案》，旨在落实“以投资者为本”的理念，推动上市公司持续优化经营、规范治理和积极回报投资者，大力提高上市公司质量，助力信心提振、资本市场稳定和经济高质量发展。

2024年以来“市值管理”目标逐渐明确。1) 2024年11月15日，证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》，要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，并结合实际情况依法合规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映上市公司质量。2) 2024年12月17日，国务院国资委发布《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，主要包括：明确市值管理目标和方向、用好市值管理“工具箱”、健全工作机制、强化正向激励等。

国企总市值合计占军工行业总市值70%以上。我们以民生军工股票池作为研究对象进行分析，截至2025年2月18日收盘，军工行业总市值25033亿元，其中，中央国有企业总市值为16210亿元，占比65%；地方国有企业总市值为1798亿元，占比7%，国企总市值合计占比军工行业总市值的72%。

图29：军工行业不同类型企业总市值占比（左图）；2010年以来军工行业国企总市值变化（右图）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：总市值数据统计截至 2025/2/18 收盘；采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

2.4 股权激励：改革的有效途径

2020 年以来，行业内超过 70 家企业实施股权激励，其中，1) 15 家为中央国有企业，包括中航重机、北方导航、内蒙一机、中航光电、中航西飞、中航沈飞、航天电器等在内；2) 4 家为地方国有企业，包括广东宏大、七一二、宝色股份、国科军工。超过 50 家为民营企业，占比超过 70%。

图30：2020 年以来行业有超过 70 家公司实施股权激励

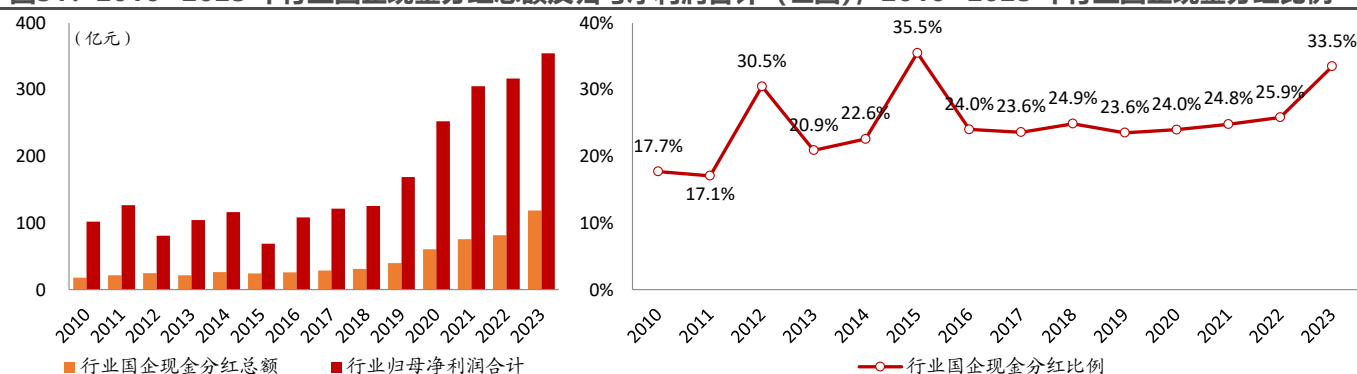
序号	名称	企业属性	首次实施公告日	序号	名称	企业属性	首次实施公告日
1	亚光科技（二期）	民营企业	2020-03-06	46	纵横股份	民营企业	2022-05-28
2	全信股份	民营企业	2020-05-07	47	图南股份（二期）	民营企业	2022-07-06
3	普天科技	中央国有企业	2020-05-08	48	天奥电子	中央国有企业	2022-07-07
4	中航重机（一期）	中央国有企业	2020-06-09	49	三角防务	民营企业	2022-07-09
5	利君股份	民营企业	2020-07-23	50	航天宏图（三期）	民营企业	2022-08-11
6	睿创微纳（一期）	民营企业	2020-09-19	51	安达维尔（四期）	民营企业	2022-09-09
7	盛路通信	民营企业	2020-09-26	52	航宇科技（一期）	民营企业	2022-09-17
8	上海瀚讯	民营企业	2020-11-14	53	亚光科技（三期）	民营企业	2022-09-20
9	铂力特	民营企业	2020-11-18	54	雷电微力（一期）	民营企业	2022-10-11
10	新雷能	民营企业	2020-12-04	55	立航科技	民营企业	2022-10-14
11	中科星图	中央国有企业	2020-12-08	56	睿创微纳（二期）	民营企业	2022-10-31
12	威海广泰	民营企业	2020-12-15	57	中简科技	民营企业	2022-11-15
13	航天宏图（二期）	民营企业	2020-12-23	58	智明达（二期）	民营企业	2022-11-24
14	电科网安	中央国有企业	2020-12-30	59	中航光电	中央国有企业	2022-12-02
15	北方导航	中央国有企业	2020-12-31	60	新劲刚（二期）	民营企业	2022-12-07
16	新劲刚（一期）	民营企业	2021-01-21	61	佳缘科技	民营企业	2022-12-21
17	新光光电	民营企业	2021-01-22	62	超卓航科	民营企业	2022-12-28
18	万泽股份（二期）	民营企业	2021-02-10	63	中航西飞	中央国有企业	2023-02-08
19	航天长峰	中央国有企业	2021-02-10	64	爱乐达	民营企业	2023-02-08
20	科思科技	民营企业	2021-02-26	65	思科瑞	民营企业	2023-03-11
21	光启技术	民营企业	2021-03-03	66	中航沈飞	中央国有企业	2023-03-18
22	安达维尔（三期）	民营企业	2021-03-15	67	万泽股份（四期）	民营企业	2023-03-28
23	图南股份（一期）	民营企业	2021-03-16	68	航天电器	中央国有企业	2023-05-16
24	景嘉微（二期）	民营企业	2021-04-28	69	霍莱沃（二期）	民营企业	2023-05-26
25	雷科防务	民营企业	2021-05-07	70	智明达（三期）	民营企业	2023-06-06
26	火炬电子	民营企业	2021-05-07	71	邦彦技术	民营企业	2023-06-07
27	内蒙一机	中央国有企业	2021-05-08	72	西测测试	民营企业	2023-07-21
28	鸿远电子	民营企业	2021-05-18	73	隆达股份	民营企业	2023-09-12
29	星网宇达	民营企业	2021-05-21	74	索辰科技	民营企业	2023-09-14
30	霍莱沃（一期）	民营企业	2021-06-25	75	雷电微力（二期）	民营企业	2023-10-20
31	智明达（一期）	民营企业	2021-07-12	76	广东宏大	地方国有企业	2023-12-01
32	北斗星通	民营企业	2021-07-17	77	中航重机（二期）	中央国有企业	2023-12-23
33	海特高新	民营企业	2021-08-17	78	斯瑞新材	民营企业	2024-01-25
34	菲利华	民营企业	2021-08-27	79	七一二	地方国有企业	2024-01-25
35	东华测试	民营企业	2021-10-29	80	天秦装备	民营企业	2024-03-22
36	复旦微电	民营企业	2021-12-07	81	霍莱沃（三期）	民营企业	2024-03-29
37	振芯科技（二期）	民营企业	2021-12-09	82	铖昌科技	民营企业	2024-05-14
38	万泽股份（三期）	民营企业	2022-01-06	83	国光电气	民营企业	2024-05-17
39	航天彩虹	中央国有企业	2022-01-12	84	航亚科技	民营企业	2024-06-21
40	广联航空	民营企业	2022-02-10	85	景嘉微（三期）	民营企业	2024-07-01
41	航宇科技（二期）	民营企业	2022-04-13	86	长盈通	民营企业	2024-08-29
42	盟升电子	民营企业	2022-04-27	87	振芯科技（三期）	民营企业	2024-12-30
43	航天晨光	中央国有企业	2022-05-11	88	宝色股份	地方国有企业	2024-12-30
44	光威复材	民营企业	2022-05-21	89	国科军工	地方国有企业	2024-12-31
45	四创电子	中央国有企业	2022-05-28				

资料来源：wind，民生证券研究院 注：排序按照“首次实施公告日”

2.5 现金分红：增强稳定性、持续性和可预期性

我们以民生军工股票池中的国企作为研究对象进行分析，2010~2023 年，其现金分红比例由 17.7%提升至 33.5%，2024 年 1 月，国新办及国资委均针对分红提出意见，包括“增强现金分红稳定性、持续性和可预期性，增加现金分红频次，优化现金分红节奏，提高现金分红比例”等。我们认为，展望未来，行业内国企或将继续加大分红力度，积极回报股东，同时进一步提升投资者回报能力和水平。

图31：2010~2023 年行业国企现金分红总额及归母净利润合计（左图）；2010~2023 年行业国企现金分红比例



资料来源：wind，民生证券研究院 注：采用民生军工股票池中的国有企业作为研究对象

图32：2023 年行业 64 家国企进行现金分红，比例最高达到 130%

序号	代码	简称	总市值/亿元	2023年现金分红比例	序号	代码	简称	总市值/亿元	2023年现金分红比例
1	300342.SZ	天银机电	71	129.66%	39	600262.SH	北方股份	32	30.11%
2	688543.SH	国科军工	83	82.54%	40	600562.SH	国豪科技	231	30.05%
3	300516.SZ	久之洋	57	76.41%	41	600523.SH	贵航股份	51	30.05%
4	600372.SH	中航机载	555	62.59%	42	000738.SZ	航发控制	254	30.05%
5	688122.SH	西部超导	282	60.44%	43	601698.SH	中国卫通	851	30.04%
6	002683.SZ	广东宏大	191	59.05%	44	600118.SH	中国卫星	316	30.02%
7	688586.SH	江航装备	74	53.31%	45	600482.SH	中国动力	515	30.02%
8	002465.SZ	海格通信	272	52.95%	46	600893.SH	航发动力	982	30.00%
9	000801.SZ	四川九洲	159	51.05%	47	600765.SH	中航重机	271	30.00%
10	688631.SH	莱斯信息	177	50.74%	48	2357.HK	中航科工	313	28.68%
11	002544.SZ	普天科技	138	50.06%	49	002025.SZ	航天电器	198	23.13%
12	600967.SH	内蒙一机	175	50.00%	50	688439.SH	振华风光	97	23.03%
13	600184.SH	光电股份	57	41.92%	51	000733.SZ	振华科技	224	23.02%
14	688375.SH	国博电子	288	41.24%	52	688709.SH	成都华微	172	22.93%
15	688297.SH	中无人机	257	39.49%	53	002049.SZ	紫光国微	529	22.66%
16	002389.SZ	航天彩虹	175	38.72%	54	601606.SH	长城军工	86	21.66%
17	002179.SZ	中航光电	759	38.09%	55	002933.SZ	新兴装备	39	20.59%
18	300402.SZ	宝色股份	35	37.99%	56	688568.SH	中科星图	317	20.44%
19	002149.SZ	西部材料	83	37.32%	57	301517.SZ	陕西华达	52	17.96%
20	688563.SH	航材股份	236	37.25%	58	002268.SZ	电科网安	151	14.55%
21	600760.SH	中航沈飞	1,230	36.66%	59	300455.SZ	航天智装	93	11.88%
22	600501.SH	航天晨光	79	36.00%	60	603712.SH	七一二	133	10.53%
23	600316.SH	洪都航空	225	33.10%	61	003009.SZ	中天火箭	60	10.03%
24	600038.SH	中直股份	304	33.05%	62	000519.SZ	中兵红箭	203	9.25%
25	002935.SZ	天奥电子	65	32.80%	63	600855.SH	航天长峰	51	-0.71%
26	600685.SH	中船防务	240	32.35%	64	601989.SH	中国重工	1,017	-29.16%
27	000768.SZ	中航西飞	682	32.31%	65	000547.SZ	航天发展	111	-
28	002190.SZ	成飞集成	59	31.82%	66	600151.SH	航天机电	97	-
29	600435.SH	北方导航	150	31.26%	67	000901.SZ	航天科技	88	-
30	600456.SH	宝钛股份	134	30.73%	68	600391.SH	航发科技	61	-
31	600072.SH	中船科技	183	30.72%	69	600416.SH	湘电股份	135	-
32	603977.SH	国泰集团	68	30.59%	70	600343.SH	航天动力	67	-
33	688552.SH	航天南湖	59	30.28%	71	600990.SH	四创电子	61	-
34	600150.SH	中国船舶	1,440	30.25%	72	002189.SZ	中光学	51	-
35	600879.SH	航天电子	294	30.17%	73	002383.SZ	合众思壮	58	-
36	600764.SH	中国海防	181	30.17%	74	302132.SZ	中航成飞	-	-
37	300034.SZ	钢研高纳	115	30.12%	75	300527.SZ	中船应急	77	-
38	600862.SH	中航高科	332	30.12%					

资料来源：wind，民生证券研究院 注：排序按照“2023 年现金分红比例”；总市值数据统计截至 2025/2/18 收盘

3 投资建议：改革是中长期的主线逻辑

军工已至需求底部；重视反转机会。回顾过去五年（2020~2024年），军工行业既经历了2020~2022年持续了三年的高景气周期，也经历了2023~2024年的需求端阶段性调整。我们认为，从需求端看，装备的国际比较差距和结构优化空间尚在；从供给端看，新一代装备逐渐成熟放量。“供需共振推动行业景气上行”的定性判断在未来较长时间内仍然成立，同时，国企改革作为催化剂，在更深层次上带来企业治理的改善，将持续推动行业发展。展望2025年及“十五五”周期（2026~2030年），甚至更远期的军工行业，新的“五年计划周期”将进一步明确行业的发展方向与需求情况；“装备升级换代周期”在持续进行；“国企改革周期”则贯穿始终，“三周期叠加”的逻辑将是一以贯之的。同时我们能注意到，近期，军工行业内订单公告发布密度明显提升，在一定程度上预示行业需求正在逐步回暖，军工行业当下已至需求底部，重视反转机会。

1) 航天南湖：2024年11月14日，公司公告收到新型防空预警雷达整机产品的相关任务需求订单，总金额约4.93亿元。

2) 光威复材：2024年12月26日，公司公告全资子公司威海拓展与客户A签订了《物资采购合同》，合同总金额为36.64亿元，执行周期贯穿2024~2027年，行业需求确定性强。

3) 国科军工：2025年1月9日，公司公告全资子公司先锋公司与九江国科收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品2025年订货合同，合同总金额7.39亿元。

4) 北方导航：2025年1月9日，公司发布2024年业绩预告，预计4Q24实现归母净利润中枢为1.22亿元，创近10年单季度历史新高，行业需求复苏渐近。

5) 洪都航空：2025年1月9日，公司公告2025年日常关联交易，预计2025年向航空工业下属公司采购货物/委托加工/接受劳务的金额为48.2亿，较2024年预计值+55.6%，较2024年实际值+249.6%。预计2025年向航空工业下属公司销售货物的金额为85.2亿元，较2024年预计值+26.3%，较2024年实际值+95.1%。

6) 理工导航：2025年1月18日，公司公告2023年10月订货的进展，目前合同已完成签署，金额为1.8亿元。

7) 光启技术：2025年2月6日，公司公告下属子公司光启尖端近期累计与两家客户签订合计7.8亿元的超材料产品批产合同。

8) 航宇科技：2025年2月6日，公司公告与某海外客户签署长期供货协议，某海外客户将于2025~2030年期间向公司采购总金额约6500万美元（约合4.73亿元人民币）的航空发动机锻件产品。

图33：重点央企国企的估值表

序号	证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
1	002179.SZ	中航光电	35.79	1.58	1.74	2.05	23	21	17	3.7	3.3	2.9
2	000733.SZ	振华科技	40.34	4.84	1.85	2.63	8	22	15	1.6	1.5	1.3
3	600862.SH	中航高科	23.83	0.74	0.85	1.03	32	28	23	5.3	4.6	4.0
4	600760.SH	中航沈飞	44.62	1.09	1.37	1.69	41	33	26	8.1	6.9	5.8
5	000768.SZ	中航西飞	24.50	0.31	0.40	0.52	79	61	47	3.5	3.3	3.2
6	600038.SH	中直股份	37.13	0.54	0.89	1.10	69	42	34	3.0	2.8	2.6
7	600372.SH	中航机载	11.46	0.39	0.42	0.53	29	27	22	1.5	1.5	1.4
8	600893.SH	航发动力	36.85	0.53	0.57	0.71	70	65	52	2.5	2.4	2.3
9	002025.SZ	航天电器	43.37	1.64	1.33	1.89	26	33	23	3.2	2.9	2.7
10	688568.SH	中科星图	58.30	0.63	0.89	1.25	93	66	47	8.9	8.2	7.2
11	600562.SH	国睿科技	18.57	0.48	0.53	0.66	39	35	28	4.2	3.8	3.5
12	600879.SH	航天电子	8.90	0.16	0.24	0.22	56	37	40	1.4	1.4	1.4
13	600990.SH	四创电子	22.40	-2.00	0.06	0.19	-	373	118	2.9	2.9	2.8
14	600967.SH	内蒙一机	10.30	0.50	0.50	0.53	21	21	19	1.5	1.5	1.4
15	688297.SH	中无人机	38.06	0.45	0.16	0.39	85	238	98	4.4	4.4	4.3
16	300034.SZ	钢研高纳	14.80	0.41	0.51	0.63	36	29	23	3.4	3.1	2.9
17	002389.SZ	航天彩虹	17.62	0.15	0.25	0.34	117	70	52	2.2	2.1	2.1
18	000738.SZ	航发控制	19.33	0.55	0.64	0.77	35	30	25	2.2	2.0	1.9
19	688375.SH	国博电子	48.32	1.02	0.87	1.11	47	56	44	4.8	4.6	4.4
20	688563.SH	航材股份	52.50	1.28	1.48	1.86	41	35	28	2.4	2.3	2.1
21	600435.SH	北方导航	9.98	0.13	0.04	0.20	77	250	50	5.5	5.5	5.0
22	601698.SH	中国卫通	20.15	0.08	0.15	0.13	252	134	155	5.6	5.4	5.2
23	688543.SH	国科军工	47.40	0.80	1.07	1.41	59	44	34	3.7	3.6	3.4
24	2357.HK	中航科工	3.53	0.31	0.37	0.44	11	10	8	0.9	0.8	0.7
25	688552.SH	航天南湖	17.57	0.30	0.24	0.32	59	73	55	2.2	2.2	2.1
26	301517.SZ	陕西华达	47.86	0.73	0.49	0.67	66	98	71	3.9	3.8	3.6
27	600184.SH	光电股份	11.26	0.14	0.10	0.14	80	113	80	2.3	2.2	2.2
28	003009.SZ	中天火箭	38.42	0.62	0.56	0.78	62	69	49	3.7	3.5	3.3

资料来源：wind，民生证券研究院预测
 币=0.9326 人民币

注：表中公司为民生证券覆盖标的；数据统计截至 2025/2/18 收盘；中航科工股价及 EPS 单位为人民币，1 港

4 风险提示

1) 行业政策发生变化。国防军工行业的发展很大程度上取决于国家的国防政策，如果政策出现调整，将对行业及公司造成直接影响。

2) 需求恢复不确定性。国防军工行业产品的采购和交付一般具有较强计划性和确定性，但产业链上、中、下游环节产能扩张不顺、技术开发进度不及预期、下游环节需求恢复不及预期等原因均有可能导致产品的生产及交付受阻，当前行业订单恢复的时间仍具有不确定性。

3) 并购重组不及预期。高质量并购是市场发展趋势所在，当下军工行业并购重组事件较多，但市场环境、政策方向等仍存在一定不确定性，因此并购重组仍存在落地不及预期的风险。

插图目录

图 1: 2007~2023 年全国国企营业总收入及同比增速.....	3
图 2: 2007~2023 年全国国企利润总额及同比增速.....	3
图 3: 1997~2023 年全国国企资产总额.....	3
图 4: 2018~2023 年全国国企资产负债率.....	3
图 5: 中国央企名录.....	4
图 6: 十大军工集团及六大装备方向.....	5
图 7: 十大军工集团总资产情况 (截至 2023/12/31)	6
图 8: 十大军工集团净资产情况 (截至 2023/12/31)	6
图 9: 2023 年十大军工集团营收情况.....	6
图 10: 2023 年十大军工集团净利润情况.....	6
图 11: 十大军工集团资产收益率情况.....	7
图 12: 十大军工集团净利率情况.....	7
图 13: 军工行业不同类型企业数量占比.....	8
图 14: 军工行业总资产结构.....	8
图 15: 2023 年军工行业营收结构.....	8
图 16: 2023 年军工行业归母净利润结构.....	8
图 17: 2020~2025 年, 国务院国资委对中央企业考核体系的演变	9
图 18: 2016~2023 年军工行业国企总营收及同比增速	10
图 19: 2016~2023 年军工行业国企净利润及同比增速	10
图 20: 2016~2023 年军工行业国企净利率及趋势.....	10
图 21: 2016~2023 年军工行业国企研发投入及强度	10
图 22: 我国十大军工集团战略分合重组历程.....	12
图 23: 2024 年, 国务院、证监会发布了三项全国性的与并购相关的指导文件	13
图 24: 2024 年以来军工行业收购兼并事件梳理.....	14
图 25: 2023 年十大军工集团资产证券化率 (总资产口径)	15
图 26: 2023 年十大军工集团资产证券化率 (净资产口径)	15
图 27: 2023 年十大军工集团资产证券化率 (营收口径)	15
图 28: 2023 年十大军工集团资产证券化率 (净利润口径)	15
图 29: 军工行业不同类型企业总市值占比 (左图); 2010 年以来军工行业国企总市值变化 (右图)	17
图 30: 2020 年以来行业有超过 70 家公司实施股权激励.....	18
图 31: 2010~2023 年行业国企现金分红总额及归母净利润合计 (左图); 2010~2023 年行业国企现金分红比例	19
图 32: 2023 年行业 64 家国企进行现金分红, 比例最高达到 130%	19
图 33: 重点央企国企的估值表.....	21

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048