

国防军工

军工行业周报：历史最高周成交量意味着什么

报告摘要

◆ 核心观点

本周，国防军工（申万）(+7.89%)，涨幅全行业排名第三，其中中华丰科技、莱斯信息、神宇股份、中航电测等四只个股股价创历史新高，次新股上大股份首日上涨 1060.61%。本周国防军工板块成交额 3401.60 亿元，周成交额创出历史新高，突破 2015 年 5 月 3343.52 亿元周成交额记录。同时，国防军工板块成交量占 A 股成交量比重也进一步提升，达到 4.21%。

历史最高周成交量，意味着市场对军工行业的信心和关注度迅速提升，意味着军工行业资产证券化预期、并购重组密集推出、地缘政治刺激等优势在市场风险偏好提升的情况下更加凸显，意味着降价、反腐、短期需求波动等造成的即将披露的很有可能是十年最差三季报预期已充分消化，意味着低空经济、商业航天、民机、军贸等“大军工”天花板进一步打开，意味着军工行业从市场舞台边缘重新回到了聚光灯下的主舞台。

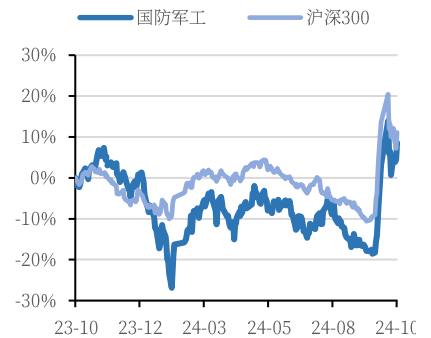
从行业层面看，本周“大军工”核心领域的低空经济、商业航天、民机齐发力，多项政策、方案、签约、核心节点均在本周落地，带动莱斯信息、华力创通、川大智胜、四川九洲、神宇股份等“大军工”核心标的本周涨幅居前。低空经济领域，财联社援引《科创板日报》信息显示国家相关部委拟成立低空经济专管司局，对低空经济领域的支持、规划、基础能力建设拟进一步加速；商业航天方面，本周商业航天密集发射，G60“千帆星座”第二批一箭 18 星、高分十二号 05 星入轨成功，同时《国家空间科学中长期发展规划（2024—2050 年）》、《广东省推动商业航天高质量发展行动方案（2024—2028 年）》等顶层规划、发展政策密集出炉，多维度事件进一步催化下可能将持续带来卫星板块结构性的上涨机会，我们建议关注航天发射及卫星互联网赛道；民机方面，2024

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

相关研究报告

军工电子月报：压得深，弹得急 —2024-10-18

军工材料月报：复苏下的军工材料投资机会 —2024-10-16

军工行业周报：军工的节奏 —2024-10-13

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

上海民用航空产业发展大会成功举行，15家航空产业重点项目落地签约上海临港新片区，签约项目涉及总金额超260亿元，国产大飞机生产、交付能力或将进一步提升，加速。

正如我们在周报《分化之后，行业机会在哪》中分析，随着市场进入行业之间的分化，个股之间的分化，时间上的分化，结构上的分化，同时进入三季报披露时点，市场短期也将再次关注基本面的情况，并迎来估值切换。我们在此前周报中，指出 **2024年中报是近十年最差中报，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一**。行业表现也有所反应，算是“利空”落地，市场对行业三季报仍将局部承压也存在一定共识。而近期以中航沈飞调增关联交易来看，尽管绝对数值不高，但仍能窥见行业飞雪严寒后，基本面的暗暗春意，在行业资本市场的春天后，对行业需求预期也有回暖迹象。

站在当前时点，**在市场风险偏好提升的市场环境，意味着预期的有效性大幅提升，尤其是长期预期可以得到充分定价**。那么军工行业具备的若干方面的预期，尤其是长期预期，可以得到更加有效而且充分的定价，如：并购重组、资产证券化率提升、订单回暖业绩兑现、地缘政治刺激等。

一、从全行业视角看，军工特点或优势有四

① **十年最差中报后，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一**。核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%，军工行业走出了近十年最差中报业绩表现。行业表现不尽如人意，但8月底以来行情和股价表现体现出中报情况大多在市场预期之中的 price in，算是“利空”落地。人事调整、需求减缓、降价压力等多重困难对行业造成的压制，影响最为严重的时刻已逐步过去，“十四五”计划已进入最后攻坚阶段，2027建设目标亦迫在眉睫，全行业中期视角来看，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一。

② **资产证券化、资产重组整合、收并购的行业逻辑有望再度成为主线**。在过去几年市场风险偏好较低的情况下，军工科研院所的改制、央企混改、资产重组、资产证券化率提升的预期，市场对此类难度大、期限长、不确定性高的主题，并未给予过高溢价甚至是选择忽略的。当前，军工央企市值管理重视程度空前，国资委和金融监管对收并购支持鼓励，尤其随着市场风险偏好提升，此类主题将获得更高溢价和市场认可。中国船舶吸并中国重工，复盘后中国船舶股价下跌，市场上涨后

很快随之大涨 23.29%，思林杰并购科凯电子复盘后大涨 75.26%，都体现了这一逻辑的再次确立。我们对军工行业并购潮来临的分析，详见正文与年度策略，成飞重组正在进行时，9 月 30 日松发股份公告收购恒力重工，9 月 26 日保变电气公告兵器装备集团拟将持有上市公司股权无偿划转至中国电气装备。

③ 军工行业是新质生产力的典型代表。这一逻辑勿用赘述。

④ 市场风险偏好提升下，地缘政治事件对军工行情的刺激性大幅提升。强国必先强军，军强方能国安。全球地缘政治形势日趋复杂，各国安全诉求不断提升，一定程度呈现出军备竞赛的局面。我国在经济下行压力加大的情况下，2024 年继续维持军费 7.2% 的增速虽说实属不易，但如此局面之下，预计军费依然将维持相当投入强度。北京时间 10 月 2 日凌晨，伊朗对以色列发动导弹攻击，也是伊朗首次使用法塔赫高超音速导弹，作为中东地区举足轻重的两个国家，伊朗和以色列的直接对垒，令中东“火药桶”进一步被点燃，再加上背后美、俄等大国的身影，以及当前依然胶着的俄乌冲突和巴以冲突，中东乃至全球地缘政治局势似乎愈来愈走向了失控的边缘。10 月 9 日，国防部新闻发言人吴谦就美国对台军援答记者问，对美国政府日前批准向中国台湾地区提供价值约 5.67 亿美元的军事援助，主要用于培训、反装甲、无人机等项目进行回应。10 月 11 日，朝鲜外务省发表重大声明，声明称韩国的反朝军事活动正在越过危险界线。声明称，韩国使用无人机向朝鲜首都进行了政治军事挑衅。韩国在 10 月 3 日、9 日和 10 日使用无人机侵入平壤上空，散发了无数反朝宣传单。韩国不仅在边境地区散发反朝宣传单，还使用可用于军事手段攻击的无人机入侵朝鲜首都上空。10 月 18 日，据韩国情报机构国情院消息，朝鲜已决定向俄罗斯派出 4 个旅团规模的特战部队士兵参战，规模为 12000 人。据国情院消息，首批 1500 名已抵达俄罗斯的朝鲜士兵从朝鲜北部清津、咸兴、舞水端等地，搭乘俄罗斯海军太平洋舰队所属舰艇抵达俄罗斯符拉迪沃斯托克，预计在展开适应性训练后投入俄乌作战前线。

经过几十年积淀与投入，我国军工行业已经基本具备了相当的技术基础和物质条件，武器装备在性价比上也具备了较强的国际竞争力，军贸市场也将进一步打开，从而平摊国内成本，提升技术迭代速度，逐步实现“以军贸养军工”。我们看到，此次袭击发生后，美股大跌的同时，美国军火公司洛克希德马丁和诺斯罗普格鲁曼皆创出了历史新高，也是受益于军贸的潜在需求。在市场风险偏好较低的环境中，地缘政治冲突

对军工行情的刺激极其有限，但随着市场风险偏好的提升，每一次地缘政治事件都将引发和聚集市场对军工的关注度的提升。

二、这一轮行情和 2014-2015 行情，军工行业自身的区别

① **数量不同。**得益于十四五前期军工行业的快速发展及注册制将开放，军工行业上市公司数量实现了跨越式增长。2015 年底，军工行业上市公司约 111 家，占 A 股上市企业数量比例为 3.93%，总市值为 1.83 万亿，占 A 股总市值 3.44%。2024 年 9 月底，军工上市企业数量提升至 237 家，占 A 股上市企业数量比例为 4.43%，总市值为 3.14 万亿，占 A 股总市值 3.38%。军工行业上市公司数量及市值规模快速提升。同时，随着军民两用的推进，军工行业范畴得到了较大的扩展，从武器装备领域拓展至大军工领域，包括军贸、民机、低空经济、商业航天、信创网安等。

② **规模不同。**2015 年底，军工行业上市公司总收入为 4175 亿元，归母净利润为 78 亿元；至 2023 年底，军工行业上市公司总收入和归母净利润则快速增长至 8971 亿元及 449 亿元。营收、利润规模，盈利能力得到快速提升。

③ **业务不同。**军工上市公司中，军工核心业务上市公司越来越多，中航沈飞、中航成飞、中无人机、航材股份等核心军工资产（拟）重组上市。同时，从细分赛道看，军工上市公司业务充分反应行业从机械化向信息化进程，军工电子、新材料等占比大幅提升。

④ **资产证券化率不同。**随着军工上市企业数量及规模快速提升，行业资产证券化率大幅提升，以军工央企为例，2015 年底，军工央企整体资产证券化率为 37.30%，至 2023 年底，军工央企整体资产证券化率为 50.20%。虽然提升较为明显，在当前政策环境下，我们预计军工央企优质资产注入、重组整合仍有一定的空间。与此同时，军工行业经过过去一段时间发展，进入行业整合期，民参军企业通过收并购完成资产证券化将成为行业发展趋势之一。

三、军工行情推演

我们维持此前观点，投资军工行业的盈利和超额收益来自于以下几个方面，也可能是市场走向分化之后的节奏：

① **填洼地：**前期超跌、悲观预期充分体现的领域，如军工电子、军工材料；

②**塑权重**：沪深 300 和 A500 等指数中的军工权重股；

③**“双击”**：待到“十四五”末订单和业绩的逐步兑现，以及“十五五”计划的逐步明朗，将带来业绩和估值的“双击”；

④**行业特殊性溢价**：并购重组、市值管理预期、地缘政治刺激、新质生产力和新质战斗力等带来的行业溢价。

四、投资建议

- ◆ 军工行业依然处于景气大周期；
- ◆ 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；
- ◆ 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和市值管理要求下的投资机会。

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，航发动机（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。

低空经济：莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

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。

信息化+国产替代：

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

军工材料：

光威复材、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）；超卓航科（增材制造）。

正文目录

近一周行情	9
重要事件及公告	9
一、 军工特点或优势之基本面利空落地，预期有望回暖.....	10
二、 军工特点或优势之资产证券化、资产重组整合、收并购的行业逻辑 有望再度成为主线	14
(一) 军工行业上市公司并购情况	14
(二) 当前军工行业并购动机	17
(三) 军工行业并购趋势与特点	20
三、 军工特点或优势之新质战斗力及新质生产力带来新增量.....	21
(一) 无人机等新域新质作战力量、武器装备自主可控需求只增不减	21
(二) 商业航天：抢占新时代太空话语权	21
(三) 低空经济：新主题、新动能、大赛道.....	22
四、 军工特点或优势之地缘政治事件行情刺激有效性提升.....	23
五、 本周市场数据	24
(一) 估值分位	24
(二) 军工板块成交额及 ETF 份额变化.....	25
(三) 融资余额变化	26
六、 军工三大赛道投资全景图	26
七、 建议关注的细分领域及个股	33
八、 风险提示	34

图表目录

图 1 核心军工企业近十年中报营业收入增速中位数情况	11
----------------------------------	----



图 2 核心军工企业近十年归母净利润增速中位数情况	11
图 3 2015—2023 年军工上市公司并购采取方式数量汇总（单位：次）	16
图 4 2015 年—2023 年军工上市公司并购采用方式（单位：次/%）	16
图 5 2015 年—2023 年军工上市公司并购采用方式（单位：亿元/%）	16
图 6 2015—2023 年军工上市公司并购采取方式金额分布（单位：亿元）	17
图 7 民参军企业并购数量占比 74%（单位：次/%）	17
图 8 军工央企并购金额规模占比 58%（单位：亿元/%）	17
图 9 军工行业上市公司并购原因、目标及各主体间协调关系.....	19
图 10 工板块成交量变化.....	25
图 11 近期主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）	25
图 12 2024 年以来主要军工 ETF 基金份额变化（单位：亿份）	26
图 13 两市融资余额与军工行业融资余额走势情况	26
图 14 军工主赛道投资全景图.....	28
图 15 大军工赛道投资全景图（一）	29
图 16 大军工赛道投资全景图（二）	30
图 17 新域新质赛道投资全景图.....	31
图 18 三大赛道各细分领域投资特点对比	32

近一周行情

本周，国防军工（申万）指数（+7.89%），行业（申万）排名（3/31）；

上证综指（+1.36%），深证成指（+2.95%），创业板指（+4.49%）；

涨幅前五：晟楠科技(+53.71%)、华丰科技(+51.01%)、北方长龙(+43.56%)、莱斯信息(+38.91%)、华力创通(+36.23%)。

涨幅后五：中国动力(-5.78%)、中国重工(-4.30%)、中国船舶(-3.29%)、星网宇达(-3.21%)、航锦科技(-1.69%)。

重要事件及公告

10月14日，广东省人民政府办公厅印发《广东省推动商业航天高质量发展行动方案（2024—2028年）》。

10月14日至15日，全军军事理论工作会议在京召开。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平作出重要指示。他强调，军事理论现代化是国防和军队现代化重要组成部分，在强军事业发展中具有重要先导作用。

10月15日，威海广泰公告，公司收到与重庆机场集团有限公司及代理商签订的3份销售合同，合同金额合计18,161万元。

10月15日，广联航空公告2024年度向特定对象发行股票预案，公司本次发行股票数量不超过本次发行前公司总股本296,632,900的30%，公司本次发行股票募集资金总额不超过人民币113,400.00万元（含本数）。募集资金拟用于上海民用航空生产基地项目、上海研发中心建设项目与补充流动资金。

10月15日，中国科学院、国家航天局、中国载人航天工程办公室联合发布了我国首个国家空间科学规划《国家空间科学中长期发展规划（2024—2050年）》，围绕我国空间科学发展的基本原则、发展目标以及至2050年我国空间科学发展路线图等内容进行了阐述。

10月15日，我国在太原卫星发射中心使用长征六号改运载火箭，成功将千帆极轨02组卫星发射升空，卫星顺利进入预定轨道，发射任务获得圆满成功。

10月15日，航天科技集团官方公众号发布，近日中国航天科技集团有限公司十一院所属彩虹无人机科技有限公司成功取得中国民航飞行员协会颁发的民用无人机驾驶员训练机构合格证，正式成为中国民航局认证的民用无人机驾驶员训练机构。

10月15日，中国航天科工集团有限公司召开2024年航天防务冲刺动员会。

10月15日，中国船舶集团旗下江南造船联合中船贸易为太平船务建造的14000TEU液化天然气（LNG）双燃料动力系列集装箱船首制船“KOTA EAGLE（鹰城）”号和2号船“KOTA EMERALD（翠城）”号同日命名，其中“KOTA EAGLE（鹰城）”号于当日签字交付。

10月15日，中国船舶集团有限公司与中国远洋海运集团有限公司在上海签订战略合作框架协议。

10月16日，我国在酒泉卫星发射中心使用长征四号丙运载火箭，成功将高分十二号05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。该卫星主要用于国土普查、城市规划、土地确权、路网设计、农作物估产和防灾减灾等领域。

10月16日，2024上海民用航空产业发展大会成功在上海临港新片区举行。活动现场，15家航空产业重点项目落地签约上海临港新片区，涉及机体结构、复合材料、机载系统等产业核心环节。签约项目涉及总金额超260亿元，将为民用航空产业发展提供更强的助推动能。

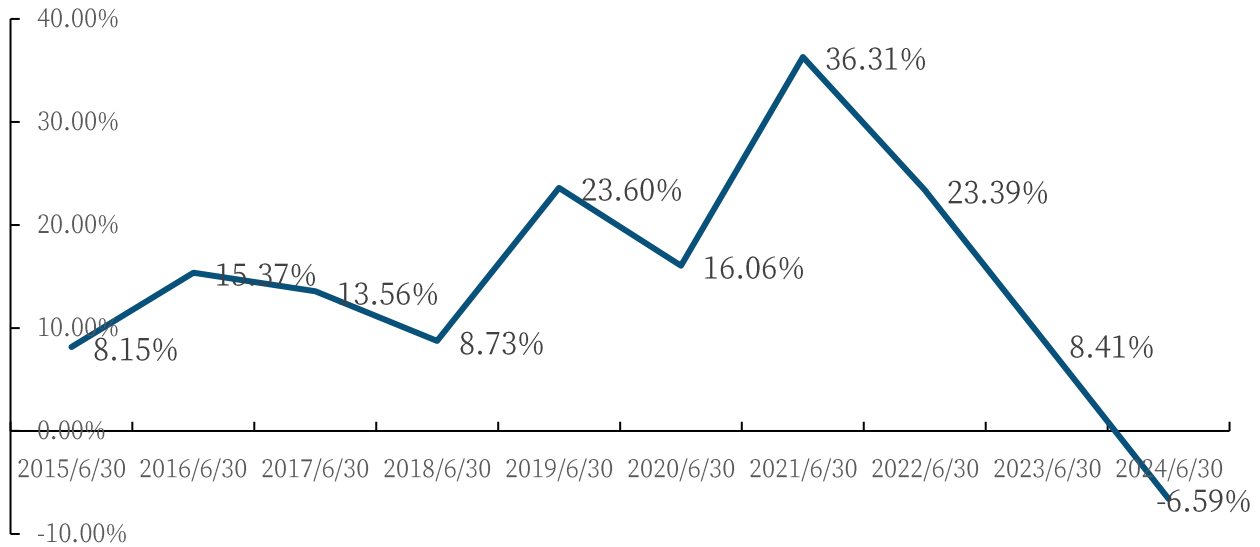
10月18日，根据财联社援引《科创板日报》信息，《科创板日报》记者从不同信源获悉，国家相关部委拟成立低空经济专管司局。

一、军工特点或优势之基本面利空落地，预期有望回暖

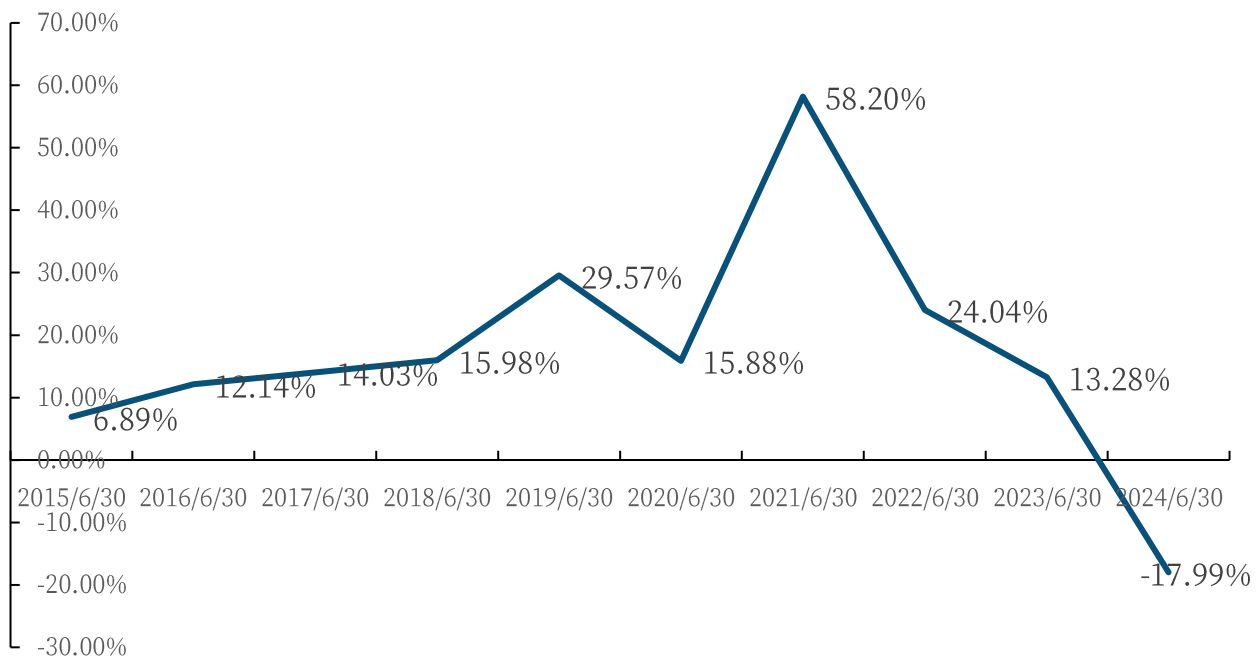
截至2024年8月31日，军工板块2024年中报已披露完毕，在233家军工板块上市公司中，78家公司2024年中报归母净利润同比实现增长，155家公司2024年中报归母净利润同比下降。军工行业已步入小周期一年有余，人事调整持续、需求节奏不明朗、军品降价压力不减，多重压力直接导致了核心军工企业营业收入增速中位数近十年首次为负、归母净利润增速中位数降至-17.99%，军工行业走出了近十年最差中报业绩表现。

“飞雪迎春到”，极寒之后或离柳暗花明不远。全行业中期视角来看，军工行业有望成为边际改善幅度最大的行业之一，这或许是十年“最差”中报后“最好”的消息。

进入十月，三季报陆续披露，市场对行业三季报仍将局部承压也存在一定共识。而近期以中航沈飞调增关联交易来看，尽管绝对数值不高，但仍能窥见行业飞雪严寒后，基本面的暗暗春意，在行业资本市场的春天后，对行业需求预期也有回暖迹象。

图1 核心军工企业近十年中报营业收入增速中位数情况


资料来源：wind，中航证券研究所整理

图2 核心军工企业近十年归母净利润增速中位数情况


资料来源：wind，中航证券研究所整理

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 **2024 年上半年军工企业收入、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，2024 年上半年收入同比增速中位数由 2023 年上半年的 4.75% 下降

至-6.59%、净利润增速中位数由 13.28%下降至-17.99%；

② **民参军企业业绩及盈利能力承压更为明显**。民参军企业盈利能力以及订单持续性的隐忧进一步凸显，2024 年上半年民参军企业收入同比增速中位数 0.47%虽较军工央企、地方国企表现更佳，但归母净利润增速中位数为-32.72%，**降速显著高于军工央企与地方国企**。同时，2024 年上半年民参军企业的净利率中位数已降至 4.67%，**较 2023 年中报减半**。我们认为，在行业小周期下民参军企业面临的问题主要有三点，具体来看：

1、**政策及法律法规风险**：2024 年已有 7 家民参军上市公司高管被留置，同时，相关监管追溯也导致了許多民参军企业招投标不合规的问题进行了暴露，已有多家民参军上市公司公告被暂停参加军队采购活动；

2、**新“国九条”持续加大金融监管力度，民参军企业面临优胜劣汰**：在新“国九条”政策指导下，民参军企业上市进度将有所减缓，与军工央企、地方国企等国有背景企业不同，民参军企业融资难度大、成本高、股东资金退出压力大，对上市融资的依赖性相对更高。同时业绩不达标、存在控股股东占用公司资金以及控制权无序争夺等情况的民参军企业将面临退市，以分红为例，我们以 2023 年之前上市的民参军企业为基准，对其 2023 年和 2022 年分红情况、归母净利润、营业收入、研发费用等数据进行统计，主板、科创板及创业板上市的民参军企业分别有 10 家、8 家及 10 家分红情况暂时尚未达到要求，占民参军上市公司数量的 22.95%。民参军企业大多规模相对较小，其中业绩波动性较大、盈利能力较弱、分红能力较差的企业将面临较大的生存压力；

3、**军品价格波动对民参军企业短期造成影响**：民参军多为配套企业，处于产业链中上游，议价能力较弱，军品降价压力下的订单波动导致民参军企业出现短期增速下降，有企业甚至出现因产品暂定价与审核价格的价差调减导致营业收入为负的情况。

表1 军工上市公司 2024 中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		
	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报	2023 中报	2024 中报	2023 中报	
核心军工股	-6.59%	8.41%	-17.99%	13.28%	37.57%	41.57%	10.98%	15.05%	
按企业性质分类	军工央企	-10.89%	4.75%	-14.14%	8.00%	21.41%	23.54%	3.57%	4.94%
	其他国企	1.66%	8.51%	-15.27%	13.47%	30.06%	33.69%	7.29%	10.30%
	民参军	0.47%	6.85%	-32.72%	-9.48%	37.94%	41.11%	4.67%	10.81%

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（-11.08%），显示短期需求不足；

② 存货增速 (+5.76%) 和应收账款及票据增速 (+2.54%) 明显高于收入增速 (-6.59%)，行业两金压力增大；

表2 军工上市公司 2024 中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		
	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	
全部军工股	-4.53%	-4.61%	5.28%	10.69%	3.78%	15.28%	
核心军工股	-11.08%	-16.96%	5.76%	17.45%	2.54%	20.45%	
非核心军工股	0.75%	-0.99%	5.28%	7.26%	3.78%	10.40%	
按企业性质分类	军工央企	-14.90%	-7.81%	0.77%	-1.78%	3.45%	12.83%
	其他国企	-17.96%	-9.83%	5.35%	7.50%	3.81%	19.81%
	民参军	6.16%	-2.55%	7.28%	14.04%	4.05%	15.28%

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 2023 年中军工行业各领域多数呈上涨态势（9 个子领域中 7 个归母净利润同比增长）不同的是，2024 年中报军工行业各领域的营收（6 个子领域同比下降、3 个上涨）、盈利能力（归母净利润 7 个子领域同比下降、2 个上涨，全部为受民船行业驱动的船舶子领域，军品比重较高的板块普降）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。**在军工行业迎来“小周期”以来，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，其中船舶下游上市公司归母净利润增速中位数达到 155.31%；

表3 各细分领域军工上市公司 2024 中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	
		2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报 同比增速	2023 中报 同比增速	2024 中报	2023 中报	2024 中报	2023 中报
航天	商业航天	-1.65%	13.91%	-13.21%	10.49%	38.87%	50.66%	5.78%	8.16%
	航天防务	-2.37%	-8.96%	-48.73%	-13.32%	38.51%	35.63%	10.98%	14.29%
航空	上游	-1.39%	12.89%	-16.93%	16.06%	36.76%	38.05%	12.16%	17.81%
	中游	-1.95%	7.74%	-3.69%	17.81%	28.30%	28.73%	12.70%	12.66%
	下游	-10.37%	2.28%	-17.99%	17.08%	12.53%	10.43%	3.56%	4.37%
船舶	中游	8.86%	-3.03%	6.61%	34.18%	31.93%	29.50%	7.09%	7.35%
	下游	31.05%	27.92%	155.31%	43.29%	11.16%	10.27%	2.70%	1.83%
军工材料		0.82%	14.74%	-14.37%	13.97%	30.06%	35.84%	13.45%	18.19%
军工电子		-12.95%	5.52%	-47.04%	-8.53%	40.76%	45.56%	6.68%	16.15%

二、军工特点或优势之资产证券化、资产重组整合、收并购的行业逻辑有望再度成为主线

在过去几年市场风险偏好较低的情况下，军工科研院所的改制、央企混改、资产重组、资产证券化率提升的预期，市场对此类难度大、期限长、不确定性高的主题，并未给予过高溢价甚至是选择忽略的。当前，军工央企市值管理重视程度空前，国资委和金融监管对收并购支持鼓励，尤其随着市场风险偏好提升，此类主题将获得更高溢价和市场认可。

9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》即“并购六条”，从政策的解读来看，本次“并购六条”将对军工行业的。具体来看：

1、军工行业是我国战略性新型产业、未来产业、新质生产力的重要构成，符合“并购六条”支持上市公司向新质生产力方向转型升级的指导目标。

2、军工行业，尤其是军工行业中流砥柱的军工央企存在大量的优质非上市资产，相关政策有望支持军工行业产业集中度、资源配置效率的再提升。

3、根据“并购六条”，证监会对《重组办法》部分条文进行修改，并公开征求意见。其中，本次修订中为便利上市公司并购重组，对重组形成的同业竞争和关联交易适当提高包容度，将相关规定调整为“不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。考虑到军工行业的特点，部分央企军工上市公司存在一定的潜在同业竞争（如军工领域主机厂类上市公司等）、关联交易（军工央企作为产业链长，存在全产业链布局）风险，对于相关政策条文的修订有望为军工行业的并购重组提供政策支撑。

当前，军工行业并购有望提速，主要原因有：

① 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；

② IPO 阶段性放缓：2023年，IPO节奏出现阶段性放缓，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；

③ 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；

④ 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。

（一）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%；

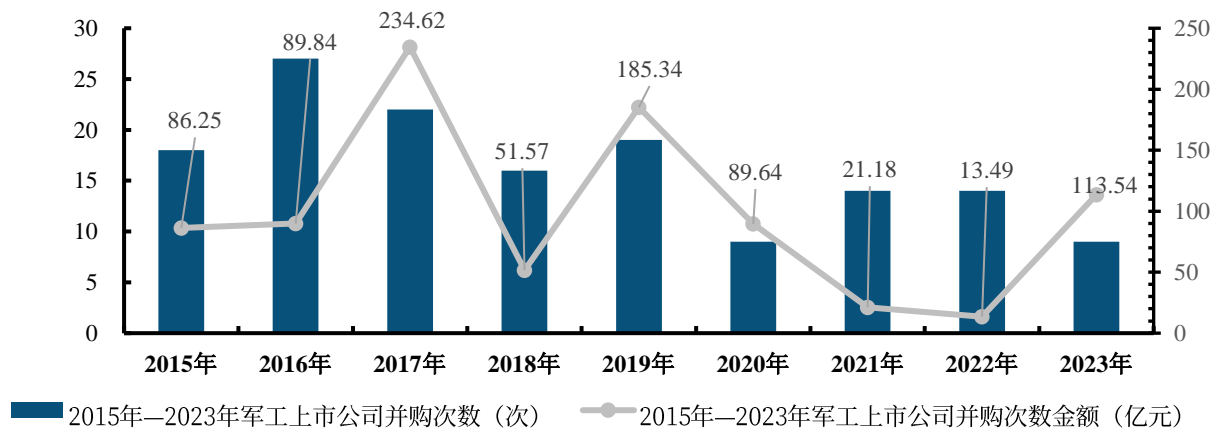
资产注入（军工央企上市公司）15起，占比10%。并购金额885.46亿元，主要集中在资产注入（523.5亿元，59%）及混合并购（194.4亿元，22%）。

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4 2015年—2023年军工行业上市公司并购情况

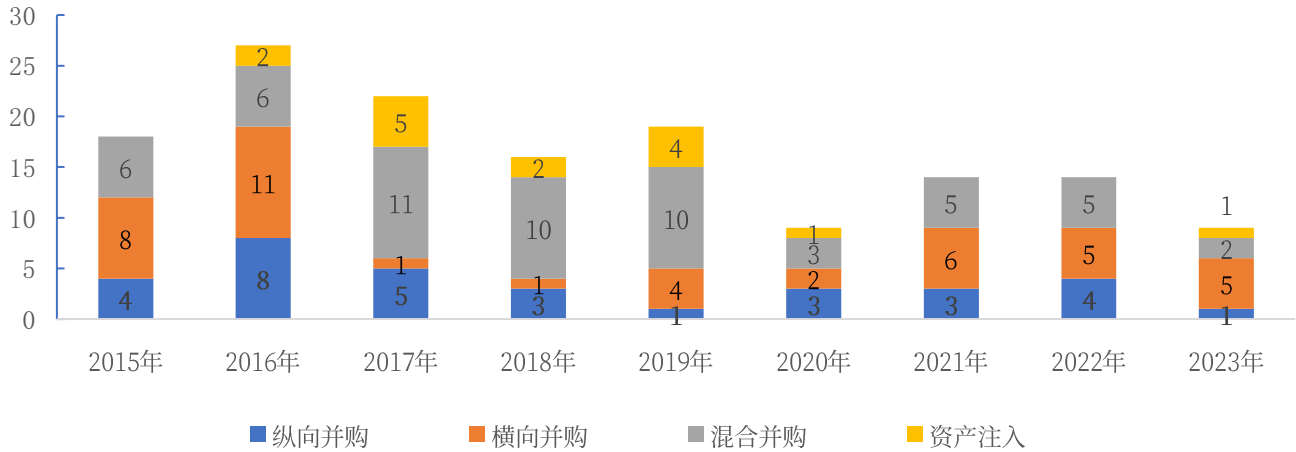


项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023年	合计
2015年—2023年军工上市公司并购次数 (次)	18	27	22	16	19	9	14	14	9	148
2015年—2023年军工上市公司并购次数金额 (亿元)	86.25	89.84	234.62	51.57	185.34	89.64	21.18	13.49	113.54	885.47

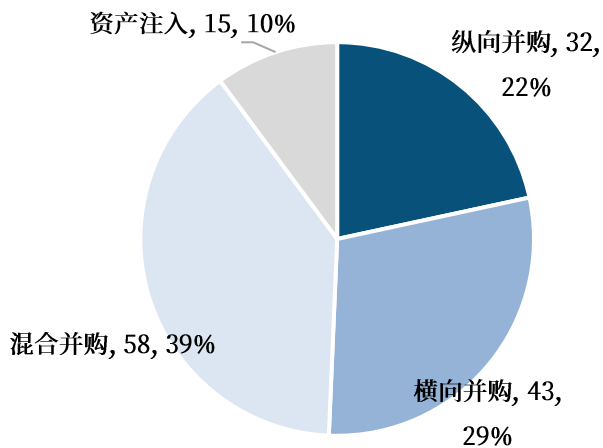
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

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

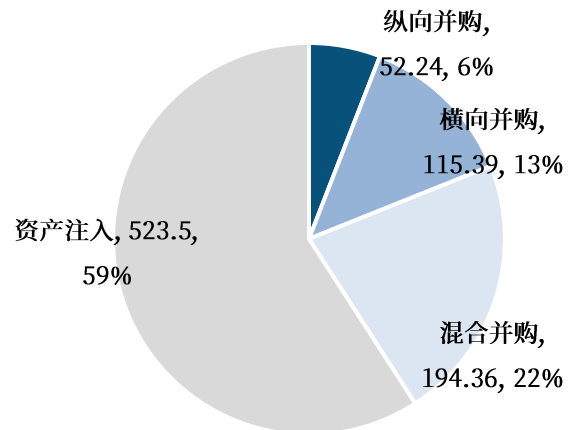
业，借助并购迅速切入军工业务，以期赶上军工行业高速增长。此外，在该阶段，军工央企下属上市公司通过资产注入，实现了军工业务上市、提升集团资产证券化率。

图3 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4 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

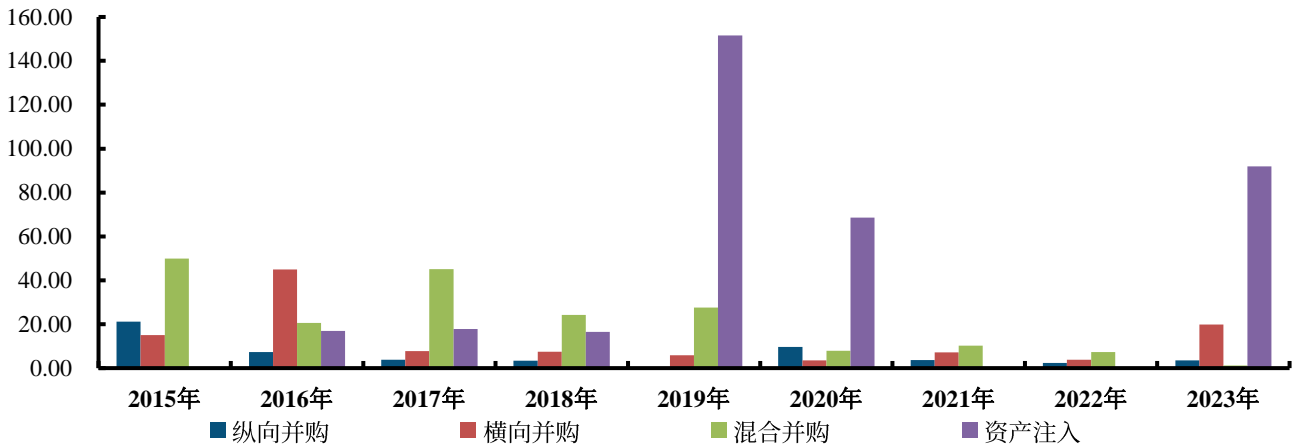
图5 2015年—2023年军工上市公司并购采用方式（单位：亿元/%）


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。

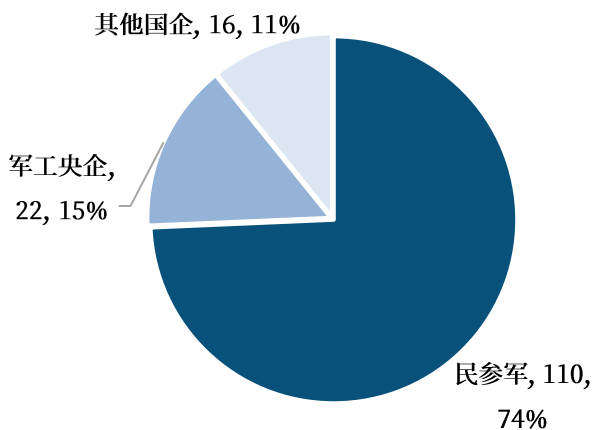
图6 2015—2023年军工上市公司并购采取方式金额分布（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

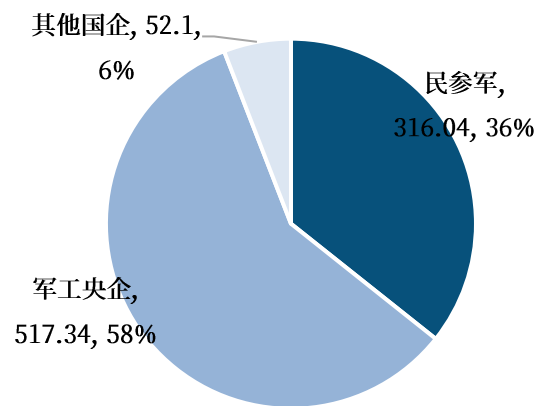
从企业属性来看，民参军企业是并购购买方的主要构成，根据2015年到2023年，74%的并购购买方为民参军企业，11%为其他国企，15%为军工央企。但与之对应的，从并购金额来看，民参军企业规模要小于央企，仅占比36%，军工央企占比58%。

图7 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8 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

（二）当前军工行业并购动机

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**。

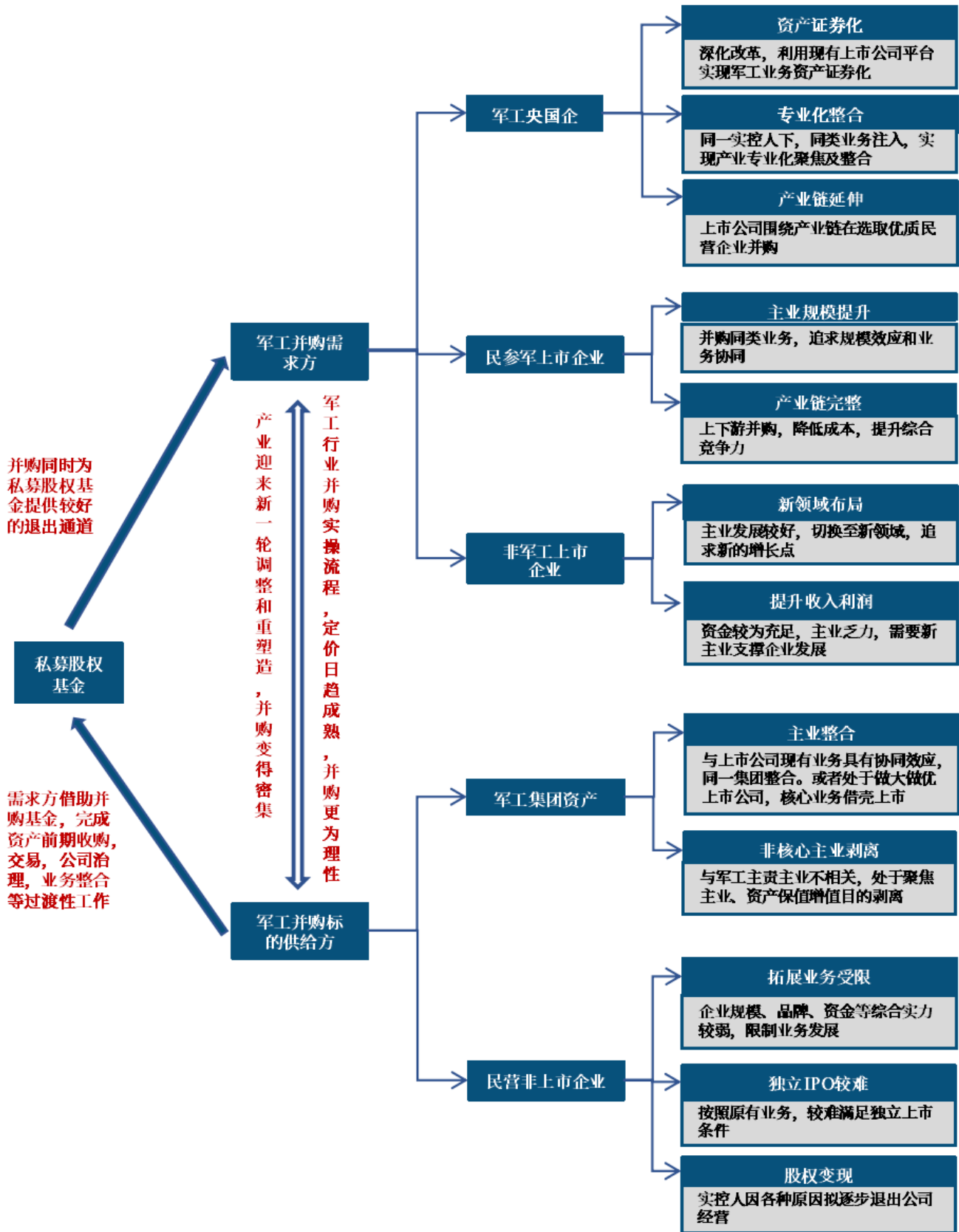
②全行业国产替代要求之下，创新能力就显得尤为重要，全行业的研发投入强度也将不断加大。

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9 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

此外，从政策层面看，2023年8月27日，证监会网站发布《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》，阶段性收紧IPO节奏；同时，上市条件发生一定的调整，对规模、研发等要求进一步提升，单一产品、单一用户、单一领域依赖的企业，或被质疑自主研发能力、未来成长空间，导致上市闯关失败等。

2023年以来，监管政策积极鼓励优质上市企业通过并购重组发展壮大，为社会经济发展创造更多价值，对并购重组板块释放出积极信号。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。

(三) 军工行业并购趋势与特点

根据前文分析，我们预计军工行业并购将呈现如下几个特点：

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，**部分具备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。

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，保障并购后可持续发展。

三、军工特点或优势之新质战斗力及新质生产力带来新 增量

新战争形态下，对于无人机等新城新质作战力量、武器装备自主可控需求只增不减。战争形态经历了从冷兵器战争、热兵器战争、机械化战争到信息化战争的若干次演变，近年来在以俄乌、亚阿、巴以等为代表的冲突，其战争中战争形态已经较此前发生了不小的变化，而战争形态的演变必然将导致武器装备需求侧的革新。

（一）无人机等新城新质作战力量、武器装备自主可控需求只 增不减

近期俄罗斯总统普京就发展特种无人机主持召开军事工业委员会会议，表明预计俄军今年接收的无人机数量将是去年的 10 倍，约 140 万架。普京指出，无人机系统的产品线正在扩大，无人艇和机器人多功能平台正在被创建，大部分产品被应用于前线部队。普京还要求，不断增加无人装备的产量，改善其性能，引入人工智能技术，以更好地满足军队的需求。

10 月 9 日，国防部新闻发言人吴谦就美国对台军援答记者问，对美国政府日前批准向中国台湾地区提供价值约 5.67 亿美元的军事援助，主要用于培训、反装甲、无人机等项目进行回应。

10 月 11 日，朝鲜外务省发表重大声明，声明称韩国的反朝军事活动正在越过危险界线。声明称，韩国使用无人机向朝鲜首都进行了政治军事挑衅。韩国在 10 月 3 日、9 日和 10 日使用无人机侵入平壤上空，散发了无数反朝宣传单。韩国不仅在边境地区散发反朝宣传单，还使用可用于军事手段攻击的无人机入侵朝鲜首都上空

无人装备作为新质重要作战平台和传统武器装备的有益补充，正在从过去战场配属角色加速向战场主战角色转变。无人装备具有功能急剧拓展、智能化水平快速提升；能力显著增强，并有利于形成一定的非对称优势；体系贡献率较高，大幅提升装备体系作战效能；效费比高等特点。同时无人装备技术往往与反无人机技术同步发展，无人装备面临的战场环境也愈加复杂。

近年来，世界各国军队无人装备发展方兴未艾，并越来越多地用于实战，创造了诸多经典战例。特别是近年来世界范围内爆发的局部战争和武装冲突中，无人作战装备实战运用战果显著，显现出一些崭新特点，引起各国军队的重视。

（二）商业航天：抢占新时代太空话语权

商业航天领域，国际国内均以订单、融资等形式投入大量资金，希望取得先发优势、抢占太空话语权。9 月 18 日，NASA 公告直觉机器公司拿到“近空间网络”（Near Space Network）的合同。作为一项固定价格、多项奖励、无限交付/无限数量的合同，

服务期限从今年 10 月 1 日开始，持续到 2029 年 9 月 30 日，另外还有延长五年的选项。NASA 表示，这份合同的最大潜在价值为 48.2 亿美元。近日，加拿大知名卫星运营商 Telesat 宣布，已与加拿大政府和魁北克政府完成了一笔融资协议，为其 Telesat 的“光速”（Lightspeed）近地轨道（LEO）宽带卫星星座项目赢得了 25.4 亿美元（折合人民币约为 180.23 亿元）的融资。

从国内发展情况来看，今年以来，商业航天发射频次及在轨卫星数量快速提升，“千帆星座”计划即“G60 星链”启动首批组网卫星发射。

航天发射：上半年我国航天发射热度不减，短期内民营火箭研制波动或进一步提高对航天发射环节重视程度。2024 年上半年我国航天发射次数再创新高，达到 30 次，高于去年同期的 25 次。其中，我国民营火箭公司实现发射零失败；6 月以来，天龙三号坠毁和双曲线一号发射失利，印证了航天工程是一项高风险与高收益交织并行的系统工程。短期内，可能会引起各企业研制进程和航天发射的节奏的阶段性放缓，中长期上，将提升社会各界对商业航天的整体认知，为商业航天投资筛选“耐心资本”，加速相关法规完善，加深各企业安全生产意识。

卫星互联网：卫星通信市场有望短期迎来扩容，制造环节业绩有望在下半年及明年迎来兑现。我国传统三大通信运营商持续加大卫星通信产业布局，有望基于庞大用户量，更充分挖掘卫星通信为传统地面通信产业的赋能，加速卫星通信市场的短期扩容；伴随民营火箭企业布局卫星星座以及“G60”星座首批卫星发射计划的披露，我国低轨卫星互联网正式建设进程有望迎来提速，低轨卫星互联网空间基础设施建设相关上市公司的业绩将有望迎来兑现。

（三）低空经济：新主题、新动能、大赛道

低空经济则屡次受到国家顶层重点关注，从政策、资金、场景等全方位支持，或成为 2024 年大投资逻辑。从应用层面来看，行业标准持续落地，适航取证捷报频传，载人试飞稳步推进；从订单层面来看，各地招标规划有望推动订单上量。

对于低空经济赛道，我们有如下核心观点：

（1）低空经济是新主题、新动能、大赛道

低空经济的核心在于将新开放的空域，转化为经济资源，为各个产业赋能，形成“低空域全产品+基础设施相关产业+行业衍生服务”的产业布局。根据赛迪研究院统计，2023 年，我国低空经济市场规模达到 5059.5 亿元，预计到 2026 年，市场规模有望突破万亿元，达到 10644.6 亿元。

（2）我国低空经济有政策、有基础、有能力

我国低空经济有政策、有基础、有能力，从想象到现实，未来已来。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。

有政策：顶层发声，自上而下支持力度不断超预期。由工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局等四部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》，发布通用航空产业未来发展纲领性文件，同时国家发改委提出积极推动低空经济发展，顶层的重点关注让低空经济产业发展具备了充足的动能。

有基础：截至2023年底，全国已建成并登记通用机场449个、飞行服务站32个。民航局发布数据显示，截至2023年底，国内现有实名登记的无人驾驶航空器126.7万架，同比2022年增加32.2%，持无人机操控员执照19.4万人。2023年民用无人驾驶航空器累计飞行2311万小时，同比增幅11.8%。根据上海经信委数据，截至2024年3月底全国共有低空经济相关企业6.9万家，其中仅2024年1-3月就新增相关企业1600余家。

有能力：我国低空飞行器呈现蓬勃发展态势，信息通信、北斗导航、电池、电机等技术持续迭代，以eVTOL为代表的新型飞机涌现，电动化、绿色化、无人化为低空经济低成本、可持续应用为商业模式落地打下了一定的基础。

（3）低空飞行器制造及基础设施先行发力，因地制宜拓展场景

低空经济可以把经济社会、生产生活等联系在一起。通过信息化、数字化管理技术赋能，将实现以智慧空中出行为代表的综合立体交通和低空融合飞行。

目前，我国低空经济仍处于产业快速发展的早期，在飞行器制造、基础设施上将有希望先行迎来高速发展；同时，随着空域有序开放、更多示范性场景落地，低空经济将越来越走进大众生活，为经济发展带来新动能。

在飞行器制造领域，以新能源飞行器为代表的新型飞机加速涌现，在适航取证、示范应用、市场开拓等均取得了较好的进展，成为低空经济领域最受关注的细分领域之一。低空飞行器制造的需求将进一步带动相关材料、电池、控制系统等配套企业的发展。

在基础设施领域，随着国家及各个地方政府加快开展低空空域管理改革探索，与之对应空域管理系统（包括通信、导航、监视等）、数据链、信息通信、运营服务、人员培训等需求也将快速提升。

不同于以往的主题性炒作，本轮低空经济产业发展是顶层规划支持的重点发展方向，具有较强的可持续性，可以看到目前二级市场“低空经济”相关概念呈现普涨趋势。我们认为，“低空经济”主题有望成为贯穿整个2024年的大投资逻辑。

四、军工特点或优势之地缘政治事件行情刺激有效性提升

2024年，国际局势变乱交织，百年变局加速演进，多国军费在2023年高基数的背景下依旧维持增长，未来全球军贸进口指标有望回升。

强国必先强军，军强方能国安。全球地缘政治形势日趋复杂，各国安全诉求不断提升，一定程度呈现出军备竞赛的局面。我国在经济下行压力加大的情况下，2024年

继续维持军费 7.2% 的增速虽说实属不易，但如此局面之下，预计军费依然将维持相当投入强度。北京时间 10 月 2 日凌晨，伊朗对以色列发动导弹攻击，也是伊朗首次使用法塔赫高超音速导弹，作为中东地区举足轻重的两个国家，伊朗和以色列的直接对垒，令中东“火药桶”进一步被点燃，再加上背后美、俄等大国的身影，以及当前依然胶着的俄乌冲突和巴以冲突，中东乃至全球地缘政治局势似乎愈来愈走向了失控的边缘。

地缘政治冲突加剧，提高了全球各国的安全诉求，也加速了国际军贸市场的恢复，部分国家军费大概率将以军贸形式流向其他军事强国。同时，以俄乌冲突为主要代表的“代理人战争”或将进一步提升全球军贸需求。

对于全球军贸的发展，我们认为有“两个不变”，分别是全球军费增速总体保持增长的事实没有改变，全球军贸长期稳定增长的逻辑没有改变。

2023 年 SIPRI 披露的全球军贸交付的武器装备中，二手武器装备的占比提高了，但由于折价因素，导致其总体价值量不高，从而造成全球军贸总体指标有所下降。从微观数据来看，洛克希德·马丁、诺斯罗普·格鲁曼等全球主要军工上市公司的国外收入增速基本为正，进一步说明全球军贸指标实际或仍维持在高位。以 SIPRI 为代表的宏观数据“偏冷”，上市公司的微观数据“偏热”，宏观数据与微观感受之间的“温差”有望随着全球军贸活动的恢复得以调和。

2023 年以来，地缘政治事件频发、“代理人战争”模式的出现以及全球军费的持续增长，这些因素或将助推 2024 年全球军贸快速修复。此外，根据 SIPRI 披露的明细数据，2023 年全球军贸产品中的二手和二手但现代化两类产品的总体指标是增长的，这类二手军贸产品主要销往乌克兰。我们判断，随着俄乌战场对当前全球库存老旧武器装备的消耗，未来全球军贸将回归以新产品的需求为驱动的上行通道。

综上，我们判断，短期内，2023-2024 年全球的高军费投入，预示了 2024-2025 年全球军贸市场将进入一个实质性的上行周期，在地缘政治事件频发、新型战争形态出现的背景下，可以预见，在“十四五”后期，全球军贸市场整体将持续快速增长，并有望突破 2022 年的高点。

具体到我国，近年来随着军工行业技术日益成熟，产能迅速提升，供应体系不断完善，供给能力已基本能够满足内需，武器装备“出海”的条件也逐步成熟；于是，富有弹性的军贸市场，有望成为我国军工行业持续高增长的新动力和加速度来源，我国国防科技工业或将乘机借势形成“内外兼修”，结合“一带一路”战略实现“左右逢源”。

五、本周市场数据

（一）估值分位

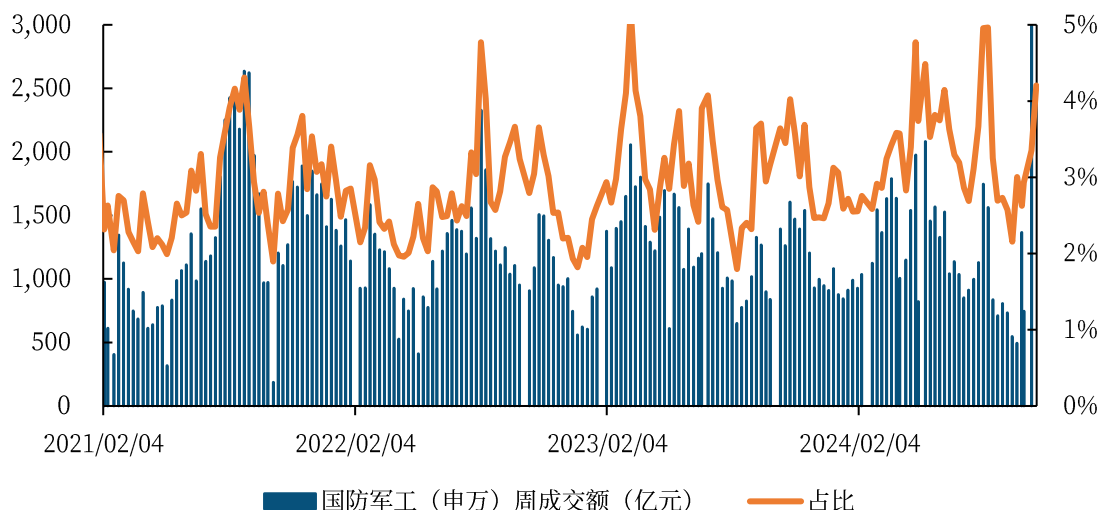
截至 2024 年 10 月 18 日，国防军工（申万）指数 PE 为 62.34 倍，处于 2014 年

来的 40.98%分位。

(二) 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 3401.60 亿元（+2.39%），成交量创历史最高；占中证全指成交额比例为 4.21%，同比提升 0.85pcts。主要军工 ETF 基金份额环比上周增长 14.93%，较多资金通过 ETF 布局军工板块。

图10 工板块成交量变化



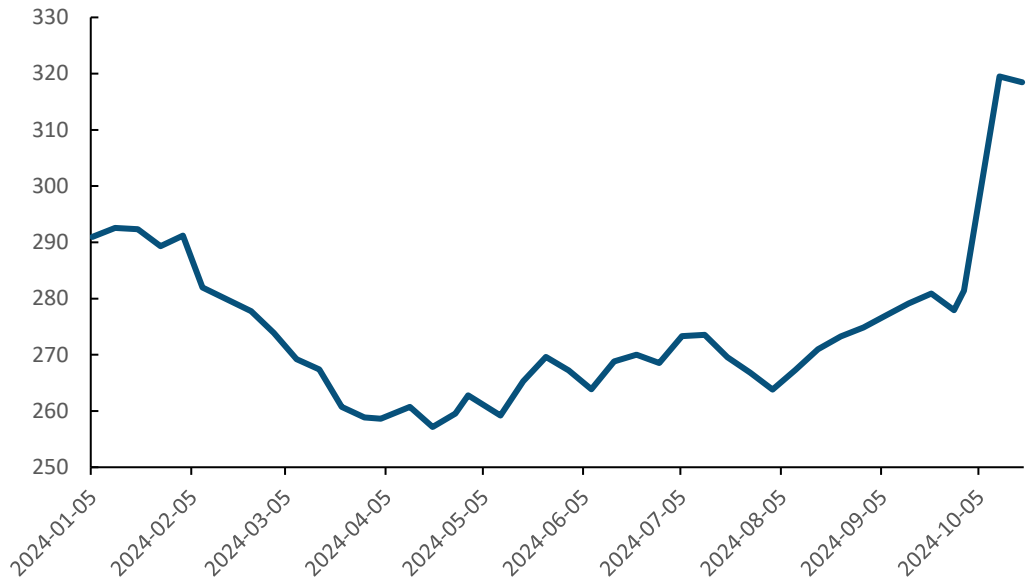
资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至 2024 年 10 月 18 日）

图11 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	2024/10/18	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	110.81	15.14%	0.50%
2	512710.SH	富国中证军工龙头 ETF	91.83	101.77	10.82%	0.97%
3	512670.SH	鹏华中证国防 ETF	40.38	39.72	-1.63%	2.34%
4	512680.SH	广发中证军工 ETF	35.62	37.47	5.21%	-9.22%
5	159638.SZ	嘉实中证高端装备细分 50ETF	14.33	11.78	-17.79%	-1.26%
6	512560.SH	易方达中证军工 ETF	11.43	11.38	-0.44%	3.27%
7	512810.SH	华宝中证军工 ETF	3.90	5.54	42.07%	2.40%
合计			293.72	318.47	8.42%	-0.32%

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

图12 2024年以来主要军工ETF基金份额变化（单位：亿份）

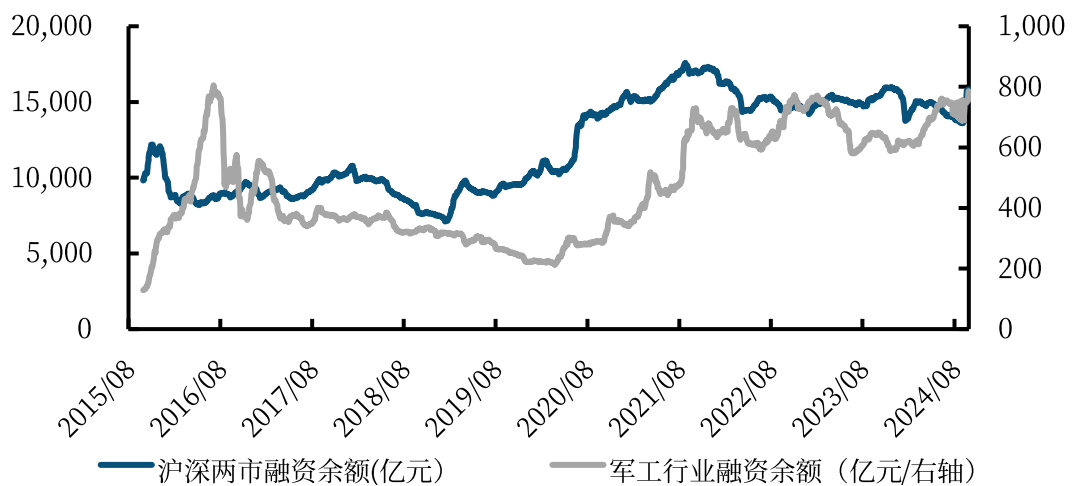


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：数据截至2024年10月18日）

（三）融资余额变化

截至2024年10月17日，军工行业的融资余额合计785.81亿元，比上周环比上涨4.23%，占两市融资余额比例为4.96%。

图13 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10月17日）

六、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。

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14 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
 <p>航空</p>	<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“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。
 <p>导弹与智能弹药</p>	<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
 <p>船舶</p>	<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
 <p>军工电子</p>	<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。
 <p>军工材料</p>	<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；
 <p>测试</p>	<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
 <p>维修</p>	<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15 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16 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17 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、隐身以及与人类并肩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，电磁空间的优点是未来战争的“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18 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）

七、建议关注的细分领域及个股

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；
- ② 随着“十四五”进入攻坚阶段，“十五五”计划逐步明朗，行业将进入“V”字反转；
- 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和市值管理要求下的投资机会。

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。

低空经济：莱斯信息（空管系统）、四川九洲（空管系统）、中信海直（低空运营）。

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。

信息化+国产替代：

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

军工材料：

光威复材、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）；超卓航科（增材制造）。

八、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。
增持:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有:未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数幅-10%~+5%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、内容或其复印本给予任何其他人。

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