2026 年 08 月 05 日

证券研究报告|行业研究|军工行业深度报告

国防军工

军工行业并购重组专题研究报告

投资评级 增持

维持评级

报告摘要

经过“十四五”，全行业历史性扩产，迅速得以提质补量。迈入“十五五”，新阶段面临新命题、新使命。我们认为，当前军工行业的核心命题在于向“新”而生，故而今年我们的策略报告题目定为《彩云长在有新天》(取自毛泽东《七律·洪都》)，围绕一个“新”字，系统阐述“十五五”军工行业发展的核心驱动力，并探寻坚实且长期的投资逻辑：以新质战斗力生成为牵引，以新质生产力提升为基础，以新域新质领域拓展为关键，以新型生产关系构建为保障，最终以全新的价值评估体系重塑产业和资本逻辑。

在这一进程中，并购重组是向“新”而生、向“新”发展的重要手段和工具，特别是当前作战形态正向智能化演进，战略性新兴产业的拓展刻不容缓，未来产业的布局时不我待。回顾历史，军工行业第一轮并购潮产生于 2015 年前后，其背景是国家战略的提出，叠加牛市带来的行业溢价，尤其是民参军溢价的迅速提升。当下，并购重组之于军工行业，具备了天时地利人和的多重有利因素，必要性、紧迫性也与日俱增。

并购重组，是产业和资本的紧密结合，产业逻辑和资本视角，缺一不可、又互为成就。中航证券此次推出的《军工行业并购重组专题研究报告》，正是希望为产业和资本提供有益参考，助力军工行业高质量发展，为资本市场投资提供若干思路、建议与机会。

并购重组是实现产业整合和转型升级、优化资源配置、助力上市公司实现高质量发展的重要途径，也是当前新形势下培育和发展新质生产力的有效手段。二十届三中全会指出，要健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管促进资本市场健康稳定发展。新“国九条”指出，要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。“科创板八条”明确提出要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，提升产业协同效应。“并购六条”系统性提

行业走势图



作者

滕明滔 分析师
SAC 执业证书：S0640525080001
联系电话：010-59562521
邮箱：tengmt@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

军工行业周报：高质量推进国防和军队现代化—2026-08-05

【中航证券军工】军工行业周报：公募基金军工持仓创 2023 年以来新低，外资军工持仓创新高—2026-07-28

军工行业周报：公募基金军工持仓创 2023 年以来新低，外资军工持仓创新高 —2026-07-27

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

出深化上市公司并购重组市场改革的具体措施，完善资本市场关于并购重组的政策体系，进一步发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用。2025 年 5 月 16 日，为落实新“国九条”要求，进一步深化上市公司并购重组市场改革，中国证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》部分条文进行第七次修改。

军工行业近些年正处于产业整合和转型升级的高速发展赛道，也是新质生产力和战略性新兴产业的代表，在政策的外部催化和行业的内生需求的双重刺激下，军工行业有望迎来新一轮结构性并购潮。

然而，军工行业的并购绝非易事，其难点主要在前期的选择和后期的整合阶段。在并购选择阶段，对于买方而言，并购标的多为军工非上市公司，因其所属行业具有特殊性，获取其财务数据、市场数据、竞争情况等有一定的难度，较难对标的企业进行充分的尽调；对于卖方而言，由于军工行业周期长、技术密集、客户特殊等因素，使其较难匹配对其企业价值较为明确的上市公司。在并购后期的整合阶段，由于军工行业与其他行业相比，从生产、管理到企业文化上普遍存在一定的差异，双方在整合阶段需要一定的磨合和调整。一旦整合不顺利，就可能引发商誉减值、业绩下滑、市值波动，最终宣告并购失败。

◆ **“十五五”军工行业并购重组主旋律：大势所趋，政策先行**

A 股新一轮并购潮有望加速到来。历史上，A 股的 IPO 和并购重组存在阶段性的“跷跷板效应”。从**宏观视角**看，当前我国经济结构迈入新一轮转型期，以人工智能、低空经济、商业航天为代表的战略性新兴产业正处于竞合阶段，有望助推新一轮并购潮的到来；从**微观视角**看，并购重组监管规则持续优化完善，有望为并购潮的到来提供坚实的政策条件。伴随着新“国九条”、“并购六条”、《重组办法》修订意见稿以及各地方政策的不断催化，A 股新一轮结构性并购浪潮有望加速演进。

五大视角，看军工行业再迎并购重组潮。

① **一级市场**：从一级市场的投资周期来看，2023 年以来，随着 IPO 收紧、一级市场遇冷，老股转让趋于谨慎，恰逢 2025 年是继 2015 年后，第二波投资高峰退出期的启动之年，并购重组有望成为当前一级投资基金退出的重要方式。

② **二级市场**：近十年军工行业二级市场的 IPO 和并购重组同样存在“跷跷板效应”。随着 2025 年证监会鼓励科技型企业开展并购重组，

作为硬科技赛道的集中板块，军工行业有望在政策指引下开启新一轮结构性并购重组潮。

③ **市值管理**：军工央企将依托存量上市公司，进行产业和资源的整合、深化改革，做强做优上市公司，提升上市公司发展质量，并购重组将成为军工央企落实科学化、规范化市值管理的重要抓手。

④ **行业的边际变化**：在新质战斗力、新质生产力加速迭代的战略背景下，位于传统军工赛道的企业可以依托外延式并购来适配产业结构升级于装备迭代趋势，完善新域新质领域的产业布局，拓展前沿技术装备业务边界，打造第二增长曲线。

⑤ **“弱现实”的选择**：对于一些业务结构单一、抗风险能力较弱的企业，通过并购重组实现跨行业、多业务布局；对于一些传统赛道企业，通过并购重组切换新赛道、焕发新生。

◆ **军工行业上市公司并购重组的特点与研判**

基于 2015 年以来的军工行业上市公司并购重组数据，通过并购规模、并购流程、并购类型等多个维度的拆解，总结出军工行业并购重组的特点及未来发展研判如下：

① **并购规模**：随着各类并购重组活动的持续推进，在新“国九条”、“并购六条”等各类政策的加持下，我国军工行业并购重组活动有望重现“量价齐升”的态势；

② **并购流程：近十年军工行业整体并购流程呈现逐年缩短的态势，**证监会政策倡导“提升重组市场交易效率”，军工行业并购重组的交易效率有望逐步提升；

③ **并购类型**：产业整合和拓展新域新质赛道，仍将是军工行业并购重组的两条主线，同时随着商业航天、低空经济、人工智能等战新产业持续获市场关注，相关企业有望通过被并购或反向并购实现上市，军工行业的并购类型有望更加多元化；

④ **估值方法**：随着市场对科技型企业估值包容性的提高，多元化估值、差异化定价等更多新的、灵活的估值方式或将出现在军工行业并购重组活动中；

⑤ **支付方式**：现金收购仍将是未来军工行业并购的主要支付方式，但是，随着并购活动的增加，可转债等新型支付工具有望更多地出现在军工行业并购活动中，支付方式将更加多样化；

⑥ **交易设计**：近十年军工行业并购设立业绩承诺的比例呈现逐年降低的趋势，随着监管政策的适度松绑，并购交易对于业绩承诺、同业竞争、关联交易等事项的包容度有望提高，交易设计有望更加灵活；

⑦ **并购资金**：证监会鼓励私募基金参与并购重组，多地国资发力并购基金，并购基金迈入“千亿时代”；

⑧ **并购成效**：上一轮并购潮，完成并购的上市公司并购当年的经营指标好于行业整体情况，但随着时间推移，呈现出“增收不增利”的特点；2026 年已披露的军工并购重组事件可归纳为“巩固主业发展”和“拓展第二曲线”两条主线。

◆ **各类军工上市公司并购重组特点及研判**

我国军工上市公司可以分为**军工央企、地方国企**以及**民参军企业**三类。从并购次数上看，民参军上市公司参与并购重组的次数最多，这主要系 2016 年以来一系列鼓励民参军企业的政策支持以及民参军企业自身在技术协同、产能优化等方面具有较强的改善需求。而从金额的分布上看，军工央企上市公司是支撑整个并购重组市场的主力军。这主要系该类上市公司的并购重组多为军工央企集团推动的资产注入，涉及的标的资产价值普遍较大。三类军工上市公司并购重组活动的具体分析及研判总结如下：

① **军工央企**：过去十年，在央企高质量发展的主旋律下，各军工央企的资产证券化水平持续提升，核心资产实现资产证券化的进度提速，各科研院所混改上市以及部分核心资产通过资本运作整合注入上市公司。我们预计，在各方政策支持下，军工央企将持续围绕主责主业和新域新质，进行产业整合，提升上市公司发展质量，并购重组将成为军工央企统筹资本运作落地、推进产业整合的核心抓手。

② **地方国企**：近年来，地方国企积极布局战略性新兴产业、谋求产业转型，叠加各地方政府的政策支持，地方国企并购热度提升。我们判断，在各地谋求产业转型的背景下，地方国资有望持续围绕战略性新兴产业开展收并购活动，围绕标的企业，凝聚产业发展合力，加速构建新质生产力，实现产业转型升级。

③ **民参军企业**：过去几年民参军上市公司的并购规模呈现逐年降低的态势，民参军企业并购方向逐步由切入新赛道转向产业链的延伸或拓展。同时，民参军企业并购风格逐步回归理性，追求“性价比”。我们判断，民参军企业仍将是军工行业并购重组活动的重要力量，有望继

续通过外延式并购实现产业链的延伸和拓展，同时回归理性、投早投小，夯实主业底盘、实现稳健可持续发展。

为帮助更好理解上述三类主体的并购重组特点及趋势，本报告分别选择了这三类主体代表共六家上市公司的并购重组案例进行详细分析，具体详见正文第四章。

◆ **军工行业并购重组经验教训总结**

（一）标的选择阶段：明确并购方向，筛选合适的并购买卖方

军工行业值得重点关注的**两条并购主线**：

① 产业整合，做大做强。通过同行业间的并购重组与整合，打造行业标杆企业，形成稳定的产业链供应链，重塑行业格局。

② 向新发展，以新促质。通过培育或收购具备新质生产力特征的新域新质企业，开拓企业第二增长曲线，实现换道超车。

针对军工行业**并购方向的建议**：

对于**并购买方**，建议关注：

①低空经济、商业航天、军事智能化等具备新质生产力特征的企业；

②布局军工上游配套的“隐形冠军”企业；

③企业短期经营承压但是核心壁垒深厚的老牌企业。

对于**并购卖方**，建议关注：

①积极开拓新领域新赛道或者市场化程度较高的央国企上市平台；

②现金流充裕、具备外延整合意愿与能力的上市公司；

③正处于转型期的传统行业的上市公司。

针对**个体差异较大的并购双方**，可以**“先合作、再并购”**，即并购双方先建立合作与联系，比如：

① 双方先在某些业务环节开展合作；

② 双方成立重要合资公司；

③ 收购方对标的公司进行战略投资。

（二）交易设计阶段：审慎管理预期，防止“三高”风险

我国上市公司的并购普遍呈现出“三高”的特点，即“高估值”、“高商誉”、“高承诺”。

企业在交易设计阶段，需要审慎管理预期，结合当前行业实际竞争情况和企业实际经营水平，合理评估标的价值，谨慎对待业绩承诺，设置更加灵活的业绩考核体系，规避商誉减值风险，保障投资者利益。

（三）并购整合阶段：加强并购整合，实现协同发展

军工行业并购双方的整合是并购重组活动成功与否的关键。对于军工行业的并购双方，需要做好以下几个方面的整合工作：

① 统一战略目标，优化战略规划

② 加强供应链、研发、市场等方面的协同

③ 建立激励机制，留住核心团队

④ 加强公司治理，明确管控边界

正文目录

一、 “十五五”军工并购重组基调：大势所趋，政策先行 11
（一） 政策催化下，A 股迎来并购重组潮是大势所趋 11
（二） 五大视角，看军工行业再迎并购重组潮 17
二、 军工行业上市公司并购重组的特点与研判 23
（一） 并购规模：军工行业并购有望重回量价齐升 23
（二） 并购流程：政策指引下，并购重组效率有望进一步提升 24
（三） 并购类型：新域新质标的增多，并购类型有望多元化 26
（四） 估值方法：更适应新质生产力特征的估值方法有望出现 29
（五） 支付方式：可转债等新型支付方式有望出现 31
（六） 交易设计：政策松绑的背景下，交易设计有望更加灵活 34
（七） 并购资金：多地国资发力并购基金，并购基金迈入千亿时代 ... 35
（八） 并购成效：巩固主业发展，拓展第二曲线 36
三、 各类军工上市公司并购重组的特点及研判 39
（一） 军工央企：聚焦主责主业，实现高质量发展 40
（二） 地方国企：聚焦战新产业，打造地方军工集团 43
（三） 民参军企业：顺势而为，稳健发展 46
四、 军工行业并购重组典型案例分析 50
（一） 中航光电（军工央企）：内生+外延，聚焦主业发展 50
（二） 海格通信（地方国企）：跨界并购，多业务共进 53
（三） 中科星图（其他国企）：聚焦空天信息，完善产业布局 57
（四） 广联航空（民参军企业）：多区域、全产业链布局 60
（五） 索辰科技（民参军企业）：多维并购，构建物理 AI 生态 64

（六） 新劲刚（民参军企业）：腾笼换鸟，切换新赛道 68
五、 军工行业并购重组经验教训总结 72
（一） 标的选择阶段：明确并购方向，筛选合适的并购买卖方 72
（二） 交易设计阶段：审慎管理预期，防止“三高”风险 73
（三） 并购整合阶段：加强并购整合，实现协同发展 74
六、 风险提示 78

图表目录

图 1 A 股 IPO 和并购重组呈现较显著的跷跷板规律 12
图 2 监管政策的变动是引致 A 股并购重组潮的直接原因 14
图 3 2014-2024 年中国股权投资市场投资情况 18
图 4 军工上市公司的并购重组和 IPO 在数量和规模上也呈现出跷跷板规律 19
图 5 过去几年，核心军工股的营收与归母净利润的同比增速（中位数）的变化情况 22
图 6 军工上市公司的并购重组数量有望显著增长 23
图 7 军工上市公司的并购重组交易金额有望持续增长 24
图 8 常见的企业并购流程 24
图 9 军工行业整体并购流程呈现逐年缩短的态势（单位：天） 25
图 10 不同支付方式的军工并购所需时间的中位数（单位：天） 25
图 11 2015-2025 年军工行业按并购类型分类的并购事件统计（单位：个，%） 27
图 12 军工行业并购重组类型有望随并购潮的到来恢复多元化（单位：个） 27
图 13 2015-2025 年军工行业按估值方法分类的并购事件统计（单位：个，%） 30
图 14 按照时间统计的军工行业并购的估值方法分类（单位：个） 31
图 15 军工行业按支付方式分类的并购事件统计（单位：个，%） 33
图 16 军工行业并购支付方式变化（单位：个） 33
图 17 按照时间统计的军工行业并购事件设立业绩承诺的情况 35
图 18 完成并购的上市公司营收增速对比（单位：%） 37
图 19 完成并购的上市公司归母净利润增速对比（单位：%） 37
图 20 2015-2025 年完成并购的军工上市公司，其营收和归母净利润的增速变化（单位：%） 37
图 21 2015—2025 年三类军工上市公司并购重组事件的分布情况 39
图 22 2015—2025 年三类军工上市公司并购重组金额的分布情况 39
图 23 2016—2025 年上半年军工央企下属上市公司并购重组完成次数及金额 40

图 24 2015-2025 年军工央企上市公司按并购类型分类的并购事件统计（单位：个）.....41
图 25 2015-2025 年军工行业不同并购类型下的标的交易金额分布情况.....41
图 26 2015—2025 年地方国企上市公司并购重组次数及金额.....44
图 27 2015—2025 年民参军上市公司并购重组完成次数及金额.....47
图 28 2015-2025 年民参军上市公司按并购类型分类的并购事件统计（单位：个）.....48
图 29 2015—2025 年民参军上市公司并购标的的平均价格情况.....48
图 30 中航光电主要的并购重组事件回顾.....50
图 31 海格通信主要的并购重组事件回顾.....53
图 32 海格通信股权结构及主要控股子公司的业务分布情况.....54
图 33 中科星图主要的并购重组事件回顾.....58
图 34 星图测控营业收入及增速（单位：亿元；%）.....59
图 35 星图测控归母净利润及增速（单位：亿元；%）.....59
图 36 星图维天信营业收入及增速（单位：亿元；%）.....60
图 37 星图维天信的净利润及增速（单位：亿元；%）.....60
图 38 广联航空主要的并购重组事件回顾.....61
图 39 索辰科技主要的并购重组事件回顾.....65
图 40 阳普智能营业收入及增速（单位：万元；%）.....66
图 41 阳普智能净利润及增速（单位：万元；%）.....66
图 42 新劲刚主要的并购重组事件回顾.....68
图 43 新劲刚业务布局及主要的子公司情况.....69
图 44 2019-2023 年新劲刚和宽普科技营业总收入对比（单位：万元）.....70
图 45 2019-2023 年新劲刚归母净利润和基本每股收益.....71

表 1 并购和重组的区别和联系.....11
表 2 2024 年以来国务院、证监会等部门出台的多项并购重组的支持政策.....15
表 3 2025 年 5 月证监会发布新的《上市公司重大资产重组管理办法》的主要修改内容.....15
表 4 2024 年以来各级地方政府出台的并购重组支持政策或行动方案.....16
表 5 2024 年以来军工央企上市公司开展并购重组的典型案例.....20
表 6 部分战略性新兴产业及其细分领域.....21
表 7 军工行业上市公司并购重组的主要类型及其特征情况.....26
表 8 几种典型的估值方法的比较.....29
表 9 不同并购方式的比较.....32
表 10 2026 年以来军工上市公司首次披露的并购公告.....38
表 11 近年来有代表性的地方国企开展军工类并购重组活动.....45

表 12 近年来四川发展下属的投资平台围绕航空航天产业的投资案例 46
表 13 中航光电并购前后的营业收入和净利润等财务指标的变化情况 52
表 14 中航光电收购富士达、翔通光电期间的股价涨跌幅表现 52
表 15 海格通信全资控股怡创科技前后的营业收入和净利润变化情况 55
表 16 海格通信收购驰达飞机前后的营业收入和净利润变化情况 56
表 17 广联航空收购景德镇航胜后的业绩表现 62
表 18 成都航新第一次被收购的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元） 63
表 19 广联航空收购成都航新期间的股价涨跌幅表现 63
表 20 广联航空公告拟收购天津跃峰后的股价涨跌幅表现 64
表 21 麦思捷被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元） 67
表 22 寇普科技被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元） 70
表 23 仁健微波被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元） 71

一、“十五五”军工并购重组基调：大势所趋，政策先行

并购重组是一个复合词，包含并购和重组。并购又可分为兼并和收购，兼并是指一家或多家公司通过转移所有权的方式，将其全部资产与责任转移给另一家公司，而接受资产的公司继续以自身名义运行；收购则是指一家公司通过购买另一公司的股票或股份等方式，取得其控制权或管理权。重组是指企业通过重新整合其资产、股权、业务等方式，实现资源的优化配置。并购和重组既有区别，也有联系。具体如下：

表1 并购和重组的区别和联系

项目	并购	重组
核心动作	企业之间的控制权转移（兼并或收购）	企业内部资源的重新整合
目的	扩张业务、获取控制权、整合产业链等	优化资源配置、提升经营效率、调整产业结构等
形式	兼并（吸收合并、新设合并）、收购（股权收购）	资产置换、发行股份购买资产、协议收购、吸收合并等
联系	并购是重组的一种形式。并购完成后，通常会伴随资产、股权的重新整合，即进入重组阶段。	重组是并购的目的之一。企业通过并购获取目标资产后，往往需要通过重组实现业务整合、优化资源配置。
最终目的	提升企业竞争力、实现战略目标	

资料来源：Wind，中航证券研究所整理

无论是并购还是重组，其最终目的都是提升企业竞争力、实现战略目标。在很多资本活动中，并购和重组也是相伴相生的。为便于后续报告的撰写与分析，避免过度纠结于并购与重组的差别，本报告在后续内容中使用“并购”“并购潮”等词汇时也涵盖“重组”的因素。此举旨在简化报告表述，同时确保分析的全面性与完整性。

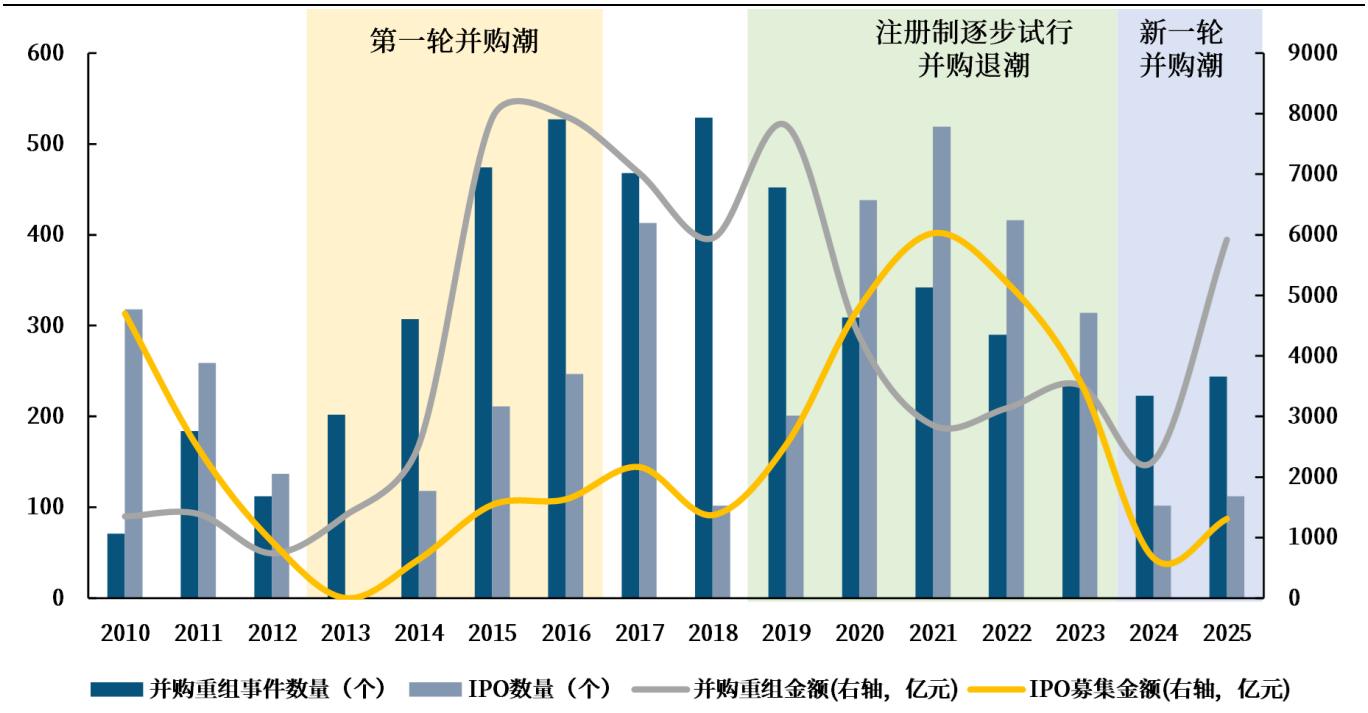
本报告重点探讨军工行业上市公司的并购重组活动。对于上市公司的并购重组，一般是指上市公司的股权结构、资产结构、债务结构的变动达到一定程度或达到一定比例，且对上市公司的业务、收入及其所有者权益构成重大影响的交易行为，在具体形式上体现为上市公司的收购、股份回购、资产重组、债务重组、合并与分立等。

上市公司的并购重组活动受资本市场宏观政策影响较大，因此，为便于理解，本章首先回顾 A 股整体的并购重组历程，然后讨论 A 股为何有望引来新一轮并购潮，最后分析军工行业自身的并购重组趋势。

（一）政策催化下，A 股迎来并购重组潮是大势所趋

不管从数量和规模上看，2010 年以来 A 股的 IPO 和并购重组均存在阶段性的“跷跷板效应”。我们统计并分析了 2010 年以来 A 股 IPO 和并购重组的表现情况，具体来看：2010 年以来，无论是在次数还是规模上，A 股的 IPO 和并购重组均存在较显著的跷跷板效应。即，当 IPO 数量和募集金额较大时，并购重组事件的数量和金额处于低点；反之亦然。

图1 A 股 IPO 和并购重组呈现较显著的跷跷板规律



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：IPO 事件时间按发行日统计，并购重组事件按完成时间统计，为避免重复，仅统计买方视角下的并购重组事件，同时只考虑交易股份占比 20%以上且交易总价值在 1 亿元及以上的并购重组事件）

1、不同视角，复盘 A 股并购重组历史

（1）宏观视角：科技创新与产业转型助推并购重组潮的到来

2013-2016 年的并购重组潮处于经济增速换挡期，产业结构急需调整的同时，移动互联网产业快速崛起，助推了并购重组潮的壮大。2013-2016 年我国经济动能放缓，经济增速下行至 8%以下，从之前的高速增长逐步转向中高速增长，我国处于新旧动能转换阶段，传统产能过剩，工业产能利用率持续回落。与此同时，互联网产业快速发展，数字化智能化的普及不仅推动了信息技术行业的快速发展，也为传统制造业和服务业注入了数字化转型的动力。为顺应经济动能转换和产业结构调整的现实需求，监管层于 2013-2016 年密集出台并购重组配套政策，在产业机会和政策鼓励下更多公司开始积极通过资本运作拥抱新变化。

当前，我国同样处于经济结构转型期。2023 年 12 月召开的中央经济工作会议强调要以科技创新推动产业创新，发展新质生产力。未来，随着人工智能、低空经济、商业航天、深海科技等战略性新兴产业的快速发展，行业间的兼并整合或将逐步加剧，有望助推新一轮并购重组潮的到来。

（2）微观视角：监管政策是引致并购重组潮的直接原因

自 2008 年 4 月《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）首次发布以来，截至 2025 年 5 月，证监会总共对《重组办法》进行 6 次修订。并购重组监管政策的修订是引致 A 股并购潮的直接原因，而注册制的陆续实施又间接影响了并购重组的整体节奏。以下是过去 6 次修订的主要内容及其对市场的影响。

① 2011 年 8 月，证监会发布《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》，明确借壳上市的标准和要求，完善了上市公司发行股份购买资产以及配套融资的制度规定，为后续的并购潮奠定了基调。2012 年，A 股 IPO 节奏放缓，2012 年 12 月上旬 IPO 排队企业数达 820 家。同时，监管层开展了 IPO 公司财务检查，2012 年 11 月到 2013 年 12 月 A 股 IPO 实际处于暂停状态。由于借壳上市一定程度上可以作为 IPO 的替代途径，IPO 和并购重组呈现出“跷跷板”效应，在 IPO 暂停或趋严管理的情况下，并购重组表现更加活跃。

② 2014 年，证监会对《重组办法》作出修订，简化了审核的程序。取消了对不构成借壳上市的重大购买、出售、置换资产行为的审批，进一步明确对借壳上市执行与 IPO 审核等同的要求，明确创业板上市公司不允许借壳上市等。修订后的重组办法有利于提高并购重组审批效率，在 IPO 监管趋严但并购重组政策相对宽松情况下，政策端的利好成为 2013-2016 年并购重组浪潮的主要驱动因素。

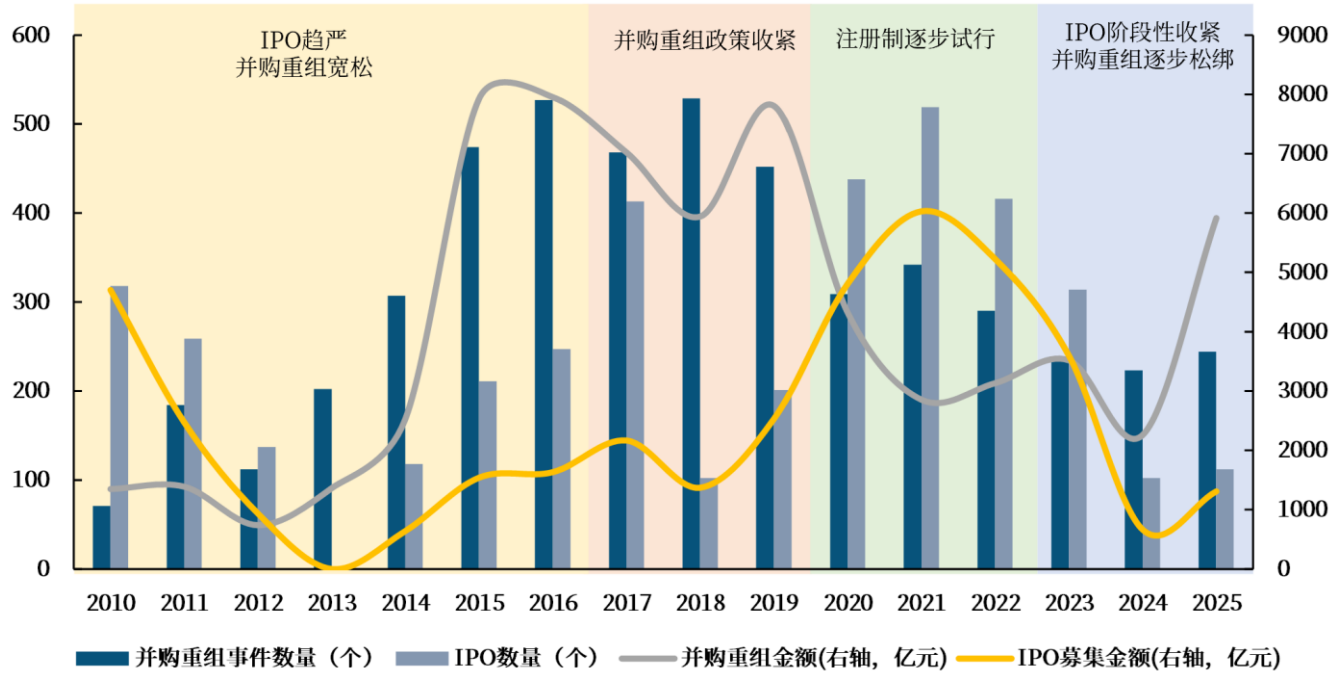
③ 2016 年 9 月，证监会发布关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定，政策主要在重组上市认定标准、配套监管措施的完善以及全面加强监管三方面进行修改，重点收紧借壳上市相关政策。通过取消重组上市的配套融资，提高对重组方的实力要求，延长相关股东的股份锁定期等手段，对市场“炒壳”行为降温。随着并购重组政策收紧，并购重组行情也随之告一段落。

④ 2019 年 10 月，证监会再次发布关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定，政策逐步松绑，主要表现在取消借壳上市中的“净利润”指标、缩短借壳上市认定期限、允许符合规定的资产在创业板重组上市等。然而，由于 2019 年 7 月科创板注册制的设立，市场对并购重组仍持谨慎态度。

⑤ 2020 年 3 月，证监会发布《关于修改部分证券期货规章的决定》，对《上市公司重大资产重组管理办法》中的部分条款进行了微调，以适应市场变化和监管需求。随着创业板于 2020 年 8 月实施注册制、北交所于 2021 年 11 月试点注册制，A 股并购重组的热度持续下降。

⑥ 2023 年 2 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》，对上市公司并购重组行为进行了多项重要调整和优化，降低了并购重组的成本和难度，提高了并购重组的活跃度和市场效率。2023 年 8 月，证监会发文，根据市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，一级市场“退出堰塞湖”现象重现。IPO 的阶段性收紧和并购重组监管政策的逐步松绑，有望助推 A 股第二次并购潮来临。

图2 监管政策的变动是引致 A 股并购重组潮的直接原因



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：IPO 事件时间按发行日统计，并购重组事件按完成时间统计，为避免重复，仅统计买方视角下的并购重组事件，同时只保留交易股份占比 20%以上且交易总价值在 1 亿元及以上的并购重组事件）

2、各类政策催化下，新一轮并购重组潮有望加速到来

新“国九条”是新一轮股市改革的集结号，对活跃并购重组市场作出重要部署，政策导向显著。2024 年以来，国务院、证监会等部门陆续出台多项关于资本市场并购重组的相关支持政策。2024 年 4 月 12 日，国务院印发《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》（以下简称新“国九条”），时隔 10 年国务院再次出台资本市场指导性文件。一方面，严把发行上市准入关，提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准。另一方面，加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。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》（以下简称“并购六条”），落实新“国九条”对活跃并购重组市场作出重要部署，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，以支持经济转型升级、实现高质量发展，支持上市公司向新质生产力方向转型升级。

2025 年 2 月 7 日，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，再次强调优化科技型上市公司并购重组、股权激励等制度，多措并举活跃并购重组市场。2025 年 2 月 24 日，证监会刊发吴清署名文章《充分发挥资本市场功能 更好服务新型工业化》，强调**对突破关键核心技术的科技型企业提供并购便利度，支持上市公司通过并购重组转型升级。**

表2 2024 年以来国务院、证监会等部门出台的多项并购重组的支持政策

时间	发布部门	文件名称	相关内容
2025/2/19	商务部、发改委	《2025 年稳外资行动方案》	便利外国投资者在华实施并购投资。在外商投资法框架下，修订《关于外国投资者并购境内企业的规定》，优化外资并购规则和并购交易程序，完善并购管理范围，降低跨境换股门槛等。
2025/2/7	证监会	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	优化科技型上市公司并购重组、股权激励等制度。鼓励科技型企业开展同行业上下游产业并购，支持上市公司围绕产业转型升级、寻找第二增长曲线开展并购重组。支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。支持科技型企业合理开展跨境并购。提高科技型企业并购重组估值包容性。完善吸收合并制度规则，支持上市公司开展吸收合并。推动并购重组审核简易程序落地见效。
2024/9/24	证监会	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（并购六条）	①支持上市公司向新质生产力方向转型升级 ②鼓励上市公司加强产业整合 ③进一步提高监管包容度 ④提升重组市场交易效率 ⑤提升中介机构服务水平 ⑥依法加强监管
2024/6/19	证监会	《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）	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，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，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。鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。
2024/4/19	证监会	《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》	健全“绿色通道”机制，优先支持突破关键核心技术的科技型企业在资本市场融资；支持科技型企业首发上市、再融资、并购重组和境外上市，引导私募股权创投基金投向科技创新领域。
2024/4/12	国务院	《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”）	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量；加强并购重组监管，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；加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。

资料来源：国务院官网、证监会官网，中航证券研究所整理

《<重组办法>第七次修改稿》发布，第二次“并购潮”有望加速到来。2025 年 5 月 16 日，为落实新“国九条”要求，进一步深化上市公司并购重组市场改革，中国证监会对《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）部分条文进行修改，形成《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》。本次修改，是针对 2024 年 9 月 24 日《并购六条》部分举措的配套修改，同时也是针对 2024 年 7 月 1 日正式施行的新《公司法》的适应性调整。

表3 2025 年 5 月证监会发布新的《上市公司重大资产重组管理办法》的主要修改内容

修改方向	对应的内容
建立重组股份对价分期支付机制	将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月；明确分期发行股份的，锁定期自首期股份发行结束之日起算；在计算是否构成重组上市等相关指标时，将分期发行的各期股份合并计算；强制业绩承诺情况下，明确上市公司与交易对方可以选择业绩补偿或者分期支付加业绩补偿等方式履行

	承诺义务；上市公司分期发行股份支付购买资产对价的，各期股份发行时均应当符合第四十三条第一款规定的条件，但后续发行不再重复履行审核注册程序，通过强化信息披露，要求中介机构核查把关，并强化严肃追责等方式进行监管。
提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度	将上市公司应当充分说明并披露本次交易有利于“改善财务状况”、“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”的要求，调整为“不会导致财务状况发生重大不利变化，不会导致新增重大不利影响的同业竞争及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”。
新设重组简易审核程序	明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，中国证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。
完善锁定期规则支持上市公司之间吸收合并	明确上市公司之间吸收合并的锁定要求，对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。
鼓励私募基金参与上市公司并购重组	对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期限由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由 24 个月缩短为 12 个月。
根据新《公司法》等有关内容做出适应性调整	根据新《公司法》《国务院关于实施<中华人民共和国公司法>注册资本登记管理制度的规定》《国务院关于上市公司独立董事制度改革的意见》等，删去上市公司监事等表述，将“股东大会”改为“股东会”。

资料来源：证监会官网，中航证券研究所整理

本次《重组办法》的修订内容涉及**推动重组股份对价分期支付落地、鼓励私募基金参与并购重组、提高审核效率、放宽同业竞争与关联交易宽容度**等。新修订的《重组办法》，将与《并购六条》等政策形成协同效应，有望进一步激发并购重组市场活力，营造规范有序、活跃有效的市场氛围。

2024 年以来，伴随着新“国九条”、“并购六条”等政策的陆续发布，各级地方政府积极响应，部署相关工作。2024 年 11 月，广东资本市场并购重组联盟宣布成立，这是广东省贯彻落实“9.24 金融新政”行动计划，围绕“推动广东上市公司围绕培育新质生产力开展并购重组”的部署安排。同时，包括北京、上海、四川等地方各级政府陆续出台各类并购重组支持政策或行动方案。具体内容如下。

表4 2024 年以来各级地方政府出台的并购重组支持政策或行动方案

时间	发布主体	文件名称	相关内容
2025 年 2 月	北京市	《北京市优质中小企业梯度培育管理实施细则（2025 年修订版）》	市经济和信息化局协调交易所、股转系统、证监局、北京股权交易中心等部门，通过上市挂牌、**并购重组**、北京“专精特新”专板培育等方式，共同推动企业对接资本市场。
2025 年 1 月	广东省	《关于高质量发展资本市场助力广东现代化建设的若干措施》	支持科技型企业高效实施**并购重组**。鼓励地市完善对上市公司并购重组项目的支持政策。支持上市公司综合运用并购重组、股权激励等提高发展质量。
2025 年 1 月	安徽省	《安徽省支持企业开展**并购重组**若干政策》	鼓励各市因地制宜出台**并购重组贷款贴息政策**，支持省新兴产业引导基金各母基金等设立并购重组子基金，鼓励符合条件的企业通过上市挂牌、增发融资、公司债券和企业债券、可转换债券、并购重组私募债券及其他融资工具等方式为并购重组融资。
2025 年 1 月	无锡市	《无锡市推动**并购重组**高质量发展行动方案（2025—2027 年）》	到 2027 年，将无锡打造成为并购重组创新资本的优选地。聚焦物联网、集成电路、生物医药、人工智能等重点产业领域，培育 10 家左右

			细分行业龙头上市公司，落地一批代表性并购案例，完成并购重组项目总数量不少于 60 单、交易总规模超 600 亿元。
2024 年 12 月	上海市	《上海市支持上市公司**并购重组**行动方案（2025—2027 年）》	到 2027 年，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，集聚 3-5 家有较强行业影响力的专业并购基金管理人。
2024 年 11 月	深圳市	《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）》	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，形成一批优秀并购重组案例。
2024 年 10 月	四川省	《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》	鼓励上市公司通过并购重组向新质生产力方向转型升级，鼓励国有资本参与并购重组，引导金融机构围绕并购重组创新产品，用好科创板股债融资和并购重组“绿色通道”。
2024 年 9 月	天津市	《天津市推动上市公司高质量发展行动方案的通知》	鼓励开展并购重组。以重点产业链上市公司、拥有关键核心技术的科技型企业、市属国有上市公司为重点，用好“小额快速”并购重组审核机制，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，引领带动产业链整体发展。

资料来源：北京市、安徽省、无锡市、上海市、深圳市等政府官网，中航证券研究所整理

综上所述，从宏观视角看，当前我国经济结构迈入新一轮转型期，以人工智能、低空经济、商业航天为代表的战略性新兴产业正处于竞合阶段，有望助推新一轮并购潮的到来；从微观视角看，2010 年以来，A 股的 IPO 和并购重组存在阶段性的“跷跷板效应”，但全面注册制落地后，二者负相关联动性有所减弱，当前并购重组监管规则持续优化完善，有望为并购潮的到来提供坚实的政策条件。

伴随着新“国九条”、“并购六条”、《重组办法》修订意见稿以及各地政府出台的各类政策的不断催化，聚焦主业的实体产业并购需求有望持续释放，A 股新一轮结构性并购浪潮有望加速演进，同时企业盈利修复、交易估值匹配、商誉减值风险等现实因素，也会对并购放量形成一定约束。

（二）五大视角，看军工行业再迎并购重组潮

1、一级市场：并购重组有望成为一级投资基金退出的重要方式

从一级市场的投资周期来看，我国一级投资基金的投资周期通常在 5 到 8 年之间，一个比较典型的模式是“5+2”或“3+2”的结构（即 5 年或 3 年投资期，加上 2 年退出期）。我国一级市场的投资热潮有几个比较明显的阶段，具体如下：

① 2014-2016 年：投资交易最活跃的时期

在“大众创业、万众创新”的背景下，这三年是中国一级市场投资交易最活跃的时期，投资处于高频而早期状态，但是整体的投资金额相对较低。

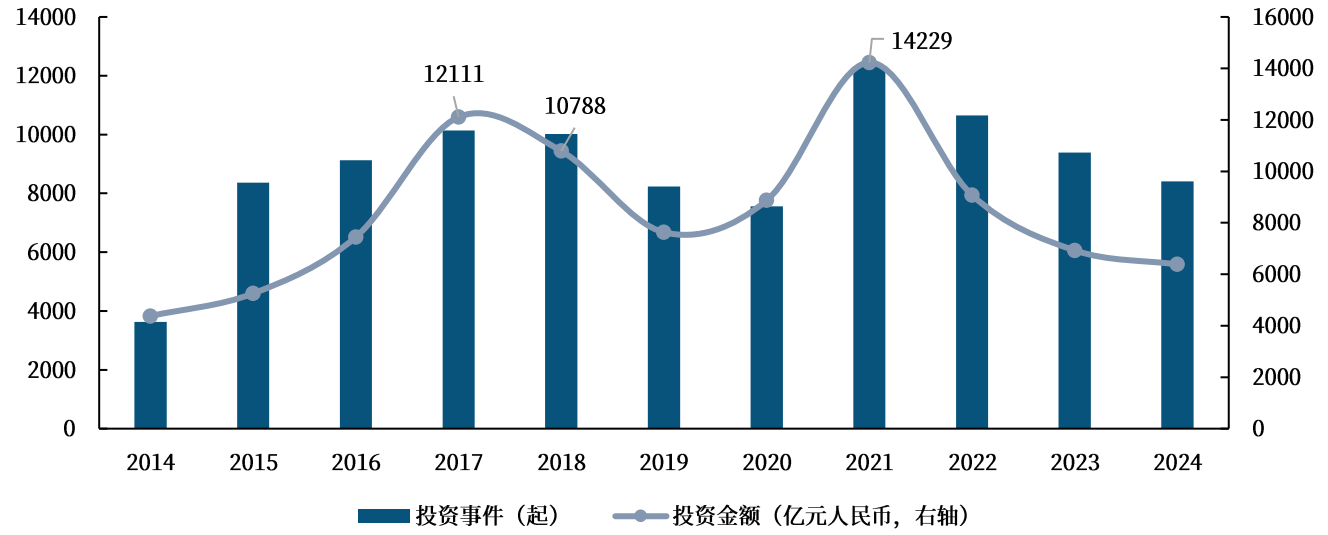
② 2017 年、2018 年、2021 年：投资总额突破万亿

这三年中国一级市场股权投资总额均突破了 1 万亿元人民币，单笔投资金额显著增大，市场逐步走向成熟。硬科技方向（部分涉及军工领域）在此阶段快速增长。

③ 2022 年之后：市场回调

由于公共卫生事件、国际局势、宏观环境等多重因素影响，2022 年之后，中国的股权投资市场遇冷，投资事件和投资金额均呈逐年下降趋势。

图3 2014-2024 年中国股权投资市场投资情况



资料来源：《中国股权投资市场发展蓝皮书 2024》，中航证券研究所整理

当前我国一级股权投资市场的退出环境正在发生变化，主要退出渠道有 IPO、并购重组、老股转让以及 S 基金（私募股权二级市场）。进入 2023 年，IPO 收紧、叠加一级市场遇冷，老股转让趋于谨慎，恰逢 2025 年是继 2015 年后、第二波投资高峰的退出期的启动之年，我们认为并购重组有望成为当前一级投资基金退出的重要方式。

2、二级市场：IPO 阶段性放缓，鼓励科技型企业开展并购重组

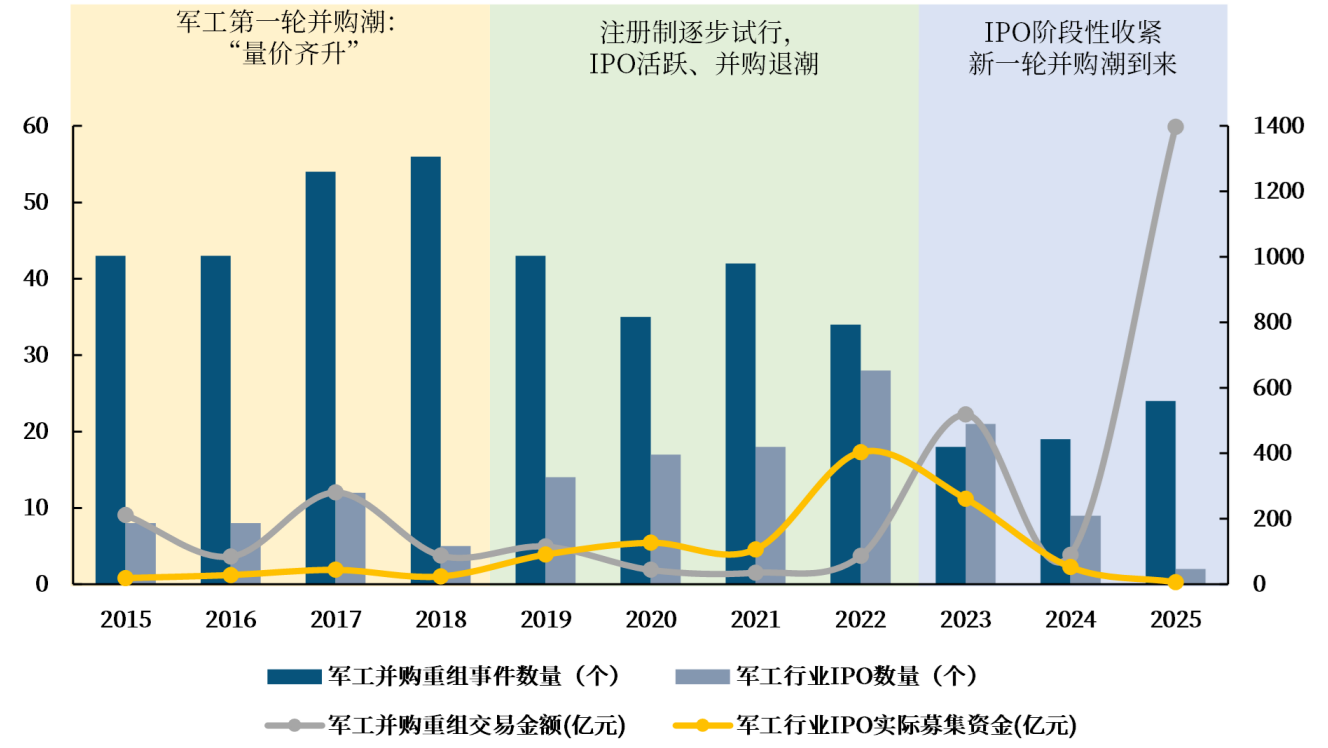
复盘军工板块的二级市场，近十年军工行业的 IPO 和并购重组同样存在“跷跷板效应”。具体可以分为三个阶段：

① **2015-2018 年是军工行业上一轮的并购高潮。**无论从并购事件数量还是并购金额看，2015-2018 年是军工行业上一轮的并购高潮，时间上看，滞后于 A 股整体并购潮（2013-2016 年），是全市场并购行情在军工领域的延后演绎，而同期，军工行业的 IPO 数量和规模较为平淡。

② **2019 年开始，军工行业并购事件和金额逐步下降。**与此同时，随着注册制的全面试行，军工行业 IPO 数量和规模逐步增长，2020-2022 年，IPO 规模连续三年超过并购规模。

③ 2023 年起，受 IPO 发行节奏阶段性调控、军工涉密资产 IPO 审核门槛偏高的双重影响，军工行业 IPO 数量和规模均显著下降，与此同时，军工行业内部再度出现“谋求产业整合，开展并购重组”的基调。2025 年 2 月，中国证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，指出“鼓励科技型企业开展同行业上下游产业并购，支持上市公司围绕产业转型升级、寻找第二增长曲线开展并购重组。支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产”。军工行业属硬科技密集赛道，高度契合政策支持方向。在 IPO 节奏错位、产业整合需求、监管制度优化三重因素共振下，有望开启新一轮结构性并购浪潮；同时因受涉密审查、国资审批、同业竞争管控等约束，存在落地节奏的不确定性。。

图4 军工上市公司的并购重组和 IPO 在数量和规模上也呈现出跷跷板规律



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：军工并购重组事件按交易完成时间统计，且只考虑交易股份占比 20%及以上的并购重组事件）

3、市值管理：并购重组是军工央企市值管理的重要抓手

过去几年，在央企高质量发展的主旋律下，各军工央企的资产证券化水平持续提升，核心资产实现资产证券化的进度提速，通过科研院所改制、混改上市以及优质资产整合注入等资本运作方式，持续向上市平台归集主业核心资源。并购重组已成为军工央企提质增效、盘活存量资产、提升上市公司质量的核心手段，是央企规范化市值管理的重要组成部分。

表5 2024 年以来军工央企上市公司开展并购重组的典型案例

完成时间	上市平台（代码）	事件名称	并购金额（亿元）
2025-09-11	中国船舶（600150.SH）	中国船舶吸收合并中国重工 100%股权	1151.50
2025-01-17	中航电测（300114.SZ）	中航电测增发收购成都飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权	174.39
2024-03-23	中直股份（600038.SH）	中直股份增发收购昌河飞机工业（集团）有限责任公司 100%股权，哈尔滨飞机工业集团有限责任公司 100%股权	50.78

资料来源：iFinD，公司公告，中航证券研究所整理

2025 年 1 月，中航工业成飞借壳中航电测实现核心军工资产的整体上市。本次交易系上市公司中航电测发行股份购买航空工业成飞 100%股权的重组项目，交易金额约 174 亿元。通过本次交易，中国航空工业集团将航空工业成飞注入上市公司，将显著提高上市公司质量，并借力资本市场，进一步提升国家航空工业资产证券化率，实现国家航空装备体系建设的资源再整合、发展再提速。本次重大资产重组前瞻性契合后续资本市场并购重组的改革导向，也是新“国九条”和“科技企业 16 条”相关政策落地背景下，军工领域支持科技核心资产证券化、产业链整合的典型案例。

2025 年 9 月，中国船舶换股吸收合并中国重工（简称“两船合并”）完成。“两船合并”是军工行业并购重组史上涉及交易金额（1151.50 亿元）最大的项目之一。“两船合并”是中国船舶集团作为央企集团对新“国九条”中“鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度”内容积极响应。中国船舶和中国重工均为我国船舶制造行业的龙头企业，本次交易能够进一步整合双方的优势资源、充分发挥协同效应，助力存续公司抓住船舶工业转型升级机遇，打造成为全球造船业发展的引领力量。

我们预计，在各方政策支持下，未来一段时间，军工央企将主要依托存量上市公司，进行产业和资源的整合、深化改革，做强做优上市公司，提升上市公司发展质量，并购重组将成为军工央企落实科学化、规范化市值管理的重要抓手。

4、行业的边际变化：新质战斗力和新质生产力催生新的并购需求

近年来，我国提出要加强新兴领域战略能力，打造新质生产力和新质战斗力增长极。新兴领域战略能力是国家战略体系和能力重要组成部分，关系我国经济社会高质量发展，关系国家安全和军事斗争主动权。要乘势而上，把握新兴领域发展特点规律，推动新质生产力同新质战斗力高效融合、双向拉动。

新质战斗力以新质生产力发展为基础，以先进科技发展应用为支撑，其本质特点在于“新”。加强新质战斗力建设，有助于提升军队在传统领域、新兴领域和重点领域的作战能力，确保国家在大国战略博弈和军事对抗中占据优势和主动。随着人工智能

等新一代信息技术的发展、全球战争形态的演变以及我国军队编制的改革，武器装备建设顺应机械化、信息化、智能化融合发展总体方向迭代升级，可以预见，对新域新质武器装备的研发投入会是我国下一阶段武器装备发展的重点之一。未来，军工企业需要推动新质生产力同新质战斗力高效融合，依托产业链整合、专业化重组，加快无人装备、数据链路、电子对抗、卫星互联网等新兴领域的装备建设。

新质生产力是相对于传统生产力而言的，新质生产力是以新技术深化应用为驱动，以新产业、新业态和新模式快速涌现为重要特征，进而构建起新型社会生产关系和社会制度体系的生产力。新质生产力核心在于“以新促质”，是创新驱动、新经济变革、高质量发展的重大推动力。

战略性新兴产业有望成为军工行业落实科技创新的有力抓手，助力军工企业加快形成新质生产力、增强发展新动能。发展战略性新兴产业是打造新质生产力的重要抓手。2023 年 12 月的中央经济工作会议指出“打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业”。之后，2024 年和 2025 年的“两会”反复提及发展战略性新兴产业。根据国务院有关部门印发的《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》，包括新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、航空航天产业、海洋装备产业等战略性新兴产业，在多个细分领域与军工企业的主营业务具备协同效应，详见下表。

表6 部分战略性新兴产业及其细分领域

战略性新兴产业	细分领域
新一代信息技术产业	通信系统设备制造，通信终端设备制造，雷达及配套设备制造，特种陶瓷制品制造等
高端装备制造产业	增材制造装备制造，铸造机械制造，内燃机及配件制造等
新材料产业	高温合金制造，钛及钛合金制造，高性能纤维及制品和复合材料，前沿新材料等
航空航天产业	航空装备产业，卫星装备制造，卫星应用技术设备制造，其他航天器及运载火箭制造等
海洋装备产业	海洋装备制造，雷达及配套设备制造，导航、测绘、气象及海洋专用仪器制造等

资料来源：北京市统计局官网，中航证券研究所整理

我们判断，在新质战斗力、新质生产力加速迭代的战略背景下，位于传统军工赛道的企业可以依托外延式并购来适配产业结构升级于装备迭代趋势，完善新域新质领域的产业布局，拓展前沿技术装备业务边界，打造第二增长曲线。

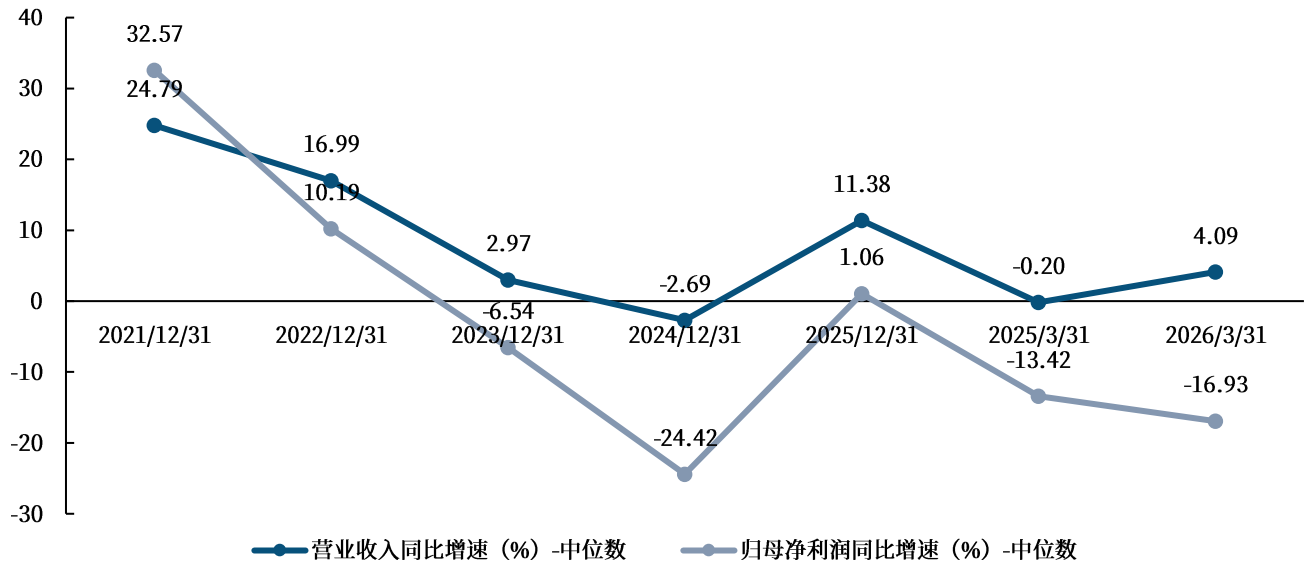
5、“弱现实”的选择：多业务布局、切换新赛道

在 2015-2018 年军工行业的并购潮中，不乏一些上市公司通过并购重组的方式实现多业务布局或切换新赛道。比如，**海格通信在 2013-2017 年期间先后收购摩诘创新、怡创科技、驰达飞机等不同行业的企业（具体分析详见第四章）**，从过去的传统军用通信设备制造商转变为一家集软硬件设备和信息服务为一体的空天信息产业综合服务商，业务板块涉及无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态四大领域。此外，

天银机电在 2015-2016 年先后收购华清瑞达、讯析科技两家军用雷达企业，形成“传统家电+军工电子”两大业务板块布局。新劲刚在 2019 年收购宽普科技，切入军工电子赛道。

过去几年军工行业的“弱现实”给了军工企业通过并购重组实现多业务布局或切换新赛道的契机。如下图所示，根据我们的统计，“十四五”时期，核心军工股的营收与归母净利润的同比增速中位数呈现出高开低走的趋势。2021-2024 年，核心军工股的收入与净利润的同比增速中位数持续下滑。2024 年，营业收入的同比增速中位数由 2023 年的 2.97%下降至-2.69%，归母净利润增速中位数由-6.54%下降至-24.42%，收入与净利润增速同时转负。2025 年是“十四五”收官之年，行业有所回暖，两大业绩指标有所修复，但仍较“十四五”早期水平存在较大差距。2026 年 Q1，核心军工股的收入同比增速中位数为 4.09%，增速仍为个位数，归母净利润增速中位数由同期的-13.42%下降至-16.93%。

图5 过去几年，核心军工股的营收与归母净利润的同比增速（中位数）的变化情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

行业收入增速缓慢、归母净利润增速下滑，显示出军工行业在经营层面仍然面临一定的困难。在此背景下，对于一些业务结构单一、抗风险能力较弱的企业，通过并购重组实现跨行业、多业务布局，成为这类企业的主要诉求；而对于一些传统赛道企业，通过并购重组实现切换新赛道、焕发新生，也不失为这类企业的选项之一。

二、军工行业上市公司并购重组的特点与研判

本章基于 2015 年以来的军工行业上市公司并购重组数据，通过并购规模、并购流程、并购类型等多个维度的拆解，分析军工行业并购重组的特点，并结合最新的政策和行业发展趋势，为后续军工行业并购重组的发展变化给出研判。

（一）并购规模：军工行业并购有望重回量价齐升

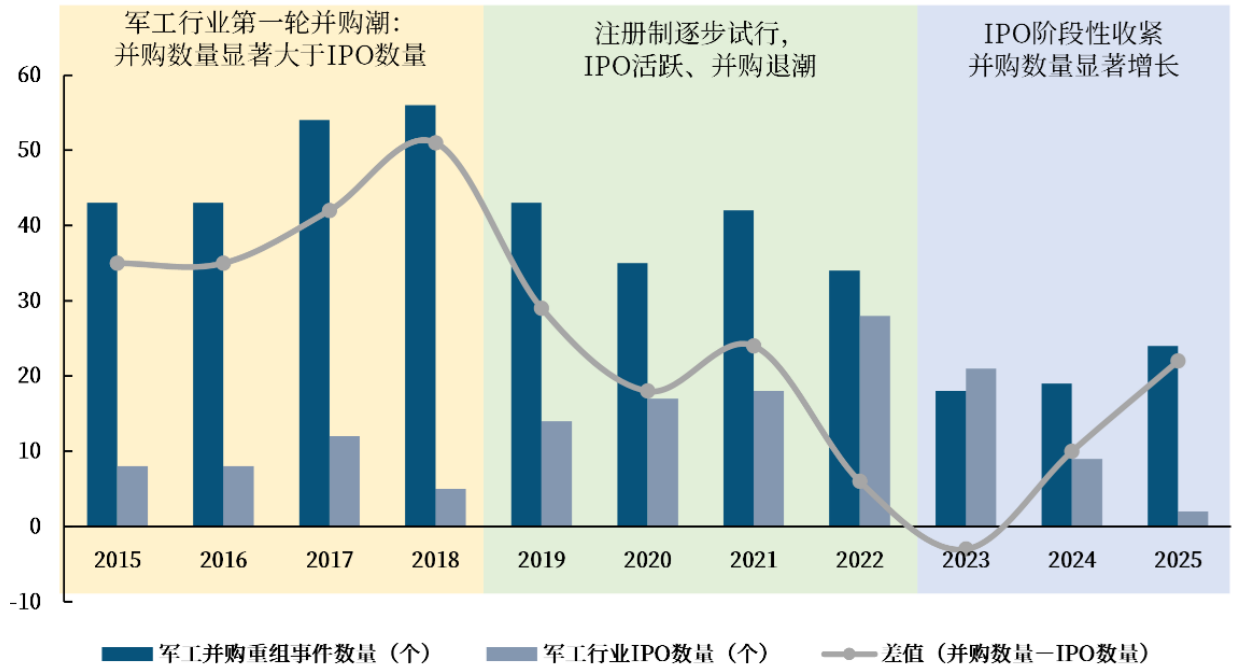
根据军工行业 IPO 数据和并购数据的统计，并结合并购数量和 IPO 数量的差值这一指标（如下图所示），我们发现以下特点和趋势：

① 2015-2018 年是军工行业上一轮的并购高潮，同期 IPO 数量较为平淡，这一时期，并购数量显著大于 IPO 数量；

② 2019 年开始，随着注册制的全面试行，军工行业 IPO 数量逐步增长、并购则逐步退潮，2023 年 IPO 数量超过并购数量；

③ 2023 年起，受 IPO 阶段性收紧影响，军工行业 IPO 数量显著下降，与此同时，并购数量再度超过 IPO 数量，且呈稳定增长态势。

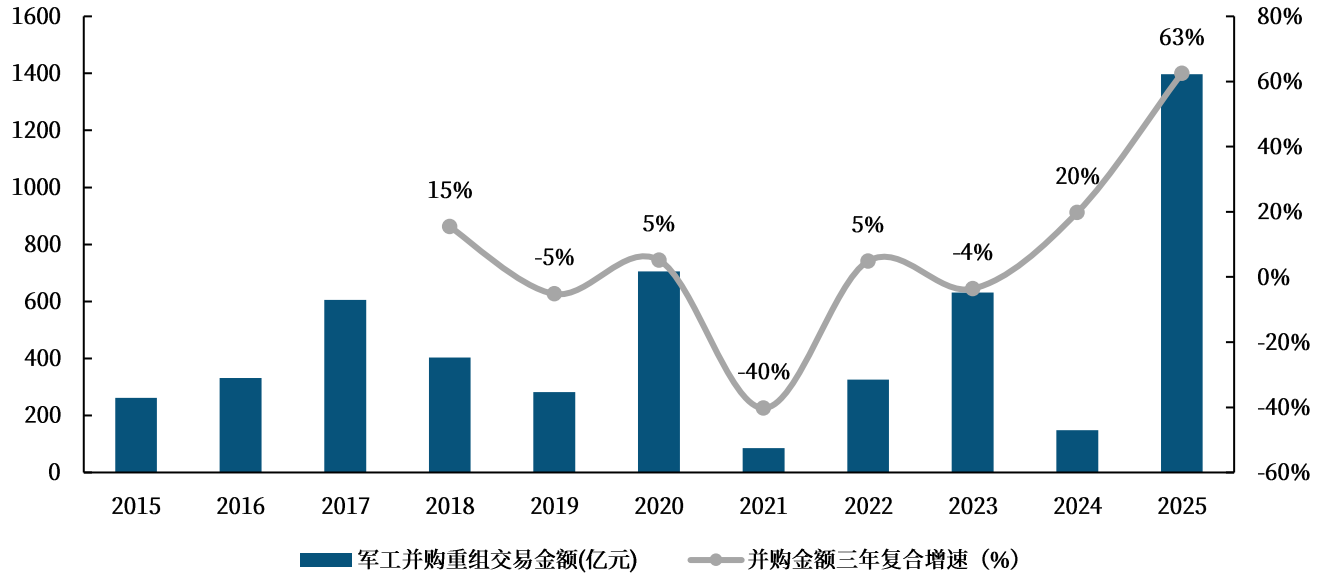
图6 军工上市公司的并购重组数量有望显著增长



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：军工并购重组事件按交易完成时间统计，下同）

从金额方面看，我们采用交易金额近三年复合增速这一指标来衡量金额的变化情况。如下图所示，过去十年，并购金额的近三年复合增速呈现较明显的 V 型走势。2025 年，军工行业并购重组交易金额创十年新高（1397.16 亿元），同比显著增长。

图7 军工上市公司的并购重组交易金额有望持续增长



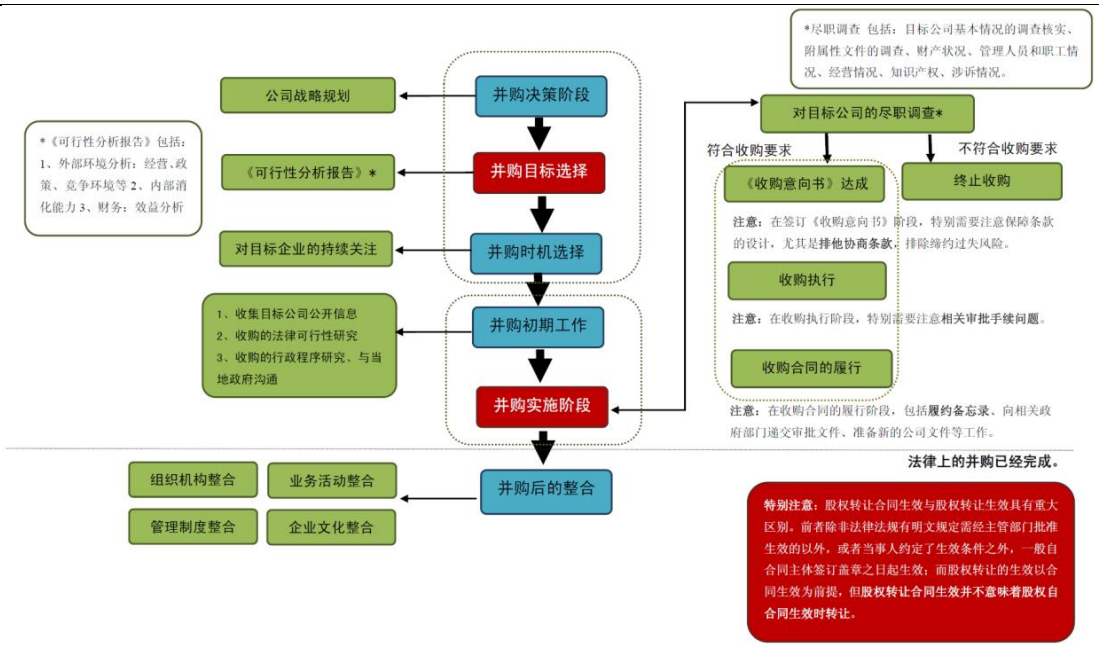
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

整体上看，我们判断，随着各类并购重组活动的持续推进，未来我国军工行业并购重组规模有望重现“量价齐升”的态势。

（二）并购流程：政策指引下，并购重组效率有望进一步提升

并购重组的流程通常较为复杂，涉及多个环节，具体可参考下图。

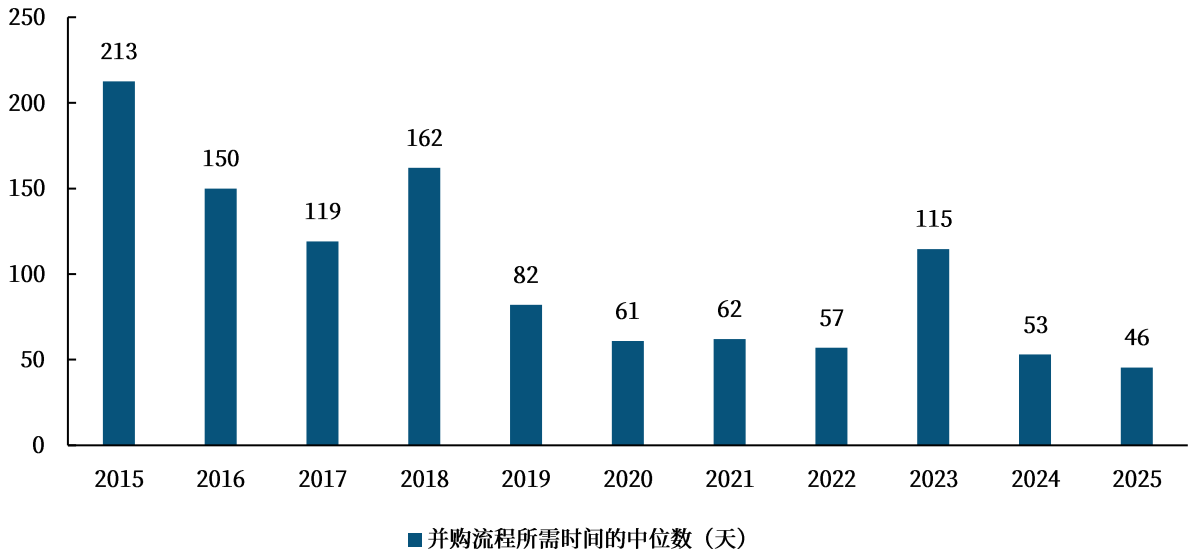
图8 常见的企业并购流程



资料来源：《公司并购重组与整合》，中航证券研究所整理

根据军工行业并购数据统计，采取交易完成日期和首次公告日期的差值来评估并购所需的时间，并取各年度的中位数，得到如下图所示的结果。显然，**近十年军工行业整体并购流程呈现逐年缩短的态势。**

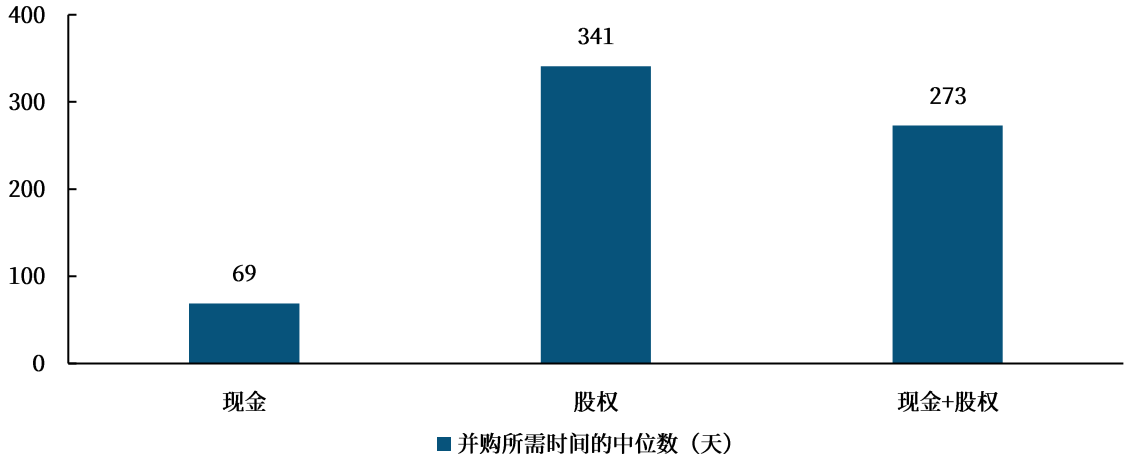
图9 军工行业整体并购流程呈现逐年缩短的态势（单位：天）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从不同支付方式的角度看，现金收购所需的时间较短，平均在 30-100 天之间，而股权收购由于需要进行募资，因此所需的时间较长，基本在 200 天以上。根据军工行业并购数据统计，如下图所示，纯现金收购所需的时间的中位数为 69 天，纯股权收购所需的时间的中位数为 341 天，现金+股权的收购时间介于两者之间。受此影响，现金支付在军工行业并购支付方式中的比例逐年提升（具体数据详见后文）。

图10 不同支付方式的军工并购所需时间的中位数（单位：天）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2024 年 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》（简称“并购六条”），其中一条是“**提升重组市场交易效率**”。根据文件内容，证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。

2025 年 5 月 16 日，证监会在新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》（简称《重组办法》）中，**明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，中国证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。**

我们判断，在“并购六条”、新修订的《重组办法》等政策文件的指引下，军工行业的并购流程有望进一步提速，并购重组效率有望逐步提升。

（三）并购类型：新域新质标的增多，并购类型有望多元化

军工企业的并购重组活动主要围绕增强核心竞争力、拓展业务领域、提升盈利能力、优化资本结构、实现协同效应等目的展开。除了横向并购、纵向并购和混合并购之外，资产注入也是军工企业（主要是军工央国企）开展并购重组的目的之一。下表展示了军工企业几种主要的并购类型及其特征。

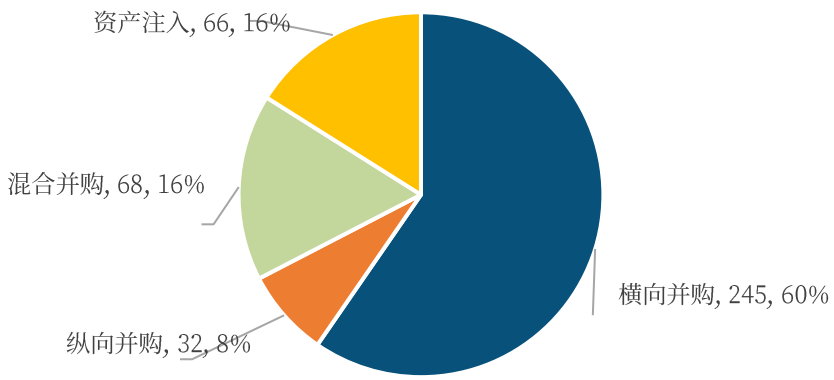
表7 军工行业上市公司并购重组的主要类型及其特征情况

类型	特点	优点	风险
横向并购	并购双方处于同一行业，生产、销售或提供相似的商品及服务。	有利于弥补企业在资源配置方面的不足，可以产生规模效应从而降低成本、提高市场占有率。	横向并购容易产生垄断寡头，扰乱自由市场规律。
纵向并购	并购双方处于产业链的上下游，在企业经营往来上关系密切。	有利于实现产业链上下游的贯通，减少供应链风险，对行业潜在进入者设立进入壁垒。	企业过于庞大，可能产生由于管理能力不足而降低效率，失去原有的灵活性。
混合并购	并购双方既不属于同一行业，也没有上下游关系。	有利于实现多元化发展，降低主业的经营风险。	多元化的经营容易导致资源利用率较低，在管理不善的情况下容易产生财务风险。
资产注入	将优质资产注入上市公司，提升资产证券化率，多见于央国企。	优化集团内部资源配置，提高整体运营效率，提升市值和影响力。	财务压力与杠杆风险、整合成本与管理挑战、短期业绩兑现压力、业务协同的不确定性。

资料来源：《公司并购重组与整合》，中航证券研究所整理

如下图所示，过去十年，我国军工上市公司的并购多以横向并购（245,60%）居多，其次是混合并购（68,16%）、资产注入（66,16%），纵向并购（32,8%）相对较少。

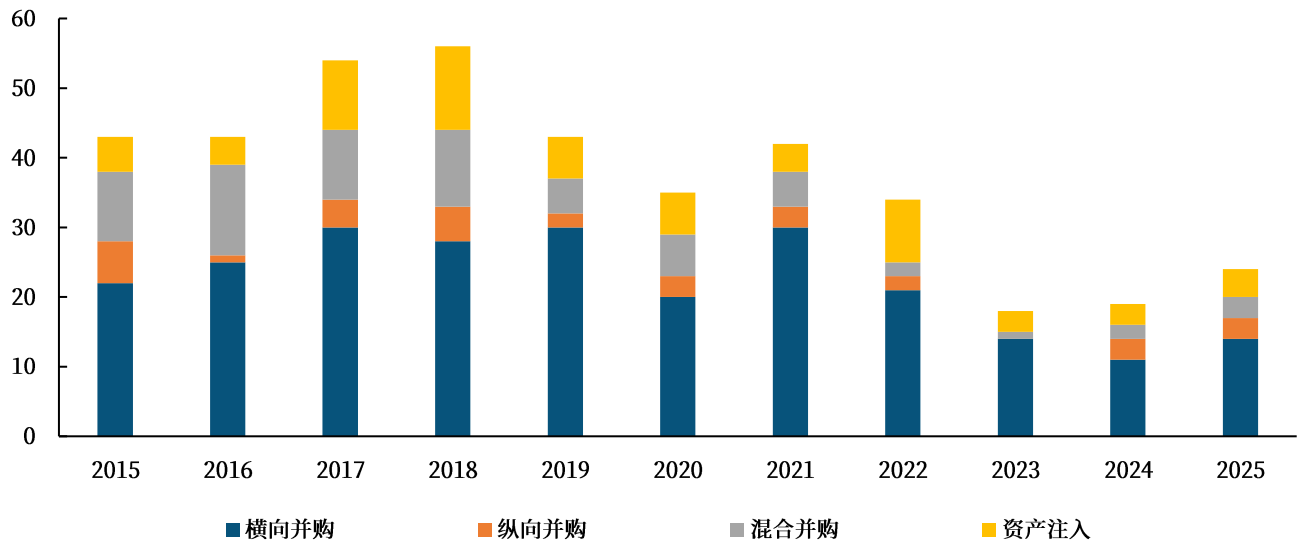
图11 2015-2025 年军工行业按并购类型分类的并购事件统计（单位：个，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从趋势上看，军工行业并购类型分布呈现出“分散、集中、再分散”的过程。如下图所示，在军工行业上一轮的并购高潮期间，即 2015-2018 年，并购类型较为分散，除常见的横向并购和资产注入外，混合并购和纵向并购也不鲜见。这主要是因为 2015-2018 年期间，随着以中航沈飞借壳上市为代表的军工央企核心资产的证券化，军工板块市场关注度逐步提升，同时 2016 年开始一系列鼓励民参军企业的政策发布，不少非军工上市公司开始通过并购军工企业迅速切入军工业务，以期赶上军工行业高速发展的浪潮。然而，2019 年开始，随着并购逐步退潮，企业并购行为更加谨慎，由于纵向并购需要跟上游的供应商或下游的客户展开竞争，混合并购需要应对多元化经营的挑战，因此，纵向并购和混合并购这两类成本和风险较高的并购类型逐渐减少。但是，从 2025 年的分布情况来看，军工行业并购重组类型有望逐步丰富。

图12 军工行业并购重组类型有望随并购潮的到来恢复多元化（单位：个）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2025 年 2 月，中国证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，指出“**鼓励科技型企业开展同行业上下游产业并购，支持上市公司围绕产业转型升级、寻找第二增长曲线开展并购重组**。支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产”。在此背景下，A 股并购类型逐步丰富，相关企业围绕低空经济、商业航天等新域新质标的的并购事件逐步增多。

2025 年 5 月 26 日，广联航空发布公告，公司和/或公司指定的主体拟以支付现金方式购买天津跃峰科技股份有限公司（以下简称“**天津跃峰**”）2,550 万股股份，占标的公司总股份的 51%。天津跃峰的主要业务覆盖运载火箭贮箱等结构件的金属热处理、表面处理、钣金成形、铣削、焊接精密加工等全流程工序。通过本次交易，公司可进一步深化进军航天板块，获取近年来新兴的商业航天市场的业务机会。

2026 年 5 月 6 日，金利华电公告，拟收购商业航天企业西安中科西光航天科技集团有限公司（简称“**中科西光**”）。中科西光是一家专注于商业航天光学载荷研发与生产的企业，拥有先进的技术和产品线，在卫星遥感、空间探测等领域具备较强的竞争力。金利华电作为一家原本从事绝缘子制造的企业，通过此次收购，意图切入高成长性的商业航天赛道，实现业务转型与升级，拓展其在高端制造和高科技领域的版图。

2026 年 4 月 24 日，应流股份公告，公司继续进军大型无人机终端市场，以收购及增资方式取得了浙江华奕航空科技有限公司（简称“**华奕航空**”）38.81%的股权，进一步整合市场资源，形成“动力+整机”产业链协同发展的完善布局。华奕航空主要从事小型航空发动机、无人机动力系统等产品的研发与制造。应流股份作为一家高端装备零部件制造公司，通过本次收购，有望完善其在低空经济产业链中的布局，从机械零部件供应商向系统解决方案提供商转变。

2026 年 5 月，苏州规划设计研究院股份有限公司（简称“苏州规划”）拟通过发行股份及支付现金方式，收购北京东进航空科技股份有限公司（简称“**东进航科**”）100%股权，交易价 2.5 亿元，旨在布局低空经济赛道。

与此同时，部分上市公司通过股权转让等方式，引入低空经济等新兴赛道的优质企业，推动业务转型，实现多方共赢。

2026 年 6 月，德力股份发布定增公告，拟募集资金总额不超过 8.18 亿元，不超过最高发行股份数量 1.09 亿股，发行对象为辽宁翼元航空科技有限公司（简称“翼元航空”），公司拟通过向该主体发行股份引入其作为控股股东，推动优质产业资源深度协同、助力公司布局高端制造核心赛道，进而提升持续经营能力与核心竞争力。

2026 年 7 月，超卓航科公告，公司控股股东、实际控制人李光平、王春晓、李羿含，与上海太洋科技股份有限公司（简称“受让方”或“太洋科技”）签署股份转让协

议，拟通过协议转让方式出让合计 2383.72 万股股份（占公司总股本的 26.58%），交易总价款约为 10.20 亿元（含税）。公司披露，公司当前股权结构及现有业务体量难以支撑行业快速扩张的战略需求，本次交易的受让方太洋科技是国内高纯级铍材料与高端光学无机盐领域的国家级专精特新“小巨人”企业，铍材料是航空航天领域的战略性材料，与超卓航科现有的航空航天零部件及耗材、机载设备维修、定制化增材制造业务存在上下游协同关系。

“一级买二级”的反向并购成为本轮并购重组潮的一大看点。本轮并购重组潮中，非上市公司通过取得上市公司的控制权，反向并购上市公司的案例不在少数。2025 年 9 月，智元机器人拟通过“协议转让+部分要约收购”的模式，实现对上市公司上纬新材的收购。2025 年 10 月，《北京市关于助力并购重组促进上市公司高质量发展的意见》出台，明确提到“**服务支持符合条件的企业依法收购上市公司，注入优质资产，提升上市公司质量**”。这意味着“一级买二级”的并购模式得到了认可。在此背景下，越来越多的一级企业开始反向并购上市公司。2025 年 12 月，七腾机器人宣布，拟通过“协议转让+部分要约收购”的模式，实现对上市公司胜通能源的收购。

这一新型并购模式的创新之处表现在：通过灵活的交易结构设计，既实现了对上市公司的控制权转移，又兼顾了原控股股东的退出需求和上市公司的稳定性，同时规避了传统并购中可能面临的要约收购成本高、退市风险等问题。该模式既能为具备技术优势或产业资源、但缺乏上市平台的战新产业的企业提供了通过并购进入资本市场的路径，也能为上市公司引入具备产业协同潜力的战略股东，为企业后续发展注入新动力。

我们判断，随着新一轮并购潮的到来，或将有更多低空经济、人工智能、商业航天等新质生产力的企业，通过被并购或反向并购等方式登陆资本市场，军工行业的并购类型有望更加多元化。

（四）估值方法：更适应新质生产力特征的估值方法有望出现

军工行业对并购标的采取的估值方法（也称定价方式）主要有收益法、资产基础法、市场法等方法。其中，收益法适用于未来收益可预测的企业，资产基础法适用于资产结构清晰的企业，市场法适用于市场数据丰富的企业，而综合评估法则适用于需要全面评估的企业。不同的估值方法各有优劣，选择合适的估值方法需要根据具体情况综合考虑。在实际操作中，往往需要结合多种方法，以确保估值的准确性和合理性。以下是几种典型的估值方法的比较。

表8 几种典型的估值方法的比较

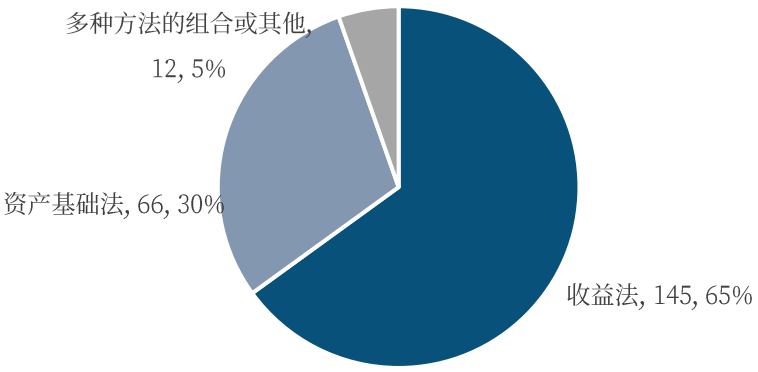
估值方法	定义	优点	缺点
资产基础法	通过评估目标公司的各项资产和负债，确定其市场价值，从而得出目标公司的整体价值。	透明度高：基于资产和负债的市场价值，易于理解和验证。适用范围广：适用于各种类型的资产，包括有形资产和无形资产。	忽视未来收益：不考虑目标公司的未来盈利能力，可能低估其价值。

			评估难度大：某些资产（如无形资产）的市场价值难以准确评估。
收益法	通过预测目标公司的未来收益，并将其折现到当前价值，从而确定其整体价值。	考虑未来收益：能够反映目标公司的未来盈利能力，更全面地评估其价值。 灵活性高：可以根据不同的收益预测模型进行调整。	预测难度大：未来收益的预测具有不确定性，可能导致估值偏差。 折现率选择复杂：折现率的选择对估值结果影响较大，选择不当可能导致估值失真。
市场法	通过比较目标公司与类似公司的市场价值，从而确定其整体价值。	市场导向：基于市场交易数据，反映市场对目标公司的价值认知。 简便易行：不需要复杂的财务预测和折现计算。	可比性要求高：需要找到与目标公司高度相似的可比公司，否则估值结果可能不准确。- 市场波动影响大：市场波动可能导致估值结果不稳定。
综合评估法	结合资产基础法、收益法和市场法等多种方法，综合考虑各种因素，得出目标公司的整体价值。	全面性：综合考虑了资产、收益和市场等多个维度，更全面地评估目标公司的价值。 灵活性高：可以根据具体情况调整评估方法和权重。	复杂性高：需要综合考虑多种因素，评估过程较为复杂。 主观性较强：评估结果可能受到评估者主观判断的影响。

资料来源：《公司并购重组与整合》，中航证券研究所整理

过去十年，军工行业并购所采取的估值方法以收益法（145,65%）居多，其次是资产基础法（66,30%）。

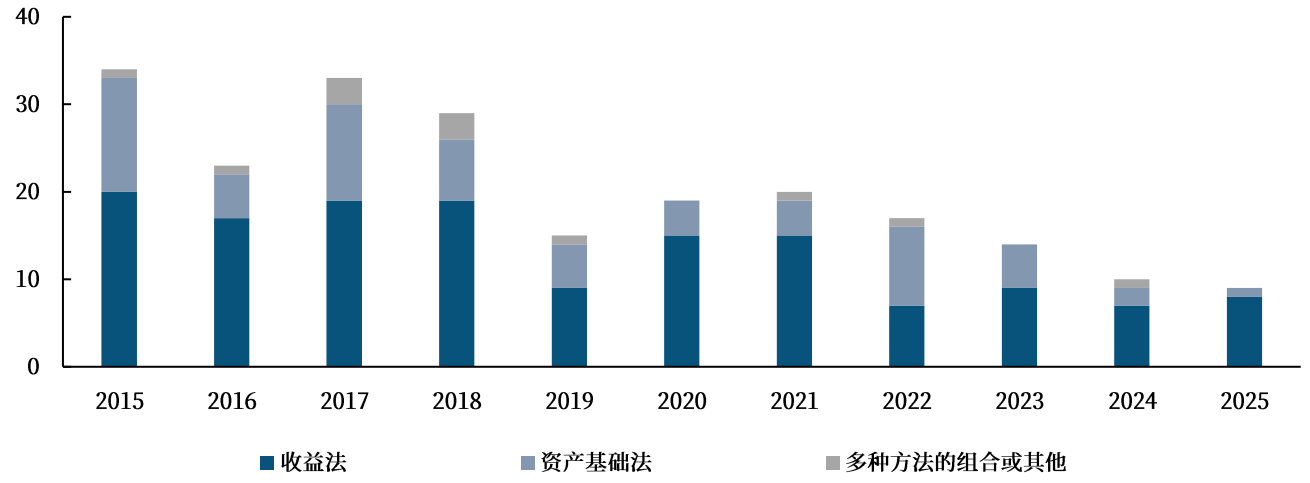
图13 2015-2025 年军工行业按估值方法分类的并购事件统计（单位：个，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从历年的分布上看，在上一轮并购潮中，收益法和资产基础法占据主流，随着时间推移，资产基础法的占比呈现一定程度的下降，2025 年仅有少数并购案例采取资产基础法。

图14 按照时间统计的军工行业并购的估值方法分类（单位：个）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2024 年以来，包括“科八条”“并购六条”等政策均提及“提高科技型企业并购重组估值包容性，支持采用适应新质生产力特征的多元化估值方法”。在此背景下，A 股部分行业的并购活动开始出现一些更加灵活的估值方式。2025 年 1 月，医药生物上市公司**圣湘生物（688289.SH）**在收购中山未名海济生物医药有限公司（简称“中山海济”）100%股权的案例中，设置了“估值调整”：在中山海济原估值 8.075 亿元的基础上，若中山海济在 2025 年、2026 年完成业绩承诺目标，圣湘生物相应按比例调增其估值，估值调增的上限不超过 3.925 亿元。同时，在定价安排上，针对不同交易方，如早期投资成本较高的财务投资者或有保值增值诉求的国资，实行差异化定价，平衡各方的利益。2024 年 9 月 12 日，上市公司**思瑞浦（688536.SH）**发行可转债及支付现金购买创芯微 100%股权，在定价安排上，思瑞浦综合考虑不同交易对手方的初始投资成本等因素，由交易各方自主协商，实行了差异化定价。这既保证了思瑞浦所需支付对价的总额不变，保护了上市公司股东的利益，又满足了财务投资者并购退出的需要，平衡了各方的利益诉求。

我们判断，在未来军工行业的并购重组活动中，收益法和资产基础法仍将是军工行业并购标的估值定价的主要方法，但是，针对军工行业中具备新质生产力、新质战斗力特征的赛道，更多新的、灵活的估值方式或将出现在军工行业并购重组活动中。

（五）支付方式：可转债等新型支付方式有望出现

某种程度上，并购方式决定了支付方式。一般地，现金收购快速明确，但资金压力大；定向增发和换股收购可以减少资金压力，但可能稀释股权；资产置换和债务重组可以优化资产和债务结构，但操作复杂。不同的并购方式各有优劣，选择合适的方式需要综合考虑公司的财务状况、市场环境、战略目标等因素。具体情况如下。

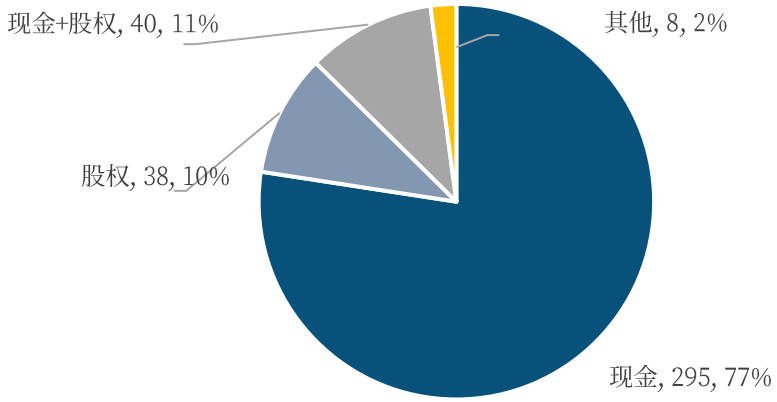
表9 不同并购方式的比较

类型	定义	优点	缺点
现金收购	现金收购是指收购方通过支付现金的方式购买目标公司的股权或资产。	**快速完成**：现金收购通常可以快速完成交易，减少交易过程中的不确定性。 **控制权明确**：收购方可以立即获得目标公司的控制权，便于整合和管理。 **减少债务**：目标公司不会因为收购而增加债务负担。	**资金压力**：需要大量的现金，可能对收购方的财务状况造成压力。 **稀释现金流**：大量现金流出可能影响收购方的日常运营和投资计划。 **目标公司股东利益**：目标公司股东可能认为现金收购价格低于其预期价值。
定向增发	定向增发是指上市公司向特定对象发行新股，以换取目标公司的股权或资产。	**资金成本低**：通过发行新股筹集资金，减少了现金支付的压力。 **扩大股本**：可以扩大公司的股本，提高市场影响力。 **股东利益**：目标公司股东可以获得上市公司的股份，未来可能获得更高的收益。	**稀释股权**：原有股东的股权比例会被稀释，可能影响控制权。 **市场反应**：新股发行可能对股价产生负面影响，导致股价下跌。 **审批流程**：定向增发需要经过证监会的审批，流程较为复杂。
换股收购	换股收购是指收购方通过发行新股或现有股份换取目标公司的股权。	**无需现金**：不需要支付现金，减少了资金压力。 **股东利益**：目标公司股东可以获得收购方的股份，未来可能获得更高的收益。 **整合便利**：换股收购后，双方可以更容易地进行资源整合和业务协同。	**稀释股权**：原有股东的股权比例会被稀释，可能影响控制权。 **市场反应**：换股收购可能对股价产生负面影响，导致股价下跌。 **审批流程**：换股收购需要经过证监会的审批，流程较为复杂。
资产置换	资产置换是指双方通过交换资产的方式进行并购重组。	**优化资产结构**：可以优化双方的资产结构，提高资产利用效率。 **减少现金压力**：不需要支付现金，减少了资金压力。 **业务协同**：通过资产置换，双方可以更好地实现业务协同和资源整合。	**评估难度**：资产的评估和定价较为复杂，可能引发争议。 **税务问题**：资产置换可能涉及复杂的税务问题，需要谨慎处理。 **审批流程**：资产置换需要经过相关部门的审批，流程较为复杂。
债务重组	债务重组是指通过调整债务结构和债务关系，实现并购重组。	**优化债务结构**：可以优化双方的债务结构，降低财务成本。 **减少现金压力**：不需要支付现金，减少了资金压力。 **提高信用评级**：通过债务重组，可以提高公司的信用评级，增强市场信心。	**复杂性**：债务重组涉及复杂的法律和财务问题，需要专业团队支持。 **税务问题**：债务重组可能涉及复杂的税务问题，需要谨慎处理。 **审批流程**：债务重组需要经过相关部门的审批，流程较为复杂。

资料来源：《支付方式与并购绩效关系的研究》、《“买壳上市”与“资产注入、资产置换”两种上市模式的分析》、《企业并购中的债务重组》，中航证券研究所整理

整体上看，过去十年军工行业并购的支付方式多以现金收购为主，包括协议收购、增资、竞拍/司法裁定等形式，其次是现金+股权和股权收购，形式上多以定向增发为主。

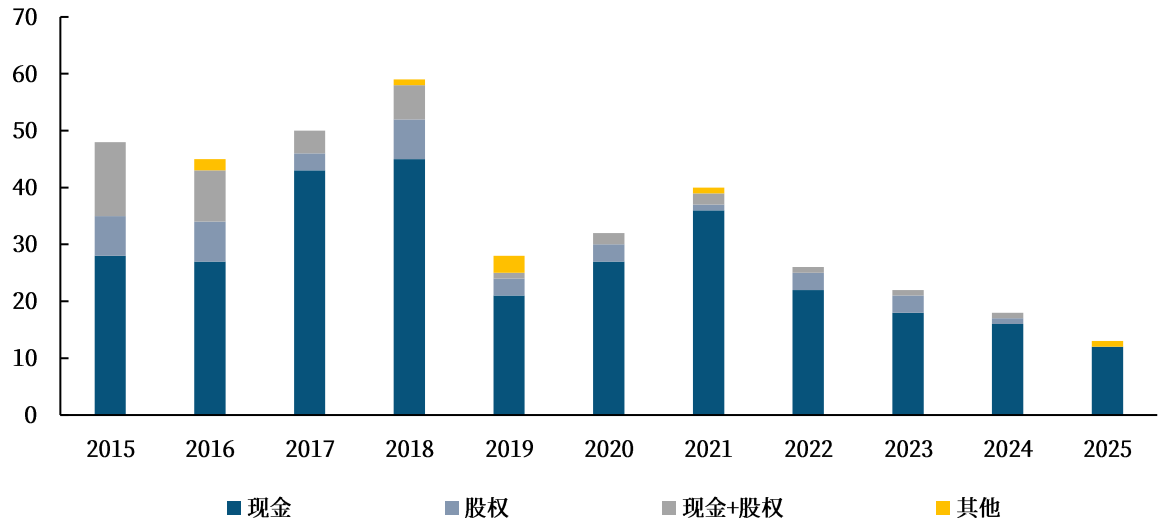
图15 军工行业按支付方式分类的并购事件统计（单位：个，%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

从时间上看，在军工行业上一轮的并购高潮期间，即 2015-2018 年，现金支付虽然更多，但是涉及股权支付的案例并不少见。而最近几年，军工行业并购的支付方式则普遍是现金支付。究其原因，如前所述，在上一轮军工行业的并购潮中，并购类型较丰富，因此并购方式也更加多元化，除现金收购外，定向增发也较多，因此股权收购的方式较多；2019 年开始，随着军工并购退潮，企业并购行为更加谨慎，相较于并购流程较长、风险较大的股权收购，企业更偏好方便快捷、风险较小的现金收购。

图16 军工行业并购支付方式变化（单位：个）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2023 年 11 月，证监会发布了《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》，进一步支持上市公司以定向可转债为支付工具实施重组，置入优质资产、提高上市公司质量。2024 年以来，包括“科八条”“并购六条”等政策均提及“丰富支

付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究”。支付方式的逐步优化和完善，能够有效缓解重组资金压力、平衡交易双方利益诉求，提升重组落地成功率与市场运行效率，为军工央企产业链专业化整合、新域新质赛道跨界并购提供制度支撑。

2024 年 9 月 12 日，上市公司思瑞浦发行可转债及支付现金购买深圳市创芯微微电子股份有限公司（下称“创芯微”）100%股权并募集配套资金，获证监会同意注册批复，成为“科创板八条”实施后，首单获得证监会注册批文的半导体企业重组项目。同时，**这也是 A 股首单注册的以可转债为支付工具的并购重组案例**。同时，军工行业开始出现采用可转债等新型支付工具的并购重组案例。2024 年 11 月，中国船舶集团下属的上市公司**中国动力（600482.SH）发布公告，拟通过发行可转换公司债券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%股权**。

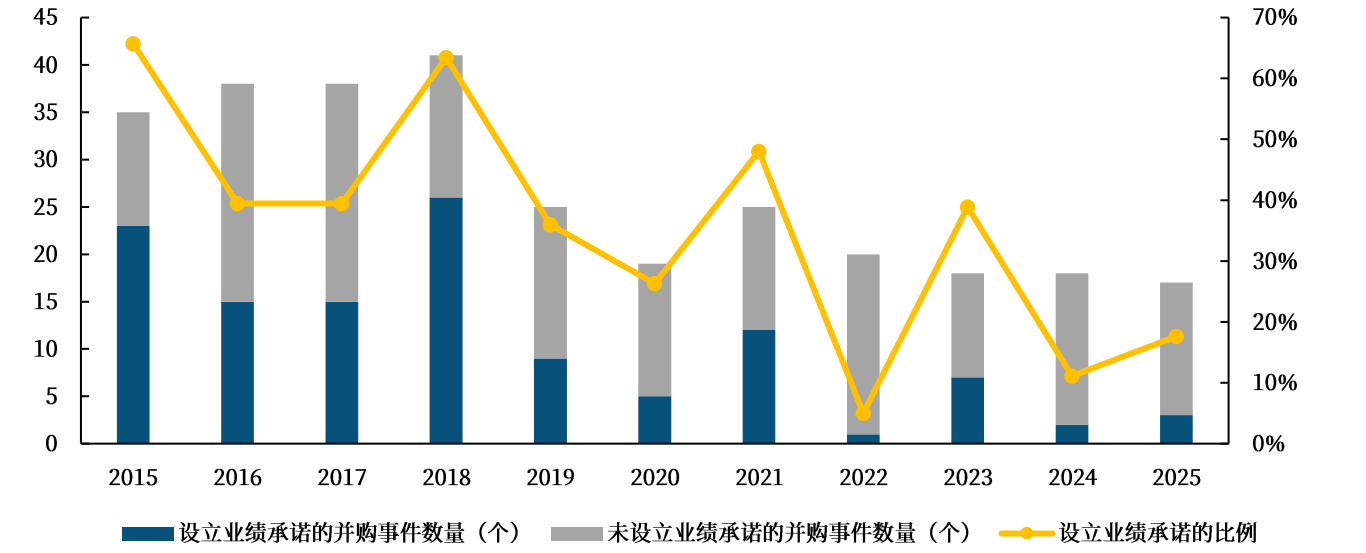
我们认为，现金收购仍将是未来军工行业并购的主要支付方式，但是，随着并购活动的增加，支付方式或将逐步多样化，可转债等新型支付工具有望出现在军工行业的并购活动中。

（六）交易设计：政策松绑的背景下，交易设计有望更加灵活

业绩承诺是并购重组活动中实现风险控制的一种重要手段。在并购交易中，收购方对被收购方的未来经营能力、行业前景等可能存在不确定性，而业绩承诺通过设定明确的财务指标（如净利润、营业收入等），为收购方提供未来收益的预期保障。若被收购方未达标，需通过股份或现金补偿弥补差额，从而保护收购方的权益。

整体来看，过去十年军工行业并购设立业绩承诺的比例呈现逐年降低的趋势。一方面，我们认为，这主要系近几年军工行业基本面整体放缓，“弱现实、弱预期”的背景下，市场对军工行业并购活动的业绩承诺要求趋于宽松所致。

图17 按照时间统计的军工行业并购事件设立业绩承诺的情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

另一方面，从政策环境来看，近年来监管政策逐步放松对业绩承诺的刚性要求。2024 年 9 月，“并购六条”强调“**对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度**”。2025 年 5 月新修订的《重组办法》中，针对业绩承诺事项也进行了补充，提出“强制业绩承诺情况下，明确上市公司与交易对方可以选择业绩补偿或者分期支付加业绩补偿等方式履行承诺义务”。

随着政策的松绑，A 股并购市场开始出现灵活设置业绩承诺安排的案例。2024 年 12 月，半导体上市公司**华海清科（688120.SH）**在收购参股子公司芯嵛半导体（上海）有限公司剩余股权的方案中，设置了两套业绩承诺考核标准：标准 1 是考核标的公司的营业收入与核心产品收入占比，标准 2 是考核标的公司的核心产品销售验收台数，并将各期考核完成情况与收购对价分期支付进度挂钩。同时，若分期转让对价不足支付业绩补偿款项时，业绩承诺方需通过二级市场增持公司股票进行补偿，进一步长期绑定双方利益。

我们判断，随着监管政策对于业绩承诺、同业竞争、关联交易等事项包容度的提高，更多灵活的交易设计有望出现在军工行业的并购重组活动中。

（七）并购资金：多地国资发力并购基金，并购基金迈入千亿时代

证监会鼓励私募基金参与并购重组。2025 年 5 月 16 日，证监会发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》（简称《重组办法》）发布，明确指出，“**鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等私募投资基金参与上市**

公司并购重组”。同时，新的《重组办法》对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期限由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由 24 个月缩短为 12 个月。这一调整，将显著缓解私募基金“退出难”的问题，加快私募基金参与并购重组的脚步。

多地国资发力并购基金。在政策的鼓励下，多地国资发力并购基金，并发布了支持并购基金设立的政策。2025 年 7 月，《天津市支持并购重组若干措施》指出，“支持政府投资基金设立并购母基金，**通过市场化方式加速培育并购基金集群**”。2025 年 10 月 22 日，《深圳市推动并购重组高质量发展行动方案（2025—2027 年）》，提出“**引导私募创投基金以直接投资、并购基金、资产证券化等方式参与并购**”。2025 年 10 月 29 日，《北京市关于助力并购重组促进上市公司高质量发展的意见》出台，明确提到“**鼓励优质上市公司、各类投资主体单独或联合以市场化方式设立和运营并购基金**”。此外，2025 年初的《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》（“国办 1 号文”），明确提出“**鼓励发展并购基金和私募股权二级市场基金（S 基金）**”，并将其作为拓宽退出渠道、盘活存量资产、推进产业整合的重要工具。

并购基金迈入“千亿时代”。根据投中嘉川 CVSource 数据，**截止 12 月 1 日，2025 年我国新设并购基金数量达到 29 支，目标募集规模约 1050 亿元人民币。对比 2024 年全年，新设并购基金数量增长 70%，目标募集规模增长超 200%。**中国新设并购基金数量达到了自 2018 年以来的新高。其中，2025 年 12 月，北京京国创智算并购股权投资基金（有限合伙）成立，资金规模达到 300 亿元。此外，2025 年新设的超百亿规模的并购基金还包括上海集成电路设计产业并购基金、上海生物医药并购基金、亦庄康桥医疗健康并购基金、福建省级并购基金和杭州富阳区产业并购基金。上述 6 支并购基金的目标投向覆盖了人工智能、半导体、生物医药、高端制造等新质生产力行业。并购基金数量和规模的提升以及投向的集中均表明，并购基金不再只是资本运作工具，而是推动资本市场高质量发展的重要力量。

（八）并购成效：巩固主业发展，拓展第二曲线

通过对 2015-2025 年完成并购的军工上市公司的营收和归母净利润的分析，发现，当年完成并购重组的上市公司，其营收增速和归母净利润增速的中位数与军工行业整体上市公司的中位数存在一定的差异，大致可分为三个阶段：

①2015-2018 年：军工行业上一轮并购潮期间，**完成并购的上市公司，其当年的营收增速均显著高于军工行业整体营收增速**，归母净利润增速的情况也基本相同；

②2019-2022 年：这一阶段并购行情平淡，叠加行业经营情况整体较低迷，期间完成并购的上市公司，其**当年的营收增速均显著低于军工行业整体营收增速**，归母净利润增速也在 2019 年和 2021 年显著低于军工行业整体情况；

③2023-2025 年：随着并购逐步复苏以及军工行业经营情况逐步回暖，当年完成并购的上市公司，**其当年的营收增速逐步跑赢军工行业整体水平，归母净利润增速也保持在军工行业整体水平之上。**

图18 完成并购的上市公司营收增速对比（单位：%）

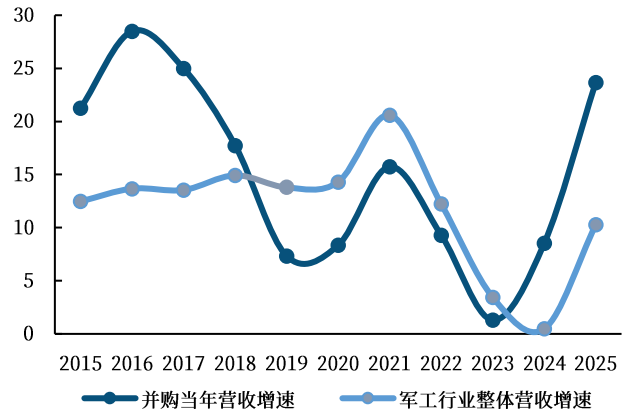
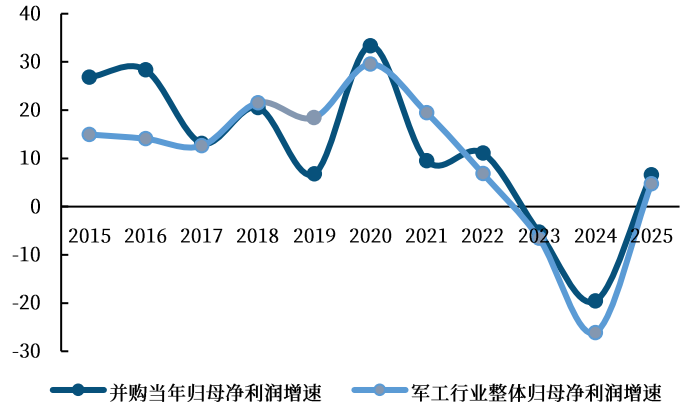


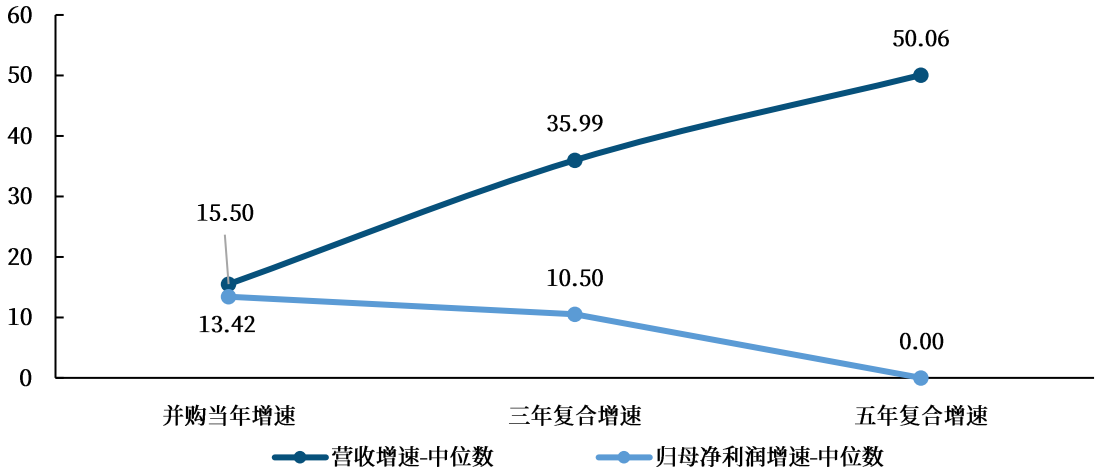
图19 完成并购的上市公司归母净利润增速对比（单位：%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所（注：增速选自当年上市公司的中位数）

纵向上看，随着时间推移，完成并购的上市公司，呈现出“增收不增利”的特点。

图20 2015-2025 年完成并购的军工上市公司，其营收和归母净利润的增速变化（单位：%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

我们认为，完成并购的军工上市公司“增收不增利”的原因可能受业绩承诺到期后“变脸”所致。并购时，标的公司通常给出 3 年业绩承诺，并购前 1-3 年靠并表冲量，业绩承诺得以支撑，随着业绩承诺期限终止，标的公司可能会在自身约束放缓或行业竞争加剧的情况下，难以维持之前的增长，导致商誉减值，拖累上市公司业绩。

过去十年，尽管部分案例并购成效欠佳，但也不乏有代表性的成功案例，具体案例详见第四章-军工行业并购重组典型案例分析。

2026 年以来，军工行业各类上市公司积极开展并购重组，如下表所示。

表10 2026 年以来军工上市公司首次披露的并购公告

买方代码	公司简称	首次披露日期	事件名称	当前进度
300008.SZ	天海防务	2026-01-06	天海防务子公司天海智船增资扩股	进行中
301357.SZ	北方长龙	2026-01-08	北方长龙收购顺义科技 51.00%股权	股东大会通过
002111.SZ	威海广泰	2026-02-10	威海广泰收购安泰装备 35%股权	董事会预案
300629.SZ	新劲刚	2026-03-09	新劲刚收购高至科技控股权	达成转让意向
688693.SH	锴威特	2026-03-14	锴威特筹划定增收购晶艺半导体控制权	董事会预案
688175.SH	高凌信息	2026-03-17	高凌信息定增收购凯睿星通 89.49%股权	董事会预案
688788.SH	科思科技	2026-04-10	科思科技收购并增资南京零玖智能科技获其 51%股权	完成
301571.SZ	国科天成	2026-04-15	国科天成收购晨锐腾晶 51%股权	完成
300726.SZ	宏达电子	2026-05-12	宏达电子及其他方收购湖南宏微 4.35%股权	董事会预案
300008.SZ	天海防务	2026-05-20	天海防务增资佳豪新能获其 20.42%股权	完成
920394.BJ	民士达	2026-05-26	民士达收购中菱科技 51%股权	完成
600879.SH	航天电子	2026-05-27	航天电子增资低空科技公司获其 8.46%股权	董事会预案
002254.SZ	泰和新材	2026-05-29	泰和新材吸收合并星华氨纶 100%股权	董事会预案
301592.SZ	六九一二	2026-06-10	六九一二收购菁蓉联创 51%股权	董事会预案
600399.SH	抚顺特钢	2026-06-16	抚顺特钢吸收合并实林特钢 100%股权	董事会预案
300726.SZ	宏达电子	2026-06-17	宏达电子收购宏达磁电 1.51%股权和宏达恒芯 2.5%股权	董事会预案
000697.SZ	炼石航空	2026-06-18	炼石航空收购及增资天科航空获其 67.4969%股权	董事会预案

资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：首次披露日期截至 2026 年 6 月 30 日）

上述并购重组事件，大致可分为以下两类：

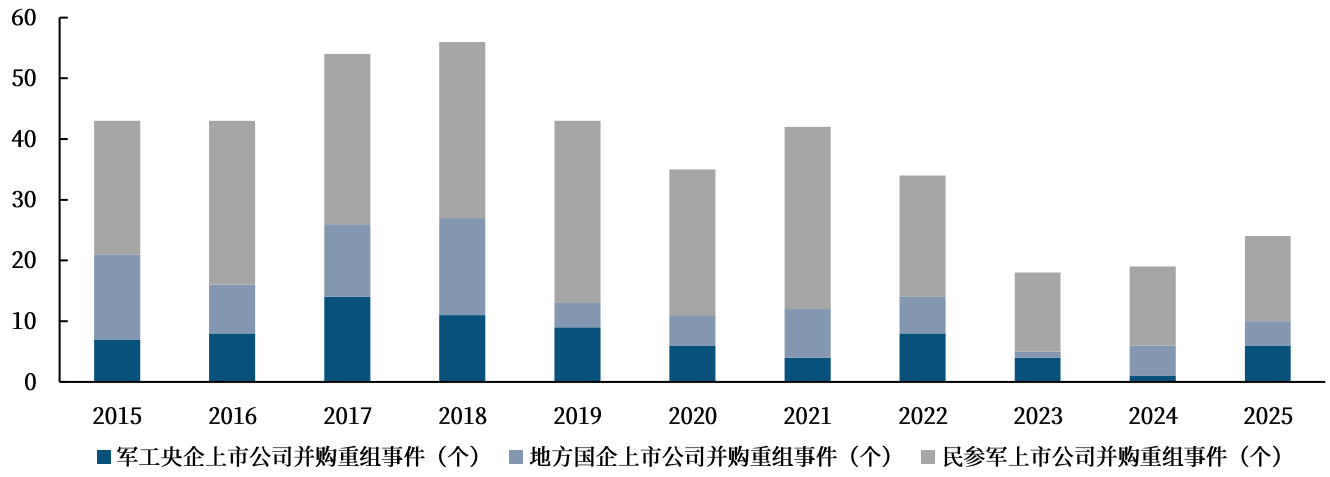
①巩固主业发展：上市公司持续聚焦主责主业，通过资本运作，实现产业链上下游的垂直整合，做大做强主营业务，比如锴威特收购晶艺半导体，民士达收购中菱科技，威海广泰收购安泰装备；

②拓展第二曲线：部分公司聚焦商业航天、低空经济等新兴赛道，通过自有资金或定增等方式，收购具备一定成长性的新兴赛道公司，拓展第二增长曲线。例如，新劲刚收购高至科技，拓展低空飞行器和反无系统的总体设计能力；高凌信息收购凯睿星通，切入卫星通信赛道；北方长龙收购顺义科技，拓展军用智能装备领域。

三、各类军工上市公司并购重组的特点及研判

根据实控人背景，我国军工上市公司可以分为军工央企、地方国企以及民参军三类。以下是三类上市公司过去十年并购完成次数及金额的分布情况。从并购次数上看，民参军上市公司参与并购重组的次数最多，这主要系 2016 年以来一系列鼓励民参军企业的政策支持以及民参军企业自身在技术协同、产能优化等方面具有较强改善需求。

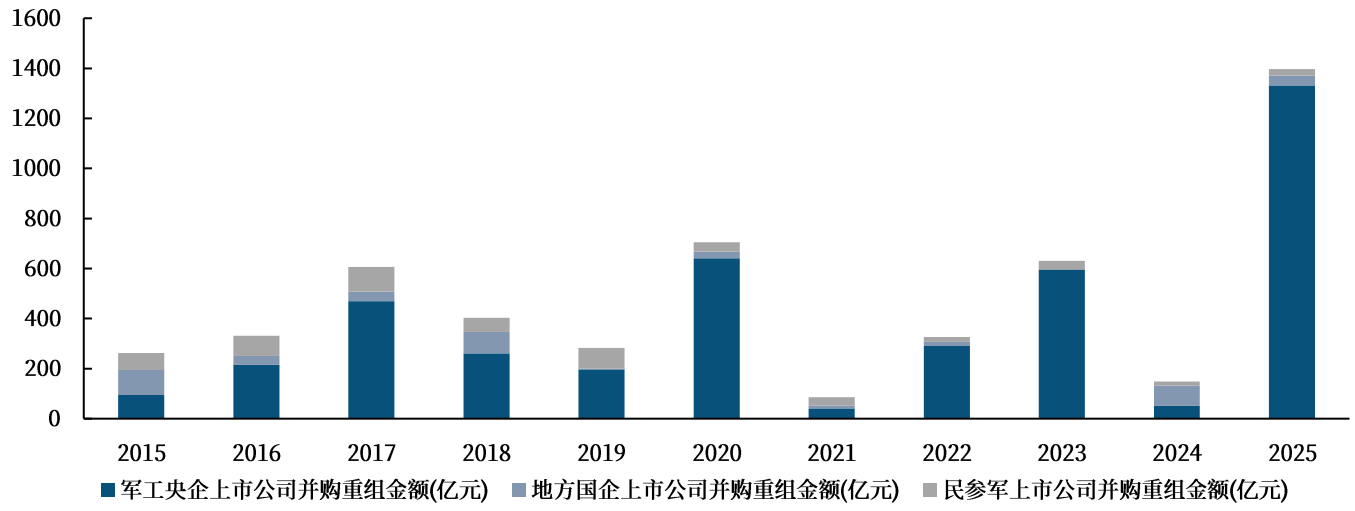
图21 2015—2025 年三类军工上市公司并购重组事件的分布情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

而从金额的分布上看，军工央企上市公司无疑是支撑整个并购重组市场的主力军。这主要系该类上市公司的并购重组多为军工央企集团推动的资产注入，涉及的标的资产价值普遍较大。

图22 2015—2025 年三类军工上市公司并购重组金额的分布情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

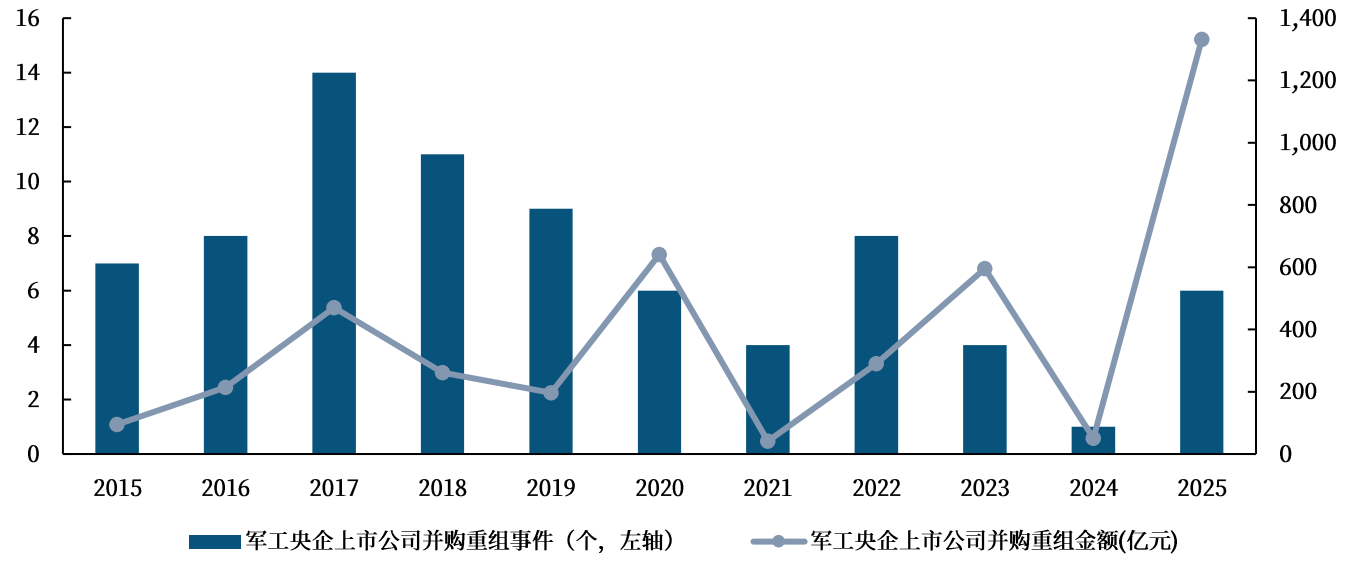
以下是针对三类军工上市公司并购重组活动的具体分析及研判。

（一）军工央企：聚焦主责主业，实现高质量发展

1、高质量发展背景下，军工央企并购重组以资产注入为主

近十年军工央企所属上市公司并购重组情况如下图所示。显然，从数量上看，其趋势与军工行业整体的并购趋势相似，即 2019 年起，随着注册制在 A 股各板块逐步施行，军工央企上市公司的并购重组完成次数明显下降了一个台阶。从金额上看，由于央企上市公司的并购多为资产注入型，交易金额的方差较大，导致整体的并购重组金额呈现出较大的波动。

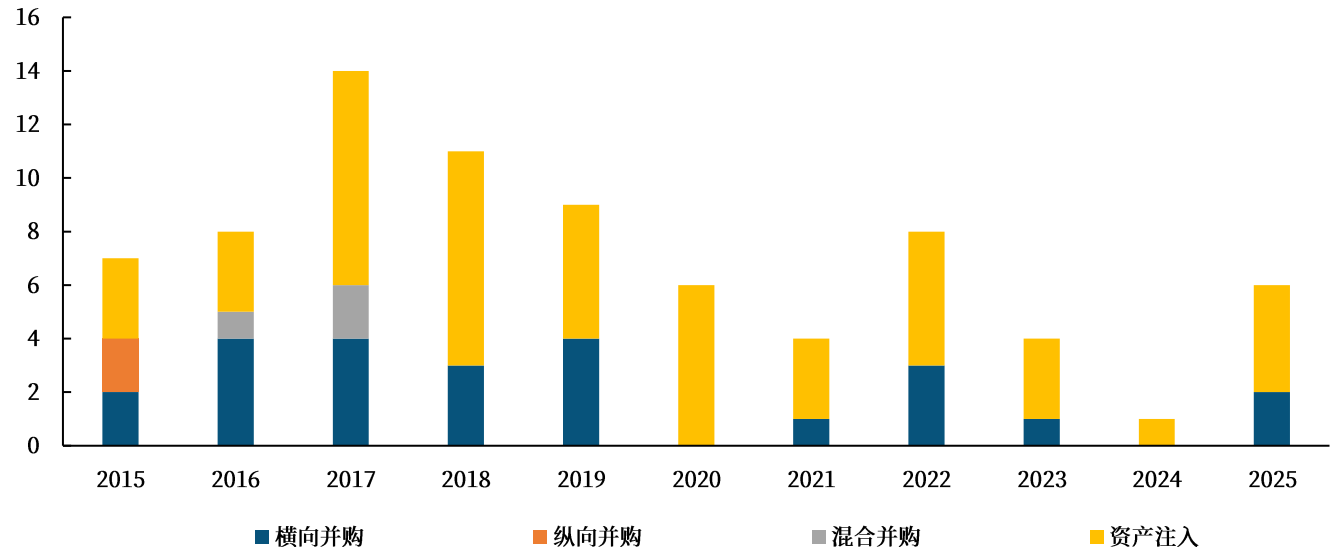
图23 2016—2025 年上半年军工央企下属上市公司并购重组完成次数及金额



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

如下图所示，近十年军工央企上市公司的并购重组活动多以资产注入为主，这既源于政策引导下的国有资产优化布局的需求（聚焦主责主业），也与军工央企提升资产证券化率、解决同业竞争、发展新质生产力等高质量发展的战略目标密切相关。

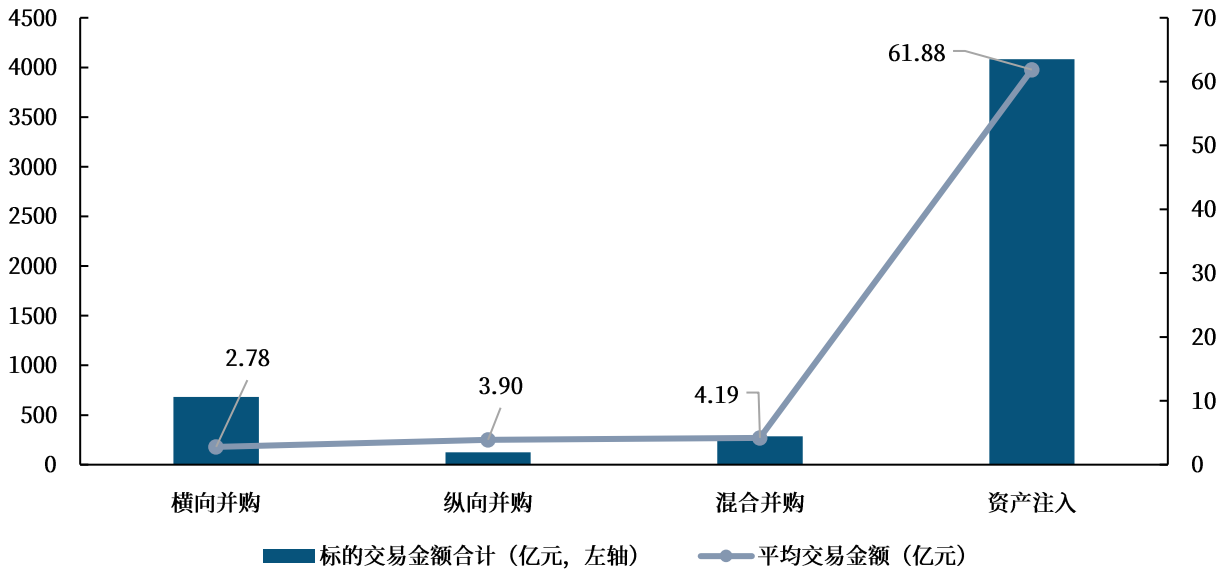
图24 2015-2025 年军工央企上市公司按并购类型分类的并购事件统计（单位：个）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

如前所述，由军工央企集团推动的资产注入类的并购重组活动，其交易涉及的标的资产价值普遍较大。

图25 2015-2025 年军工行业不同并购类型下的标的交易金额分布情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2、并购重组是军工央企开展资本运作、实施产业整合的重要方式

过去几年，在央企高质量发展的主旋律下，各军工央企的资产证券化水平持续提升，核心资产实现资产证券化的进度提速，各科研院所混改上市以及部分核心资产通

过资本运作整合注入上市公司。2025 年 1 月，中航工业成飞借壳中航电测实现核心军工资产的整体上市。借助本次“蛇吞象”式并购，中国航空工业集团将成飞集团注入上市公司。重组后，公司从“配套供应商”升级为“整机+核心系统集成商”，强化了航空装备整机研制能力，成为歼-20 战斗机的唯一供应商。中航成飞资产上市是新“国九条”和“科技企业 16 条”政策发布后，资本市场支持科技创新领域资产并购重组的典型案例。并购重组已成为军工央企提升资产证券化水平的重要方式。

2025 年 2 月，《学习时报》刊发国务院国资委党委署名文章《加快推进国资央企高质量发展 为完成经济社会发展目标任务提供有力支撑》，文章提及**“深入推进战略性重组和专业化整合”、“优化主责主业管理”**等内容。在此背景下，军工央企积极采取并购重组的方式，聚焦核心主业，优化产业布局，开展产业整合。

2025 年 6 月，国务院国资委批复了中国兵器装备集团有限公司（以下简称“兵器装备集团”）的重组方案。此次重组采用“分立+注入”复合模式，根据方案，**兵器装备集团的汽车业务分立为一家独立中央企业，由国务院国资委履行出资人职责；分立后的兵器装备集团股权作为出资注入中国兵器工业集团有限公司**。将兵装汽车业务分立为新一家独立的央企，有利于国家以此为平台，优化整合形成具有国际竞争力的汽车行业的国家队。将兵装军品业务注入兵工集团，有利于我军军用装备集中集约集成发展，打造具有世界先进水平的陆军现代化武器装备。本次对兵器装备集团实施分立，其背后的逻辑是国家对国资央企进行**专业化整合**与**聚焦主责主业**的具体落实。

2025 年 7 月 4 日，上交所官网显示，中国船舶换股吸收合并中国重工（简称“两船合并”）获得并购重组委审核通过。**“两船合并”是军工行业并购重组史上涉及交易金额（1151.50 亿元）最大的项目之一**。“两船合并”不仅是中国船舶集团作为央企集团对新“国九条”中“鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度”内容积极响应，同时也有望减少我国船厂的同业竞争压力，有效地巩固我国船厂在优势船型的领先地位。当前民船行业正处于高速发展的景气大周期，船厂排期已普遍至 2028 年。然而，本轮大周期中船厂普遍扩产意愿相对有限，因此把握船厂的竞价签单的“进项”与产能利用能力“产出”的平衡点是本轮中船厂盈利的关键点之一。上市公司的“两船合并”后中国船舶集团从更高层级统筹、规划下属船厂的接单、排期情况并从中优化订单结构、提高产能利用。军用船厂的整合、并购是各国提升国防工业基础建设、提升军用舰艇能力的重要手段之一，美国的诺格海事部门收购纽波特纽斯船厂并与旗下英格尔斯船厂合并成立亨廷顿英格尔斯工业、英国 BAE 系统公司与 VT 集团合并相关船厂成立 BVT 公司等均是这一手段的具体案例。“两船合并”将助力我国船厂在绿色和中高端船型的国际竞争中打开全新局面。

集团层面，近年来中国兵器工业集团积极贯彻落实党的二十大报告“增加新域新质作战力量比重，加快无人智能作战力量发展”要求，高度重视无人机装备的发展应用，成功并购重组**爱生集团**和**天宇长鹰**两家无人机公司，进一步完善无人机装备体系。

2023 年 12 月 18 日，西安爱生技术集团有限公司（简称“爱生集团”）完成股权交割，成为兵器工业集团控股企业。爱生集团系西北工业大学孵化的无人机产业发展平台，是我国最早从事无人机系统研制生产的单位之一，有关产品先后三次亮相阅兵盛典，多次获得党和国家重大嘉奖。**重组完成后，爱生集团将成为兵器工业集团固定翼无人机系统核心总体单位和产业平台**，进一步丰富产品谱系，拓展无人机产业链，巩固扩大市场份额，推动无人机装备成为集团公司新的战略方向和经济增长点。

北京北航天宇长鹰无人机科技有限公司（简称“天宇长鹰”），前身为北航无人机所。2015 年，为加快发展无人机事业，北航将无人机所的型号研制生产任务进行改制重组，成立天宇长鹰。作为北航无人机科研和科技成果转化的平台，公司肩负着北航无人机产业化发展的重任，致力于无人机系统、轻型飞机、机载/地面设备的研发、制造、销售及服务。**2023 年 8 月，天宇长鹰经过重组，成为中国兵器工业集团成员单位，由中国北方工业有限公司控股，公司更名为北京北方长鹰无人机科技有限公司。**

此外，“十五五”开局之年，兵器工业集团与青岛强强联手，落地央地合作项目。2026 年 2 月 7 日，中国兵器工业集团中国北方工业有限公司（简称“北方公司”）与中国科学院工程热物理研究所（简称“工热所”）中科航星项目，在青岛签署合作协议。**中科航星科技股份有限公司**由工热所及社会资本于 2016 年 7 月在青岛共同发起成立，**是工热所按照“一所一厂”模式发起创立的轻型航空动力领域产业化平台，**专注于高性能、低成本轻型航空发动机的研发与制造，已构建起涵盖研发、生产、保障、维修的全产业链能力，**逐步发展成为国内轻型航空动力领域的领军企业。**此次项目在青签约，将为中科航星引入兵器工业集团下属北方公司深度合作，加强双方在军民领域的产业协同，加速开拓海外市场，实现高质量发展。对兵器工业集团来说，有望借助青岛的区位优势、产业基础，更好地推动国防科技成果向民用领域转化，拓展更大市场空间。对青岛而言，兵器工业集团的资源优势将随着项目落地产生溢出效应，从而吸引相关产业上下游企业在本地集聚发展，进一步提升城市在全国先进制造业布局中的战略地位。

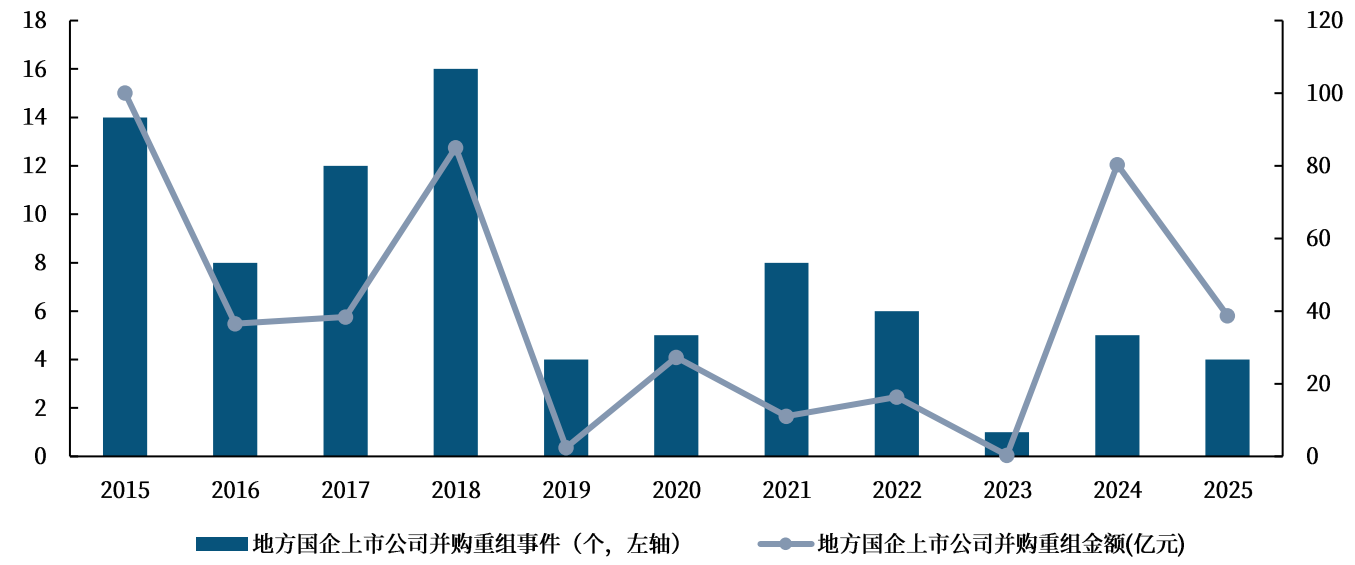
我们预计，在各方政策支持下，未来一段时间，军工央企将围绕主责主业和新域新质，积极开展产业资源整合、深化改革，做强做优上市公司，提升上市公司发展质量，并购重组将成为军工央企统筹资本运作落地、推进产业整合的核心抓手：一方面，依托重组实施产业结构优化、增厚企业基本面，另一方面，在内在价值稳步提升的前提下，规范化开展市值管理工作。

（二）地方国企：聚焦战新产业，打造地方军工集团

1、各类政策支持下，地方国企并购热度升温

如下图所示，我国地方国企所属的军工上市公司近年来并购次数和金额有所提升。

图26 2015—2025 年地方国企上市公司并购重组次数及金额



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

地方国企所属的军工上市公司并购热度提升的原因，一方面来自中央及各地方政府的政策支持。2024 年以来，伴随着新“国九条”、“并购六条”等政策的陆续发布，各级地方政府积极响应，部署相关工作。2024 年 11 月，广东资本市场并购重组联盟宣布成立，这是广东省贯彻落实“9.24 金融新政”行动计划，围绕“推动广东上市公司围绕培育新质生产力开展并购重组”的部署安排。同时，包括北京、上海、四川等地方各级政府陆续出台各类并购重组支持政策或行动方案。

2025 年 2 月，广东省环保集团有限公司（以下简称“广东环保集团”）控股上市公司广东宏大成功收购雪峰科技 21%股份。自此，广东环保集团控股上市公司增至 4 家（粤桂股份、广东宏大、广咨国际、雪峰科技）。本次收购是广东环保集团积极践行国家工信部关于民爆行业发展规划的具体举措。工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提出要推动民爆行业企业重组整合，支持行业龙头骨干企业开展跨地区、跨所有制的重组整合，打造 3-5 家具有较强行业带动力和国际竞争力的大型民爆一体化企业。广东环保集团一直以来积极引导系统内企业把握产业链整合机遇，大力支持主业板块通过兼并收购提升行业地位。此次广东宏大收购雪峰科技，广东宏大民爆产能将达 69.75 万吨，打造全国民爆产业的链主企业，实现跨区域整合、联优并强，有力推动民爆行业整体发展。

2025 年 12 月，天津国资委控股的上市公司**天津七一二通信广播股份有限公司**（简称“七一二”）公告，拟以 3.39 亿元收购多位股东合计持有的**北京方州科技有限公司**（简称“方州科技”）52.4596%股权，同时拟通过公开摘牌方式受让其他股东持有的方州科技 5.7757%股权。股权转让完成后，七一二计划向方州科技增资 3000 万元，增资完成后，**持有方州科技 60.00%股权，实现控股**。本次交易完成后，七一二

将方州科技的“体系级模拟仿真”能力整体注入自身体系中。专业方面，新增体系仿真、战场环境建模和雷达信号级仿真评估三大方向。产品方面，把仿真软件嵌入公司主营产品中，形成“实体设备+虚拟设备”一体化，满足客户服务多样性需求。

表11 近年来有代表性的地方国企开展军工类并购重组活动

地方国资集团	近年来关于并购重组的举措或表述	军工上市平台	代表性并购事件
广东省环保集团	广东环保集团一直以来积极引导系统内企业把握产业链整合机遇，大力支持主业板块通过兼并收购提升行业地位。	广东宏大	广东宏大收购雪峰科技，广东宏大收购大连长之琳
广州数科集团	广州数科集团在市政府“并购重组十条”政策引领下，充分利用国有资本投资公司平台优势，创新“产业+基金”模式，在数字安全、数字医疗、低空经济、数字政府等领域接连落子，通过全方位布局与持续性投入，加速推进数字经济生态圈建设。	海格通信 广哈通信	广哈通信购买赛康智能 51%股权
陕西烽火集团	集团公司贯彻落实省委、省政府、省国资委深化国企改革，通过市场化手段优化产业结构调整，推动企业业务协同发展和高质量发展。	烽火电子	烽火电子收购长岭科技 98.3950%股权
四川九洲集团	九洲集团自 2019 年启动新一轮全面深化改革，明确“投融并举、产融互动”资本运作总体思路，大力开展并购投资业务。	四川九洲	九洲集团战略并购依顿电子
湘电集团	通过收购湖南湘电机电工程有限公司部分股权，公司加快拓展风电场等新能源电站运维和新能源电站总承包建设等业务，持续抢抓未来在存量风场改造、大型风场建设、海上风场建设等领域带来的市场机遇。	湘电股份	湘电股份收购湖南湘电机电工程有限公司部分股权

资料来源：相关地方国企集团微信公众号，中航证券研究所整理

2、实现产业转型是地方国企积极开展收并购的另一重要原因

地方国企并购热度提升的另一个重要原因，源于各上市公司背后的地方国资积极布局战略性新兴产业，打造地方军工集团，实现产业转型。近年来，以地方国资平台为代表的产业资本正积极加大对军工产业或与军工相关的战略性新兴产业的公司的收购，促进当地的产业转型。

2025 年 8 月，**广东宏大公告，拟现金收购大连长之琳科技股份有限公司（以下简称“长之琳”）60%的股份。**长之琳公司是聚焦航空装备领域，专业从事航空零部件研发、制造的高新技术企业，军工配套业务资质齐全，主要产品包括紧固类产品、隔热类产品、管路连接件及导管类产品、发动机零组件及单元体类产品等，广泛配套于中航工业、中国航发、中国商飞等客户。

向军工转型是广东宏大的发展战略。在此之前，广东宏大曾于 2021 年发起设立广东省军工集团有限责任公司，旨在整合广东省内外军工资源、提升广东省军工整体地位。同时，公司防务板块近年来快速发展，实现由传统单兵弹药向智能武器装备转型升级。本次收购长之琳股权有利于公司补强防务装备业务，完善产业链布局，提升公司防务装备板块的行业参与深度、广度，同时也能较大提升公司军工板块的资产、

收入、利润规模。本次交易完成后，有利于推动公司防务装备板块各类产品整合，向客户提供更多综合性、集成性的产品、服务，提升公司在防务装备行业的核心竞争力。

除上市公司外，以四川发展集团、山东济钢集团为代表的地方产业资本正积极围绕低空经济、商业航天等新兴领域，通过控股收购或战略投资等方式，培育新质生产力，构筑产业生态。

表12 近年来四川发展下属的投资平台围绕航空航天产业的投资案例

公告时间	投资标的	细分赛道	投资类型	投资目的
2025 年 12 月	宝鸡市永盛泰钛业有限公司	航空钛材	控股收购	逐步推进优质钛合金产能产线落地四川，联动体系内外企业共同构建“海绵钛—航空钛材—航空钛合金部构件”一体化产业集群，助力四川航空高端材料产业实现高质量融合发展。
2025 年 12 月	成都九洲迪飞科技有限责任公司	微波射频	战略投资	充分发挥省属国有资本运营公司和地方一流产业集团优势，在科技创新、市场开拓、并购重组等方面深化协同，通过资本运作能力与产业技术实力的深度融合，构建具有核心竞争力的产业生态。
2025 年 11 月	科泰思创新技术（江苏）股份有限公司	航空复材	战略投资	强化四川在低空经济材料端的核心竞争力，为后续引进整机制造、机载系统等中高端产业环节提供坚实支撑。
2025 年 10 月	成都盟升电子技术股份有限公司	卫星应用	战略投资	依托盟升电子的研发优势、制造能力与丰富产业资源，结合川发引领资本国有平台引领作用，深化产业链协同，整合区域技术与资源，共同推动航空航天及卫星产业高质量发展。
2025 年 5 月	成都国芯创智科技有限公司	相控阵雷达	战略投资	川发航投将围绕业务赋能和产业协同等方面与国芯创智深化协同合作，推动航空航天产业科技创新成果在川加速转化落地。
2024 年 12 月	重庆天箭惯性科技股份有限公司	惯性导航	控股收购	控股收购天箭惯性是川发引领资本发挥国有资本引领功能，前瞻布局战略性新兴产业、梯次培育未来产业的重要举措，是打造成渝双城经济圈资本产业融合发展的典型示范。

资料来源：四川发展控股公司公众号，中航证券研究所整理

从钢铁报国到逐梦空天，山东济钢集团加速打造现代化空天信息产业体系，实现产业转型升级。2017 年，为深化供给侧结构性改革、落实国家去产能政策，济钢集团安全关停全部钢铁产能，开启转型发展全新征程。2023 年开始，空天信息产业成为济钢主攻方向。过去几年，济钢集团通过战略性投资、产业链整合和基金引导等多种方式，撬动资源向空天信息主业聚集。截至 2025 年底，济钢集团已构建覆盖卫星总装、火箭动力测试、核心部件制造的全链条产业基础，累计签约航空航天项目超 20 个，联动 159 家产业链企业，带动济南空天信息产业 2025 年营收突破 200 亿元，成为城市新旧动能转换的鲜活样本。

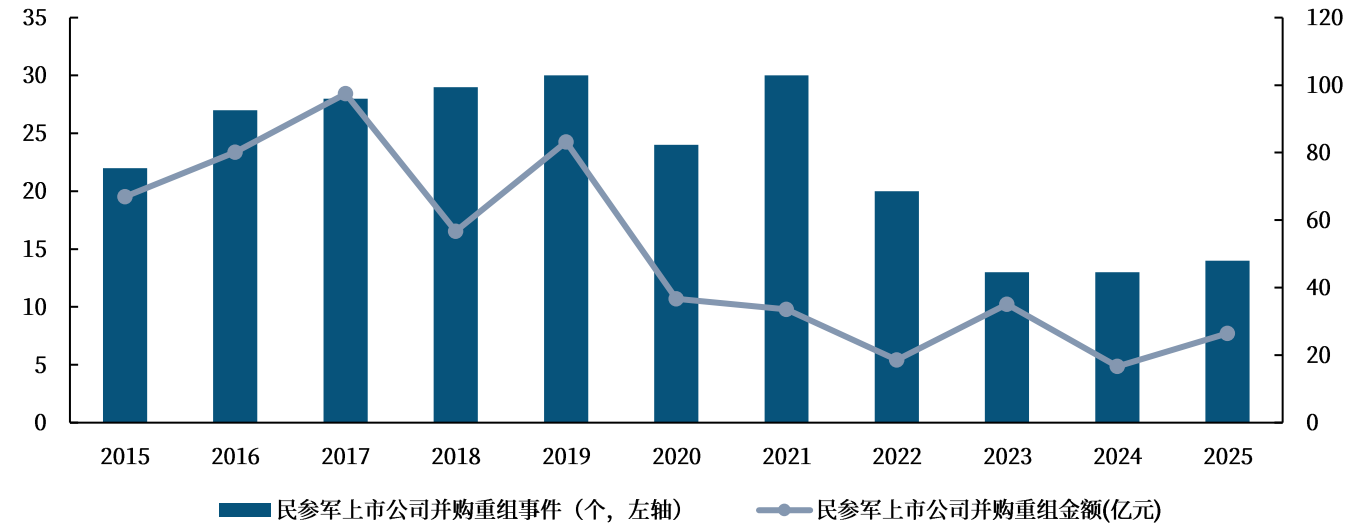
我们判断，在各地谋求产业转型的背景下，地方国资有望持续围绕战略性新兴产业开展收并购活动，围绕标的企业，凝聚产业发展合力，加速构建新质生产力，实现产业转型升级。

（三）民参军企业：顺势而为，稳健发展

1、民参军企业并购方向由切入新赛道转为产业链延伸和拓展

民参军上市公司一直是我国军工行业并购重组活动的重要力量。特别是 2016-2019 年，虽然这几年的合计金额均在百亿以下，但是并购完成次数基本保持在 30 次左右，是同时期并购完成次数最多的一类上市公司。然而，随着 2019 年并购的退潮，民参军上市公司并购重组的次数和金额近年来均出现了显著的下降。

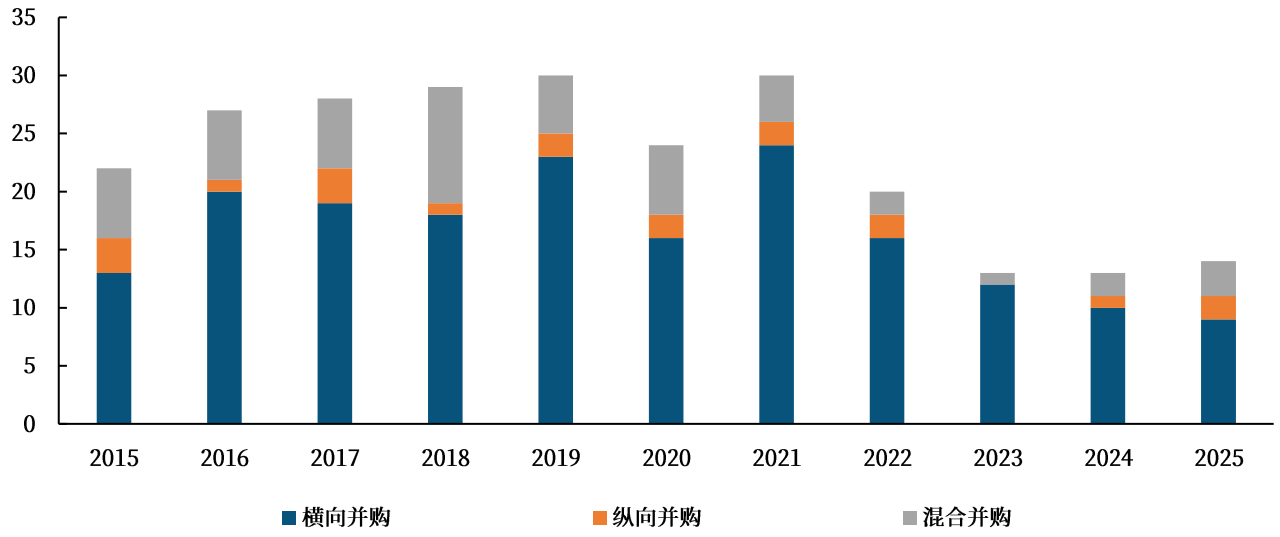
图27 2015—2025 年民参军上市公司并购重组完成次数及金额



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

近年来，部分民参军上市企业，基于产业链横向拓展、纵向延伸的目的，开始沿着产业链并购，并在并购的同时，强调并购标的与上市企业在盈利、客户资源、销售渠道、技术等各方面的协同。并购更多考虑长远的协同效果与长远的盈利能力，追求强链补链，推动科技、产业与资本高水平循环，而非短期的盈利和以提升短期估值泡沫为目的的伪市值管理。因此，尽管民参军上市公司的并购规模呈现逐年降低的态势，但是，从并购类型上看，如下图所示，民参军企业并购方向逐步由切入新赛道（混合并购）转向产业链的延伸或拓展（纵向并购和横向并购）。

图28 2015-2025 年民参军上市公司按并购类型分类的并购事件统计（单位：个）

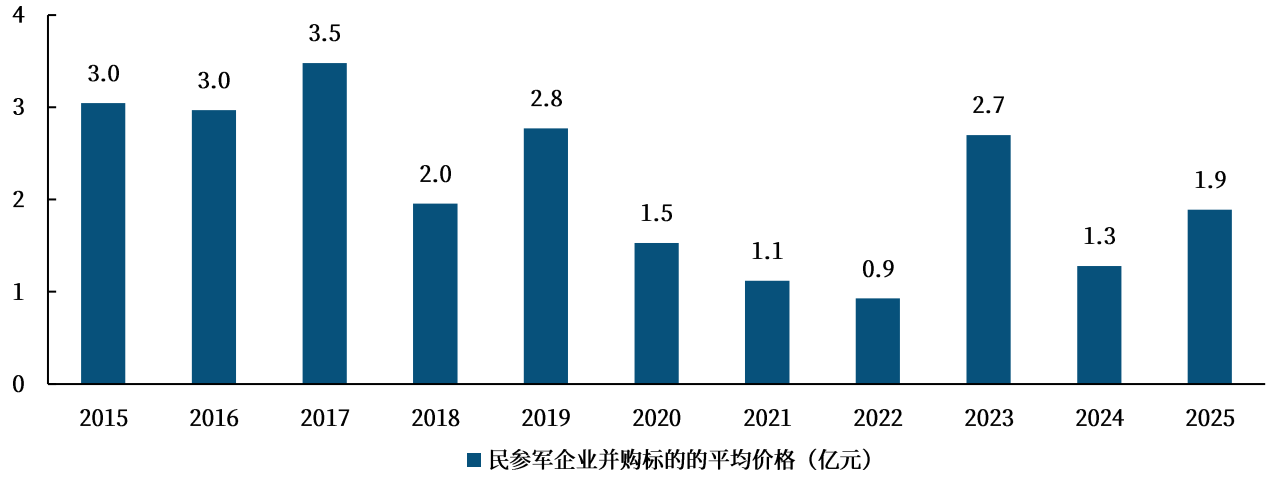


资料来源：Wind，中航证券研究所整理

2、并购风格回归理性，追求“性价比”

近年来，民参军上市公司并购活动的另一个特点，就是并购标的的平均价格逐步下降。如下图所示，根据我们统计，在上一轮并购潮中，民参军上市公司并购标的的平均价格最高可达 3.5 亿元，随着并购退潮，标的平均价格逐步下降至 1 亿元左右，尽管近年来有所回升，但平均水平仍在 2 亿元以下。

图29 2015—2025 年民参军上市公司并购标的的平均价格情况



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

我们认为，民参军上市公司并购标的的平均价格下降的原因如下：

① 资金面承压。过去几年，受行业需求变化、竞争格局加剧、军品审价等多种因素影响，民参军企业收入和净利润不及预期，资金面承压，致使参与并购的次数及金额均出现下降。

② 追求“高估值”转为追求“性价比”。2015 年军工行业整体处于估值高位，民参军企业在并购市场上热衷于高估值标的，希望通过并购高估值标的以达到抬升股价的目的。近年来，随着军工行业的估值中枢下行，民参军上市公司的并购行为逐步回归理性，并购风格由追求“高估值”转为追求“性价比”。

③ 投早投小，长期主义。近年来，民参军企业积极响应国家倡导的“投早、投小、投长期、投硬科技”的投资战略，培育具备较好成长性的初创企业。

同时，近年来部分民参军企业开始并购非军工业务标的，我们认为主要原因如下：

① 近年来军工行业需求侧出现阶段性扰动，部分民参军企业希望提升民品业务收入占比以降低未来业绩波动性，确保公司收入业绩的增长持续性；

② 部分民参军企业将业务拓展至与企业原有军品业务存在技术相关的民用领域，通过并购民品业务成熟标的，快速提升企业的潜在市场天花板，提升估值水平。

我们判断，民参军企业仍将是军工行业并购重组活动的重要力量，有望继续通过外延式并购实现产业链的延伸和拓展，同时回归理性、投早投小，夯实主业底盘、实现稳健可持续发展。

四、军工行业并购重组典型案例分析

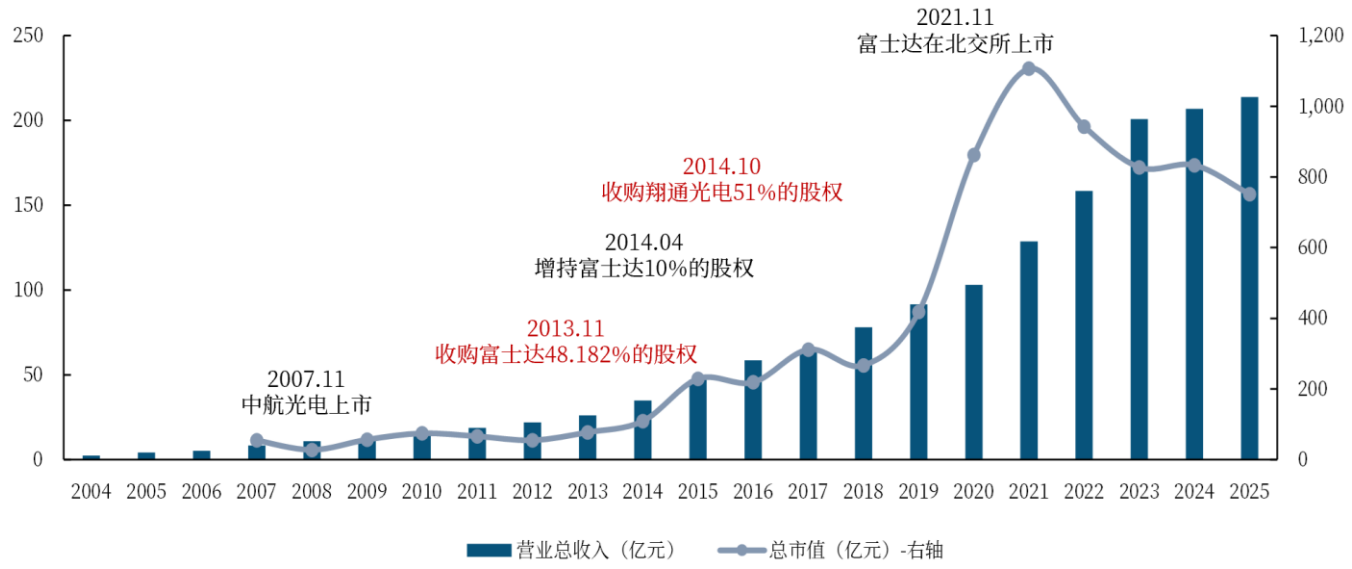
（一）中航光电（军工央企）：内生+外延，聚焦主业发展

1、中航光电并购重组概览

中航光电科技股份有限公司（以下简称“中航光电”），其前身为 1970 年成立的华川电器厂（代号为 158 厂，后更名为洛阳航空电器厂）。经历半个多世纪的发展，中航光电从最初主要生产航空插销，到突出主业光电连接器相关的科研生产，再到从事中高端光、电、流体连接技术与产品的研发生产。

2007 年，中航光电完成股改后上市。过去十几年，中航光电通过“内生+外延”两条主线，逐步成长为航空与防务领域连接器的核心供应商。回顾中航光电的并购历史，如下图所示，其重要的并购事件包括 **2013 年-2014 年间先后收购富士达和翔通光电。**

图30 中航光电主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：各年份的总市值均为当年 12 月 31 日的总市值）

以下是收购标的的简介：

① 中航富士达科技股份有限公司（简称“富士达”，曾用名为西安富士达科技股份有限公司）是一家专业从事射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆等产品的研发、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司成立于 1998 年，于 2000 年通过吸收西京电气投资实现国有控股，并于 2002 年完成股份制改革。2013 年，中航光电通过受让股份成为富士达的控股股东。2021 年 11 月，富士达正式登陆北交所，成为北交所首批上市公司。

② 深圳市翔通光电技术有限公司（简称“翔通光电”）是国内光通信组件供应商，其主力产品激光器/探测器光纤接口组件是光纤通讯的核心基础零部件，主要应用于光发射接收模块。主营业务及产品包括光纤通信有源及无源器件产品、陶瓷新材料、氧化锆瓷块的设计、工艺、检测试验等。此外，翔通光电在医疗齿科行业，是国内少数生产二氧化锆瓷块、雕牙机以及配套零部件的生产制造商。

以下是两家公司收购的主要过程：

① **收购富士达（第一次）**：2013 年 11 月 13 日，中航光电与富士达股东陕西省创业投资引导基金管理中心等签署了《股权转让协议书》，以自有资金约 1.27 亿元受让富士达 48.182%的股权。2014 年 1 月 10 日，中航光电公告，富士达已完成工商变更登记手续，成为中航光电的控股子公司。

② **收购富士达（第二次增持）**：2014 年 4 月，为实现与富士达的进一步管理融合，实现绝对控股，中航光电与陕西省国资公司及其他相关方签订股权交易合同，以 2,675.20 万元购买陕西省国资公司所持富士达 10%的股权。2014 年 7 月 31 日，富士达已完成工商变更登记手续。

③ **收购翔通光电**：2014 年 10 月 10 日，公司与翔通光电股东王光辉、谭莉签署了《股权转让协议》，中航光电利用自有资金以不高于人民币 12,240 万元的价格收购翔通光电 51%的股权。2015 年 2 月 10 日，中航光电公告最新进展，翔通光电已完成工商变更登记手续，成为中航光电的控股子公司。

2、中航光电并购重组的成效分析

由于富士达和翔通光电的收购时间均在 2014 年前后，且两家公司业务类型相似，故从时间线上可以同时分析两次收购的效果。

从买卖双方业务发展的角度看，对于富士达和翔通光电，通过成为中航光电的控股子公司，两家公司能够借助股东在军工行业的背景优势，承接更多军工科研生产任务，增厚公司经济效益的同时，实现民参军跨越式发展，提升行业竞争力。

对于收购方中航光电，通过收购富士达，公司可进一步整合民用资源服务军工防务，完善公司产品链，提升公司在射频连接器领域的技术水平，巩固公司在国内连接器行业的市场主导地位，增强公司后续发展动力；通过收购翔通光电，公司有望借助翔通光电在医疗器械领域的制造优势开拓新的市场，有利于公司整合纵向资源，提升光无源器件领域核心能力。整体上看，收购两家公司，均有利于公司主业发展，夯实公司在行业中的领军地位。

从具体的财务指标上看，如下表所示，随着 2014 年富士达和翔通光电并入中航光电的财务报表，中航光电连续三年实现营收和净利润的高速增长，且增幅明显大于

并购前三年（即 2011-2013 年），说明两家公司的收购对中航光电产生了积极的业务协同效应。

表13 中航光电并购前后的营业收入和净利润等财务指标的变化情况

指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年（富士达、翔通光电并表）	2015 年	2016 年
营业总收入（亿元）	18.66	22.03	26.02	34.91	47.25	58.55
营业总收入同比增长率	22.69%	18.06%	18.08%	34.19%	35.34%	23.91%
归母净利润（亿元）	1.98	2.03	2.44	3.40	5.68	7.34
归母净利润同比增长率	24.44%	2.39%	20.54%	38.93%	67.36%	29.10%

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

从资本市场的表现来看，如下表所示，通过统计从首次发布并购公告到标的公司完成工商变更登记的区间涨跌幅，可以看出，两次收购富士达期间，中航光电的股价均实现了较大的涨幅。

表14 中航光电收购富士达、翔通光电期间的股价涨跌幅表现

事件	首次公告日期	完成工商登记日期	中航光电区间涨跌幅（%）	国防军工（申万）指数区间涨跌幅（%）	超额收益（%）
收购富士达 48.182%的股权	2013/10/25	2014/1/10	+14.06	+3.05	**+11.01**
增持富士达 10%的股权	2014/4/25	2014/8/5	+33.48	+18.32	**+15.16**
收购翔通光电 51%的股权	2014/10/11	2015/2/10	-0.65	+7.05	-7.71

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

近年来，在翔通光电等子公司的助力下，中航光电深度布局光连接与 AI 算力互连，聚焦 CPO 全链路光无源器件及高速光模块核心组件，已切入 AI 服务器与光模块供应链。在 CPO 领域，公司具有 CPO 全光互连链路产品的解决方案，涉及光 shuffle、光背板、高密度面板连接器、外置光源及光引擎等核心产品，子公司**翔通光科技**（由翔通光电分立而来）布局有隔离器、准直器、环形器、光纤阵列单元等光无源元器件产品，均与行业头部客户有深入对接合作。在数据中心领域，公司已形成了覆盖电源类产品、光传输器件及组件、高速连接器与模组、液冷散热系统等在内的完整产品矩阵。业务广泛覆盖产业上游的芯片、硬盘、电源设备制造商，中游的服务器厂商、IT 设备商，以及下游的互联网、运营商、政企与金融等终端用户。公司已与行业头部互联网企业、运营商及设备商建立深度合作，高速铜缆组件、综合布线、液冷连接器、冷板组件等产品在行业头部客户处实现规模化应用。

过去，我国军工央企上市公司在开展外部并购时，普遍存在并购后的整合工作不顺利、与收购方的协同效应不足等问题。中航光电先后收购富士达和翔通光电，是军工央企上市公司收购外部企业的典型案例。

收购成都川美，加速产业升级。2026 年 4 月，中航光电宣布收购成都川美新技术股份有限公司（简称“成都川美”）。成都川美公司成立于 2000 年，是一家民营企业，与电子科技大学联合建立通信抗干扰国家重点实验室成都研发中心和无线集成中心，依托高校科研资源提升技术能力。其主要产品有雷达微波组件（射频前端、宽带变频、DLVA、滤波器等）、卫星通信监测系统、信号传输交换设备（变频、矩阵、光传设备）、信号处理设备等。中航光电收购成都川美，有望补齐公司射频有源技术短板、提升射频互连核心竞争力，助力公司加速产业升级。

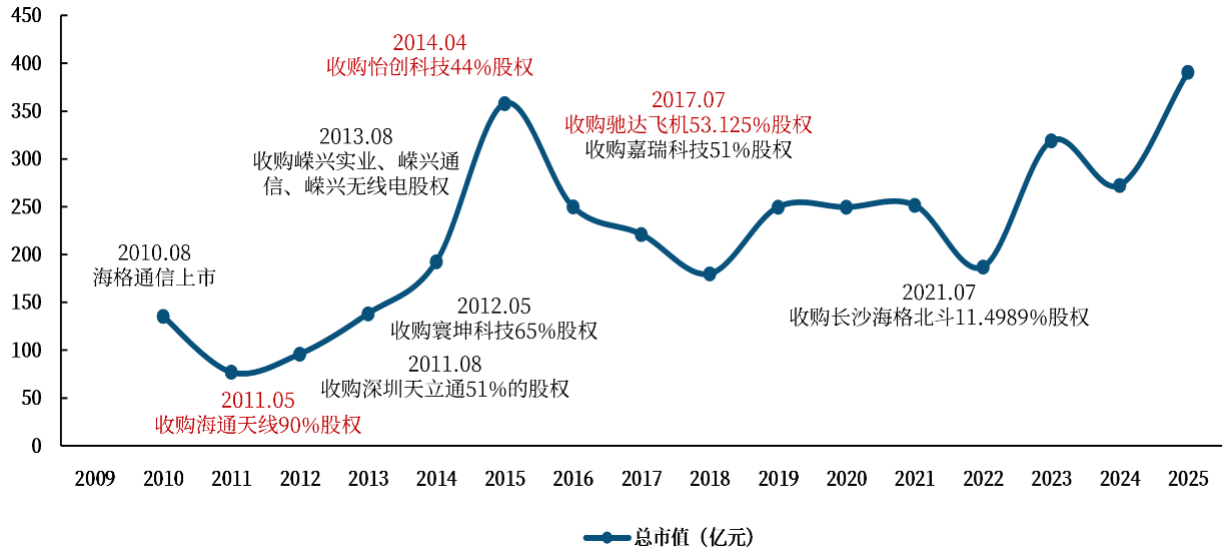
（二）海格通信（地方国企）：跨界并购，多业务共进

1、海格通信并购重组概览

广州海格通信集团股份有限公司（以下简称“海格通信”）成立于 2000 年 7 月 20 日，公司源自国家第四机械工业部（原国家电子工业部）国营第七五〇厂，是广州数字科技集团（前身为广州无线电集团）的主要成员企业。2010 年 8 月 31 日，海格通信在深交所上市。

从 2011 年到 2017 年，海格通信完成了多次“跨界”并购，逐步实现多业务布局。2011 年收购海通天线、全资控股海华电子，逐步拓展民用通信市场；2013 年收购南方海岸、增资控股润芯信息，加快北斗导航产品在民品领域的产业化应用；2013 年收购摩诘创新，切入模拟仿真赛道；2014 年收购怡创科技，推进公司从专网到公网的发展战略；2017 年收购驰达飞机，开拓航空制造板块业务。

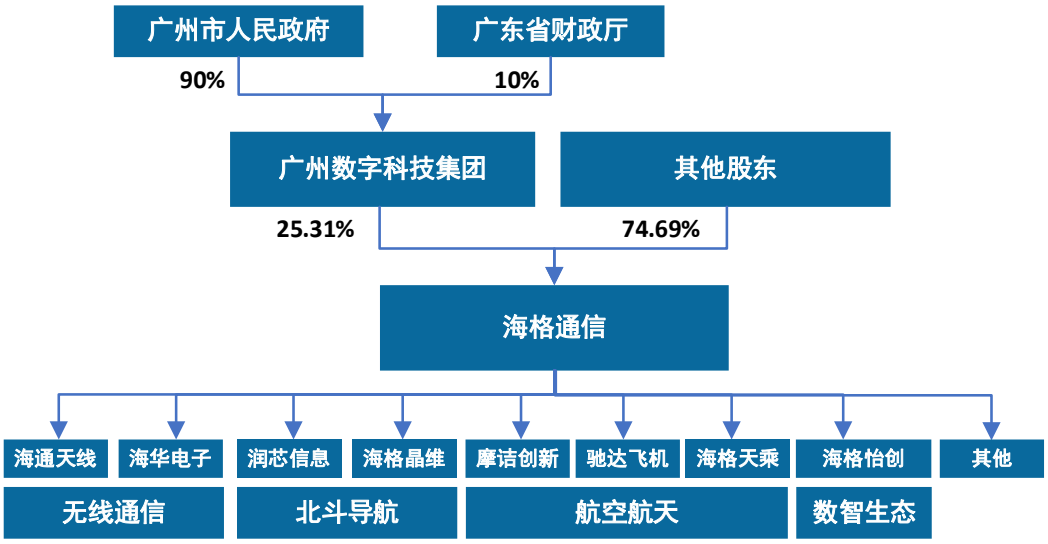
图31 海格通信主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：各年份的总市值均为当年 12 月 31 日的总市值）

经过多次跨界并购，海格通信已从过去的传统军用通信设备制造商转变为一家集软硬件设备和信息服务为一体的空天信息产业综合服务商，业务板块涉及**无线通信、北斗导航、航空航天、数智生态**四大领域。

图32 海格通信股权结构及主要控股子公司的业务分布情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：数据截至 2025 年 12 月 31 日）

2、海格通信并购重组的成效分析

由于海格通信并购标的较多、且同一个标的涉及多次收购，故选择四个较重要的收购标的进行重点分析，包括广东海格怡创科技有限公司（简称“怡创科技”）、陕西海通天线有限责任公司（简称“海通天线”）、北京摩诘创新科技股份有限公司（简称“摩诘创新”）、西安驰达飞机零部件制造股份有限公司（简称“驰达飞机”）。具体如下：

（1）收购怡创科技，推动专网通信向公网通信的拓展

2014 年，海格通信以自有资金 8.4 亿元，直接或间接通过股权收购方式获得怡创科技 60%股权，实现控股收购怡创科技。2017 年，海格通信再次向怡创科技股东发行股份购买其持有的怡创科技 40%股权，最终实现全资控股。

怡创科技的主营业务是通信网络建设施工服务、通信网络代理维护服务和通信网络规划与优化服务，主要为移动通信运营商提供专业的通信技术服务。具体的收购成效如下：

① **拓展业务领域**：怡创科技是中国领先的信息与通信网络服务提供商，主要合作伙伴为中国移动、中国电信、大唐电信等核心通信运营商。海格通信通过收购怡创科技，成功从专网通信领域拓展至公网通信领域，为公司带来了新的业务增长点。怡创科技目前是海格通信数智生态业务板块的主要成员单位。

② **增强技术实力**：怡创科技在通信及移动通信技术服务领域拥有较强的核心竞争力，其技术实力和专业经验有助于提升海格通信在公网通信领域的技术水平和服务能力。

③ **提升盈利能力**：怡创科技良好的盈利能力和市场前景，为海格通信带来了稳定的现金流和利润增长点。同时，怡创科技的业务与海格通信的现有业务形成互补，有助于提升公司的整体盈利能力。如下表所示，2017 年，随着海格通信实现对怡创科技的全资控股，怡创科技成为海格通信主要的收入和利润来源。

表15 海格通信全资控股怡创科技前后的营业收入和净利润变化情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年（全资控股）	2018 年	2019 年
怡创科技营业收入（亿元）	8.32	10.13	12.26	15.15	18.19	19.74
怡创科技营业收入占公司总额的比例	28%	27%	30%	**45%**	**44%**	**43%**
怡创科技净利润（亿元）	1.45	1.58	1.85	1.87	1.91	1.98
怡创科技净利润占公司总额的比例	33%	27%	35%	**64%**	**44%**	**38%**

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

（2）收购海通天线，巩固军用通信领域的市场地位

2011 年 4 月，海格通信公告，公司与海通天线股东李军、姚文俐、肖英等签订《股权转让合同》，海格通信以公司自有资金收购海通天线 90%的股权，海通天线变更为公司控股子公司。2017 年 7 月，海格通信再次向海通天线股东发行股份购买其持有的海通天线 10%股权。收购完成后，海通天线成为海格通信的全资子公司。

海通天线是一家以技术研发为核心的军用通信和卫星导航天线领域解决方案提供商，产品包括天线类、卫星导航类和射频类三大类产品。具体的收购成效如下：

① **强化技术优势**：海通天线在军用通信天线设计、研制、生产及服务方面拥有核心优势。海格通信通过收购海通天线，进一步巩固了其在无线通信及卫星导航领域的市场地位。

② **完善无线通信板块的产业链布局**：海格通信通过收购海通天线，实现了从通信设备研发、生产到服务的完整的无线通信板块的产业链布局，有助于提升公司的综合竞争力和市场响应速度。

③ **提升市场份额**：海格通信通过收购海通天线，扩大了其在军用通信市场的份额，增强了公司在军事通信领域的影响力。

（3）收购摩诘创新，切入模拟仿真赛道

2013 年 1 月，海格通信公告，公司与摩诘创新 12 名股东签署了《股权转让意向协议》，海格通信拟使用自有资金约 4.67 亿元收购摩诘创新 90%的股权。截至 2025 年 12 月 31 日，海格通信共持有摩诘创新 80.51%的股权。

摩诘创新的主营业务是为军用及高端民用客户提供模拟仿真系统的相关产品与服务，主要产品包括飞行模拟器、电动运动平台、视景系统、飞行员程序训练系统、战术模拟训练系统等。主要客户为各军兵种、研究院所等。具体的收购成效如下：

① **完善军用信息化领域的布局**：通过收购摩诘创新，海格通信可充分利用摩诘创新良好的业务基础和市场运作能力，结合公司自身在通信、导航等领域的技术实力和客户资源，积极推动公司在国防信息化领域的开拓力度。

② **实现产业链的深度延伸**：通过收购摩诘创新，海格通信切入模拟仿真赛道，实现从“硬装备”（通信设备）到“软系统”（仿真训练）的产业链延伸。

③ **提供新的业务增长点**：借助摩诘创新的客户渠道，海格通信可进入通用航空、高铁、地铁、兵器、精密机床、石油钻井、地震研究等众多行业和多个市场，为海格通信提供新的业务增长点。

（4）收购驰达飞机，实现航空制造领域的新突破

2017 年，海格通信发行股份及支付现金购买驰达飞机 53.125%股权。收购完成后，驰达飞机成为海格通信的控股子公司。截至 2025 年 12 月 31 日，海格通信共计持有驰达飞机 56.41%的股权。

驰达飞机的主要业务是为飞机制造公司加工制造军用、民用飞机机身、机翼及尾翼用金属零件、复合材料部件。业务种类上主要有金属材料零件数控加工，碳纤维复合材料零件成型加工，部件装配和其他业务；业务来源上主要分军机、民机和国际转包业务。其中，金属材料零件数控加工、复合材料零件成型加工业务是驰达飞机主要的收入来源。具体的收购成效如下：

① **优化业务结构**：驰达飞机主营航天航空业务，与海格通信的无线通信、北斗导航等业务形成互补。海格通信通过收购驰达飞机，进一步完善了公司航空航天板块的业务布局，优化了公司的业务结构。

② **提升盈利能力**：驰达飞机在航空航天领域拥有一定的市场份额和盈利能力。海格通信通过收购驰达飞机，提升了公司的整体盈利能力。如下表所示，随着公司在 2017 年完成对驰达飞机的收购，2018 年，驰达飞机的收入和净利润均实现大幅增长，同时带动公司整体的收入和归母净利润实现正增长。

表16 海格通信收购驰达飞机前后的营业收入和净利润变化情况

项目	2017 年（收购驰达飞机）	2018 年	2019 年
驰达飞机营业收入（亿元）	0.49	1.24	1.35
同比增速		153.06%	8.87%
驰达飞机净利润（亿元）	0.17	0.46	0.47
同比增速		170.59%	2.17%

海格通信营业收入（亿元）	33.52	41.43	46.07
同比增速	-18.62%	23.60%	11.20%
海格通信归母净利润（亿元）	2.93	4.35	5.19
同比增速	-44.72%	48.46%	19.31%

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

③ **推动战略转型**：海格通信通过收购驰达飞机，加快了公司从设备提供商向全方位能力供应商的转型步伐，有助于公司在未来市场竞争中占据更有利的位置。

综上所述，通过完成上述标的公司的收并购，海格通信逐步扩大其业务版图，同时利用标的公司与海格通信在业务与技术上的协同效应，实现多业务协同共进。

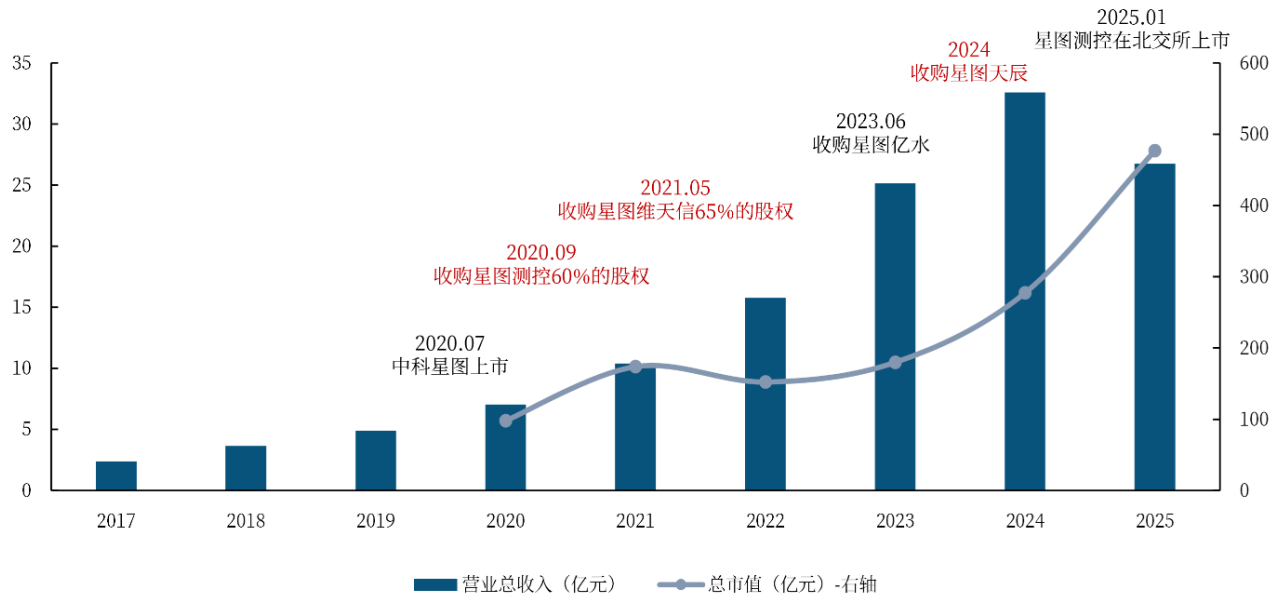
（三）中科星图（其他国企）：聚焦空天信息，完善产业布局

1、中科星图并购重组概览

中科星图股份有限公司（以下简称“中科星图”）创立于 2006 年，基于空天信息基础设施和数字地球平台能力，深度融合人工智能等新一代信息技术，不断建设集数据、计算和应用于一体的空天信息智能服务体系，为用户提供空天信息领域的软件销售与数据服务、技术开发与服务、专用设备及系统集成等业务。

2020 年 7 月，中科星图在科创板上市。上市后，中科星图以“集团化+赛马机制”为制度底盘，围绕空天信息各细分赛道持续开展并购，通过数字地球平台、客户资源、资本平台和组织机制进行系统赋能，把子公司做成独立的成长曲线。2020 年 9 月，中科星图收购星图测控，拓展航天测运控领域；2021 年 5 月，中科星图收购星图维天信，切入气象海洋；2023 年 6 月，收购星图亿水，加强水利领域布局；2024 年，收购星图天辰，补强商业航天电子系统。2025 年 1 月，子公司星图测控在北交所上市。

图33 中科星图主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：各年份的总市值均为当年 12 月 31 日的总市值）

2、中科星图并购重组的成效分析

受限于数据的获得性和可靠性，本部分内容主要分析星图测控、星图维天信和星图天辰的并购成效。

（1）收购星图测控，五年时间助力其独立上市

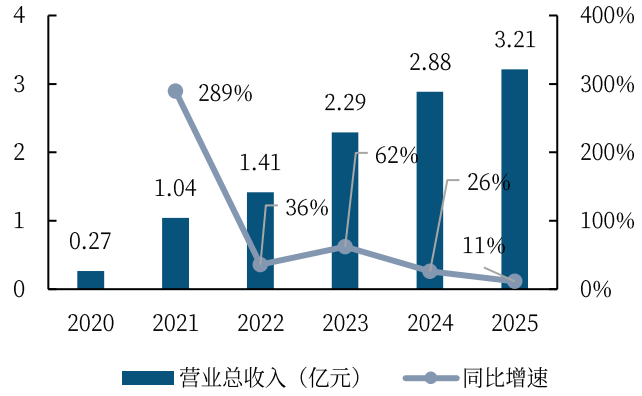
中科星图测控技术股份有限公司（以下简称“星图测控”）是一家以太空管理业务为核心，专业从事航天测控管理、航天数字仿真、太空态势感知、卫星在轨服务的国家级专精特新“小巨人”企业。

星图测控的前身是西安四方星途测控技术有限公司，成立于 2016 年，成立初期的控股股东为北京四方继保自动化股份有限公司（简称“四方继保”），原股东主业偏能源与工业自动化，与航天测运控业务的协同性有限。2020 年 9 月 7 日，中科星图与四方继保签订股权转让协议，以现金方式受让星图测控 60%股权，交易对价 1800 万元。收购完成后，公司控股股东变更为中科星图，实际控制人变更为中国科学院空天院，公司同步更名为“中科星图（西安）测控技术有限公司”。

五年时间，星图测控逐步走向资本市场。2020 年 10 月 6 日，中科星图以 651 万元认购星图测控新增注册资本 434 万元，中科星图持股比例由 60%增加至 67.13%。2021 年，星图测控核心团队通过员工持股平台（策星九天等）进行股权转让，优化股权结构。2022 年，公司完成股份制改造，将总部迁至合肥高新区，并正式更名为“中科星图测控技术股份有限公司”。2023 年，公司在新三板挂牌。2023 年 12 月，星图测控申报北交所 IPO。2025 年 1 月 2 日，公司正式在北交所上市。

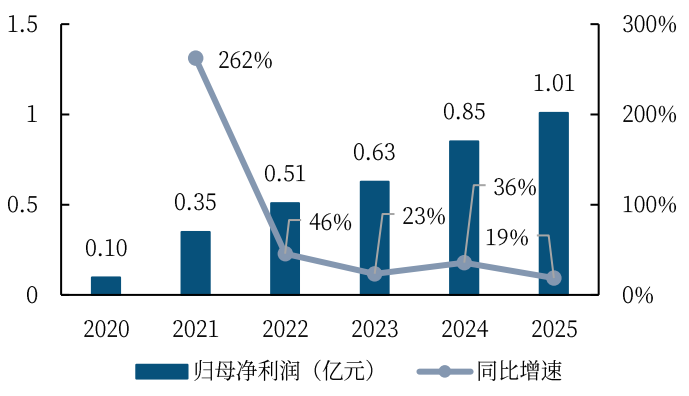
五年时间，星图测控实现收入和净利润的同步双增。2020 年 9 月，星图测控加入中科星图。2021 年，星图测控的收入（1.04 亿元，+289%）和归母净利润（0.35 亿元，+262%）实现显著增长。2020-2025 年，公司收入和净利润保持稳定增长，年复合增速均达到 60%。2025 年，公司持续加强业务拓展，营收（3.21 亿元，+11.41%）突破 3 亿元，归母净利润（1.01 亿元，+18.66%）突破 1 亿元，净利率（31.39%，+1.92pcts）连续两年保持增长。

图34 星图测控营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图35 星图测控归母净利润及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

2025 年 11 月，星图测控发布“星眼”太空感知星座计划，为破解太空交通管理困局提供创新性路径，开创太空管理服务的新模式。此外，2025 年，星图测控先后入选北证 50 指数和北证专精特新指数。

（2）收购星图维天信，切入气象海洋领域

中科星图维天信科技股份有限公司（以下简称“星图维天信”），成立于 2007 年，专注空天信息和人工智能技术在气象海洋领域及气象服务行业的创新和应用。

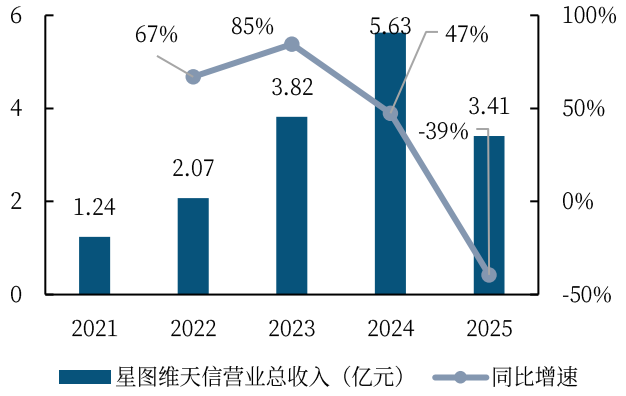
星图维天信的前身是北京维天信气象设备有限公司（简称“北京维天信”）。2021 年 5 月，中科星图以现金方式分别受让原股东吴筱媛、谌晓茅持有的北京维天信 25.00%、40.00%的股权，股权转让对价分别为 1125.00 万元、1800.00 万元。2021 年 5 月 31 日，公司更名为“中科星图维天信（北京）科技有限公司”，控股股东变更为中科星图。2023 年，公司完成股改，民用总部落地安徽，公司正式更名为“中科星图维天信科技股份有限公司”，同时被认定为国家级专精特新“小巨人”企业。

星图维天信以自主研发的 eTAPES 多领域综合气象技术平台为底座，持续聚焦低空气象预测大模型和多模态智慧气象服务引擎等核心技术方向的创新和产品研发，布局气象全产业链；在中科星图以“地理信息”为体、以“商业航天”和“低空经济”为两翼的“一体两翼”战略指引下，业务覆盖特种领域、低空领域、商业航天服务、国际化服务四大业务板块，为全球用户提供高质量气象海洋技术开发服务和高精度的

气象海洋信息服务。目前，星图维天信已形成北京公司总部及特种总部、南昌装备生产基地、合肥低空气象公司、深圳低空气象研究院，以及西安和南京两大区域中心的经营布局。

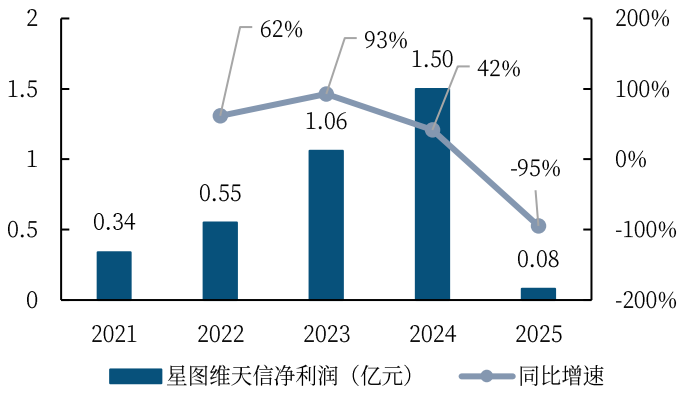
经营层面，星图维天信逐步成长为中科星图在气象海洋领域的重要版图。2021-2024 年，星图维天信的收入和净利润保持高速增长，年复合增速均超过 60%；其收入占比和净利润占比逐年提升，成为中科星图主营业务的重要支撑。2025 年，中科星图的传统业务受市场需求及行业技术演进的阶段性影响，市场拓展节奏大幅放缓，公司整体收入增长不及预期，在此背景下，星图维天信的收入和净利润显著下滑。

图36 星图维天信营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图37 星图维天信的净利润及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

（3）收购星图天辰，补强商业航天电子系统研制能力

中科星图天辰科技（厦门）有限公司（以下简称“星图天辰”）创立于 2011 年，是商业航天电子系统提供商，专业从事商业航天测量、通信与控制系统的研发、生产和技术服务，提供满足客户关键任务需求的端到端解决方案。

通过收购星图天辰，中科星图实现商业航天电子系统环节的补强，进一步完善商业航天领域的产业布局。2025 年，星图天辰发布了**面向商业火箭发射的“天箭”系列产品**。该系列可为商业火箭提供从信号感知、数据采集、存储、传输到处理等端到端的综合测量通信解决方案。未来还将覆盖到火箭导航系统和控制系统，为商业航天提供航天火箭电子一揽子综合解决方案。2025 年，星图天辰实现营收 1.79 亿元、净利润 0.60 亿元，有望成为中科星图体系内新的高成长公司。

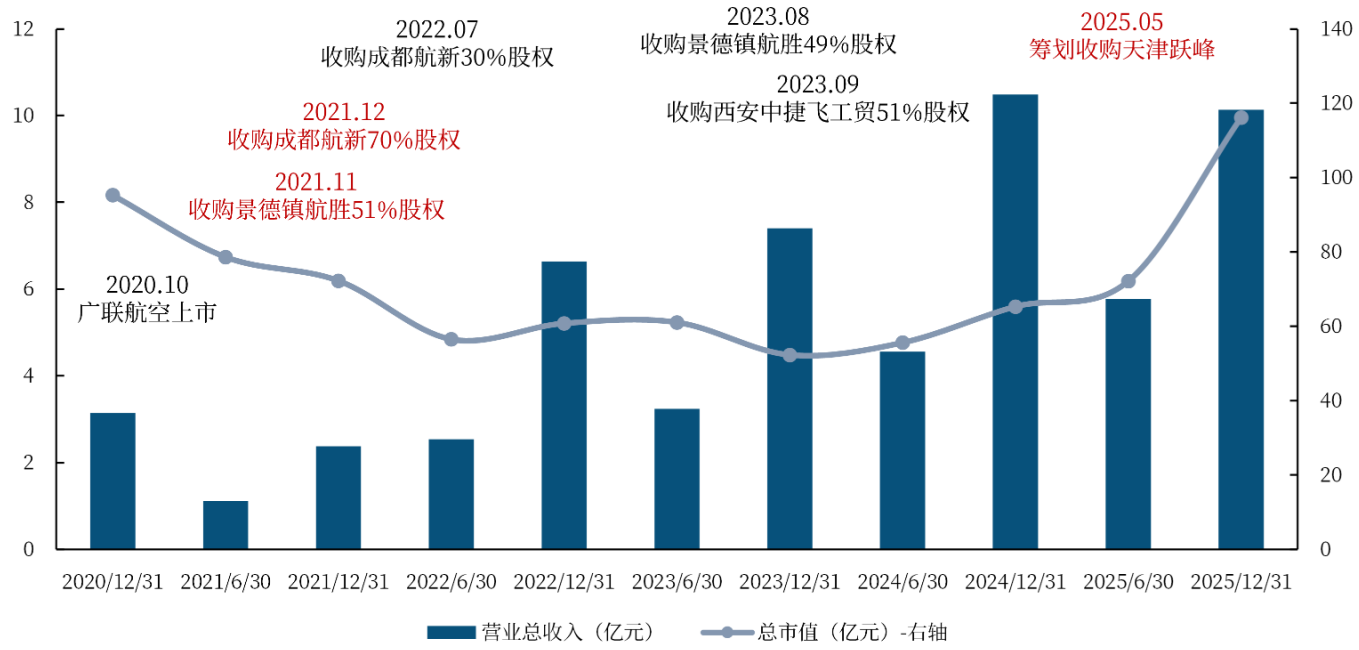
（四）广联航空（民参军企业）：多区域、全产业链布局

1、广联航空并购重组概览

广联航空工业股份有限公司（以下简称“广联航空”）2011 年成立，主营业务是航空航天高端装备的研发、生产、制造，形成了以航空工装业务为基础，航空、航天复合材料产品为核心，无人机整机结构研制为目标的全产业链布局。

2020 年，广联航空在创业板上市。2021 年 11 月，公司收购景德镇航胜航空机械有限公司 51%股权，布局高端零部件生产；2021 年 12 月，公司收购成都航新航空装备科技有限公司 70%股权，切入西南主机厂供应链体系；2023 年，公司收购西安中捷飞工贸有限责任公司 51%股权，进一步加强航空发动机零部件及组件加工研制能力；2025 年 5 月，公司筹划收购天津跃峰科技股份有限公司 51%股权，进军航天领域。

图38 广联航空主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

通过“内生+外延”的发展路线，广联航空在航空航天制造领域逐步形成多区域、全产业链布局。公司当前拥有四大基地，分别是以哈尔滨总部、西安广联和成都航新为基础的三大综合性产业基地，以景德镇航胜、珠海广联、晋城广联为核心的航空航天零部件专精制造基地，以卡普勒广联、广联航宇、自贡广联、天津广联为代表的无人机及复合材料产品研发制造基地，以广联航发、航新航发、西安中捷飞为延伸的航空发动机及燃气轮机零部件制造基地，形成了辐射全国的航空航天结构类产品的全产业链加工制造集群。

2、广联航空并购重组的成效分析

本部分重点分析景德镇航胜、成都航新和天津跃峰三个并购案例，具体如下：

（1）收购景德镇航胜，补齐高端零部件生产

2021 年 11 月，广联航空与景德镇航胜航空机械有限公司（以下简称“景德镇航胜”）股东签署了《股权转让协议》，约定通过现金对价方式按照约 0.70 亿元的估值收购景德镇航胜 51%的股权，交易价格为 3586.75 万元。本次交易完成后，公司持有景德镇航胜 51%的股权，成为公司控股子公司。2023 年 4 月，景德镇航胜 100%股权的估值涨至 6.12 亿元，广联航空再次通过支付现金对价方式收购景德镇航胜剩余的 49%的股权，交易价格为 3.00 亿元。本次交易完成后，景德镇航胜成为公司的全资子公司。

景德镇航胜的主营业务包括航空航天铸件产品生产及航空航天零部件加工，客户主要为中国航空工业集团有限公司下属多家主机厂。在铸件产品生产方面，景德镇航胜拥有金属性铸造、低压铸造、砂型铸造、熔模铸造、3D 打印等多种铸造方法及铸造生产线；在零部件加工方面，景德镇航胜拥有高精度数控加工生产线和普通机械加工生产线，其中包括五轴龙门铣、三轴数控铣床、数控车床、中走丝、带锯、立锯、三坐标检测等设备。

经过对景德镇航胜的两次收购，广联航空借助其在航空航天铸件产品生产和高端零部件制造的优势，切入江西航空产业集群，进一步实现跨地域、跨领域的业务拓展。双方在人才、市场、制造、研发、资本等方面加强优势互补，提升协同效应，增强公司的整体盈利能力。零部件业务目前已经成为公司主营业务的主要构成。

从财务指标上看，如下表所示，2021 年广联航空收入同比下降 24.56%，主因哈尔滨疫情导致产品交付延迟，且并购于年末完成，景德镇航胜的收入贡献未在当年充分体现。2022 年广联航空收入大幅增至 6.64 亿元，同比增长约 180%，其中景德镇航胜收入同比增长 3632.55%。通过收购景德镇航胜，广联航空切入江西航空产业集群，与哈尔滨、成都等生产基地形成全国化网络，降低区域性疫情风险。2021 年，广联航空除收入下降外，研发费用同比增加（新工艺投入）、管理费用攀升（并购中介费用及薪酬体系调整）共同导致净利润大幅下降。2022 年公司盈利修复，景德镇航胜并表后规模效应显现，叠加疫情缓解后订单交付正常化，净利润回升至 1.50 亿元。

表17 广联航空收购景德镇航胜后的业绩表现

时间	广联航空营业收入（亿元）及同比增长率	景德镇航胜营业收入（万元）及同比增长率	广联航空归母净利润（亿元）及同比增长率	景德镇航胜归母净利润（万元）及同比增长率
2020 年	3.15		1.01	
2021 年（完成收购）	2.37（-24.56%）	227.59	0.38（-61.83%）	99.98
2022 年	6.64（+179.55%）	8494.92（+3632.55%）	1.50（+290.93%）	4244.70（+4145.55%）

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

（2）收购成都航新，切入西南地区主机厂供应链体系

2021 年 11 月，广联航空与成都航新航空装备科技有限公司（以下简称“成都航新”）签署了《关于成都航新航空装备科技有限公司的股权转让协议》，约定通过支付

现金对价方式按照成都航新 100%股权 4.00 亿元的估值收购成都航新 70%的股权，交易价格为 2.80 亿元。2022 年 6 月，广联航空再次通过支付现金对价方式按照成都航新 100%股权 4.00 亿元的估值收购成都航新 30%的股权，交易价格为 1.20 亿元。成都航新成为公司全资子公司。

成都航新致力于航空零部件研制与批产，是中国航空工业集团有限公司下属主机厂（以下简称“主机厂”）在四川新都航空产业园的配套企业。成都航新针对航空零部件产品的多品种与小批量的特点专业化定位为生产航空中小框、梁、肋等结构零件产品，采用了 24 小时全高效自主运行的柔性生产线。此外，成都航新总投资 1 亿余元，建成了 4+1+1 条自动化柔性生产线及精益加工单元。

通过收购成都航新，广联航空基于成都航新的基础条件和发展趋势，有利于快速切入西南地区主机厂的供应链体系，获得更多的市场机会，增强公司综合盈利能力及整体核心竞争力，稳步提升公司在行业内的市场份额。

在第一次收购时，并购双方签订了业绩承诺条款。从业绩承诺的完成情况看，如下表所示，成都航新的业绩承诺完成率连续三个年度超过 100%，并购效果优异。

表18 成都航新第一次被收购的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元）

项目	2022 年度			2023 年度			2024 年度		
	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率
成都航新	3,000.00	9,851.32	328.38%	7,000.00	10,657.99	152.26%	12,000.00	12,566.10	104.72%

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

从资本市场的表现来看，如下表所示，通过统计从首次发布并购公告到标的公司完成工商变更登记的区间涨跌幅，可以看出，两次收购成都航新期间，广联航空的股价均实现了较大的涨幅，且获得了显著的超额收益。

表19 广联航空收购成都航新期间的股价涨跌幅表现

事件	首次公告日期	完成工商登记日期	广联航空区间涨跌幅（%）	国防军工（申万）指数区间涨跌幅（%）	超额收益（%）
第一次收购成都航新	2021/11/11	2021/12/20	+7.53	-0.67	+8.20
第二次收购成都航新	2022/6/13	2022/7/15	+12.38	+3.59	+8.79

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

（3）收购天津跃峰，进军商业航天赛道

2025 年 5 月 26 日，广联航空公告，公司和/或公司指定的主体拟以支付现金方式购买天津跃峰科技股份有限公司（以下简称“天津跃峰”）2,550 万股股份，占标的公司总股份的 51%。本次交易完成后，公司预计将实现对天津跃峰的控股。

天津跃峰的主要业务覆盖运载火箭贮箱等结构件的金属热处理、表面处理、钣金成形、铣削、焊接精密加工等全流程工序，多次为运载火箭首次飞行任务提供核心结构件加工，配套有安全阀密封性检测、配气台及高压软管过滤器的设计制造和技术服务，已形成涵盖火箭贮箱、壳体的生产焊接、试验检测来料加工、成品制造、检测服务多方位业务布局。

通过本次交易，公司可进一步深化进军航天板块，获取近年来新兴的商业航天市场的业务机会。本次交易完成后，面对商业航天制造与加工领域的需求，公司可以充分发挥在薄壁航空航天零部件加工尤其是大型零件加工中的工艺技术和设备优势，与天津跃峰一同承接航天院所及商业航天订单，利用各自的品牌影响力及行业资源优势，互相促进市场开拓、丰富客户资源，扩大市占率，进一步提升公司的市场竞争力，增加产品影响力与抗风险能力。

从资本市场的表现来看，如下表所示，广联航空收购公告发布后的四个交易日内，其股价实现了较大的涨幅，且明显跑赢同期的行业指数，反映出较好的市场预期。

表20 广联航空公告拟收购天津跃峰后的股价涨跌幅表现

事件	首次公告日期	公告发布后的第四个交易日	广联航空区间涨跌幅（%）	国防军工（申万）指数区间涨跌幅（%）	超额收益（%）
拟收购天津跃峰	2025/5/26	2025/5/30	+15.38	+2.13	+13.24

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

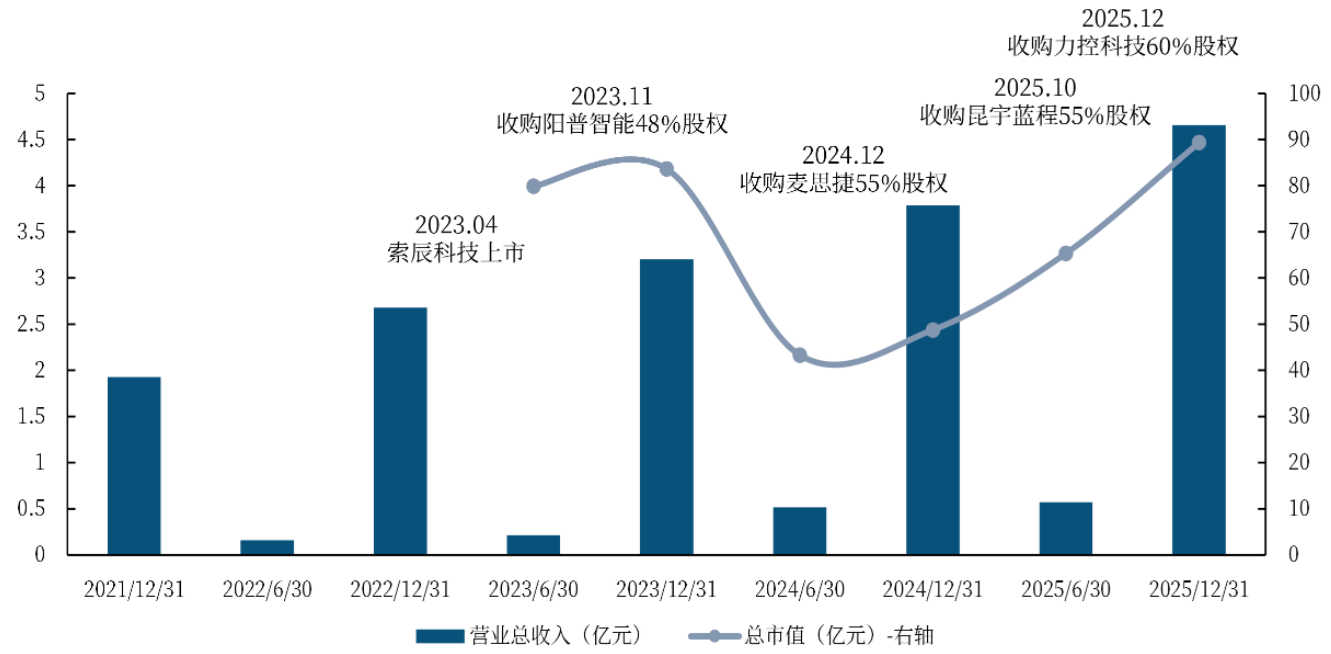
（五）索辰科技（民参军企业）：多维并购，构建物理 AI 生态

1、索辰科技并购重组概览

上海索辰信息科技股份有限公司（以下简称“索辰科技”或公司）是一家专注于 CAE 软件研发、销售和服务的上市公司（注：索辰科技并非传统军工公司，业务涉及航空航天、低空经济）。公司的核心产品为 CAE 产品及物理 AI 产品，产品涉及工程仿真、智能物理建模、多场耦合分析、数据驱动优化等多个方向，可满足航空航天、汽车制造、能源动力、低空经济、具身智能等复杂产品研发或工程技术创新领域的需求。

2023 年，索辰科技上市。上市后，索辰科技通过全资子公司上海索辰数字科技有限公司（以下简称“索辰数字”）围绕主业发展，先后收购阳普智能、麦思捷、力控科技、昆宇蓝程等多家企业，持续构建物理 AI 产品和应用生态。

图39 索辰科技主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

2、索辰科技并购重组的成效分析

（1）收购阳普智能，拓展华南地区业务布局

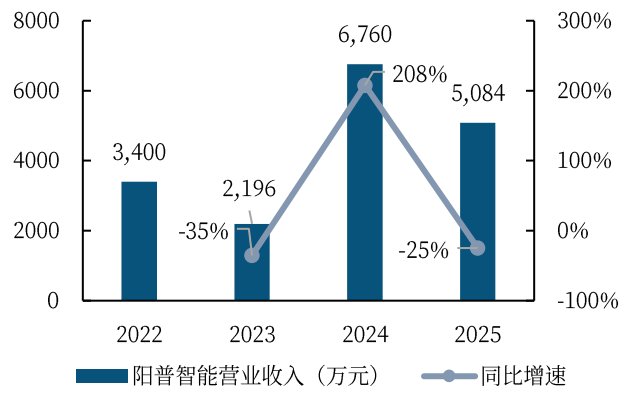
广州阳普智能系统科技有限公司（简称“阳普智能”）成立于 2003 年，深耕工业软件 20 余年，核心业务包括 CAE（计算机辅助工程）、PLM（产品生命周期管理）、MES（制造执行系统），专注于为离散制造企业提供产品研发与产品制造的数字化 解决方案与服务。其客户覆盖新能源汽车主机厂与供应链、芯片设计与封装、新能源装备、5G 通讯、先进制造研究院所等，在华南地区具备较强影响力。

2023 年 11 月，索辰科技全资子公司索辰数字通过增资和股权转让方式取得阳普智能 48%股权，合计出资 6439.02 万元；交易完成后，公司拥有阳普智能董事会 3 席中的 2 席提名权，并将其纳入合并报表范围。

阳普智能与索辰科技在项目经验、销售团队、技术能力、客户资源等方面具有高度的相关性和互补性。阳普智能建立的销售网络和数字化解决方案能力，可进一步提升索辰科技的市场规模。阳普智能拥有华南地区上千家客户，覆盖新能源汽车主机厂及其供应链等领域，索辰科技可依托阳普智能在项目上的实践经验，进一步丰富产品功能，增加客户粘性，并将民用业务市场领域进一步扩大。阳普智能团队和客户资源也将完善索辰科技在华南地区的业务布局，助力其提升华南地区的市场拓展及当地的服务支持能力，增强公司的核心竞争力与可持续发展能力。交易完成后，公司与阳普智能可共享市场渠道及客户资源，共享技术研发体系，形成产业协同效应。

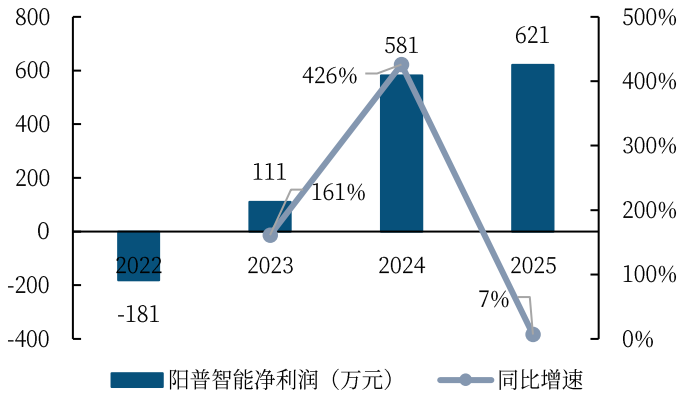
收购后，阳普智能的营业收入和净利润实现显著增长，其中，阳普智能净利润扭亏为盈，并连续三年实现增长。

图40 阳普智能营业收入及增速（单位：万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图41 阳普智能净利润及增速（单位：万元；%）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

（2）收购麦思捷，拓展特种领域应用场景

宁波麦思捷科技有限公司（简称“麦思捷”）专注于电子信息装备技术领域，主要业务方向包括特种电子信息模块、雷电预警与防护设备、海洋气象环境设备、效能仿真等。在大气波导预测和评估领域，麦思捷已为多个雷达型号提供相关技术支持，市场份额稳步增长；在雷电精准预警和定位领域，麦思捷已通过浙江省首台套重大科技装备认定，产品已在仿真训练和国家电网中应用；在仿真训练系统领域，麦思捷能够提供逼真的场景模拟，提升仿真训练的实效性和安全性。

麦思捷聚焦特种领域，与公司主营业务有较高协同性。2024 年 12 月，索辰科技全资子公司索辰数字以 8,800 万元收购麦思捷 55%股权，交易完成后将其作为控股子公司纳入合并报表范围。麦思捷与公司主营业务有较高协同性。一方面，麦思捷在特种行业信息化领域的项目经验和技术能力，将与索辰科技在仿真、数字化、智能化技术方面的优势形成互补。双方可以通过资源整合，共同开发出更具市场竞争力的新产品和服务。销售网络互补。另一方面，麦思捷已建立了稳定的销售网络和客户群体，覆盖了众多客户，包括上海红生系统工程有限公司、青岛杰瑞自动化有限公司、中国船舶重工集团公司下属研究院所等。这些客户资源将为索辰科技开辟全新的市场渠道、拓展业务版图创造条件，增强抗风险能力，实现可持续发展。

交易设计方面，该交易设置了明确的业绩承诺：**麦思捷需在 2024/2025/2026 年分别实现净利润 1,040/1,504/1,621 万元**；第三至第五期股权转让款与业绩完成情况挂钩，且交易对方需在取得第二期转让款后 3 个月内增持索辰科技股票合计 2,000 万元。如下表所示，**麦思捷在 2024 年度和 2025 年度都超额完成了业绩承诺**。

表21 麦思捷被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元）

项目	2024 年度			2025 年度			2026 年度		
	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率
麦思捷	1,040.00	1,167.62	112.27%	1,504.00	1,684.83	112.02%	1,621.00	——	——

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

（3）收购力控科技，完善物理 AI 和工业软件生态

北京力控元通科技有限公司（简称“力控科技”）是一家工业软件产品开发商及解决方案提供商，聚焦智能制造等领域的生产管控产品开发及行业解决方案，提供 SCADA（数据采集与监控系统）软件、实时数据库、生产管控平台、工控信息安全产品等软硬件产品，应用于油气、石化、矿山、冶金、市政等行业领域。

2025 年 2 月，索辰科技公告筹划收购北京力控元通科技有限公司 51%股权；后续交易方案进一步明确，2025 年 11 月，公司披露重大资产购买报告书（草案）（修订稿），拟收购力控科技 60%股权，交易总对价为 1.92 亿元。索辰科技专注 CAE 软件研发，拥有多个学科的核心算法，可实现多物理场工程应用场景的仿真。力控科技深耕 SCADA 领域二十余年，产品覆盖智能制造领域的数据采集监控、实时数据库、工控安全等。本次并购可丰富上市公司产品矩阵，形成设计、仿真、生产、监控的完整链条，构建全生命周期工业软件体系，提升市场竞争力。技术层面，上市公司可将 CAE 软件与 SCADA 软件进行技术融合，完善“机理+感知”的物理 AI 解决方案，构建自主生态，聚焦高价值场景，以期成为高端制造业物理 AI 的领军者。市场层面，双方客户互补，通过并购，上市公司有望扩大在油气、石化、化工等行业的市场份额，力控科技则有望实现特种领域的业务布局。

该交易设置了明确的业绩承诺：2025/2026/2027 年标的公司的实际净利润（经审计的标的公司合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）分别不低于 2,000/2,840/3,240 万元。**2025 年，力控科技实际业绩为 2119.86 万元，超额完成了业绩承诺。**

（4）收购昆宇蓝程，切入商业航天

昆宇蓝程（北京）科技有限责任公司（以下简称“昆宇蓝程”）专注于卫星应用与空间安全监测领域，先后参加了多个重大工程专项建设，为载人航天、低轨星座建设、空间目标监测等专项工程提供了多项产品支撑和技术服务。业务涉及卫星应用与空间安全、数字工程与系统研制、工业技改与智能装备、航天工程运维与服务等，可提供相关的产品体系和解决方案。

切入商业航天，拓展物理 AI 的应用边界。2025 年 10 月，索辰科技公告，公司全资子公司索辰数字以 7,425 万元收购昆宇蓝程 55%股权，交易完成后将其纳入合并报

表范围。该收购有助于双方在数字仿真算法、AI 计算、商业航天客户资源等方面实现共享与协同，助力索辰科技在商业航天场景实现物理 AI 的技术落地。业务方面，昆宇蓝程多年服务积累的优质用户资源可用于推广公司的全线产品，也可为公司实现商业航天的场景落地。技术方面，双方在数字仿真、算法应用、AI 计算等技术方面具有融合点、契合度和互补性。如在低轨星座建设中，公司的 CAE 仿真与物理 AI 可对天线电磁传播、低轨组网覆盖、抗干扰性能进行建模与优化，减少建设成本，提升网络覆盖效率。

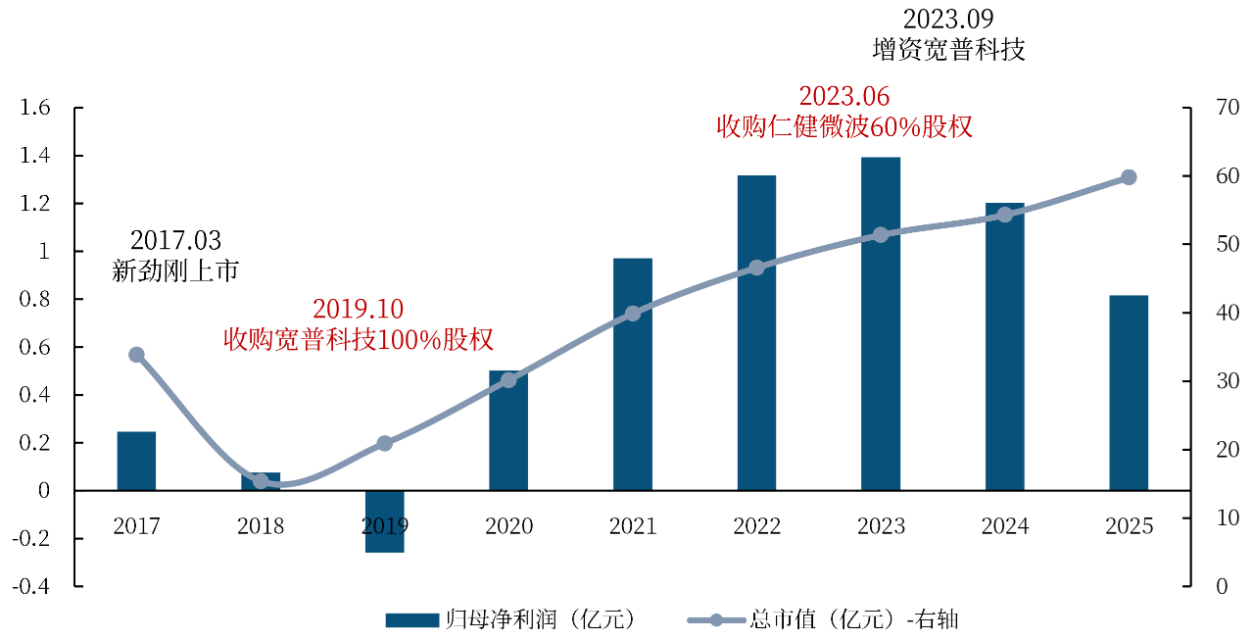
本次交易第三至第五期付款与 2025-2027 年净利润考核绑定，对应承诺净利润分别为 1,000/1,200/1,400 万元。**2025 年，昆宇蓝程实际业绩为 1075.05 万元，超额完成了业绩承诺。**

（六）新劲刚（民参军企业）：腾笼换鸟，切换新赛道

1、新劲刚并购重组概览

广东新劲刚新材料科技股份有限公司（以下简称“新劲刚”）成立于 1998 年，早期专业从事金属基超硬材料制品自主研发和产业化生产。2017 年，新劲刚上市后，先后通过并购宽普科技和仁健微波，并剥离原有业务，实现“腾笼换鸟”。2019 年 10 月，公司收购宽普科技，正式切入军工电子赛道。如下图所示，随着宽普科技的收购完成，2020 年新劲刚的归母净利润实现扭亏为盈。2021 年公司剥离原有的超硬材料业务，2023 年收购仁健微波，进一步深化军工电子业务领域的拓展。

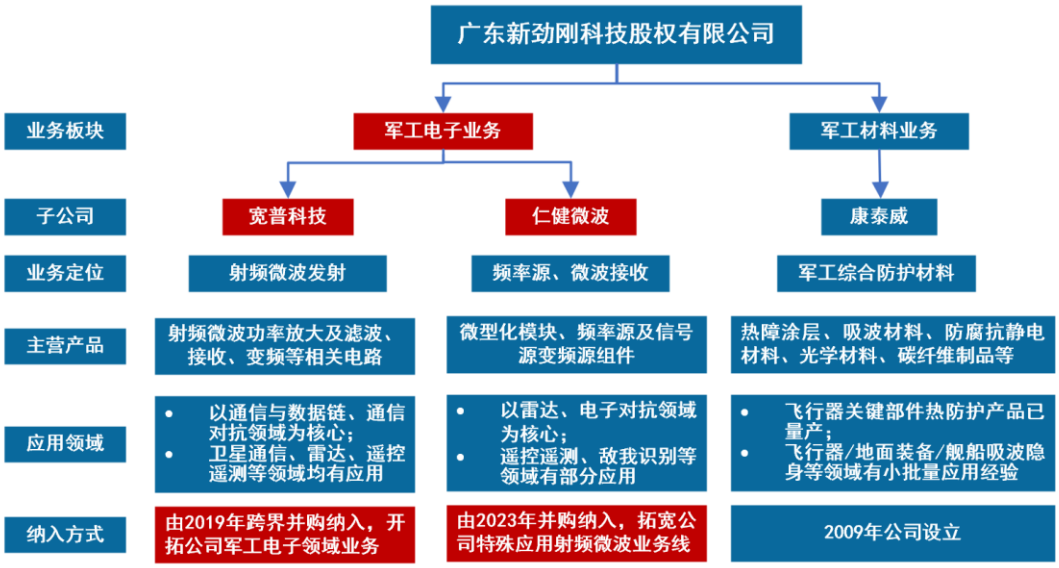
图42 新劲刚主要的并购重组事件回顾



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理（注：总市值均为当年 12 月 31 日的总市值）

经过两次跨界并购，新劲刚逐步聚焦军工赛道，形成“军工电子+军工材料”两大业务板块的布局。具体情况如下图所示。

图43 新劲刚业务布局及主要的子公司情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

2、新劲刚并购重组的成效分析

（1）收购宽普科技，切入军工电子赛道

2019 年，新劲刚通过发行股份及支付现金的方式购买广东宽普科技股份有限公司（以下简称“宽普科技”）100%股权并募集配套资金。交易完成后，宽普科技成为新劲刚的控股子公司。

宽普科技创建于 2001 年，从事射频微波功率放大及滤波、接收、变频等相关电路模块、组件、设备和系统的设计、开发、生产和服务，致力于射频微波功率技术在地面固定、车载、机载、舰载、弹载等多种武器平台上的应用，主要为通信、对抗、雷达、导航、指挥自动化、压制等设备/系统提供配套。

新劲刚全资子公司康泰威是目前国内为数不多的拥有军工资质及军品供应能力的民营企业之一，其研发、生产和供应的金属基轻质高强复合材料制品、电磁波吸收材料、防腐导静电材料、热障涂层等军用产品得到相关武器装备承制单位的认可。

宽普科技与新劲刚全资子公司康泰威能够在军品的研究和开发上实现资源整合和优势互补。宽普科技主要产品为射频微波功率模块、组件及设备，康泰威重点发展电磁材料、光学材料，康泰威在材料方面的技术优势，与宽普科技在射频微波功率模块、组件及设备方面的技术优势形成互补，实现协同发展，在军工电子对抗、电磁对抗领域形成较强的综合竞争力。

从被收购方（宽普科技）的业绩承诺完成情况看，宽普科技承诺在 2019 年至 2021 年期间各年度实现的合并报表中归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润数分别不低于 4,000 万元、5,000 万元、6,000 万元。如下表所示，宽普科技的业绩承诺完成率连续三个年度超过 100%，且 2021 年度的完成率超两倍，并购效果优异。

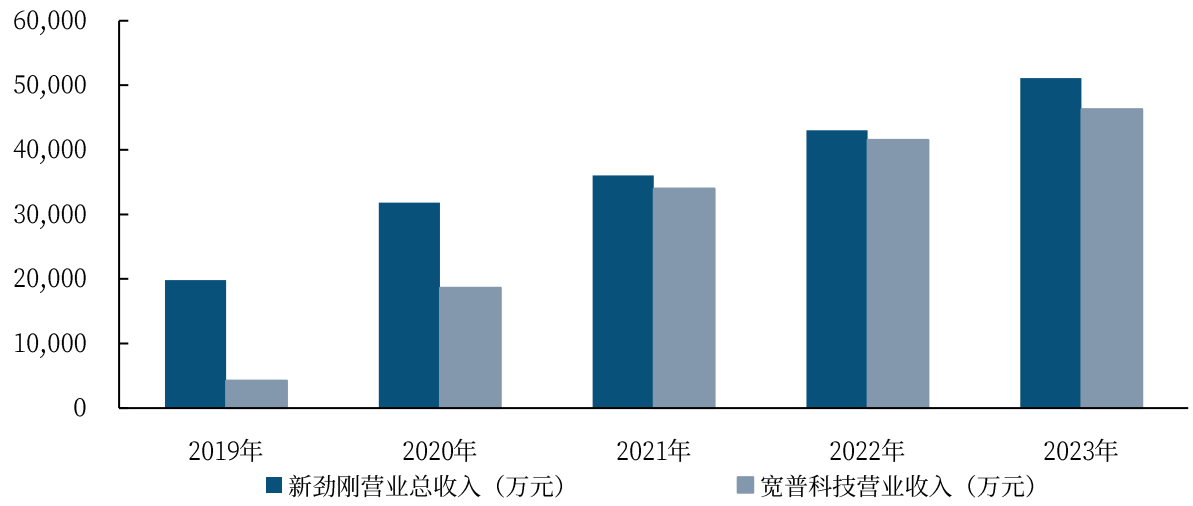
表22 宽普科技被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元）

项目	2019 年度			2020 年度			2021 年度		
	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率
宽普科技	4,000.00	4,354.32	108.86%	5,000.00	6,440.59	128.81%	6,000.00	12,883.00	214.72%

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

从收购方（新劲刚）的财务指标来看，如下图所示，随着交易完成，新劲刚的营业总收入在子公司宽普科技的带动下，实现稳步增长，同时，宽普科技的营业收入成为新劲刚的主要收入来源。

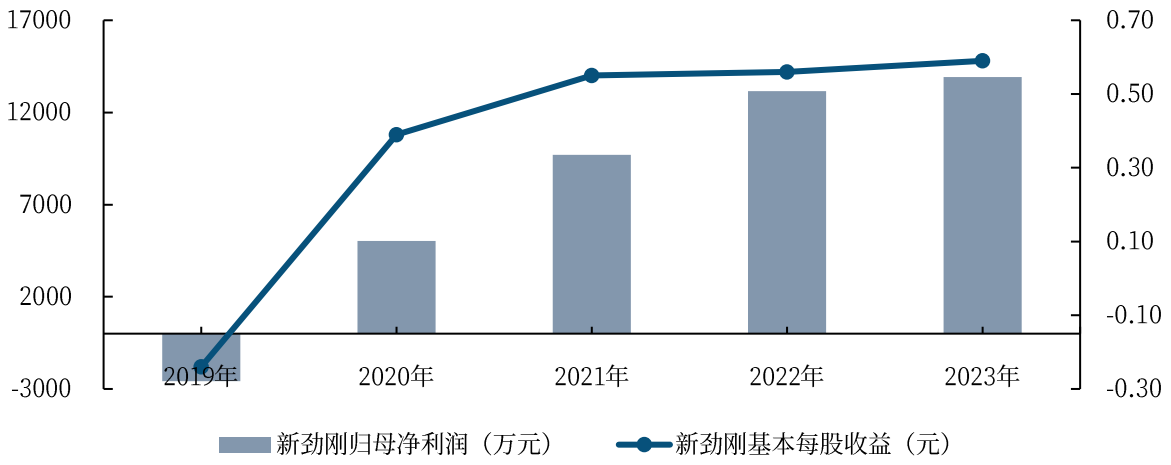
图44 2019-2023 年新劲刚和宽普科技营业总收入对比（单位：万元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

同时，自 2020 年起，新劲刚的归母净利润和每股收益持续稳定增长，在提升公司的盈利水平和抗风险能力的同时，也给投资者带来持续稳定的回报。

图45 2019-2023 年新劲刚归母净利润和基本每股收益



资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

（2）收购仁健微波，深化射频微波产品布局

2023 年 6 月，新劲刚以现金 17,160 万元收购李忠慧、胡明武、文翔合计持有的成都仁健微波技术有限公司（以下简称“仁健微波”）60%的股权。交易完成后，新劲刚持有仁健微波 60%的股权，仁健微波成为新劲刚的控股子公司。

仁健微波专注于微波频率源、信号源及其相关组件的设计、生产和销售，其产品广泛应用于雷达、监测、测向、通信、导航、电子对抗等领域。新劲刚致力于以宽普科技为依托，通过机制优化、管理提升、人才引进、投资孵化、并购重组等多种手段，围绕特殊应用射频微波价值链做强做优、做深做透。本次收购完成后，仁健微波能有效地与公司子公司宽普科技在射频微波领域的技术和产品上实现资源整合和优势互补，将为公司射频微波产品实现全频段、全领域覆盖，提升公司射频微波产品的综合化、小型化、集成化能力奠定坚实基础。

根据协议，交易对方承诺，仁健微波在 2023 年至 2025 年期间各年度实现的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润数分别不低于人民币 1,700 万元、2,200 万元、2,700 万元。从仁健微波的业绩承诺完成情况看，如下表所示，仁健微波 2023-2025 年的业绩承诺完成率均超过 100%。

表23 仁健微波被收购后的业绩承诺完成情况（业绩单位：万元）

项目	2023 年度			2024 年度			2025 年度		
	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率	承诺业绩	实际业绩	完成率
仁健微波	1,700.00	1,948.88	114.64%	2,200.00	2,323.53	105.62%	2,700.00	3,352.98	124.18%

资料来源：iFinD，中航证券研究所整理

五、军工行业并购重组经验教训总结

过去的军工行业并购市场，涌现了很多经典的成功案例，但也不乏一些由于种种原因导致并购失败的例子。为此，本章梳理了以下军工行业的并购重组的经验教训，以帮助军工行业并购参与者避开潜在的风险、更好地开展收并购活动。

（一）标的选择阶段：明确并购方向，筛选合适的并购买卖方

明确并购方向，避免盲目并购。依托并购重组扩大生产经营规模、实现多元化经营等有利于企业降低交易成本、实现协同效应，提高企业绩效，但另一方面，并购重组产生了代理成本，企业的管理成本和社会成本也会随之上升，若企业单纯追求规模扩张，或是盲目进入新的领域，而调整自身的经营战略、组织结构，势必会导致企业运营效率下降，进而影响企业绩效。企业进行并购重组时需要充分考虑可能的内部和外部因素，内部因素包括企业的管理水平、资源结构、技术能力及其融资能力等，外部因素包括行业前景、市场范围、经济周期、法律环境等，其都会对企业并购重组绩效产生直接或间接的影响。在并购时，需要更多考虑长远的协同效果与长远的盈利能力，追求强链补链，推动科技、产业与资本高水平循环，而非短期的盈利和以提升短期估值泡沫为目的的伪市值管理。因此军工上市公司要通过并购重组提升自身绩效，实现企业增值，必须审时度势，充分考虑可能的影响因素和制约条件，切忌盲目并购。

1、军工行业值得重点关注的两条并购主线

针对未来军工行业并购方向，我们认为有两条值得重点关注的主线：

① 产业整合，做大做强。通过同行业间的并购重组与整合，打造行业标杆企业，形成稳定的产业链供应链，重塑行业格局。如军工央企依托存量上市公司开展的资产注入、地方国企依托旗下上市公司或产业基金开展的收并购活动。

② 向新发展，以新促质。通过培育或收购具备新质生产力特征的新域新质企业，开拓企业第二增长曲线，实现换道超车。如部分企业通过并购实现多业务布局来平滑周期波动、优化盈利结构，部分企业通过并购切入新赛道。

2、针对军工行业并购方向的建议

基于上述分析，我们分别为军工行业并购的买卖双方，总结出以下并购方向的建议：

对于并购买方，建议关注：

① 低空经济、商业航天、军事智能化等具备新质生产力特征的企业，这类企业近年来备受政策和资本市场的青睐，具备较高的市场天花板；

② 布局军工上游配套的“隐形冠军”企业，这类企业商业模式成熟、现金流稳定且估值相对不高；

③ 企业短期经营承压但是核心壁垒深厚的老牌企业，这类企业或是因为股权治理更替问题，或是因为行业周期问题，暂时进入瓶颈期，但是由于企业护城河较宽，整体实力仍较为雄厚，具备战略整合与价值重塑空间。

对于并购卖方，建议关注：

① 积极开拓新领域新赛道或者市场化程度较高的央国企上市平台，这类企业通常背景雄厚、发展稳定，产业整合可靠性强；

② 现金流充裕、具备外延整合意愿与能力的上市公司；

③ 正处于转型期的传统行业的上市公司，这类企业由于种种原因，原有行业增长见顶、发展动能不足，亟需通过并购新兴行业优质标的实现转型发展。

3、针对差异较大的并购双方的建议：先合作、再并购

成功的并购往往建立在价值互补、文化契合的基础上。针对行业隔阂较深、企业文化差异较大的并购双方，可以采取“先合作、再并购”的模式，以提高并购后的整合成功率。比如，可以考虑通过以下几种方式，并购双方先建立合作与联系，再实施并购。

① 双方先在某些业务环节开展合作，加深对彼此企业及所在行业特点的理解；

② 双方成立重要合资公司，先依托合资公司开展业务合作，提前了解各自企业文化和管理制度；

③ 收购方对标的公司进行战略投资，先参股，再根据后续情况，分批次逐步实现控股。

（二）交易设计阶段：审慎管理预期，防止“三高”风险

过去，我国上市公司的并购普遍呈现出“三高”的特点，即“高估值”、“高商誉”、“高承诺”。

1、合理评估标的价值，防止高估值、高商誉风险

“高估值”可能是由于被并购企业具有独特的技术、品牌、市场渠道等优势，或者市场对其未来发展前景预期较高。如果被并购企业所处的行业处于快速发展阶段，市场需求旺盛，增长潜力巨大，那么市场往往会给予该企业估值溢价。在资本市场繁荣、投资者情绪乐观的时期，并购市场可能会出现非理性的高估值泡沫。但是，如果

并购企业盲目追求高溢价标的，则极易引发市值的频繁波动，不利于企业的长期健康发展。

“高商誉”反映了并购方为获取被并购方的未来收益潜力而愿意支付的额外价格。高估值往往伴随着高商誉。在一定程度上，高商誉可能意味着并购方对被并购企业的信心，预期通过整合被并购企业的资源，能够实现协同效应，提升企业的整体价值和竞争力。如果被并购企业能够按照承诺实现业绩增长，前期商誉对应的资产价值能够兑现，则并购可切实为上市公司创造超额收益。然而，高商誉也伴随着较高的风险。如果被并购企业未能实现预期的业绩承诺，根据会计准则，企业需要对商誉进行减值测试。一旦商誉发生减值，将直接减少企业的当期利润，对企业的财务状况和经营业绩产生不利影响。例如，某上市公司在并购后形成高额商誉，但由于被并购企业后续经营不善，未能达到业绩承诺，导致商誉大幅减值，该上市公司当年净利润出现大幅下滑，股价也受到严重影响。

因此，在并购交易阶段，建议并购方聘请信誉度较高的第三方评估机构，针对并购标的的特点，选择合适的估值方法，科学、客观、合理地评估标的价值。

2、审慎管理业绩预期，灵活设置业绩考核体系

“高承诺”通常指并购交易中，被并购方对未来一段时间内的经营业绩、市场拓展、技术突破等方面向并购方做出的较高水平承诺，比如承诺未来三年每年的净利润增长率不低于 20%。一方面，被并购方希望通过高承诺向并购方展示自身的发展潜力和价值，增强并购方对交易的信心，推动并购交易顺利达成；另一方面，并购方期望被并购方的高承诺能够为自身带来预期的收益增长和战略协同效应，实现资源的优化配置和企业的扩张发展。然而，企业若无法实现业绩承诺，将直接影响商誉，造成商誉减值，影响上市公司的业绩和市值，对企业的发展前景和决策产生负面影响。

为防止出现“高承诺”引发的风险，建议并购双方谨慎对待业绩承诺。一方面，需结合当前行业实际竞争情况和企业实际经营水平，合理预测企业未来的业绩，不夸大、不隐瞒；另一方面，随着监管政策对于业绩承诺、同业竞争、关联交易等事项的规则弹性有所提升，并购双方可以进一步协商，设置更具适配性的业绩考核体系。

（三）并购整合阶段：加强并购整合，实现协同发展

根据研究表明，有相当大比例的并购失败，在于并购过程中没有按照预先确定的战略构想和规划并购整合。军工行业并购双方的整合是并购重组活动成功与否的关键。过去，我国军工央企上市公司在开展外部并购时，普遍存在并购后的整合工作不顺利、与收购方的协同效应不足等问题。

并购双方不能仅从股权上形成关系，而管理上形成分割。因此，对于军工行业的并购双方，需要做好以下几个方面的整合工作：

1、统一战略目标，优化战略规划

并购完成后，首要任务是让双方在战略目标上达成高度一致。军工行业具有特殊性，其战略目标往往与国家安全、国防建设紧密相连。例如，若一家军工央企上市公司并购了专注于新型导弹材料研发的企业，双方需共同明确在提升我国导弹性能、增强国防实力这一大战略目标下的具体定位。上市公司可凭借自身在军工产业链中的资源与渠道优势，为被并购企业提供更多的试验与应用场景；而被并购企业则专注于材料技术的突破，为上市公司产品升级提供支撑。通过定期的战略研讨会、高层沟通机制等方式，确保双方战略方向始终保持同步，避免因目标分歧导致资源内耗。

在统一战略目标的基础上，对双方原有的战略规划进行优化整合。考虑军工市场的周期性、政策导向以及技术发展趋势等因素，制定涵盖短期（1-2 年）、中期（3-5 年）和长期（5 年以上）的整合战略规划。例如，短期规划可聚焦于被并购企业的技术快速转化与产品小批量生产，利用上市公司的市场渠道实现初步盈利；中期规划着重于技术迭代与产品线拓展，提升在细分领域的市场份额；长期规划则着眼于成为军工细分领域的领军者，参与国际竞争。同时，建立战略规划的动态调整机制，根据市场变化和技术突破及时优化规划，确保战略的前瞻性和适应性。

2、加强供应链、研发、市场等方面的协同

① 供应链协同：军工产品的生产对供应链的稳定性和高效性要求极高。并购后，双方应整合供应链资源，实现采购、生产、物流等环节的协同优化。例如，上市公司在原材料采购方面具有规模优势，可与被并购企业联合采购，降低采购成本；被并购企业在特定零部件生产上具有技术专长，可为上市公司提供定制化零部件，提高产品质量。同时，建立供应链信息共享平台，实时监控库存、生产进度等信息，实现供应链的精准调度和快速响应，提升整体运营效率。

② 研发协同：研发是军工企业的核心竞争力所在。并购后，双方应加强研发协同，整合研发资源，避免重复研发和资源浪费。例如，成立联合研发中心，汇聚双方的科研人才，共同开展关键技术攻关。建立研发成果共享机制，明确研发成果的知识产权归属和利益分配，激发双方的研发积极性。

③ 市场协同：军工市场具有特定的客户群体和销售渠道。并购后，双方应整合市场资源，实现市场协同。上市公司在国内军工市场具有广泛的客户基础和销售网络，被并购企业可能在特定领域或国际市场具有一定的市场份额。双方可共同制定市场拓展策略，利用上市公司的品牌影响力和销售渠道，推广被并购企业的产品；被并购企

业则可借助上市公司的资源，开拓国际市场。例如，通过参加国际军工展会、与国外军工企业建立合作关系等方式，提升双方在国际市场的知名度和竞争力。

3、建立激励机制，留住核心团队

收购初期，被收购企业经营管理团队因文化冲突、管理风格差异以及工作自主权削弱等因素而出现离职潮的例子屡见不鲜。**美国密歇根大学的一份研究报告指出，并购后企业的人才流失比率是正常流失率的 12 倍**。如何选择、培养、留住核心人才，成为企业并购后面临的重大挑战。我们认为，只有建立科学合理的激励机制，将并购后的整合目标与企业员工的个人利益挂钩，才能真正留住核心团队。具体可采取以下措施：

① 实施战略性高管保留计划。高度重视对原管理团队的激励与保留。可采取短、中、长期相结合的多元化激励手段。短期内若缺乏股权激励条件，可适当提高现金性激励的力度；中长期则可探索限制性股票、任期激励、超额利润分享、项目跟投等市场化工具。

②推行市场化选聘与契约化管理。全面推行经理层成员任期制与契约化管理。通过签订明确的聘任协议和业绩合同，坚持“业绩与市场双对标”原则，构建灵活的激励约束机制。

③设计渐进式的薪酬融合方案。不同类型企业的薪酬体系可能存在较大差异，可设计三年过渡期，例如每年消化 30%的差异，逐步实现薪酬体系的平稳对接，避免因薪酬大幅调整引发核心人才流失。

4、加强公司治理，明确管控边界

在大量军工行业并购实践中，尤其是在央国企收购民参军企业后，央国企总是试图将国企的管理体系全盘复制到被收购的民参军企业，导致“水土不服”。然而，全面放权又会出现管理混乱、协同效应不足等问题。为避免整合阶段出现“一放就乱、一管就死”的现象，针对央国企收购民参军企业，建议双方明确管控边界，可参考下述几个方面开展公司治理：

① 健全公司治理和董事会科学决策机制。一方面，通过健全专职股权董监事制度体系，国企不干预被收购企业的经营自主权，通过选择、授权、委派董监事，依据出资企业法人治理结构行使职能，充分落实国有股东规范治理诉求与管控导向；另一方面，通过建立考核机制，对派出的董监事实施定期考核，保障股权董监事尽职尽责履职。

② 采取“双向进入、交叉任职”模式。鼓励国企派驻人员与被收购民企的核心管理层相互兼职。这有助于双方增进理解，国企派驻人员可以输入合规与风控经验，而民企管理层则能保留其灵活的市场反应机制。

③ 划定管控红线，明确负面清单。明确哪些事项必须由国有股东审批，为企业的日常运营设定清晰的边界。这通常涵盖党建纪检、重大投融资、安全生产、合规风控等系统性、原则性重大事项。在“管理红线”之外，应充分授予被收购企业经营自主权。

④ 约定激励资源投入与经营成果承诺。国企可给予被收购民企一定资源，如提供用工总量核定、工资总额预算、专项增人增资额度，设置增量业绩激励政策、符合条件企业优先纳入中长期激励试点、给予高层级人才政策倾斜等。同时要求出经营成果、人才成果，经营成果如探索新商业模式跑通、新领域拓展、重大客户资源获取、高含金量科技创新奖项等，人才成果如人才池建设、高端人才引进数量等。

六、风险提示

① 随着 IPO 的回暖，并购重组政策可能会出现调整，部分并购重组事件可能存在终止或延宕等风险；

② 二级市场受并购标的影响，可能出现股价较大波动的风险；

③ 部分高溢价收购需要警惕技术造假、业绩承诺无法兑现的商誉暴雷风险；

④ 一级市场部分标的估值偏高，并购后整合不及预期，可能会拖累上市公司业绩；

⑤ 无业务协同的题材类并购重组成功率较低，容易出现终止交易、股价回撤等风险。

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 指数涨幅-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，依托于中国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，服务一二级资本市场，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：

陈艺丹，18611188969，chenyd@avicsec.com，S0640125020003
李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
李若熙，17611619787，lirx@avicsec.com，S0640123060013

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。**本报告仅供中航证券客户使用，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或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

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