

推荐 (维持)

## 重点公司

| 重点公司 | 评级 |
|------|----|
| 抚顺特钢 | 增持 |
| 航宇科技 | 增持 |
| 中航电测 | 增持 |
| 中航光电 | 增持 |
| 中航沈飞 | 增持 |
| 派克新材 | 增持 |
| 睿创微纳 | 增持 |
| 中航重机 | 增持 |
| 振华科技 | 增持 |
| 智明达  | 增持 |
| 钢研高纳 | 增持 |
| 紫光国微 | 增持 |
| 新雷能  | 增持 |

来源：兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

《2023Q2 公募基金军工股持仓分析：配置比例小幅提升，主动宽基仍处低配》2023-07-24

《军工行业 2023 年中期策略报告：把握成长持续性，优选兑现确定性》2023-06-27

《军工板块 2022 年报&2023 年一季报总结及 2023Q1 基金持仓分析：航空发动机板块需求旺盛，主动非主题公募基金持仓已为低配》2023-05-08

分析师：

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

军工板块 2023 年中报总结：  
中期调整影响短期增速，航空发动机需求旺盛

2023 年 09 月 03 日

## 投资要点

- 2023H1 国防军工（中信）板块共实现营业收入 2192.79 亿元，在 A 股中营收占比 0.62%；归母净利润 180.78 亿元，在 A 股中归母净利润占比 0.62%。营收、归母净利润同比增速分别为 10.07%、7.16%，在 30 个行业中分别排名第 11、第 16。2023H1 国防军工（中信）指数上涨 15.36%，涨幅排名第 9。
- 中期调整下增速短期放缓。军品收入或者利润占比过半且 2020 年以来口径未发生重大变化的 103 个标的 2023H1 共实现营业收入 1981.47 亿元，归母净利润 196.69 亿元，营收、归母净利润分别同比增长 14.87%、6.93%，同比有所放缓。103 个标的的半年报中，有 14 家以上明确提及“下游客户采购计划的阶段性调整”、“装备采购计划延期”、“客户合同签订延迟”、“市场出现周期性波动”等因素对报告期内营收利润产生影响。
- 产业链景气传导，利润下游增速稳健上游增速回落。2023H1 上中下游各产业链环节营收增速中值较 22 年都有下降，归母净利润增速变化差异较大：上游归母净利润增速中值从 2022H1 的 20.51%降至 2.85%，中游从 12.51%降至 9.36%，下游从 18.19%降至 14.21%。随着产业链景气度自上游向下游传导，上游企业在经历了 2020H2 以来高速增长之后，2023 年在行业调整情况下上半年增速进一步放缓。
- 盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关。随着“十四五”装备批产规模提升，阶梯降价、批次降价逐步成为常态，在制造业批量生产规模效应的产业规律驱动下，叠加降本增效举措的实施，相关企业利润率尽管略有下降但降幅有限，盈利水平保持相对稳定。从 2022 和 2023H1 情况来看，盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关：供给有限的主机厂、单一来源采购企业毛利率、净利率整体相对稳定，而市场化程度较高的环节毛利率、净利率降幅略大。
- 税金及附加显著提升，增值税政策影响逐步显现。2023H1，103 个军工企业税金及附加合计 12.53 亿元，同比增长 74.34%，增速显著高于营收增速（14.87%）。分季度看，近 4 个季度以来，军工板块 103 个标的合计税金及附加整体同比大幅上升，2023Q2 为 7.34 亿元，同比增长 74.61%。
- 航空稳健增长。6 大细分方向中，2023H1 营收、归母净利润同比增速中值：航空方向 40 个标的分别为 10.21%、16.49%；航天方向 8 个标的分别为 15.26%、6.89%；舰船方向 6 个标的分别为 -8.50%、-29.77%；地面兵装方向 8 个标的分别为 -2.19%、13.24%；通用配套方向 25 个标的分别为 1.30%、-13.82%；电子元器件方向 16 个标的分别为 8.38%、4.14%。
- 航空发动机板块需求旺盛，导弹板块或受人事变动增速放缓。航空发动机板块需求旺盛。5 家上游材料企业 2023H1 营收增速中值为 28.36%，2023Q2 营收增速中值为 36.36%，毛利率变化中值为 -0.21pct；3 家中游锻造企业营收增速中值从 2021H1 的 39.84%提升至 2023H1 的 57.53%，2023Q2 仍维持在 60.55%的较高水平；下游企业航发动力、航发控制、航发科技稳定增长，期间费用率显著降低：2023H1 营收增速分别为 20.05%、7.32%、16.04%，归母净利润增速分别为 11.32%、10.33%、215.38%，期间费用率分别减少 0.49pct、减少 0.83pct、减少 0.44pct。导弹产业链或受人事调整增速放缓，2023H1，导弹产业链 10 家公司营收增速中值为 5.04%，归母净利润增速中值为 1.76%；2023Q2 分别为 8.17%、9.47%。2023H1，7 家军工电子元器件企业营收、归母净利润增速中值分别为 12.41%、16.22%，增速同比下降；其中以被动元器件业务为主的鸿远电子、宏达电子、火炬电子营收利润降幅中值分别为 -24.77%、-48.9%，降幅尤其显著；随着中期调整逐步落地，被动元器件企业需求节奏有望修复。

风险提示：1) 装备价格压力影响部分企业业绩释放；2) 政策调整影响市场情绪，阶段性压制板块估值；3) 上游资源品价格上行推升部分价格传导不畅的原材料企业成本压力；4) 兴业证券为西部超导、国博电子的做市券商。

## 目 录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 1、军工板块总体情况及行业比较 .....                        | 5  |
| 2、行业基本面及细分方向分析 .....                         | 8  |
| 2.1、军品占比过半 103 个标的统计：中期调整影响短期增速 .....        | 8  |
| 2.2、细分方向分析：航空保持景气，利润下游增速稳健上游增速回落 .....       | 10 |
| 2.3、毛利率中值同比下降，盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关 .....        | 12 |
| 2.4、2023H1 期间费率小幅增加，研发费用率持续提升 .....          | 14 |
| 2.5、2023H1 末存货较年初增长 .....                    | 17 |
| 2.6、2023H1 经营性现金流量同比减少 .....                 | 17 |
| 2.7、ROE 同比小幅降低 .....                         | 18 |
| 2.8、航空主机厂合同负债逐步消化 .....                      | 19 |
| 2.9、增值税政策影响逐步显现 .....                        | 20 |
| 2.10、在建工程再创新高，产能释放持续推进 .....                 | 22 |
| 3、重点细分赛道分析 .....                             | 26 |
| 3.1、航空发动机产业链：需求持续强劲 .....                    | 26 |
| 3.2、导弹装备产业链：人事变动影响下增速减缓 .....                | 30 |
| 3.3、其他成长属性较强的赛道 .....                        | 32 |
| 3.3.1、特种模拟电路产业链：国产替代空间、供需缺口较大 .....          | 32 |
| 3.3.2、红外产业链：渗透率持续提升，军民市场空间广阔 .....           | 33 |
| 3.3.3、增材制造（3D 打印）产业链：渗透率持续提升，军民市场空间广阔 .....  | 34 |
| 3.4、电子元器件：被动元器件增速显著下降，中期调整落地有望带动需求节奏修复 ..... | 34 |
| 4、总结 .....                                   | 36 |

## 图目录

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| 图 1、2023H1 国防军工及其他行业板块营业收入较 2022H1 增速比较 .....                  | 6  |
| 图 2、2023Q2 国防军工及其他行业板块营业收入较 2022Q2 增速比较 .....                  | 6  |
| 图 3、2023H1 国防军工及其他行业板块归母净利润较 2022H1 增速比较 .....                 | 6  |
| 图 4、2023Q2 国防军工及其他行业板块归母净利润较 2022Q2 增速比较 .....                 | 7  |
| 图 5、国防军工及其他行业板块总市值（亿元）比较（中信行业类，截至 2023 年 6 月 30 日） .....       | 7  |
| 图 6、国防军工及其他行业板块市盈率（TTM，剔除负值）比较（中信行业类，截至 2023 年 6 月 30 日） ..... | 7  |
| 图 7、A 股各板块指数年初至目标日区间涨跌幅比较（%）（中信行业类，截至 2023 年 6 月 30 日） .....   | 8  |
| 图 8、2022H1-2023H1 细分领域销售费用率及同比变化 .....                         | 15 |
| 图 9、2022H1-2023H1 细分领域管理费用率及同比变化 .....                         | 15 |
| 图 10、2022H1-2023H1 细分领域财务费用率及同比变化 .....                        | 15 |
| 图 11、2022H1-2023H1 细分领域研发费用率及同比变化 .....                        | 15 |
| 图 12、2023Q2 细分领域销售费用率及同比变化 .....                               | 15 |
| 图 13、2023Q2 细分领域管理费用率及同比变化 .....                               | 15 |
| 图 14、2023Q2 细分领域财务费用率及同比变化 .....                               | 16 |
| 图 15、2023Q2 细分领域研发费用率及同比变化 .....                               | 16 |
| 图 16、细分领域存货（亿元）及 2023H1 末较年初变化 .....                           | 17 |
| 图 17、细分领域存货周转率及同比变化 .....                                      | 17 |
| 图 18、2022H1 和 2023H1 细分领域经营活动产生的现金流量净额（亿元） .....               | 18 |

|                                                                      |      |
|----------------------------------------------------------------------|------|
| 图 19、2022Q2 和 2023Q2 细分领域经营活动产生的现金流量净额(亿元) .....                     | 18 - |
| 图 20、2023H1 细分领域 ROE 及同比变化.....                                      | 19 - |
| 图 21、2023Q2 细分领域 ROE 及同比变化.....                                      | 19 - |
| 图 22、2023H1 末预收款项与合同负债（亿元）较年初变动.....                                 | 20 - |
| 图 23、主机厂预收款项与合同负债（亿元） .....                                          | 20 - |
| 图 24、近年来板块总营收与税金及附加（亿元） .....                                        | 20 - |
| 图 25、板块各季度税金及附加之和（亿元） .....                                          | 20 - |
| 图 26、六家主机厂 2022H1 和 2023H1 年税金及附加（亿元） .....                          | 21 - |
| 图 27、六家主机厂 2022Q2 和 2023Q2 税金及附加（亿元） .....                           | 21 - |
| 图 28、六家主机厂 2022H1 和 2023H1 支付的各项税费（亿元） .....                         | 21 - |
| 图 29、六家主机厂 2022Q2 和 2023Q2 支付的各项税费（亿元） .....                         | 21 - |
| 图 30、四家中上游配套企业 2022H1 和 2023H1 税金及附加（亿元） .....                       | 22 - |
| 图 31、四家中上游配套企业 2022Q2 和 2023Q2 税金及附加（亿元） .....                       | 22 - |
| 图 32、四家中上游配套企业 2022H1 和 2023H1 支付的各项税费（亿元） ....                      | 22 - |
| 图 33、四家中上游配套企业 2022Q2 和 2023Q2 支付的各项税费（亿元） ....                      | 22 - |
| 图 34、2015-2023H1 航发动力航空发动机及衍生产品、航发控制航空发动机及燃气轮机控制系统营收（亿元）及公司净利率 ..... | 30 - |

## 表目录

|                                                    |      |
|----------------------------------------------------|------|
| 表 1、国防军工（中信）板块分季度营收、归母净利润（亿元）及增幅.....              | 5 -  |
| 表 2、103 个标的合计营业收入、归母净利润同比增速中值（%） .....             | 9 -  |
| 表 3、2023 半年报/一季报中关于需求节奏短期放缓的部分表述.....              | 9 -  |
| 表 4、2019H1-2023H1 年各细分领域营收、归母净利润同比增速中值（%） -        | 10 - |
| 表 5、2019Q2-2023Q2 各细分领域营收、归母净利润同比增速中值（%） ....      | 10 - |
| 表 6、军工标的近 4 年来上半年营业收入增速中值（%） .....                 | 11 - |
| 表 7、军工标的近 4 年来上半年归母净利润增速中值（%） .....                | 11 - |
| 表 8、军工标的 2020Q1-2023Q2 分季度归母净利润增速中值（%） .....       | 11 - |
| 表 9、军工行业上中下游营收、归母净利润增速中值（%） .....                  | 11 - |
| 表 10、军工标的 2020H1-2023H1 毛利率中值（%） .....             | 12 - |
| 表 11、军工标的 2020-2023 年 Q2 毛利率中值（%） .....            | 12 - |
| 表 12、军工标的 2020H1-2023H1 年净利率中值（%） .....            | 13 - |
| 表 13、军工标的 2020-2023 年 Q2 净利率中值（%） .....            | 13 - |
| 表 14、军工行业上中下游毛利率、净利率中值（%） .....                    | 13 - |
| 表 15、军工标的近 4 年来上半年研发费用率中值（%） .....                 | 16 - |
| 表 16、军工标的近 4 年来 Q2 研发费用率中值（%） .....                | 16 - |
| 表 17、六家主机厂经营活动产生的现金流量净额及同比变化（亿元） .....             | 18 - |
| 表 18、细分方向在建工程（亿元）情况 .....                          | 23 - |
| 表 19、2020 年 4 月以来军工板块上市公司扩产、增资、再融资情况.....          | 23 - |
| 表 20、航空发动机原材料重点标的半年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....     | 27 - |
| 表 21、航空发动机原材料重点标的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....    | 27 - |
| 表 22、航空发动机中游锻造重点标的半年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....    | 27 - |
| 表 23、航空发动机中游锻造重点标的毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元） ..... | 28 - |
| 表 24、航空发动机中游锻造重点标的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....   | 28 - |
| 表 25、航空发动机中游锻造重点标的单季度毛利（亿元）、期间费用率（%）以              |      |

|                                                        |        |
|--------------------------------------------------------|--------|
| 及归母净利润（亿元） .....                                       | - 28 - |
| 表 26、航空发动机产业链重点标的的年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....         | - 29 - |
| 表 27、航空发动机产业链重点标的的毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元） .....     | - 29 - |
| 表 28、航空发动机产业链重点标的的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%） .....       | - 29 - |
| 表 29、航空发动机产业链重点标的的 Q2 毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元） ..... | - 29 - |
| 表 30、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 营收（亿元）及增幅 .....               | - 31 - |
| 表 31、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 归母净利润（亿元）及增幅 .....            | - 31 - |
| 表 32、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 毛利率及增幅 .....                  | - 31 - |
| 表 33、二十大以来各军工集团/军兵种主要领导变动情况 .....                      | - 32 - |
| 表 34、特种模拟电路产业链重点标的的半年度及 Q2 营收（亿元）及增幅 .....             | - 32 - |
| 表 35、特种模拟电路产业链重点标的的半年度及 Q2 归母净利润（亿元）及增幅 .....          | - 32 - |
| 表 36、特种模拟电路产业链重点标的的半年度及 Q2 毛利率及增幅 .....                | - 33 - |
| 表 37、红外产业链重点标的的半年度及 Q2 营收、归母净利润、毛利率及增幅（亿元，%） .....     | - 33 - |
| 表 38、增材制造产业链重点标的的半年度及 Q2 营收、归母净利润、毛利率及增幅（亿元，%） .....   | - 34 - |
| 表 39、电子元器件重点标的的半年度营收、归母净利润（亿元）以及增幅（%） .....            | - 35 - |
| 表 40、2020-2023Q2 电子元器件重点标的的单季度营收同比增速（%） .....          | - 36 - |
| 表 41、2020-2023Q2 电子元器件重点标的的单季度归母净利润同比增速（%） .....       | - 36 - |

## 1、军工板块总体情况及行业比较

2023H1 国防军工（中信）板块共实现营业收入 2192.79 亿元，在 A 股中营收占比 0.62%；归母净利润 180.78 亿元，在 A 股中归母净利润占比 0.62%。营收、归母净利润同比增速分别为 10.07%、7.16%，在 30 个行业中分别排名第 11、第 16。

2023Q1，国防军工（中信）板块共实现营业收入 863.47 亿元，在 A 股中营收占比 0.51%；归母净利润 71.68 亿元，在 A 股中归母净利润占比 0.48%。营收、归母净利润同比增速分别为 6.21%、1.96%，在 30 个行业中分别排名第 12、第 19。

2023Q2，国防军工（中信）板块共实现营业收入 1329.32 亿元，在 A 股中营收占比 0.73%；归母净利润 109.11 亿元，在 A 股中归母净利润占比 0.75%。营收、归母净利润同比增速分别为 12.74%、10.88%，在 30 个行业中分别排名第 9、第 12。

截至 2023 年 6 月 30 日，国防军工（中信）板块总市值 20948 亿（在 A 股中总市值占比 2.16%），市盈率（TTM，剔除负值）50 倍，分别排名第 16、第 2，2023H1 国防军工（中信）指数上涨 15.36%，涨幅排名第 9。

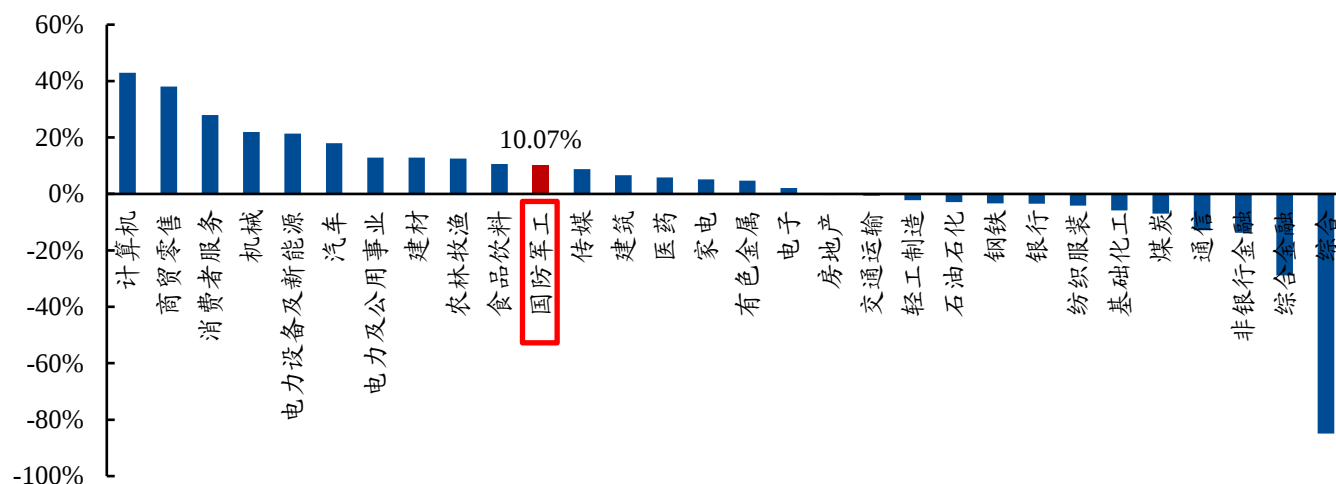
相对其它行业，军工行业的优势在于长期成长确定性。基于我国国防和军队建设目标，我们判断未来 5 年军工行业仍将保持较高增速。

表 1、国防军工（中信）板块分季度营收、归母净利润（亿元）及增幅

|       |        | 金额（亿元）  | 占 2022 年比例 | 同比增速    | 较 2020 年化增速 |
|-------|--------|---------|------------|---------|-------------|
| 营业收入  | 2022Q1 | 812.96  | 18.57%     | 11.70%  | 25.84%      |
|       | 2022Q2 | 1179.15 | 26.94%     | 13.74%  | 13.99%      |
|       | 2022Q3 | 1086.21 | 24.81%     | 12.97%  | 15.68%      |
|       | 2022Q4 | 1299.21 | 29.68%     | -5.95%  | -2.92%      |
|       | 2022   | 4377.54 | 100.00%    | 6.58%   | 10.10%      |
|       | 2023Q1 | 863.47  |            | 6.21%   | 18.92%      |
|       | 2023Q2 | 1329.32 |            | 12.74%  | 13.57%      |
| 归母净利润 | 2022Q1 | 70.30   | 24.45%     | 22.39%  | 14.14%      |
|       | 2022Q2 | 98.40   | 34.22%     | 12.68%  | 27.88%      |
|       | 2022Q3 | 79.53   | 27.65%     | 1.74%   | 24.87%      |
|       | 2022Q4 | 39.35   | 13.68%     | -32.39% | -32.75%     |
|       | 2022   | 287.58  | 100.00%    | 2.29%   | 6.80%       |
|       | 2023Q1 | 71.68   |            | 1.96%   | 9.93%       |
|       | 2023Q2 | 109.11  |            | 10.88%  | 21.94%      |

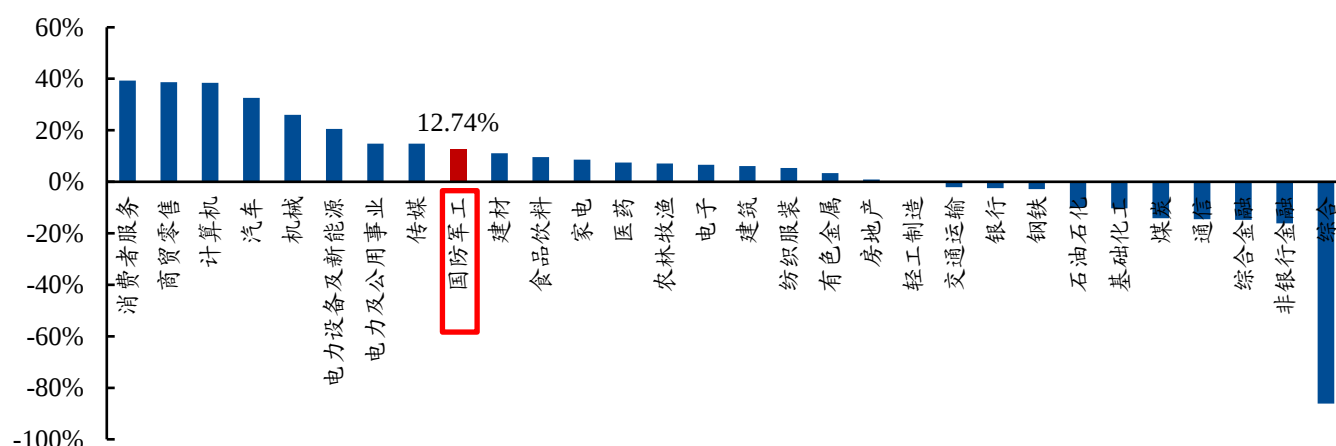
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、2023H1 国防军工及其他行业板块营业收入较 2022H1 增速比较



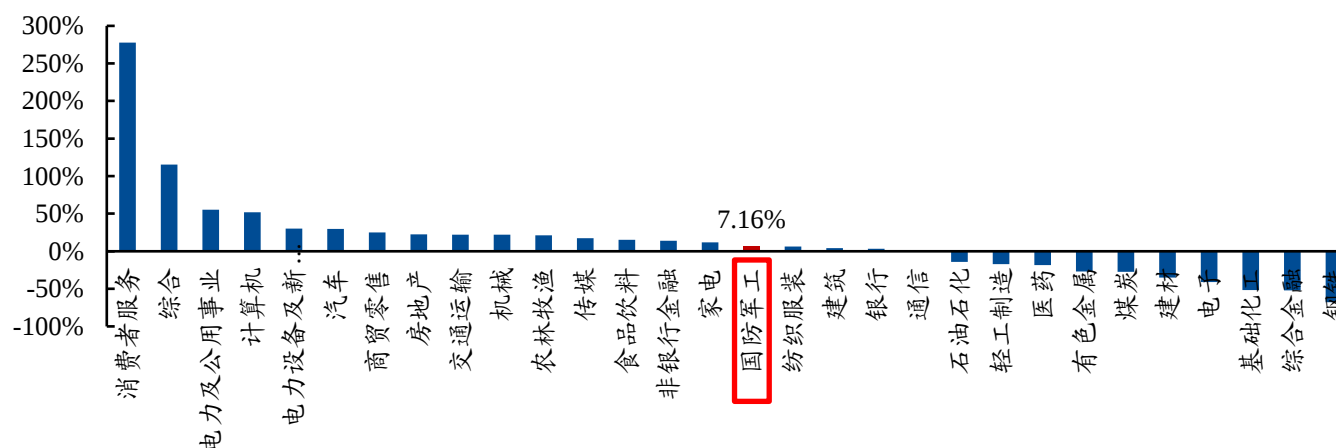
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2023Q2 国防军工及其他行业板块营业收入较 2022Q2 增速比较



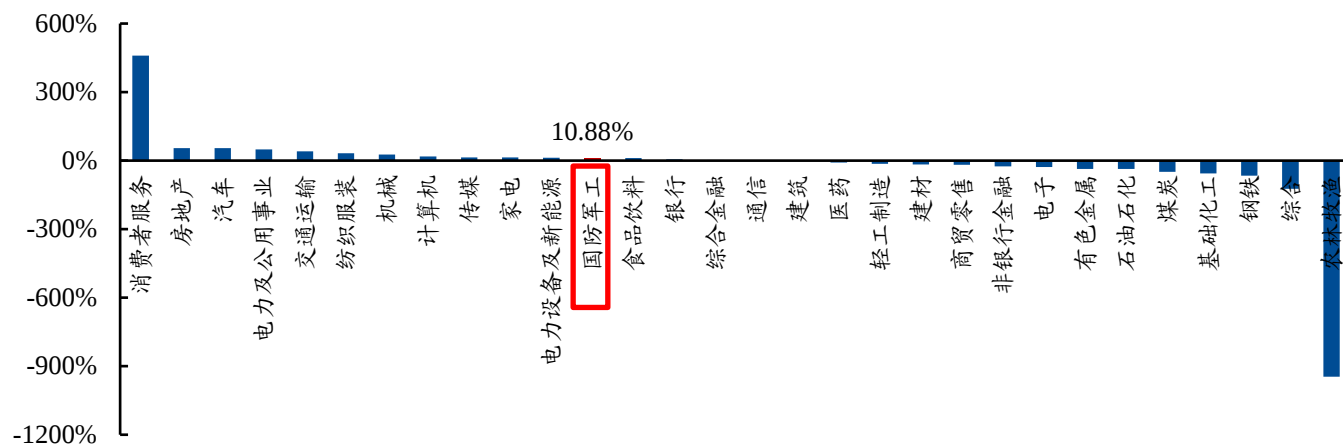
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2023H1 国防军工及其他行业板块归母净利润较 2022H1 增速比较



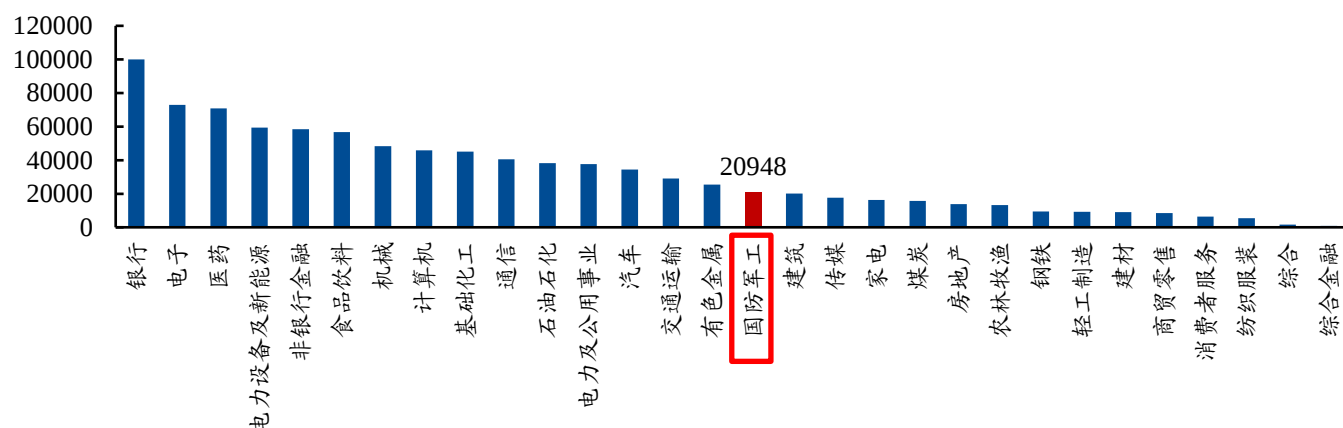
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2023Q2 国防军工及其他行业板块归母净利润较 2022Q2 增速比较



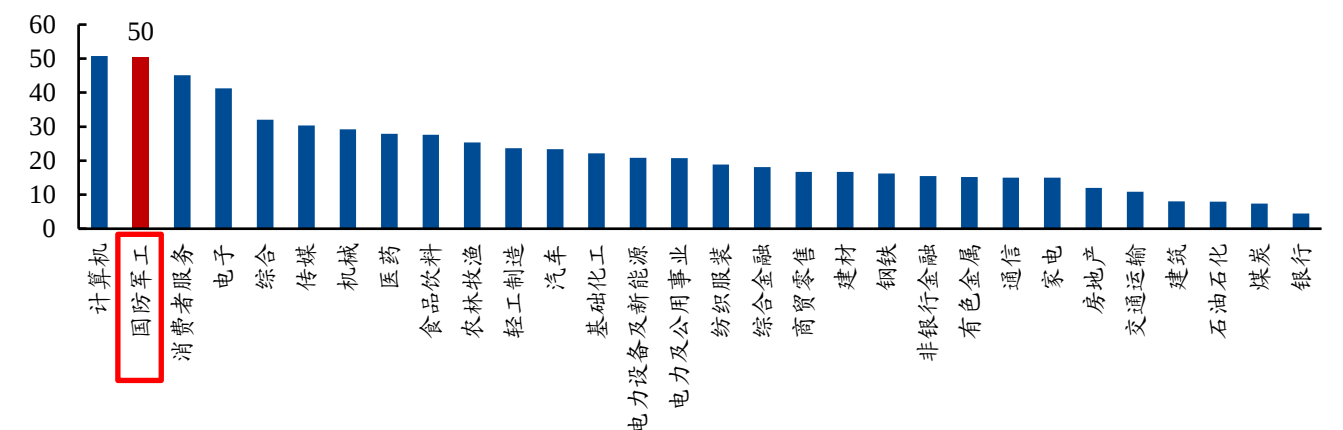
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、国防军工及其他行业板块总市值（亿元）比较（中信行业类，截至 2023 年 6 月 30 日）



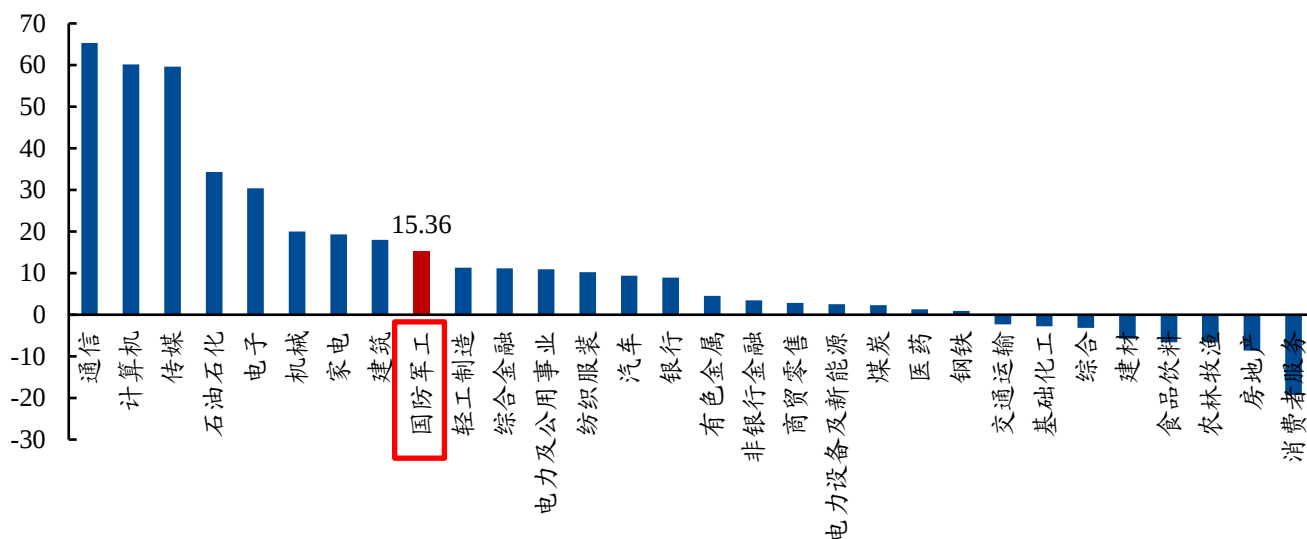
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、国防军工及其他行业板块市盈率（TTM，剔除负值）比较（中信行业类，截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、A 股各板块指数年初至目标日区间涨跌幅比较 (%) (中信行业类, 截至 2023 年 6 月 30 日)



资料来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、行业基本面及细分方向分析

### 2.1、军品占比过半 103 个标的统计: 中期调整影响短期增速

国防军工 (中信) 板块 115 个军工标中有相当一部分军品收入占比较低, 如航天科技、航天晨光、成飞集成等为军工资产注入驱动型标的; 中国重工、中船防务、金信诺、炼石航空等军品收入占比相对偏低; 中航机电于 2023 年 3 月 17 日公告由于被中航电子合并而终止上市并摘牌。此外部分军工标的尚未纳入国防军工 (中信) 板块。为了更加客观的反映军工行业的整体及细分领域的变化趋势, 我们将研究对象聚焦于军品收入或者利润占比过半且近两年口径未发生重大变化的 103 个标的。

103 个标的 2023H1 共实现营业收入 1981.47 亿元, 归母净利润 196.69 亿元, 营收、归母净利润分别同比增长 14.87%、6.93% (2022H1 可比口径增速分别为 16.71%、15.65%)。2023H1, 103 个标的营收、归母净利润同比增速中值分别为 6.66%、5.46% (2022H1 可比口径增速分别为 18.88%、19.00%)。

103 个标的 2023Q2 共实现营业收入 1192.95 亿元, 归母净利润 118.43 亿元, 营收、归母净利润分别同比增长 17.89%、11.03%。2023Q2, 103 个标的营收、归母净利润同比增速中值分别为 6.22%、9.47%。

表 2、103 个标的合计营业收入、归母净利润同比增速中值（%）

|         | 报告期 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021  | 2022   | 2023 |
|---------|-----|------|------|-------|-------|--------|------|
| 营收增速    | Q1  | 8.9  | 19.5 | (6.0) | 55.1  | 20.4   | 13.3 |
|         | Q2  | 8.4  | 12.0 | 15.0  | 21.4  | 14.8   | 6.2  |
|         | H1  | 8.9  | 14.7 | 4.1   | 35.9  | 18.9   | 6.7  |
|         | Q3  | 16.9 | 10.6 | 28.4  | 22.0  | 16.2   |      |
|         | Q4  | 11.7 | 11.6 | 20.0  | 8.0   | 7.4    |      |
|         | 全年  | 9.4  | 15.9 | 14.7  | 20.6  | 14.7   |      |
| 归母净利润增速 | Q1  | 10.2 | 31.7 | (4.8) | 87.4  | 19.6   | 4.9  |
|         | Q2  | 15.7 | 18.6 | 17.2  | 22.9  | 12.0   | 9.5  |
|         | H1  | 15.6 | 19.1 | 10.4  | 46.1  | 19.0   | 5.5  |
|         | Q3  | 17.9 | 10.0 | 43.8  | 23.8  | 7.4    |      |
|         | Q4  | 10.5 | 11.8 | 30.0  | (5.9) | (13.5) |      |
|         | 全年  | 15.8 | 15.2 | 27.5  | 20.4  | 6.7    |      |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

总体来看，受军队建设发展武器装备领域“十四五”规划中期调整影响，军工行业 23H1 收入、业绩增速较 22H1、21H1 有所放缓。103 个标的的半年报中，有 14 家以上明确提及“下游客户采购计划的阶段性调整”、“装备采购计划延期”、“客户合同签订延迟”、“市场出现周期性波动”等因素对报告期内营收利润产生影响。

表 3、2023 半年报/一季报中关于需求节奏短期放缓的部分表述

| 证券简称 | 公司表述                                        |
|------|---------------------------------------------|
| 航发控制 | 部分非航民品市场订单减少、部分产品交付时间调整至下半年。                |
| 爱乐达  | 主要受客户采购周期性影响，2023 上半年与上年同期比较订单减少            |
| 景嘉微  | 受宏观经济波动、下游产业需求波动、销售结构变化等多方面因素影响。            |
| 北摩高科 | 子公司京瀚禹下游客户采购计划的阶段性调整和所处的电子元器件检测行业市场的景气度发射变化 |
| 中国海防 | 行业竞争加剧，订单波动及产品交付调整等因素影响                     |
| 理工导航 | 外部环境因素影响、公司上级配套单位生产计划延期                     |
| 科思科技 | 最终客户采购计划影响，部分产品订单交付同比下降所致。                  |
| 高德红外 | 客户合同签订延迟尚在逐步恢复阶段                            |
| 航天发展 | 重点客户市场出现周期性波动，上半年客户发标量较少                    |
| 大立科技 | 市场阶段性因素、装备类产品采购计划延期                         |
| 思科瑞  | 军品市场的大环境和客户上下游的订货需求量的阶段性调整                  |
| 长盈通  | 军方规划和终端军品结构调整外部因素影响，公司某重要军工客户在军方订单交付减少或延期   |
| 宏达电子 | 公司所处行业的中下游需求尚未完全修复，客户项目进度变化、对成本控制要求提升       |
| 智明达  | 部分前期交付产品截至一季度末合同尚未签订                        |

资料来源：各公司半年报或一季报，兴业证券经济与金融研究院整理

注：智明达为一季报表述，其他公司为半年报表述

部分央企集团层面“十四五”规划中期调整已获落实：8月26日，中国航天科工第二次战略工作会开幕，集团公司总经理、党组副书记、董事龚波在报告中对“十四五”前半程规划执行情况进行了系统总结，对规划执行中的主要问题进行了剖析，对“十四五”综合规划纲要中期评估与调整情况进行了深度解读。龚波强调和指出：本次规划中期调整，全面贯彻落实党的二十大精神，围绕使命定位，对

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

集团公司“十四五”发展思路中的部分表述和内涵进行了调整完善，对集团公司 2025 年规划目标进行适应性调整，补充了集团公司 2027 年的阶段发展目标，全力支持建军一百年奋斗目标如期实现。

参考“十三五”中期中央军委于 2018 年 9 月 30 日正式印发了《军队建设发展“十三五”规划任务中期调整方案》，2023 年为“十四五”中间年，装备领域“十四五”规划中期调整有望逐步落地，年初以来延后的部分中上游需求有望持续恢复。（详见《军工行业 2023 年中期策略报告：把握成长持续性，优选兑现确定性》2023-06-27）

## 2.2、细分方向分析：航空保持景气，利润下游增速稳健上游增速回落

我们将 103 个标的根据所在细分领域分为 6 个方向：航空（40 个）、航天（8 个）、舰船（6 个）、地面兵装（8 个）、通用配套（25 个）、电子元器件（16 个）。

从各细分领域增速中值来看，2023 年上半年，航空、地面兵装方向归母净利润增速中值分别为 16.49%、13.24%，保持稳健增长。2023Q2，航空、地面兵装方向归母净利润增速中值分别为 27.03%、26.23%。

表 4、2019H1-2023H1 年各细分领域营收、归母净利润同比增速中值（%）

|         | 细分领域   | 航空    | 航天     | 舰船      | 地面兵装   | 通用配套    | 电子元器件 |
|---------|--------|-------|--------|---------|--------|---------|-------|
| 营收增速    | 2019H1 | 15.75 | 2.48   | 5.22    | 6.33   | 31.36   | 14.14 |
|         | 2020H1 | 4.19  | (7.13) | (39.09) | 12.85  | 9.28    | 15.99 |
|         | 2021H1 | 28.38 | 52.02  | 46.37   | 33.76  | 35.03   | 38.82 |
|         | 2022H1 | 23.23 | 8.68   | (22.41) | 2.83   | 6.88    | 25.96 |
|         | 2023H1 | 10.21 | 15.26  | (8.50)  | (2.19) | 1.30    | 8.38  |
| 归母净利润增速 | 2019H1 | 21.09 | 4.90   | 5.63    | 15.66  | 22.98   | 33.75 |
|         | 2020H1 | 23.82 | (8.79) | (17.94) | (7.78) | 15.10   | 6.00  |
|         | 2021H1 | 43.42 | 45.79  | 42.82   | 77.81  | 36.40   | 86.69 |
|         | 2022H1 | 30.41 | 17.84  | (41.51) | 20.04  | (2.25)  | 23.55 |
|         | 2023H1 | 16.49 | 6.89   | (29.77) | 13.24  | (13.82) | 4.14  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、2019Q2-2023Q2 各细分领域营收、归母净利润同比增速中值（%）

|         | 细分领域   | 航空    | 航天     | 舰船      | 地面兵装    | 通用配套   | 电子元器件  |
|---------|--------|-------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营收增速    | 2019Q2 | 10.76 | 1.77   | 7.27    | 23.34   | 14.25  | 14.83  |
|         | 2020Q2 | 16.69 | (0.12) | (25.09) | 13.92   | 15.59  | 23.33  |
|         | 2021Q2 | 23.15 | 23.25  | 14.82   | 18.29   | 27.64  | 25.32  |
|         | 2022Q2 | 15.40 | 16.40  | (16.23) | 7.38    | 6.09   | 25.20  |
|         | 2023Q2 | 11.80 | 10.67  | (24.03) | 9.68    | (6.01) | 2.77   |
| 归母净利润增速 | 2019Q2 | 16.44 | 6.38   | (8.86)  | (13.74) | 26.51  | 22.10  |
|         | 2020Q2 | 19.27 | 5.04   | 7.31    | 10.15   | 34.79  | 19.73  |
|         | 2021Q2 | 31.11 | 18.49  | (6.86)  | 19.23   | 22.91  | 55.82  |
|         | 2022Q2 | 22.44 | 22.56  | 29.08   | 5.49    | 8.10   | 17.36  |
|         | 2023Q2 | 27.03 | 8.54   | (16.63) | 26.23   | (4.51) | (5.29) |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023H1，103 个军工标的营业收入、归母净利润增速中值分别为 6.66%、5.46%；其中 37 个军工集团旗下上市公司营业收入、归母净利润增速中值分别为 6.66%、10.32%；18 个单一来源采购为主的军工标的营业收入、归母净利润增速中值分别

为 2.52%、10.83%；10 个主机厂营业收入、归母净利润增速中值分别为-5.92%、14.21%；66 个非军工集团旗下上市公司营业收入、归母净利润增速中值分别为 6.45%、-5.32%，增速下降较为显著。

表 6、军工标的近 4 年来上半年营业收入增速中值（%）

|                | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 4.09   | 35.92  | 18.88  | 6.66   |
| 66个非军工集团标的     | 13.72  | 42.59  | 16.77  | 6.45   |
| 37个军工集团标的      | 3.17   | 28.05  | 22.93  | 6.66   |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 0.31   | 22.34  | 15.63  | 2.52   |
| 10个主机厂标的       | 0.31   | 15.41  | 25.21  | (5.92) |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、军工标的近 4 年来上半年归母净利润增速中值（%）

|                | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 10.44  | 46.14  | 19.00  | 5.46   |
| 66个非军工集团标的     | 10.15  | 55.10  | 8.95   | (5.32) |
| 37个军工集团标的      | 14.41  | 41.89  | 28.75  | 10.32  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 3.72   | 26.71  | 22.39  | 10.83  |
| 10个主机厂标的       | 13.11  | 12.94  | 18.19  | 14.21  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、军工标的 2020Q1-2023Q2 分季度归母净利润增速中值（%）

|                | 2020    |       |       |       | 2021  |       |       |         | 2022  |       |        |         | 2023   |       |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|---------|--------|-------|
|                | Q1      | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4      | Q1    | Q2    | Q3     | Q4      | Q1     | Q2    |
| 103个标的         | (4.82)  | 7.18  | 13.77 | 30.05 | 37.42 | 22.91 | 23.83 | (5.95)  | 19.57 | 11.97 | 7.36   | (13.49) | 4.88   | 9.47  |
| 65个非军工集团标的     | (7.61)  | 23.93 | 41.64 | 29.82 | 88.65 | 30.93 | 24.38 | (5.45)  | 11.86 | 8.10  | 2.98   | (25.67) | (7.55) | 1.63  |
| 37个军工集团标的      | (2.39)  | 9.03  | 32.12 | 25.02 | 37.47 | 16.97 | 23.28 | (7.49)  | 26.69 | 21.88 | 7.36   | 0.02    | 10.03  | 17.45 |
| 18个单一来源采购为主的标的 | (14.67) | 1.03  | 56.05 | 23.92 | 86.18 | 4.37  | 21.55 | (15.58) | 19.67 | 21.42 | 2.07   | (5.67)  | 7.01   | 24.74 |
| 10个主机厂标的       | 7.26    | 2.11  | 22.00 | 23.92 | 23.92 | 10.87 | 23.28 | (22.97) | 18.35 | 23.49 | (4.53) | 7.68    | 14.06  | 13.69 |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

为进一步分析军工产业链上下游增速差异，我们将 103 个标的分为上游（41 家原材料、元器件等企业）、中游（52 家零部件等企业）、下游（10 家主机厂）。2023H1 上中下游各产业链环节营收、归母净利润增速中值较 2022H1 都有下降，上游归母净利润增速中值从 2022H1 的 20.51%降至 2.85%，中游从 12.51%降至 9.36%，下游从 18.19%降至 14.21%。

表 9、军工行业上中下游营收、归母净利润增速中值（%）

| 产业链 | 营收增速   |        |        |        |        | 归母净利润增速 |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
|     | 2019H1 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 | 2019H1  | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
| 上游  | 18.74  | 5.74   | 34.72  | 22.93  | 6.66   | 20.99   | 13.42  | 68.01  | 20.51  | 2.85   |
| 中游  | 12.95  | 2.96   | 39.84  | 14.78  | 7.74   | 12.46   | 10.30  | 46.14  | 12.51  | 9.36   |
| 下游  | 15.88  | 0.31   | 15.41  | 25.21  | -5.92  | 18.85   | 13.11  | 12.94  | 18.19  | 14.21  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

综合以上数据可见，随着产业链景气度自上游向下游传导，上游企业在经历了 2020H2 以来高速增长之后，2023H1 整体营收、利润增速进一步放缓；下游企业

2023H1 营收增速中值大幅下降，但由于下游企业营收季节性特征显著（2022 上半年 10 家下游企业营收占全年比重中值为 40.92%），近年来上半年营收增速波动区间大，或与全年增速存在较大差异；下游企业 2023H1 利润增速依然保持稳健。

### 2.3、毛利率中值同比下降，盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关

2023H1，103 个军工标的毛利率中值为 37.90%，同比减少 3.10pct，其中 66 个非军工集团标的毛利率中值为 45.65%，同比减少 3.07pct，37 个军工集团旗下上市公司毛利率中值为 26.82%，同比减少 1.92pct。军工集团标的中，18 个单一来源采购为主的军工标的毛利率中值为 15.77%，同比减少 0.21pct；10 个主机厂毛利率中值为 11.44%，同比增加 0.95pct。

2023Q2，103 个军工标的毛利率中值为 37.16%，同比减少 5.42pct，其中 66 个非军工集团标的毛利率中值为 44.56%，同比减少 3.91pct，37 个军工集团旗下上市公司毛利率中值为 26.76%，同比减少 2.10pct。军工集团标的中，18 个单一来源采购为主的军工标的毛利率中值为 15.65%，同比增加 0.80pct；10 个主机厂毛利率中值为 10.85%，同比增加 0.06pct。

表 10、军工标的 2020H1-2023H1 毛利率中值（%）

|                | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 40.57  | 43.20  | 40.99  | 37.90  |
| 66个非军工集团标的     | 48.36  | 50.56  | 48.72  | 45.65  |
| 37个军工集团标的      | 28.82  | 28.17  | 28.74  | 26.82  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 16.96  | 18.84  | 15.98  | 15.77  |
| 10个主机厂标的       | 10.57  | 11.43  | 10.48  | 11.44  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、军工标的 2020-2023 年 Q2 毛利率中值（%）

|                | 2020Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2023Q2 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 42.11  | 41.86  | 42.57  | 37.16  |
| 66个非军工集团标的     | 50.28  | 48.13  | 48.47  | 44.56  |
| 37个军工集团标的      | 28.07  | 29.66  | 28.86  | 26.76  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 15.96  | 17.28  | 14.85  | 15.65  |
| 10个主机厂标的       | 9.86   | 10.31  | 10.80  | 10.85  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023H1，103 个军工标的净利率中值为 12.94%，同比增加 0.37pct，其中 66 个非军工集团标的净利率中值为 14.60%，同比减少 1.33pct，37 个军工集团旗下上市公司净利率中值为 9.05%，同比减少 0.68pct。军工集团标的中，18 个单一来源采购为主的军工标的净利率中值为 6.51%，同比增加 1.08pct；10 个主机厂净利率中值为 5.36%，同比增加 0.43pct。

2023Q2，103 个军工标的净利率中值为 14.51%，同比减少 0.07pct，其中 66 个非军工集团标的净利率中值为 15.01%，同比减少 4.51pct，37 个军工集团旗下上市公司净利率中值为 11.27%，同比减少 0.06pct。军工集团标的中，18 个单一来源采购为主的军工标的净利率中值为 6.16%，同比增加 0.32pct；10 个主机厂净利率中值为 5.86%，同比增加 0.71pct。

表 12、军工标的 2020H1-2023H1 年净利率中值 (%)

|                | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 12.91  | 15.61  | 12.57  | 12.94  |
| 66个非军工集团标的     | 16.93  | 20.68  | 15.94  | 14.60  |
| 37个军工集团标的      | 7.51   | 8.61   | 9.73   | 9.05   |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 3.89   | 5.99   | 5.43   | 6.51   |
| 10个主机厂标的       | 3.82   | 5.38   | 4.93   | 5.36   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、军工标的 2020-2023 年 Q2 净利率中值 (%)

|                | 2020Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2023Q2 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 16.94  | 15.94  | 14.58  | 14.51  |
| 66个非军工集团标的     | 23.56  | 21.86  | 19.52  | 15.01  |
| 37个军工集团标的      | 9.72   | 9.26   | 11.33  | 11.27  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 5.07   | 5.96   | 5.84   | 6.16   |
| 10个主机厂标的       | 4.26   | 5.63   | 5.15   | 5.86   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

从产业链上中下游来看，2023H1 毛利率/净利率中值：上游 41 个标的同比分别下降 0.01pct/5.93pct；中游 52 个标的同比分别下降 3.14pct/0.11pct；下游 10 个标的同比分别增加 0.95pct/0.43pct。总体来看，下游企业盈利水平压力小于中、上游企业。

表 14、军工行业上中下游毛利率、净利率中值 (%)

| 产业链 | 毛利率    |        |        |        |        | 净利率    |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|     | 2019H1 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 | 2019H1 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
| 上游  | 40.43  | 44.03  | 50.58  | 46.47  | 46.46  | 14.53  | 15.59  | 23.37  | 25.40  | 19.47  |
| 中游  | 44.42  | 43.54  | 43.29  | 41.38  | 38.24  | 11.77  | 13.72  | 13.37  | 9.80   | 9.69   |
| 下游  | 11.28  | 10.57  | 11.43  | 10.48  | 11.44  | 3.84   | 3.82   | 5.38   | 4.93   | 5.36   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

综合以上数据分析，随着“十四五”装备批产规模提升，阶梯降价、批次降价逐步成为常态，在制造业批量生产规模效应的产业规律驱动下，叠加降本增效举措的实施，相关企业利润率尽管略有下降但降幅有限，盈利水平保持相对稳定。价格问题本质上由供需格局决定，军工行业也不例外。从 2023H1 情况来看，企业盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关：供给有限的主机厂、单一来源采购企业毛利率、净利率整体相对稳定，而市场化程度较高的非军工集团企业毛利率、净利率

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

率降幅略大。

#### 2.4、2023H1 期间费率小幅增加，研发费用率持续提升

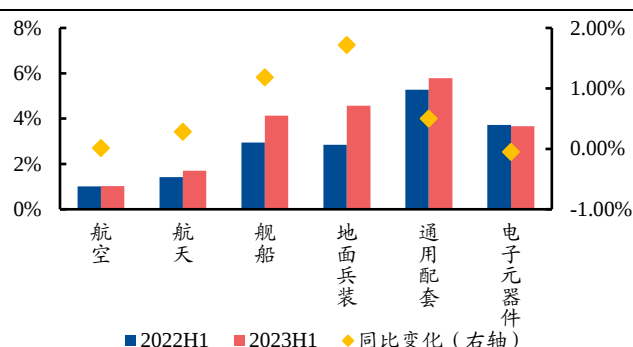
2023H1，103 个军工标的期间费用合计为 242.46 亿元，同比增长 20.27%，期间费用率为 12.24%，同比增加 0.55pct。其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用合计分别为 32.68 亿元、106.85 亿元、-7.31 亿元、110.24 亿元，同比分别增长 17.18%、增长 18.20%、减少 86.73%、增长 26.39%，占营业收入比重分别为 1.65%、5.39%、-0.37%、5.56%，分别同比增加 0.03pct、增加 0.15pct、减少 0.14pct、增加 0.51pct。

2023Q2，103 个军工标的期间费用合计为 131.75 亿元，同比增长 22.42%，期间费用率为 11.04%，同比增加 0.41pct。其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用合计分别为 17.02 亿元、56.79 亿元、-6.98 亿元、64.92 亿元，同比分别增长 20.01%、增长 23.95%、减少 51.90%、增长 24.33%，占营业收入比重分别为 1.43%、4.76%、-0.59%、5.44%，分别同比增加 0.03pct、增加 0.23pct、减少 0.13pct、增加 0.28pct。

航空领域中六家主机厂（中直股份、中航西飞、中航沈飞、航发动力、航发科技、洪都航空）2023H1 研发费用分别为 2.11、0.64、4.09、2.49、0.50、0.27 亿元，分别同比变化+71.65%、-50.95%、+0.64%、-7.81%、+38.26%、+39.04%，合计 10.10 亿元，同比增长 2.44%，占合计营收的 1.35%，同比减少 0.18pct；2023Q2 研发费用分别为 1.45、0.39、2.60、1.81、0.18、0.18 亿元，分别同比变化+32.76%、-36.20%、-26.73%、-10.67%、+29.76%、+73.63%，合计 6.61 亿元，同比减少 12.10%，占营收的 1.40%，同比减少 0.47pct。

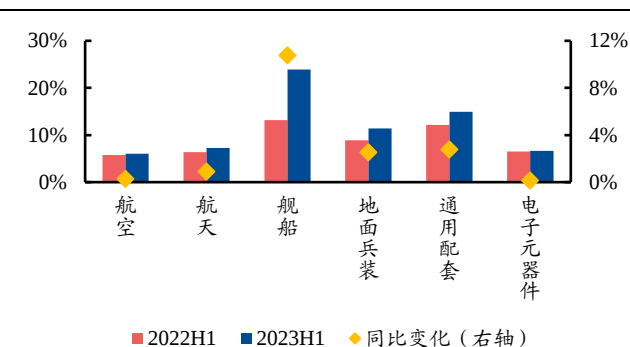
航空领域中四家中上游配套企业（中航电子、中航高科、中航重机、中航光电）研发费用率持续提升：2023H1 研发费用分别为 11.37、0.67、3.45、9.47 亿元，分别同比变化+196.66%、+58.20%、+149.18%、+28.76%，合计 24.96 亿元，同比增长 92.09%，占合计营收的 7.64%，同比增加 1.38pct；2023Q2 研发费用分别为 9.17、0.35、2.31、5.20 亿元，分别同比变化+328.84%、+16.52%、+183.65%、+19.34%，合计 17.04 亿元，同比增长 123.75%，占营收的 8.02%，同比增加 1.23pct。

图 8、2022H1-2023H1 细分领域销售费用率及同比变化



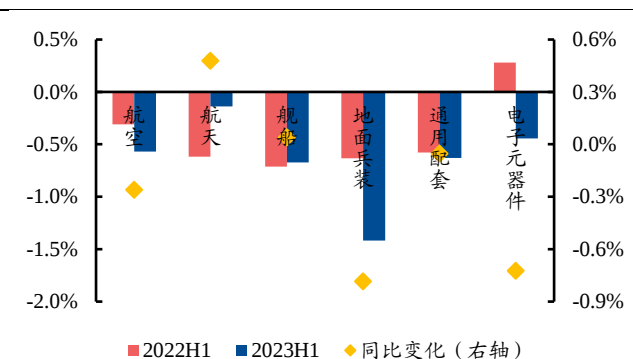
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2022H1-2023H1 细分领域管理费用率及同比变化



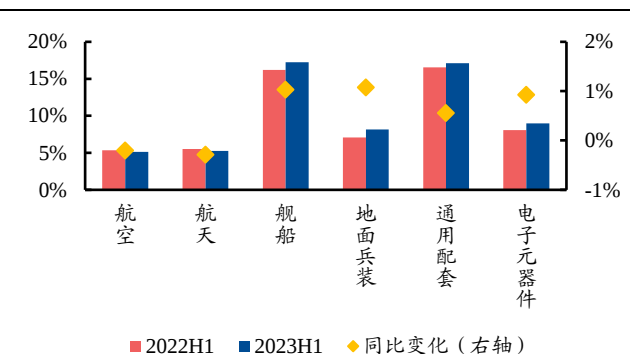
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2022H1-2023H1 细分领域财务费用率及同比变化



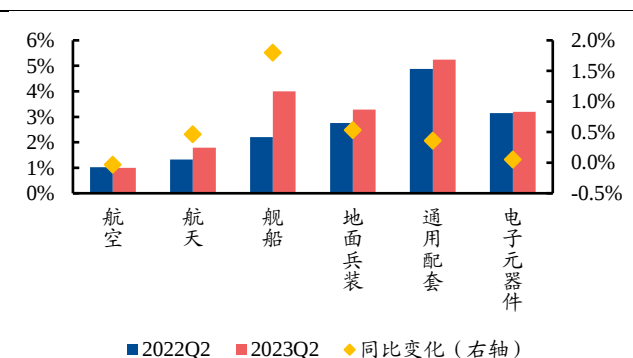
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、2022H1-2023H1 细分领域研发费用率及同比变化



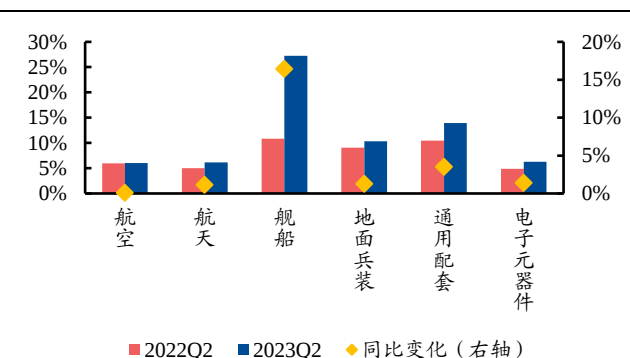
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2023Q2 细分领域销售费用率及同比变化



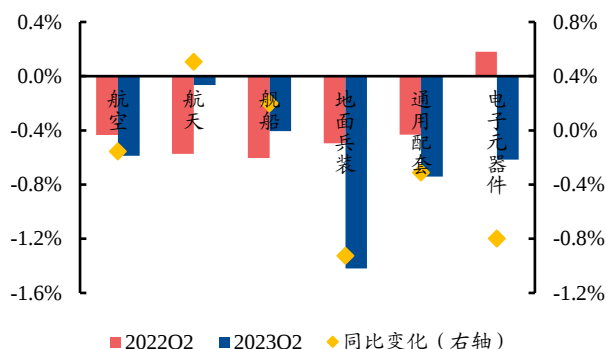
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2023Q2 细分领域管理费用率及同比变化



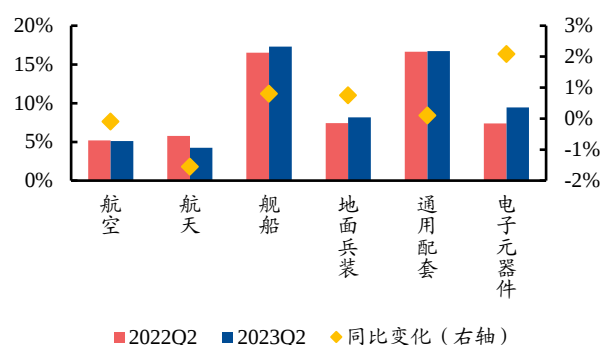
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2023Q2 细分领域财务费用率及同比变化



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2023Q2 细分领域研发费用率及同比变化



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2023H1，103 个军工标的的研发费用率中值为 9.19%，同比增加 1.80pct；66 个非军工集团旗下上市公司研发费用率中值为 10.45%，同比增加 1.17pct；37 个军工集团旗下上市公司研发费用率中值为 6.17%，同比增加 0.60pct；18 个单一来源采购为主的军工标的的研发费用率中值为 2.88%，同比增加 0.10pct；10 个主机厂研发费用率中值为 2.13%，同比增加 0.13pct。

2023Q2，103 个军工标的的研发费用率中值为 9.19%，同比增加 1.61pct；66 个非军工集团旗下上市公司研发费用率中值为 10.80%，同比增加 1.12pct；37 个军工集团旗下上市公司研发费用率中值为 5.61%，同比减少 0.67pct；18 个单一来源采购为主的军工标的的研发费用率中值为 3.42%，同比增加 0.57pct；10 个主机厂研发费用率中值为 1.92%，同比减少 0.24pct。

表 15、军工标的的近 4 年来上半年研发费用率中值 (%)

|                | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 6.92%  | 7.29%  | 7.39%  | 9.19%  |
| 66个非军工集团标的     | 8.85%  | 8.71%  | 9.29%  | 10.45% |
| 37个军工集团标的      | 4.87%  | 5.36%  | 5.57%  | 6.17%  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 2.22%  | 2.94%  | 2.78%  | 2.88%  |
| 10个主机厂标的       | 1.15%  | 2.39%  | 2.00%  | 2.13%  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 16、军工标的的近 4 年来 Q2 研发费用率中值 (%)

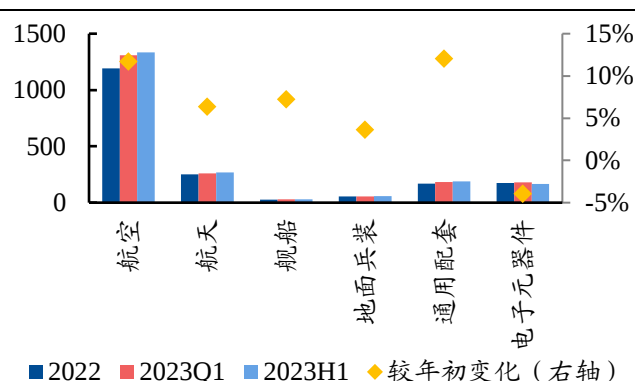
|                | 2020Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2023Q2 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 103个标的         | 6.01%  | 6.78%  | 7.58%  | 9.19%  |
| 66个非军工集团标的     | 8.16%  | 8.04%  | 9.68%  | 10.80% |
| 37个军工集团标的      | 4.49%  | 5.84%  | 6.27%  | 5.61%  |
| 18个单一来源采购为主的标的 | 2.10%  | 3.77%  | 2.84%  | 3.42%  |
| 10个主机厂标的       | 1.14%  | 2.09%  | 2.16%  | 1.92%  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.5、2023H1 末存货较年初增长

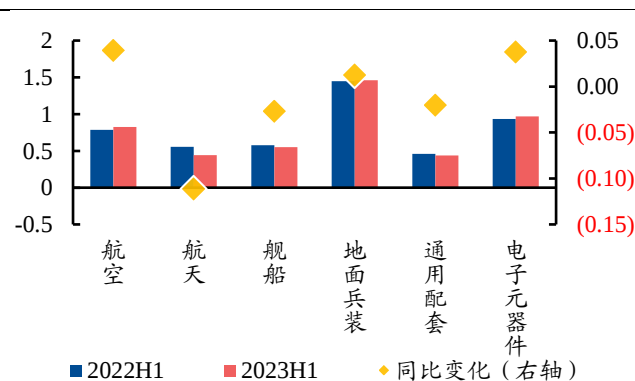
截至 2023H1 末，103 个军工标的存货合计为 2041.57 亿元，较 2022 年末增长 9.28%，同比增长 13.55%；存货周转率 0.77 次，同比增加 0.01 次，其中航空领域 0.83 次（同比增加 0.04 次，下同）、航天领域 0.44 次（减少 0.11 次）、舰船领域 0.55 次（减少 0.03 次）、地面兵装 1.46 次（增加 0.01 次）、通用配套 0.44 次（减少 0.02 次）、电子元器件 0.97 次（增加 0.04 次）。

图 16、细分领域存货（亿元）及 2023H1 末较年初变化



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、细分领域存货周转率及同比变化



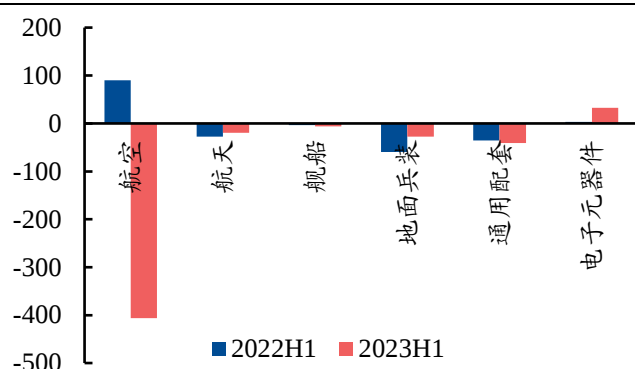
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.6、2023H1 经营性现金流量同比减少

2023H1，103 个军工标的经营活动产生的现金流量净额为-468.09 亿元，同比减少 434.98 亿元，其中航空领域-406.26 亿元（2022H1 为 90.09 亿元，同比减少 496.35 亿元，下同）、航天领域-19.61 亿元（-27.56 亿元，增加 7.95 亿元）、舰船领域-6.31 亿元（-3.78 亿元，减少 2.54 亿元）、地面兵装-27.27 亿元（-59.45 亿元，增加 32.19 亿元）、通用配套-41.20 亿元（-35.67 亿元，减少 5.52 亿元）、电子元器件 32.56 亿元（3.27 亿元，增加 29.29 亿元）；投资活动产生的现金流量净额为-142.27 亿元，同比增加 77.59 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 125.13 亿元，同比减少 11.33 亿元。

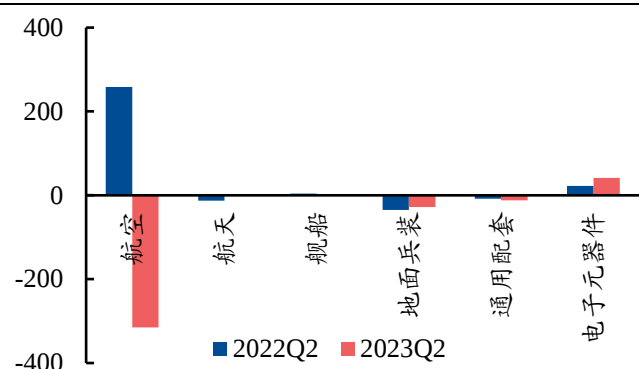
2023Q2，103 个军工标的经营活动产生的现金流量净额为-311.60 亿元，同比减少 541.01 亿元，其中航空领域-315.41 亿元（2022Q2 为 258.40 亿元，同比减少 573.82 亿元，下同）、航天领域 2.77 亿元（-12.59 亿元，增加 15.37 亿元）、舰船领域-0.39 亿元（3.90 亿元，减少 4.28 亿元）、地面兵装-28.18 亿元（-34.78 亿元，增加 6.60 亿元）、通用配套-11.66 亿元（-8.22 亿元，减少 3.44 亿元）、电子元器件 41.27 亿元（22.71 亿元，增加 18.56 亿元）；投资活动产生的现金流量净额为-23.46 亿元，同比增加 2.19 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 75.52 亿元，同比增加 71.33 亿元。

图 18、2022H1 和 2023H1 细分领域经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2022Q2 和 2023Q2 细分领域经营活动产生的现金流量净额(亿元)



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

航空领域中六家主机厂（中直股份、中航西飞、中航沈飞、航发动力、航发科技、洪都航空）2023H1 经营活动产生的现金流量净额分别为-11.52、-170.29、-94.74、-104.42、-5.85、-3.54 亿元，合计-390.35 亿元，同比减少 517.58 亿元。不考虑六家主机厂，航空领域剩余 34 家标的经营活动产生的现金流量净额为-15.91 亿元，同比增加 21.23 亿元。六家主机厂 2023Q2 经营活动产生的现金流量净额分别为-31.05、-102.39、-90.62、-114.71、-2.87、0.74 亿元，合计-340.89 亿元，同比减少 589.14 亿元。不考虑六家主机厂，航空领域剩余 34 家标的经营活动产生的现金流量净额为 25.47 亿元，同比增加 15.32 亿元。

表 17、六家主机厂经营活动产生的现金流量净额及同比变化（亿元）

|      | 经营性现金流 |         |         | Q2经营性现金流 |         |         |
|------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|
|      | 2022H1 | 2023H1  | 同比变化    | 2022Q2   | 2023Q2  | 同比变化    |
| 中直股份 | -23.83 | -11.52  | 12.32   | -8.45    | -31.05  | -22.59  |
| 中航西飞 | 324.69 | -170.29 | -494.98 | 365.52   | -102.39 | -467.91 |
| 中航沈飞 | -74.92 | -94.74  | -19.83  | -50.31   | -90.62  | -40.31  |
| 航发动力 | -94.26 | -104.42 | -10.16  | -57.82   | -114.71 | -56.89  |
| 航发科技 | -3.44  | -5.85   | -2.41   | -3.24    | -2.87   | 0.37    |
| 洪都航空 | -1.01  | -3.54   | -2.53   | 2.55     | 0.74    | -1.81   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.7、ROE 同比小幅降低

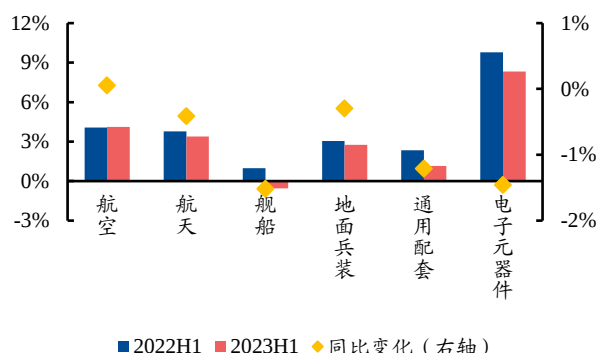
2023H1，103 个军工标的 ROE 为 4.15%，同比减少 0.38pct，其中航空领域 4.13%（同比+0.06pct，下同）、航天领域 3.38%（-0.41pct）、舰船领域-0.54%（-1.51pct）、地面兵装领域 2.76%（-0.29pct）、通用配套领域 1.15%（-1.21pct）、电子元器件领域 8.32%（-1.45pct）。

2023Q2，103 个军工标的 ROE 为 2.50%，同比减少 0.13pct，其中航空领域 2.56%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

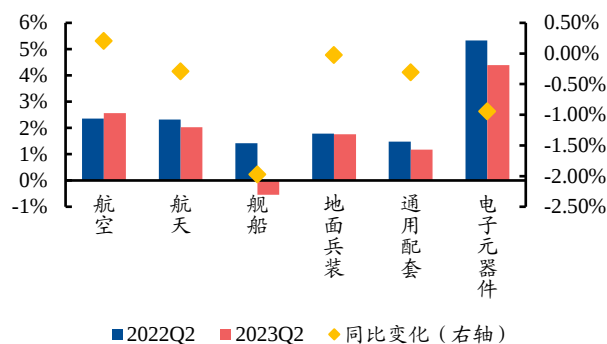
(同比+0.21pct、下同)、航天领域 2.03%(-0.29pct)、舰船领域-0.55%(-1.97pct)、地面兵装领域 1.75%(-0.02pct)、通用配套领域 1.17%(-0.30pct)、电子元器件领域 4.39%(-0.94pct)。

图 20、2023H1 细分领域 ROE 及同比变化



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2023Q2 细分领域 ROE 及同比变化



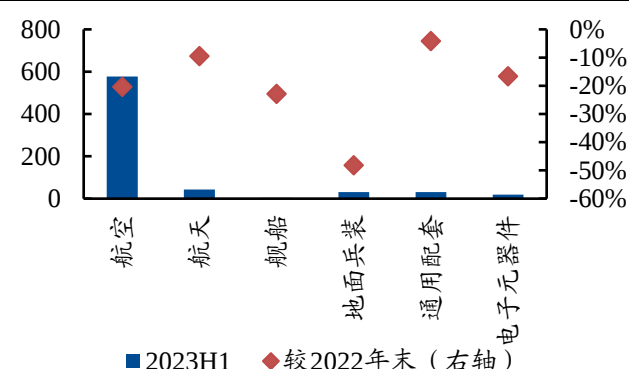
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.8、航空主机厂合同负债逐步消化

截至 2023H1，103 个军工标的合同负债（包括预收账款）之和为 705.99 亿元，较 2022 年末减少 20.92%；其中航空领域 577.28 亿元（较 2022 年末-20.30%，下同）、航天领域 43.56 亿元（-9.48%）、舰船领域 3.29 亿元（-22.85%）、地面兵装领域 31.39 亿元（-48.09%）、通用配套领域 31.67 亿元（-4.13%）、电子元器件领域 18.80 亿元（-16.62%）。

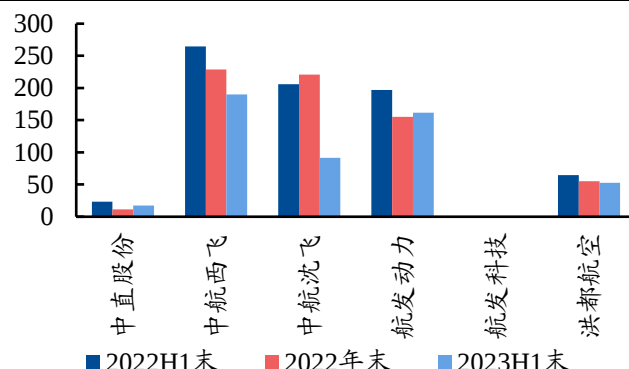
单独统计航空领域主机厂标的中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力、航发科技合同负债，6 家主机厂 2023H1 末合同负债合计 513.70 亿元，较 2022 年末减少 23.63%，占航空领域总金额 88.99%，其中中直股份 17.20 亿元（较 2022 年末+49.22%，下同）、中航西飞 190.02 亿元（-16.89%）、中航沈飞 91.39 亿元（-58.66%）、航发动力 161.75 亿元（+4.07%）、航发科技 0.83 亿元（+10.64%）、洪都航空 52.51 亿元（-4.88%）。

图 22、2023H1 末预收款项与合同负债（亿元）较年初变动



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、主机厂预收款项与合同负债（亿元）



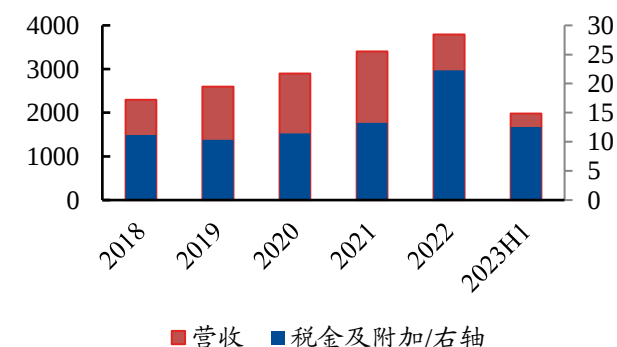
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.9、增值税政策影响逐步显现

据国光电气 2022 年年报：根据《财政部国家税务总局关于军品增值税政策的通知》（财税[2014]28 号）的有关规定，公司免缴涉及军品销售的增值税。根据财政部、国家税务总局联合下发的财税[2021]167 号文的有关规定，销售合同签订时间在 2022 年 1 月 1 日及以后的军品销售，不再享受免缴增值税的税收优惠。

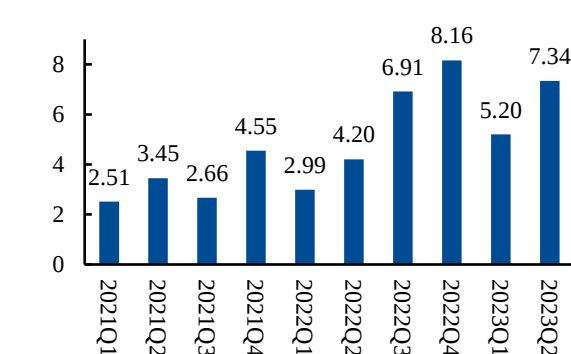
2023H1，103 个军工企业营收合计 1981.47 亿元，同比增长 14.87%；税金及附加（包含城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、印花税、房产税、城镇土地使用税等，其中前三者为增值税附加税，占比较重）合计 12.53 亿元，同比增长 74.34%，增速显著高于营收增速。分季度看，近 4 个季度以来，军工板块 103 个标的合计税金及附加整体同比呈大幅上升趋势，2023Q2 为 7.34 亿元，同比增长 74.61%。

图 24、近年来板块总营收与税金及附加（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、板块各季度税金及附加之和（亿元）



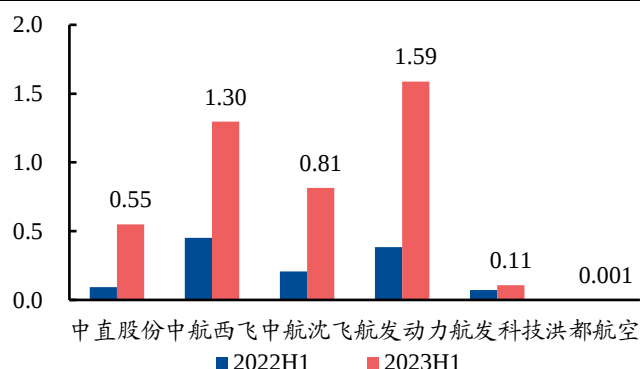
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

航空领域中六家主机厂（中直股份、中航西飞、中航沈飞、航发动力、航发科技、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

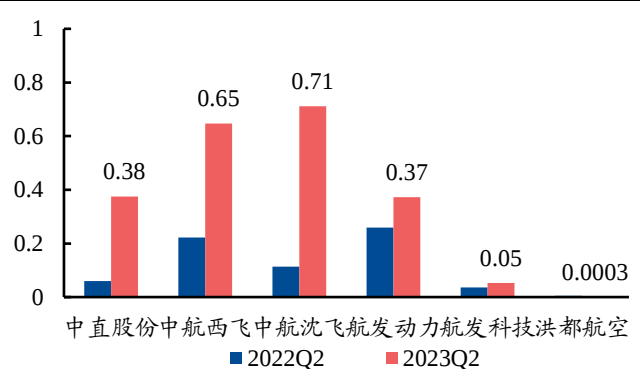
洪都航空) 2023H1 税金及附加分别为 0.55、1.30、0.81、1.59、0.11、0.001 亿元，分别同比+0.46、+0.84、+0.61、+1.20、+0.03、-0.005 亿元，合计 4.35 亿元，同比大幅增加 3.14 亿元，增幅 258.32%；2023Q2 税金及附加分别为 0.38、0.65、0.71、0.37、0.05、0.0003 亿元，分别同比 0.32、0.43、0.60、0.11、0.02、-0.005 亿元，合计 2.16 亿元，同比大幅增加 1.46 亿元，增幅 210.37%。

图 26、六家主机厂 2022H1 和 2023H1 年税金及附加（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

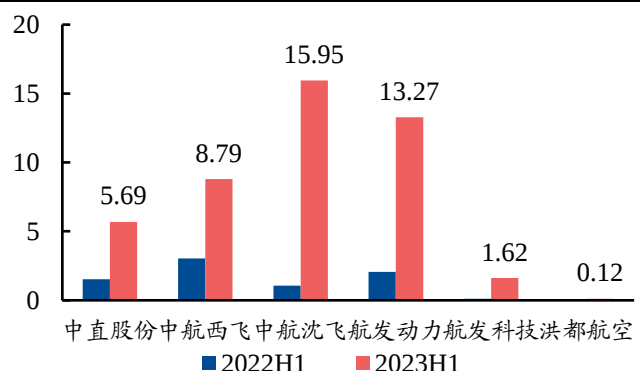
图 27、六家主机厂 2022Q2 和 2023Q2 税金及附加（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

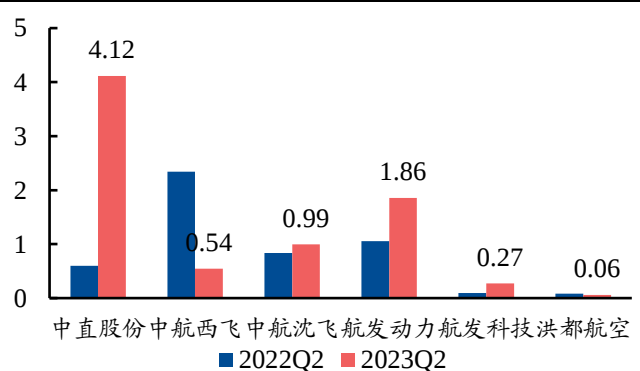
现金流量表显示，六家主机厂 2023H1 支付的各项税费分别为 5.69、8.79、15.95、13.27、1.62、0.12 亿元，分别同比+4.17、+5.76、+14.89、+11.20、+1.50、+0.04 亿元，合计 45.45 亿元，同比大幅增加 37.56 亿元，增幅 475.96%；2023Q2 支付的各项税费分别为 4.12、0.54、0.99、1.86、0.27、0.06 亿元，分别同比+3.52、-1.80、+0.16、+0.80、+0.18、-0.02 亿元，合计 7.84 亿元，同比增加 2.83 亿元，增幅 56.61%。

图 28、六家主机厂 2022H1 和 2023H1 支付的各项税费（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、六家主机厂 2022Q2 和 2023Q2 支付的各项税费（亿元）



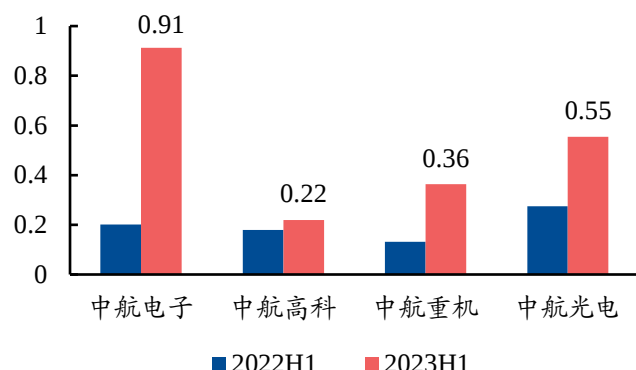
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

航空领域中四家中上游配套企业（中航电子、中航高科、中航重机、中航光电）2023H1 税金及附加分别为 0.91、0.22、0.36、0.55 亿元，分别同比+0.71、+0.04、+0.23、+0.28 亿元，合计 2.05 亿元，同比增加 1.26 亿元，增幅 160.65%；2023Q2 税金及附加分别为 0.79、0.14、0.23、0.31 亿元，分别同比+0.69、+0.03、+0.15、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

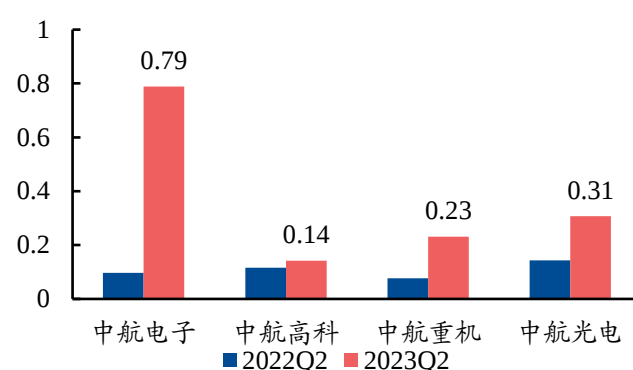
+0.16 亿元，合计 1.47 亿元，同比增加 1.04 亿元，增幅 239.55%。

图 30、四家中上游配套企业 2022H1 和 2023H1 税金及附加（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

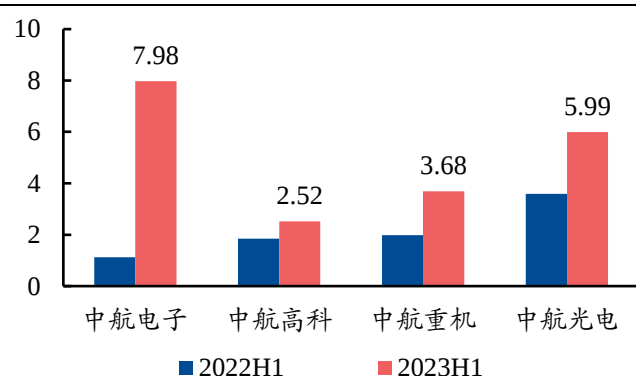
图 31、四家中上游配套企业 2022Q2 和 2023Q2 税金及附加（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

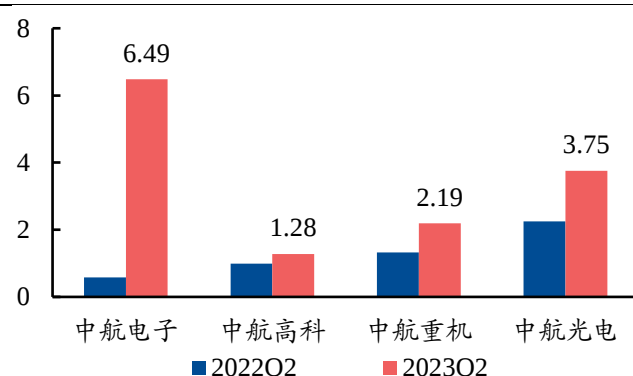
航空领域中四家中上游配套企业 2023H1 支付的各项税费分别为 7.98、2.52、3.68、5.99 亿元，分别同比+6.85、+0.67、+1.70、+2.40 亿元，合计 20.17 亿元，同比增加 11.62 亿元，增幅 135.84%；2023Q2 支付的各项税费分别为 6.49、1.28、2.19、3.75 亿元，分别同比+5.91、+0.29、+0.87、+1.50 亿元，合计 13.71 亿元，同比增加 8.57 亿元，增幅 166.95%。

图 32、四家中上游配套企业 2022H1 和 2023H1 支付的各项税费（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、四家中上游配套企业 2022Q2 和 2023Q2 支付的各项税费（亿元）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.10、在建工程再创新高，产能释放持续推进

军工板块 103 个标的在建工程近两年整体保持高位，截至 2023H1 末为 218.07 亿元，为近年最高水平。

表 18、细分方向在建工程（亿元）情况

|        | 2018H1 | 2018  | 2019H1 | 2019  | 2020H1 | 2020  | 2021H1 | 2021  | 2022H1 | 2022   | 2023H1 |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 航空     | 137.6  | 132.2 | 139.6  | 122.5 | 127.0  | 132.6 | 143.6  | 125.1 | 135.8  | 119.76 | 152.81 |
| 航天     | 12.2   | 14.5  | 14.6   | 10.1  | 11.3   | 11.3  | 11.6   | 15.1  | 12.3   | 9.95   | 10.85  |
| 舰船     | 2.0    | 4.0   | 1.2    | 2.3   | 3.8    | 7.1   | 4.4    | 5.2   | 5.3    | 6.51   | 7.71   |
| 地面兵装   | 4.5    | 4.9   | 5.2    | 5.9   | 6.5    | 5.6   | 6.9    | 7.9   | 9.0    | 10.78  | 9.30   |
| 通用配套   | 9.0    | 11.5  | 12.7   | 8.0   | 6.4    | 5.6   | 8.4    | 11.6  | 11.7   | 13.00  | 14.74  |
| 电子元器件  | 10.8   | 14.4  | 14.5   | 18.8  | 19.3   | 23.5  | 27.3   | 30.0  | 29.8   | 30.69  | 22.65  |
| 103个标的 | 176.1  | 181.5 | 187.8  | 167.6 | 174.4  | 185.7 | 202.2  | 195.0 | 203.9  | 190.69 | 218.07 |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年 4 月以来已有超过 70 家军工企业披露扩产再融资相关公告，从另一个维度反映了军工行业需求景气态势。

表 19、2020 年 4 月以来军工板块上市公司扩产、增资、再融资情况

| 公告日期     | 证券名称 | 方式          | 融资金额/<br>亿元 | 募投项目                                                                                         |
|----------|------|-------------|-------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20230809 | 中航沈飞 | 增发          | -           | 公司能力建设及日常经营                                                                                  |
| 20230802 | 晨曦航空 | 增发          | 2.06        | 直升机研发中心项目                                                                                    |
| 20230714 | 烽火电子 | 增发          | -           | 长岭科技 98.3950%股权                                                                              |
| 20230615 | 航宇科技 | 可转债         | 6.67        | 航空、航天用大型环锻件精密制造产业园建设项目和补充流动资金                                                                |
| 20230603 | 中航重机 | 增发          | 22.12       | 收购宏山锻造 80%股权项目；技术研究院建设项目；补充流动资金                                                              |
| 20230601 | 景嘉微  | 增发          | 42.01       | 高性能通用 GPU 芯片研发及产业化项目；通用 GPU 先进架构研发中心建设项目                                                     |
| 20230510 | 通达股份 | 增发          | 6.5         | 新能源特种线缆项目；补充流动资金                                                                             |
| 20230428 | 日发精机 | 增发          | 0.84        | 支付购买日发机床 24.52%股权交易中介费用及补充上市公司流动资金                                                           |
| 20230425 | 东华测试 | 增发          | 1.19        | 自定义测控分析系统项目、补充流动资金                                                                           |
| 20230316 | 海格通信 | 增发          | 20          | “北斗+5G” 通导融合研发产业化项目、无人信息产业基地项目、天枢研发中心建设暨卫星互联网研发项目                                            |
| 20230208 | 捷强装备 | 增发          |             | 拟向王启光、吴兆广、王静、钱龙刚、常军林、张静、向浩、张春雷、盛增理、陈高峰发行股份及支付现金购买其持有的卡迪诺科技 100%股权                            |
| 20230110 | 中直股份 | 增发          |             | 拟向中航科工发行股份购买其持有的昌飞集团 92.43%的股权、哈飞集团 80.79%的股权，拟向航空工业集团发行股份购买其持有的昌飞集团 7.57%的股权、哈飞集团 19.21%的股权 |
| 20221025 | 亚光科技 | 增发          | 6.8         | 亚光微电子研究院项目、补充流动资金及偿还银行贷款                                                                     |
| 20221029 | 菲利华  | 增发          | 3           | 半导体用石英玻璃材料扩产项目、新材料研发项目和补充流动资金                                                                |
| 20220924 | 天海防务 | 增发          | 8           | 智能无人特种船艇研制项目、智能无人系统研发中心、智能无人特种两栖气垫船、长航时中大型 UUV、综合电子防御无人艇、多功能海上新能源作业船项目、绿色低碳智能航运项目、补充流动资金     |
| 20220907 | 西仪股份 | 增发          | 49.65       | 建设工业 100%股权                                                                                  |
| 20220902 | 旋极信息 | 增发          | 12          | 补充流动资金                                                                                       |
| 20220830 | 铂力特  | 增发          | 31.09       | 金属增材制造大规模智能生产基地项目（25.09 亿元）和补充流动资金                                                           |
| 20220728 | 航宇科技 | 增发          | 1.5         | 补充流动资金                                                                                       |
| 20220726 | 盛路通信 | 增发          | 7           | 新型微波、毫米波组件系统研发生产中心建设项目（2 亿元）和补充流动资金                                                          |
| 20220709 | 三角防务 | 增发          | 20.46       | 航空精密模锻产业深化提升项目（3.25 亿元）、航空发动机叶片精锻项目（5.26 亿元）、航空数字化集成中心项目（7.07 亿元）和补充流动资金                     |
| 20220630 | 泰和新材 | 增发          | 29.87       | 对位芳纶产业化项目（17.58 亿元）、间位芳纶产业化项目（7.46 亿元）和补充流动资金                                                |
| 20220608 | 亚光科技 | 增发          | 6.73        | 微电子研究院建设项目（1.55 亿元）、补充流动资金及偿还银行贷款                                                            |
| 20220520 | 通光线缆 | 增发          | 7.8         | 高端海洋装备能源系统项目；补充流动资金                                                                          |
| 20220506 | 航天电子 | 增发          | 41.36       | 智能无人系统装备产业化（8.35 亿元）、智能电子及卫星通信产品产业化（13 亿元）、惯性导航系统装备产业化（11.01 亿元）和补充流动资金                      |
| 20220430 | 中航沈飞 | 现金收购、<br>增资 | 3.57        | 以 1.57 亿元现金收购吉航公司 60%股权，以现金向吉航公司增资 2.00 亿元                                                   |
| 20220429 | 新余国科 | 自筹资金        | 0.63        | 特种器材生产线建设项目（0.63 亿元）                                                                         |
| 20220429 | 振华科技 | 自有资金        | 0.18        | 增资嘉兴奥罗拉电子科技有限公司（0.18 亿元）                                                                     |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

|          |      |             |       |                                                                                                                                    |
|----------|------|-------------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20220427 | 振华科技 | 增发          | 25.18 | 半导体功率器件产能提升项目（7.90 亿元）、混合集成电路柔性智能制造能力提升项目（7.20 亿元）、新型阻容元件生产线建设项目（1.40 亿元）、继电器及控制组件数智化生产线建设项目（3.80 亿元）、开关及显控组件研发与产业化能力建设项目（2.88 亿元） |
| 20220423 | 钢研高纳 | 自有资金        | 0.75  | 出资 0.75 亿元合资设立西安钢研高纳航空部件有限公司                                                                                                       |
| 20220423 | 航发动力 | 设备资产、无形资产作价 | 0.35  | 出资 0.35 亿元合资设立西安钢研高纳航空部件有限公司                                                                                                       |
| 20220414 | 西部超导 | 自有资金        | 0.11  | 认购优耐特新增的注册资本 600 万元，优耐特将加大对装备制造产业的投资，扩充当前产能瓶颈，增强研发设计能力，促进装备制造更加专精特新，向高端装备制造工程设计及工程总包等方向延伸                                          |
| 20220412 | 光威复材 | 自有资金        | 0.33  | 收购北京蓝科 100% 的股权                                                                                                                    |
| 20220408 | 长城军工 | 自有资金        | 0.50  | 向子公司红星机电增资 0.50 亿元                                                                                                                 |
| 20220407 | 中国长城 | 自有资金        | 8.00  | 出资 8.00 亿元与中国软件、麒麟软件等共同设立中国电子信创产业有限合伙企业                                                                                            |
| 20220402 | 航天长峰 | 增发          | 3.25  | 储能电源验证能力建设项目（0.64 亿元）、国产化高功率密度模块电源研制生产能力提升项目（0.98 亿元）、基于人工智能的一体化边防侦测装备研制和系统平台研发及产业化项目（0.64 亿元）、定制化红外热像仪研发能力项目（0.69 亿元）             |
| 20220402 | 杰赛科技 | 自筹、贷款       | 5.90  | 杰赛科技珠海通信产业园二期项目（5.90 亿元）                                                                                                           |
| 20220330 | 天和防务 | 自筹          | 5.00  | 全资子公司投资建设无线通讯专用微波旋磁铁氧体及介质陶瓷材料项目（第一期 1.20 亿元，第二期 3.80 亿元）                                                                           |
| 20200326 | 派克新材 | 增发          | 17.00 | 航空航天用特种合金结构件智能生产线建设项目（15.00 亿元）                                                                                                    |
| 20220321 | 抚顺特钢 | 自有资金        | 10.76 | 进一步提升军品产能技术改造项目（1.50 亿元）、连轧厂提升产能技术改造项目（2.17 亿元）、第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造项目（0.85 亿元）、第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造项目（1.04 亿元）、其他（1.01 亿元）       |
| 20220319 | 广联航空 | 自筹资金        | 2.00  | 成都航新航空产业加工制造基地项目（2.00 亿元）                                                                                                          |
| 20220319 | 航天电子 | 子公司股权及现金    | 4.16  | 航天时代公司、时代远望公司、航天投资公司拟共同对航天飞鸿公司增资，推动公司无人系统产业的高质量发展，加快打造无人系统产业链链长（4.16 亿元）                                                           |
| 20220318 | 观想科技 | 自有资金        | 0.51  | 出资 0.51 亿元设立合资公司观想新芯材料科技有限公司                                                                                                       |
| 20220318 | 观想科技 | 自有资金        | 0.50  | 出资 0.50 亿元设立合资公司四川观想传感科技有限公司                                                                                                       |
| 20220219 | 振华科技 | 自有资金        | 0.24  | 子公司振华云科实施电子陶瓷材料厂房建设项目（0.24 亿元）                                                                                                     |
| 20220218 | 海格通信 | 自有资金        | 9.00  | 设立广州海格天腾产业发展有限公司（9.00 亿元）                                                                                                          |
| 20220214 | 睿创微纳 | 可转债         | 16.40 | 红外热成像整机项目（11.00 亿元）、艾睿光电红外热成像整机项目（8.00 亿元）、合肥英睿红外热成像终端产品项目（3.00 亿元）、智能光电传感器研发中试平台（9.00 亿元）                                         |
| 20220210 | 景嘉微  | 自有资金        | 0.68  | 全资子公司长沙潜之龙向上海埃威航空电子有限公司增资 0.68 亿元                                                                                                  |
| 20220208 | 航天电子 | 子公司非货币资产    | 0.85  | 子公司航天飞鸿公司以非货币财产增资人民币 0.85 亿元增资航天时代飞鹏                                                                                               |
| 20220128 | 新雷能  | 增发          | 15.81 | 特种电源扩产项目（9.49 亿元）、高可靠性 SiP 功率微系统产品产业化项目（1.67 亿元）、5G 通信及服务器电源扩产项目（1.13 亿元）、研发中心建设项目（1.97 亿元）                                        |
| 20220228 | 中科星图 | 自有资金        | 1.89  | 向子公司航天开源增资 1.89 亿元                                                                                                                 |
| 20220125 | 湘电股份 | 增发          | 30.00 | 车载特种发射装备系统系列化研制及产业化建设（12 亿元）、轨道交通高效牵引系统及节能装备系列化研制和产业化建设（3.91 亿元）                                                                   |
| 20220120 | 中天火箭 | 可转债         | 4.95  | 大尺寸热场材料生产线产能提升建设项目二期（2.63 亿元）、军品生产能力条件补充建设项目（1.29 亿元）                                                                              |
| 20220111 | 富吉瑞  | 自有资金或自筹资金   | 0.05  | 投资北方广微 0.05 亿元                                                                                                                     |
| 20220107 | 星网宇达 | 增发          | 7.50  | 无人机产业化项目（3.70 亿元）、无人机系统研究院项目（2.75 亿元）                                                                                              |
| 20221223 | 光威复材 | 自有资金        | 0.70  | 增资（0.70 亿元）威海光威                                                                                                                    |
| 20211223 | 广东宏大 | 自有资金        | 0.40  | 出资 0.4 亿元合资设立军工集团                                                                                                                  |
| 20211223 | 海格通信 | 自有资金        | 0.50  | 出资 0.5 亿元设立北斗产业公司                                                                                                                  |
| 20211118 | 图南股份 | 自筹资金        | 1.60  | 通过全资子公司沈阳图南投资建设航空用中小零部件自动化加工生产线建设项目（1.60 亿元）                                                                                       |
| 20211211 | 中航电子 | 增资扩股        | 5.00  | 子公司凯天电子引入投资者增资扩股 5.00 亿元                                                                                                           |
| 20211207 | 三角防务 | 自有资金或自筹资金   | 1.56  | 航空零部件特种工艺能力建设项目（1.56 亿元）                                                                                                           |
| 20211206 | 广联航空 | 自筹资金        | 1.40  | 向子公司西安广联增资 1.40 亿元                                                                                                                 |
| 20211025 | 振华科技 | 自有资金、贷款     | 1.60  | 子公司江苏新云片式电容器生产线技术改造项目（1.60 亿元）                                                                                                     |
| 20210930 | 捷强装备 | 自有资金或自筹资金   | 5.00  | 军民两用制造中心（5.00 亿元）                                                                                                                  |
| 20210925 | 智明达  | 自有资金        | 1.77  | 出资 1.77 亿元收购铭科思微 34.99% 股权                                                                                                         |
| 20210828 | 中简科技 | 增发          | 20.00 | 高性能碳纤维及织物产品项目（18.67 亿元）                                                                                                            |
| 20210827 | 迈信林  | 自有资金或自筹资金   | 2.00  | 投资 2.00 亿元设立江苏蓝天机电有限公司                                                                                                             |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

|          |      |           |       |                                                                                                                                                                                                               |
|----------|------|-----------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20210826 | 雷科防务 | 自有资金      | 0.50  | 投资设立全资子公司暨公司毫米波技术先进应用中心（0.50 亿元）                                                                                                                                                                              |
| 20210811 | 长城军工 | 增发        | 6.93  | 高能制导弹药生产能力建设项目（1.40 亿元）、低成本自寻的火箭生产能力建设项目（1.16 亿元）、新型火工品生产能力建设项目（1.42 亿元）、新型航空子弹药科研生产能力建设项目（1.40 亿元）、无人智能飞行器研制项目（0.66 亿元）、超高强度预应力锚固体系研发条件建设项目（0.35 亿元）                                                         |
| 20210708 | 中航电测 | 自有资金      | 2.80  | 向全资子公司西航中航电测仪器增资 2.80 亿元                                                                                                                                                                                      |
| 20210723 | 铂力特  | 自筹资金      | 20.00 | 金属增材制造产业创新能力建设项目（20.00 亿元）                                                                                                                                                                                    |
| 20210710 | 中航光电 | 增发        | 34.00 | 中航光电（广东）有限公司华南产业基地项目（22.55 亿元）；中航光电基础器件产业园项目（一期）（16.73 亿元）                                                                                                                                                    |
| 20210709 | 西部超导 | 增发        | 20.13 | 航空航天用高性能金属材料产业化项目（9.71 亿元）、高性能超导线材产业化项目（1.01 亿元）、超导创新研究院项目（2.30 亿元）、超导产业创新中心（3.73 亿元）                                                                                                                         |
| 20210607 | 宏达电子 | 增发        | 10.00 | 微波电子元件生产基地建设项目（6.20 亿元）、研发中心建设项目（1.80 亿元）                                                                                                                                                                     |
| 20210529 | 中航电测 | 子公司挂牌     | 2.17  | 子公司北京优材百慕航空器材有限公司拟通过公开挂牌方式增资，融资规模不超过 2.17 亿元                                                                                                                                                                  |
| 20210427 | 国睿科技 | 未分配利润     | 0.29  | 向子公司国睿信维增资 0.29 亿元                                                                                                                                                                                            |
| 20210331 | 抚顺特钢 | 自有资金      | 6.88  | 新建提升公司产能及产品质量的技术改造项目（6.14 亿元）、新建节能环保技术改造项目（0.74 亿元）                                                                                                                                                           |
| 20210317 | 苏试试验 | 增发        | 6.00  | 实验室网络扩建项目（4.50 亿元）                                                                                                                                                                                            |
| 20210202 | 航天电器 | 增发        | 14.66 | 特种连接器、特种继电器产业化建设项目（2.80 亿元）、年产 153 万只新基建用光模块项目（1.12 亿元）、年产 3976.2 万只新基建等领域用连接器产业化建设项目（3.95 亿元）、贵州林泉微特电机产业化建设项目（1.98 亿元）、收购航天林泉经营性资产（3.66 亿元）                                                                  |
| 20210116 | 中航重机 | 增发        | 19.10 | 航空精密模锻产业转型升级项目（8.05 亿元）、特种材料等温锻造生产线建设项目（6.4 亿元）                                                                                                                                                               |
| 20210108 | 金信诺  | 增发        | 6.00  | 信丰金信诺安泰诺高新技术有限公司年产 168 万平方米多层线路板（新增 108 万平米）智能工厂改扩建项目（12.00 亿元）                                                                                                                                               |
| 20201231 | 航发控制 | 增发        | 34.70 | 航空发动机控制系统科研生产平台能力建设项目（8.47 亿元）、中国航发北京航科发动机控制系统科技有限公司轴浆发动机控制系统能力保障项目（4.14 亿元）、中国航发红林航空动力控制产品产能提升项目（5.18 亿元）、中国航发长春控制科技有限公司四个专业核心产品能力提升建设项目（4.46 亿元）、航空发动机控制技术衍生新产业生产能力建设项目（4.40 亿元）、现金收购中国航发西控机器设备等资产（1.96 亿元） |
| 20201226 | 全信股份 | 增发        | 3.20  | 航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目（1.12 亿元）、综合线束及光电系统集成产品生产项目（0.9 亿元）、FC 光纤总线系列产品生产项目（0.26 亿元）、                                                                                                                         |
| 20201223 | 航天发展 | 自有资金及股权作价 | 12.70 | 出资 12.70 亿元合资投资设立航天新通科技有限公司                                                                                                                                                                                   |
| 20201202 | 华力创通 | 增发        | 3.30  | 北斗+5G 融合终端基带芯片研发及产业化项目（1.76 亿元）、北斗机载终端及地面数据系统研发及产业化项目（1.22 亿元）                                                                                                                                                |
| 20201130 | 华伍股份 | 增发        | 6.00  | 航空装备和航空零部件研发制造基地（3.60 亿元）、年产 3,000 台起重机新型智能起重小车新建项目（1.10 亿元）                                                                                                                                                  |
| 20201112 | 中国长城 | 增发        | 40.00 | 国产高性能计算机及服务器核心技术研发及产能提升项目（36.63 亿元）、信息及新能源基础设施建设类项目（18.38 亿元）、高新电子创新应用类项目（4.43 亿元）                                                                                                                            |
| 20201015 | 神剑股份 | 增发        | 6.50  | 复合材料零部件生产基地项目（4.00 亿元）、钣金零部件生产线技改项目（1.70 亿元）                                                                                                                                                                  |
| 20200930 | 高德红外 | 增发        | 25.00 | 新一代自主红外芯片研发及产业化项目（10.00 亿元）、晶圆级封装红外探测器芯片研发及产业化项目（8.75 亿元）、面向新基建领域的红外温度传感器扩产项目（2.28 亿元）                                                                                                                        |
| 20200930 | 爱乐达  | 增发        | 5.00  | 航空零部件智能制造中心（4.40 亿元）                                                                                                                                                                                          |
| 20200915 | 上海瀚讯 | 增发        | 10.00 | 研发基地建设项目（7.70 亿元）、5G 小基站设备研发及产业化项目（3.64 亿元）                                                                                                                                                                   |
| 20200701 | 大立科技 | 增发        | 9.70  | 全自动红外测温仪扩建项目（0.94 亿元）、年产 30 万只红外温度成像传感器产业化建设项目（2.27 亿元）、研发及实验中心建设项目（1.45 亿元）、光电吊舱开发及产业化项目（2.58 亿元）                                                                                                            |
| 20200610 | 三角防务 | 可转债       | 12.80 | 先进航空零部件智能互联制造基地项目（12.80 亿元）                                                                                                                                                                                   |
| 20200525 | 火炬电子 | 可转债       | 6.00  | 小体积薄介质陶瓷电容器高技术产业化项目（5.55 亿元）                                                                                                                                                                                  |
| 20200418 | 西部材料 | 定增        | 7.85  | 高性能低成本钛合金材料生产线技术改造项目（4.85 亿元）；西部材料联合技术中心建设项目（0.65 亿元）                                                                                                                                                         |

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、重点细分赛道分析

#### 3.1、航空发动机产业链：需求持续强劲

据解放军报，空军 2019 年 10 月 13 日对外公布实战化训练新品牌——“擎电”，以“红剑”“蓝盾”“金头盔”“金飞镖”和“擎电”等为代表的空军实战化训练体系，将有望加大空军实战化训练强度，成为空军战略转型的具体抓手和强大引擎。

航空发动机使用寿命通常以飞行小时作为单位，飞行小时达到特定数额后需要进行专检、大修或是更换发动机。据《俄罗斯第四代航空发动机的发展》，由俄罗斯“土星”公司设计的 AL-41F-1S 发动机使用寿命约 4000 小时，首翻期寿命和大修间隔寿命均为 1000 小时。据中国国防科技信息网 2015 年 6 月报道，普惠公司 F135 发动机在美国空军阿诺德工程发展中心(AEDC)进行加速任务试车(AMT)期间成功验证了全寿命期工作能力。经过 10 个月的测试，F135 发动机完成 5200 个总累计循环(TAC)，期间无需对涡轮进行维护，相当于实际使用 7 年以上，或 F-35 战斗机执行 1200 次任务。据海军航空工程学院《基于单元体的军用航空发动机寿命控制和管理》，某型发动机机匣、压气机转子、涡轮、齿轮箱等关键单元体大修寿命在 700-2000 小时之间。当前我国航空发动机使用寿命暂时低于国际先进水平。

据《航空维修与工程》期刊 2015 年第 10 期，我国军用航空发动机维修服务主要由军用航空发动机制造企业、维修企业与部队承担，未来，制造企业和维修企业会深入地与部队维护工作融合，并逐步承担原本由部队承担的部分维护工作，提供类似于民航维修企业航空发动机在翼维修服务。因此，随着我军加强实战化训练力度，军机发动机换发和维修需求有望快速提升。未来 5 年，发动机产品更新率料将显著高于飞机整机，横向比较飞机整机，航空发动机产业需求持续性强、进入壁垒高，整机及系统供应商航发动力、航发控制、航发科技，锻铸件供应商航宇科技、派克新材、中航重机、航亚科技，材料供应商抚顺特钢、图南股份、钢研高纳等有望获得估值溢价。

此外，民用航空发动机领域虽然短期仍被国外垄断，但长期海量市场可期。据工信部网站，由中国航发商用航空发动机有限责任公司（商发公司）自主研发的 CJ-1000（长江-1000）已于 2018 年成功点火。据环球网，在 2017 中国 500 强企业高峰论坛之“轻量化材料产业发展论坛”上，中国科学院院士、中国航发航材院研究员表示，将来 C919 可能要用的 CJ-1000 发动机正在研制之中，相信将来总有一天要取代国外买来的发动机。

#### 航空发动机上游企业增速出现分化，军品需求持续饱满

航空发动机产业链上游典型标的包括原材料业务占比较高的抚顺特钢、钢研高纳、图南股份、宝钛股份和华秦科技。5 家公司 2023H1 营收增速中值为 28.36%，

2023Q2 营收增速中值为 36.36%。

航空发动机上游重点标的原材料成本略有回落,但压力尚未消除,5 家公司 2023H1 毛利率变化中值为-0.21pct。据抚顺特钢 2023 年半年报,公司主要原材料价格虽然在 2023 年第二季度有所下降,但上半年平均价格仍保持较高水平,公司在成本端还面临一定压力。

表 20、航空发动机原材料重点标的半年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 |
| 钢研高纳 | 6.68   | 8.30   | 24.12%       | 11.41  | 37.53%       | 14.65  | 28.36%       | 29.88%              | 35.38  | 32.34  | (3.04)       | 27.81  | (4.54)       | 28.68  | (0.87)       |
| 图南股份 | 2.56   | 3.47   | 35.67%       | 4.61   | 32.77%       | 6.90   | 49.49%       | 39.12%              | 28.66  | 39.57  | 10.91        | 36.36  | (3.21)       | 37.21  | (0.86)       |
| 抚顺特钢 | 31.07  | 37.69  | 21.29%       | 38.15  | 1.24%        | 42.21  | 10.62%       | 10.75%              | 16.99  | 20.52  | 3.53         | 14.86  | (3.66)       | 11.83  | (3.03)       |
| 宝钛股份 | 20.38  | 28.40  | 39.41%       | 33.78  | 18.92%       | 37.09  | 9.81%        | 22.10%              | 22.34  | 21.07  | (3.27)       | 24.23  | 3.16         | 22.61  | (3.62)       |
| 华秦科技 |        | 1.97   |              | 2.70   | 37.29%       | 3.82   | 41.25%       | 39.25%              |        | 57.61  |              | 58.28  | 0.67         | 58.07  | (0.21)       |
| 中位数  |        |        |              |        | 32.77%       |        | 28.36%       | 29.88%              |        |        | 13           |        | (3.21)       |        | (0.21)       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 21、航空发动机原材料重点标的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2020Q2年化 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 钢研高纳 | 4.24   | 4.80   | 13.08%       | 6.19   | 29.00%       | 8.44   | 36.36%       | 25.76%              | 33.99  | 32.28  | (1.71)       | 26.77  | (5.51)       | 28.77  | 2.00         |
| 图南股份 | 1.55   | 1.98   | 28.32%       | 2.49   | 57.72%       | 3.59   | 38.6%        | 32.40%              | 30.71  | 41.40  | 10.70        | 38.34  | (3.06)       | 37.21  | (1.14)       |
| 抚顺特钢 | 16.65  | 19.65  | 18.01%       | 19.93  | 1.42%        | 22.12  | 10.97%       | 9.92%               | 16.83  | 24.02  | 7.19         | 13.99  | (10.03)      | 12.57  | (1.42)       |
| 宝钛股份 | 10.17  | 16.24  | 59.68%       | 17.94  | 10.48%       | 18.34  | 2.24%        | 21.73%              | 25.81  | 20.60  | (5.22)       | 24.08  | 3.48         | 26.76  | 2.68         |
| 华秦科技 |        | 1.50   |              | 1.28   | (14.58%)     | 1.95   | 2.23%        | 14.03%              |        | 56.25  |              | 57.65  | 1.40         | 56.98  | (0.66)       |
| 中位数  |        |        | 23.17%       |        | 10.48%       |        | 36.36%       | 21.73%              |        |        | 2.74         |        | (3.06)       |        | (0.66)       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

### 中游营收增速维持高位

产业链中游锻造企业也显著受益于产业需求加速,代表企业有:中航重机、派克新材、航宇科技等。3 家公司营收增速中值从 2021H1 的 39.84%提升至 2023H1 的 57.53%; 其中中航重机增速相对较低,军品业务占比较高、航空发动机利润占比较高、新型号营收占比较高的派克新材、航宇科技增速较高。

表 22、航空发动机中游锻造重点标的半年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 |
| 中航重机 | 32.63  | 44.32  | 35.80%       | 50.77  | 14.57%       | 55.04  | 8.41%        | 19.04%              | 28.87  | 27.55  | (1.32)       | 28.74  | 1.19         | 34.45  | 5.72         |
| 派克新材 | 4.20   | 7.64   | 82.14%       | 12.57  | 64.56%       | 19.81  | 57.53%       | 67.76%              | 28.73  | 29.29  | 0.56         | 26.98  | (2.32)       | 26.72  | (0.26)       |
| 航宇科技 | 2.87   | 4.02   | 39.84%       | 6.23   | 55.09%       | 11.83  | 89.73%       | 60.24%              | 28.24  | 31.50  | 3.26         | 34.48  | 2.98         | 29.17  | (5.31)       |
| 中位数  |        |        | 39.84%       |        | 55.09%       |        | 57.53%       | 60.24%              |        |        | 0.56         |        | 1.19         |        | (0.26)       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 23、航空发动机中游锻造重点标的毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元）

|      | 毛利     |        |              |        |              |        |              | 期间费用率  |        |        |        | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 |
| 中航重机 | 9.42   | 12.21  | 29.58%       | 14.59  | 19.52%       | 18.96  | 29.97%       | 13.14% | 11.08% | 8.94%  | 13.11% | 1.20   | 2.70   | 125.42%      | 5.60   | 107.44%      | 7.77   | 38.75%       |
| 派克新材 | 1.21   | 2.24   | 85.68%       | 3.39   | 51.54%       | 5.29   | 56.03%       | 9.92%  | 10.09% | 7.79%  | 7.34%  | 0.69   | 1.26   | 81.68%       | 2.29   | 81.68%       | 2.98   | 30.04%       |
| 航宇科技 | 0.81   | 1.27   | 55.98%       | 2.15   | 69.77%       | 3.45   | 60.52%       | 15.36% | 13.09% | 14.29% | 12.78% | 0.31   | 0.62   | 102.82%      | 0.94   | 51.27%       | 1.16   | 23.69%       |
| 中位数  |        |        | 55.98%       |        | 51.54%       |        | 56.03%       |        |        |        |        |        |        | 102.82%      |        | 81.68%       |        | 30.04%       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

2023Q2，3 家公司营收增速中值仍维持在 60.55%的较高水平；期间费用率小幅提升；归母净利润增速中值低于 21Q2/22Q2，但仍保持较高增速。

表 24、航空发动机中游锻造重点标的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 中航重机 | 19.34  | 26.46  | 36.82%       | 30.13  | 13.84%       | 31.64  | 5.02%        | 29.93  | 29.66  | (0.27)       | 28.86  | (0.79)       | 36.46  | 7.60         |
| 派克新材 | 2.57   | 4.38   | 70.57%       | 6.46   | 47.38%       | 10.38  | 60.55%       | 28.65  | 27.85  | (0.79)       | 26.44  | (1.41)       | 27.08  | 0.64         |
| 航宇科技 | 1.57   | 2.05   | 30.21%       | 3.12   | 52.06%       | 6.23   | 99.80%       | 30.42  | 30.29  | (0.13)       | 34.29  | 4.00         | 28.85  | (5.43)       |
| 中位数  |        |        | 36.82%       |        | 47.38%       |        | 60.55%       |        |        | (0.27)       |        | (0.79)       |        | 0.64         |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 25、航空发动机中游锻造重点标的单季度毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元）

|      | 毛利     |        |              |        |              |        |              | 期间费用率  |        |        |        | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2023Q2 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 中航重机 | 5.79   | 7.85   | 35.58%       | 8.70   | 10.79%       | 11.54  | 32.66%       | 11.81% | 9.19%  | 7.55%  | 10.54% | 0.80   | 1.94   | 143.84%      | 3.52   | 81.18%       | 5.07   | 43.83%       |
| 派克新材 | 0.74   | 1.22   | 65.84%       | 1.71   | 39.91%       | 2.81   | 64.42%       | 10.83% | 10.10% | 8.13%  | 7.14%  | 0.46   | 0.70   | 54.25%       | 1.22   | 73.17%       | 1.55   | 27.09%       |
| 航宇科技 | 0.48   | 0.62   | 29.67%       | 1.07   | 72.13%       | 1.80   | 68.14%       | 14.80% | 11.30% | 14.07% | 11.37% | 0.14   | 0.29   | 110.41%      | 0.42   | 42.07%       | 0.65   | 56.30%       |
| 中位数  |        |        | 35.58%       |        | 39.91%       |        | 64.42%       |        |        |        |        |        |        | 110.41%      |        | 73.17%       |        | 43.83%       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

### 下游稳步增长

2023H1，航发动力实现营收 177.75 亿元，同比增长 20.05%，归母净利润 7.25 亿元，同比增长 11.32%；毛利率 11.90%，同比增加 0.22pct；期间费用率为 7.30%，同比减少 0.49pct。

2023H1，航发控制实现营收 27.34 亿元，同比增长 7.32%，归母净利润 4.50 亿元，同比增长 10.33%；毛利率 30.73%，同比减少 2.10pct；期间费用率为 10.39%，同比减少 0.83pct。

2023H1，航发科技实现营收 18.50 亿元，同比增长 16.04%，归母净利润 0.12 亿元，同比增长 215.38%；毛利率 13.91%，同比增加 2.66pct；期间费用率为 8.63%，同比减少 0.43pct。

表 26、航空发动机产业链重点标的年度营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 |
| 航发动力 | 91.93  | 100.84 | 9.68%        | 148.06 | 46.83%       | 177.75 | 20.05%       | 24.58%              | 16.96  | 17.53  | 0.57         | 11.68  | (5.85)       | 11.90  | 0.22         |
| 航发科技 | 9.57   | 14.66  | 53.16%       | 15.94  | 8.71%        | 18.50  | 16.04%       | 24.55%              | 8.43   | 10.83  | 2.40         | 11.24  | 0.41         | 13.91  | 2.66         |
| 航发控制 | 16.19  | 20.24  | 25.00%       | 25.48  | 25.87%       | 27.34  | 7.32%        | 19.08%              | 32.93  | 35.63  | 2.70         | 32.84  | (2.79)       | 30.73  | (2.10)       |
| 中位数  |        |        | 25.00%       |        | 25.87%       |        | 16.04%       | 24.55%              |        |        | 2.40         |        | (2.79)       |        | 0.22         |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 27、航空发动机产业链重点标的毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元）

|      | 毛利     |        |              |        |              |        |              | 期间费用率  |        |        |        | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1 | 2023H1 | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 |
| 航发动力 | 15.59  | 17.68  | 13.37%       | 17.30  | -2.17%       | 21.15  | 22.30%       | 12.14% | 12.62% | 7.79%  | 7.30%  | 4.08   | 4.61   | 12.94%       | 6.51   | 41.21%       | 7.25   | 11.32%       |
| 航发科技 | 0.81   | 1.59   | 96.86%       | 1.79   | 12.84%       | 2.57   | 43.54%       | 14.71% | 12.53% | 9.06%  | 8.63%  | -0.67  | -0.54  | 19.59%       | -0.11  | 80.05%       | 0.12   | 215.38%      |
| 航发控制 | 5.33   | 7.21   | 35.24%       | 8.37   | 16.00%       | 8.40   | 0.45%        | 15.58% | 16.13% | 11.22% | 10.39% | 2.34   | 2.96   | 26.71%       | 4.08   | 37.58%       | 4.50   | 10.33%       |
| 中位数  |        |        | 35.24%       |        | 12.84%       |        | 22.30%       |        |        |        |        |        |        | 19.59%       |        | 41.21%       |        | 11.32%       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

2023Q2，航发动力实现营收 116.24 亿元，同比提升 23.59%，归母净利润 6.37 亿元，同比增加 8.90%；毛利率 11.86%，同比减少 0.48pct；期间费用率为 4.90%，同比减少 0.90pct。

2023Q2，航发控制实现营收 13.93 亿元，同比增长 4.16%，归母净利润 2.06 亿元，同比增长 6.30%；毛利率 28.44%，同比减少 2.74pct；期间费用率为 10.19%，同比减少 0.20pct。

2023Q2，航发科技实现营收 11.08 亿元，同比增长 31.46%，归母净利润 0.23 亿元，同比增长 66.56%；毛利率 14.27%，同比增加 0.96pct；期间费用率为 8.34%，同比减少 0.34pct。

表 28、航空发动机产业链重点标的 Q2 营收（亿元）、毛利率（%）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2020Q2年化 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 航发动力 | 57.42  | 63.42  | 10.45%       | 94.06  | 48.32%       | 116.24 | 23.59%       | 26.51%              | 16.73  | 18.83  | 2.09         | 12.34  | (6.48)       | 11.86  | (0.48)       |
| 航发科技 | 5.02   | 7.62   | 51.80%       | 8.43   | 10.68%       | 11.08  | 31.46%       | 30.23%              | 9.86   | 11.09  | 1.23         | 13.32  | 2.23         | 14.27  | 0.96         |
| 航发控制 | 9.10   | 11.04  | 21.36%       | 13.38  | 21.15%       | 13.93  | 4.16%        | 15.26%              | 33.16  | 36.15  | 2.99         | 31.18  | (4.97)       | 28.44  | (2.74)       |
| 中位数  |        |        | 21.36%       |        | 21.15%       |        | 23.59%       | 26.51%              |        |        | 2.09         |        | (4.97)       |        | (0.48)       |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

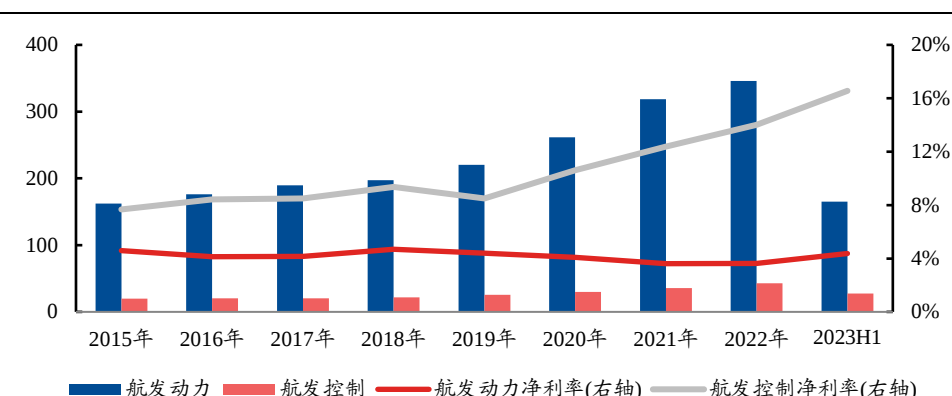
表 29、航空发动机产业链重点标的 Q2 毛利（亿元）、期间费用率（%）以及归母净利润（亿元）

|      | 毛利     |        |              |        |              |        | 期间费用率  |        |        |        | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2023Q2 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 航发动力 | 9.61   | 11.94  | 24.27%       | 11.61  | -2.76%       | 13.79  | 11.39% | 9.58%  | 5.80%  | 4.90%  | 3.22   | 4.27   | 32.48%       | 5.85   | 37.07%       | 6.37   | 8.90%        |
| 航发科技 | 0.49   | 0.84   | 70.82%       | 1.12   | 32.89%       | 1.58   | 15.03% | 14.73% | 8.69%  | 8.34%  | -0.34  | -0.28  | 15.31%       | 0.14   | 148.97%      | 0.23   | 66.56%       |
| 航发控制 | 3.02   | 3.99   | 32.29%       | 4.17   | 4.49%        | 3.96   | 18.00% | 15.99% | 10.39% | 10.19% | 1.42   | 1.63   | 14.37%       | 1.94   | 19.11%       | 2.06   | 6.30%        |
| 中位数  |        |        | 32.29%       |        | 4.49%        |        |        |        |        |        |        |        | 15.31%       |        | 37.07%       |        | 8.90%        |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

**图 34、2015-2023H1 航发动力航空发动机及衍生产品、航发控制航空发动机及燃气轮机控制系统营收（亿元）及公司净利率**



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：航发科技产品型号相对较少，代表性较弱，暂不分析

盈利水平方面，航空发动机整机产品工艺成熟度周期长，航发动力经营性利润率的改善仍然面临一定挑战。相比航发动力，航发控制的机械液压控制系统产品在体系复杂度、工作工况恶劣程度及技术迭代差距方面面对的挑战较小，有望持续体现较强的规模效应，盈利水平未来几年仍有持续提升的空间，但 2023 年业绩可能面临一定价格、增值税压力。2023 上半年，航发控制现金流量表显示，公司支付的各项税费 1.61 亿元，同比增长 68.83%，同比增加 0.65 亿元；税金及附加中，与增值税相关的城市建设费 478.11 万元，同比增长 622.14%，教育费附加 346.02 万元，同比增长 631.69%，反映出军品增值税政策调整对产业链部分企业的客观压力。

### 3.2、导弹装备产业链：人事变动影响下增速减缓

全面加强练兵备战背景下，导弹等消耗性武器装备需求有望快速放量。导弹武器方向的军工资产证券化率仍处于较低水平，总体院所短期内实施证券化的可操作性较低。产业链相关企业中，来自导弹武器领域营收及业绩占比较高的包括盟升电子、雷电微力、天箭科技、理工导航、国博电子、长盈通、新雷能、菲利华、洪都航空以及北方导航（母公司）等。

2023H1，导弹产业链 10 家公司营收增速中值为 5.04%，归母净利润增速中值为 1.76%；2023Q2，导弹产业链 9 家公司营收增速中值为 8.17%，归母净利润增速中值为 9.47%。

表 30、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 营收（亿元）及增幅

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2020Q2年化 |
| 盟升电子 | 1.19   | 1.69   | 42.73%       | 1.29   | -23.81%      | 2.34   | 81.51%       | 25.46%              | 1.04   | 1.49   | 44.80%       | 1.17   | -21.98%      | 1.93   | 65.55%       | 23.81%              |
| 雷电微力 | 1.82   | 3.89   | 113.31%      | 4.43   | 13.94%       | 4.91   | 10.94%       | 39.99%              | 1.53   | 1.17   | -23.83%      | 2.18   | 86.66%       | 2.46   | 12.88%       | 16.97%              |
| 火箭科技 | 0.90   | 1.67   | 84.59%       | 2.44   | 45.94%       | 0.93   | -61.85%      | 0.92%               | 0.88   | 1.14   | 29.23%       | 1.57   | 38.31%       | 0.69   | -55.93%      | -7.65%              |
| 理工导航 | 1.44   | 1.47   | 1.93%        | 1.36   | -6.96%       | 0.09   | -93.63%      | -60.76%             |        | 0.98   |              | 0.67   | -31.50%      | 0.00   | -99.37%      |                     |
| 国博电子 |        | 11.32  |              | 17.36  | 53.81%       | 19.21  | 10.87%       | 30.26%              |        | 7.73   |              | 11.32  | 46.88%       | 12.24  | 8.17%        |                     |
| 长盈通  |        | 1.11   |              | 1.46   | 30.93%       | 1.04   | -28.38%      | -3.17%              |        |        |              | 0.94   |              | 0.81   | -13.88%      |                     |
| 新雷能  | 3.07   | 6.22   | 102.52%      | 8.86   | 42.84%       | 8.87   | 0.16%        | 42.83%              | 2.07   | 3.39   | 63.98%       | 4.15   | 22.88%       | 3.90   | -6.01%       | 23.55%              |
| 菲利华  | 3.48   | 5.45   | 56.29%       | 8.55   | 57.04%       | 10.23  | 19.58%       | 43.87%              | 2.41   | 2.83   | 17.26%       | 4.83   | 70.82%       | 5.24   | 8.47%        | 29.52%              |
| 洪都航空 | 22.18  | 26.91  | 21.35%       | 20.19  | -24.96%      | 17.16  | -15.04%      | -8.20%              | 20.05  | 21.32  | 6.31%        | 12.95  | -39.22%      | 15.78  | 21.85%       | -7.66%              |
| 北方导航 | 4.08   | 10.06  | 146.39%      | 12.16  | 20.83%       | 13.36  | 9.93%        | 48.47%              |        |        |              |        |              |        |              |                     |
| 中位数  |        |        | 70.44%       |        | 25.88%       |        | 5.04%        | 27.86%              |        |        | 23.25%       |        | 30.84%       |        | 8.17%        | 19.99%              |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：北方导航为母公司 Q2 数据，其余均为上市公司整体数据

表 31、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 归母净利润（亿元）及增幅

|      | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |                     | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |                     |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2022H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2020Q2年化 |
| 盟升电子 | 0.33   | 0.48   | 45.44%       | 0.10   | -78.98%      | 0.31   | 208.91%      | -1.90%              | 0.39   | 0.47   | 20.62%       | 0.22   | -52.11%      | 0.51   | 124.86%      | 9.11%               |
| 雷电微力 | 0.79   | 1.15   | 46.14%       | 1.94   | 68.50%       | 1.95   | 0.67%        | 35.34%              | 0.75   | 0.36   | -52.41%      | 0.87   | 142.53%      | 1.05   | 21.72%       | 12.00%              |
| 火箭科技 | 0.28   | 0.48   | 69.44%       | 0.49   | 1.01%        | 0.36   | -26.67%      | -7.87%              | 0.31   | 0.32   | 3.31%        | 0.30   | -6.67%       | 0.20   | -34.12%      | -14.04%             |
| 理工导航 | 0.35   | 0.32   | -7.92%       | 0.35   | 11.16%       | 0.14   | -39.40%      | -25.38%             |        | 0.25   |              | 0.21   | -16.87%      | 0.03   | -84.02%      |                     |
| 国博电子 | 0.00   | 1.93   |              | 2.62   | 36.09%       | 3.09   | 17.75%       | 26.59%              |        | 1.33   |              | 1.62   | 21.88%       | 1.93   | 19.12%       |                     |
| 长盈通  |        | 0.27   |              | 0.41   | 52.99%       | 0.15   | -63.87%      | -25.65%             |        |        |              | 0.32   |              | 0.23   | -26.97%      |                     |
| 新雷能  | 0.28   | 1.20   | 320.42%      | 1.85   | 54.87%       | 1.90   | 2.85%        | 88.49%              | 0.24   | 0.68   | 179.53%      | 0.98   | 43.78%       | 0.77   | -22.03%      | 46.34%              |
| 菲利华  | 0.86   | 1.83   | 111.42%      | 2.50   | 37.05%       | 2.87   | 19.65%       | 49.21%              | 0.70   | 1.08   | 53.14%       | 1.60   | 48.65%       | 1.75   | 9.47%        | 35.58%              |
| 洪都航空 | 0.10   | 0.58   | 493.24%      | 0.14   | -76.63%      | 0.07   | -48.81%      | -10.80%             | 0.21   | 0.24   | 10.87%       | 0.09   | -62.41%      | 0.16   | 79.07%       | -9.29%              |
| 北方导航 | 0.25   | 1.29   | 423.85%      | 1.16   | -9.97%       | 1.57   | 38.12%       | 85.40%              |        |        |              |        |              |        |              |                     |
| 中位数  |        |        | 90.43%       |        | 28.63%       |        | 1.76%        | 17.23%              |        |        | 13.75%       |        | 7.61%        |        | 9.47%        | 10.56%              |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：北方导航为母公司 Q2 数据，其余均为上市公司整体数据

表 32、导弹装备产业链重点标的的半年度及 Q2 毛利率及增幅

|      | 毛利率    |        |              |        |              |        |              | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2020Q2 | 2021Q2 | 2021Q2<br>同比 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
| 盟升电子 | 72.47  | 61.10  | -11.37%      | 60.14  | -0.96%       | 49.87  | -10.27%      | 73.84  | 61.25  | #####        | 60.70  | -0.55%       | 51.62  | -9.08%       |
| 雷电微力 | 58.66  | 46.07  | -12.59%      | 48.83  | 2.76%        | 53.67  | 4.84%        | 59.62  | 51.38  | -8.24%       | 49.62  | -1.75%       | 54.07  | 4.44%        |
| 火箭科技 | 57.40  | 53.16  | -4.24%       | 35.64  | -17.52%      | 49.09  | 13.46%       | 56.58  | 54.58  | -2.00%       | 36.14  | -18.44%      | 44.20  | 8.06%        |
| 理工导航 | 38.45  | 34.83  | -3.62%       | 37.71  | 2.88%        | 8.25   | -29.6%       |        | 36.80  |              | 37.41  | 0.60%        | -88.62 | -126.03%     |
| 国博电子 |        | 36.94  |              | 31.39  | -5.54%       | 31.56  | 0.7%         |        | 36.90  |              | 31.20  | -5.71%       | 31.46  | 0.26%        |
| 长盈通  |        | 55.94  |              | 54.88  | -1.06%       | 52.11  | -2.77%       |        |        |              | 55.76  |              | 54.50  | -1.26%       |
| 新雷能  | 46.86  | 50.58  | 3.77%        | 48.82  | -1.75%       | 50.07  | 1.24%        | 45.23  | 51.20  | 5.97%        | 53.13  | 1.93%        | 51.19  | -1.94%       |
| 菲利华  | 50.64  | 53.37  | 2.77%        | 53.53  | 0.17%        | 50.13  | -3.40%       | 54.22  | 57.18  | 2.96%        | 58.83  | 1.65%        | 54.48  | -4.35%       |
| 洪都航空 | 2.92   | 2.34   | -0.58%       | 2.55   | 0.21%        | 2.85   | 0.30%        | 2.57   | 1.90   | -0.67%       | 2.20   | 0.30%        | 2.82   | 0.62%        |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：北方导航未披露母公司数据，已剔除，其余均为上市公司整体数据

据航天科工集团官网，航天科工集团“已建立起完整的空天防御导弹武器系统、飞航导弹武器系统、弹道导弹武器系统研制生产体系”。“二十大”以来航天科工集团及部分军兵种进行一系列主要领导人事调整，或对导弹产业链产品采购节奏带来一定影响。

表 33、二十大以来各军工集团/军兵种主要领导变动情况

| 主体   | 日期      | 变动                            |
|------|---------|-------------------------------|
| 火箭军  | 2023.7  | 新任火箭军司令员王厚斌、火箭军政治委员徐西盛晋升火箭军上将 |
| 航天科工 | 2023.6  | 王长青同志任中国航天科工集团有限公司副总经理、党组成员   |
|      | 2023.3  | 黄兴东同志任中国航天科工集团有限公司董事、党组副书记    |
|      | 2023.1  | 唐斌同志任中国航天科工集团有限公司总会计师、党组成员    |
|      | 2022.12 | 龚波同志任中国航天科工集团有限公司董事、总经理、党组副书记 |

资料来源：各集团官网、中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、其他成长属性较强的赛道

#### 3.3.1、特种模拟电路产业链：国产替代空间、供需缺口较大

特种芯片国产替代需求迫切空间广阔，模拟集成电路是重点补短板方向

2023H1, 6 家特种模拟电路企业营收、归母净利润增速中值分别为 19.62%、16.21%；

2023Q2, 6 家特种模拟电路企业营收、归母净利润增速中值分别为 20.51%、17.75%。

（详见《军用模拟芯片行业深度报告：信息化建设与自主可控拉动需求快速增长》

2023-08-13）

表 34、特种模拟电路产业链重点标的半年度及 Q2 营收（亿元）及增幅

|      | 2021H1 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2021H1年化 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2021Q2年化 |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
| 振华风光 | 2.68   | 4.01   | 49.67%       | 6.47   | 61.61%       | 55.52%              | 1.57   | 2.15   | 36.87%       | 3.24   | 50.22%       | 43.39%              |
| 铖昌科技 | 0.80   | 1.14   | 42.65%       | 1.65   | 44.44%       | 43.54%              | 0.75   | 0.94   | 25.20%       | 1.25   | 32.85%       | 28.97%              |
| 振芯科技 | 3.60   | 5.00   | 38.87%       | 4.35   | 12.96%       | 9.94%               | 1.90   | 2.99   | 57.34%       | 2.43   | 18.66%       | 13.13%              |
| 紫光国微 | 22.92  | 29.05  | 26.72%       | 37.35  | 28.56%       | 27.64%              | 13.40  | 15.64  | 16.68%       | 21.94  | 40.31%       | 27.95%              |
| 臻镭科技 | 0.84   | 1.05   | 25.21%       | 1.11   | 6.08%        | 15.25%              | 0.56   | 0.74   | 31.38%       | 0.70   | 5.39%        | 11.49%              |
| 国博电子 | 11.32  | 17.36  | 53.31%       | 19.21  | 10.67%       | 30.26%              | 7.73   | 11.32  | 46.38%       | 12.24  | 8.17%        | 25.83%              |
| 中位数  |        |        | 40.76%       |        | 19.62%       | 28.95%              |        |        | 34.12%       |        | 20.51%       | 26.89%              |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 35、特种模拟电路产业链重点标的半年度及 Q2 归母净利润（亿元）及增幅

|      | 2021H1 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2021H1年化 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2021Q2年化 |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
| 振华风光 | 1.12   | 1.66   | 48.62%       | 2.57   | 54.33%       | 51.45%              | 0.68   | 0.80   | 17.36%       | 1.28   | 60.45%       | 37.22%              |
| 铖昌科技 | 0.46   | 0.56   | 20.51%       | 0.65   | 16.19%       | 18.33%              | 0.50   | 0.45   | -10.46%      | 0.52   | 6.39%        | 2.09%               |
| 振芯科技 | 0.79   | 1.63   | 105.09%      | 1.10   | 32.66%       | 17.52%              | 0.42   | 0.95   | 128.16%      | 0.59   | 38.28%       | 18.67%              |
| 紫光国微 | 8.76   | 11.98  | 36.81%       | 13.92  | 16.22%       | 26.10%              | 5.52   | 6.67   | 20.92%       | 8.08   | 21.15%       | 21.03%              |
| 臻镭科技 | 0.41   | 0.50   | 23.18%       | 0.34   | -33.47%      | -9.48%              | 0.31   | 0.43   | 38.50%       | 0.26   | -39.54%      | -8.49%              |
| 国博电子 | 1.93   | 2.62   | 36.09%       | 3.09   | 17.75%       | 26.59%              | 1.33   | 1.62   | 21.88%       | 1.93   | 9.12%        | 20.49%              |
| 中位数  |        |        | 36.45%       |        | 16.21%       | 22.21%              |        |        | 21.40%       |        | 17.75%       | 19.58%              |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

表 36、特种模拟电路产业链重点标的半年度及 Q2 毛利率及增幅

|      | 2021H1 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|
| 振华风光 | 73.76  | 80.91  | 7.15         | 71.73  | -9.18        | 0.00   | 81.62  | 81.62        | 71.29  | -10.33       |
| 铖昌科技 | 74.83  | 66.25  | -8.58        | 60.07  | -6.18        | 74.27  | 64.21  | -10.06       | 56.25  | -7.96        |
| 振芯科技 | 59.27  | 64.04  | 4.77         | 65.27  | 1.23         | 59.92  | 67.01  | 7.10         | 62.69  | -4.32        |
| 紫光国微 | 57.02  | 65.77  | 8.75         | 64.75  | -1.02        | 59.16  | 67.38  | 8.21         | 63.42  | -3.96        |
| 臻镭科技 | 86.66  | 92.58  | 5.92         | 89.81  | -2.77        | 86.73  | 94.09  | 7.36         | 90.68  | -3.41        |
| 国博电子 | 36.94  | 31.39  | -5.54        | 31.56  | 0.17         | 36.90  | 31.20  | -5.71        | 31.46  | 0.26         |
| 中位数  |        |        | 5.34         |        | -1.89        |        |        | 7.23         |        | -4.14        |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据

## 3.3.2、红外产业链：渗透率持续提升，军民市场空间广阔

**军民融合的典范：**红外热成像仪最早运用在军事领域，在军事上有极高的应用价值，其最重要的应用是昼夜观察和热目标探测。随着红外成像技术的发展与成熟，各种适用于民用的低成本红外成像设备陆续出现，在国民经济各个领域发挥着越来越重要的作用。

**技术进步驱动成本下行，市场空间逐步打开。**随着非制冷红外热成像技术的发展，成本逐年降低，红外热像仪在安防监控、个人消费、辅助驾驶、消防及警用、工业监测、人体体温检测、电力监测、医疗检疫等诸多民用领域获得广泛应用。

2023H1，睿创微纳实现 17.84 亿元，同比增长 64.16%，实现归母净利润 2.58 亿元，同比增长 129.03%；高德红外实现营收 10.57 亿元，同比减少 14.17%，归母净利润 2.07 亿元，同比减少 44.99%。

表 37、红外产业链重点标的半年度及 Q2 营收、归母净利润、毛利率及增幅（亿元，%）

|       | 2021H1 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2021H1年化 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 | 2023Q2较<br>2021Q2年化 |
|-------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
| 营业收入  |        |        |              |        |              |                     |        |        |              |        |              |                     |
| 睿创微纳  | 8.70   | 10.87  | 24.89%       | 17.84  | 64.16%       | 43.18%              | 4.90   | 6.42   | 31.05%       | 9.94   | 54.94%       | 42.49%              |
| 高德红外  | 18.47  | 12.31  | -33.34%      | 10.57  | -14.17%      | -24.36%             | 11.91  | 4.90   | -58.87%      | 6.14   | 25.26%       | -28.22%             |
| 归母净利润 |        |        |              |        |              |                     |        |        |              |        |              |                     |
| 睿创微纳  | 2.70   | 1.12   | -58.28%      | 2.58   | 129.03%      | -2.25%              | 1.74   | 0.98   | -43.49%      | 1.76   | 79.24%       | 0.64%               |
| 高德红外  | 6.94   | 3.77   | -45.71%      | 2.07   | -44.99%      | -45.35%             | 4.56   | 0.65   | -85.65%      | 1.44   | 120.35%      | -43.76%             |
| 毛利率   |        |        |              |        |              |                     |        |        |              |        |              |                     |
| 睿创微纳  | 63.39  | 47.19  | -16.20       | 49.79  | 2.60         |                     | 66.05  | 47.11  | -18.94       | 52.39  | 5.28         |                     |
| 高德红外  | 57.47  | 53.38  | -4.09        | 53.92  | 0.54         |                     | 57.75  | 47.85  | -9.90        | 54.80  | 6.94         |                     |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3.3、增材制造（3D 打印）产业链：渗透率持续提升，军民市场空间广阔

增材制造是正在逐步替代传统增材制造的变革性技术，在复杂结构成型、一体化/轻量化设计、材料利用率、力学性能、生产周期等方面具有显著优势。

行业降本增效明显加速，应用领域正在从航空航天为主要驱动转变为军民融合多点发展。核心器件及原材料国产替代以及打印效率提升增强成本竞争力，下游应用空间正逐步打开。据《金属 3D 打印技术在铸件锻件及模具上应用》，增材制造工艺相较于传统的锻铸造工艺在金属模具的制造当中已体现出成本和制造效率的优势，在结构较为复杂的连杆锻件和罩盖铸件中，金属 3D 打印的单件成本显著低于传统制造成本，且制造周期显著低于传统制造周期，军民市场空间广阔。

2023H1，铂力特实现 4.39 亿元，同比增长 58.53%，实现归母净利润 0.18 亿元，同比增长 145.45%；华曙高科实现营收 2.41 亿元，同比增长 36.70%，归母净利润 0.43 亿元，同比增长 34.44%。

表 38、增材制造产业链重点标的半年度及 Q2 营收、归母净利润、毛利率及增幅（亿元，%）

|       | 2021H1 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2021Q2 | 2022Q2 | 2022Q2<br>同比 | 2023Q2 | 2023Q2<br>同比 |
|-------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|
| 营业收入  |        |        |              |        |              |        |        |              |        |              |
| 铂力特   | 1.44   | 2.77   | 92.83%       | 4.39   | 58.53%       | 0.98   | 1.87   | 90.73%       | 3.06   | 63.53%       |
| 华曙高科  |        | 1.76   |              | 2.41   | 36.70%       |        | 0.98   |              | 1.40   | 42.42%       |
| 归母净利润 |        |        |              |        |              |        |        |              |        |              |
| 铂力特   | -0.79  | -0.39  | 50.59%       | 0.18   | 145.45%      | -0.29  | -0.07  | 77.32%       | 0.46   | 804.91%      |
| 华曙高科  |        | 0.32   |              | 0.43   | 34.44%       |        | 0.13   |              | 0.22   | 69.04%       |
| 毛利率   |        |        |              |        |              |        |        |              |        |              |
| 铂力特   | 50.53  | 49.91  | -0.62        | 48.17  | -1.75        | 61.40  | 48.90  | -12.50       | 47.97  | -10.93       |
| 华曙高科  |        | 53.35  |              | 53.98  | 0.63         |        | 49.81  |              | 51.83  | 2.02         |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、电子元器件：被动元器件增速显著下降，中期调整落地有望带动需求节奏修复

#### 军工电子元器件企业是军工行业需求“积分器”

元器件与原材料、零部件同处于军工行业上游，但相比其它两大方向，元器件通用化程度更高，下游分布更加广泛。头部元器件企业普遍覆盖下游几百上千家军工科研生产单位，订单不依赖于个别重点客户，也不依赖于个别型号装备，能够较好的反映出下游行业需求的整体面貌。

#### 军工电子元器件企业具备“提前超额放量”效应，前期规模效应带来的双重利润弹性

主机厂作为直接面向军队客户的主体，是装备采购提纲挈领的关键。主机厂逐级分解生产任务，从分系统到设备供应商再到零部件、原材料、元器件企业，由于上游配套企业为串联关系，任何一个配套环节存在缺项都将影响总装产品的及时

交付。在行业需求显著加速时，配套企业尤其是末端配套企业的交付节奏普遍具有较大提前量，且其前期交付数量具有显著的放大效应，同时规模效应还将带来进一步的利润弹性。

主机产品普遍由几万乃至几十万个部件共同组成，扩产制约因素较多。展望未来，基于全产业链产能扩张的约束，主机厂所大概率会保持线性平均增长，以元器件为代表的上游企业会体现出前高后低的“跷跷板”效应，从而使得“十四五”前半程需求增速超出行业整体增速，后半程增速放缓。落实到具体企业，产能瓶颈小的标准品、大宗品增速“前高后低”现象更加显著；产能约束大、定制化程度高的产品释放节奏将更加有序。

以宏达电子、鸿远电子、火炬电子、中航光电、航天电器、振华科技、紫光国微 7 家下游覆盖领域较广、客户数量较多的军工电子元器件企业为分析对象，2020Q2 至 2021Q3 营收和归母净利润增速中值保持在高位，且归母净利润增速显著超出营收增速，反映出“十四五”下游需求的强劲拉动下产业链末端企业“提前超额放量”和规模效应带来的利润释放弹性。2021Q4，7 家公司营收和归母净利润增速中值显著回落，进入平稳发展期。

#### 被动元器件 23H1 增速显著下降，中期调整落地有望带动需求节奏修复

2023H1，7 家军工电子元器件企业营收、归母净利润增速中值分别为 12.41%、16.22%，增速同比下降；其中以被动元器件业务为主的鸿远电子、宏达电子、火炬电子营收利润降幅中值分别为-24.77%、-48.90%，降幅尤其显著。随着中期调整逐步落地，被动元器件企业需求节奏有望修复。

表 39、电子元器件重点标的半年度营收、归母净利润（亿元）以及增幅（%）

|      | 营业收入   |        |              |        |              |        |              |                     | 归母净利润  |        |              |        |              |        |              |                     | 毛利率    |        |              |        |              |        |              |                     |
|------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|--------|--------|--------------|--------|--------------|--------|--------------|---------------------|
|      | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 | 2020H1 | 2021H1 | 2021H1<br>同比 | 2022H1 | 2022H1<br>同比 | 2023H1 | 2023H1<br>同比 | 2023H1较<br>2020H1年化 |
| 中航光电 | 48.10  | 66.63  | 38.53%       | 81.91  | 22.93%       | 107.58 | 31.33%       | 30.78%              | 6.63   | 11.14  | 68.01%       | 15.09  | 35.45%       | 19.53  | 29.47%       | 43.36%              | 33.26  | 38.81  | 5.55%        | 37.55  | -1.26        | 38.05  | 0.49%        | 0.49%               |
| 鸿远电子 | 6.93   | 12.51  | 80.56%       | 13.92  | 11.26%       | 9.80   | -29.59%      | 12.23%              | 2.05   | 4.54   | 121.25%      | 4.86   | 6.90%        | 2.23   | -54.12%      | 2.76%               | 50.06  | 54.26  | 4.19%        | 54.95  | 0.70         | 46.47  | -8.49%       | -8.49%              |
| 航天电器 | 18.78  | 23.42  | 24.66%       | 30.69  | 31.08%       | 36.20  | 17.95%       | 24.45%              | 1.85   | 2.55   | 38.04%       | 3.04   | 19.00%       | 4.28   | 40.93%       | 32.29%              | 34.37  | 34.28  | -0.09        | 32.58  | -1.70        | 35.63  | 3.05%        | 3.05%               |
| 火炬电子 | 14.99  | 24.12  | 60.92%       | 19.60  | -18.73%      | 15.78  | -19.51%      | 1.73%               | 2.75   | 5.51   | 100.55%      | 4.96   | -9.85%       | 2.54   | -48.90%      | -4.60%              | 33.33  | 36.42  | 3.09%        | 43.29  | 6.87%        | 39.38  | -3.91%       | -3.91%              |
| 宏达电子 | 5.20   | 9.23   | 77.53%       | 11.03  | 19.51%       | 8.30   | -24.77%      | 16.87%              | 1.92   | 3.99   | 108.46%      | 4.50   | 12.68%       | 2.82   | -37.25%      | 1.181%              | 66.57  | 69.96  | 3.39%        | 69.69  | -0.28        | 66.27  | -3.41%       | -3.41%              |
| 振华科技 | 20.25  | 28.17  | 39.10%       | 38.36  | 36.18%       | 43.12  | 12.41%       | 28.65%              | 2.36   | 5.15   | 118.79%      | 12.73  | 146.98%      | 15.30  | 20.21%       | 86.59%              | 53.39  | 56.64  | 3.25%        | 62.14  | 5.50%        | 62.47  | 0.33%        | 0.33%               |
| 紫光国微 | 14.64  | 22.92  | 56.54%       | 29.05  | 26.72%       | 37.35  | 28.56%       | 36.62%              | 4.02   | 8.76   | 117.84%      | 11.98  | 36.81%       | 13.92  | 16.22%       | 53.30%              | 55.07  | 57.02  | 1.94%        | 65.77  | 8.75%        | 64.75  | -1.02%       | -1.02%              |
| 中位数  |        |        | 56.54%       |        | 22.93%       |        | 12.41%       | 24.45%              |        |        | 108.46%      |        | 19.00%       |        | 16.22%       | 32.29%              |        |        | 1.94%        | 65.77  | 8.75%        | 64.75  | -1.02%       | -1.02%              |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据。

表 40、2020-2023Q2 电子元器件重点标的单季度营收同比增速 (%)

|      | 2020   |        |        |        | 2021   |        |        |        | 2022   |        |         |         | 2023    |         |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
|      | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3      | Q4      | Q1      | Q2      |
| 中航光电 | 16.52% | 23.33% | 24.44% | 16.42% | 88.14% | 8.87%  | 12.50% | 13.31% | 17.13% | 28.92% | 32.65%  | 13.18%  | 34.68%  | 28.19%  |
| 鸿远电子 | 16.78% | 35.56% | 74.53% | 20.03% | 15.81% | 57.42% | 40.49% | -6.49% | 18.63% | 4.63%  | -12.41% | 6.92%   | -38.06% | -20.95% |
| 航天电器 | 13.16% | 17.99% | 25.90% | 19.05% | 47.22% | 9.32%  | 25.10% | 6.10%  | 34.89% | 27.60% | 16.39%  | -6.11%  | 16.31%  | 15.53%  |
| 火炬电子 | 30.29% | 49.91% | 46.39% | 40.29% | 90.68% | 40.78% | 21.45% | -3.76% | 26.92% | 11.22% | -26.06% | -36.49% | -23.90% | -16.21% |
| 宏达电子 | 22.46% | 73.36% | 84.76% | 15.49% | 62.29% | 44.84% | 46.69% | 0.35%  | 13.09% | 24.00% | -5.62%  | 2.62%   | -9.88%  | -34.25% |
| 振华科技 | 23.33% | 12.04% | 26.84% | 31.07% | 47.25% | 32.73% | 36.81% | 60.25% | 44.16% | 29.25% | 30.30%  | 11.24%  | 11.46%  | 13.34%  |
| 紫光国微 | -3.47% | -8.04% | -7.96% | 0.91%  | 47.44% | 63.73% | 74.93% | 63.43% | 40.84% | 16.68% | 35.68%  | 40.65%  | 14.87%  | 40.31%  |
| 中位数  | -3.47% | 23.33% | 26.84% | 31.07% | 88.14% | 44.84% | 36.81% | 6.10%  | 18.63% | 24.00% | 16.39%  | 6.92%   | 11.46%  | 13.34%  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据。

表 41、2020-2023Q2 电子元器件重点标的单季度归母净利润同比增速 (%)

|      | 2020   |        |         |         | 2021    |        |         |         | 2022   |        |         |         | 2023    |         |
|------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
|      | Q1     | Q2     | Q3      | Q4      | Q1      | Q2     | Q3      | Q4      | Q1     | Q2     | Q3      | Q4      | Q1      | Q2      |
| 中航光电 | 29.71% | 46.80% | 68.96%  | 41.67%  | 281.43% | -1.96% | 16.71%  | 8.27%   | 18.10% | 57.58% | 52.33%  | 17.63%  | 34.71%  | 24.34%  |
| 鸿远电子 | 13.85% | 43.13% | 90.85%  | 101.35% | 198.83% | 78.49% | 76.51%  | 2.34%   | 18.72% | -4.00% | -9.65%  | -20.00% | -60.76% | -46.54% |
| 航天电器 | -6.13% | 2.28%  | 12.01%  | 19.38%  | 62.90%  | 21.82% | 13.47%  | -26.27% | 33.50% | 6.35%  | -0.49%  | 19.76%  | 38.07%  | 40.93%  |
| 火炬电子 | -4.82% | 45.81% | 94.67%  | 103.06% | 276.68% | 41.96% | 53.31%  | -5.45%  | 24.89% | 3.43%  | -4.17%  | -51.98% | -34.83% | -57.91% |
| 宏达电子 | 25.26% | 19.73% | 143.04% | 79.81%  | 314.80% | 51.92% | 65.23%  | 20.37%  | 2.69%  | 20.16% | -11.60% | 7.20%   | -17.44% | -49.91% |
| 振华科技 | 2.54%  | -7.15% | 120.72% | -       | 122.90% | 15.16% | 258.05% | 116.67% | 46.21% | 47.69% | 34.15%  | -3.06%  | 20.96%  | 19.54%  |
| 紫光国微 | 83.41% | 68.49% | 64.05%  | 99.55%  | 70.31%  | 60.49% | 105.87% | 307.33% | 63.91% | 20.92% | 44.87%  | 19.08%  | 10.03%  | 21.15%  |
| 中位数  | -6.13% | 43.13% | 90.85%  | 41.44%  | 198.83% | 44.84% | 65.23%  | 8.27%   | 18.72% | 20.16% | -0.49%  | 7.20%   | 10.03%  | 19.54%  |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

注：均为上市公司整体数据。

对于电子元器件产业链，我们建议自下而上优选标的，重视个体 $\alpha$ ：需求旺盛、行业地位突出，但前期产能受约束较大的企业，如中航光电等。

## 4、总结

2023H1 国防军工（中信）板块共实现营业收入 2192.79 亿元，在 A 股中营收占比 0.62%；归母净利润 180.78 亿元，在 A 股中归母净利润占比 0.62%。营收、归母净利润同比增速分别为 10.07%、7.16%，在 30 个行业中分别排名第 11、第 16。2023H1 国防军工（中信）指数上涨 15.36%，涨幅排名第 9。

中期调整下增速短期放缓。军品收入或者利润占比过半且 2020 年以来口径未发生重大变化的 103 个标的 2023H1 共实现营业收入 1981.47 亿元，归母净利润 196.69 亿元，营收、归母净利润分别同比增长 14.87%、6.93%，同比有所放缓。103 个标的的半年报中，有 14 家以上明确提及“下游客户采购计划的阶段性调整”、“装备采购计划延期”、“客户合同签订延迟”、“市场出现周期性波动”等因素对报告期内营收利润产生影响。

**产业链景气传导，利润下游增速稳健上游增速回落。**2023H1 上中下游各产业链环节营收增速中值较 22 年都有下降，归母净利润增速变化差异较大：上游归母净利润增速中值从 2022H1 的 20.51% 降至 2.85%，中游从 12.51% 降至 9.36%，下游从 18.19% 降至 14.21%。随着产业链景气度自上游向下游传导，上游企业在经历了 2020H2 以来高速增长之后，2023 年在行业调整情况下上半年增速进一步放缓。

**盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关。**随着“十四五”装备批产规模提升，阶梯降价、批次降价逐步成为常态，在制造业批量生产规模效应的产业规律驱动下，叠加降本增效举措的实施，相关企业利润率尽管略有下降但降幅有限，盈利水平保持相对稳定。从 2022 和 2023H1 情况来看，盈利水平变化幅度与供需格局紧密相关：供给有限的主机厂、单一来源采购企业毛利率、净利率整体相对稳定，而市场化程度较高的环节毛利率、净利率降幅略大。

**税金及附加显著提升，增值税政策影响逐步显现。**2023H1，103 个军工企业税金及附加合计 12.53 亿元，同比增长 74.34%，增速显著高于营收增速（14.87%）。分季度看，近 4 个季度以来，军工板块 103 个标的合计税金及附加整体同比大幅上升，2023Q2 为 7.34 亿元，同比增长 74.61%。

**航空稳健增长。**6 大细分方向中，2023H1 营收、归母净利润同比增速中值：航空方向 40 个标的分别为 10.21%、16.49%；航天方向 8 个标的分别为 15.26%、6.89%；舰船方向 6 个标的分别为 -8.50%、-29.77%；地面兵装方向 8 个标的分别为 -2.19%、13.24%；通用配套方向 25 个标的分别为 1.30%、-13.82%；电子元器件方向 16 个标的分别为 8.38%、4.14%。

**航空发动机板块需求旺盛，导弹板块或受人事变动增速放缓。**航空发动机板块需求旺盛。5 家上游材料企业 2023H1 营收增速中值为 28.36%，2023Q2 营收增速中值为 36.36%，毛利率变化中值为 -0.21pct；3 家中游锻造企业营收增速中值从 2021H1 的 39.84% 提升至 2023H1 的 57.53%，2023Q2 仍维持在 60.55% 的较高水平；下游企业航发动力、航发控制、航发科技稳定增长，期间费用率显著降低：2023H1 营收增速分别为 20.05%、7.32%、16.04%，归母净利润增速分别为 11.32%、10.33%、215.38%，期间费用率分别减少 0.49pct、减少 0.83pct、减少 0.44pct。导弹产业链或受人事调整增速放缓，2023H1，导弹产业链 10 家公司营收增速中值为 5.04%，归母净利润增速中值为 1.76%；2023Q2 分别为 8.17%、9.47%。2023H1，7 家军工电子元器件企业营收、归母净利润增速中值分别为 12.41%、16.22%，增速同比下降；其中以被动元器件业务为主的鸿远电子、宏达电子、火炬电子营收利润降幅中值分别为 -24.77%、-48.9%，降幅尤其显著；随着中期调整逐步落地，被动元器件企业需求节奏有望修复。

**风险提示：**1) 装备价格压力影响部分企业业绩释放；2) 政策调整影响市场情绪，阶段性压制板块估值；3) 上游资源品价格上行推升部分价格传导不畅的原材料企业成本压力；4) 兴业证券为西部超导、国博电子的做市券商。

附表 1-1、重点标的 2023H1 营收、归母净利润（亿元）及增速

| 所属领域 | 证券代码      | 证券简称 | 产业链环节 | 营业收入     |        |        |        | 归母净利润    |        |        |        |
|------|-----------|------|-------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
|      |           |      |       | 2023H1增速 | 2023H1 | 2022H1 | 2021H1 | 2023H1增速 | 2023H1 | 2022H1 | 2021H1 |
| 航空   | 300474.SZ | 景嘉微  | 上游    | -37%     | 3.5    | 5.4    | 4.8    | -106%    | -0.1   | 1.2    | 1.3    |
|      | 300777.SZ | 中简科技 | 上游    | 0%       | 3.2    | 3.2    | 2.0    | 13%      | 2.1    | 1.8    | 0.9    |
|      | 300699.SZ | 光威复材 | 上游    | -7%      | 12.2   | 13.1   | 12.8   | -18%     | 4.1    | 5.1    | 4.3    |
|      | 688122.SH | 西部超导 | 上游    | 1%       | 21.1   | 20.8   | 12.6   | -24%     | 4.2    | 5.5    | 3.1    |
|      | 300034.SZ | 钢研高纳 | 上游    | 28%      | 14.6   | 11.4   | 8.3    | 24%      | 1.5    | 1.2    | 1.8    |
|      | 002985.SZ | 北摩高科 | 上游    | -3%      | 6.2    | 6.4    | 5.8    | 18%      | 2.5    | 2.1    | 2.3    |
|      | 300855.SZ | 图南股份 | 上游    | 49%      | 6.9    | 4.6    | 3.5    | 52%      | 1.8    | 1.2    | 0.9    |
|      | 600399.SH | 抚顺特钢 | 上游    | 11%      | 42.2   | 38.2   | 37.7   | -14%     | 1.6    | 1.8    | 4.3    |
|      | 600456.SH | 宝钛股份 | 上游    | 10%      | 37.1   | 33.8   | 28.4   | 5%       | 3.8    | 3.6    | 2.8    |
|      | 002149.SZ | 西部材料 | 上游    | 7%       | 15.7   | 14.7   | 11.6   | 11%      | 1.0    | 0.9    | 0.7    |
|      | 688281.SH | 华泰科技 | 上游    | 41%      | 3.8    | 2.7    | 2.0    | 48%      | 1.8    | 1.2    | 0.9    |
|      | 000738.SZ | 航发控制 | 中游    | 7%       | 27.3   | 25.5   | 20.2   | 10%      | 4.5    | 4.1    | 3.0    |
|      | 600372.SH | 中航电子 | 中游    | 3%       | 139.8  | 51.9   | 46.2   | 25%      | 10.2   | 5.2    | 3.8    |
|      | 600765.SH | 中航重机 | 中游    | 8%       | 55.0   | 50.8   | 44.3   | 39%      | 7.8    | 5.6    | 2.7    |
|      | 600862.SH | 中航高科 | 中游    | 5%       | 24.1   | 23.0   | 19.3   | 16%      | 5.5    | 4.8    | 3.8    |
|      | 300581.SZ | 晨曦航空 | 中游    | -10%     | 0.7    | 0.8    | 1.1    | -546%    | -0.2   | 0.1    | 0.1    |
|      | 000561.SZ | 烽火电子 | 中游    | -8%      | 5.4    | 5.9    | 5.8    | -30%     | 0.0    | 0.1    | 0.1    |
|      | 300696.SZ | 爱乐达  | 中游    | -33%     | 2.5    | 3.7    | 2.3    | -52%     | 1.0    | 1.4    | 1.1    |
|      | 002933.SZ | 新兴装备 | 中游    | 17%      | 1.3    | 1.1    | 0.6    | 243%     | 0.1    | -0.1   | -0.2   |
|      | 300719.SZ | 安达维尔 | 中游    | 24%      | 2.3    | 1.9    | 1.6    | -293%    | 0.0    | 0.0    | -0.1   |
|      | 300775.SZ | 三角防务 | 中游    | 40%      | 12.7   | 9.1    | 4.7    | 40%      | 4.2    | 3.0    | 1.7    |
|      | 688333.SH | 铂力特  | 中游    | 59%      | 4.4    | 2.8    | 1.4    | 145%     | 0.2    | -0.4   | -0.8   |
|      | 300900.SZ | 广联航空 | 中游    | 28%      | 3.2    | 2.5    | 1.1    | 20%      | 0.5    | 0.4    | 0.2    |
|      | 688586.SH | 江航装备 | 中游    | 8%       | 6.3    | 5.9    | 4.8    | -9%      | 1.3    | 1.5    | 1.3    |
|      | 688510.SH | 航亚科技 | 中游    | 58%      | 2.6    | 1.6    | 1.3    | 352%     | 0.3    | 0.1    | 0.1    |
|      | 688239.SH | 航宇科技 | 中游    | 90%      | 11.8   | 6.2    | 4.0    | 24%      | 1.2    | 0.9    | 0.6    |
|      | 688685.SH | 迈信林  | 中游    | 11%      | 1.5    | 1.3    | 1.5    | -14%     | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
|      | 605123.SH | 派克新材 | 中游    | 58%      | 19.8   | 12.6   | 7.6    | 30%      | 3.0    | 2.3    | 1.3    |
|      | 002651.SZ | 利君股份 | 中游    | 50%      | 6.3    | 4.2    | 5.2    | 82%      | 1.9    | 1.0    | 1.4    |
|      | 603261.SH | 立航科技 | 中游    | 1%       | 1.0    | 1.0    | 0.9    | -90%     | 0.0    | 0.1    | 0.1    |
|      | 688237.SH | 超卓航科 | 中游    | 56%      | 1.2    | 0.7    | 0.6    | -24%     | 0.3    | 0.4    | 0.3    |
|      | 002625.SZ | 光启技术 | 中游    | 81%      | 8.4    | 4.7    | 2.7    | 67%      | 3.0    | 1.8    | 0.9    |
|      | 600038.SH | 中直股份 | 下游    | 56%      | 105.6  | 67.5   | 93.9   | 632%     | 1.3    | 0.2    | 3.8    |
|      | 000768.SZ | 中航西飞 | 下游    | 2%       | 195.6  | 191.2  | 150.5  | 17%      | 5.7    | 4.8    | 3.4    |
|      | 600760.SH | 中航沈飞 | 下游    | 17%      | 231.5  | 198.1  | 159.2  | 33%      | 14.9   | 11.2   | 9.5    |
|      | 600893.SH | 航发动力 | 下游    | 20%      | 177.7  | 148.1  | 100.8  | 11%      | 7.3    | 6.5    | 4.6    |
| 航天   | 600391.SH | 航发科技 | 下游    | 16%      | 18.5   | 15.9   | 14.7   | 215%     | 0.1    | -0.1   | -0.5   |
|      | 600316.SH | 洪都航空 | 下游    | -15%     | 17.2   | 20.2   | 26.9   | -49%     | 0.1    | 0.1    | 0.6    |
|      | 002389.SZ | 航天彩虹 | 下游    | -22%     | 11.4   | 14.7   | 10.7   | 57%      | 1.1    | 0.7    | 0.6    |
|      | 688297.SH | 中无人机 | 下游    | -28%     | 11.9   | 16.6   | 11.2   | -9%      | 2.1    | 2.4    | 2.2    |
|      | 300455.SZ | 康拓红外 | 上游    | 57%      | 5.2    | 3.3    | 3.3    | 5%       | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
|      | 300395.SZ | 菲利华  | 上游    | 20%      | 10.2   | 8.6    | 5.4    | 15%      | 2.9    | 2.5    | 1.8    |
|      | 600879.SH | 航天电子 | 中游    | 0%       | 96.4   | 87.2   | 68.5   | 8%       | 3.9    | 3.6    | 3.3    |
|      | 002338.SZ | 奥普光电 | 中游    | 42%      | 3.5    | 2.5    | 2.9    | 45%      | 0.5    | 0.4    | 0.3    |
| 舰船   | 002977.SZ | 火箭科技 | 中游    | -62%     | 0.9    | 2.4    | 1.7    | -27%     | 0.4    | 0.5    | 0.5    |
|      | 688311.SH | 盟升电子 | 中游    | 82%      | 2.3    | 1.3    | 1.7    | 209%     | 0.3    | 0.1    | 0.5    |
|      | 301050.SZ | 雷电微力 | 中游    | 1%       | 4.9    | 4.4    | 3.9    | 1%       | 2.0    | 1.9    | 1.1    |
|      | 600118.SH | 中国卫星 | 下游    | -26%     | 24.1   | 32.4   | 30.6   | -41%     | 1.4    | 2.3    | 1.5    |
|      | 300516.SZ | 久之洋  | 上游    | -9%      | 2.1    | 2.3    | 2.9    | -22%     | 0.2    | 0.2    | 0.3    |
|      | 300527.SZ | 中船应急 | 中游    | -60%     | 2.5    | 6.3    | 9.0    | -5670%   | -1.5   | 0.0    | 0.3    |
|      | 300600.SZ | 国瑞科技 | 中游    | -1%      | 0.8    | 0.8    | 1.2    | 32%      | -0.2   | -0.3   | -2.2   |
|      | 300810.SZ | 中科海讯 | 中游    | -13%     | 0.8    | 0.9    | 1.1    | -1378%   | -0.4   | 0.0    | 0.2    |
|      | 600764.SH | 中国海防 | 中游    | -8%      | 13.6   | 14.8   | 19.9   | -37%     | 0.9    | 1.4    | 2.8    |
|      | 688132.SH | 邦彦技术 | 中游    | -7%      | 1.2    | 1.3    | 0.4    | 420%     | 0.2    | -0.1   | -0.2   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

附表 1-2、重点标的 2023H1 营收、归母净利润（亿元）及增速（续上表）

| 所属领域  | 证券代码      | 证券简称  | 产业链环节 | 营业收入     |        |        |        | 归母净利润    |        |        |        |
|-------|-----------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
|       |           |       |       | 2023H1增速 | 2023H1 | 2022H1 | 2021H1 | 2023H1增速 | 2023H1 | 2022H1 | 2021H1 |
| 地面兵装  | 300722.SZ | 新余国科  | 上游    | 7%       | 1.7    | 1.6    | 1.2    | 29%      | 0.4    | 0.3    | 0.2    |
|       | 300416.SZ | 苏试试验  | 上游    | 22%      | 9.7    | 8.0    | 6.7    | 28%      | 1.4    | 1.1    | 0.8    |
|       | 688282.SH | 理工导航  | 上游    | -94%     | 0.1    | 1.4    | 1.5    | -59%     | 0.1    | 0.4    | 0.3    |
|       | 600184.SH | 光电股份  | 中游    | -9%      | 10.3   | 11.4   | 11.6   | -8%      | 0.3    | 0.4    | 0.3    |
|       | 600435.SH | 北方导航  | 中游    | 5%       | 17.2   | 16.5   | 15.3   | 23%      | 1.5    | 1.2    | 0.8    |
|       | 688788.SH | 科思科技  | 中游    | -17%     | 1.0    | 1.2    | 4.5    | -17%     | -1.2   | -0.5   | 1.8    |
|       | 688084.SH | 晶品特装  | 中游    | 35%      | 0.6    | 0.5    | 2.0    | 109%     | 0.0    | -0.1   | 0.0    |
|       | 600967.SH | 内蒙一机  | 下游    | -14%     | 61.0   | 71.1   | 55.2   | 1%       | 4.3    | 4.3    | 3.8    |
| 通用配套  | 002414.SZ | 高德红外  | 上游    | -14%     | 10.6   | 12.3   | 18.5   | -45%     | 2.1    | 3.8    | 6.9    |
|       | 002465.SZ | 海格通信  | 上游    | 16%      | 28.8   | 24.8   | 24.4   | 7%       | 3.1    | 2.9    | 2.7    |
|       | 300101.SZ | 振芯科技  | 上游    | -13%     | 4.4    | 5.0    | 3.6    | -33%     | 1.1    | 1.6    | 0.8    |
|       | 002214.SZ | 大立科技  | 上游    | -50%     | 1.3    | 2.5    | 6.4    | -4028%   | -1.1   | 0.0    | 2.6    |
|       | 002935.SZ | 天奥电子  | 上游    | 7%       | 4.2    | 3.9    | 3.7    | -49%     | 0.2    | 0.3    | 0.3    |
|       | 300593.SZ | 新雷能   | 上游    | 0%       | 8.9    | 8.9    | 6.2    | 3%       | 1.9    | 1.9    | 1.2    |
|       | 688272.SH | *ST富吉 | 上游    | 224%     | 0.9    | 0.3    | 1.5    | -9%      | -0.5   | -0.4   | 0.3    |
|       | 688511.SH | 天微电子  | 上游    | 1%       | 0.7    | 0.7    | 1.3    | -3%      | 0.3    | 0.3    | 0.7    |
|       | 601606.SH | 长城军工  | 中游    | -15%     | 6.3    | 7.4    | 5.0    | -20%     | 0.0    | 0.0    | -0.1   |
|       | 603712.SH | 七一二   | 中游    | 1%       | 13.8   | 13.7   | 10.9   | 1%       | 2.1    | 2.1    | 1.6    |
|       | 002829.SZ | 星网宇达  | 中游    | 2%       | 2.5    | 2.5    | 2.1    | 13%      | 0.4    | 0.3    | 0.3    |
|       | 000547.SZ | 航天发展  | 中游    | -38%     | 11.5   | 18.6   | 22.2   | -296%    | -3.4   | 1.7    | 3.1    |
|       | 300045.SZ | 华力创通  | 中游    | 1%       | 2.2    | 2.2    | 3.4    | -56%     | -0.1   | -0.1   | 0.2    |
|       | 300762.SZ | 上海瀚讯  | 中游    | -20%     | 1.5    | 1.8    | 1.7    | -163%    | -0.1   | 0.2    | 0.2    |
|       | 688066.SH | 航天宏图  | 中游    | 31%      | 10.2   | 7.8    | 4.4    | 27%      | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|       | 688011.SH | 新光光电  | 中游    | 6%       | 0.6    | 0.6    | 0.8    | -369%    | -0.2   | 0.1    | 0.1    |
|       | 688081.SH | 兴图新科  | 中游    | 33%      | 0.6    | 0.4    | 0.7    | -14%     | -0.2   | -0.2   | 0.0    |
|       | 688636.SH | 智明达   | 中游    | 13%      | 3.1    | 2.7    | 1.7    | -19%     | 0.4    | 0.5    | 0.5    |
|       | 688682.SH | 霍莱沃   | 中游    | 22%      | 1.3    | 1.1    | 0.9    | 28%      | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|       | 300922.SZ | 天秦装备  | 中游    | -35%     | 0.4    | 0.7    | 1.1    | -55%     | 0.1    | 0.2    | 0.4    |
| 电子元器件 | 002413.SZ | 雷科防务  | 中游    | -10%     | 5.9    | 6.6    | 6.2    | 1150%    | 1.3    | 0.1    | 0.7    |
|       | 300875.SZ | 捷强装备  | 中游    | 353%     | 1.2    | 0.3    | 0.5    | 79%      | 0.0    | -0.2   | 0.1    |
|       | 301302.SZ | 华如科技  | 中游    | 24%      | 1.9    | 1.5    | 0.8    | 17%      | -0.3   | -0.4   | -0.5   |
|       | 688175.SH | 高凌信息  | 中游    | -27%     | 1.7    | 2.3    | 2.0    | -25%     | 0.3    | 0.4    | 0.4    |
|       | 002179.SZ | 中航光电  | 上游    | 31%      | 107.6  | 81.9   | 66.6   | 29%      | 19.5   | 15.1   | 11.1   |
|       | 002025.SZ | 航天电器  | 上游    | 16%      | 36.2   | 30.7   | 23.4   | 39%      | 4.3    | 3.0    | 2.6    |
|       | 300447.SZ | 全信股份  | 上游    | 2%       | 5.8    | 5.7    | 4.5    | -8%      | 1.0    | 1.1    | 0.9    |
|       | 300726.SZ | 宏达电子  | 上游    | -25%     | 8.3    | 11.0   | 9.2    | -37%     | 2.8    | 4.5    | 4.0    |
|       | 603267.SH | 鸿远电子  | 上游    | -30%     | 9.8    | 13.9   | 12.5   | -54%     | 2.2    | 4.9    | 4.5    |
|       | 300123.SZ | 亚光科技  | 上游    | 13%      | 7.1    | 6.3    | 7.2    | 107%     | 0.1    | -1.0   | 0.5    |
|       | 603678.SH | 火炬电子  | 上游    | -20%     | 15.8   | 19.6   | 24.1   | -49%     | 2.5    | 5.0    | 5.5    |
|       | 000733.SZ | 振华科技  | 上游    | 12%      | 43.1   | 38.4   | 28.2   | 20%      | 15.3   | 12.7   | 5.2    |
|       | 002049.SZ | 紫光国微  | 上游    | 29%      | 37.3   | 29.0   | 22.9   | 16%      | 13.9   | 12.0   | 8.8    |
|       | 688776.SH | 国光电气  | 上游    | -16%     | 4.4    | 5.2    | 2.7    | -57%     | 0.5    | 1.1    | 0.8    |
|       | 001270.SZ | 铖昌科技  | 上游    | 44%      | 1.7    | 1.1    | 0.8    | 16%      | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
|       | 688270.SH | 臻镭科技  | 上游    | 6%       | 1.1    | 1.0    | 0.8    | -33%     | 0.3    | 0.5    | 0.4    |
|       | 688375.SH | 国博电子  | 上游    | 11%      | 19.2   | 17.4   | 11.3   | 18%      | 3.1    | 2.6    | 1.9    |
|       | 688053.SH | 思科瑞   | 上游    | -15%     | 1.1    | 1.3    | 1.1    | -31%     | 0.4    | 0.6    | 0.5    |
|       | 688439.SH | 振华风光  | 上游    | 62%      | 6.5    | 4.0    | 2.7    | 54%      | 2.6    | 1.7    | 1.1    |
|       | 688143.SH | 长盈通   | 上游    | -28%     | 1.0    | 1.5    | 1.1    | -64%     | 0.1    | 0.4    | 0.3    |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

附表 2-1、重点标的 2023Q2 营收、归母净利润（亿元）及增速

| 所属领域 | 证券代码      | 证券简称 | 产业链环节 | 营业收入     |        |        |        | 归母净利润    |        |        |        |
|------|-----------|------|-------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
|      |           |      |       | 2023Q2增速 | 2023Q2 | 2022Q2 | 2021Q2 | 2023Q2增速 | 2023Q2 | 2022Q2 | 2021Q2 |
| 航空   | 300474.SZ | 景嘉微  | 上游    | 54%      | 2.8    | 1.8    | 2.6    | 33%      | 0.6    | 0.5    | 0.8    |
|      | 300777.SZ | 中简科技 | 上游    | -23%     | 1.1    | 1.4    | 1.3    | -35%     | 0.6    | 0.9    | 0.6    |
|      | 300699.SZ | 光威复材 | 上游    | -8%      | 6.7    | 7.2    | 6.6    | -19%     | 2.4    | 3.0    | 2.2    |
|      | 688122.SH | 西部超导 | 上游    | -1%      | 11.9   | 12.0   | 7.2    | -37%     | 2.1    | 3.4    | 1.8    |
|      | 300034.SZ | 钢研高纳 | 上游    | 36%      | 8.4    | 6.2    | 4.8    | 49%      | 0.9    | 0.6    | 1.2    |
|      | 002985.SZ | 北摩高科 | 上游    | 12%      | 3.1    | 2.7    | 3.2    | 103%     | 1.1    | 0.6    | 1.2    |
|      | 300855.SZ | 图南股份 | 上游    | 44%      | 3.6    | 2.5    | 2.0    | 24%      | 1.0    | 0.8    | 0.5    |
|      | 600399.SH | 抚顺特钢 | 上游    | 11%      | 22.1   | 19.9   | 19.7   | -1%      | 1.0    | 1.0    | 2.6    |
|      | 600456.SH | 宝钛股份 | 上游    | 2%       | 18.3   | 17.9   | 16.2   | 46%      | 2.4    | 1.6    | 1.8    |
|      | 002149.SZ | 西部材料 | 上游    | -13%     | 8.5    | 9.8    | 7.0    | -6%      | 0.7    | 0.7    | 0.4    |
|      | 688281.SH | 华泰科技 | 上游    | 52%      | 2.0    | 1.3    | 1.5    | 47%      | 1.0    | 0.6    | 0.6    |
|      | 000738.SZ | 航发控制 | 中游    | 4%       | 13.9   | 13.4   | 11.0   | 6%       | 2.1    | 1.9    | 1.6    |
|      | 600372.SH | 中航电子 | 中游    | 2%       | 115.1  | 28.4   | 26.5   | 32%      | 8.1    | 3.2    | 2.5    |
|      | 600765.SH | 中航重机 | 中游    | 5%       | 31.6   | 30.1   | 26.5   | 44%      | 5.1    | 3.5    | 1.9    |
|      | 600862.SH | 中航高科 | 中游    | 1%       | 11.6   | 11.4   | 9.4    | 17%      | 2.2    | 1.8    | 1.5    |
|      | 300581.SZ | 晨曦航空 | 中游    | -24%     | 0.4    | 0.6    | 0.6    | -1010%   | -0.1   | 0.0    | 0.1    |
|      | 000561.SZ | 烽火电子 | 中游    | -30%     | 3.0    | 4.3    | 3.9    | -44%     | 0.2    | 0.4    | 0.3    |
|      | 300696.SZ | 爱乐达  | 中游    | -50%     | 1.0    | 1.9    | 1.2    | -48%     | 0.4    | 0.8    | 0.6    |
|      | 002933.SZ | 新兴装备 | 中游    | 163%     | 0.8    | 0.3    | 0.4    | 231%     | 0.2    | -0.1   | 0.0    |
|      | 300719.SZ | 安达维尔 | 中游    | 5%       | 1.3    | 1.2    | 0.8    | -129%    | 0.0    | 0.1    | -0.1   |
|      | 300775.SZ | 三角防务 | 中游    | 27%      | 6.2    | 4.8    | 2.8    | 27%      | 2.0    | 1.6    | 0.9    |
|      | 688333.SH | 铂力特  | 中游    | 64%      | 3.1    | 1.9    | 1.0    | 805%     | 0.5    | -0.1   | -0.3   |
|      | 300900.SZ | 广联航空 | 中游    | 11%      | 1.7    | 1.5    | 1.0    | 1%       | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
|      | 688586.SH | 江航装备 | 中游    | 4%       | 3.3    | 3.2    | 2.9    | -19%     | 0.7    | 0.9    | 0.8    |
|      | 688510.SH | 航亚科技 | 中游    | 42%      | 1.4    | 1.0    | 0.7    | 285%     | 0.2    | 0.1    | 0.1    |
|      | 688239.SH | 航宇科技 | 中游    | 100%     | 6.2    | 3.1    | 2.0    | 56%      | 0.7    | 0.4    | 0.3    |
|      | 688685.SH | 迈信林  | 中游    | 9%       | 0.8    | 0.7    | 0.8    | 12%      | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|      | 605123.SH | 派克新材 | 中游    | 61%      | 10.4   | 6.5    | 4.4    | 27%      | 1.5    | 1.2    | 0.7    |
|      | 002651.SZ | 利君股份 | 中游    | 120%     | 3.7    | 1.7    | 2.7    | 235%     | 1.1    | 0.3    | 0.6    |
|      | 603261.SH | 立航科技 | 中游    | 16%      | 0.7    | 0.6    | 0.8    | -7%      | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
|      | 688237.SH | 超卓航科 | 中游    | 76%      | 0.6    | 0.3    | 0.3    | -44%     | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
|      | 002625.SZ | 光启技术 | 中游    | 55%      | 5.3    | 3.4    | 1.7    | 45%      | 2.0    | 1.4    | 0.6    |
|      | 600038.SH | 中直股份 | 下游    | 43%      | 73.3   | 51.3   | 61.9   | 858%     | 1.1    | 0.1    | 2.2    |
|      | 000768.SZ | 中航西飞 | 下游    | 0%       | 116.1  | 116.1  | 83.7   | 0%       | 3.3    | 3.3    | 2.0    |
|      | 600760.SH | 中航沈飞 | 下游    | 17%      | 139.7  | 120.1  | 101.3  | 40%      | 8.5    | 6.1    | 6.0    |
|      | 600893.SH | 航发动力 | 下游    | 24%      | 116.2  | 94.1   | 63.4   | 9%       | 6.4    | 5.9    | 4.3    |
|      | 600391.SH | 航发科技 | 下游    | 31%      | 11.1   | 8.4    | 7.6    | 67%      | 0.2    | 0.1    | -0.3   |
|      | 600316.SH | 洪都航空 | 下游    | 22%      | 15.8   | 13.0   | 21.3   | 79%      | 0.2    | 0.1    | 0.2    |
|      | 002389.SZ | 航天彩虹 | 下游    | -15%     | 6.3    | 7.4    | 5.7    | 153%     | 1.0    | 0.4    | 0.4    |
|      | 688297.SH | 中无人机 | 下游    | -11%     | 7.2    | 8.1    | 3.2    | 47%      | 1.5    | 1.0    | 0.5    |
| 航天   | 300455.SZ | 康拓红外 | 上游    | 62%      | 3.1    | 1.9    | 2.3    | 6%       | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|      | 300395.SZ | 菲利华  | 上游    | 8%       | 5.2    | 4.8    | 2.8    | 9%       | 1.7    | 1.6    | 1.1    |
|      | 600879.SH | 航天电子 | 中游    | 8%       | 51.8   | 50.4   | 39.7   | 8%       | 2.1    | 1.9    | 2.0    |
|      | 002338.SZ | 奥普光电 | 中游    | 24%      | 1.7    | 1.3    | 1.5    | 65%      | 0.3    | 0.2    | 0.1    |
|      | 002977.SZ | 火箭科技 | 中游    | -6%      | 0.7    | 1.6    | 1.1    | -34%     | 0.2    | 0.3    | 0.3    |
|      | 688311.SH | 盟升电子 | 中游    | 66%      | 1.9    | 1.2    | 1.5    | 125%     | 0.5    | 0.2    | 0.5    |
|      | 301050.SZ | 雷电微力 | 中游    | 13%      | 2.5    | 2.2    | 1.2    | 22%      | 1.1    | 0.9    | 0.4    |
| 舰船   | 600118.SH | 中国卫星 | 下游    | -42%     | 10.7   | 18.4   | 17.0   | -51%     | 0.9    | 1.8    | 1.0    |
|      | 300516.SZ | 久之洋  | 上游    | -2%      | 1.4    | 1.4    | 1.7    | -8%      | 0.1    | 0.1    | 0.2    |
|      | 300527.SZ | 中船应急 | 中游    | -73%     | 1.5    | 5.3    | 6.3    | -327%    | -1.3   | 0.6    | 0.1    |
|      | 300600.SZ | 国瑞科技 | 中游    | 11%      | 0.4    | 0.3    | 0.6    | 36%      | -0.1   | -0.2   | -2.3   |
|      | 300810.SZ | 中科海讯 | 中游    | -41%     | 0.3    | 0.6    | 0.8    | -10107%  | -0.3   | 0.0    | 0.1    |
|      | 600764.SH | 中国海防 | 中游    | -10%     | 9.2    | 10.2   | 11.2   | -42%     | 0.7    | 1.3    | 2.2    |
|      | 688132.SH | 邦彦技术 | 中游    | -38%     | 0.6    | 1.0    | 0.2    | -71%     | 0.0    | 0.2    | -0.1   |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

附表 2-2、重点标的 2023Q2 营收、归母净利润（亿元）及增速（续上表）

| 所属领域  | 证券代码      | 证券简称  | 产业链环节 | 营业收入     |        |        |        | 归母净利润    |        |        |        |
|-------|-----------|-------|-------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
|       |           |       |       | 2023Q2增速 | 2023Q2 | 2022Q2 | 2021Q2 | 2023Q2增速 | 2023Q2 | 2022Q2 | 2021Q2 |
| 地面兵装  | 300722.SZ | 新余国科  | 上游    | 21%      | 1.1    | 0.9    | 0.7    | 34%      | 0.3    | 0.2    | 0.1    |
|       | 300416.SZ | 苏试试验  | 上游    | 17%      | 5.3    | 4.6    | 3.9    | 18%      | 0.9    | 0.8    | 0.7    |
|       | 688282.SH | 理工导航  | 上游    | -99%     | 0.0    | 0.7    | 1.0    | -84%     | 0.0    | 0.2    | 0.3    |
|       | 600184.SH | 光电股份  | 中游    | 13%      | 7.2    | 6.3    | 7.2    | 73%      | 0.3    | 0.1    | 0.1    |
|       | 600435.SH | 北方导航  | 中游    | 6%       | 11.4   | 10.7   | 11.0   | 49%      | 1.2    | 0.8    | 0.8    |
|       | 688788.SH | 科思科技  | 中游    | -5%      | 0.9    | 0.9    | 3.4    | -127%    | -0.7   | -0.3   | 1.5    |
|       | 688084.SH | 晶品特装  | 中游    | 218%     | 0.5    | 0.1    | 0.5    | 250%     | 0.1    | -0.1   | 0.0    |
|       | 600967.SH | 内蒙一机  | 下游    | -18%     | 35.1   | 43.0   | 36.1   | -1%      | 2.2    | 2.2    | 2.0    |
| 通用配套  | 002414.SZ | 高德红外  | 上游    | 25%      | 6.1    | 4.9    | 11.9   | 12%      | 1.4    | 0.7    | 4.6    |
|       | 002465.SZ | 海格通信  | 上游    | 19%      | 18.4   | 15.5   | 15.7   | 12%      | 2.7    | 2.4    | 2.3    |
|       | 300101.SZ | 振芯科技  | 上游    | -19%     | 2.4    | 3.0    | 1.9    | -3%      | 0.6    | 0.9    | 0.4    |
|       | 002214.SZ | 大立科技  | 上游    | -22%     | 0.8    | 1.1    | 3.5    | -10%     | -0.6   | -0.1   | 1.6    |
|       | 002935.SZ | 天奥电子  | 上游    | -9%      | 2.9    | 3.2    | 3.0    | -3%      | 0.3    | 0.5    | 0.4    |
|       | 300593.SZ | 新雷能   | 上游    | -6%      | 3.9    | 4.1    | 3.4    | -2%      | 0.8    | 1.0    | 0.7    |
|       | 688272.SH | *ST富吉 | 上游    | 358%     | 0.6    | 0.1    | 1.0    | -5%      | -0.3   | -0.3   | 0.2    |
|       | 688511.SH | 天微电子  | 上游    | 44%      | 0.2    | 0.2    | 0.8    | 10%      | 0.1    | 0.0    | 0.5    |
|       | 601606.SH | 长城军工  | 中游    | -14%     | 4.2    | 4.9    | 3.4    | -5%      | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
|       | 603712.SH | 七一二   | 中游    | -6%      | 9.1    | 9.6    | 7.5    | -1%      | 1.8    | 1.8    | 1.4    |
|       | 002829.SZ | 星网宇达  | 中游    | -36%     | 1.3    | 2.0    | 1.0    | -5%      | 0.2    | 0.4    | 0.1    |
|       | 000547.SZ | 航天发展  | 中游    | -29%     | 6.1    | 8.6    | 12.8   | -9%      | -2.2   | 0.3    | 1.3    |
|       | 300045.SZ | 华力创通  | 中游    | 84%      | 1.3    | 0.7    | 1.9    | -4%      | -0.1   | -0.1   | 0.0    |
|       | 300762.SZ | 上海瀚讯  | 中游    | -58%     | 0.7    | 1.7    | 1.1    | -11%     | -0.1   | 0.4    | 0.1    |
|       | 688066.SH | 航天宏图  | 中游    | 28%      | 7.5    | 5.9    | 3.7    | 72%      | 1.0    | 0.6    | 0.5    |
|       | 688011.SH | 新光光电  | 中游    | -24%     | 0.3    | 0.4    | 0.5    | -15%     | -0.1   | 0.1    | 0.0    |
|       | 688081.SH | 兴图新科  | 中游    | -14%     | 0.1    | 0.2    | 0.7    | -2%      | -0.2   | -0.2   | 0.2    |
|       | 688636.SH | 智明达   | 中游    | 40%      | 2.4    | 1.7    | 1.2    | 2%       | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
|       | 688682.SH | 霍莱沃   | 中游    | 4%       | 0.6    | 0.6    | 0.4    | 18%      | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
|       | 300922.SZ | 天秦装备  | 中游    | -56%     | 0.2    | 0.4    | 0.7    | -9%      | 0.0    | 0.1    | 0.2    |
| 电子元器件 | 002413.SZ | 雷科防务  | 中游    | -11%     | 2.9    | 3.3    | 4.1    | 87%      | 1.2    | -0.2   | 0.4    |
|       | 300875.SZ | 捷强装备  | 中游    | 495%     | 0.7    | 0.1    | 0.4    | 48%      | -0.1   | -0.1   | 0.1    |
|       | 301302.SZ | 华如科技  | 中游    | 23%      | 1.7    | 1.4    | 0.8    | 55%      | 0.2    | -0.1   | -0.2   |
|       | 688175.SH | 高凌信息  | 中游    | -20%     | 1.5    | 1.8    | 1.4    | 10%      | 0.4    | 0.3    | 0.3    |
|       | 002179.SZ | 中航光电  | 上游    | 28%      | 54.2   | 42.2   | 32.8   | 24%      | 9.6    | 7.7    | 4.9    |
|       | 002025.SZ | 航天电器  | 上游    | 6%       | 18.4   | 15.6   | 12.2   | 41%      | 2.1    | 1.4    | 1.4    |
|       | 300447.SZ | 全信股份  | 上游    | 3%       | 2.5    | 2.6    | 2.4    | 33%      | 0.3    | 0.5    | 0.5    |
|       | 300726.SZ | 宏达电子  | 上游    | -34%     | 4.4    | 6.7    | 5.4    | -50%     | 1.4    | 2.7    | 2.3    |
|       | 603267.SH | 鸿远电子  | 上游    | -21%     | 5.4    | 6.9    | 6.6    | -47%     | 1.2    | 2.3    | 2.4    |
|       | 300123.SZ | 亚光科技  | 上游    | 10%      | 3.9    | 3.5    | 3.6    | 105%     | 0.0    | -0.4   | 0.3    |
|       | 603678.SH | 火炬电子  | 上游    | -6%      | 9.4    | 11.2   | 12.6   | -58%     | 1.3    | 3.0    | 2.9    |
|       | 000733.SZ | 振华科技  | 上游    | 3%       | 22.1   | 19.5   | 15.1   | 20%      | 8.0    | 6.7    | 2.7    |
|       | 002049.SZ | 紫光国微  | 上游    | 40%      | 21.9   | 15.6   | 13.4   | 21%      | 8.1    | 6.7    | 5.5    |
|       | 688776.SH | 国光电气  | 上游    | -7%      | 2.7    | 3.3    | 1.6    | -61%     | 0.3    | 0.7    | 0.5    |
|       | 001270.SZ | 铖昌科技  | 上游    | 33%      | 1.3    | 0.9    | 0.8    | 16%      | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
|       | 688270.SH | 臻镭科技  | 上游    | -5%      | 0.7    | 0.7    | 0.6    | -40%     | 0.3    | 0.4    | 0.3    |
|       | 688375.SH | 国博电子  | 上游    | 8%       | 12.2   | 11.3   | 7.7    | 19%      | 1.9    | 1.6    | 1.3    |
|       | 688053.SH | 思科瑞   | 上游    | -1%      | 0.5    | 0.8    | 0.7    | -59%     | 0.2    | 0.4    | 0.3    |
|       | 688439.SH | 振华风光  | 上游    | 30%      | 3.2    | 2.2    | 1.6    | 60%      | 1.3    | 0.8    | 0.7    |
|       | 688143.SH | 长盈通   | 上游    | -4%      | 0.8    | 0.9    |        | -27%     | 0.2    | 0.3    |        |

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

所统计的 103 个标的中，37 个标的属于军工集团旗下上市公司

- 其中 18 个单一来源采购为主标的，包括：
  - 10 个主机厂标的，即中直股份、中航西飞、航发动力、中国卫星、内蒙一机、航发科技、中航沈飞、航天彩虹、中无人机、洪都航空；
  - 其余 7 个非主机厂标的，即中航电子、中航高科、航发控制、航天电子、中船应急、光电股份、北方导航、中国海防。
- 另外 20 个非单一来源采购为主标的为航发控制、中航重机、烽火电子、西部超导、久之洋、新余国科、七一二、航天发展、海格通信、中航光电、航天电器、康拓红外、振华科技、江航装备、长城军工、紫光国微、宝钛股份、国博电子、振华风光、西部材料。

66 个非军工集团旗下标的为晨曦航空、爱乐达、新兴装备、景嘉微、安达维尔、中简科技、光威复材、三角防务、铂力特、钢研高纳、北摩高科、图南股份、抚顺特钢、广联航空、航亚科技、航宇科技、迈信林、派克新材、利君股份、奥普光电、天箭科技、盟升电子、雷电微力、菲利华、国瑞科技、中科海讯、苏试试验、科思科技、高德红外、星网宇达、振芯科技、华力创通、大立科技、上海瀚讯、航天宏图、中科星图、新光光电、天奥电子、兴图新科、智明达、霍莱沃、天秦装备、雷科防务、富吉瑞、天微电子、捷强装备、新雷能、全信股份、宏达电子、鸿远电子、亚光科技、火炬电子、立航科技、华秦科技、超卓航科、光启技术、邦德技术、理工导航、品品特装、华如科技、高凌信息、城昌科技、臻镭科技、思科瑞、长盈通、国光电气。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                   | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。<br>评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%                                     |
|                                                                                                                                                                             |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间                                 |
|                                                                                                                                                                             |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                 |
|                                                                                                                                                                             |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                     |
|                                                                                                                                                                             |      | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
|                                                                                                                                                                             | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                             |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                             |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

| 上海                       | 北京                              | 深圳                          |
|--------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135                | 邮编：100020                       | 邮编：518035                   |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn  | 邮箱：research@xyzq.com.cn         | 邮箱：research@xyzq.com.cn     |