

## “左侧”布局时机已到，静待东风再启航

——国防军工半年报业绩综述

军工行业

**推荐** (维持评级)

### 核心观点：

- **军工板块增收不增利，低于年初预期。** 2023H1 军工行业营收 2953.74 亿元 (YoY+11.52%)，归母净利润 231.80 亿元 (YoY+1.66%)。2023Q2 营收 1740.43 亿元 (YoY+14.17%)，归母净利 141.25 亿元 (YoY+5.55%)，增速不及预期。究其原因，首先，因中期调整等宏观因素影响，新签订单受到一定影响，同时部分产品交付及验收流程延长，确认收入时间延后；其次，因国产化要求、降价压力以及增值税补贴政策变化等因素，成本端上行；再次，在武器装备现代化驱动下，研发费用增长较快 (YoY+18.05%)，费用率上行 0.29pct；最后，应收账款和存货创历史新高，由此产生的减值损失高企，影响板块当期利润。
- **全年维度看，季度业绩增速或表现为前低后高。** 2023Q1 业绩增速约为-3.86%，扭转了季度业绩增速持续下行的态势，2023Q2 业绩增速约为 5.55%，环比呈加速趋势。随着中期调整落地，Q4 订单将逐步明朗，前期交付商品（存货转出）的收入确认有望提速，Q4 板块业绩同比增速或上台阶。预计全年分季度业绩增速表现为前低后高，2023 年全年营收和扣非归母净利润分别增长 14%和 6%。
- **主机厂和机加子板块表现亮眼。** 2023H1 军工子板块收入均实现两位数以上正增长，中游信息化、机加板块表现居前，收入增长分别为 20.4%和 20.9%。利润端来看，机加板块和总装厂板块表现居前，归母净利润分别增长 34.5%和 29.2%。从细分赛道来看，雷达/通信/电子对抗子板块表现较佳，收入和归母净利分别增长 8.5%和 35.9%。
- **投资建议：左侧布局时机已到，静待东风再启航。**【利空尽+待东风】短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q3 业绩预期偏弱等估值压制因素基本 priced in；其次，五年装备采购计划中期调整 Q3 将落地，订单 Q4 或可见，并提升板块业绩改善预期，左侧布局时机已到。【量和价】“量”和“价”是下半年影响军工板块业绩的两个重要因子，预计板块因“量”反弹，“价”的透明度滞后一个财报季，虽限制反弹高度，但不影响反弹时点，当前应适度积极。【布局期】年初至今军工板块调整充分，左侧布局时机已到，静待东风再启航，建议“五维度”配置：
  - **左侧布局标的**，西部超导、三角防务、紫光国微；
  - **新质新域**，包括无人装备供应商中无人机、航天电子，远火供应商北方导航，雷达/通信/电子对抗核心供应商臻镱科技、盟升电子，军工信息安全供应商邦彦技术；
  - **央企改革受益标的**，推荐中航电子、天奥电子、国睿科技、航发控制和航材股份等，关注航天系；
  - **国产化受益标的**，包括隆达股份、振华风光等；
  - **军贸受益标的**，包括航天南湖、航天彩虹等。
- **风险提示：**装备采购和行业产能扩张不及预期的风险。

### 分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

✉：huhaomiao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

### 行业数据

2023.9.11



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 相关研究

## 目录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>一、军工行业现景气波动，Q4 将迎边际改善</b> .....        | <b>2</b>  |
| (一) 利润表简析：Q2 业绩同比微增，毛利率承压.....            | 2         |
| (二) 资产负债表简析：存货和固定资产持续增长，需求拉动下行业景气度仍存..... | 5         |
| (三) 现金流量表简析：经营现金流恶化，回款压力加大.....           | 6         |
| <b>二、子行业受产业环境影响较大，表现有所分化</b> .....        | <b>7</b>  |
| (一) 前瞻分析：存货和合同负债.....                     | 7         |
| (二) 滞后分析：收入和利润端.....                      | 9         |
| <b>三、军工板块整体估值提升空间较大</b> .....             | <b>12</b> |
| (一) 当前共 164 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 3.13%.....  | 13        |
| (二) 军工板块估值低于估值中枢，上行空间依然较大.....            | 13        |
| (三) 军工新股跟踪.....                           | 15        |
| <b>四、投资建议：“左侧”布局时机已到，静待东风再启航</b> .....    | <b>17</b> |
| <b>五、风险提示</b> .....                       | <b>17</b> |
| <b>六、附录</b> .....                         | <b>18</b> |

提示：1、研究样本选取情况。首先，样本不包含 st 公司；其次，样本不包含大额商誉减值或资产减值的公司；再次，因中船集团旗下上市公司业绩波动较大，可比性较差，也予以剔除。至此，我们选取 157 家军工央企、地方军工国企和民营涉军上市公司作为分析样本。

2、对包括同一控制下资产重组在内的上市公司财务报表可比统计数据进行了手动调整。

3、选取财务三张表中的关键科目进行对比分析。

## 一、军工行业现景气波动，Q4 将迎边际改善

我们将 157 家军工集团央企上市公司视为整体，表征军工板块。不考虑关联交易因素，通过各科目简单加总得到军工板块的利润表、资产负债表，并进行比较分析。

### （一）利润表简析：Q2 业绩同比微增，毛利率承压

**2023Q2 军工行业收入实现较快增长，但毛利率和研发费用率压制了业绩增速**

2023H1 军工行业营收 2953.74 亿元，同比增长 11.52%，归母净利润 231.80 亿元，同比增加 1.66%。单季度来看，2023Q2 军工行业实现营收 1740.43 亿元，同比增长 14.17%，环比增长 43.44%，归母净利 141.25 亿元，同比增长 5.55%，环比增长 55.98%。整体表现为增速不及预期，且增收不增利。我们认为主要有以下原因：

- 因中期调整等宏观因素影响，行业整体表现为订单、竞标时间推迟，新签订单受到一定影响。同时，一部分产品交付以及客户验收流程延长，导致确认收入周期增加。
- 因国产化要求、下游降价压力以及增值税补贴政策变化等因素，行业成本端上行致毛利率由 21.97% 下滑至 21.21%，同比下降 0.75pct。
- 在武器装备现代化驱动下，行业更加关注研发对可持续发展的推动，研发费用增长较快 (YoY+18.05%)，费用率上行 0.29pct。
- 应收账款和存货分别较期初增长 48.12% 和 8.86%，创历史新高，由此产生的减值损失高企，影响军工板块当期利润。

我们认为主要除以上宏观、行业等方面因素影响外，还受到 2022 年高基数的影响。

表 1 军工板块利润表

| 科目(单位: 亿元) | 2023Q2   | 2022Q2   | 同比      | 环比       | 2023H1   | 2022H1   | 同比      |
|------------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|---------|
| 一、营业总收入    | 1,740.43 | 1,524.39 | 14.17%  | 43.44%   | 2,953.74 | 2,648.51 | 11.52%  |
| 二、营业总成本    |          |          |         |          |          |          |         |
| 其中: 营业成本   | 1,381.14 | 1,203.46 | 14.76%  | 46.00%   | 2,327.13 | 2,066.76 | 12.60%  |
| 毛利率        | 20.64%   | 21.05%   | -0.41%  | -1.39%   | 21.21%   | 21.97%   | -0.75%  |
| 毛利         | 359.29   | 320.93   | 11.95%  | 34.41%   | 626.61   | 581.75   | 7.71%   |
| 销售费用       | 27.56    | 22.58    | 22.05%  | 15.26%   | 51.46    | 44.16    | 16.55%  |
| 销售费用率      | 1.58%    | 1.48%    | 0.10%   | -0.39%   | 1.74%    | 1.67%    | 0.08%   |
| 管理费用       | 78.99    | 68.43    | 15.42%  | 11.67%   | 149.72   | 135.31   | 10.65%  |
| 管理费用率      | 4.54%    | 4.49%    | 0.05%   | -1.29%   | 5.07%    | 5.11%    | -0.04%  |
| 财务费用       | (8.39)   | (6.00)   | -56.97% | -415.08% | (5.72)   | (1.43)   | -56.97% |
| 财务费用率      | -0.48%   | -0.39%   | -0.09%  | -0.70%   | -0.19%   | -0.05%   | -0.14%  |
| 期间费用       | 98.16    | 85.01    | 15.46%  | 0.88%    | 195.46   | 178.03   | 9.79%   |
| 期间费用率      | 5.64%    | 5.58%    | 0.06%   | -2.38%   | 6.62%    | 6.72%    | -0.10%  |
| 研发费用       | 90.99    | 77.41    | 17.54%  | 39.18%   | 156.36   | 132.45   | 18.05%  |
| 研发费用率      | 5.23%    | 5.08%    | 0.15%   | -0.16%   | 5.29%    | 5.00%    | 0.29%   |
| 三、营业利润     | 163.45   | 157.69   | 3.66%   | 54.44%   | 269.29   | 269.19   | 0.03%   |
| 四、净利润      | 149.12   | 139.81   | 6.66%   | 61.23%   | 241.61   | 236.23   | 2.28%   |
| 净利润率       | 8.57%    | 9.17%    | -0.60%  | 0.95%    | 8.18%    | 8.92%    | -0.74%  |
| 归母净利润      | 141.25   | 133.82   | 5.55%   | 55.98%   | 231.80   | 228.00   | 1.66%   |
| 扣非归母净利润    | 121.25   | 121.10   | 0.12%   | 52.39%   | 200.82   | 202.40   | -0.78%  |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

环比来看, 行业增长快速, 我们认为主要因军工行业收入确认的季节性波动, 年中、年底通常为订单集中确认期, 因此 2023Q2 营收环比增幅较大 (QoQ+43.44%), 符合行业规律。我们认为随着各集团均衡生产计划的推进, 行业季度性差异或将缩小, 未来季度间可比性有望改善。此外, 归母净利润环比增速高于收入增速, 我们认为与行业在 Q2 实施严格的费用控制, 提质增效有关。23Q2 行业期间费用率 (不含研发) 5.64%, 环比减少 2.38pct。

#### 从盈利能力角度看, 板块毛利率有所下滑, 费用管控能力提升

利润端, 因装备需求放量叠加国产化要求提升, 军工企业“以价换量”成大势所趋, 元器件等环节国产化率提升挤压中下游毛利率, 行业毛利率有所下滑。展望未来, 批量生产带来的规模效应将逐步显现, 而上游国产零部件上量, 价格下行也有利于中下游毛利率的改善。随着中期调整进入尾声, 装备需求再次放量可期, 未来两年行业整体毛利率有望逐步触底, 并达到新的稳态水平。

2023H1 期间费用率 (不包含研发费用) 为 6.62%, 同比下降 0.10pct, 费用管控能力持续改善, 其中财务费用同比减少 56.97%, 财务费用率减少 0.14pct。2023Q2 期间费用率 (不包含研发费用) 5.64%, 同比上升 0.06pct, 其中研发费用上涨幅度较大, 研发费用率同比增加 0.15pct。各项费用收入占比持续降低, 显示板块规模效应仍存, 费用管控能力有所提升。

2023H1 行业研发费用同比增长 18.05%, 研发费用率 5.29%, 同比增长 0.29pct, 其中

2023Q2 研发费用同比提高 17.54%，研发费用率 5.23%，同比增加 0.15pct。研发费用增长超过同期营收增速，表明军工企业对科技创新的重视，研发实力不断积聚有望为未来贡献持续推动力。另外，在行业景气上行背景下，板块盈利水平创新高，多数企业研发支出的费用化比例提升。

**从成长能力角度看，上半年业绩逐季好转，Q4 业绩增速有望上台阶**

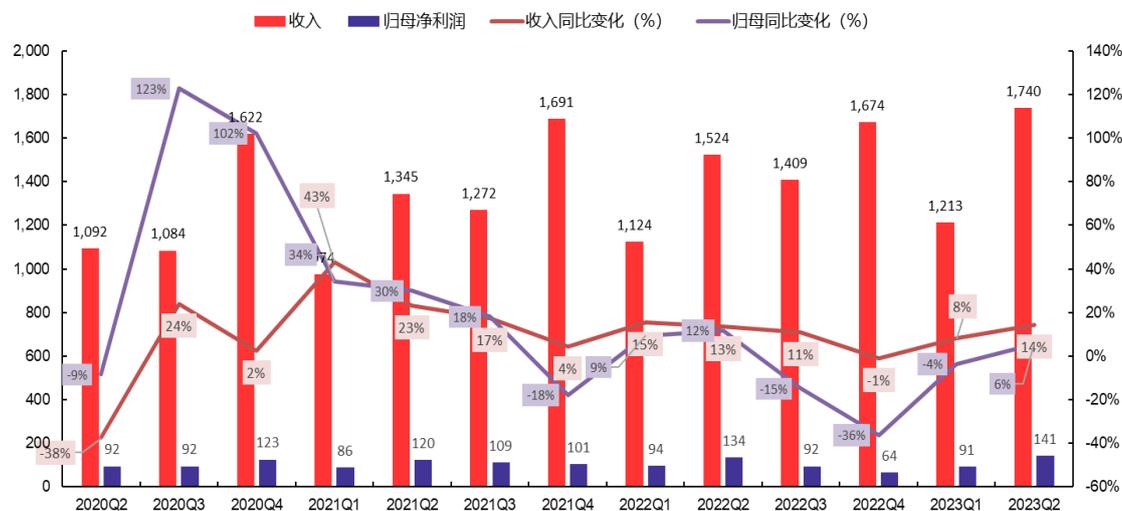
2023Q1 业绩增速约为-3.86%，扭转了季度业绩增速持续下行的态势，2023Q2 业绩增速约为 5.55%，环比呈加速趋势。我们认为，随着中期调整落地，Q4 订单将逐步明朗，前期交付商品（存货转出）的收入确认有望提速，Q4 板块业绩同比增速或上台阶。

**图 1 2020H1-2023H1 军工板块经营情况**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**图 2 2020H1-2023H1 军工板块单季度经营情况**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 23 年全年维度看，季度业绩增速或表现为前低后高

国际局势日趋紧张，扩军备战依然迫在眉睫。五年规划中期调整渐近尾声，随着后期订单逐步明朗，军工板块景气度将迎明显改善，全年季度业绩增速将表现为前低后高，整体业绩增长或超预期。我们预计 2023 年全年营收和扣非归母净利润分别增长 14%和 6%。

## （二）资产负债表简析：存货和固定资产持续增长，需求拉动下行业景气度仍存

分析资产负债表中各科目，2023Q2 军工板块总资产 13268.05 亿元，总负债 6143.86 亿元，资产负债率 46.31%，相比 2023 年年初减少 0.50pct。

表 2 军工板块资产负债表

| 科目(单位: 亿元)    | 2023Q2           | 2023 年初          | 相较期初         | 2023Q2           | 2023Q1           | 环比           |
|---------------|------------------|------------------|--------------|------------------|------------------|--------------|
| <b>一、资产总计</b> | <b>13,268.05</b> | <b>12,458.12</b> | <b>6.50%</b> | <b>13,268.05</b> | <b>12,723.77</b> | <b>4.28%</b> |
| 总资产周转率        | 0.23             | 0.48             | -0.25        | 0.23             | 0.10             | 0.13         |
| <b>流动资产</b>   |                  |                  |              |                  |                  |              |
| 货币资金          | 2,230.74         | 2,644.77         | -15.65%      | 2,230.74         | 2,404.08         | -7.21%       |
| 应收票据          | 443.34           | 705.52           | -37.16%      | 443.34           | 588.42           | -24.66%      |
| 应收账款          | 2,933.14         | 1,980.21         | 48.12%       | 2,933.14         | 2,263.61         | 29.58%       |
| 应收账款周转率       | 1.20             | 3.05             | -1.85        | 1.20             | 0.57             | 0.63         |
| 合同资产          | 162.05           | 150.01           | 8.03%        | 162.05           | 135.91           | 19.24%       |
| 存货            | 2,611.54         | 2,399.02         | 8.86%        | 2,611.54         | 2,582.03         | 1.14%        |
| 存货周转率         | 0.93             | 1.98             | -1.05        | 0.93             | 0.38             | 0.55         |
| <b>非流动资产</b>  |                  |                  |              |                  |                  |              |
| 固定资产          | 1,815.66         | 1,710.95         | 6.12%        | 1,815.66         | 1,706.61         | 6.39%        |
| 在建工程          | 392.32           | 364.89           | 7.52%        | 392.32           | 3.10             | 12548.62%    |
| 商誉            | 192.03           | 189.71           | 1.22%        | 192.03           | 189.95           | 1.10%        |
| <b>二、负债总计</b> | <b>6,143.86</b>  | <b>5,831.36</b>  | <b>5.36%</b> | <b>6,143.86</b>  | <b>5,965.15</b>  | <b>3.00%</b> |
| 资产负债率         | 46.31%           | 46.81%           | -0.50%       | 46.31%           | 46.88%           | -0.58%       |
| <b>流动负债</b>   |                  |                  |              |                  |                  |              |
| 短期借款          | 622.08           | 533.93           | 16.51%       | 622.08           | 562.30           | 10.63%       |
| 应付票据及应付账款     | 3,026.05         | 2,684.24         | 12.73%       | 3,026.05         | 2,882.94         | 4.96%        |
| 预收账款          | 1.98             | 1.56             | 26.57%       | 1.98             | 1.43             | 38.80%       |
| 合同负债          | 1,005.84         | 1,158.09         | -13.15%      | 1,005.84         | 1,123.78         | -10.50%      |
| <b>非流动负债</b>  |                  |                  |              |                  |                  |              |
| 长期借款          | 446.84           | 352.82           | 26.65%       | 446.84           | 405.89           | 10.09%       |
| <b>三、股东权益</b> | <b>7,124.19</b>  | <b>6,626.76</b>  | <b>7.51%</b> | <b>7,124.19</b>  | <b>6,758.62</b>  | <b>5.41%</b> |
| 权益乘数          | 1.86             | 1.88             | -0.02        | 1.86             | 1.88             | -0.02        |
| 净资产收益率        | 3.62%            | 6.40%            | -2.78%       | 3.62%            | 1.46%            | 2.16%        |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 资产项下：

2023Q2 应收账款余额为 2933.14 亿元，较期初增长 48.12%，较 2023Q1 增长 29.58%。应收账款高企，信用减值损失走高，我们认为与中期调整期间产品交付、收入确认延迟有关。然而鉴于行业下游多为信用良好的军方客户，应收账款坏账风险较小。

2023Q2 存货余额较期初增长 8.86%，较 2023Q1 增长 1.14%。我们认为，首先，军工企业生产经营计划性较强，存货与在手订单有一定关联，存货的快速增长多为需求牵引下，企业主动加大备货力度，应对订单增长的表现。其次，因五年规划中期调整带来的订单不确定性，23H1 军工行业整体产品交付低于预期，部分被动存货也成为存货增长的原因之一。此外，2023Q2 固定资产 1815.66 亿，在建工程 392.32 亿，分别较期初增长 6.12%和 7.52%，呈现持续增长态势，反映板块企业为应对下游需求增长，产能扩张在路上。

#### 负债项下：

2023Q2 合同负债 1005.84 亿元，较 2023Q1 减少 10.50%，较期初减少 13.15%，或因季度间产品交付和新签订单此消彼长的共同作用，叠加中期调整对新订单落地的消极影响。此外，23Q2 可观测到长期借款的快速增长（较 23 年年初+26.65%），或为企业加大资本开支和应对应收账款高企对现金流冲击而进行的长期财务安排。

### （三）现金流量表简析：经营现金流恶化，回款压力加大

分析现金流量表中主要科目，2023Q2 经营现金流为负，同比下降 227.24%，2023Q2 环比 2023Q1 环比减少 69.67%，现金流呈现恶化趋势。我们认为，造成经营活动现金流紧张的主要原因是 23H1 交付验收不及预期情况下，行业整体应收账款快速增长，回款恶化。与此同时，为了应对潜在需求，公司备产备货节奏并未减少，两因素共同影响经营现金流表现。

表 3 军工板块现金流量表

| 科目（单位：亿元）     | 2023Q2  | 2022Q2 | 同比       | 环比      | 2023H1  | 2022H1  | 同比       |
|---------------|---------|--------|----------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -308.47 | 242.43 | -227.24% | -69.67% | -490.28 | -54.24  | -803.93% |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -72.20  | -67.25 | -7.36%   | 64.03%  | -272.93 | -343.66 | 20.58%   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 135.37  | 5.15   | 2527.92% | 43.34%  | 229.81  | 201.85  | 13.86%   |
| 企业自由现金流       | -34.29  | 115.50 | -129.68% | 74.98%  | -171.32 | -97.73  | -75.31%  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、子行业受产业环境影响较大，表现有所分化

提示：1、研究样本选取情况。我们将军工板块按两种分类方式，首先按照**产业链上中下游分类**：分为下游军工总装厂、中游军工信息化和机加工板块、上游军工新材料和军工元器件共 5 个子板块（详见附录）；其次，按照所在**景气赛道分类**：航空航发产业链、导弹产业链、无人机产业链、雷达&电子对抗板块、卫星互联网&北斗板块、新域新质&国产化受益标的、国企改革预期标的。

2、我们选取营业收入、归母净利润和存货、预收账款四个反映企业经营状况的财务指标；

3、不考虑关联交易，通过整体法对子板块进行分析。

### （一）前瞻分析：存货和合同负债

存货的增加包括主动增加存货和被动增加存货两种情况，军工行业在“十四五”期间将处于景气向上的周期阶段。随着市场需求的逐步释放，军工行业存货增加大概率属于行业主体的主动备货行为，并有望转化为未来营收的增加。而疫情期间和“十四五”中期调整期间则相反，被动增加存货较为普遍。预收账款的增加则直接反映了行业下游客户的需求强度，营收增长确定性较强。

#### 1、产业链上下游分析

从上下游分析看，除元器件外，2023H1 年军工行业全产业链**存货**相比期初均实现一定增长，其中上游新材料和中游信息化板块增长较快，分别较期初增长 9.4%和 11.2%，行业主动补库意愿较强。环比来看，产业链各环节 23Q2 相比 23Q1 各有增减，其中军工元器件、总装厂环比出现下降，分别下降 8.3%和 2.5%，而军工信息化和新材料存货皆有所上涨。

表 4 军工上下游存货和合同负债情况（亿元）

|           | 存货     |        |       |       |       | 合同负债   |        |       |        |        |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|           | 2023H1 | 2023Q1 | 2022  | 环比    | 相较期初  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022  | 环比     | 相较期初   |
| 军工总装厂     | 982.5  | 1007.5 | 909.1 | -2.5% | 8.1%  | 682.5  | 816.1  | 856.7 | -16.4% | -20.3% |
| 军工信息化/分系统 | 763.8  | 711.7  | 686.9 | 7.3%  | 11.2% | 101.9  | 87.9   | 101.3 | 15.9%  | 0.6%   |
| 机加工板块     | 66.5   | 66.5   | 65.9  | -0.1% | 0.9%  | 8.1    | 9.9    | 10.0  | -19.0% | -19.7% |
| 军工新材料     | 172.5  | 168.8  | 157.8 | 2.2%  | 9.4%  | 13.8   | 13.7   | 16.4  | 1.2%   | -15.3% |
| 军工元器件     | 132.2  | 144.1  | 144.7 | -8.3% | -8.6% | 6.7    | 8.4    | 13.1  | -19.8% | -48.6% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**合同负债方面**，除信息化板块外，全行业 2023H1 相较期初皆有所下降，其中新材料和机加工板块变动较小，分别下降 15.3%和 19.7%。上游元器件端、下游总装厂分别大幅下降 48.6%和 20.3%。

我们认为全行业合同负债的下滑与存量订单消耗和新增订单不足有关，其中元器件因订单周期和交付周期较短，因此合同负债最先消耗；而总装厂直接对接最终客户，合同负债下

降或直接表明 23H1 新增需求乏力。环比来看，军工信息化和新材料较 23Q1 水平有所提升。

主机厂中，航天彩虹合同负债水平亮眼，相较期初提升 1215.6%，主要系收到无人机货款所致，军用无人机领域高景气凸显。

表 5 军工下游总装厂合同负债情况（亿元）

|           |      | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022   | 环比     | 相较期初    |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 000768.SZ | 中航西飞 | 190.00 | 192.38 | 228.62 | -1.2%  | -16.9%  |
| 600038.SH | 中直股份 | 17.20  | 13.79  | 11.53  | 24.7%  | 49.2%   |
| 600760.SH | 中航沈飞 | 91.39  | 184.72 | 221.09 | -50.5% | -58.7%  |
| 600967.SH | 内蒙一机 | 25.89  | 43.95  | 54.03  | -41.1% | -52.1%  |
| 600685.SH | 中船防务 | 130.29 | 125.89 | 119.80 | 3.5%   | 8.8%    |
| 600118.SH | 中国卫星 | 12.17  | 9.85   | 10.87  | 23.6%  | 12.0%   |
| 002389.SZ | 航天彩虹 | 1.29   | 0.14   | 0.10   | 834.3% | 1215.6% |
| 600893.SH | 航发动力 | 161.75 | 190.18 | 155.42 | -15.0% | 4.1%    |
| 600316.SH | 洪都航空 | 52.51  | 55.18  | 55.21  | -4.8%  | -4.9%   |
| 合计        |      | 682.48 | 816.08 | 856.67 | -16.4% | -20.3%  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2、细分板块分析

从细分赛道来看，2023H1 除导弹产业链存货同比微降外，各板块皆有一定幅度上升，我们认为有两方面因素共同影响：1) 板块企业对未来订单情况的信心，并因此适当储备原材料；2) 因宏观和产业环境变化，部分订单尚未交付，存货增加。

合同负债 2023H1 多板块持续走弱。

表 6 军工细分赛道存货和合同负债情况（亿元）

|            | 存货     |        |       |       |       | 合同负债   |        |       |        |        |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|            | 2023H1 | 2023Q1 | 2022  | 环比    | 相较期初  | 2023H1 | 2023Q1 | 2022  | 环比     | 相较期初   |
| 航空/航发产业链   | 750.3  | 729.8  | 663.2 | 2.8%  | 13.1% | 330.6  | 457.4  | 460.8 | -27.7% | -28.3% |
| 导弹产业链      | 151.2  | 158.2  | 159.0 | -4.4% | -4.9% | 10.4   | 14.1   | 18.7  | -26.3% | -44.5% |
| 雷达/电子对抗    | 59.7   | 60.6   | 53.9  | -1.4% | 10.8% | 5.2    | 8.0    | 7.7   | -34.3% | -32.0% |
| 无人机        | 221.0  | 217.2  | 213.5 | 1.7%  | 3.5%  | 26.2   | 28.4   | 34.8  | -7.8%  | -24.8% |
| 卫星互联网和北斗板块 | 40.3   | 40.3   | 36.4  | -0.2% | 10.7% | 4.4    | 5.5    | 5.8   | -19.6% | -23.6% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）滞后分析：收入和利润端

### 1、产业链上下游分析

从收入端来看，2023H1 产业链收入均实现两位数以上正增长，中游信息化、机加板块表现居前，收入增长分别为 20.41%和 20.92%。从利润端来看，机加板块和总装厂板块表现居前，归母净利分别增长 34.51%和 29.22%。

中游军工信息化和上游元器件、新材料领域利润增速较收入增速收窄，我们认为主要原因是相关企业受上下游双重压制：1) 原材料价格上涨；2) 军品增值税取消导致中游和上游企业冲击最大；3) 产品价格下降压力。

总装厂和机加板块增收更增利，规模效应明显。

表 7 产业链收入和利润情况（亿元）

|               | 单季度收入 |       |       | 单季度归母净利润 |      |       | H1 收入  |        |        | H1 归母净利润 |      |        |
|---------------|-------|-------|-------|----------|------|-------|--------|--------|--------|----------|------|--------|
|               | 23Q2  | 22Q2  | YoY   | 23Q2     | 22Q2 | YoY   | 23H1   | 22H1   | YOY    | 23H1     | 22H1 | YOY    |
| 军工总装厂         | 768.9 | 603.4 | 27.4% | 29.0     | 21.5 | 34.9% | 1189.1 | 1025.7 | 15.93% | 41.7     | 32.3 | 29.22% |
| 军工信息化/<br>分系统 | 446.9 | 344.1 | 29.9% | 47.4     | 47.5 | -0.1% | 742.9  | 617.0  | 20.41% | 78.6     | 80.9 | -2.82% |
| 机加工板块         | 55.9  | 47.5  | 17.7% | 10.6     | 7.7  | 36.7% | 102.2  | 84.5   | 20.92% | 18.7     | 13.9 | 34.51% |
| 军工新材料         | 117.6 | 106.6 | 10.3% | 17.2     | 16.8 | 2.6%  | 227.1  | 200.5  | 13.30% | 33.2     | 31.7 | 4.66%  |
| 军工元器件         | 137.9 | 123.9 | 11.3% | 28.2     | 28.1 | 0.6%  | 260.4  | 229.3  | 13.56% | 54.3     | 51.6 | 5.15%  |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 2、细分板块持续分化

表 8 赛道收入和利润情况（亿元）

|                | 单季度收入 |       |       | 单季度归母净利润 |       |       | H1 收入  |        |        | H1 归母净利润 |       |         |
|----------------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|--------|--------|--------|----------|-------|---------|
|                | 23Q2  | 22Q2  | YoY   | 23Q2     | 22Q2  | YoY   | 23H1   | 22H1   | YOY    | 23H1     | 22H1  | YOY     |
| 航空/航发产业链       | 453.8 | 391.3 | 16.0% | 43.68    | 37.83 | 15.5% | 769.7  | 672.4  | 14.46% | 76.3     | 66.4  | 14.82%  |
| 导弹产业链          | 62.03 | 54.32 | 14.2% | 9.71     | 8.28  | 17.3% | 112.09 | 104.01 | 7.8%   | 16.69    | 17.91 | -6.8%   |
| 雷达/通信/电子对抗     | 28.2  | 26.4  | 7.0%  | 6.18     | 4.06  | 52.1% | 47.3   | 43.6   | 8.54%  | 9.0      | 6.6   | 35.90%  |
| 无人机            | 67.6  | 67.9  | -0.4% | 5.09     | 3.80  | 33.7% | 123.4  | 121.7  | 1.43%  | 7.7      | 7.2   | 7.77%   |
| 卫星互联网和北斗<br>板块 | 33.9  | 27.9  | 21.6% | 3.97     | 4.18  | -5.0% | 56.2   | 46.1   | 22.01% | 4.7      | 5.2   | -10.25% |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### (1) 航空/航发产业链

板块业绩整体较为稳健，23H1 收入增长 14.5%，归母净利润同比增长 14.8%，其中 Q2 单季收入同比增长 16.0%，归母净利增长 15.5%。其中：主机厂方面，中航沈飞 23H1 营收 231.5 亿元，净利润 14.93 亿元，同比分别增加 16.8%和 33.5%，经营形势向好。洪都航空因交付产品数量减少，23H1 收入和利润增速有所下滑。

表 9 航空/航发产业链业绩情况 (亿元)

|           | 单季度收入         |               |              | 单季度归母净利润     |              |              | H1 收入         |               |              | H1 归母净利润     |              |              |
|-----------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 23Q2          | 22Q2          | YoY          | 23Q2         | 22Q2         | YoY          | 23H1          | 22H1          | YOY          | 23H1         | 22H1         | YOY          |
| 西部超导      | 11.90         | 11.97         | -0.6%        | 2.13         | 3.37         | -36.9%       | 21.12         | 20.84         | 1.3%         | 4.21         | 5.52         | -23.8%       |
| 航发科技      | 11.08         | 8.43          | 31.5%        | 0.23         | 0.14         | 66.6%        | 18.50         | 15.94         | 16.0%        | 0.12         | -0.11        | 215.4%       |
| 中复神鹰      | 4.87          | 4.03          | 20.9%        | 0.90         | 1.02         | -11.9%       | 10.56         | 8.63          | 22.4%        | 2.21         | 2.20         | 0.5%         |
| 中简科技      | 1.09          | 1.42          | -23.4%       | 0.61         | 0.94         | -35.3%       | 3.16          | 3.15          | 0.2%         | 2.09         | 1.85         | 13.3%        |
| 中航重机      | 31.64         | 30.13         | 5.0%         | 5.07         | 3.52         | 43.8%        | 55.04         | 50.77         | 8.4%         | 7.77         | 5.60         | 38.7%        |
| 三角防务      | 6.15          | 4.84          | 27.1%        | 2.03         | 1.60         | 27.0%        | 12.74         | 9.12          | 39.7%        | 4.21         | 3.01         | 39.8%        |
| 航发控制      | 13.93         | 13.38         | 4.2%         | 2.06         | 1.94         | 6.3%         | 27.34         | 25.48         | 7.3%         | 4.50         | 4.08         | 10.3%        |
| 派克新材      | 10.38         | 6.46          | 60.6%        | 1.55         | 1.22         | 27.1%        | 19.81         | 12.57         | 57.5%        | 2.98         | 2.29         | 30.0%        |
| 光威复材      | 6.67          | 7.24          | -7.8%        | 2.42         | 2.98         | -18.9%       | 12.24         | 13.14         | -6.9%        | 4.13         | 5.06         | -18.3%       |
| 中航高科      | 11.60         | 11.44         | 1.5%         | 2.17         | 1.85         | 17.4%        | 24.12         | 22.99         | 4.9%         | 5.51         | 4.76         | 15.9%        |
| 中航沈飞      | 139.75        | 120.09        | 16.4%        | 8.51         | 6.07         | 40.2%        | 231.50        | 198.12        | 16.8%        | 14.93        | 11.19        | 33.5%        |
| 华泰科技      | 1.95          | 1.28          | 52.2%        | 0.95         | 0.65         | 47.1%        | 3.82          | 2.70          | 41.2%        | 1.84         | 1.24         | 48.1%        |
| 航发动力      | 116.24        | 94.06         | 23.6%        | 6.37         | 5.85         | 8.9%         | 177.75        | 148.06        | 20.1%        | 7.25         | 6.51         | 11.3%        |
| 图南股份      | 3.59          | 2.49          | 43.9%        | 0.95         | 0.77         | 23.8%        | 6.90          | 4.61          | 49.5%        | 1.79         | 1.17         | 52.4%        |
| 钢研高纳      | 8.44          | 6.19          | 36.4%        | 0.94         | 0.63         | 48.7%        | 14.65         | 11.41         | 28.4%        | 1.54         | 1.25         | 23.7%        |
| 隆达股份      | 3.49          | 2.87          | 21.7%        | 0.32         | 0.35         | -10.1%       | 5.92          | 4.82          | 22.9%        | 0.58         | 0.51         | 12.2%        |
| 宝钛股份      | 18.34         | 17.94         | 2.2%         | 2.44         | 1.64         | 48.3%        | 37.09         | 33.78         | 9.8%         | 3.81         | 3.58         | 6.4%         |
| 洪都航空      | 15.78         | 12.95         | 21.8%        | 0.16         | 0.09         | 79.1%        | 17.16         | 20.19         | -15.0%       | 0.07         | 0.14         | -48.8%       |
| 抚顺特钢      | 22.12         | 19.93         | 11.0%        | 0.97         | 0.98         | -1.0%        | 42.21         | 38.15         | 10.6%        | 1.57         | 1.83         | -14.3%       |
| 新兴装备      | 0.82          | 0.31          | 163.4%       | 0.19         | -0.15        | 228.9%       | 1.26          | 1.08          | 16.8%        | 0.07         | -0.05        | 237.5%       |
| 北摩高科      | 3.08          | 2.74          | 12.4%        | 1.14         | 0.56         | 103.4%       | 6.23          | 6.43          | -3.1%        | 2.49         | 2.10         | 18.2%        |
| 中航电测      | 5.15          | 5.32          | -3.3%        | 0.78         | 1.00         | -21.7%       | 8.73          | 9.42          | -7.3%        | 1.01         | 1.25         | -19.3%       |
| <b>合计</b> | <b>453.84</b> | <b>391.29</b> | <b>16.0%</b> | <b>43.68</b> | <b>37.83</b> | <b>15.5%</b> | <b>769.66</b> | <b>672.41</b> | <b>14.5%</b> | <b>76.29</b> | <b>66.44</b> | <b>14.8%</b> |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (2) 导弹产业链

23H1 整体收入 112.1 亿，同比增长 7.8%，归母净利润 16.69 亿，同比下滑 6.8%，其中 Q2 收入 62.0 亿，同比增长 14.2%，归母净利 9.7 亿，同比增长 17.3%。

表 10 导弹产业链业绩情况 (亿元)

|           | 单季度收入        |              |              | 单季度归母净利润    |             |              | H1 收入         |               |             | H1 归母净利润     |              |              |
|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|           | 23Q2         | 22Q2         | YoY          | 23Q2        | 22Q2        | YoY          | 23H1          | 22H1          | YOY         | 23H1         | 22H1         | YOY          |
| 北方导航      | 11.38        | 10.71        | 6.2%         | 1.22        | 0.82        | 49.6%        | 17.22         | 16.47         | 4.6%        | 1.47         | 1.17         | 25.4%        |
| 新雷能       | 3.90         | 4.15         | -6.0%        | 0.77        | 0.98        | -22.0%       | 8.87          | 8.86          | 0.2%        | 1.90         | 1.85         | 2.8%         |
| 超卓航科      | 0.55         | 0.31         | 76.3%        | 0.06        | 0.11        | -43.5%       | 1.15          | 0.74          | 55.6%       | 0.27         | 0.36         | -24.5%       |
| 智明达       | 2.37         | 1.70         | 39.7%        | 0.42        | 0.41        | 1.8%         | 3.06          | 2.71          | 12.9%       | 0.40         | 0.50         | -18.9%       |
| 盛路通信      | 3.93         | 3.65         | 7.7%         | 0.75        | 0.61        | 22.0%        | 7.38          | 7.45          | -0.9%       | 1.48         | 1.24         | 20.0%        |
| 高德红外      | 6.14         | 4.90         | 25.3%        | 1.44        | 0.65        | 120.4%       | 10.57         | 12.31         | -14.2%      | 2.07         | 3.77         | -45.0%       |
| 睿创微纳      | 9.94         | 6.42         | 54.9%        | 1.76        | 0.98        | 79.2%        | 17.84         | 10.87         | 64.2%       | 2.58         | 1.12         | 129.0%       |
| 鸿远电子      | 5.45         | 6.89         | -20.9%       | 1.21        | 2.27        | -46.5%       | 9.80          | 13.92         | -29.6%      | 2.23         | 4.86         | -54.1%       |
| 航天电器      | 18.38        | 15.60        | 17.8%        | 2.08        | 1.45        | 43.7%        | 36.20         | 30.69         | 18.0%       | 4.28         | 3.04         | 40.9%        |
| <b>合计</b> | <b>62.03</b> | <b>54.32</b> | <b>14.2%</b> | <b>9.71</b> | <b>8.28</b> | <b>17.3%</b> | <b>112.09</b> | <b>104.01</b> | <b>7.8%</b> | <b>16.69</b> | <b>17.91</b> | <b>-6.8%</b> |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (3) 雷达通信板块

因亚光科技 2022H1 基数较低, 23H1 贡献较大增速。若剔除亚光科技, 板块 23H1 合计营收 43.43 亿元 (YoY+5.8%), 归母净利润 9.03 (YoY+17.1%)。

表 11 雷达/通信/电子对抗业绩情况 (亿元)

|           | 单季度收入        |              |             | 单季度归母净利润    |             |              | H1 收入        |              |             | H1 归母净利润    |             |              |
|-----------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
|           | 23Q2         | 22Q2         | YoY         | 23Q2        | 22Q2        | YoY          | 23H1         | 22H1         | YOY         | 23H1        | 22H1        | YOY          |
| 国博电子      | 12.24        | 11.32        | 8.2%        | 1.93        | 1.62        | 19.1%        | 19.21        | 17.36        | 10.7%       | 3.09        | 2.62        | 17.7%        |
| 振芯科技      | 2.43         | 2.99         | -18.7%      | 0.59        | 0.95        | -38.3%       | 4.35         | 5.00         | -13.0%      | 1.10        | 1.63        | -32.7%       |
| 雷电微力      | 2.46         | 2.18         | 12.9%       | 1.05        | 0.87        | 21.7%        | 4.91         | 4.43         | 10.9%       | 1.95        | 1.94        | 0.7%         |
| 臻镭科技      | 0.70         | 0.74         | -5.4%       | 0.26        | 0.43        | -39.5%       | 1.11         | 1.05         | 6.1%        | 0.34        | 0.50        | -33.5%       |
| 纳睿雷达      | 0.37         | 0.20         | 84.4%       | 0.11        | 0.11        | -1.5%        | 0.72         | 0.47         | 52.9%       | 0.19        | 0.18        | 6.0%         |
| 铖昌科技      | 1.25         | 0.94         | 32.9%       | 0.52        | 0.45        | 16.4%        | 1.65         | 1.14         | 44.4%       | 0.65        | 0.56        | 16.2%        |
| 雷科防务      | 2.93         | 3.30         | -11.2%      | 1.18        | -0.15       | 874.5%       | 5.94         | 6.60         | -10.0%      | 1.35        | 0.11        | 1149.6%      |
| 海兰信       | 1.65         | 2.39         | -30.8%      | 0.02        | 0.37        | -94.6%       | 3.17         | 3.72         | -14.6%      | 0.07        | 0.08        | -13.8%       |
| 亚光科技      | 3.90         | 3.53         | 10.4%       | 0.02        | -0.44       | -105.2%      | 7.08         | 6.26         | 13.1%       | 0.07        | -0.99       | 107.1%       |
| 盟升电子      | 1.93         | 1.17         | 65.5%       | 0.51        | 0.22        | 124.9%       | 2.34         | 1.29         | 81.6%       | 0.31        | 0.10        | 208.9%       |
| <b>合计</b> | <b>29.85</b> | <b>28.74</b> | <b>3.9%</b> | <b>6.20</b> | <b>4.43</b> | <b>39.9%</b> | <b>50.51</b> | <b>47.33</b> | <b>6.7%</b> | <b>9.10</b> | <b>6.73</b> | <b>35.3%</b> |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (4) 无人装备板块

23H1 整体收入 123.44 亿, 同比增长 1.4%, 归母净利润 7.73 亿, 同比增长 7.8%, 其中 Q2 收入 67.6 亿, 同比下滑 0.4%, 归母净利 5.09 亿, 同比增长 33.7%。其中, 航天电子、航天彩虹和中无人机对板块营收和利润贡献较大。

表 12 无人机业绩情况 (亿元)

|           | 单季度收入        |              |              | 单季度归母净利润    |             |              | H1 收入         |               |             | H1 归母净利润    |             |             |
|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|           | 23Q2         | 22Q2         | YoY          | 23Q2        | 22Q2        | YoY          | 23H1          | 22H1          | YOY         | 23H1        | 22H1        | YOY         |
| 航天彩虹      | 6.28         | 7.42         | -15.4%       | 0.95        | 0.38        | 152.8%       | 11.37         | 14.66         | -22.4%      | 1.14        | 0.72        | 57.4%       |
| 中无人机      | 7.18         | 8.06         | -10.9%       | 1.49        | 1.02        | 47.0%        | 11.94         | 16.62         | -28.1%      | 2.14        | 2.36        | -9.5%       |
| 晶品特装      | 0.47         | 0.15         | 217.9%       | 0.11        | -0.08       | 250.4%       | 0.61          | 0.45          | 34.6%       | 0.01        | -0.10       | -108.9%     |
| 观典防务      | 1.24         | 1.18         | 4.9%         | 0.54        | 0.56        | -4.0%        | 1.67          | 1.55          | 7.7%        | 0.62        | 0.62        | 0.3%        |
| 纵横股份      | 0.66         | 0.71         | -6.7%        | -0.07       | 0.01        | -709.5%      | 1.46          | 1.18          | 23.3%       | -0.06       | -0.01       | 413.8%      |
| 航天电子      | 51.79        | 50.39        | 2.8%         | 2.06        | 1.92        | 7.6%         | 96.40         | 87.24         | 10.5%       | 3.88        | 3.58        | 8.4%        |
| <b>合计</b> | <b>67.61</b> | <b>67.90</b> | <b>-0.4%</b> | <b>5.09</b> | <b>3.80</b> | <b>33.7%</b> | <b>123.44</b> | <b>121.70</b> | <b>1.4%</b> | <b>7.73</b> | <b>7.18</b> | <b>7.8%</b> |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (5) 卫星互联网和北斗板块

23H1 整体收入 56.19 亿, 同比增长 22.0%, 归母净利润 4.68 亿, 同比增长-10.2%, 其中 Q2 收入 33.88 亿, 同比上涨 21.6%, 归母净利 3.97 亿, 同比减少 5.0%。

表 13 卫星互联网和北斗板块业绩情况 (亿元)

|           | 单季度收入        |              |              | 单季度归母净利润    |             |              | H1 收入        |              |              | H1 归母净利润    |             |               |
|-----------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|---------------|
|           | 23Q2         | 22Q2         | YoY          | 23Q2        | 22Q2        | YoY          | 23H1         | 22H1         | YOY          | 23H1        | 22H1        | YOY           |
| 海格通信      | 18.43        | 15.47        | 19.2%        | 2.69        | 2.39        | 12.4%        | 28.77        | 24.85        | 15.8%        | 3.11        | 2.92        | 6.8%          |
| 北斗星通      | 10.59        | 7.51         | 40.9%        | 0.20        | 0.43        | -52.8%       | 20.49        | 15.11        | 35.5%        | 0.41        | 0.89        | -54.4%        |
| 天奥电子      | 2.92         | 3.20         | -8.7%        | 0.29        | 0.47        | -38.8%       | 4.17         | 3.90         | 6.8%         | 0.18        | 0.35        | -48.7%        |
| 铖昌科技      | 1.25         | 0.94         | 32.9%        | 0.52        | 0.45        | 16.4%        | 1.65         | 1.14         | 44.4%        | 0.65        | 0.56        | 16.2%         |
| 臻镭科技      | 0.70         | 0.74         | -5.4%        | 0.26        | 0.43        | -39.5%       | 1.11         | 1.05         | 6.1%         | 0.34        | 0.50        | -33.5%        |
| <b>合计</b> | <b>33.88</b> | <b>27.85</b> | <b>21.6%</b> | <b>3.97</b> | <b>4.18</b> | <b>-5.0%</b> | <b>56.19</b> | <b>46.06</b> | <b>22.0%</b> | <b>4.68</b> | <b>5.21</b> | <b>-10.2%</b> |

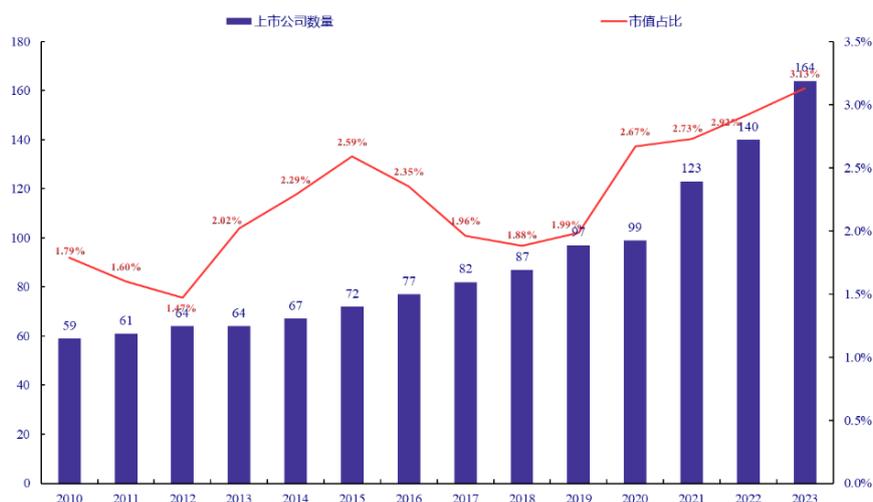
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、军工板块整体估值提升空间较大

#### (一) 当前共 164 家涉军上市公司，占比 A 股总市值 3.13%

在上市公司数量方面，截至 2023 年 9 月 8 日，中国 A 股共有上市公司 5274 家，其中军工行业上市公司 164 家，占比 3.11%。市值方面，截至 2023 年 9 月 8 日，A 股总市值 87.01 万亿，军工行业上市公司总市值 2.72 万亿，占比 3.13%。截至到 2023 年 9 月 8 日，市值排名前五位的上市公司分别是中航沈飞、中国船舶、航发动力、中航光电、中国重工。

图 3 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况



来源：WIND，中国银河证券研究院整理

我们选取中证军工指数和中证 800 分别来近似表征军工行业和整个 A 股市场，通过对两者 2012 年初至今收益率数据的回归分析，我们得到军工行业的贝塔系数（ $\beta$ ）约为 1.0378，说明军工行业相对于市场波动性略强。

#### (二) 军工板块估值低于估值中枢，上行空间依然较大

##### 1、纵向看，当前军工板块估值水平低于估值中枢

从军工板块（剔除船舶总装类上市公司，并定期加入军工新股）估值水平的历史走势来看，我们将 2008 年 1 月至 2015 年 6 月看做是一个时间跨度较大的典型牛熊周期，其中包含两个次级周期，经测算，大周期的板块估值中枢（取中位数）约为 57x，两个次级周期分别为 53x 和 59x。

次 I 周期阶段，板块上市公司军品业务占比较小，主管部门对军工资产注入的态度并不明确，但此阶段行业估值水平除了考虑内生增速外，也将资产证券化因素部分纳入考量；

次 II 周期阶段，随着航发动力为代表的军工上市公司核心军品资产注入的启动，主管部门支持军品证券化的态度逐渐明朗，资产注入开始作为重要因素纳入行业估值水平的考量并一直被演绎放大，直到 2015 年年中达到峰值。与此同时，外延并购模式的高增长同样得到

市场追捧，商誉风险也开始加速累积。自 2015 年 6 月以来，市场渐渐回归理性，资产注入和外延并购预期对板块估值水平的边际影响减弱。

展望未来，我们认为行业估值中枢应该较好的平衡次I周期和次II周期两个阶段，因此我们选取 2008 年 1 月至 2015 年 6 月大周期的估值中枢作为参照标准。

截至 2023 年 9 月 8 日，军工板块整体估值（TTM）约为 50.17x，低于估值中枢 57x。

图 4 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况



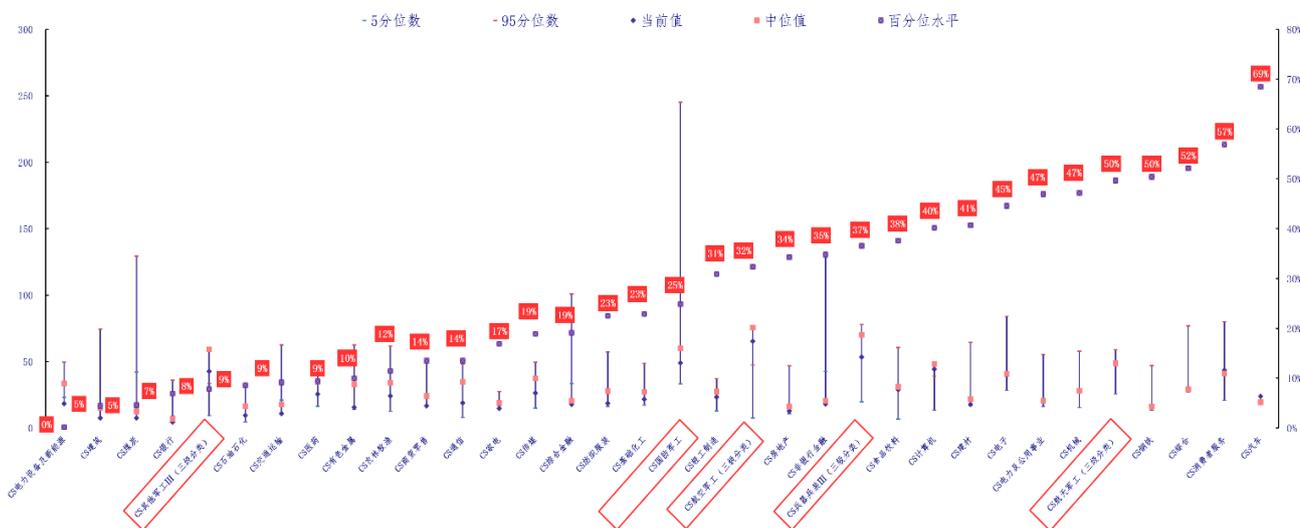
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2、横向看，板块估值分位数约为 24.9%，提升空间较大

从横向对比来看，参照中信一级行业分类，截至 2023 年 9 月 8 日，估值前三位为国防军工（49.1 倍）、计算机（44.3 倍）、消费者服务（43.7 倍），估值后三位的分别为银行（4.7 倍）、煤炭（7.7 倍）、建筑（7.8 倍）。

对比各行业历史均值水平，消费者服务、汽车等行业估值明显高于历史均值，而有色金属、煤炭等行业则明显低于历史均值。相较于其它科技类板块，军工行业的估值水平虽然相对较高，但估值分位数仅为 24.9%，空间较大。

图5 中信各行业 PE 估值分位数情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理 注: 百分位水平为右轴

中信国防军工三级行业分类中, 航空军工、兵器兵装估值最高, 分别为 65.48 倍和 53.61 倍, 航天军工和其他军工估值紧随其后, 分别为 48.7 和 42.7 倍。然而对比当前百分位水平, 航天军工、兵器兵装和航空军工分别为 49.7%、36.6%和 32.4%, 都低于 50%, 提升空间较大。

### (三) 军工新股跟踪

表 14 2022 年以来上市新股

| 证券代码      | 证券简称 | 主营业务  | 上市时间       | 最新股价 (元) | 市值 (亿元) | 市盈率 PE(TTM) | 周涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) |
|-----------|------|---|------------|----------|---------|-------------|----------|-------------|
| 688592.SH | 司南导航 | 高精度卫星导航差分定位技术的研究与开发                                       | 2023-08-16 | 71.51    | 41.52   | 123.28      | 21.45    | 44.38       |
| 688563.SH | 航材股份 | 从事航空、航天用部件及材料研发、生产和销售; 公司主要产品分别为钛合金铸件、橡胶与密封件、透明件和高温合金母合金。 | 2023-07-19 | 63.08    | 277.16  | 54.21       | 4.07     | -19.61      |
| 688582.SH | 芯动联科 | 主营业务为高性能硅基 MEMS 惯性传感器的研发、测试与销售。                           | 2023-06-30 | 43.58    | 169.44  | 134.02      | 24.59    | 52.17       |
| 688543.SH | 国科军工 | 主要产品是导弹(火箭)固体发动机动力与控制产品、弹药装备产品。                           | 2023-06-21 | 50.12    | 74.04   | 66.02       | 10.22    | 18.30       |
| 688523.SH | 航天环宇 | 主要经营业务为航空航天领域的宇航产品、航空航天工艺装备、航空产品和卫星通信及测控测试设备的研发和制造。       | 2023-06-02 | 28.28    | 115.55  | 90.26       | 26.50    | 25.94       |
| 688552.SH | 航天南湖 | 聚焦防空预警雷达领域, 开展雷达装备及相关系统的研发和生产                             | 2023-05-18 | 25.66    | 85.16   | 41.96       | 16.36    | 14.69       |
| 301357.SZ | 北方长龙 | 从事以非金属材料性能研究、工艺结构设计和应用技术为核心的军用车辆配套装备                      | 2023-05-18 | 11.3     | 10.55   | 22.65       | 9.46     | 44.29       |
| 688539.SH | 高华科技 | 高可靠性传感器及传感器网络系统的研发、设计、生产及销售。公司的主要产品是各类压力、加速度、温湿度、位移等传感器等。 | 2023-04-18 | 52.9     | 36.25   | 89.81       | 4.32     | 6.70        |
| 688522.SH | 纳睿雷达 | 提供全极化有源相控阵雷达系统解决方案, 产品主要为 X 波段双极化(双偏振)有源相控阵               | 2023-04-18 | 43.5     | 57.04   | 68.80       | 12.14    | 11.04       |

|            |      |   |            |        |        |        |       |        |
|------------|------|---|------------|--------|--------|--------|-------|--------|
|            |      | 雷达及配套的软硬件产品。  |            |        |        |        |       |        |
| 688172. SH | 燕东微  | 主营业务高可靠性传感器及传感器网络系统。                                | 2023-03-01 | 57.19  | 85.41  | 79.78  | 5.87  | 23.09  |
| 688522. SH | 纳睿雷达 | 提供全极化有源相控阵雷达系统解决方案。                                 | 2023-03-01 | 57.19  | 85.41  | 79.78  | 5.87  | 23.09  |
| 688084. SH | 晶品特装 | 光电侦察设备和军用机器人  | 2022-12-16 | 20.66  | 244.98 | 57.85  | 12.01 | 11.38  |
| 688132. SH | 邦彦技术 | 为各级各类指挥所、通信枢纽和通信节点提供信息通信系统级产品。                      | 2022-12-08 | 75.6   | 56.34  | 100.42 | 11.73 | -9.77  |
| 688439. SH | 振华风光 | 高可靠集成电路设计、封装、测试及销售，主要产品包括信号链及电源管理器等系列产品。            | 2022-09-23 | 24.81  | 36.64  | 58.78  | 7.41  | -1.19  |
| 301306. SZ | 西测测试 | 从事军用装备和民用飞机产品检验检测的第三方检验检测服务机构，同时开展检测设备的研发和销售以及电装业务。 | 2022-08-26 | 96.78  | 191.58 | 48.71  | 4.09  | -20.77 |
| 688375. SH | 国博电子 | 有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路产品。                           | 2022-07-26 | 37.01  | 30.63  | 85.81  | 6.80  | -13.85 |
| 688231. SH | 隆达股份 | 航空航天和燃气轮机等领域用高温合金业务。                                | 2022-07-22 | 84.85  | 345.81 | 60.98  | 10.41 | -9.23  |
| 688053. SH | 思科瑞  | 聚焦国防半导体和集成电路、电子信息领域，开展军用电子元器件可靠性检测服务。               | 2022-07-22 | 25.72  | 62.48  | 62.03  | 5.68  | -28.30 |
| 688237. SH | 超卓航科 | 专注于航空机载设备维修，从事军用及民用航空器气动附件、液压附件等维修业务。               | 2022-07-08 | 51.01  | 50.98  | 63.90  | 6.03  | -10.25 |
| 688297. SH | 中无人机 | 国内大型固定翼长航时无人机系统的领军企业，产品包括翼龙-1、翼龙-1D、翼龙-2 等。         | 2022-07-01 | 46.1   | 40.28  | 80.26  | 5.99  | -16.15 |
| 301302. SZ | 华如科技 | 以建模仿真为主业，致力于军用仿真、虚拟现实和数据应用技术研发与产品推广。                | 2022-06-29 | 48.67  | 329.60 | 94.75  | 6.18  | 8.86   |
| 001270. SZ | 铖昌科技 | 从事相控阵 T/R 芯片、处于微波毫米波射频集成电路创新链。                      | 2022-06-23 | 33.09  | 52.05  | 37.13  | 9.45  | -46.42 |
| 688287. SH | 观典防务 | 无人机飞行服务与数据处理、无人机系统及智能防务装备的研发、生产与销售。                 | 2022-06-06 | 86.89  | 135.56 | 95.63  | 11.34 | -26.32 |
| 688295. SH | 中复神鹰 | 从事碳纤维研发、生产和销售                                       | 2022-05-25 | 11.19  | 40.42  | 46.26  | 8.45  | -5.31  |
| 688282. SH | 理工导航 | 惯性导航系统及其核心部件的研发、生产和销售，产品主要用于远程制导弹药等武器装备。            | 2022-04-06 | 31.13  | 281.52 | 46.44  | 2.56  | -28.68 |
| 688281. SH | 华泰科技 | 隐身材料及伪装材料在多军种、多型号装备实现装机应用。                          | 2022-03-18 | 44.38  | 37.58  | 107.99 | 1.28  | 6.48   |
| 688283. SH | 坤恒顺维 | 从事高端无线电测试仿真仪器仪表研发、生产和销售。                            | 2022-03-07 | 182.34 | 251.36 | 63.96  | -2.19 | -33.86 |
| 688270. SH | 臻镭科技 | 集成电路芯片和微系统的研发、生产和销售，并围绕相关产品提供技术服务。                  | 2022-02-15 | 65.11  | 54.52  | 60.16  | 0.62  | 19.03  |
| 301117. SZ | 佳缘科技 | 提供网络信息安全产品和信息化综合解决方案。                               | 2022-01-27 | 51.2   | 77.21  | 84.98  | 9.50  | -53.31 |

资料来源：wind，中国银河证券研究院

## 四、投资建议：“左侧”布局时机已到，静待东风再启航

【利空尽+待东风】短期看，首先，行业订单不明朗、重点型号降价、Q3 业绩预期偏弱等估值压制因素基本 priced in；其次，五年装备采购计划中期调整 Q3 将落地，订单 Q4 或可见，并提升板块业绩改善预期，左侧布局时机已到。

【量和价】“量”和“价”是下半年影响军工板块业绩的两个重要因子，预计板块因“量”反弹，“价”的透明性滞后一个财报期，虽限制反弹高度，但不会影响反弹时点，当前应适度积极。

【央企资产重组在路上】国资委央企高质量发展推进会密集召开，要求3年内打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，军工央企上市公司普遍“小而不强”或“大而不优”，重组潮将近。

【深蹲起跳】中长期看，俄乌战争致地缘政治格局巨变，我国周边安全局势迅速恶化，装备的更新换代和新质新域装备列装需求依然迫切，“低成本+可消耗”是装备发展趋势，长期景气向上是必然。

【布局期】年初至今军工板块调整充分，左侧布局时机已到，静待东风再启航，建议“五维度”配置：

- 1) **左侧布局标的**，西部超导（688122.SH）、三角防务（300775.SZ）、紫光国微（002049.SZ）；
- 2) **新质新域**，包括无人装备核心供应商中无人机（688297.SH）、航天彩虹（002389.SZ）、航天电子（600879.SH）、晶品特装（688084.SH），远火供应商北方导航（600435.SH）、理工导航（688282.SH），雷达/通信/电子对抗核心供应商臻镱科技（688270.SZ）、盟升电子（688311.SH）、国博电子（688375.SH），军工信息安全供应商邦彦技术（688132.SH）；
- 3) **央企改革受益标的**，推荐中航电子（600372.SH）、天奥电子（002935.SZ）、国睿科技（600562.SH）和航发控制（000738.SH）等，关注航天系；
- 4) **国产化受益标的**，包括隆达股份（688231.SH）、振华风光（688439.SH）等；
- 5) **军贸受益标的**，包括航天南湖（688552.SH）、航天彩虹（002389.SZ）。

## 五、风险提示

军工改革不达预期的风险；装备采购不达预期的风险；企业扩产不及预期的风险；上游原材料价格波动的风险。

## 六、附录

表 15 军工版块样本明细

| 代码        | 公司名称 | 代码        | 公司名称 | 代码        | 公司名称 |
|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| 600760.SH | 中航沈飞 | 600038.SH | 中直股份 | 300722.SZ | 新余国科 |
| 600893.SH | 航发动力 | 002465.SZ | 海格通信 | 600590.SH | 泰豪科技 |
| 002179.SZ | 中航光电 | 603712.SH | 七一二  | 300354.SZ | 东华测试 |
| 002049.SZ | 紫光国微 | 600879.SH | 航天电子 | 600523.SH | 贵航股份 |
| 000768.SZ | 中航西飞 | 688002.SH | 睿创微纳 | 300397.SZ | 天和防务 |
| 600372.SH | 中航电子 | 002389.SZ | 航天彩虹 | 300581.SZ | 晨曦航空 |
| 600482.SH | 中国动力 | 000818.SZ | 航锦科技 | 688539.SH | 高华科技 |
| 000733.SZ | 振华科技 | 688439.SH | 振华风光 | 688283.SH | 坤恒顺维 |
| 002013.SZ | 中航机电 | 600399.SH | 抚顺特钢 | 300589.SZ | 江龙船艇 |
| 300474.SZ | 景嘉微  | 002683.SZ | 广东宏大 | 300447.SZ | 全信股份 |
| 600765.SH | 中航重机 | 600562.SH | 国睿科技 | 301302.SZ | 华如科技 |
| 688122.SH | 西部超导 | 300034.SZ | 钢研高纳 | 300307.SZ | 慈星股份 |
| 600118.SH | 中国卫星 | 300777.SZ | 中简科技 | 688510.SH | 航亚科技 |
| 600862.SH | 中航高科 | 600764.SH | 中国海防 | 688143.SH | 长盈通  |
| 688297.SH | 中无人机 | 300775.SZ | 三角防务 | 002520.SZ | 日发精机 |
| 002414.SZ | 高德红外 | 002151.SZ | 北斗星通 | 688282.SH | 理工导航 |
| 688295.SH | 中复神鹰 | 300726.SZ | 宏达电子 | 300342.SZ | 天银机电 |
| 688375.SH | 国博电子 | 600877.SH | 电科芯片 | 000576.SZ | 甘化科工 |
| 000738.SZ | 航发控制 | 688333.SH | 铂力特  | 300099.SZ | 精准信息 |
| 600685.SH | 中船防务 | 600435.SH | 北方导航 | 300159.SZ | 新研股份 |
| 688281.SH | 华泰科技 | 300747.SZ | 锐科激光 | 002297.SZ | 博云新材 |
| 300114.SZ | 中航电测 | 300456.SZ | 赛微电子 | 688287.SH | 观典防务 |
| 002025.SZ | 航天电器 | 600967.SH | 内蒙一机 | 688682.SH | 霍莱沃  |
| 002446.SZ | 盛路通信 | 600316.SH | 洪都航空 | 300875.SZ | 捷强装备 |
| 688552.SH | 航天南湖 | 600456.SH | 宝钛股份 | 837006.BJ | 晟楠科技 |
| 002149.SZ | 西部材料 | 000547.SZ | 航天发展 | 688563.SH | 航材股份 |
| 003009.SZ | 中天火箭 | 002544.SZ | 普天科技 | 688592.SH | 司南导航 |
| 688543.SH | 国科军工 | 603678.SH | 火炬电子 | 688788.SH | 科思科技 |
| 002214.SZ | 大立科技 | 603267.SH | 鸿远电子 | 688132.SH | 邦彦技术 |
| 603859.SH | 能科科技 | 002985.SZ | 北摩高科 | 688636.SH | 智明达  |
| 002651.SZ | 利君股份 | 001270.SZ | 铖昌科技 | 688237.SH | 超卓航科 |
| 300762.SZ | 上海瀚讯 | 300855.SZ | 图南股份 | 002669.SZ | 康达新材 |
| 600391.SH | 航发科技 | 605123.SH | 派克新材 | 603131.SH | 上海沪工 |
| 000801.SZ | 四川九洲 | 600151.SH | 航天机电 | 300227.SZ | 光韵达  |
| 002935.SZ | 天奥电子 | 603308.SH | 应流股份 | 688070.SH | 纵横股份 |
| 002829.SZ | 星网宇达 | 300101.SZ | 振芯科技 | 002361.SZ | 神剑股份 |
| 688231.SH | 隆达股份 | 300593.SZ | 新雷能  | 002977.SZ | 火箭科技 |
| 300123.SZ | 亚光科技 | 688523.SH | 航天环宇 | 300489.SZ | 光智科技 |
| 300696.SZ | 爱乐达  | 301050.SZ | 雷电微力 | 300600.SZ | 国瑞科技 |
| 688151.SH | 华强科技 | 688586.SH | 江航装备 | 301357.SZ | 北方长龙 |
| 002413.SZ | 雷科防务 | 688239.SH | 航宇科技 | 688010.SH | 福光股份 |
| 000561.SZ | 烽火电子 | 688270.SH | 臻镭科技 | 002933.SZ | 新兴装备 |
| 600184.SH | 光电股份 | 601606.SH | 长城军工 | 301306.SZ | 西测测试 |
| 688186.SH | 广大特材 | 002171.SZ | 楚江新材 | 300424.SZ | 航新科技 |
| 600990.SH | 四创电子 | 002338.SZ | 奥普光电 | 300965.SZ | 恒宇信通 |
| 600343.SH | 航天动力 | 300053.SZ | 航宇微  | 688511.SH | 天微电子 |

|           |      |           |      |           |      |
|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| 301117.SZ | 佳缘科技 | 688776.SH | 国光电气 | 300810.SZ | 中科海讯 |
| 300516.SZ | 久之洋  | 300065.SZ | 海兰信  | 688011.SH | 新光光电 |
| 688084.SH | 晶品特装 | 300527.SZ | 中船应急 | 688685.SH | 迈信林  |
| 300900.SZ | 广联航空 | 688311.SH | 盟升电子 | 300971.SZ | 博亚精工 |
| 688053.SH | 思科瑞  | 688522.SH | 纳睿雷达 | 688081.SH | 兴图新科 |
| 688172.SH | 燕东微  | 300699.SZ | 光威复材 |           |      |
| 003031.SZ | 中瓷电子 | 600416.SH | 湘电股份 |           |      |

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 16 细分版块样本明细

| 代码                      | 公司名称 | 代码                | 公司名称 | 代码           | 公司名称 | 代码        | 公司名称 |
|-------------------------|------|-------------------|------|--------------|------|-----------|------|
| <b>新城新质&amp;国产化受益标的</b> |      | <b>雷达/通信/电子对抗</b> |      | <b>军工新材料</b> |      | 002933.SZ | 新兴装备 |
| 300447.SZ               | 全信股份 | 688270.SH         | 臻镭科技 | 600399.SH    | 抚顺特钢 | 603712.SH | 七一二  |
| 688132.SH               | 邦彦技术 | 688522.SH         | 纳睿雷达 | 688295.SH    | 中复神鹰 | 300762.SZ | 上海瀚讯 |
| 688053.SH               | 思科瑞  | 001270.SZ         | 铖昌科技 | 002297.SZ    | 博云新材 | 688011.SH | 新光光电 |
| 688776.SH               | 国光电气 | 002413.SZ         | 雷科防务 | 002669.SZ    | 康达新材 | 688002.SH | 睿创微纳 |
| 688283.SH               | 坤恒顺维 | 300065.SZ         | 海兰信  | 688281.SH    | 华泰科技 | 603267.SH | 鸿远电子 |
| 301302.SZ               | 华如科技 | 300123.SZ         | 亚光科技 | 600862.SH    | 中航高科 | 300053.SZ | 欧比特  |
| 000733.SZ               | 振华科技 | 688311.SH         | 盟升电子 | 600456.SH    | 宝钛股份 | 300447.SZ | 全信股份 |
| 002049.SZ               | 紫光国微 | 688375.SH         | 国博电子 | 002149.SZ    | 西部材料 | 688788.SH | 科思科技 |
| 688439.SH               | 振华风光 | 300101.SZ         | 振芯科技 | 300034.SZ    | 钢研高纳 | 688311.SH | 盟升电子 |
| <b>航空/航发产业链</b>         |      | 301050.SZ         | 雷电微力 | 300699.SZ    | 光威复材 | 688682.SH | 霍莱沃  |
| 688122.SH               | 西部超导 | <b>无人机</b>        |      | 688122.SH    | 西部超导 | 300810.SZ | 中科海讯 |
| 600391.SH               | 航发科技 | 002389.SZ         | 航天彩虹 | 300855.SZ    | 图南股份 | 688081.SH | 兴图新科 |
| 688295.SH               | 中复神鹰 | 688297.SH         | 中无人机 | 605123.SH    | 派克新材 | 300593.SZ | 新雷能  |
| 300777.SZ               | 中简科技 | 688084.SH         | 晶品特装 | 300777.SZ    | 中简科技 | 300123.SZ | 亚光科技 |
| 600765.SH               | 中航重机 | 688287.SH         | 观典防务 | <b>军工元器件</b> |      | 603859.SH | 能科科技 |
| 300775.SZ               | 三角防务 | 688070.SH         | 纵横股份 | 603678.SH    | 火炬电子 | 688132.SH | 邦彦技术 |
| 000738.SZ               | 航发控制 | 600879.SH         | 航天电子 | 300726.SZ    | 宏达电子 | 688522.SH | 纳睿雷达 |
| 605123.SH               | 派克新材 | <b>卫星互联网和北斗板块</b> |      | 603267.SH    | 鸿远电子 | 688539.SH | 高华科技 |
| 300699.SZ               | 光威复材 | 002465.SZ         | 海格通信 | 000733.SZ    | 振华科技 | 002151.SZ | 北斗星通 |
| 600862.SH               | 中航高科 | 002151.SZ         | 北斗星通 | 002179.SZ    | 中航光电 | 300101.SZ | 振芯科技 |
| 603308.SH               | 应流股份 | 002935.SZ         | 天奥电子 | 002025.SZ    | 航天电器 | 002829.SZ | 星网宇达 |
| 600760.SH               | 中航沈飞 | 001270.SZ         | 铖昌科技 | 003031.SZ    | 中瓷电子 | 300065.SZ | 海兰信  |
| 688281.SH               | 华泰科技 | 688270.SH         | 臻镭科技 | 688375.SH    | 国博电子 | 300474.SZ | 景嘉微  |
| 600893.SH               | 航发动力 | <b>军工总装厂</b>      |      | 001270.SZ    | 铖昌科技 | 002413.SZ | 雷科防务 |
| 300855.SZ               | 图南股份 | 000768.SZ         | 中航西飞 | 688270.SH    | 臻镭科技 | 603678.SH | 火炬电子 |
| 300034.SZ               | 钢研高纳 | 600038.SH         | 中直股份 | 688439.SH    | 振华风光 | 300456.SZ | 赛微电子 |
| 688231.SH               | 隆达股份 | 600760.SH         | 中航沈飞 | 002935.SZ    | 天奥电子 | 300342.SZ | 天银机电 |
| 600456.SH               | 宝钛股份 | 600967.SH         | 内蒙一机 | <b>军工信息化</b> |      | 300581.SZ | 晨曦航空 |
| 600316.SH               | 洪都航空 | 600685.SH         | 中船防务 | 002935.SZ    | 天奥电子 | 300099.SZ | 精准信息 |
| 600399.SH               | 抚顺特钢 | 600118.SH         | 中国卫星 | 000733.SZ    | 振华科技 | 300726.SZ | 宏达电子 |
| 002933.SZ               | 新兴装备 | 002389.SZ         | 航天彩虹 | 600764.SH    | 中国海防 | 300424.SZ | 航新科技 |
| 002985.SZ               | 北摩高科 | 600893.SH         | 航发动力 | 300527.SZ    | 中船应急 | 600372.SH | 中航电子 |
| 300114.SZ               | 中航电测 | 600316.SH         | 洪都航空 | 600184.SH    | 光电股份 | 300114.SZ | 中航电测 |
| <b>导弹产业链</b>            |      | 600150.SH         | 中国船舶 | 002338.SZ    | 奥普光电 | 002179.SZ | 中航光电 |
| 600435.SH               | 北方导航 | <b>机加工板块</b>      |      | 002465.SZ    | 海格通信 | 002025.SZ | 航天电器 |
| 300593.SZ               | 新雷能  | 600765.SH         | 中航重机 | 000561.SZ    | 烽火电子 |           |      |
| 688237.SH               | 超卓航科 | 605123.SH         | 派克新材 | 002214.SZ    | 大立科技 |           |      |

---

|           |      |           |      |           |      |
|-----------|------|-----------|------|-----------|------|
| 688636.SH | 智明达  | 002651.SZ | 利君股份 | 002414.SZ | 高德红外 |
| 002446.SZ | 盛路通信 | 300775.SZ | 三角防务 | 002544.SZ | 普天科技 |
| 002414.SZ | 高德红外 | 300696.SZ | 爱乐达  | 600879.SH | 航天电子 |
| 688002.SH | 睿创微纳 | 300900.SZ | 广联航空 | 000547.SZ | 航天发展 |
| 002025.SZ | 航天电器 | 688510.SH | 航亚科技 | 600990.SH | 四创电子 |
| 603267.SH | 鸿远电子 |           |      | 600562.SH | 国睿科技 |

---

资料来源：中国银河证券研究院整理

## 图目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1 2020H1-2023H1 军工板块经营情况.....    | 4  |
| 图 2 2020H1-2023H1 军工板块单季度经营情况..... | 4  |
| 图 3 军工行业上市公司数量与 A 股市值占比情况.....     | 13 |
| 图 4 军工板块估值 PE (TTM) 走势情况.....      | 14 |
| 图 5 中信各行业 PE 估值分位数情况.....          | 15 |

## 表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1 军工板块利润表.....              | 3  |
| 表 2 军工板块资产负债表.....            | 5  |
| 表 3 军工板块现金流量表.....            | 6  |
| 表 4 军工上下游存货和合同负债情况 (亿元).....  | 7  |
| 表 5 军工下游总装厂合同负债情况 (亿元).....   | 8  |
| 表 6 军工细分赛道存货和合同负债情况 (亿元)..... | 8  |
| 表 7 产业链收入和利润情况 (亿元).....      | 9  |
| 表 8 赛道收入和利润情况 (亿元).....       | 9  |
| 表 9 航空/航发产业链业绩情况 (亿元).....    | 10 |
| 表 10 导弹产业链业绩情况 (亿元).....      | 11 |
| 表 11 雷达/通信/电子对抗业绩情况 (亿元)..... | 11 |
| 表 12 无人机业绩情况 (亿元).....        | 12 |
| 表 13 卫星互联网和北斗板块业绩情况 (亿元)..... | 12 |
| 表 14 2022 年以来上市新股.....        | 15 |
| 表 15 军工版块样本明细.....            | 18 |
| 表 16 细分版块样本明细.....            | 19 |

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李良 制造组组长&军工行业首席分析师。**证券从业9年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015年加入银河证券。曾获2021EMIS&CEIC卓越影响力分析师，2019年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015年新财富军工团队第四名等荣誉。

**胡浩森 军工行业分析师。**证券从业4年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021年加入银河证券。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)