申万宏源研究 SWS RESEARCH

2023 年 09 月 13 日

行业研究/行业深度

证券研究报告

行业景气度有序传导，业绩有望持续稳健增长

——国防军工行业 2023 年中报总结

看好

证券分析师
韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
研究支持
穆少阳 A0230122070006
musy@swsresearch.com
联系人
穆少阳
(8621)23297818×
musy@swsresearch.com

本期投资提示：

- **我们从业绩表现、盈利能力、营运指标等方面对军工行业 2023 年中报进行了分析总结，并通过横向、纵向、静态和动态等视角阐明了军工行业在边际上仍在发生重要的变化。**
- **从收入利润表现来看：行业整体业绩稳健增长，各板块业绩略有分化，各产业链业绩有序传导。1）**2023H1 军工行业归母净利润同比增加 9.10%；**2）分装备板块来看**，各板块业绩有所分化，航空和军工电子板块归母净利润 2023H1 年分别同比上升 22.65%/3.19%；**3）分产业链环节来看**，受产品交付节奏及上游原材料涨价影响，各环节业绩有所分化，2023H1 上游、下游归母净利润同比增长 4.07%/60.29%，中游归母净利润有所下滑。
- **从盈利能力来看：各装备板块和产业链各环节盈利能力保持稳定。1）**军工行业整体毛利率、净利率 2023H1 分别为 19.68%/7.08%，净利率和毛利率较同期均保持稳定，未来随着规模效应显现，盈利能力有望持续改善；**2）分装备板块来看，**整体盈利能力保持稳定，军工电子板块表现最佳，2023H1 毛利率和净利率分别为 38.23%/15.36%，维持高盈利水平，其余板块毛利率和净利率小幅波动；**3）分产业链环节来看，**各环节盈利能力整体稳定。上、中游环节企业盈利能力相对较强，毛利率和净利率 2023H1 分别为 36.55%/25.65%和 18.08%/7.26%，下游总装毛利率和净利率均小幅上升。随着下游需求释放扩大规模效应叠加降本增效显著，行业盈利能力有望不断提升。
- **从营运指标来看：营运指标整体实现稳定增长，行业景气度有保障。1）**军工行业整体存货、应付票据及应付账款均同比上升，2023H1 同比增长分别为 11.79%/12.90%，预收账款及合同负债略有下降，营运指标整体实现稳定增长，显示业绩有所保障，行业景气度持续；**2）分装备板块来看**，航海装备、航空装备、航天装备维持高景气度。预收账款和合同负债端：航海装备 2023H1 同比增长 18.78%；存货端：航海/航空/航天装备 2023H1 同比增长分别为 10.74%/16.53%/20.03%；应付票据及应付账款端：航空/航天装备 2023H1 同比增长 19.10%/20.69%；**3）分产业链环节来看**，产业链各环节生产备货节奏加快，营运指标变化有序传导，中游实现受益。预收账款+合同负债端：中游结构件/分系统增幅最大，2023H1 同比增长 39.69%；存货端：各环节均实现增长，上游、中游和总装环节同比增长分别为 6.09%/20.91%/7.45%；应付票据及应付账款端：上游、中游和总装环节同比增长分别为 15.78%/33.21%/2.63%。
- **投资主线：主机主线**：1）主机厂：未来有望接力进入高速增长阶段；2）航发产业链：装备放量叠加国产替代加速；**成长主线**：1）精确制导武器：装备放量带动卫导+惯导+T/R 组件高增；2）低轨卫星：星座建设加快，应用领域拓展；3）无人机：国内军用及国际外贸需求旺盛；4）海底观测：海上防卫核心，海洋强国建设加速；**价值主线**：1）高端材料：高温铸造合金、隐身材料等，渗透率提升及国产替代加速；2）电子元器件：估值重构完成，基本面有望迎来拐点。
- **重点关注标的**：**主机组合**：中航沈飞、中航西飞、航发动力、航发控制、航发科技；**成长组合**：盟升电子、佳缘科技、长盈通、航宇科技；**价值组合**：中航光电、振华科技、图南股份、中航重机、西部超导、三角防务、中科星图。
- **风险提示：**装备采购不达预期、定价改革推进不及预期、军民融合不及预期。

申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

我们从收入和利润、盈利能力、营运指标等方面对军工行业 2023 年中报进行了分析总结，通过横向、纵向、静态和动态等视角阐明了军工行业在边际上仍在发生重要的变化。1）从业绩表现来看，行业整体业绩稳中有升，2023H1 归母净利润同比增长 9.10%；2）从盈利能力来看，行业整体盈利能力保持稳定，装备板块和产业链环节整体呈提升趋势；3）从营运指标看，营运指标整体实现稳定增长，行业景气度有保障。

主流关注度较高且有业绩等重要逻辑支撑的股票确定性较高，所以我们继续推荐三大组合。主机组合：中航沈飞、中航西飞、航发动力、航发控制、航发科技；**成长组合**：盟升电子、佳缘科技、长盈通、航宇科技；**价值组合**：中航光电、振华科技、图南股份、中航重机、西部超导、三角防务、中科星图。

原因及逻辑

1）军工行业市场空间有望不断打开。短中期，我国先进装备补量与提质正加速进行中；中长期，深化军民融合，促进国防建设与经济发展的良性互动，将助力军工行业长期可持续快速成长。

2）军工行业盈利能力有望不断提升。短中期，管理改善、规模效应降低企业成本；中长期，定价改革、军民融合打开企业盈利上限。

有别于大众的认识

市场对于军工行业长期的业绩增长持续性存在担忧，有部分投资者认为军工行业整体业绩改善为阶段性行情。我们分析认为，尽管过往年度部分企业受产品批产交付节奏等诸多因素影响导致业绩不及预期，但军工行业整体订单规模以及业绩实质上在不断兑现中。展望未来，我们认为三大逻辑凸显军工行业投资价值：1）从短期来看，下游大额订单落地验证了军工行业未来 3-5 年的高景气度和高确定性，随着订单快速执行，重点企业业绩有望在未来几年不断高增长；2）从长期来看，国家对国防建设的需求正在发生积极变化，预计随着短中期装备补量提质，中长期新装备不断研发、军外贸不断拓展以及军民融合不断深化，这些都将保障军工行业长期可持续快速发展；3）规模效应、管理改善、定价改革等多项举措助力行业盈利能力稳步提升，军工行业的高景气度有望持续兑现至业绩。

目录

1. 军工行业整体业绩实现稳定增长，盈利能力保持稳健 7

1.1 军工行业盈利规模持续扩大，盈利能力保持稳定.....7
1.2 毛利率和净利率整体稳定，行业盈利能力保持稳健.....9
1.3 行业基本面持续向好，营运指标实现稳定增长.....9

2. 收入与利润：板块业绩有所分化，产业链业绩有序传导.. 11

2.1 各板块业绩有所分化，航空和军工电子业绩稳定增长..... 11
2.2 下游主机厂环节业绩实现高增长，产业链业绩实现有序传导..... 14

3. 盈利指标：军工整体盈利能力保持稳定..... 17

3.1 板块整体盈利能力保持稳定，军工电子盈利能力显著..... 17
3.2 产业链整体盈利能力较为稳健，中上游盈利能力较强..... 18

4. 营运指标：行业营运指标整体稳定，景气度有保障..... 20

4.1 各板块营运指标有所分化，航海装备板块表现亮眼..... 20
4.2 产业链各环节景气度有序传导，结构件/分系统环节营运指标较为突出..... 24

5. 重点公司估值表..... 28

6. 风险提示..... 30

图表目录

图 1：国防军工行业各装备板块公司家数分布情况 7
图 2：国防军工行业产业链各环节公司家数分布情况 7
图 3：2022 年业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比约为 54% 7
图 4：2023H1 业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比约为 55% 7
图 5：国防军工行业近五年年报营收及同比增速 8
图 6：国防军工行业近五年半年报营收及同比增速 8
图 7：国防军工行业近五年年报归母净利润及同比增速 8
图 8：国防军工行业近五年半年报归母净利润及同比增速 8
图 9：国防军工行业近五年年报毛利率及净利率情况 9
图 10：国防军工行业近五年半年报毛利率及净利率情况 9
图 11：国防军工行业近五年年报存货及同比增速 10
图 12：国防军工行业近五年半年报存货及同比增速 10
图 13：国防军工行业近五年年报应付票据和应付账款及同比增速 10
图 14：国防军工行业近五年半年报应付票据和应付账款及同比增速 10
图 15：国防军工行业近五年年报预收账款和合同负债及同比增速 10
图 16：国防军工行业近五年半年报预收账款和合同负债及同比增速 10
图 17：2022 年航空装备板块营收占比 42% 11
图 18：2023H1 航空装备板块营收占比 46% 11
图 19：2022 年航空装备板块归母净利润占比 47% 12
图 20：2023H1 航空装备板块归母净利润占比 49% 12
图 21：2022 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 12
图 22：2023H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 12
图 23：2022 年各装备板块营收、归母净利润增速对比 12
图 24：2023H1 各装备板块营收、归母净利润增速对比 12
图 25：2022 年下游总装环节的营收占比为 50% 14
图 26：2023H1 下游总装环节的营收占比为 47% 14
图 27：2022 年中游结构件/分系统环节归母净利润占比为 44% 14
图 28：2023H1 中游结构件/分系统环节归母净利润占比为 39% 14

图 29：2022 年产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况... 15
图 30：2023H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 . 15
图 31：2022 年产业链各环节营收、归母净利润增速对比 15
图 32：2023H1 产业链各环节营收、归母净利润增速对比 15
图 33：2022 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况 17
图 34：2023H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况..... 17
图 35：2022 年各装备板块毛利率和净利率对比..... 17
图 36：2023H1 各装备板块毛利率和净利率对比 17
图 37：国防军工行业各装备板块近五年毛利率 18
图 38：国防军工行业各装备板块近五年半年报毛利率 18
图 39：国防军工行业各装备板块近五年净利率 18
图 40：国防军工行业各装备板块近五年半年报净利率 18
图 41：2022 年产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况 19
图 42：2023H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况..... 19
图 43：2022 年产业链各环节毛利率和净利率有序传导..... 19
图 44：2023H1 产业链各环节毛利率和净利率有序传导 19
图 45：国防军工行业上游原材料/元器件环节近五年毛利率提升显著 20
图 46：国防军工行业上游原材料/元器件环节近五年半年报毛利率提升显著 ... 20
图 47：国防军工行业上游近五年净利率有所改善..... 20
图 48：国防军工行业下游近五年半年报净利率明显改善..... 20
图 49：军工行业各板块 2022 年存货占比..... 21
图 50：军工行业各板块 2023H1 存货占比 21
图 51：军工行业各板块 2022 年预收账款及合同负债占比 21
图 52：军工行业各板块 2023H1 预收账款及合同负债占比 21
图 53：军工行业各板块 2022 年应付票据及应付账款占比 21
图 54：军工行业各板块 2023H1 应付票据及应付账款占比 21
图 55：军工行业各板块近五年存货变化（单位：亿元）..... 22
图 56：军工行业各板块近五年半年报存货变化（单位：亿元）..... 22
图 57：军工行业各板块近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元） 22
图 58：军工行业各板块近五年半年报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）22

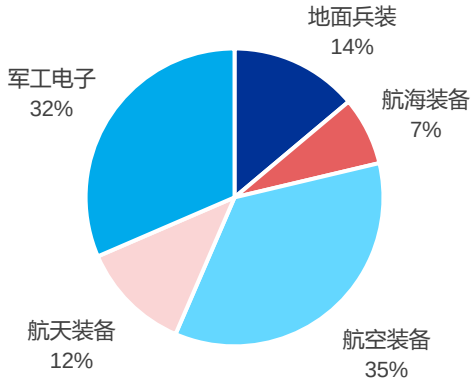
图 59：军工行业各板块近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元） 23
图 60：军工行业各板块近五年半年报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）23
图 61：军工行业产业链 2022 年存货占比 25
图 62：军工行业产业链 2023H1 存货占比 25
图 63：军工行业产业链 2022 年预收账款及合同负债占比 25
图 64：军工行业产业链 2023H1 预收账款及合同负债占比 25
图 65：军工行业产业链 2022 年应付票据及应付账款占比 25
图 66：军工行业产业链 2023H1 应付票据及应付账款占比 25
图 67：军工行业产业链近五年存货变化（单位：亿元） 26
图 68：军工行业产业链近五年半年报存货变化（单位：亿元） 26
图 69：军工行业产业链近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元） 26
图 70：军工行业产业链近五年半年报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）26
图 71：军工行业产业链近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元） 27
图 72：军工行业产业链近五年半年报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）27

表 1：国防军工行业各装备板块营收增速情况 13
表 2：国防军工行业各装备板块归母净利润增速情况 13
表 3：军工行业各环节营收增速情况 16
表 4：军工行业各环节归母净利润增速情况 16
表 5：国防军工行业预收账款及合同负债整体略有下滑 23
表 6：国防军工行业航海装备板块合同负债增速较快 23
表 7：国防军工行业航空航天装备板块存货增速居前 24
表 8：国防军工行业板块整体应付票据及应付账款实现较快增长，航空、航天装备增速居前 24
表 9：国防军工行业产业链中游结构件/分系统环节预收账款及合同负债实现高增长 27
表 10：国防军工行业产业链各环节 2022 年及 2023H1 存货均实现增长 27
表 11：国防军工行业中游结构件/分系统环节应付票据及应付账款增速最高 ... 28
表 12：重点标的估值表 28

1. 军工行业整体业绩实现稳定增长，盈利能力保持稳健

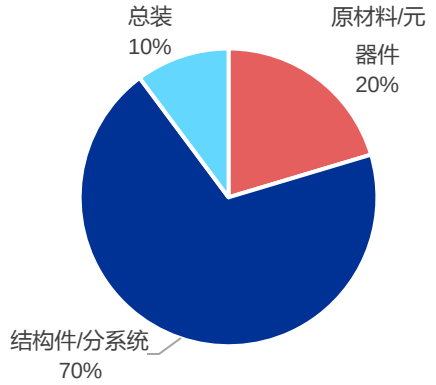
根据公司军品业务占比、业务核心度以及军民业务协同性等指标，我们在申万国防军工指数成分股的基础上选取分布于军工产业链上中下游以及各个军工细分板块的 108 家标的作为本次分析的样本。按装备板块分，航空装备 38 家（占比为 35%）、航天装备 13 家（占比为 12%）、航海装备 8 家（占比为 7%）、地面兵装 15 家（占比为 14%）以及军工电子 34 家（占比为 32%）；按产业链上下游分，上游的原材料/元器件 22 家（占比为 20%）、中游结构件/分系统 75 家（占比为 70%）以及下游总装 11 家（占比为 10%）。

图 1：国防军工行业各装备板块公司家数分布情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 2：国防军工行业产业链各环节公司家数分布情况



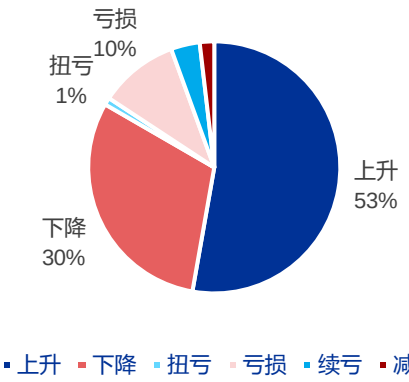
资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.1 军工行业盈利规模持续扩大，盈利能力保持稳定

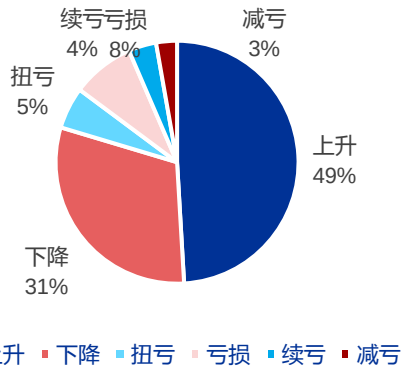
2023H1 业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比约为 55%。据统计，2023H1，108 家军工标的中有 59 家公司归母净利润实现同比增长或扭亏，有 42 家公司归母净利润实现同比下降或由盈转亏，以及 3 家公司实现减亏。整体而言，军工行业大部分企业 2023H1 业绩持续增长。

图 3：2022 年业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比约为 54%

图 4：2023H1 业绩实现同比上升或扭亏的军工标的数量合计占比约为 55%



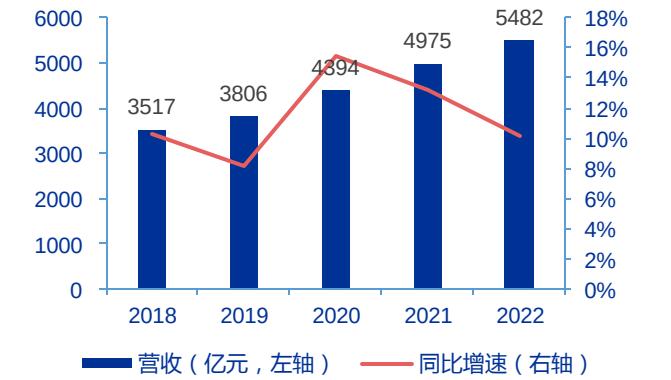
资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

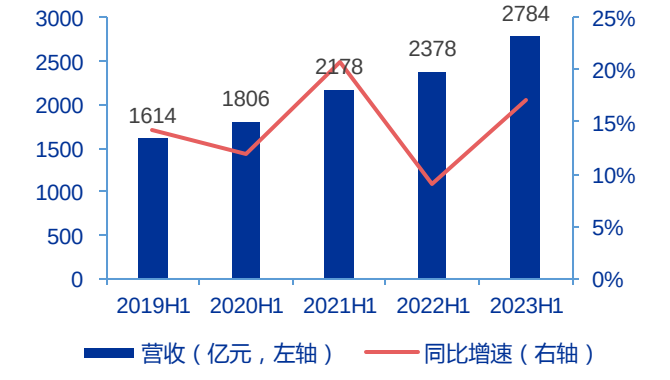
军工行业 2023H1 营收同比增长 17.08%。军工行业 2023H1 实现营收 2784 亿元，较 2019H1 的 1614 亿元营收同比增长 72.47%，实现大幅增长，2019H1-2023H1CAGR 为 14.60%。其中 2019H1-2022H1 的同比增速分别为 14.19%、11.85%、20.64%、和 9.16%，军工行业 2023H1 的营收同比增长 17.08%，主要系 2022H1 军工行业营收基数较低，叠加 2023H1 各军工企业订单有序交付，预计军工行业 2023 全年收入维持稳定增长。

图 5：国防军工行业近五年年报营收及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 6：国防军工行业近五年半年报营收及同比增速

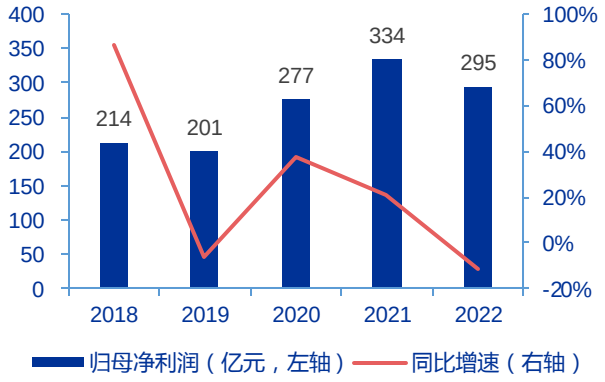


资料来源：iFinD、申万宏源研究

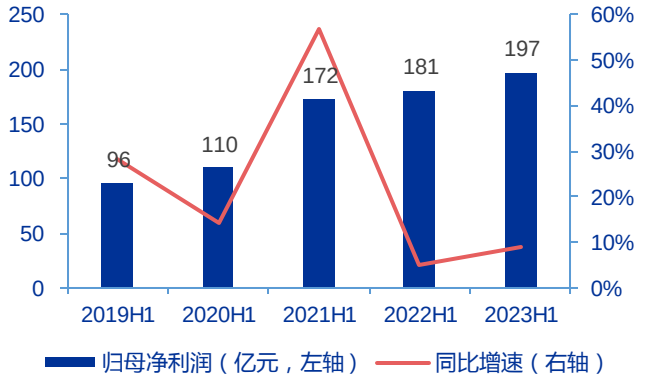
军工行业 2023H1 归母净利润同比增长 9.10%，业绩稳定增长。军工行业 2023H1 实现归母净利润 197 亿元（YOY+9.10%），较 2019H1 的 96 亿元同比增长 105.18%，2019H1-2023H1CAGR 为 19.68%，其中 2019H1-2022H1 的同比增速分别为 28.42%、14.24%、56.78%、5.00%。受益于规模效应叠加效率提升，军工行业归母净利润稳步提高，随着生产交付更加均衡叠加下游订单加速落地，预计军工行业 2023 全年业绩有望实现稳定增长。

图 7：国防军工行业近五年年报归母净利润及同比增速

图 8：国防军工行业近五年半年报归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

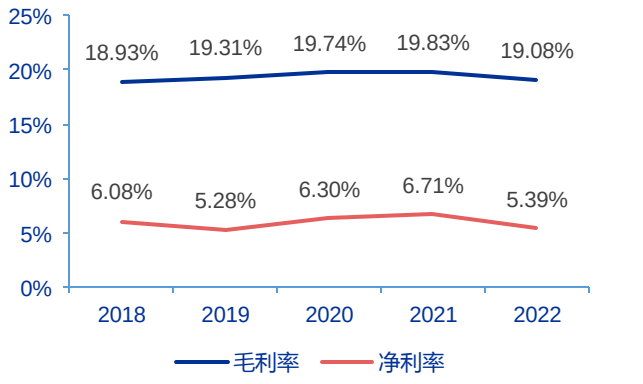


资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.2 毛利率和净利率整体稳定，行业盈利能力保持稳健

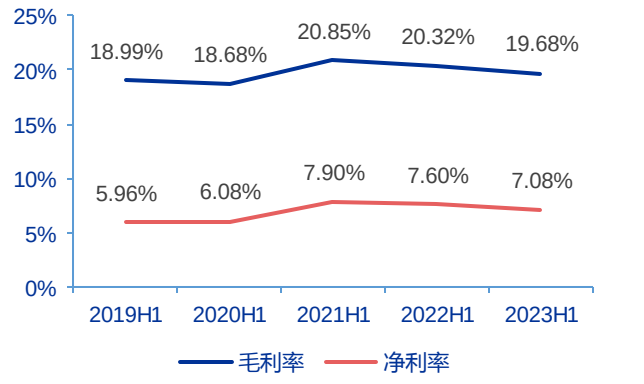
军工行业盈利能力保持稳健，毛利率及净利率较去年同期保持稳定。1）从毛利率来看，军工行业毛利率水平保持稳定。从 2019H1 的 18.99%提升 0.69pcts 至 2023H1 的 19.68%，毛利率相对稳定，在 19%附近波动。2023H1 较 2022H1 小幅回落，降低 0.64pcts，或主要系大宗原材料涨价提升生产成本；2）从净利率来看，军工行业净利率总体呈现上升态势。从 2019H1 的 5.96%提升 1.13pcts 至 2023H1 的 7.08%，2023H1 较 2022H1 略有下降。随着原材料价格趋稳、规模效应显现叠加降本增效显著，预计军工行业盈利能力有望稳定提升。

图 9：国防军工行业近五年年报毛利率及净利率情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 10：国防军工行业近五年半年报毛利率及净利率情况



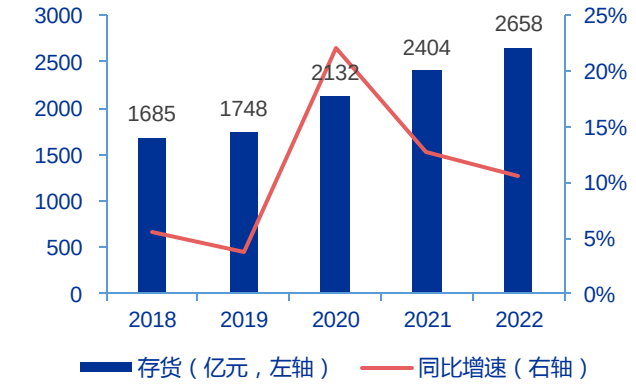
资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.3 行业基本面持续向好，营运指标实现稳定增长

合同负债及预收账款、存货和应付票据及应付账款稳定增长并维持高位。军工行业 2023H1 存货 2931 亿元，较上年同期增长 11.79%，应付票据及应付账款为 3209 亿元，

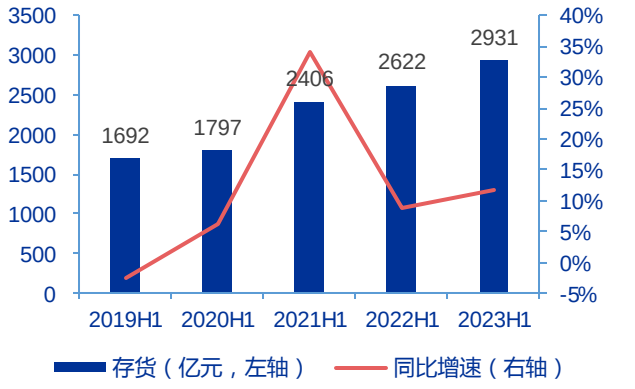
较上年同期增长 12.90%，存货和应付票据及应付账款均有所提升，表明军工行业为满足下游订单生产的采购和备货维持高位。军工行业 2023H1 预收账款和合同负债为 1797 亿元，较上年同期降低 6.43%，仍维持高位，表明下游需求旺盛，未来业绩有所保障。大额预收账款和合同负债对应下游的大单制采购，订单落地验证了军工行业未来 3-5 年的高景气度和确定性，随着订单转化为收入及新增订单持续落地，行业基本面景气度持续向上。

图 11：国防军工行业近五年年报存货及同比增速



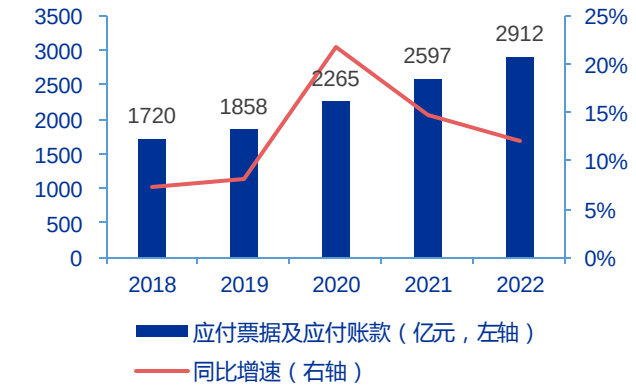
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 12：国防军工行业近五年半年报存货及同比增速



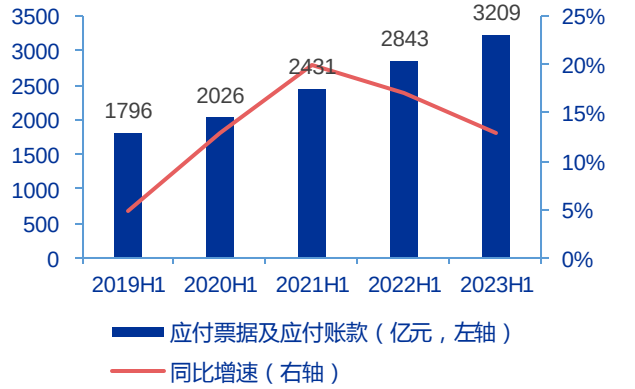
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 13：国防军工行业近五年年报应付票据和应付账款及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究

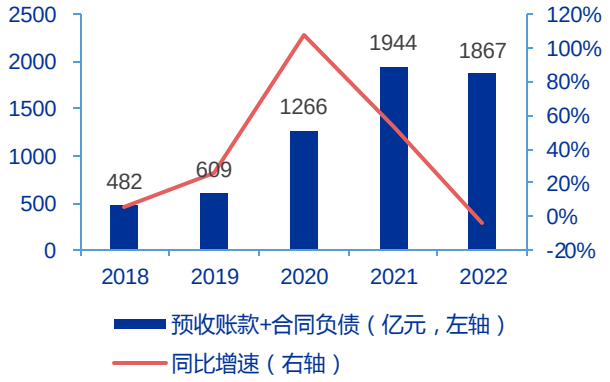
图 14：国防军工行业近五年半年报应付票据和应付账款及同比增速



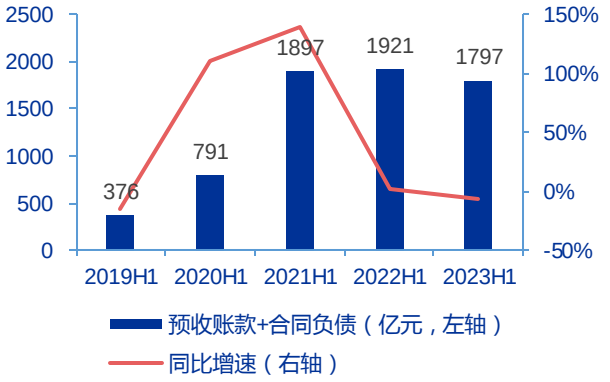
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 15：国防军工行业近五年年报预收账款和合同负债及同比增速

图 16：国防军工行业近五年半年报预收账款和合同负债及同比增速



资料来源：iFinD、申万宏源研究



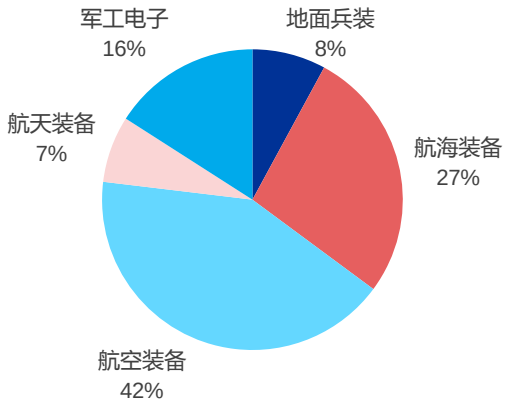
资料来源：iFinD、申万宏源研究

2. 收入与利润：板块业绩有所分化，产业链业绩有序传导

2.1 各板块业绩有所分化，航空和军工电子业绩稳定增长

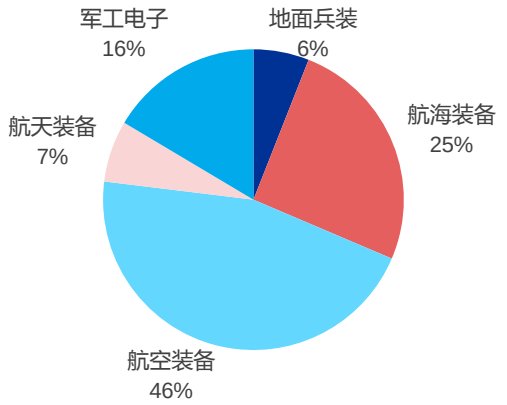
航空板块对行业营收和归母净利润的贡献最大，2023H1 占比分别为 46%和 49%。按细分板块营收占比统计，航空装备板块对军工行业的营收贡献最大，2023H1 占比为 46%；其次是航海装备板块，2023H1 占比 25%；军工电子、地面兵装和航天板块 2023H1 占比 16%/6%/7%。按细分板块归母净利润占比统计，航空装备板块对军工行业的归母净利润贡献最大，2023H1 占比为 49%，军工电子板块次之，2023H1 占比为 36%，地面兵装、航天以及航海装备板块 2023H1 占比分别为 3%/7%/5%，比重相对较小。各板块营收占比与归母净利润结构不同，是行业净利率差异导致，军工电子、航空装备、航天装备、地面兵装、航海装备净利率 2023H1 分别为 15.36%/7.71%/7.50%/3.68%/1.30%。

图 17：2022 年航空装备板块营收占比 42%



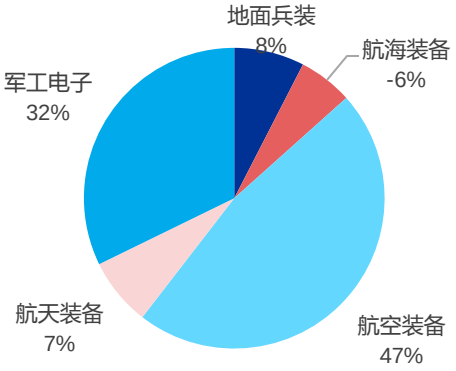
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 18：2023H1 航空装备板块营收占比 46%



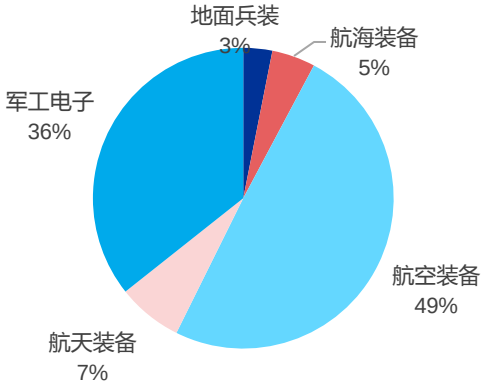
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 19：2022 年航空装备板块归母净利润占比 47%



资料来源：iFinD、申万宏源研究

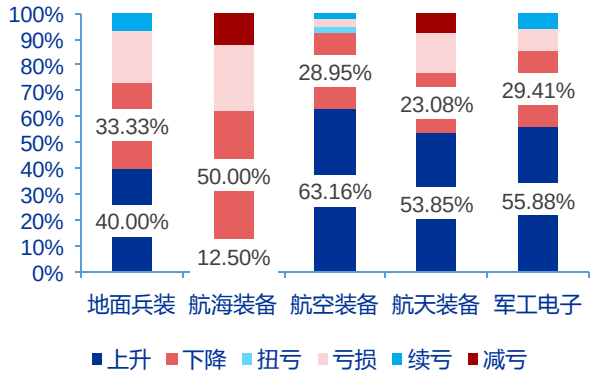
图 20：2023H1 航空装备板块归母净利润占比 49%



资料来源：iFinD、申万宏源研究

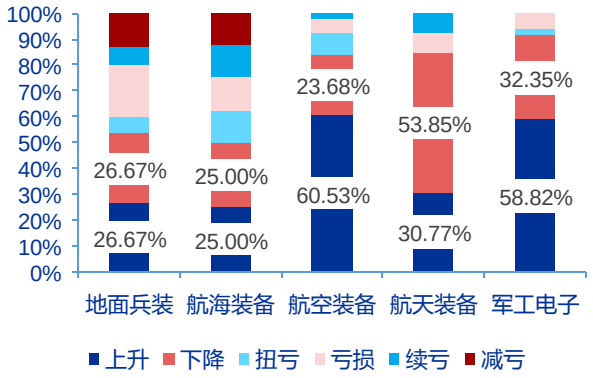
超半数企业 2023H1 业绩实现增长，各板块业绩有所分化。1）从板块归母净利润同比增减家数看，超半数企业 2023H1 业绩均实现了增长。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子归母净利润实现同比上升的公司数量占比，2023H1 分别为 26.67%/25.00%/60.53%/30.77%/58.82%。2）从板块归母净利润的增速看，2023H1 航海装备板块增速较快，航空和军工电子板块稳定增长，地面兵装和航天装备业绩呈现下降状态，板块业绩有所分化。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子营收同比增速 2023H1 分别为-18.40%/28.22%/22.88%/2.36%/11.62%，归母净利润同比增速 2023H1 分别为-64.73%/扭亏/22.65%/-12.95%/3.19%。

图 21：2022 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

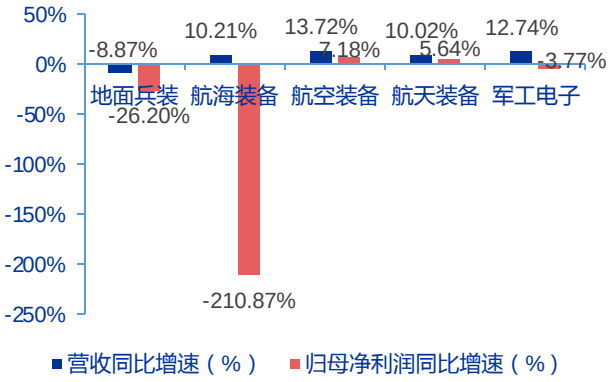
图 22：2023H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



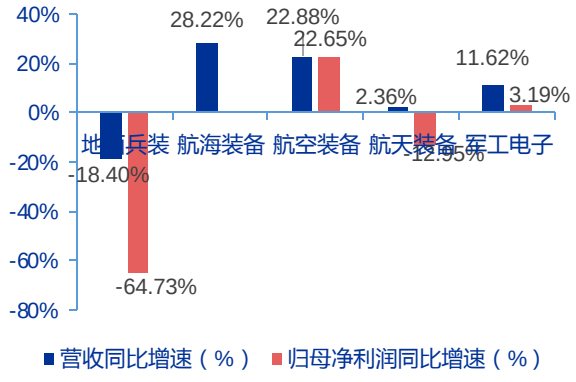
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 23：2022 年各装备板块营收、归母净利润增速对比

图 24：2023H1 各装备板块营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业各板块 2023H1 营收航海、航空装备和军工电子增速靠前。军工行业 2023H1 营收同比增长 17.08%，军工行业近五年营收同比增速略有波动，但总体处于增长态势。航海装备和航空装备营收增速 2023H1 分别为 28.22%/22.88%，均高于行业平均；地面兵装营收 2023H1 增速为负，受行业周期影响同比略有降低。航海装备较去年相比增速大幅增加，2023H1 增速为 28.22%，随着军民船订单持续落地，已有订单有序交付，预计营收有望持续加速。随着军队和国防建设现代化进程加速推进，预计航空、航天、航海、和军工电子等高景气赛道营收将保持较快增长势态。

表 1：国防军工行业各装备板块营收增速情况

行业板块	年报营业收入同比增速（%）				半年报营业收入同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
地面兵装	1.27%	17.59%	7.65%	-8.87%	10.45%	15.71%	19.50%	5.86%	-18.40%
航海装备	3.50%	26.35%	8.28%	10.21%	7.08%	26.04%	8.87%	-8.13%	28.22%
航空装备	13.49%	9.88%	16.22%	13.72%	25.21%	5.29%	23.95%	18.52%	22.88%
航天装备	-2.65%	5.41%	9.22%	10.02%	3.27%	-6.45%	20.04%	13.01%	2.36%
军工电子	14.83%	15.98%	20.65%	12.74%	9.42%	12.83%	37.87%	15.55%	11.62%
行业增速	8.21%	15.45%	13.22%	10.19%	14.19%	11.85%	20.64%	9.16%	17.08%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

各板块业绩增长略有分化，2023H1 行业增速为 9.10%，航海装备板块增速最快。2023H1 航空装备板块归母净利润增速为 22.65%，高于行业平均，维持较快增长。航海装备和航空装备 2022H1 业绩基数较小，实现较快增长；航空装备和军工电子板块近几年业绩均实现较高速增长，2023H1 业绩维持稳定增长；地面兵装板块受建设周期、行业周期影响较大，产生较大业绩波动，业绩增速为负，地面兵装板块 2023H1 同比下降 64.73%。

表 2：国防军工行业各装备板块归母净利润增速情况

行业板块	年报归母净利润同比增速（%）				半年报归母净利润同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
地面兵装	8.81%	49.91%	-5.73%	-26.20%	37.42%	37.68%	26.47%	16.98%	-64.73%

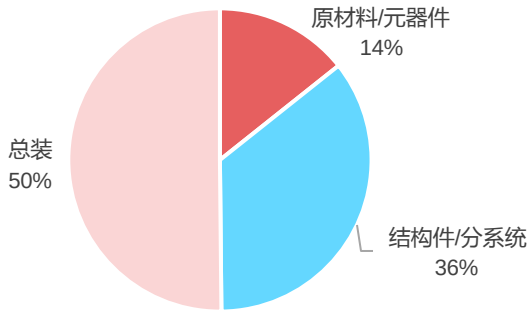
航海装备	-4.07%	-54.95%	31.02%	-210.87%	-2.14%	-61.26%	21.12%	-103.26%	扭亏
航空装备	-10.30%	29.88%	34.61%	7.18%	67.37%	31.33%	60.84%	8.59%	22.65%
航天装备	-63.32%	181.53%	1.18%	5.64%	0.90%	-2.84%	53.14%	16.08%	-12.95%
军工电子	22.90%	72.76%	17.66%	-3.77%	29.11%	51.38%	70.23%	12.00%	3.19%
行业增速	-5.93%	37.60%	20.56%	-11.50%	28.42%	14.24%	56.78%	5.00%	9.10%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

2.2 下游主机厂环节业绩实现高增长，产业链业绩实现有序传导

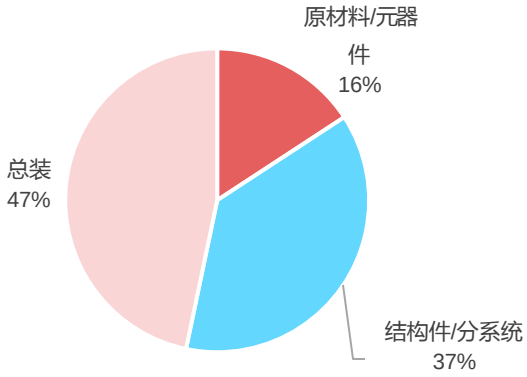
总装环节营收占比近半，中、上游环节净利润占比大。108 家军工标的中，按产业链环节营收占比统计，下游总装环节营收占据行业营收总和比例最大，2023H1 为 47%。按产业链环节归母净利润占比统计，上游原材料/元器件和中游结构件/分系统环节占据军工行业整体归母净利润比例较大，2023H1 占比分别为 16%和 37%。营收与规模净利润结构不同，主要系行业净利率差异所致，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节净利率，2023H1 分别为 18.08%/7.26%/3.23%。

图 25：2022 年下游总装环节的营收占比为 50%



资料来源：iFinD、申万宏源研究

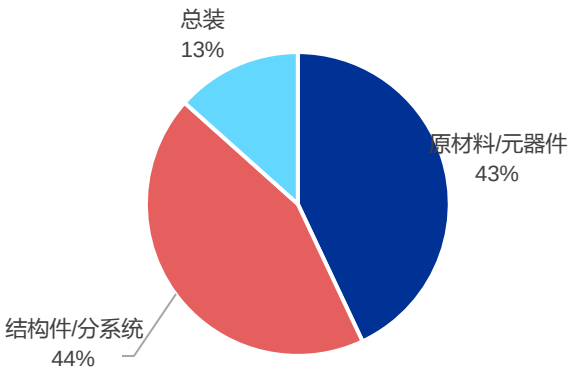
图 26：2023H1 下游总装环节的营收占比为 47%



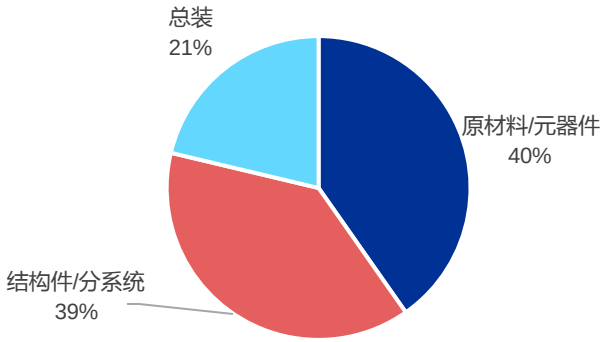
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 27：2022 年中游结构件/分系统环节归母净利润占比为 44%

图 28：2023H1 中游结构件/分系统环节归母净利润占比为 39%



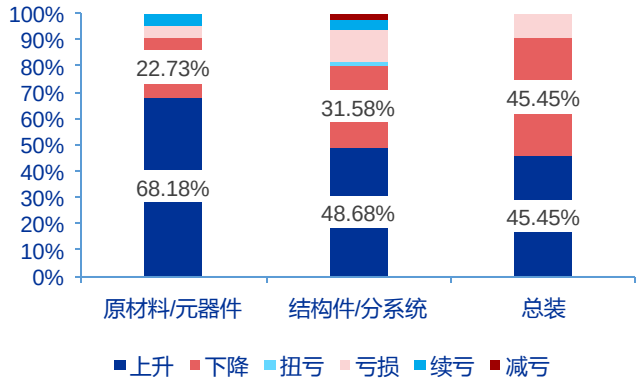
资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

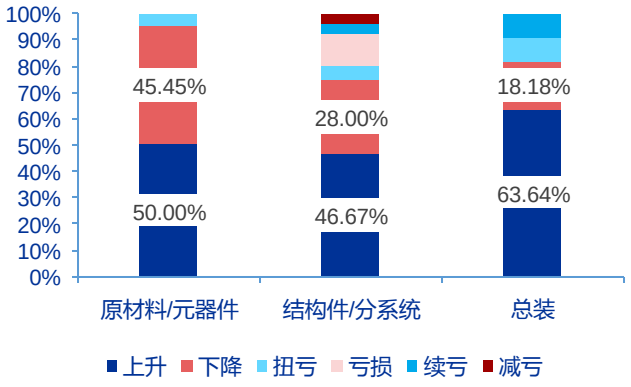
2023H1 军工行业产业链整体业绩实现增长，下游环节企业业绩实现较快增长。从产业链归母净利润同比增减家数看，产业链各环节大部分企业均实现了增长，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比上升的公司数量占比，2023H1 分别为 50.00%/46.67%/63.64%。从产业链营收和归母净利润的增速看，下游总装环节增速较高，下游环节 2023H1 营收及归母净利润增速分别为 14.21%和 60.29%，上游元器件/原材料环节营收及归母净利润整体基本稳定，2023H1 营收及归母净利润增速分别为 10.92%和 4.07%；中游结构件/分系统环节业绩波动或为产品结构和交付节奏影响所致，2023H1 营收及归母净利润增速分别为 23.86%和-3.12%。

图 29：2022 年产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

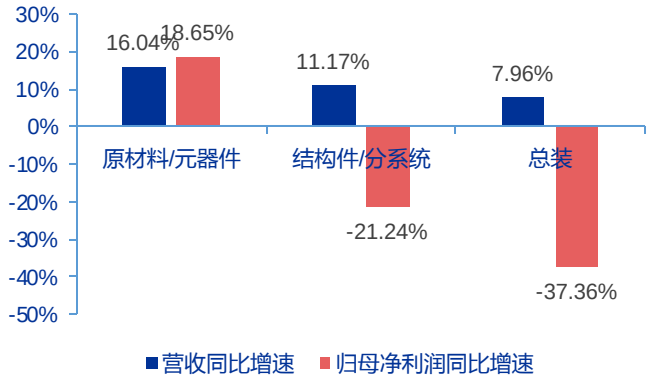
图 30：2023H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



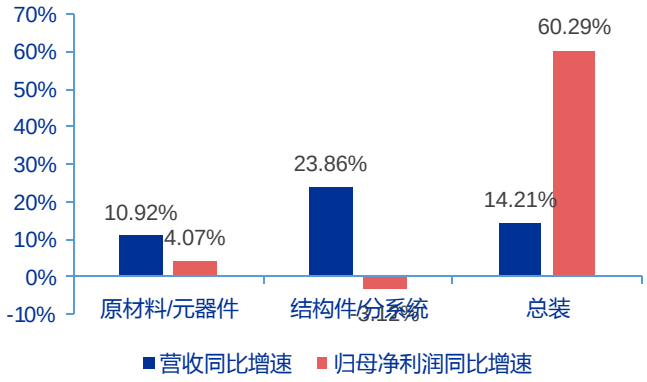
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 31：2022 年产业链各环节营收、归母净利润增速对比

图 32：2023H1 产业链各环节营收、归母净利润增速对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节营收延续增长态势且有序传导。军工行业 2023H1 营收同比增长分别为 17.08%，维持增长趋势。分产业链环节看，2023H1 上游、中游和总装环节营收增速分别为 10.92%/23.86%/14.21%，实现稳步增长。预计大额订单有序执行，产业链各环节营收增长有望持续加速。

表 3：军工行业各环节营收增速情况

行业板块	年报营业收入同比增速（%）				半年报营业收入同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
原材料/元器件	10.38%	13.71%	26.08%	16.04%	12.32%	8.65%	33.53%	19.06%	10.92%
结构件/分系统	10.65%	8.58%	12.03%	11.17%	16.73%	5.24%	26.41%	8.68%	23.86%
总装	5.91%	21.11%	11.03%	7.96%	12.94%	17.58%	13.48%	6.43%	14.21%
行业增速	8.21%	15.45%	13.22%	10.19%	14.19%	11.85%	20.64%	9.16%	17.08%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业总装环节归母净利润增速实现较高增长。军工行业 2023H1 归母净利润同比增长 9.10%，延续增长趋势。分产业链环节看，上游原材料/元器件环节 2023H1 归母净利润同比增长 4.07%，实现稳步增长；中游结构件/分系统环节归母净利润受上游原材料涨价影响，2023H1 增速为-3.12%；下游总装环节 2023H1 归母净利润同比增长 60.29%，受益于行业高景气实现快速增长。随着生产交付更加均衡叠加下游订单快速执行，预计军工行业全年业绩有望实现稳健增长。

表 4：军工行业各环节归母净利润增速情况

行业板块	年报归母净利润同比增速（%）				半年报归母净利润同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
原材料/元器件	-13.75%	36.88%	39.58%	18.65%	45.94%	14.54%	82.05%	25.74%	4.07%
结构件/分系统	-1.87%	59.45%	12.57%	-21.24%	22.78%	40.93%	53.93%	-1.15%	-3.12%
总装	-3.61%	1.47%	15.14%	-37.36%	21.22%	-17.98%	28.98%	-18.89%	60.29%
总增速	-5.93%	37.60%	20.56%	-11.50%	28.42%	14.24%	56.78%	5.00%	9.10%

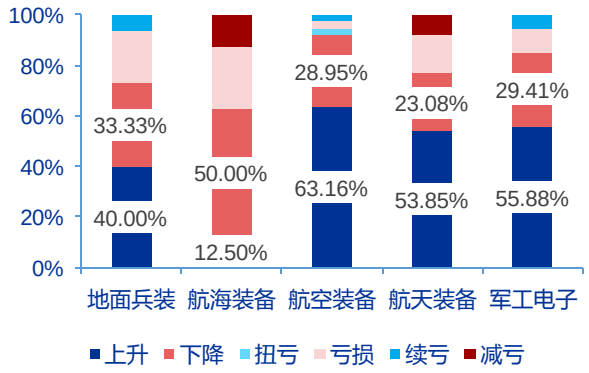
资料来源：iFinD、申万宏源研究

3. 盈利指标：军工整体盈利能力保持稳定

3.1 板块整体盈利能力保持稳定，军工电子盈利能力显著

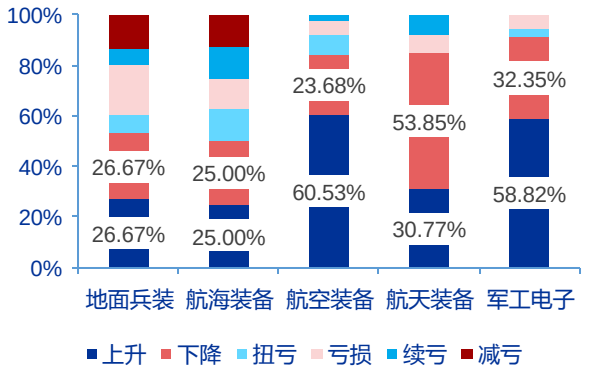
各板块大部分企业盈利能力有所提升，军工电子板块盈利能力行业领先。1）从净利润同比增减的企业家数占比来看，各板块大部分企业归母净利润实现了提升。地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子归母净利润实现同比上升的公司数量占比，2023H1 分别 26.67%/25.00%/60.53%/30.77%/58.82%。2）从板块毛利率和净利率来看，军工电子板块毛利率及净利率行业领先，航海装备板块毛利率和净利率有待提升。军工电子板块毛利率和净利率 2023H1 分别为 38.23%和 15.36%，行业领先；航海装备板块毛利率和净利率 2023H1 分别为 9.96%和 1.30%。地面兵装、航空和航天装备毛利率和净利率 2023H1 分别为 19.84%/17.82%/23.68%和 3.68%/7.71%/7.50%。

图 33：2022 年各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



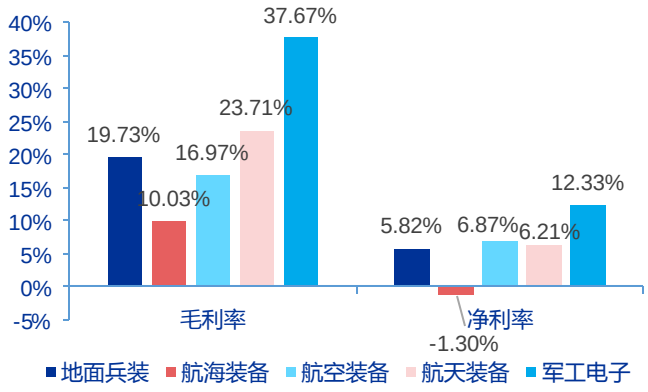
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 34：2023H1 各装备板块归母净利润实现同比增减的公司数量占比情况



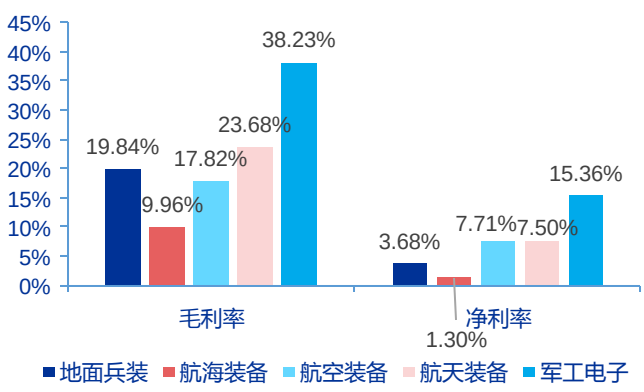
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 35：2022 年各装备板块毛利率和净利率对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

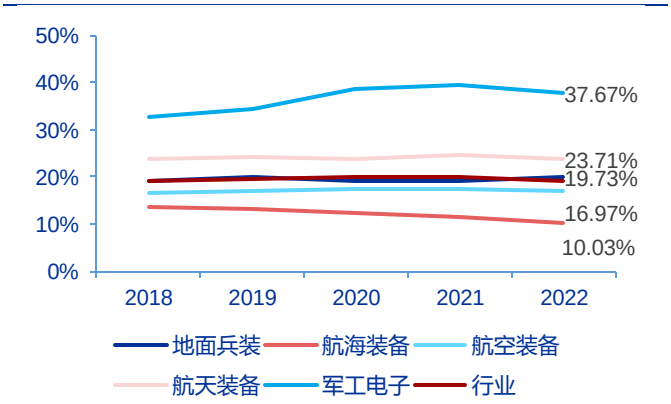
图 36：2023H1 各装备板块毛利率和净利率对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

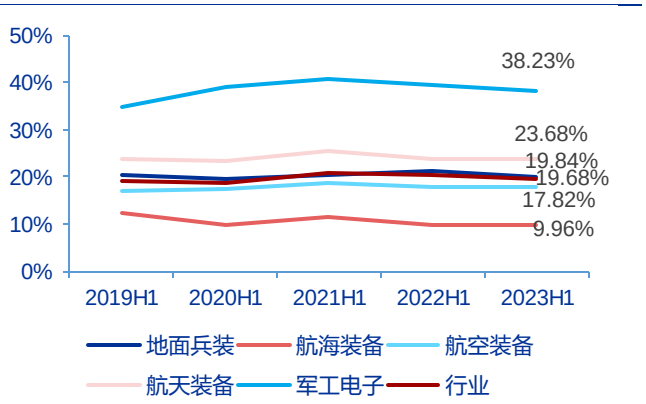
军工行业装备板块盈利能力整体保持稳定，军工电子板块表现最佳。1）从毛利率看，地面兵装、航海、航空、航天和军工电子板块的毛利率 2023H1 分别为 19.84%/9.96%/17.82%/23.68%/38.23%，较去年同期提升-1.34pcts/0.34pcts/0.16pcts/-0.24pcts/-1.18pcts。2）从净利率看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块的净利率 2023H1 分别为 3.68%/1.30%/7.71%/7.50%/15.36%，较去年同期提升-4.84pcts/1.36pcts/-0.01pcts/-1.32pcts/-1.26pcts。地面兵装波动较大，航空装备、军工电子和航天装备板块相对稳定。

图 37：国防军工行业各装备板块近五年毛利率



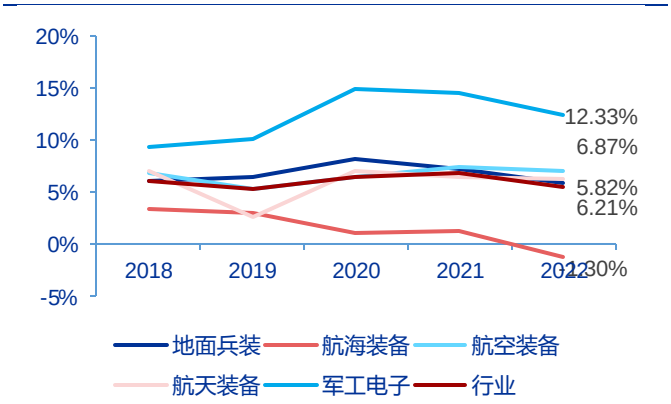
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 38：国防军工行业各装备板块近五年半年报毛利率



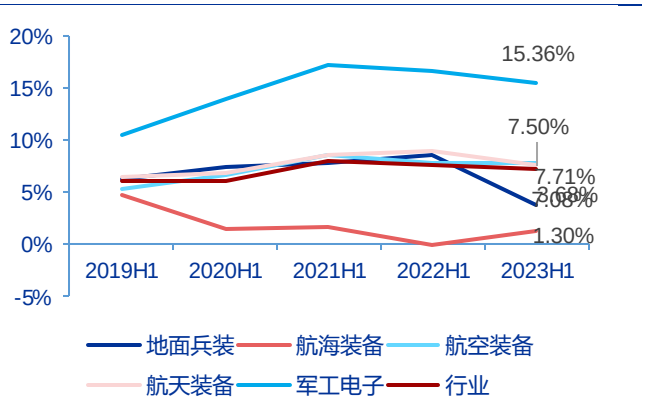
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 39：国防军工行业各装备板块近五年净利率



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 40：国防军工行业各装备板块近五年半年报净利率



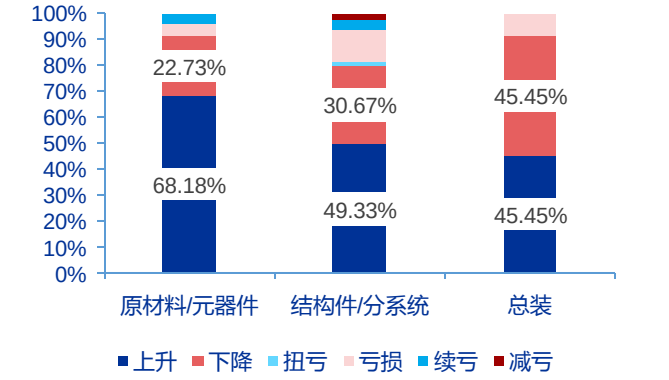
资料来源：iFinD、申万宏源研究

3.2 产业链整体盈利能力较为稳健，中上游盈利能力较强

产业链各环节大部分企业盈利能力有所提升，中上游环节企业盈利能力相对较强。1）从产业链环节净利润同比增减的企业家数占比来看，大部分企业归母净利润实现增长。上

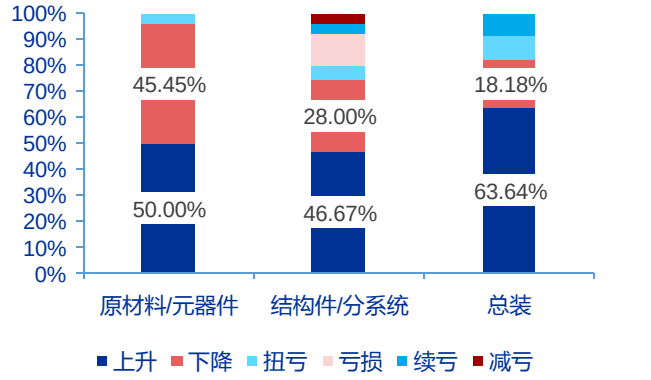
游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节，归母净利润实现同比上升的公司数量占比，2023H1 分别为 50.00%/46.67%/63.64%。2）从产业链环节毛利率和净利率来看，上游环节企业毛利率和净利率较好，处于行业领先地位，中游环节企业盈利表现良好，下游总装环节企业受限于定价机制，毛利率和净利率较低。2023H1 上游和中游环节的毛利率和净利率分别为 36.55%/25.65%和 18.08%/7.26%。

图 41：2022 年产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况



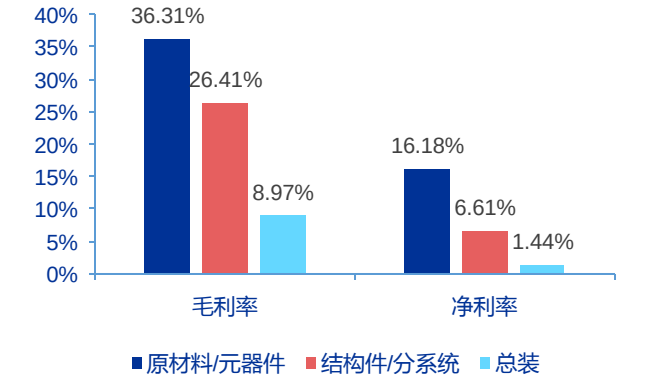
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 42：2023H1 产业链各环节归母净利润实现同比增减公司数量占比情况



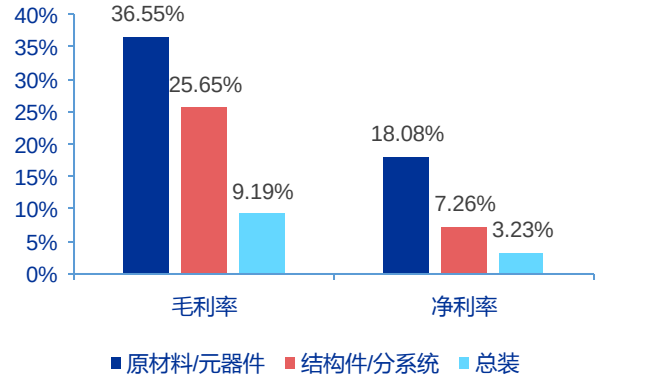
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 43：2022 年产业链各环节毛利率和净利率有序传导



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 44：2023H1 产业链各环节毛利率和净利率有序传导

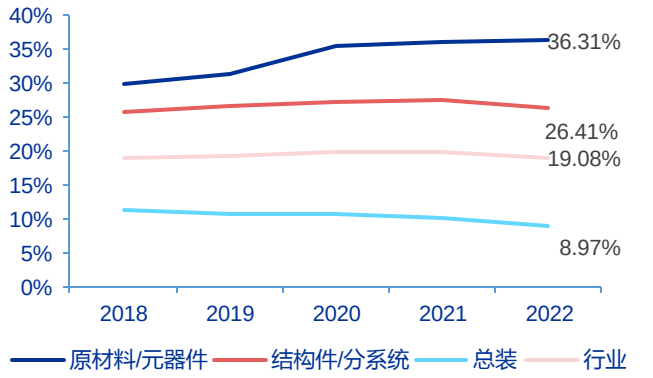


资料来源：iFinD、申万宏源研究

上游原材料/元器件环节历年盈利能力提升显著。1）从毛利率看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节的毛利率 2023H1 分别为 36.55%/25.65%/9.19%，较去年同期提升-1.39pcts/-1.98pcts/0.41pcts。上游和中游环节毛利率有所下降，下游总装环节因产品结构调整毛利率有所回升。2）从净利率看，2023H1 分别为 18.08%/7.26%/3.23%，较去年同期提升-1.19pcts/-2.02pcts/0.93pcts，上游净利率高于行业平均，但同比略有下降，或系原材料涨价影响；中游环节 2023H1 或

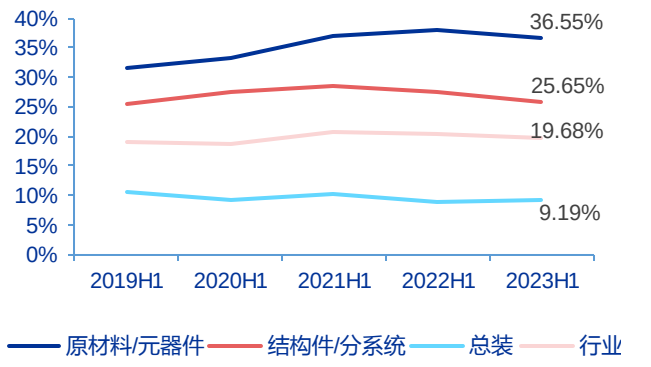
受上游影响叠加产品结构调整，毛利率及净利率略有下滑，下游总装环节盈利能力略有提升系规模效应不断增强。

图 45：国防军工行业上游原材料/元器件环节近五年毛利率提升显著



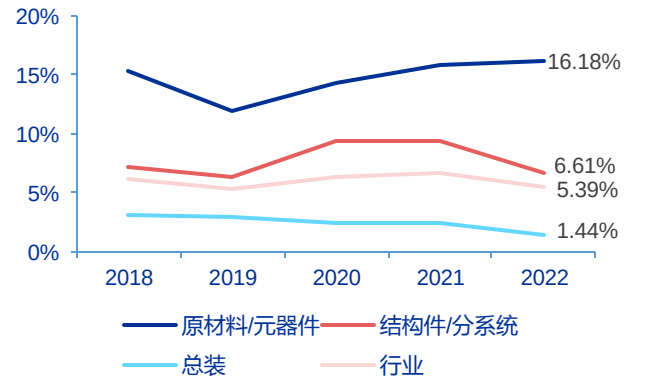
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 46：国防军工行业上游原材料/元器件环节近五年半年报毛利率提升显著



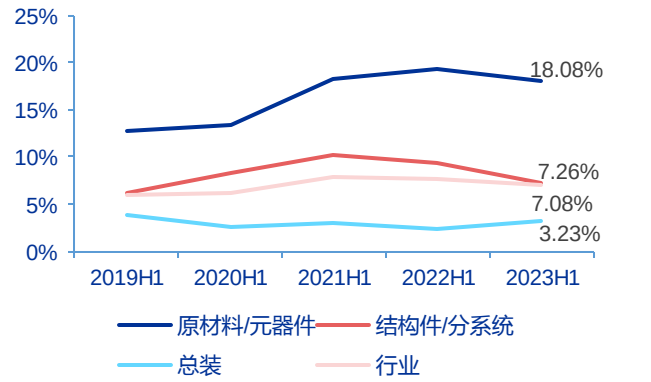
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 47：国防军工行业上游近五年净利率有所改善



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 48：国防军工行业下游近五年半年报净利率明显改善



资料来源：iFinD、申万宏源研究

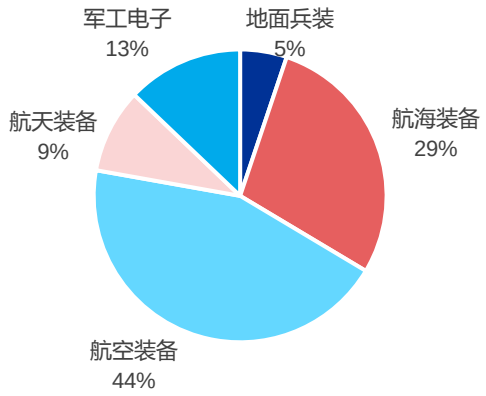
4. 营运指标：行业营运指标整体稳定，景气度有保障

4.1 各板块营运指标有所分化，航海装备板块表现亮眼

各板块营运指标有所分化，航海装备板块整体表现突出。1）从预收账款和合同负债看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块 2023H1 同比增速分别为-47.68%/18.78%/-28.62%/-4.65%/-23.14%，航海装备预收账款及合同负债的快速增长，

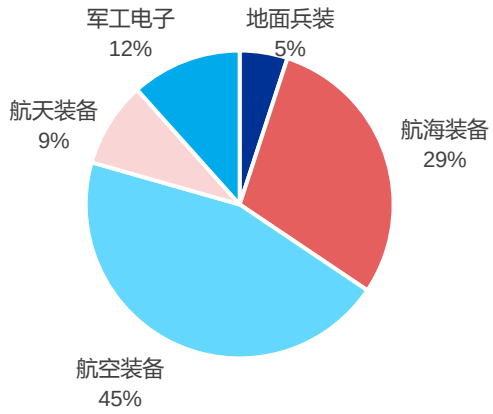
表明下游需求持续释放，航空装备合同负债虽有所降低，但仍维持在高位；2）从存货看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块 2023H1 同比增速分别为-1.76%/10.74%/16.53%/20.03%/-0.83%，航空、航天装备和航海装备板块存货增速较高，反映板块生产备货节奏提速；3）从应付票据及应付账款看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备、军工电子板块 2023H1 同比增速分别为2.15%/4.02%/19.10%/20.69%/9.05%，航空装备、航天装备板块和军工电子板块增速较高，或系生产采购有所提速所致。

图 49：军工行业各板块 2022 年存货占比



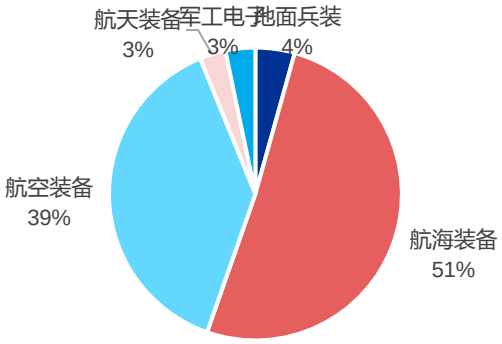
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 50：军工行业各板块 2023H1 存货占比



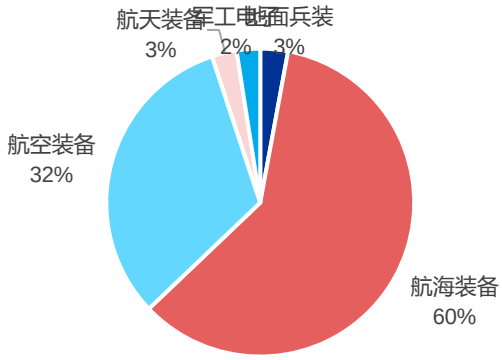
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 51：军工行业各板块 2022 年预收账款及合同负债占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

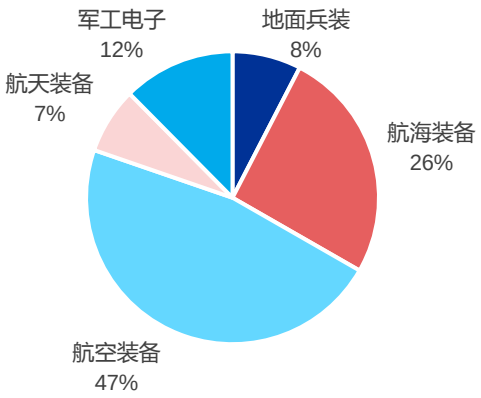
图 52：军工行业各板块 2023H1 预收账款及合同负债占比



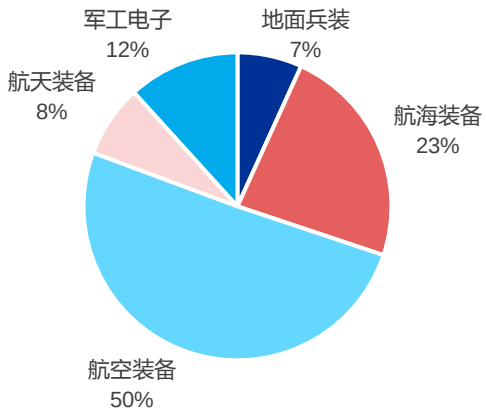
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 53：军工行业各板块 2022 年应付票据及应付账款占比

图 54：军工行业各板块 2023H1 应付票据及应付账款占比

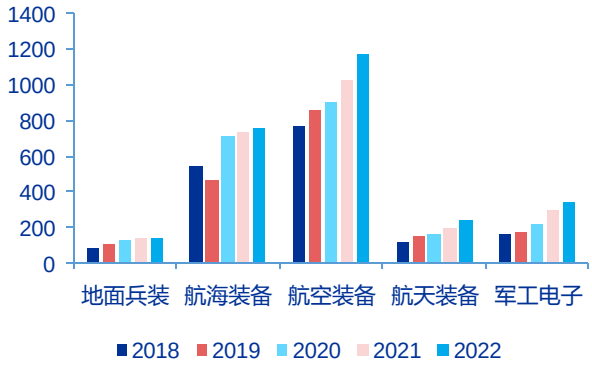


资料来源：iFinD、申万宏源研究



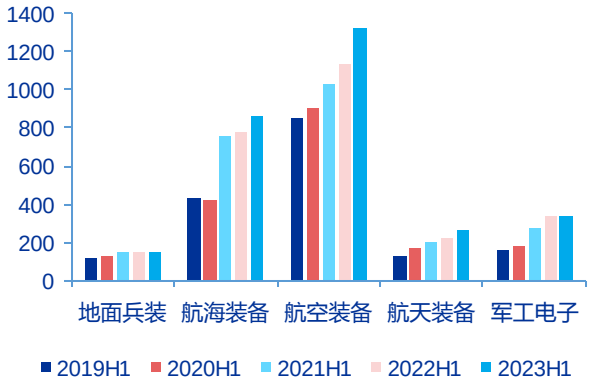
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 55：军工行业各板块近五年存货变化（单位：亿元）



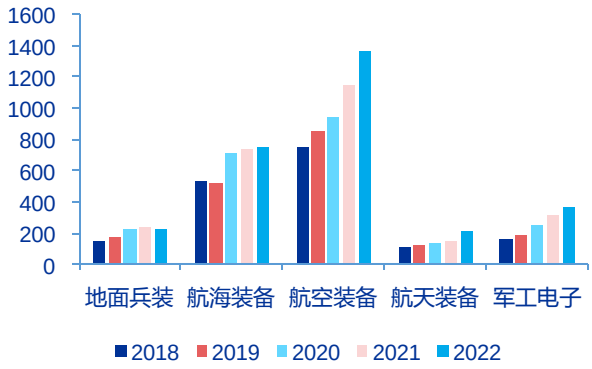
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 56：军工行业各板块近五年半年报存货变化（单位：亿元）



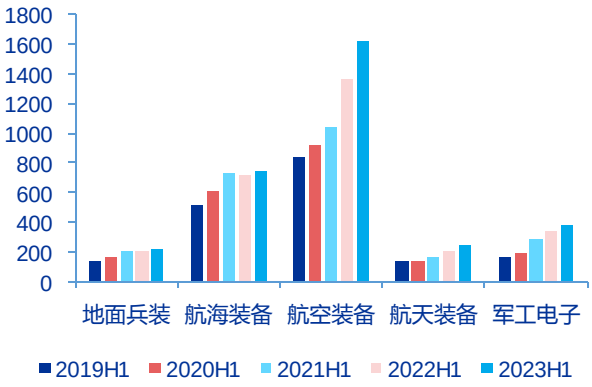
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 57：军工行业各板块近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



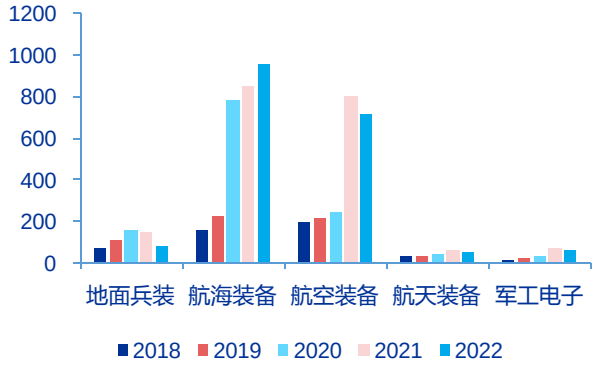
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 58：军工行业各板块近五年半年报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



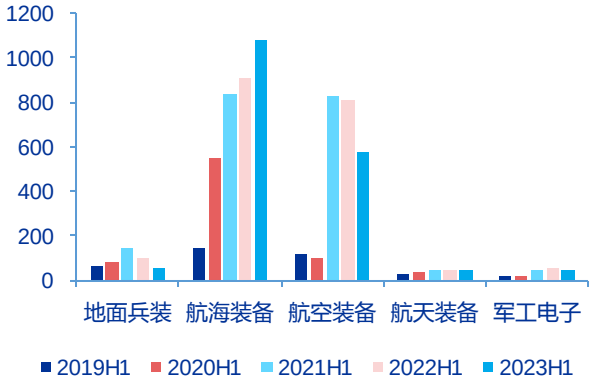
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 59：军工行业各板块近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 60：军工行业各板块近五年半年报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业整体预收账款及合同负债 2023H1 略有下滑，航海装备板块合同负债表现突出。军工行业预收账款及合同负债 2023H1 为 1795 亿元，同比降低 6.43%，略有下滑。分装备板块看，除航海装备外，地面兵装、航空装备、航天装备和军工电子板块预收账款及合同负债增速均呈现下降趋势，航海装备同比增速 2023H1 为 18.78%。军工行业整体预收账款及合同负债在高位小幅回落，下半年随着订单持续落地，有望企稳回升。

表 5：国防军工行业预收账款及合同负债整体略有下滑

行业板块	年报预收账款+合同负债同比增速（%）				半年报预收账款+合同负债同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
地面兵装	54.22%	43.29%	-1.85%	-46.95%	4.78%	20.01%	76.70%	-29.66%	-47.68%
航海装备	43.53%	242.57%	8.88%	11.76%	-22.90%	280.11%	53.13%	8.08%	18.78%
航空装备	9.04%	16.75%	223.44%	-10.72%	-26.59%	-9.49%	692.34%	-2.19%	-28.62%
航天装备	-0.09%	10.30%	44.05%	-9.82%	114.60%	11.49%	25.58%	10.93%	-4.65%
军工电子	9.77%	72.60%	96.57%	-17.58%	-0.59%	30.99%	97.28%	24.83%	-23.14%
行业增速	26.34%	107.75%	53.50%	-3.95%	-14.69%	110.70%	139.70%	1.28%	-6.43%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

表 6：国防军工行业航海装备板块合同负债增速较快

行业板块	合同负债金额（单位：亿元）						
	2021H1	2021	2022H1	2022	2023Q1	2023H1	2023H1 环比涨跌幅
军工电子	46	74	58	61	52	44	-15.15%
航海装备	824	851	906	951	996	1077	8.10%
航天装备	44	59	49	53	47	47	-0.09%
地面兵装	142	153	100	81	72	52	-27.62%
航空装备	824	804	806	718	676	575	-14.98%
总计	1880	1942	1919	1865	1843	1795	-2.63%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业整体存货 2023H1 实现稳定增长，航空航天装备板块存货增速居前。军工行业存货 2023H1 为 2931 亿元，同比增长 11.79%，维持较高增长。分装备板块看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块存货同比增速 2023H1 分别为-1.76%/10.74%/16.53%/20.03%/-0.83%，其中航空、航天装备板块增速居前。

表 7：国防军工行业航空航天装备板块存货增速居前

行业板块	年报存货同比增速（%）				半年报存货同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
地面兵装	17.93%	22.37%	8.29%	-2.35%	21.43%	9.32%	21.27%	-2.66%	-1.76%
航海装备	-15.07%	51.40%	3.78%	2.82%	-29.18%	-3.98%	80.57%	2.83%	10.74%
航空装备	10.68%	6.37%	12.81%	14.80%	9.60%	6.50%	13.86%	10.07%	16.53%
航天装备	29.78%	12.32%	21.13%	23.15%	23.02%	26.69%	18.97%	11.46%	20.03%
军工电子	8.17%	27.54%	37.61%	12.56%	13.52%	13.09%	48.74%	26.72%	-0.83%
行业增速	3.71%	21.98%	12.75%	10.56%	-2.39%	6.18%	33.95%	8.96%	11.79%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业整体应付票据及应付账款 2023H1 实现较快增长，航空装备及航天装备板块增速居前。军工行业应付票据及应付账款 2023H1 为 3209 亿元，同比增长 12.90%，维持稳定增长。分装备板块看，地面兵装、航海装备、航空装备、航天装备和军工电子板块应付票据及应付账款同比增速 2023H1 分别为 2.15%/4.02%/19.10%/20.69%/9.05%，航空装备及航天装备板块增速居前。

表 8：国防军工行业板块整体应付票据及应付账款实现较快增长，航空、航天装备增速居前

行业板块	年报应付票据及应付账款同比增速（%）				半年报应付票据及应付账款同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
地面兵装	8.74%	29.79%	10.19%	-9.20%	22.81%	16.29%	18.68%	6.37%	2.15%
航海装备	-2.49%	36.02%	3.23%	1.44%	-12.53%	17.78%	21.88%	-2.25%	4.02%
航空装备	14.44%	10.59%	21.51%	19.07%	14.24%	10.40%	12.89%	30.77%	19.10%
航天装备	6.18%	12.97%	12.83%	40.25%	29.09%	0.24%	23.09%	19.34%	20.69%
军工电子	13.88%	32.10%	26.44%	14.67%	-2.56%	16.97%	46.75%	22.21%	9.05%
行业增速	8.03%	21.87%	14.67%	12.12%	4.92%	12.81%	19.97%	16.96%	12.90%

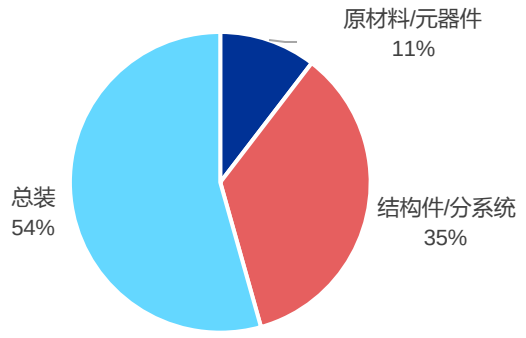
资料来源：iFinD、申万宏源研究

4.2 产业链各环节景气度有序传导，结构件/分系统环节营运指标较为突出

产业链各环节营运指标变化有序传导，军工行业高景气度有望持续兑现。从预收账款和合同负债看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速 2023H1 分别为-37.85%/39.69%/-11.03%，结构件/分系统环节预收账款及合同负债实现快速增长，产业链景气度有序传导；从存货看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速 2023H1 分别为 6.09%/20.91%/7.45%，中游环节存货增速

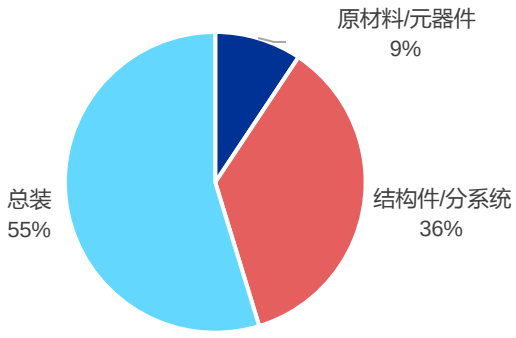
较高，企业抓紧生产备货；从应付票据及应付账款看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节同比增速 2023H1 分别为 15.78%/33.21%/2.63%，中游环节增速较高，或系生产采购有所提速。产业链各环节营运指标变化有序传导，军工行业高景气度有望持续兑现。

图 61：军工行业产业链 2022 年存货占比



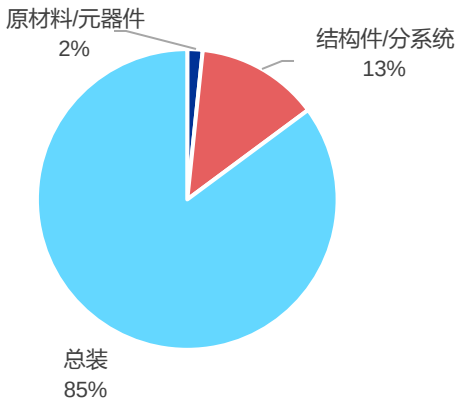
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 62：军工行业产业链 2023H1 存货占比



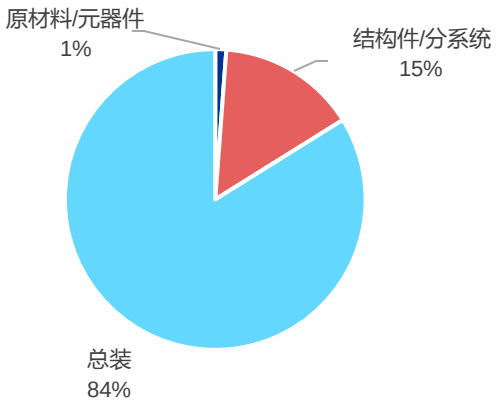
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 63：军工行业产业链 2022 年预收账款及合同负债占比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

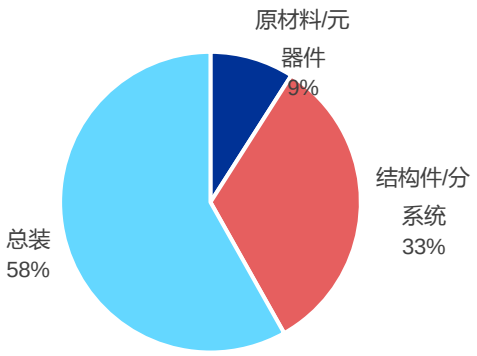
图 64：军工行业产业链 2023H1 预收账款及合同负债占比



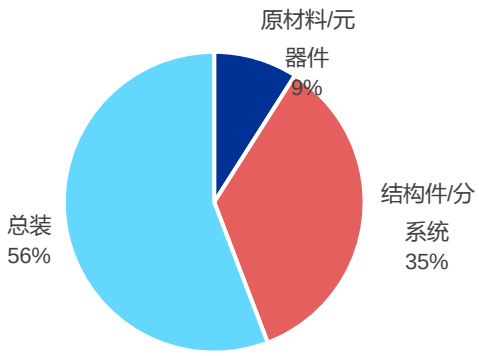
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 65：军工行业产业链 2022 年应付票据及应付账款占比

图 66：军工行业产业链 2023H1 应付票据及应付账款占比

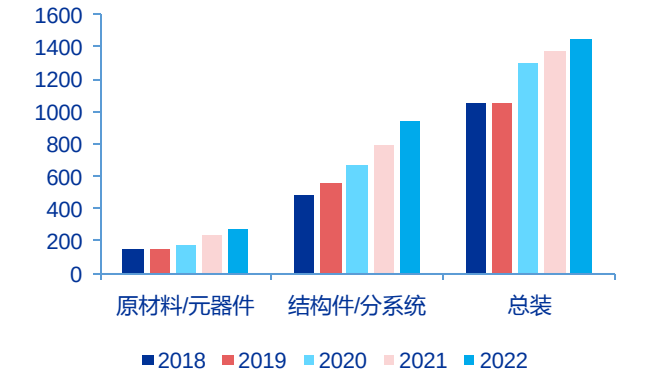


资料来源：iFinD、申万宏源研究



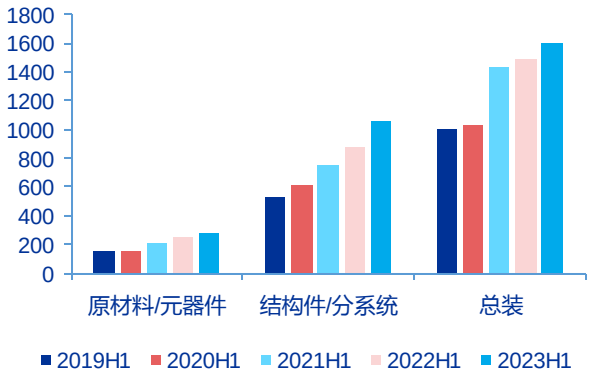
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 67：军工行业产业链近五年存货变化（单位：亿元）



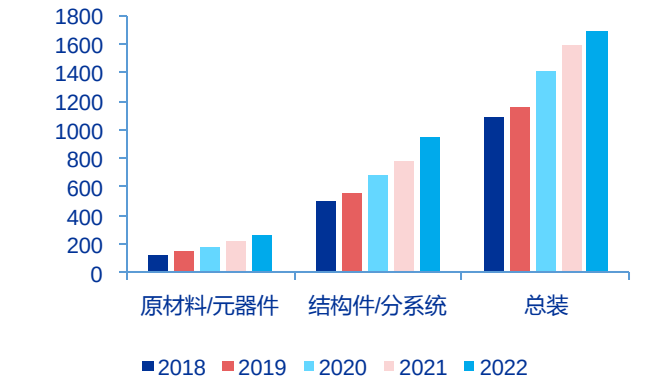
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 68：军工行业产业链近五年半年报存货变化（单位：亿元）



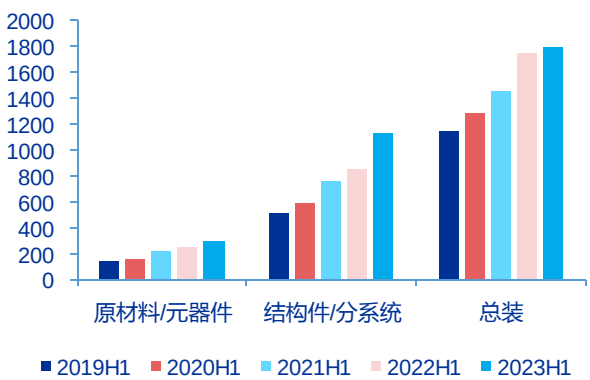
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 69：军工行业产业链近五年应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



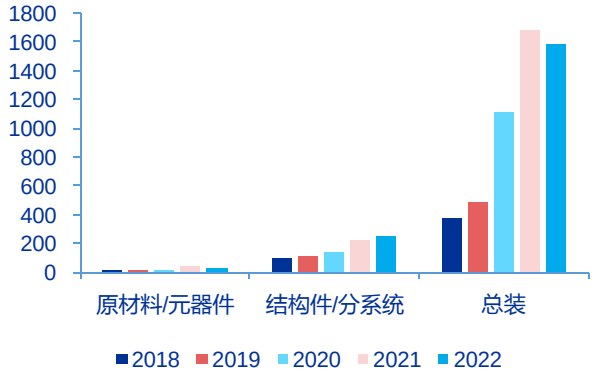
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 70：军工行业产业链近五年半年报应付票据及应付账款变化（单位：亿元）



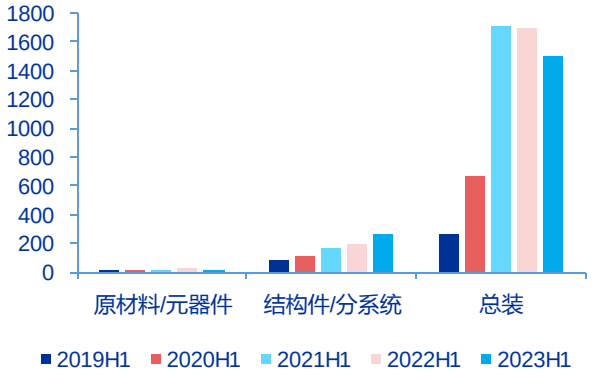
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 71：军工行业产业链近五年预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 72：军工行业产业链近五年半年报预收账款及合同负债变化（单位：亿元）



资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链 2023H1 预收账款及合同负债略有下降，行业景气度有望实现有序传导。军工行业预收账款及合同负债 2023H1 为 1797 亿元，同比降低 6.43%，略有降低。分产业链环节看，中游结构件/分系统环节预收账款及合同负债增速较上年同期呈现上升趋势，2023H1 同比增速分别为 39.69%，行业景气度有望实现有序传导。

表 9：国防军工行业产业链中游结构件/分系统环节预收账款及合同负债实现高增长

产业链板块	年报预收账款及合同负债同比增速（%）				半年报预收账款及合同负债同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
原材料/元器件	-20.60%	29.50%	149.12%	-18.04%	31.64%	-32.66%	56.51%	93.87%	-37.85%
结构件/分系统	21.09%	21.38%	62.31%	10.97%	26.56%	27.71%	50.34%	11.57%	39.69%
总装	29.48%	129.72%	51.12%	-5.60%	-24.54%	147.28%	156.49%	-0.72%	-11.03%
行业增速	26.34%	107.75%	53.50%	-3.95%	-14.69%	110.70%	139.70%	1.28%	-6.43%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节 2023H1 存货均实现增长，中游结构件/分系统环节增速较快。军工行业存货 2023H1 为 2931 亿元，同比增长 11.79%，处于历年中等偏上位置。分产业链环节看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节存货同比增速 2023H1 分别为 6.09%/20.91%/7.45%，中游结构件/分系统环节存货增速高于行业平均增速，生产备货加快。

表 10：国防军工行业产业链各环节 2022 年及 2023H1 存货均实现增长

产业链板块	年报存货同比增速（%）				半年报存货同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
原材料/元器件	-0.42%	14.72%	37.73%	17.61%	26.47%	-1.95%	33.92%	24.43%	6.09%
结构件/分系统	13.66%	20.29%	19.95%	17.41%	19.73%	17.74%	22.92%	14.82%	20.91%
总装	-0.31%	23.90%	5.78%	5.37%	-13.75%	1.44%	40.61%	3.65%	7.45%
行业增速	3.71%	21.98%	12.75%	10.56%	-2.39%	6.18%	33.95%	8.96%	11.79%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

军工行业产业链各环节 2023H1 应付票据及应付账款实现较快增长。军工行业应付票据及应付账款 2023H1 为 3209 亿元，同比增长 12.90%，处于历年较高位置。分产业链环节看，上游原材料/元器件、中游结构件/分系统和下游总装环节应付票据及应付账款同比增速 2023H1 分别为 15.78%/33.21%/2.63%，中游结构件/分系统增速最快，上游原材料/元器件次之，下游总装环节相对平稳，反映产业链生产采购有序传导。

表 11：国防军工行业中游结构件/分系统环节应付票据及应付账款增速最高

行业板块	年报应付票据及应付账款同比增速（%）				半年报应付票据及应付账款同比增速（%）				
	2019	2020	2021	2022	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1
原材料/元器件	13.02%	19.91%	24.28%	19.32%	-7.40%	9.39%	39.21%	13.88%	15.78%
结构件/分系统	11.20%	23.17%	14.79%	22.46%	24.45%	16.20%	27.77%	12.34%	33.21%
总装	5.99%	21.51%	13.40%	6.07%	-0.36%	11.74%	13.98%	19.81%	2.63%
总增速	8.03%	21.87%	14.67%	12.12%	4.92%	12.81%	19.97%	16.96%	12.90%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

5. 重点公司估值表

主流关注度较高且有业绩等重要逻辑支撑的股票确定性较高，所以我们继续推荐三大组合。主线组合：中航沈飞、中航西飞、航发动力、航发控制、航发科技；**成长组合**：盟升电子、佳缘科技、长盈通、航宇科技；**价值组合**：中航光电、振华科技、图南股份、中航重机、西部超导、三角防务、中科星图。

表 12：重点标的估值表

产业链位置	子版块	证券代码	证券简称	2023/9/12	归母净利润（亿元）				PE			
				总市值（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
上游	电子元器件	603678.SH	火炬电子	159.8	8.0	8.9	10.9	14.1	20	18	15	11
		603267.SH	鸿远电子	155.7	8.0	7.9	9.8	12.3	19	20	16	13
		000733.SZ	振华科技*	471.3	23.8	29.8	37.1	45.3	20	16	13	10
		002179.SZ	中航光电*	926.7	27.2	36.3	46.8	59.4	34	26	20	16
		002025.SZ	航天电器*	269.1	5.6	7.9	10.7	13.7	48	34	25	20
		300726.SZ	宏达电子	156.2	8.5	8.9	11.0	14.6	18	17	14	11
		合计		2,138.8	81.1	99.8	126.2	159.5	26	21	17	13
	高端原材料	300699.SZ	光威复材*	231.4	9.3	10.7	13.0	15.4	25	22	18	15
		300395.SZ	菲利华	231.0	4.9	6.6	8.7	11.4	47	35	26	20
		600456.SH	宝钛股份*	167.5	5.6	7.8	9.8	12.1	30	21	17	14
		688122.SH	西部超导*	331.8	10.8	13.0	16.2	19.4	31	26	21	17
		300777.SZ	中简科技*	167.5	6.0	7.7	9.3	11.3	28	22	18	15
		600399.SH	抚顺特钢	185.4	2.0	5.9	8.8	10.8	94	31	21	17
		300034.SZ	钢研高纳	199.2	3.4	4.6	6.3	8.5	59	44	32	23
		600862.SH	中航高科*	350.1	7.7	10.2	13.6	17.0	46	34	26	21

		300855.SZ	图南股份*	129.8	2.5	3.5	4.7	5.8	51	37	28	22
		688281.SH	华秦科技*	264.5	3.3	4.7	6.2	8.3	79	56	43	32
		合计		2,258.2	55.4	74.7	96.6	120.1	41	30	23	19
中游	分系统	600372.SH	中航机载*	726.8	8.7	21.0	28.8	35.2	83	35	25	21
		600562.SH	国睿科技	193.5	5.5	6.8	8.5	10.6	35	29	23	18
		603712.SH	七一二	205.9	7.7	9.4	12.1	15.4	27	22	17	13
		002985.SZ	北摩高科	128.6	3.1	4.8	6.3	7.8	41	27	21	17
		600879.SH	航天电子	258.7	6.1	7.3	8.5	9.9	42	35	30	26
		688002.SH	睿创微纳	224.3	3.1	5.3	7.5	10.1	72	42	30	22
		000738.SZ	航发控制	296.6	6.9	8.4	10.5	13.0	43	35	28	23
		000547.SZ	航天发展	141.8	0.3	2.9	6.0	7.4	409	49	24	19
		688311.SH	盟升电子*	68.5	0.3	2.5	3.5	4.9	264	27	19	14
		688375.SH	国博电子*	341.9	5.2	6.8	8.8	11.6	66	51	39	29
		301117.SZ	佳缘科技*	47.8	0.6	1.1	1.6	2.2	78	43	30	22
		688270.SH	臻镭科技*	80.6	1.1	1.3	1.8	2.6	75	61	44	31
		688568.SH	中科星图*	176.8	2.4	3.6	5.4	7.9	73	49	33	22
		合计		2,891.7	51.2	81.2	109.2	138.5	57	36	26	21
	结构件	600765.SH	中航重机*	389.1	12.0	16.4	21.0	26.8	32	24	18	15
		300775.SZ	三角防务*	169.9	6.2	8.5	11.6	15.1	27	20	15	11
		300696.SZ	爱乐达	63.6	2.1	2.4	3.2	3.7	30	27	20	17
		605123.SH	派克新材	122.1	4.9	6.4	8.2	10.2	25	19	15	12
		002651.SZ	利君股份*	80.2	2.2	2.3	2.4	2.7	37	36	34	30
		688510.SH	航亚科技	45.4	0.2	0.7	1.1	1.5	226	65	41	29
		300900.SZ	广联航空	55.7	1.5	2.1	2.9	3.6	37	26	19	15
		688239.SH	航宇科技*	91.8	1.8	2.9	4.6	6.5	50	32	20	14
		合计		1,017.8	31.0	41.7	55.1	70.1	33	24	18	15
下游	主机厂	600760.SH	中航沈飞*	1,205.9	23.0	30.1	39.4	51.3	52	40	31	24
		600038.SH	中直股份*	228.1	3.9	5.5	9.3	12.3	59	41	24	19
		600316.SH	洪都航空	156.0	1.4	1.7	2.1	2.7	111	91	73	59
		000768.SZ	中航西飞*	660.7	5.2	11.5	16.5	24.7	126	58	40	27
		600893.SH	航发动力*	1,038.0	12.7	15.6	19.5	24.1	82	67	53	43
		600967.SH	内蒙一机	155.7	8.2	9.2	10.4	11.8	19	17	15	13
		合计		3,444.4	54.5	73.5	97.3	126.8	63	47	35	27
重点标的合计				11,750.9	273.2	370.9	484.4	615.0	43	32	24	19

资料来源：Wind、申万宏源研究　　注：标*的公司对应的归母净利润数据来源于申万预测，其余公司归母净利润数据来源于Wind 一致预期

6. 风险提示

装备采购不达预期。由于国防军工政策的不确定性，军品采购延后可能导致下游需求不及预期，进而传导至中上游企业，对业绩产生一定影响。

定价改革推进不及预期。激励约束定价有望在新型号装备采购中大范围使用，进而提高主机厂的盈利能力，但仍存在不确定性。

军民融合不及预期。我国军民融合处于初步融合向深度融合的过渡阶段，未来融合效果仍存在不确定性。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。