

军工行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

军工组

分析师：杨晨（执业 S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

军工行业 22 及 23Q1 业绩综述：行业稳健增长，结构性需求旺盛

核心观点

22 年军工行业整体业绩稳健增长，盈利质量保持稳定。22 年行业实现营收 4147 亿元（同比+10.9%），归母净利润 386 亿元（同比+9.7%）；毛利率 24.6%（同比-0.03pct），净利率 9.3%（同比-0.1pct）。**分领域看**，22 年航空和航天业绩增速靠前，营收分别同比+14.4%/+16.6%，归母净利润同比+15.8%/+11.2%。**分产业链环节看**，22 年中游毛利率下降及税收政策调整下营业外收入下滑，导致业绩承压较为明显（净利率同比-1.6pct）。**分赛道看**，22 年主机厂费用下降明显，期间费用率同比下降 0.7pct；航发成熟型号良率提升毛利率筑底，后续有望抬升；军工电子业绩增速虽有所放缓但仍较高，22 年营收同比+20.1%，归母净利润同比+28.6%；导弹赛道毛利率内部分化明显。

23Q1 行业营收稳定增长，利润同比有所下降，业绩结构性分化较明显。23Q1 军工行业营收同比增速继续企稳，利润有所下降，23Q1 收入 860 亿元（同比+9.7%），归母净利润 84 亿元（同比-1.6%）；**分领域看**船舶板块率先迈入业绩高增期，分产业链环节的中下游延续业绩承压趋势，分赛道下主机厂盈利质量改善持续明显、航发延续去年增长趋势、军工电子及导弹赛道增速放缓且盈利质量承压。

22 年及 23Q1 军工景气延续合同负债维持高位，产能持续扩张。军工行业 22 年末合同负债维持高位，年末余额 917 亿元，23Q1 在建工程较期初+7.2%，产能稳定扩张。**分领域看**，信息化需求增长，扩张节奏较其他领域更快，23Q1 信息化合同负债环比+3.6%，预付款项与存货环比+7.6%/+10.0%。**分产业链环节看**，22 年景气传导各环节积极备产，23Q1 下游或开启新扩产节奏，22 年上游与中游环节预付款项增长明显，23Q1 下游预付款项环比+5.3%，或表明新一轮订单传导已开始。**分赛道看**，航发赛道需求高景气，新型号批产在即，下游主机 23Q1 合同负债显著增长；军工电子 22 年末在建工程转固明显，在建工程较年初+3.6%，固定资产较年初+38.3%，23Q1 扩产持续进行，在建工程环比+12%；导弹赛道在建工程年末转固后，备货节奏加快，22 年末固定资产环比增长 26%，23Q1 存货环比增长 9.6%。

航空航天重点企业 2023 年关联交易额有所提升，释放 2023 年业绩稳健增长信号。2023 年下游中航沈飞和中航西飞主机厂关联采购预计交易额分别同比增长 25.3%和 29.3%，中上游中航高科、中航重机、中航光电和航天电器关联销售预计交易额分别同比增长 42.1%、23.6%、59.2%和 47.5%。

投资建议

行业整体：军工板块年初至今回调幅度较大，随着 22 年及 23Q1 业绩披露完毕，夯实行业景气度持续性基本盘。板块细分领域代表性公司业绩超预期，叠加 Q2 装备采购需求有望落地以及十四五中期调整逐步清晰，军工板块有望修复。

重点赛道：优先高景气赛道中长坡厚雪的航空发动机产业链、受益于装备信息化智能化和国产化的军工电子信息化产业链；新兴领域中符合火力打击远程化和低成本化的远程火箭弹赛道、装备未来发展趋势的无人装备赛道。

看好个股：高增速的军用模拟 IC 核心供应商【振华风光】、新型航空发动机环锻件高弹性标的【航宇科技】、航空结构件平台型龙头【中航重机】、军工电子平台型龙头【振华科技】、改革典范的特种连接器头部公司【航天电器】。

风险提示

“十四五”武器装备建设的规划调整，军品增值税政策调整影响超预期，产能释放进度不及预期。

内容目录

样本股说明.....	5
军工行业整体：业绩稳健增长，提质增效盈利水平保持稳定.....	5
22 年高基数下增速放缓，23 年 Q1 盈利能力小幅下降.....	5
行业积极备产存货增加，产能持续有序扩张.....	6
分下游领域：航空航天景气持续，船舶板块业绩开始兑现.....	7
22 年各领域高基数下同比增速放缓，23Q1 船舶业绩高增长.....	7
航空航天合同负债维持高位，23Q1 电子信息化需求旺盛积极备产.....	8
分产业链环节：需求景气，上游业绩释放与扩产节奏延续.....	9
22 年中游业绩承压，23Q1 中下游延续业绩承压趋势.....	9
景气传导各环节积极备货生产，23Q1 下游或开启新扩产节奏.....	10
主要细分赛道表现.....	11
航空主机厂：22 年费用压降成果明显，23Q1 合同负债持续高位.....	11
航发产业链：22 年成熟型号良率上升毛利率筑底，23Q1 合同负债增长.....	13
军工电子：22 年业绩增速放缓，23Q1 盈利能力有所承压.....	17
导弹产业链：22 年合同负债分化明显，23Q1 业绩增速和净利率有所下降.....	21
关联交易与业绩指引.....	24
航空航天企业预计 2023 年关联交易增长明显，预计额对实际额指引性强.....	24
航空、信息化企业 2023 年计划营收和利润增幅大，实际完成率较高.....	24
投资建议与重点个股推荐.....	25
投资建议.....	25
重点个股推荐.....	25
风险提示.....	25

图表目录

图表 1：军工行业 2022 年及 22Q4、23Q1 基本面表现.....	5
图表 2：军工行业各年营收及利润.....	5
图表 3：军工行业各年利润率及期间费用率.....	5
图表 4：军工行业各年一季度营收及利润.....	6
图表 5：军工行业各年一季度利润率及期间费用率.....	6
图表 6：军工行业 2022 年资产负债和现金流.....	6
图表 7：军工行业 2023Q1 年资产负债和现金流.....	6

图表 8:	军工行业 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出	7
图表 9:	军工行业各领域 2022 年与 22Q4、23Q1 营收及归母净利润	7
图表 10:	军工各领域 22 年及 22Q4、23Q1 毛利率、净利率及期间费用率	8
图表 11:	军工行业各领域 2022 年末资产负债端情况	8
图表 12:	军工行业各领域 23Q1 资产负债端情况	9
图表 13:	军工各领域 22 年和 22Q3、23Q1 资本性支出和经营性净现金流	9
图表 14:	军工行业各环节 2022 年与 22Q4、23Q1 营收与归母净利润	9
图表 15:	军工各环节 2022 年与 22Q4、23Q1 毛利率、净利率与期间费用	10
图表 16:	军工行业各环节 2022 年末资产负债端情况	10
图表 17:	军工行业各环节 2023 一季度末资产负债端情况	10
图表 18:	军工各环节 2022 年和 22Q4、23Q1 资本性支出和经营性净现金流	11
图表 19:	航空主机厂 2022 年及 22Q4、23Q1 业绩基本面表现	11
图表 20:	航空主机厂各年营收及利润	12
图表 21:	航空主机厂各年主要盈利指标情况	12
图表 22:	航空主机厂各年一季度营收及利润	12
图表 23:	航空主机厂各年一季度主要盈利指标情况	12
图表 24:	航空主机厂 2022 年及 Q4 资产负债和现金流的核心项目变动	12
图表 25:	航空主机厂 2023Q1 资产负债和现金流的核心项目变动	13
图表 26:	航空主机厂 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出	13
图表 27:	航发产业链 2022 年及 22Q4、23Q1 业绩基本面表现	14
图表 28:	航发产业链各年营收及利润	14
图表 29:	航发产业链各年主要盈利指标情况	14
图表 30:	航发产业链各年一季度营收及利润	14
图表 31:	航发产业链各年一季度主要盈利指标情况	14
图表 32:	航发产业链 22 年及 22Q4 资产负债和现金流	14
图表 33:	航发产业链 23Q1 资产负债和现金流	15
图表 34:	航发产业链 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出	15
图表 35:	航发产业链各板块 22 年与 22Q4、23Q1 营收及归母净利润	16
图表 36:	航发各板块 22 年与 22Q4、23Q1 毛利率、净利率及期间费用率	16
图表 37:	航发产业链各板块 2022 年资产负债端	17
图表 38:	航发产业链各板块 2023 年一季度末资产负债端	17
图表 39:	航发各板块 22 年和 22Q4、23Q1 资本性支出和经营性净现金流	17
图表 40:	军工电子 2022 年及 23Q1 基本面表现	18
图表 41:	军工电子各年营收及利润	18
图表 42:	军工电子各年利润率及期间费用率	18

图表 43:	军工电子各年一季度营收及利润.....	18
图表 44:	军工电子各年一季度利润率及期间费用率.....	18
图表 45:	军工电子 2022 年及 Q4 资产负债和现金流.....	19
图表 46:	军工电子 2023Q1 年资产负债和现金流.....	19
图表 47:	军工电子 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出.....	20
图表 48:	军工电子各板块 2022 年年度与 23Q1 营收与归母净利润.....	20
图表 49:	军工电子各板块毛利率、净利率与期间费用率.....	20
图表 50:	军工电子各板块 2022 年末资产负债端情况.....	21
图表 51:	军工电子各板块 2023 年 Q1 末资产负债端情况.....	21
图表 52:	军工电子各板块资本性支出和经营净现金流.....	21
图表 53:	导弹产业链 2022 年及 22Q4、23Q1 基本面表现.....	22
图表 54:	导弹产业链各年营收及利润.....	22
图表 55:	导弹产业链各年利润率及期间费用率.....	22
图表 56:	导弹产业链各年一季度营收及利润.....	22
图表 57:	导弹产业链各年一季度利润率及期间费用率.....	22
图表 58:	导弹产业链 2022 年及 22Q4 资产负债和现金流.....	23
图表 59:	导弹产业链 2023Q1 年资产负债和现金流.....	23
图表 60:	导弹产业链 20Q4-23Q1 季度经营性净现金流与资本支出.....	23
图表 61:	主机单位和中上游配套单位关联销售统计.....	24
图表 62:	经营计划营业收入目标及完成率.....	24
图表 63:	经营计划利润目标及完成情况.....	25
图表 64:	重点公司盈利预测与估值.....	25

样本股说明

我们以申万国防军工一级行业成分股为基础，综合考虑公司产品特征与收入结构，筛选出108个军工行业重点标的作为本次业绩分析的样本。其中，按应用领域划分：航空42家、电子信息化39家、航天12家、兵器9家、舰船6家；按产业链环节划分：上游环节29家、中游环节69家、下游环节10家。

军工行业整体：业绩稳健增长，提质增效盈利水平保持稳定

22年高基数下增速放缓，23年Q1盈利能力小幅下降

22年军工行业实现营收4147亿元（同比+10.9%），归母净利润386亿元（同比+9.7%），高基数下增速放缓，收入端增速高于利润端，主要由于税收政策调整导致非经常性损益扰动所致。22年军工行业毛利率24.6%（同比-0.03pct），净利率9.3%（同比-0.1pct），期间费用率6.9%（同比-1.1pct）。行业整体毛利率维持稳定，净利率小幅下降，期间费用率持续下行，在批产型号降价压力下行业内企业通过内部挖潜提质增效，盈利能力维持相对稳定。

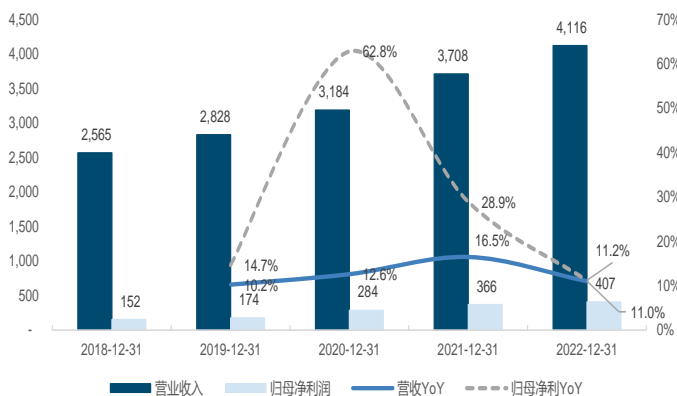
23Q1收入860亿元（同比+9.7%），归母净利润84亿元（同比-1.6%），收入端增速仍高于利润端，一方面由于费用支出增加，一方面由于批产型号降价。23Q1毛利率26.5%，同比-0.4pct，环比+3.9pct；净利率9.8%，同比-1.1pct，环比+3.7pct；期间费用率14.8%，同比+0.9pct，环比+0.6pct，主要由于管理费用率提高。

图表1：军工行业2022年及22Q4、23Q1基本面表现

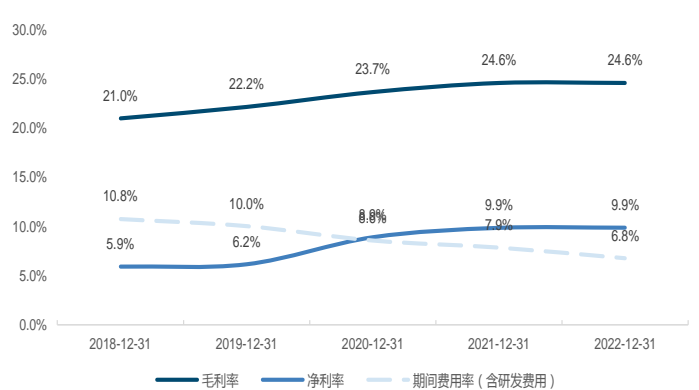
	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比
营收	4,147	10.9%	1,294	5.6%	34.0%	860	9.7%	-33.5%
归母净利润	386	9.7%	79	-9.6%	-21.4%	84	-1.6%	7.2%
毛利率	24.6%	0.0%	22.6%	-0.1%	-2.8%	26.5%	-0.4%	3.9%
净利率	9.3%	-0.1%	6.1%	-1.0%	-4.3%	9.8%	-1.1%	3.7%
期间费用率	6.9%	-1.1%	14.2%	0.2%	1.0%	14.8%	0.9%	0.6%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表2：军工行业各年营收及利润



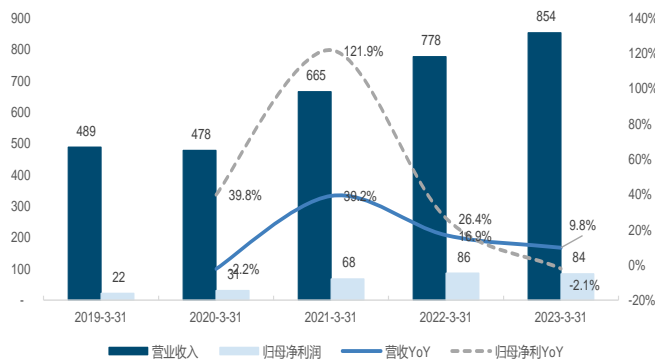
图表3：军工行业各年利润率及期间费用率



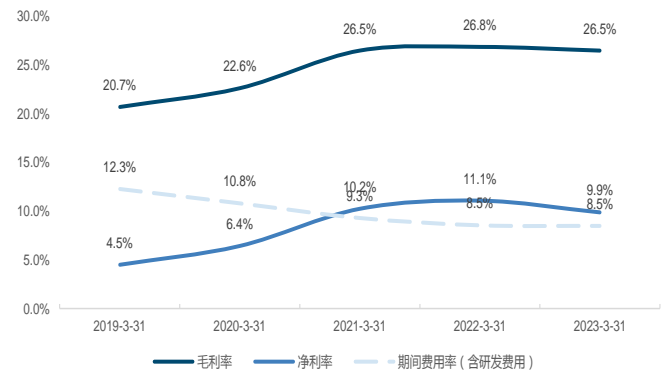
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

来源：Wind，国金证券研究所

图表4: 军工行业各年一季度营收及利润



图表5: 军工行业各年一季度利润率及期间费用率



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

来源: wind, 国金证券研究所

行业积极备产存货增加, 产能持续有序扩张

新型号订单下达 22 年末合同负债环比上升, 积极备货需求持续旺盛。22 年军工行业整体合同负债 917 亿元, 较年初-6.3%, 较上一季度末+3.2%, 主要由于中航沈飞 Q4 合同负债大幅增长, 新型号批产订单下达提振行业景气度。行业存货 2006 亿元, 较年初+7.1%, 下游需求持续旺盛企业积极排产备货。

23Q1 在建工程持续增长, 产能有序扩充支撑长期发展。23Q1 军工行业合同负债较期初小幅下降, 产品正常交付下合同负债有序结转。在建工程较期初+7.2%, 产能有序扩充支撑长期发展。

图表6: 军工行业 2022 年资产负债和现金流

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	917	889	3.2%	979	-6.3%
预付款项	497	575	-13.5%	630	-21.1%
存货	2,006	2,101	-4.5%	1,873	7.1%
在建工程	209	222	-6.2%	203	2.6%
固定资产	1,218	1,130	7.8%	1,088	11.9%
	2022	同比	22Q4	同比	环比
资本性支出	636	13.9%	310	15.5%	53.6%
	2022	去年同期	22Q4	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-67	576	262	397	-278

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

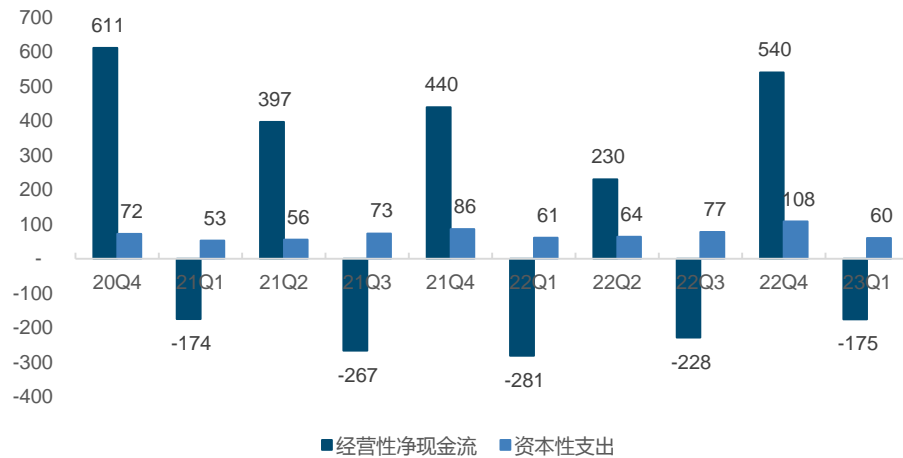
图表7: 军工行业 2023Q1 年资产负债和现金流

	2023/3/31	2022/12/31	较上一季度末增长	2022/12/31	较年初增长
合同负债	854	917	-6.9%	917	-6.9%
预付款项	527	497	6.0%	497	6.0%
存货	2,167	2,006	8.0%	2,006	8.0%
在建工程	224	209	7.2%	209	7.2%
固定资产	1,212	1,218	-0.5%	1,218	-0.5%
	2023/3/31	同比	23Q1	同比	环比
资本性支出	60	-1.9%	60	-1.9%	-44.8%
	2023/3/31	去年同期	23Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-175	-281	-175	-281	541

来源: wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

22 年军工行业整体经营性净现金流为-67 亿元、去年同期为 576 亿元，主要由于去年客户提前结清合同款所致；23Q1 经营性净现金流为-175 亿元，军工行业多集中于年内回款，关注下半年企业回款情况。

图表8：军工行业 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

分下游领域：航空航天景气持续，船舶板块业绩开始兑现

22 年各领域高基数下同比增速放缓，23Q1 船舶业绩高增长

22 年航空与航天领域营收同比+14.4%/+16.6%，归母净利润同比+15.8%/+11.2%；22Q4 同比增速有所放缓。电子信息化在去年同期高基数下，增长有所放缓，Q4 受到降价等因素影响利润同比下滑明显，22 年营收与归母净利润同比+7.1%/+1.2%；22Q4 同比增速为+4.3%/-34.6%。考虑到 22 年亚光科技和雷科防务因为大幅计提减值损失导致新增亏损 16 亿元，如若剔除二者的影响，电子信息化 22 年营收和归母净利润同比+7.7%/+5.9%。22 年兵器与舰船领域归母净利润同比+9.1%/+14.6%，22Q4 同比-31.2%/+1.1%。

23Q1 航空与航天领域营收同比+15.3%、17.3%，归母净利润同比+16.9%/+6.9%，需求旺盛下仍保持稳定增长。电子信息化高基数叠加降价影响，营收同比+0.5%，归母净利润同比-19.8%。兵器板块 Q1 增速下滑较明显，营收同比-17.1%，归母净利润同比-61.9%。船舶板块型号进入放量阶段，业绩增长显著，营收同比+4.8%，归母净利润同比+1061.7%。

图表9：军工行业各领域 2022 年与 22Q4、23Q1 营收及归母净利润

	2022				22Q4				23Q1			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润	归母净利润环比
电子信息化	829	7.1%	131.4	1.2%	4.3%	35.2%	-34.6%	-47.6%	0.5%	-36.6%	-19.8%	32.2%
航空	2,476	14.4%	193.6	15.8%	12.3%	33.5%	8.0%	-12.6%	15.3%	-30.7%	16.6%	13.8%
航天	414	16.6%	30.5	11.2%	10.3%	37.7%	-4.7%	13.9%	17.3%	-28.9%	6.9%	-25.6%
兵器	312	-5.3%	20.7	9.1%	-31.5%	20.6%	-31.2%	-42.8%	-17.1%	-45.4%	-61.9%	-17.6%
舰船	117	-0.7%	9.4	14.6%	5.8%	59.2%	1.1%	179.3%	4.8%	-55.3%	1061.7%	-81.4%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

22 年航空板块毛利率 18.3%，净利率 7.8%，同比分别-0.2pct/+0.1pct；22Q4 毛利率与净利率同比-0.3pct/-0.2pct，费用压降及规模效应释放下整体维持相对稳定。兵器和舰船板块盈利能力有所改善，净利率同比+0.9pct/+1.1pct，舰船板块费用压降效果显著，内部分化也较明显，国瑞科技、湘电股份和中船应急费用压降效果更明显，其余企业费用率同比上升。电子信息化板块毛利率同比+0.8pct，规模效应逐步显现，净利率-0.9pct，或由于非经常性损益影响。22 年考虑到雷科防务和亚光科技因非主营业务导致合计新增亏损超过 16 亿元（雷科防务 2022 年计提 7.4 亿元的商誉减值准备、亚光科技确认 9.0 亿元的减值损失——6.1 亿元的商誉减值准备和 1.9 亿元的量产船和机器设备的资产减值损

失), 如若剔除二者, 电子信息化板块净利率 19.1%, 同比-0.3pct, 降幅收窄。

23Q1 舰船板块盈利能力显著提高, 毛利率同比+2.9%, 净利率同比+4.5%, 内部趋势性较强, 船舶企业一季度毛利率同比普遍提升。航空与航天板块毛利率有所提升, 分别同比+0.3pct/+0.9pct; 费用支出提高下净利率有所下降, 分别同比+0.1pct/-0.6pct。电子信息化与兵器板块盈利能力下滑, 毛利率同比-0.8pct/-1.2pct, 净利率同比-3.9pct/-5.1pct, 内部个股来看, 净利率一致性下降趋势略明显。

图表10: 军工各领域 22 年及 22Q4、23Q1 毛利率、净利率及期间费用率

2022	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
电子信息化	44.7%	0.8%	15.8%	-0.9%	12.1%	-0.6%
航空	18.3%	-0.2%	7.8%	0.1%	4.7%	-1.5%
航天	25.2%	-0.1%	7.4%	-0.4%	10.1%	-0.7%
兵器	19.1%	1.5%	6.6%	0.9%	5.1%	0.7%
舰船	27.8%	0.3%	8.0%	1.1%	10.9%	-0.8%
22Q4	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
电子信息化	-1.9%	-6.6%	-4.4%	-11.6%	0.5%	-3.0%
航空	-0.3%	-2.5%	-0.2%	-3.0%	-0.5%	2.3%
航天	0.6%	-1.5%	-1.0%	-1.3%	0.6%	0.2%
兵器	4.8%	-0.6%	0.0%	-3.2%	5.2%	3.9%
舰船	-0.4%	1.9%	-0.6%	5.1%	-1.0%	-5.3%
23Q1	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
电子信息化	-0.8%	6.7%	-3.9%	8.0%	4.2%	6.1%
航空	0.3%	4.6%	0.1%	3.7%	0.3%	-0.7%
航天	0.9%	0.7%	-0.6%	0.3%	1.3%	-0.5%
兵器	-1.2%	1.6%	-5.1%	1.5%	3.0%	-1.5%
舰船	2.9%	-3.8%	4.5%	-6.9%	-4.0%	6.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

航空航天合同负债维持高位, 23Q1 电子信息化需求旺盛积极备产

22 年航空与航天板块合同负债分别较期初+0.5%/+5.0%, 存货较期初+6.3%/+20.4%, 在建工程较期初+5.1%/+3.8%, 固定资产+10.4%/+11.2%, 下游需求旺盛, 积极备货生产, 产能积极扩充。电子信息化合同负债较年初-16%, 合同交付正常结转收入, 存货+6.1%表明积极备产, 固定资产+26.6%, 新增产能逐步投入使用助力长期发展。

23Q1 电子信息化合同负债较期初+3.6%, 新增订单彰显增长持续性, 预付款项与存货较期初+7.6%/+10.0%, 备货备产充分。航空航天板块合同负债较期初-6.5%/-12.5%, 生产运营正常推进合同收入逐步结转。

图表11: 军工行业各领域 2022 年末资产负债端情况

2022/12/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
电子信息化	58.7	-16.0%	51.6	-3.5%	361.9	6.1%	37.4	-14.1%	219.8	26.6%
航空	733.4	0.5%	334.1	-23.6%	1,244.3	6.3%	134.5	5.1%	761.6	10.4%
航天	54.7	5.0%	68.0	5.6%	274.4	20.4%	13.2	3.8%	109.4	11.2%
兵器	62.4	-47.5%	20.3	-58.1%	78.6	-4.2%	16.4	31.3%	87.3	1.3%
舰船	8.0	-6.6%	23.4	-11.8%	46.8	-9.1%	7.1	6.3%	39.9	0.2%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表12: 军工行业各领域 23Q1 资产负债端情况

2023/3/31	合同负债		预付款项		存货		在建工程		固定资产	
		较年初增长		较年初增长		较年初增长		较年初增长		较年初增长
电子信息	60.8	3.6%	55.5	7.6%	397.9	10.0%	40.3	7.8%	221.1	0.6%
航空	685.7	-6.5%	341.2	2.1%	1,352.8	8.7%	143.6	6.8%	758.2	-0.4%
航天	47.9	-12.5%	74.0	8.9%	286.3	4.4%	14.5	9.2%	108.0	-1.3%
兵器	53.1	-14.9%	33.3	64.1%	80.8	2.9%	17.7	7.5%	85.9	-1.6%
舰船	6.3	-21.3%	23.0	-2.0%	48.9	4.3%	7.5	5.7%	39.1	-2.0%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

22 年航空航天以及电子信息资本性支出同比+42.5%/+49.1%/38.8%，同比高增长扩产节奏加快。除舰船外各领域经营性现金流较表现不及去年，主要由于 21 年批产订单下发，客户提前拨款，属于特殊现象。

23Q1 航空资本性支出同比+20.2%，下游景气牵引下产业链公司持续扩产。舰船资本性支出同比+123.6%，扩产进度显著加快。各领域 23Q1 经营性净现金流为负，主要由于军工行业集中年末回款影响。

图表13: 军工各领域 22 年和 22Q3、23Q1 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出								经营性净现金流									
	2022		22Q4		23Q1		2022		22Q4		23Q1		2022		22Q4		23Q1	
	同比	增长	同比	环比	同比	环比	去年同	环比	去年同	上一季	去年同	上一季	去年同	上一季	去年同	上一季	去年同	上一季
电子信息	181.6	38.8%	85.5	8.7%	44.7%	15.7	-27.1%	-40.4%	-28.2	71.6	42.0	96.9	-38.0	-33.0	-42.3	80.0		
航空	345.6	42.5%	172.1	19.2%	59.5%	34.3	20.2%	-46.5%	255.1	572.3	254.7	239.1	-97.2	-95.4	173.7	352.0		
航天	70.0	49.1%	32.0	15.1%	37.6%	5.8	-23.7%	-33.9%	-105.6	6.8	-10.6	38.3	-53.8	-34.0	-26.2	43.2		
兵器	24.4	9.6%	11.3	-13.3%	44.5%	2.3	-8.4%	-35.0%	188.8	-61.7	-37.9	24.4	-83.0	-6.8	-28.8	45.2		
舰船	14.6	90.7%	9.1	103.3%	138.2%	1.6	123.6%	-69.3%	0.8	-13.2	13.8	-1.9	-6.4	-6.0	-9.7	20.2		

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

分产业链环节：需求景气，上游业绩释放与扩产节奏延续

22 年中游业绩承压，23Q1 中下游延续业绩承压趋势

22 年产业链各环节收入规模维持增长，上中下游营收分别同比+19.9%/+7.6%/+9.4%，上游增速领先；上中下游归母净利润同比+26.7%/-10.3%/+9.7%，中游业绩承压明显，或由于税收政策调整，营业外收入下滑。23Q1 产业链各环节收入延续增长势头，上中下游营收分别同比+13.8%/+9.8%/+6.9%，上游增速仍维持领先；上中下游归母净利润同比+4.4%/-6.8%/-11.7%，中下游业绩承压，但内部一致性趋势并不明显。

考虑到 22 年产业链中游的亚光科技和雷科防务由非主营事项造成业绩异常且新增 16 亿元亏损的影响较大，如若剔除二者，22 年中游实现营收 1411 亿元（同比+7.9%），归母净利润 139 亿元（同比-4.5%），中游业绩依旧承压明显。

图表14: 军工行业各环节 2022 年与 22Q4、23Q1 营收与归母净利润

	2022				22Q4				23Q1			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润	归母净利润环比
上游	915	19.9%	195.4	26.7%	17.7%	-2.5%	12.3%	-21.7%	13.8%	3.7%	4.4%	17.1%
中游	1,441	7.6%	117.9	-10.3%	3.8%	42.2%	-41.7%	-29.7%	9.8%	-36.1%	-6.8%	7.9%
下游	1,790	9.4%	72.3	9.7%	2.9%	48.5%	19.3%	-5.7%	6.9%	-45.8%	-11.7%	-19.4%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

22 年上游盈利能力提升显著，毛利率与净利率分别为 41.3%/21.3%，同比+1.0pct/+1.1pct；

内部电子化上游毛利率一致性提升的趋势略明显，航空上游毛利率普遍同比下降。中游盈利能力下滑，毛利率与净利润分别为 31.4%/8.2%，同比-0.9pct/-1.6pct。下游毛利率有所下降，费用压降下净利率维持相对稳定，毛利率与净利率分别为 10.6%/4.0%，同比-0.5pct/+0.01pct。

23Q1 产业链各环节盈利能力同比均有所下降。上中下游各环节毛利率分别同比-1.6pct/-0.02pct/-0.5pct，净利率分别-1.8pct/-1.4pct/-0.8pct，净利率下降幅度大于毛利率，主要由于期间费用支出增长所致，不过其中上游所属航空领域的企业，其期间费用率同比多为下降。

图表15: 军工各环节 2022 年与 22Q4、23Q1 毛利率、净利率与期间费用

2022	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
上游	41.3%	1.0%	21.3%	1.1%	7.4%	-2.4%
中游	31.4%	-0.9%	8.2%	-1.6%	11.3%	-0.5%
下游	10.6%	-0.5%	4.0%	0.0%	3.2%	-0.8%
22Q4	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
上游	0.0%	-0.8%	-0.9%	-4.4%	-0.3%	6.0%
中游	-0.8%	-2.5%	-3.6%	-4.7%	1.1%	-2.0%
下游	-0.5%	-0.6%	0.4%	-1.5%	-0.7%	2.2%
23Q1	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
上游	-1.6%	1.0%	-1.8%	2.3%	1.3%	-4.7%
中游	0.0%	1.7%	-1.4%	3.2%	1.0%	2.8%
下游	-0.5%	0.8%	-0.8%	1.3%	0.4%	-0.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

景气传导各环节积极备货生产，23Q1 下游或开启新扩产节奏

22 年各环节合同负债较期初不同程度下降，分别较期初-9.6%/-19.3%/-15.3%，下游预付款项有所下降，上游与中游环节预付款项增长明显，表明订单沿产业链条向上有序传导、产品交付顺利进行。各环节存货增长明显，全行业积极备货生产。

23Q1 各环节预付账款均较年初有不同程度增长，下游预付款项较期初+5.3%，或表明新一轮订单传导已开始。下游存货增速快于中上游，或由于中上游交付所致。

图表16: 军工行业各环节 2022 年末资产负债端情况

2022/12/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
上游	39.9	-9.6%	25.4	11.8%	328.4	24.9%	67.4	55.4%	287.3	21.4%
中游	127.7	-19.3%	124.6	7.5%	781.7	15.0%	82.2	-13.1%	493.2	16.1%
下游	749.5	-15.3%	347.4	-27.1%	895.9	12.3%	59.0	-3.4%	437.5	3.5%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表17: 军工行业各环节 2023 一季度末资产负债端情况

2023/3/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
上游	36.4	-9.0%	27.4	7.7%	349.6	6.5%	76.5	13.4%	287.7	0.2%
中游	117.9	-7.7%	134.0	7.6%	827.0	5.8%	86.2	4.9%	492.0	-0.2%
下游	699.5	-6.7%	365.6	5.3%	990.1	10.5%	60.9	3.1%	432.6	-1.1%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

22 年中上游仍处于较快扩产节奏，资本性支出分别同比+29.1%/+15.0%，固定资产分别较期初+21.4%/+16.1%，扩产节奏明显。下游主机环节扩产较保守，资本性支出同比-1.7%，固定资产较期初+3.5%。各环节经营性净现金流小于去年同期水平，主要由于 21 年收到客户大额合同预付款所致。

23Q1 受到疫情冲击等影响，中上游扩产节奏有所放缓，下游资本性支出同比+8.7%或表征新一轮批产合同落地下主机环节开启扩产，将牵引新一轮景气周期。各环节经营性净现金流表现好于去年同期，企业经营状况良好。

图表18：军工各环节2022年和22Q4、23Q1资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出						经营性净现金流									
	2022	同比增长	22Q4	同比增长	环比增长	23Q1	同比增长	环比增长	2022	去年同期	22Q4	去年同期	上一季度	23Q1	去年同期	上一季度
上游	106.5	29.1%	37.3	56.3%	53.4%	23.6	-5.1%	-36.6%	84.4	112.2	65.1	91.4	6.2	-24.1	-25.9	65.1
中游	141.4	15.0%	49.3	21.7%	33.5%	25.5	-2.9%	-48.3%	18.3	105.9	164.1	148.7	-21.5	-92.5	-99.1	164.1
下游	62.0	-1.3%	21.5	-1.7%	32.5%	10.6	8.7%	-50.8%	159.3	178.8	311.2	200.1	-213.0	-58.6	-155.6	311.2

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

主要细分赛道表现

航空主机厂：22年费用压降成果明显，23Q1合同负债持续高位

2022年主机厂收入端增速保持稳定，利润端增速受产品结构调整及非经常性事项不利影响而有所放缓。2022年主机厂营收继续保持中低速增长(+11%)，归母净利润增速有所放缓(+2.4%)；毛利率有所下降(-0.6pct)，期间费用管控持续改善(-0.7pct)，受非经常性事项影响，净利率略有下降(-0.3pct)。2022年全年主机厂实现营收1126亿元，同比增长11.3%；增速与2021年的12.8%相接近。内部分化来看，主机厂中航沈飞营收增速表现突出(+22%)，符合市场预期；航天彩虹受益于军贸市场份额的提升，2022年营收同比增长32%；而中直股份受新老机型放量接替不顺的影响，2022年业绩表现不佳，营收同比下降11%。全年盈利质量来看，主机厂2022年整体毛利率同比有所下降(-0.6pct)，主要系部分主机厂处于产品结构调整阶段(中直股份-2.1pct)，但业绩规模的持续扩大进一步摊薄期间费用，期间费用率同比下降0.7pct，但受非经常性事项的不利影响(eg：中航西飞投资收益同比减少212%，中航沈飞计提较多存货跌价准备导致资产减值损失由+0.02亿元转为-2.46亿元)，最终主机厂净利率依旧有微幅下降(-0.3pct)。

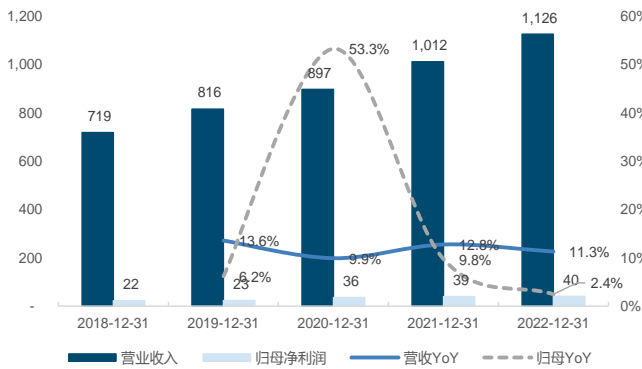
2023年Q1主机厂收入端增速保持稳定，期间费用管控能力持续增强，利润端增速有所提升。2023年Q1主机厂实现营收215亿元，同比增长11.6%，增速较2022年Q1提升1.8pct，基本维持稳定。2023年Q1实现归母净利润10亿元，同比增长13.5%，增速较2022年Q1提升11.0pct，提升较明显；净利润与营收增速差异主要系主机厂毛利率的小幅提升和经营管理效率的持续提升带来期间费用率的进一步下降。盈利质量来看，2023年Q1主机厂毛利率为9.9%，较去年同期9.8%的水平，提升0.1pct；此外，随着业绩体量的扩大和主机厂经营管理效率的提升，2023年Q1期间费用率同比下降0.1pct，进一步带动净利率同期0.1pct的提升。

图表19：航空主机厂2022年及22Q4、23Q1业绩基本面表现

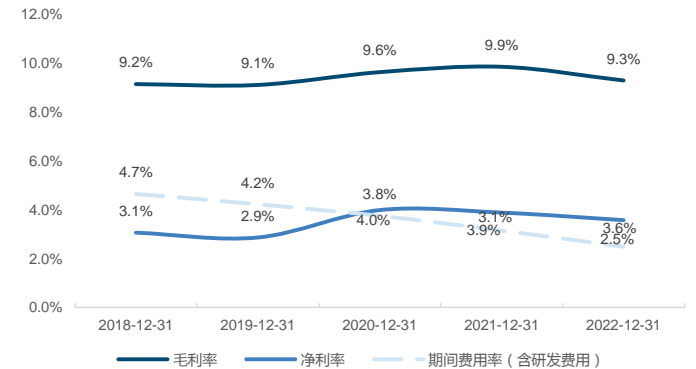
	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比
营收	1,126	11.3%	364	17.1%	43.0%	215	11.6%	-41.0%
归母净利润	40	2.4%	11	39.7%	16.1%	10	13.5%	-14.1%
毛利率	9.3%	-0.6%	9.7%	-1.0%	0.5%	9.9%	0.1%	0.1%
净利率	3.6%	-0.3%	3.1%	0.5%	-0.7%	4.5%	0.1%	1.4%
期间费用率	2.5%	-0.7%	6.2%	-1.4%	2.6%	4.3%	-0.1%	-1.9%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表20: 航空主机厂各年营收及利润



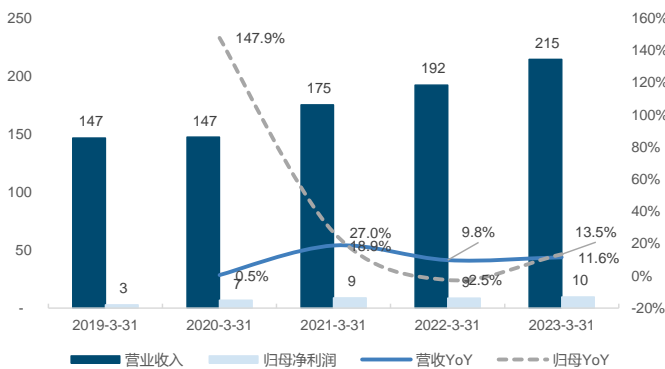
图表21: 航空主机厂各年主要盈利指标情况



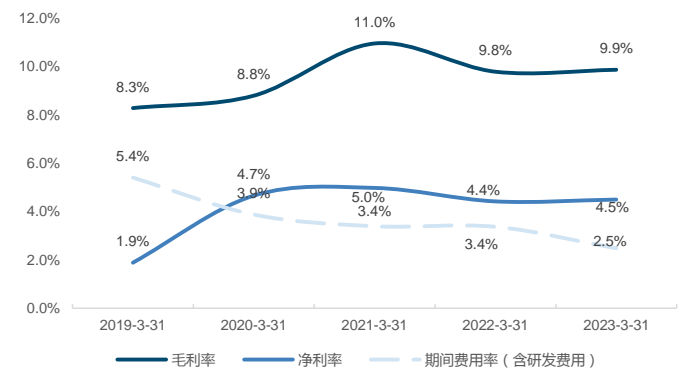
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 航空主机厂各年一季度营收及利润



图表23: 航空主机厂各年一季度主要盈利指标情况



来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

来源: Wind, 国金证券研究所

2022年年末主机厂合同负债整体维持高位,释放2023年行业需求高景气信号。2022年末,在主机厂传统交付季Q4结束后,主机厂合同负债依旧持续增长,达到525亿元的高水位,基本维持2021年末的水平,侧面反映行业需求持续维持高景气。内部分化来看,中航西飞合同负债年度增长最为显著(66亿元→229亿元,+247%),中无人机2022年末合同负债同比也有较大增长(4.5亿元→8.0亿元,+78%),但中航沈飞合同负债同比有所下降(365亿元→221亿元,-39%)。

2023年Q1末,主机厂短期及长期备产节奏未有明显加快,存货同比仍有所增长。2023年Q1末,主机厂短期备产节奏同比有所下降,2023年Q1末主机厂预付账款同比下降25.1%,且环比仅有2.4%的增幅,不过内部分化来看,中直股份和中无人机同比仍分别有22%和32%的增幅。中长期备产指标来看,主机厂整体备产节奏未有明显加快的迹象,2023年Q1末在建工程和固定资产分别同比下降7.4%和增长0.9%。就库存水平来看,主机厂2023年Q1末的存货水平同比有所增长(+8.8%),其中中航沈飞和中无人机的增幅较大,分别为32.2%和83.7%。

图表24: 航空主机厂2022年及Q4资产负债和现金流的核心项目变动

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	525	474	10.8%	528	-0.6%
预付款项	278	307	-9.5%	386	-28.1%
存货	568	612	-7.2%	515	10.3%
在建工程	22	25	-12.3%	22	-0.1%
固定资产	178	174	2.1%	176	0.7%
	2022	同比增长	22Q4	同比增长	环比增长
资本性支出	26	13.4%	9	32.0%	23.4%

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
	2022-12-31	2021-12-31	22Q4	22Q3	环比
经营性净现金流	309	-31	224	-138	-262.7%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

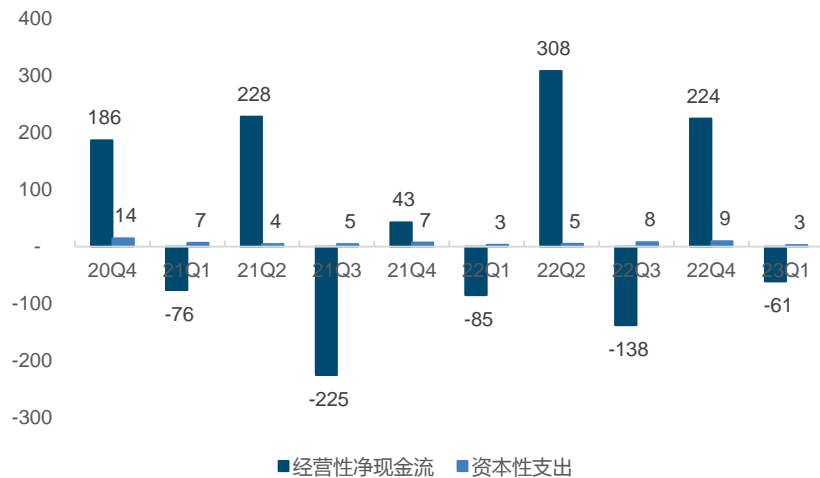
图表25: 航空主机厂 2023Q1 资产负债和现金流的核心项目变动

	2023/3/31	2022/12/31	较上一季度末增长	2022/3/31	较去年同期
合同负债	451	525	-13.9%	451	0.1%
预付款项	284	278	2.4%	380	-25.1%
存货	602	568	6.0%	553	8.8%
在建工程	22	22	0.9%	24	-7.4%
固定资产	174	178	-1.9%	173	0.9%
	2022/3/31	同比	23Q1	同比	环比
资本性支出	3	-18.7%	3	-18.7%	-69.8%
	2022/3/31	去年同期	23Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-61	-85	-61	224	-127.3%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

经营性现金流情况来看, 2022 年经营活动的现金状况改善显著, 2022 年经营性现金净流量为 309 亿元, 较去年同期-31 亿元提升明显, 主要系中航西飞于 2022 年 Q2 末收到大额预付款。

图表26: 航空主机厂 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出



来源: Wind, 国金证券研究所

航发产业链: 22 年成熟型号良率上升毛利率筑底, 23Q1 合同负债增长

高基数下收入及利润增速有所下降, 新型号批产有望带动新一轮增长。22 年航发产业链营收 801 亿元, 同比+16.9%; 归母净利润 66 亿元, 同比+13.3%, 高基数下收入增速放缓, 收入端收入高于利润增速, 部分由于税收政策改变下非经常性损益减少影响。22 年航发产业链毛利率 19.3%, 同比-0.8pct, 内部个股毛利率一致性下降的趋势明显; 净利率 8.2%, 同比-0.3pct, 新型号进入批产初期, 良率爬坡过程中盈利能力逐步筑底, 后续有望回升。

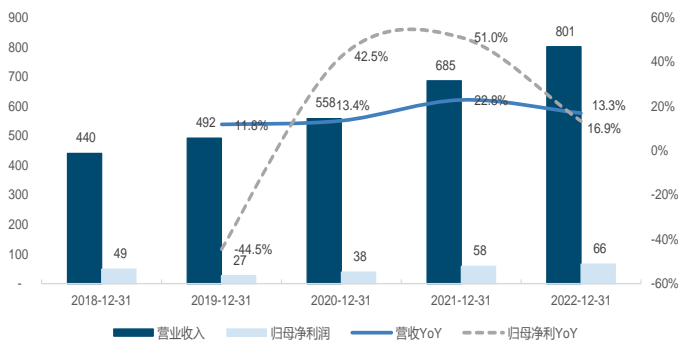
23Q1 航发产业链营收 173 亿元, 同比+17.0%; 归母净利润 14 亿元, 同比+10.1%; 毛利率 21.1%, 同比-0.5pct, 下降速度放缓或表明筑底过程接近尾声; 净利率 8.3%, 同比-0.5%, 主要由于费用支出增加导致。

图表27: 航发产业链 2022 年及 22Q4、23Q1 业绩基本面表现

	2022	同比增长	22Q4	同比增长	环比增长	23Q1	同比增长	环比增长
营收	801	16.9%	260	6.9%	38.9%	173	17.0%	-33.4%
归母净利润	66	13.3%	14	-8.0%	-21.0%	14	10.1%	2.0%
毛利率	19.3%	-0.8%	16.2%	0.6%	-4.1%	21.1%	-0.5%	5.0%
净利率	8.2%	-0.3%	5.4%	-0.9%	-4.1%	8.3%	-0.5%	2.9%
期间费用率	5.7%	-2.1%	9.5%	0.2%	1.6%	10.4%	0.2%	0.9%

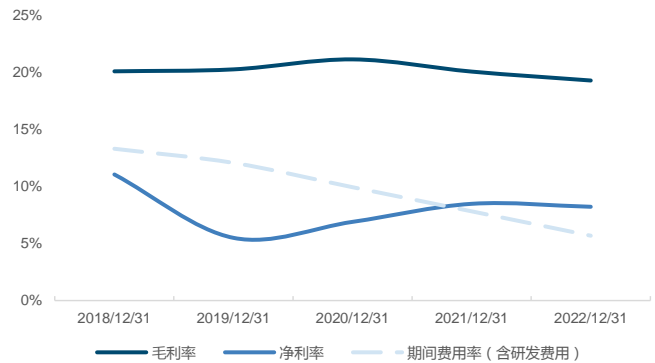
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表28: 航发产业链各年营收及利润



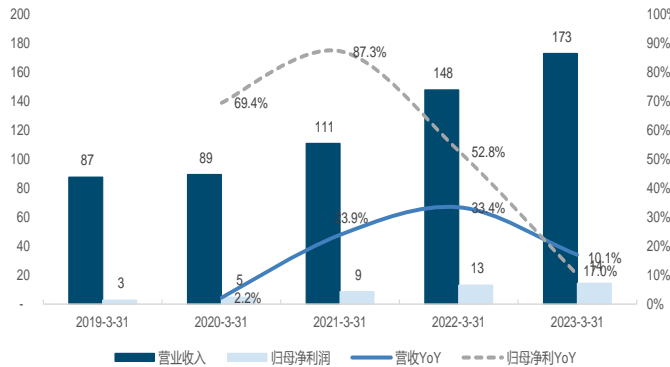
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表29: 航发产业链各年主要盈利指标情况



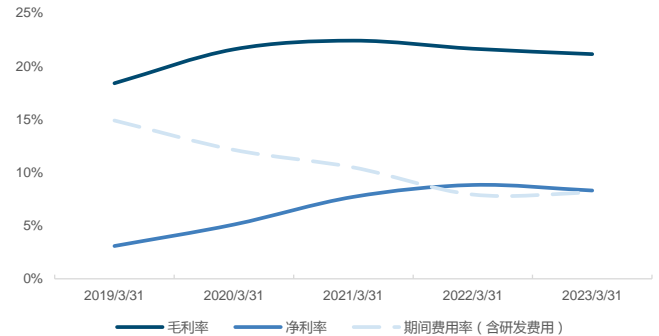
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 航发产业链各年一季度营收及利润



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表31: 航发产业链各年一季度主要盈利指标情况



来源: wind, 国金证券研究所

新型号批产在即, 备货扩产有序推进。合同负债环比提升, 积极备产下预付款项与存货大幅增长。航发产业链合同负债 22 年末 177 亿元, 较期初-27.7%, 表明生产交付顺利; 23Q1 末为 211 亿元, 较年初+19.3%, 新型号批产在即需求持续旺盛。23Q1 存货 493 亿元, 较年初+17.1%, 积极备产短期收入增长有保障。

在建工程转固产能逐步释放, 扩产支撑长期发展。22 年末航发产业链在建工程 55 亿元 (较年初+3.3%, 较上季度末-8.3%), 固定资产 356 亿元 (较年初+9.9%, 较上季度末+6.3%), 在建工程转固下产能逐步释放。23Q1 在建工程较期初维持增长, 资本性支出维持高位表明产业链仍处于扩产节奏, 产能释放支撑长期发展。

图表32: 航发产业链 22 年及 22Q4 资产负债和现金流

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	177	220	-19.7%	245	-27.7%

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
预付款项	42	51	-17.9%	39	8.8%
存货	421	449	-6.3%	339	24.1%
在建工程	55	60	-8.3%	53	3.3%
固定资产	356	335	6.3%	324	9.9%
	2022	同比增长	22Q4	同比增长	环比增长
资本性支出	72	12.8%	28	19.1%	76.5%
	2022	去年同期	22Q4	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-86	202	67	100	-54

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

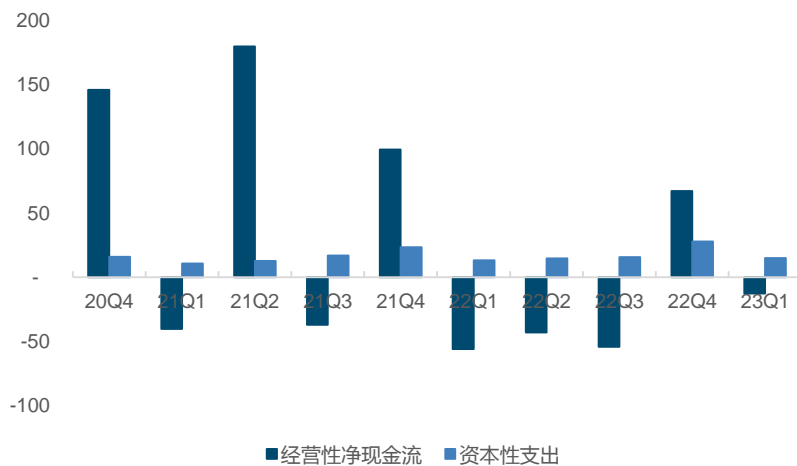
图表33：航发产业链 23Q1 资产负债和现金流

	2023/3/31	2022/12/31	较上一季度末增长	2022/12/31	较年初增长
合同负债	211	177	19.3%	177	19.3%
预付款项	42	42	-1.2%	42	-1.2%
存货	493	421	17.1%	421	17.1%
在建工程	58	55	6.1%	55	6.1%
固定资产	356	356	0.2%	356	0.2%
	2022/3/31	同比	23Q1	同比	环比
资本性支出	15	11.4%	15	11.4%	-46.6%
	2022/3/31	去年同期	23Q1	去年同期	上一季度
经营性净现金流	-13	-56	-13	67	-118.9%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

22 年经营性净现金流-86 亿元，表现不及去年同期水平，主要由于 21 年客户提前拨付部分合同款所致。23Q1 经营性净现金流为-13 亿元，表现优于去年同期水平，预计年底回款后产业链现金流有望改善。

图表34：航发产业链 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

减值影响主机与系统利润增速下降，中游锻造业绩表现突出。主机与系统 2022 年营收与归母同比+9.9%/+16.8%，增速有所下滑，或因产品交付节奏所导致，利润端下滑主要由于航发动力计提减值损失增加。中游锻造板块归母净利润同比+40.3%，充分受益行业高景气，业绩释放动力足。高温合金板块受原材料镍涨价影响，业绩短期承压，归母净利润同比-37.9%。23Q1 主机与系统和中游锻造环节业绩维持较高增长，同比+18.4%/+26.5%。钛合金板块受能源价格等影响，归母净利润同比-15.5%。

图表35: 航发产业链各板块 22 年与 22Q4、23Q1 营收及归母净利润

	2022				22Q4				23Q1			
	营业收入	同比	归母净利润	同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
主机与系统	420	9.9%	19.6	16.8%	-5.9%	80.2%	-9.9%	-1.3%	13.3%	-52.8%	18.4%	-25.6%
中游锻造	148	28.9%	18.7	40.3%	26.8%	3.2%	6.2%	-9.2%	28.6%	-3.5%	26.5%	-1.2%
高温合金	117	15.9%	7.9	-37.9%	29.3%	14.1%	-56.5%	-68.5%	15.8%	-11.9%	8.9%	134.7%
钛合金	109	32.9%	16.4	25.8%	70.2%	-14.0%	-7.9%	-41.1%	13.2%	12.1%	-15.5%	28.1%
特种功能材料	7	31.4%	3.3	43.0%	20.1%	50.5%	35.9%	76.4%	31.3%	-22.7%	49.1%	-33.8%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

主机与系统 22 年毛利率 12.8%，同比-1.4pct，批产型号成熟度提升过程中毛利率逐步筑底；净利率 4.7%，同比+0.3pct，主要受益于主机与系统普遍的费用压降。上游高温合金与钛合金 22 年毛利率分别-3.2pct/-1.0pct，主要由于上游金属镍以及海绵钛价格波动影响。

主机与系统 23Q1 毛利率同比+0.8pct，或表明筑底过程接近尾声，盈利能力有望触底反弹。高温合金与钛合金环节毛利率仍同比下降，主要由于上游金属材料价格仍维持高位。中游锻造环节毛利率同比+1.1pct，规模效应持续显现叠加龙头企业产品结构优化，毛利率提升显著。

图表36: 航发各板块 22 年与 22Q4、23Q1 毛利率、净利率及期间费用率

2022	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
主机与系统	12.8%	-1.4%	4.7%	0.3%	5.2%	-2.4%
中游锻造	28.8%	0.0%	12.6%	1.0%	7.0%	-2.4%
高温合金	19.7%	-3.2%	6.7%	-5.8%	5.4%	-1.5%
钛合金	28.6%	-1.0%	15.1%	-0.9%	6.3%	-1.5%
特种功能材料	61.0%	2.2%	49.6%	4.0%	3.8%	-3.0%
22Q4	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
主机与系统	-0.7%	-4.1%	-0.1%	-2.3%	-0.4%	-0.5%
中游锻造	1.0%	-1.2%	-2.3%	-1.6%	1.4%	8.6%
高温合金	2.6%	2.5%	-5.1%	-6.8%	-1.1%	0.8%
钛合金	-11.5%	-1.5%	-9.2%	-5.0%	-3.5%	7.5%
特种功能材料	4.8%	5.6%	6.4%	8.1%	-2.1%	-5.1%
23Q1	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
主机与系统	0.8%	5.8%	0.2%	1.6%	0.7%	4.3%
中游锻造	1.1%	2.0%	-0.2%	0.3%	1.4%	-5.4%
高温合金	-2.4%	-3.4%	-0.4%	4.3%	-2.4%	-0.1%
钛合金	-5.8%	-0.9%	-4.2%	1.5%	0.0%	-7.5%
特种功能材料	0.3%	-5.9%	5.6%	-8.0%	-3.4%	2.8%

来源: Wind, 国金证券研究所

航发各环节生产与投资: 高温合金持续扩产, 中游锻造业务拓展。22 年主机与系统、中游锻造及钛合金环件合同负债较期初均有下降, 订单交付顺利。产业链各环节存货维持增长, 积极备货保障交付需求。国产化要求牵引下上游高温合金及钛合金大幅扩产, 22 年在建工程分别较期初+35.9%/+32.9%, 高温合金龙头抚顺特钢以及钛合金龙头宝钛股份均处于扩产节奏, 产能释放有望成为产业链成长的基础。

23Q1 主机与系统、中游锻造合同负债较期初增长显著, 新型号订单传导过程已经开始, 后续持续跟踪景气度传导指标。23Q1 中游锻造资本性支出同比+105%, 景气牵引下板块大

幅扩产，龙头企业打造平台，长期发展可期。

图表37: 航发产业链各板块 2022 年资产负债端

2022	合同 负债	较年初 增长	预付款项	较年初增 长	存货	较年初增 长	在建 工程	较年初增 长	固定资产	较年初增 长
主机与系 统	161.4	-28.7%	34.2	22.3%	271.0	25.4%	26.0	-15.7%	223.8	5.8%
中游锻造	6.4	-25.0%	3.5	-27.4%	50.1	16.3%	9.6	2.0%	41.1	26.2%
高温合金	5.6	36.0%	2.2	-3.5%	40.0	18.7%	8.7	35.9%	51.6	19.7%
钛合金	3.6	-39.2%	2.0	-39.1%	59.4	29.4%	8.7	32.9%	37.8	7.1%
特种功能 材料	0.0	169.2%	0.3	-37.5%	0.4	28.1%	2.0	0.0%	1.3	20.2%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表38: 航发产业链各板块 2023 年一季度末资产负债端

2023/3/31	合同负债	较年初增 长	预付款项	较年初增 长	存货	较年初增 长	在建工程	较年初增 长	固定资产	较年初增 长
主机与系 统	195.8	21.3%	32.6	-4.9%	331.5	22.3%	27.0	3.7%	223.2	-0.3%
中游锻造	7.5	17.4%	3.7	6.2%	53.3	6.4%	8.2	-14.7%	43.1	4.7%
高温合金	4.5	-20.1%	2.6	17.3%	44.4	11.0%	10.7	22.7%	51.1	-1.0%
钛合金	3.3	-6.5%	2.5	25.8%	63.3	6.5%	10.0	15.1%	37.1	-1.8%
特种功能 材料	0.1	68.2%	0.3	23.6%	0.6	26.6%	2.5	27.9%	1.9	47.5%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

主机与系统及中游锻造板块 22 年经营性净现金流有所下降，主要系去年同期获得较大额合同定金所致。23Q1 主机与系统环节经营性净现金流 7.2 亿元，表现优于去年同期；高温合金环节现金流情况较差，或由于材料涨价导致购货成本提高所致。

图表39: 航发各板块 22 年和 22Q4、23Q1 资本性支出和经营性净现金流

	资本性支出									经营性净现金流								
	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比		2022	去年同 期	22Q4	去年同 期	上一季 度	23Q1	去年同 期	上一季 度	
主机与 系统	35.2	-5.3%	12.2	-16.2%	50.8%	7.6	30.6%	-38.0%		-104.5	176.0	44.9	81.5	-54.7	7.2	-39.2	44.9	
中游锻 造	15.1	27.9%	7.6	105.0%	104.2%	2.3	26.7%	-69.4%		9.9	14.7	16.1	4.6	-0.3	-6.7	-9.6	16.1	
高温合 金	8.0	8.6%	1.7	-13.0%	13.8%	2.2	-12.7%	32.2%		8.5	5.7	4.7	6.2	2.3	-12.3	-1.6	4.7	
钛合金	10.2	51.4%	3.9	27.4%	91.6%	1.8	-41.4%	-54.2%		-1.4	4.3	-0.6	6.9	-0.8	-1.4	-4.8	-0.6	
特种功 能材料	3.3	/	2.3	/	532.1%	0.9	/	-61.2%		1.8	1.5	2.2	0.3	-0.7	0.4	-0.7	2.2	

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

军工电子: 22 年业绩增速放缓, 23Q1 盈利能力有所承压

军工电子产业链营收与利润保持增长，高基数下增速有所放缓。2022 年军工电子产业链整体实现营收 606 亿元（同比+20.1%），归母净利润 143 亿元（同比+28.6%），高基数下增幅较去年同期有所放缓。22Q4 营收与归母净利润同比+10.4%/+6.7%、环比-4.5%/-22.5%；23Q1 营收与归母净利润同比+11.3%/+2.9%、环比+5.0%/+19.6%，环比增速由负转正或因

季节性因素。

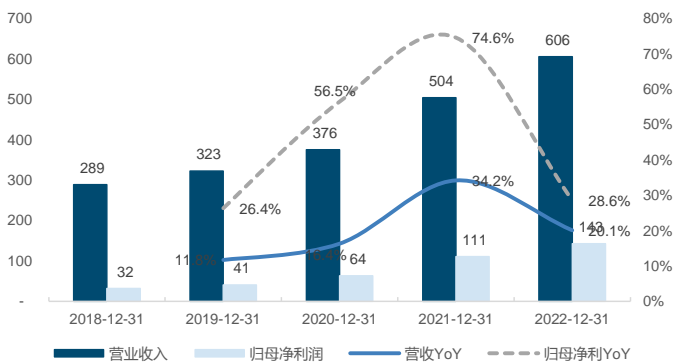
盈利能力承压，高研发投入下期间费用率有所波动。2022 年军工电子产业链整体毛利率为 48.0%（同比+1.3pct）、净利率为 23.6%（同比+1.6pct），利润率高水平下仍有提升，不过军工电子内部毛利率一致性提升趋势并不明显，仅有集成电路龙头企业的毛利率有一致性提升趋势。期间费用率为 9.2%（同比-2.5pct），下游高景气牵引下规模效应逐步显现，叠加市场化激励措施，费用率压缩显著，且内部个股期间费用率的一致性同比下降趋势略明显。22Q4 毛利率与净利率同比+1.2pct/-0.7pct、环比-1.7pct/-4.6pct；23Q1 毛利率与净利率同比-0.6pct/-1.9pct、环比+2.4pct/+2.8pct，期间费用率上升、盈利能力有所下降，期间费用率上升主要因研发费用率上升，内部一致性趋势并不明显，其中臻镭科技和振华风光影响较大。

图表40：军工电子 2022 年及 23Q1 基本面表现

	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比
营收	606	20.1%	148	10.4%	-4.5%	156	11.3%	5.0%
归母净利润	143	28.6%	29	6.7%	-22.5%	35	2.9%	19.6%
毛利率	48.0%	1.3%	46.4%	1.2%	-1.7%	48.8%	-0.6%	2.4%
净利率	23.6%	1.6%	19.8%	-0.7%	-4.6%	22.6%	-1.9%	2.8%
期间费用率	9.2%	-2.5%	26.5%	1.4%	6.7%	21.2%	2.2%	-5.3%

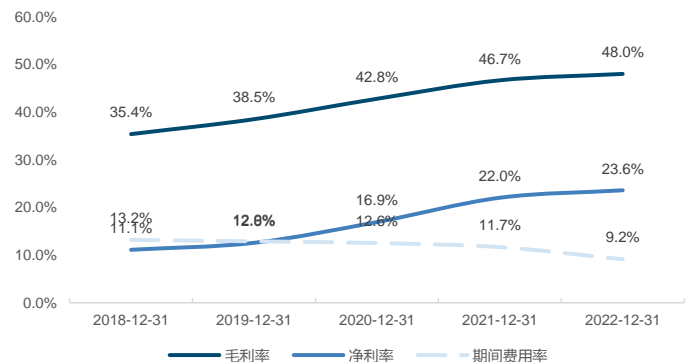
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表41：军工电子各年营收及利润



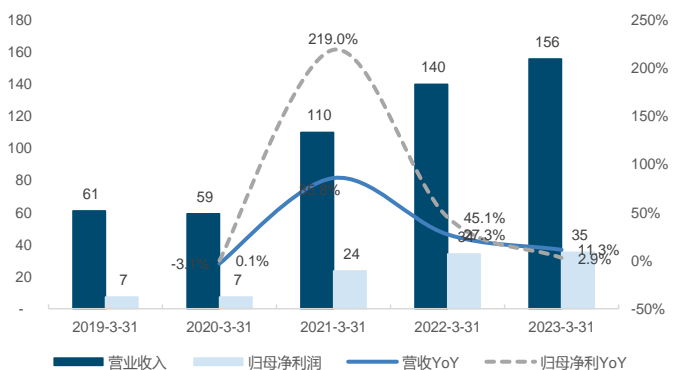
来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表42：军工电子各年利润率及期间费用率



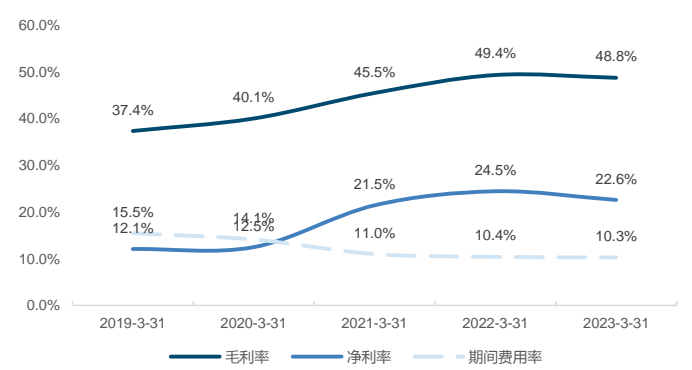
来源：Wind，国金证券研究所

图表43：军工电子各年一季度营收及利润



来源：wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表44：军工电子各年一季度利润率及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

高景气下持续充分备产，产能扩张逐步到位

预付款项与存货余额较年初增加，积极推进交付与库存消化。2022 年军工电子产业链整体合同负债 24 亿元（较上季度末+14.3%、较年初-23.4%），主要因去年下半年主要企业获

得大额合同负债，今年以来订单逐步消化。预付款项 18 亿元（较上季度末-5.4%、较年初+47.0%），存货 212 亿元（较上季度末-0.1%、较年初+27.4%），相关企业备货充分、目前或正积极消化库存。

在建工程转固释放产能，阶段性扩产逐步到位。2022 年军工电子产业链在建工程较年初+3.6%，固定资产较年初+38.3%，资本性支出同比+7.6%。或表明本轮阶段性扩产接近尾声，产能预期充分释放。

图表45：军工电子 2022 年及 Q4 资产负债和现金流

	2022/12/31	2022/9/30	较上一季度末增长	2021/12/31	较年初增长
合同负债	24	21	14.3%	32	-23.4%
预付款项	18	19	-5.4%	12	47.0%
存货	212	212	-0.1%	166	27.4%
在建工程	33	31	7.2%	32	3.6%
固定资产	136	122	11.6%	99	38.3%
	22Q1-Q4	同比	22Q3	同比	环比
资本性支出	61	7.6%	21	29.3%	60.8%
	22Q1-Q4	去年同期	22Q3	去年同期	上一季度
经营性净现金流	59	93	49	70	5

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

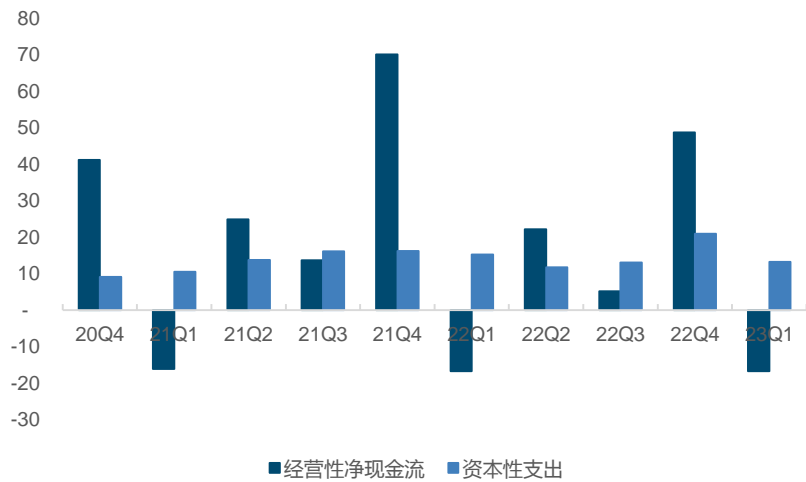
图表46：军工电子 2023Q1 年资产负债和现金流

	2023-3-31	2022-12-31	较上一季度末增长	2022-12-31	较年初增长
合同负债	24	24	-2.0%	24	-2.0%
预付款项	17	18	-1.4%	18	-1.4%
存货	226	212	6.7%	212	6.7%
在建工程	37	33	12.0%	33	12.0%
固定资产	138	136	1.2%	136	1.2%
	2023-3-31	同比	23Q1	同比	环比
资本性支出	13	-13.4%	13	-13.4%	-36.9%
	2023-3-31	2022-3-31	23Q1	22Q4	环比
经营性净现金流	-17	-17	-17	49	-134.4%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

2023Q1 年军工电子产业链整体经营性净现金流-17 亿元、去年同期为-17 亿元；22Q4 经营性净现金流 49 亿元、环比-134.4%。经营性净现金流有所下降，或因回款减少及阶段性备货因素影响。

图表47: 军工电子 20Q4-23Q1 单季度经营性净现金流与资本支出



来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

军工电子各环节业绩: 增速有所放缓, 盈利能力有所波动。被动元件增速放缓, 22 年集成电路和模块组件高增长、23Q1 增速放缓。被动元件 2022 年营收与归母净利润同比+11.2%/+12.9%, 23Q1 同比+15.3%/+4.0%; 在 2021 年高基数以及下游备货库存影响下, 增速有所下滑。集成电路 2022 年营收与归母净利润同比+31.7%/+49.3%, 主要企业收入端和利润端均实现较快增长。模块组件 2022 年营收与归母净利润同比+27.4%/+12.2%、23Q1 营收同比+7.4%, 收入规模扩大明显, 利润端相对表现较弱。

图表48: 军工电子各板块 2022 年年度与 23Q1 营收与归母净利润

	2022				22Q4				23Q1			
	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利润同比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比	营收同比	营收环比	归母净利润同比	归母净利润环比
被动元件	301	11.2%	57.3	12.9%	0.8%	-18.3%	-2.7%	-37.5%	15.3%	33.0%	4.0%	65.9%
集成电路	216	31.7%	72.2	49.3%	28.9%	7.5%	20.5%	-11.9%	6.5%	-13.8%	0.9%	-4.7%
模块组件	89	27.4%	13.5	12.2%	0.6%	16.0%	-22.7%	-15.9%	7.4%	-23.4%	7.5%	10.2%

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

被动元件利润率较稳定, 集成电路盈利能力明显提升, 模块组件利润率下滑明显。被动元件 2022 年毛利率相对稳定、费用率压缩下净利率小幅提升; 23Q1 毛利率和净利率均有下滑。集成电路 2022 年毛利率与净利率分别达到 64.0%/33.5%、同比+3.2pct/+3.9pct, 盈利能力表现突出且有大幅提升。模块组件 2022 年毛利率与净利率同比-4.2pct/-2.0pct, 受原材料价格上涨、芯片国产替代推进因素影响, 中游利润率承压。

图表49: 军工电子各板块毛利率、净利率与期间费用率

22Q1-Q4	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
被动元件	39.8%	0.3%	19.1%	0.3%	7.7%	-2.0%
集成电路	64.0%	3.2%	33.5%	3.9%	11.7%	-3.9%
模块组件	36.9%	-4.2%	15.1%	-2.0%	8.0%	-2.2%
22Q4	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比
被动元件	1.5%	-1.7%	-0.5%	-4.5%	3.0%	11.4%
集成电路	-1.1%	-2.9%	-2.0%	-6.4%	-1.6%	2.7%
模块组件	-3.0%	-5.7%	-3.4%	-4.2%	1.2%	0.3%
23Q1	毛利率同比	毛利率环比	净利率同比	净利率环比	期间费用率同比	期间费用率环比

22Q1-Q4	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	期间费用率	期间费用率同比
被动元件	-1.8%	3.2%	-2.0%	3.7%	1.6%	-9.6%
集成电路	2.4%	4.0%	-1.8%	3.1%	4.7%	-0.9%
模块组件	-0.8%	7.1%	0.0%	4.9%	0.0%	1.5%

来源：Wind，国金证券研究所

军工电子各环节生产与投资：集成电路存货大幅增长，转固产能释放。交付有序下被动元件和模块组件合同负债下降明显，集成电路存货明显增加。2022 年末被动元件与模块组件合同负债较年初-5.6%/-65.2%，模块组件合同负债大幅下降主要受国博电子合同交付结转影响。集成电路板块预付款项与存货较年初+18.7%/+45.7%；预示下游需求旺盛、企业积极备产；模块组件预付款项与存货较年初+0.6%/+2.5%，或进入库存消化期。

图表50：军工电子各板块 2022 年末资产负债端情况

2022/12/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
被动元件	11.1	-5.6%	3.4	3.3%	94.9	7.9%	17.7	31.6%	76.6	29.9%
集成电路	11.8	3.4%	13.1	18.7%	79.5	45.7%	7.3	78.6%	36.9	14.9%
模块组件	1.4	-65.2%	1.2	0.6%	37.6	2.5%	8.5	-29.6%	22.8	68.1%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

图表51：军工电子各板块 2023 年 Q1 末资产负债端情况

2023/3/31	合同负债	较年初增长	预付款项	较年初增长	存货	较年初增长	在建工程	较年初增长	固定资产	较年初增长
被动元件	6.2	-44.4%	3.6	8.6%	90.1	-5.1%	19.0	7.3%	77.6	1.4%
集成电路	16.1	36.7%	12.2	-6.4%	95.1	19.6%	8.8	21.5%	37.7	2.2%
模块组件	1.6	7.2%	1.5	26.6%	41.2	9.5%	9.6	13.4%	22.6	-1.3%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

三大板块资本性开支同比小幅增长，本轮扩产或已较充分。2022 年集成电路板块在建工程与固定资产较年初+21.5%/+2.2%，模块组件板块在建工程与固定资产较年初+13.4%/-1.3%。军工电子产业链各环节资本性支出同比下降，或预示本轮扩产接近尾声。

季度因素影响 23Q1 经营性净现金流表现。2022 年各板块经营性现金流较去年同期均有减少；集成电路和模块组件板块 23Q1 经营性净现金流较上一季度均减少，或因季节性回款因素影响。

图表52：军工电子各板块资本性支出和经营净现金流

	资本性支出						经营性净现金流									
	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比	2022	去年同期	22Q4	去年同期	上一季度	23Q1	去年同期	上一季度
被动元件	30.9	6.6%	11.9	24.4%	78.3%	6.2	-11.5%	-48.1%	40.9	45.5	34.0	36.4	0.6	-4.6	-10.6	34.0
集成电路	20.5	10.7%	5.9	49.6%	44.7%	4.8	-27.7%	-18.2%	24.1	34.5	11.3	20.8	5.6	-6.4	-1.9	11.3
模块组件	9.5	4.5%	3.2	17.3%	38.3%	2.2	35.6%	-29.8%	-5.7	12.8	3.4	12.9	-1.1	-5.7	-4.2	3.4

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

导弹产业链：22 年合同负债分化明显，23Q1 业绩增速和净利率有所下降

2022 年营收增速放缓，毛利率下挫影响下净利润同比下降。2022 年导弹产业链整体实现营收 196 亿元（同比+11.3%），归母净利润 35 亿元（同比-9.1%）。净利润增速为负主要系导弹产业链毛利率的下降——盈利质量指标来看，2022 年导弹产业链毛利率为 40.5%，同比下降 3.5pct；期间费用率基本维持稳定，同比略降 0.7pct；受毛利率下降的影响，净

利率下降 4.0pct。其中，少数个股影响较大，盟升电子毛利率同比下降 11pct，主要系产品结构改变、国产替代导致原材料价格上涨和公司天府新区科技园投产导致制造费用的增加；高德红外毛利率同比下降 9pct，主要系公司高毛利的军品采购的放缓和价格的调整。

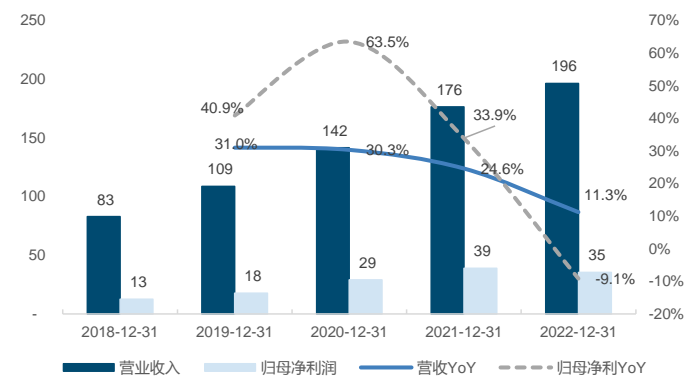
2023 年 Q1 营收和归母净利润同比下降，盈利质量小幅下降。2023 年 Q1，导弹产业链实现营收 47 亿元，基本与去年同期水平持平(同比-1.3%)；毛利率同比有小幅下降(-2.3pct)，主要受鸿远电子和盟升电子影响较大，二者毛利率同比下降 6.8pct 和 13.2pct。研发费用持续增长的驱动下，导弹产业链研发费用率同比提升 1.7pct，产业链整体期间费用率(含研发费用)同比提升 3.5pct，带动费用端相对更快的增长；最终归母净利润同比增速明显低于营收增速(-27.5%)，净利率同比下降 6.3pct。

图表53: 导弹产业链 2022 年及 22Q4、23Q1 基本面表现

	2022	同比	22Q4	同比	环比	23Q1	同比	环比
营收	196	11.3%	48	-3.8%	-1.9%	47	-1.3%	-2.3%
归母净利润	35	-9.1%	5	-38.2%	-44.0%	8	-27.5%	60.0%
毛利率	40.5%	-3.5%	36.6%	-3.3%	-3.8%	41.8%	-2.3%	5.2%
净利率	18.0%	-4.0%	10.6%	-5.9%	-8.0%	17.4%	-6.3%	6.8%
期间费用率	7.8%	-0.7%	24.1%	3.6%	5.2%	20.0%	3.5%	-4.1%

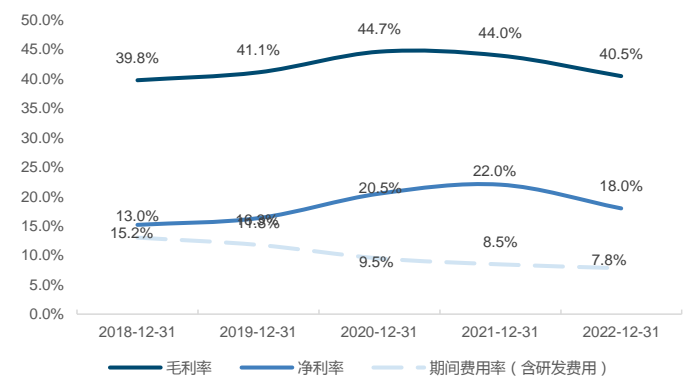
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表54: 导弹产业链各年营收及利润



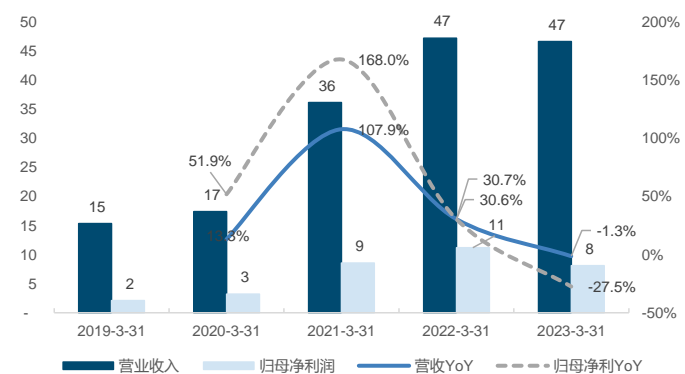
来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表55: 导弹产业链各年利润率及期间费用率



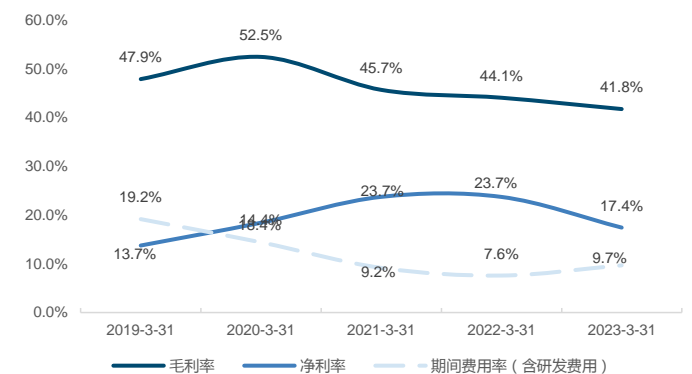
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 导弹产业链各年一季度营收及利润



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 货币单位为亿元

图表57: 导弹产业链各年一季度利润率及期间费用率



来源: wind, 国金证券研究所

2022 年末合同负债同比有所下降，2023 年 Q1 短期备产节奏有所加快。2022 年末导弹产业链的合同负债同比有明显下降(-41.6%)，但内部分化较大，国博电子、新雷能和航天电器同比降幅较大，分别为 98.6%、79.8%和 49.7%；但盟升电子、雷电微力和菲利华同比有较大涨幅，涨幅分别为 269.4%、193.1%和 159.1%。

2023年Q1短期备产节奏有所加快，Q1预付账款环比提升30.3%；中长期产能节奏维持低速稳定态势，在建工程和固定资产环比增长8.8%和1.3%。库存端，Q1末存货环比增长9.6%，内部分化来看，值得关注去年末合同负债显著增长环境下，存货环比依旧有显著增长的雷电微力(+15.5%)，此类企业或有机会率先迎来供需共振的高速业绩兑现期。

图表58：导弹产业链2022年及22Q4资产负债和现金流

	2022-12-31	2022-9-30	较上一季度末增长	2021-12-31	较年初增长
合同负债	10	6	66.3%	18	-41.6%
预付款项	5	4	7.7%	4	27.4%
存货	75	76	-0.7%	59	27.3%
在建工程	18	22	-18.7%	18	-0.2%
固定资产	64	51	26.1%	45	43.4%
	2022-12-31	同比	22Q4	同比	环比
资本性支出	28	12.8%	8	17.9%	133.1%
	2022-12-31	去年同期	22Q4	去年同期	上一季度
经营性净现金流	7	41	14	42	-4

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

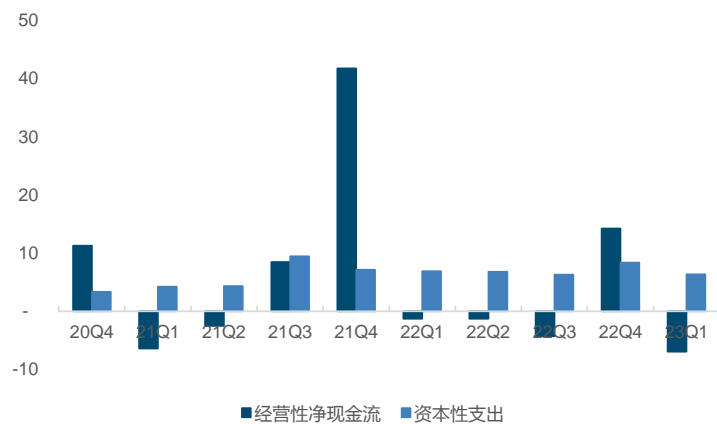
图表59：导弹产业链2023Q1年资产负债和现金流

	2023-3-31	2022-12-31	较上一季度末增长	2022-12-31	较年初增长
合同负债	9	10	-14.0%	10	-14.0%
预付款项	6	5	30.3%	5	30.3%
存货	83	75	9.6%	75	9.6%
在建工程	19	18	8.8%	18	8.8%
固定资产	65	64	1.3%	64	1.3%
	2023-3-31	同比	23Q1	同比	环比
资本性支出	6	-8.2%	6	-8.2%	-24.3%
	2023-3-31	2022-3-31	23Q1	22Q4	环比
经营性净现金流	-7	-1	-7	14	-149.0%

来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

2022年经营活动现金流同比较为紧张，2022年全年经营活动净现金流为7亿元，同比2021年下降82.3%，内部分化来看，导弹产业链多数企业2022年经营性净现金流均同比下降，仅有菲利华为正增长。

图表60：导弹产业链20Q4-23Q1季度经营性净现金流与资本支出



来源：Wind，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

关联交易与业绩指引

航空航天企业预计 2023 年关联交易增长明显，预计额对实际额指引性强

主要航空航天单位关联交易同比增长明显，预示航空航天下游需求旺盛需求。对主机单位及部分中上游企业预计关联交易额分析看，2023 年中航沈飞、中航西飞等主机单位同比增长 25.3%、29.3%，验证航空产业的景气度；航发动力 2023 年关联交易额同比大幅减少主要因航空工业集团系统内单位不再构成关联交易。中上游看，航发科技、航发控制增速快，航空配套中航高科、中航重机关联销售同比增长 42.1%、23.6%，中航光电、航天电器同比增长 59.2%、47.5%，显示下游航空、航天单位景气需求。

预计关联交易额执行率高，对实际关联交易执行具备较好指引性。从 2022 年执行率来看，除洪都航空外，中航沈飞、中航西飞、中直股份等执行率均在 90%左右，执行率较高、预计关联交易额与实际发生关联交易额较接近，预计关联交易额对实际关联交易额具有较好的指引性。

图表61：主机单位和中上游配套单位关联销售统计

公司简称	关联交易指标	2023 预计关联交易	2023 同比增长	2022 实际关联交易	2022 预计关联交易	2022 执行率
中航沈飞	关联采购	276.6	25.3%	220.7	263.5	83.7%
中航西飞	关联采购	219.1	29.3%	169.5	174.5	97.1%
中直股份	关联采购	334.5	253.4%	94.7	127.6	74.2%
洪都航空	关联采购	17.3	-31.2%	25.1	51.2	49.0%
航发动力	关联采购	140.0	-22.1%	179.8	216.6	83.0%
航发科技	关联销售	39.4	53.8%	25.6	36.5	70.1%
航发控制	关联销售	44.35	17.3%	37.8	43.3	87.3%
中航电子	关联销售	82.0	7.8%	76.1	82.0	92.8%
中航高科	关联销售	46.0	42.1%	32.4	39.0	83.0%
中航重机	关联销售	45.0	23.6%	36.4	40.0	91.0%
中航光电	关联销售	42.5	59.2%	26.7	27.0	98.9%
航天电器	关联销售	22.00	47.5%	14.9	16.0	93.2%

来源：Wind，公司年报，公司公告，国金证券研究所；货币单位：亿元

航空、信息化企业 2023 年计划营收和利润增幅大，实际完成率较高

航空、信息化等计划营收增幅较大，较多实际营收均比计划营收更高。航空产业链，主要企业 2023 年营业收入目标同比增长多在 10%以上，航发动力、中航西飞计划增长 13.9%、14.4%，或对中上游需求产生较好的牵引作用；兵器装备赛道，经营计划相对保守，目标增幅较小；信息化赛道增幅较大，显示高景气。从完成率来看，2022 年实际营收与计划营收之比均在 100%左右，其中中航重机、中航电子、中航西飞等完成率在 100%以上，表现出较高的执行力。结合以上企业历史高执行率，2023 年实际营收或可在计划营收基础上实现进一步突破。

图表62：经营计划营业收入目标及完成率

公司简称	赛道	细分领域	2023 年营收目标	2022 年营业收入	同比增长	2022 年实际完成率
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	85-96	78.1	8.8%-22.9%	88.8%-97.6%
中航高科	航空产业链	复合材料	49.0	44.5	10.2%	98.8%
中航光电	航空产业链	元器件	175.0	158.4	10.5%	—
中航重机	航空产业链	模锻件	110.0	105.7	4.1%	105.7%
中航电子	航空产业链	航空分系统	294.5	111.9	163.3%	101.3%
航发控制	航空产业链	航空分系统	54.5	49.4	10.3%	96.9%
航发动力	航空产业链	主机厂	422.6	371.0	13.9%	96.5%
中航西飞	航空产业链	主机厂	431.0	376.6	14.4%	103.2%
新余国科	兵器装备	系统配套	3.7	3.4	8.6%	105.7%
光电股份	兵器装备	系统配套	24.0	25.1	-4.5%	91.7%
北方导航	兵器装备	系统配套	41.0	38.4	6.8%	96.0%
内蒙一机	兵器装备	主机厂	143.8	143.5	0.2%	—
振华科技	电子信息化	集成电路	87.0	72.7	19.7%	103.8%
华测导航	通用信息化	北斗导航	28.0	22.4	25.2%	87.7%
航天电子	航天系统	系统配套	190.1	174.8	8.8%	102.8%

来源：Wind，公司公告，公司年报，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

航空、信息化企业目标利润增幅大，较多实际利润均比计划利润更高。航空产业链，中上游抚顺特钢、中航高科、中航电子等利润目标增幅较大；兵器装备企业增幅较小；信息化企业利润目标增幅较大。从完成率来看，已披露利润目标企业实际完成率多在 100%以上，抚顺特钢完成率较低，主要因原材料涨价等因素压制利润。上述企业利润完成率均较高、

利润目标偏保守，2023 年实际利润或比计划利润更高。

图表63：经营计划利润目标及完成情况

公司简称	赛道	细分领域	利润指标	2023年计划	2022年实际	同比增长	2022年实际完成率
抚顺特钢	航空产业链	高温合金	净利润	4-8	2.0	100%-300%	43.6%
中航高科	航空产业链	复合材料	利润总额	11.8	8.9	31.6%	100.1%
中航光电	航空产业链	元器件	利润总额	33.6	30.5	10.0%	
中航重机	航空产业链	模锻件	利润总额	16.0	15.3	4.3%	127.9%
中航电子	航空产业链	航空分系统	利润总额	25.6	9.3	176.5%	105.1%
航发控制	航空产业链	航空分系统	无	-	-		
航发动力	航空产业链	主机厂	归母净利润	13.6	12.7	7.1%	100.6%
中航西飞	航空产业链	主机厂	无	-	-		
新余国科	兵器装备	系统配套	利润总额	0.8	0.7	8.0%	96.2%
光电股份	兵器装备	系统配套	无	-	0.8		
北方导航	兵器装备	系统配套	利润总额	2.9	2.6	9.8%	132.1%
内蒙一机	兵器装备	主机厂	无	-	9.0		
振华科技	电子信息化	集成电路	利润总额	33.6	27.5	22.1%	110.1%
华测导航	通用信息化	北斗导航	净利润	4.5	3.6	24.9%	97.4%
航天电子	航天系统	系统配套	无	-	-		

来源：Wind，公司公告，公司年报，国金证券研究所；注：货币单位为亿元

投资建议与重点个股推荐

投资建议

军工板块年初至今回调幅度较大，随着 22 年&23Q1 业绩披露完毕，夯实行业景气度持续性基本盘。板块细分领域代表性公司业绩超预期，叠加 Q2 装备采购需求有望落地以及十四五中期调整逐步清晰，军工板块有望修复。优先高景气赛道中长坡厚雪的航空发动机产业链、受益于装备信息化智能化和国产化的军工电子信息化产业链；新兴领域中符合火力打击远程化和低成本化的远程火箭弹赛道、装备未来发展趋势的无人装备赛道。

重点个股推荐

高增速的军用模拟 IC 核心供应商【振华风光】、新型航空发动机环锻件高弹性标的【航宇科技】、航空结构件平台型龙头【中航重机】、军工电子平台型龙头【振华科技】、改革典范的特种连接器头部公司【航天电器】。

图表64：重点公司盈利预测与估值

	EPS (元)				PE			
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
振华科技	4.578	5.726	7.051	8.477	24.95	15.70	12.75	10.60
振华风光	1.515	2.380	3.393	4.757	78.46	48.31	33.89	24.17
中航重机	0.816	1.064	1.409	1.925	38.09	24.29	18.35	13.43
航宇科技	1.285	1.891	3.365	4.866	60.46	41.22	23.16	16.02

来源：Wind，国金证券研究所；注：股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

风险提示

“十四五”装备建设的规划调整：2023 年处于“十四五”期中节点，新一轮武器装备建设规划或有方向性调整，对军工行业部分赛道的需求或有影响。

军品增值税政策调整影响超预期：2022 年军品增值税退税政策的取消正式执行，随着老订单的逐步出尽，军工企业因新签订单受增值税政策调整的影响而有盈利承压。

产能释放进度不及预期：投产进度不及预期或减缓企业业绩兑现节奏，且细分赛道下游企业投产进度放慢会对产业链整体需求造成外溢不利影响。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402