

国防军工

报告日期：2023年05月07日

2023年一季度船舶、航空装备较快增长；聚焦下游主机厂

——国防军工2022年年报&2023年一季度报总结

投资要点

□ 国防军工：2022年板块营收、归母净利分别增长11%、6%

1) 军工板块业绩持续增长：对军工93只股票进行统计，剔除12只船舶类标的，其余81家公司2022年营收3779亿，同比增长11%，归母净利361亿，同比增长6%；2023年一季度营收797亿，同比增长10%，归母净利81亿，同比减少3%。

2) 从长期看，军工板块盈利能力整体呈上升趋势：剔除船舶类标的，板块毛利率从2019年的22.0%提升到2022年的23.7%，归母净利率从2019年的6.5%提升到2022年的9.5%。规模效应、股权激励等催化下，板块盈利能力有望进一步提升。

3) 从短期看，2023Q1板块盈利能力有所下滑：2023年一季度，剔除船舶的板块整体毛利率为25.8%，同比下降0.7pct；归母净利率为10.2%，同比下降1.3pct。

□ 船舶、航空板块一季度表现亮眼，信息化、原材料等上游板块增速放缓

1) 船舶：2022年、2023年一季度营收增速分别为12%、5%，归母净利增速分别为-103%、26%，归母净利率分别为0.0%、0.7%，同比分别提升-1.4pct、0.2pct。2023年一季度我国造船新接订单量1518万载重吨，同比增长53%；手持订单量11452万载重吨，同比增长16%。船舶板块趋势向好，业绩待进一步释放。

2) 航空装备：2022年、2023年一季度营收增速分别为12%、14%，归母净利增速分别为8%、18%，归母净利率分别为5.5%、6.8%，同比分别提升-0.2pct、0.2pct。受益于军机放量，航空板块营收、净利润增长有所加快。

3) 信息化：2022年、2023年一季度营收增速分别为11%、12%，归母净利增速分别为2%、0%，归母净利率分别为16.2%、15.9%，同比分别下降1.3pct、1.8pct。信息化板块作为军工产业链上游，受增值税、降价影响盈利水平有所下滑。

4) 原材料：2022年、2023年一季度营收增速分别为22%、13%，归母净利增速分别为12%、-63%，归母净利率分别为16.9%、16.6%，同比分别下降0.7pct、1.3pct。短期受镍、钛等更上游原材料涨价扰动，中长期仍将持续受益于规模效应。

□ 国防军工12字核心逻辑：“内生外延、内需外贸、军品民品”

1) “二十大”再提加快世界一流军队建设，首提“打造强大战略威慑力量体系、增加新域新质作战力量比重”。2023年为“十四五”第三年，“时间过半、任务过半”，趋势向上。

2) 未来国企整合、股权激励进程有望加快。中船集团旗下公司已启动重组，十大军工集团重组预期将升温，重视中船集团、航天科技、中电科、中航工业、航天科工、兵器工业等集团的重组进程

3) 规模效应+精细化管理，“小核心大协作”；相对上游和中游，下游主机厂业绩弹性更大。

□ 2023年军工机会大于风险。看好导弹、信息化、航发、军机子行业

军机“十四五”有望大幅增长；航发受益“维保+换发”，未来空间大；导弹受益于“战略储备+耗材属性”；信息化受益于“信息化程度加深+国产替代”，增速更高。

1) 主机厂：中航西飞、航发动力、中国船舶、中直股份、中航沈飞、洪都航空、内蒙一机。

2) 核心配套/原材料：航发控制、中兵红箭、西部超导、中航高科、钢研高纳、宝钛股份、三角防务、航发科技、中航重机、派克新材、图南股份、亚星锚链。

3) 导弹及信息化：紫光国微、火炬电子、鸿远电子、振华科技、新雷能、智明达、霍莱沃、高德红外、中国海防。

□ 风险提示：1) 股权激励、资产证券化节奏低于预期；2) 重要产品交付不及预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：刘村阳

执业证书号：S1230522100001

liucunyang@stocke.com.cn

相关报告

1 《船舶行业景气向上；重视“一带一路”军贸需求》

2023.05.07

2 《航空主机厂一季度开门红，军工“内生+外延”双驱动》

2023.05.03

3 《船舶：油船一季度新接订单同比增380%，行业景气持续向上》 2023.04.24

正文目录

1 国防军工：2022 年板块营收、归母净利分别增长 11%、6%	4
2 子板块：信息化、原材料增速放缓，航空板块表现亮眼	5
3 航空装备：受益于军机放量，营收、净利润增长持续加快	7
4 信息化：板块业绩增速有所放缓，关注盈利能力变化	8
5 原材料：短期受镍、钛等涨价扰动，中长期仍将受益规模效应	10
6 航天：“外延”式增长潜力大，资产证券化率有望持续提升	11
7 地面兵装：短期业绩存在波动，行业需求有望逐步向好	13
8 船舶：造船业迎来复苏，未来趋势向好	14
9 “内生外延、军品民品、内需外贸”，持续推荐军工板块	15
10 风险提示	18

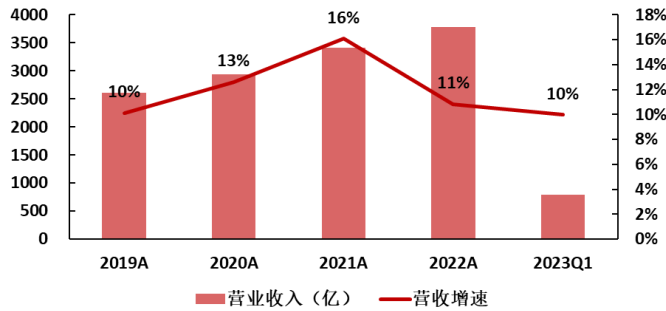
图表目录

图 1: 2022 年军工板块营收同比增长 11% (剔除船舶)	4
图 2: 2022 年军工板块归母净利同比增长 6% (剔除船舶)	4
图 3: 2022 年军工板块营收同比增长 11%	4
图 4: 2022 年军工板块归母净利同比持平	4
图 5: 2022 年军工板块整体归母净利率为 9.5% (剔除船舶)	5
图 6: 2022 年军工板块整体归母净利率为 6.6% (不剔除船舶)	5
图 7: 2022 年信息化板块营收占比达 36%	5
图 8: 2022 年信息化板块归母净利润占比达 44%	5
图 9: 信息化、原材料、航天板块毛利率较高	6
图 10: 原材料、信息化板块净利率较高	6
图 11: 板块营收增速有下行趋势	6
图 12: 2023Q1 航空、船舶板块利润增速有上行趋势	6
图 13: 2022 年航空子板块营收增长 12%	7
图 14: 2022 年航空子板块净利润增长 8%	7
图 15: 2022 年航空子板块毛利率同比下滑 0.5pct、净利率同比下滑 0.2pct	7
图 16: 2022 年信息化子板块营收增长 11%	9
图 17: 2022 年信息化子板块归母净利润增长 2%	9
图 18: 2022 年信息化子板块毛利率同比下降 0.2pct、净利率同比下降 1.3pct	9
图 19: 2022 年原材料子板块营收增长 22%	10
图 20: 2022 年原材料子板块归母净利润增长 17%	10
图 21: 2022 年原材料子板块毛利率同比下滑 0.5pct、净利率同比下滑 0.7pct	11
图 22: 2022 年航天子板块营收增长 3%	12
图 23: 2022 年航天子板块归母净利润下滑 12%	12
图 24: 2022 年航天子板块毛利率同比下滑 2.4pct、净利率同比下滑 1.5pct	12
图 25: 2022 年地面兵装子板块营收下滑 2%	13
图 26: 2022 年地面兵装子板块归母净利润增长 12%	13
图 27: 2022 年地面兵装子板块毛利率同比提升 2.0pct、净利率同比提升 0.9pct	13
图 28: 2022 年船舶子板块营收增长 12%	14
图 29: 2022 年船舶子板块归母净利润下降 103%	14
图 30: 2022 年船舶子板块毛利率同比下降 1.4pct、净利率同比下降 1.4 pct	15
图 31: 申万国防指数处于过去 10 年历史 12.6%分位	16
表 1: 信息化、原材料板块增速放缓, 一季度航空、船舶板块业绩增速趋势向上	6
表 2: 航空: 受益于军机放量, 营收、净利润增长持续加快	7
表 3: 信息化: 板块业绩增速有所放缓, 关注盈利能力变化	9
表 4: 原材料: 短期受镍、钛等涨价扰动, 中长期仍将受益规模效应	11
表 5: 航天: “外延”式增长潜力大, 资产证券化率有望持续提升	12
表 6: 地面兵装: 短期业绩存在波动, 行业需求有望逐步向好	13
表 7: 船舶: 造船业迎来复苏, 未来趋势向好	15
表 8: 国防行业重点公司盈利预测与估值	16

1 国防军工：2022 年板块营收、归母净利分别增长 11%、6%

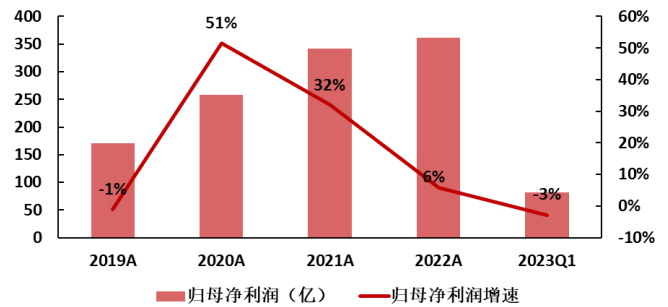
军工板块业绩持续增长：对军工 93 只股票进行统计，剔除 12 只船舶类标的，其余 81 家公司 2022 年营收 3779 亿，同比增长 11%，归母净利 361 亿，同比增长 6%。2023 年一季度营收 797 亿，同比增长 10%，归母净利 81 亿，同比减少 3%。

图1：2022 年军工板块营收同比增长 11%（剔除船舶）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022 年军工板块归母净利同比增长 6%（剔除船舶）

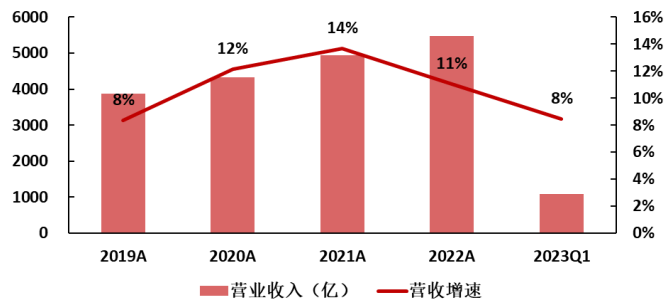


资料来源：Wind，浙商证券研究所

船舶板块中民船占比大，具较强周期性，与其余军工企业业绩增长驱动逻辑有所差异。2020 年，中船防务开展资产重组，导致产生大额非经营性损益，2020 年中船防务归母净利润达 37 亿，2021 年回落至 0.8 亿，单一公司非经营性利润占军工板块整体利润约 10%、对板块整体净利润增速影响较大。因此以上统计对船舶类标的予以了剔除。

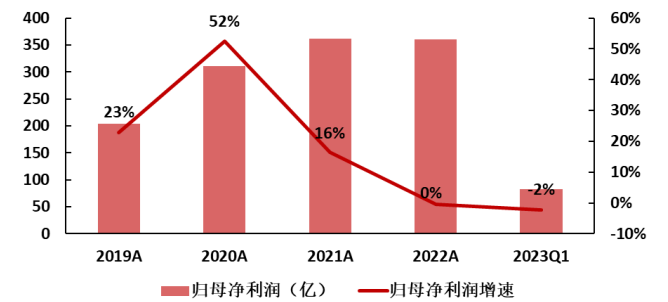
若考虑船舶板块在内，2022 年军工板块整体营收达到 5475 亿元，同比增长 11%，归母净利润达到 360 亿，同比持平。2023 年一季度军工板块整体营收达到 1092 亿元，同比增长 8%，归母净利润达到 82 亿，同比减少 2%。

图3：2022 年军工板块营收同比增长 11%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：2022 年军工板块归母净利同比持平

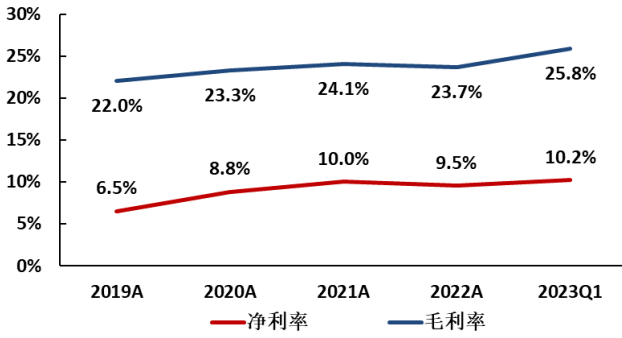


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从长期看，军工板块盈利能力整体呈上升趋势：剔除船舶类标的，板块毛利率从 2019 年的 22.0%提升到 2022 年的 23.7%，归母净利率从 2019 年的 6.5%提升到 2022 年的 9.5%。规模效应、股权激励等催化下，板块盈利能力有望进一步提升。

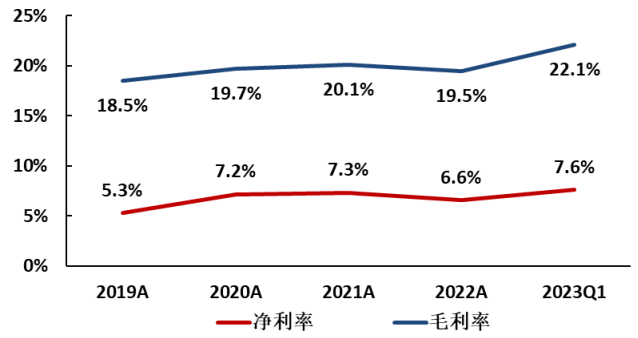
从短期看，2023Q1 板块盈利能力有所下滑：2023 年一季度，剔除船舶的板块整体毛利率为 25.8%，同比下降 0.7pct；归母净利率为 10.2%，同比下降 1.3pct。

图5: 2022年军工板块整体归母净利率为9.5% (剔除船舶)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 2022年军工板块整体归母净利率为6.6% (不剔除船舶)



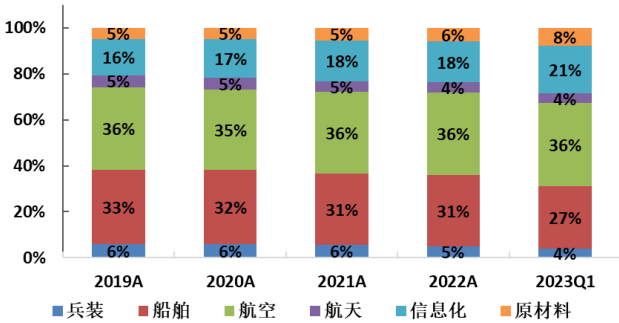
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 子板块: 信息化、原材料增速放缓, 航空板块表现亮眼

子板块营收组成角度: 航空子板块占比最高, 2022年营收占比36%, 除航空外其他依次为船舶(31%)、信息化(18%)、原材料(6%)、地面兵装(5%)、航天(4%), 各板块占比基本保持稳定。

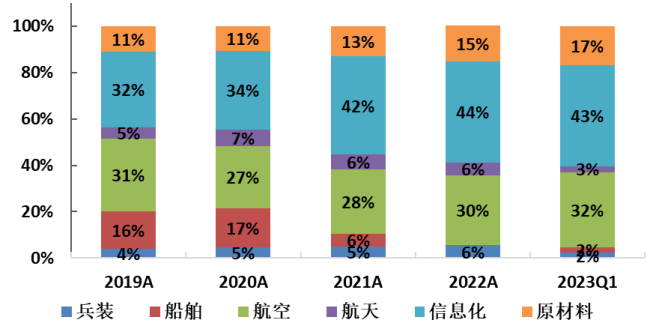
子板块归母净利组成角度: 信息化子板块占比最高, 2022年占比为44%, 其他依次为航空(30%)、原材料(15%)、航天(6%)、地面兵装(6%)、船舶(0%)。其中信息化、原材料板块作为产业链上游利润占比均处于逐年提升趋势。

图7: 2022年信息化板块营收占比达36%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 2022年信息化板块归母净利润占比达44%

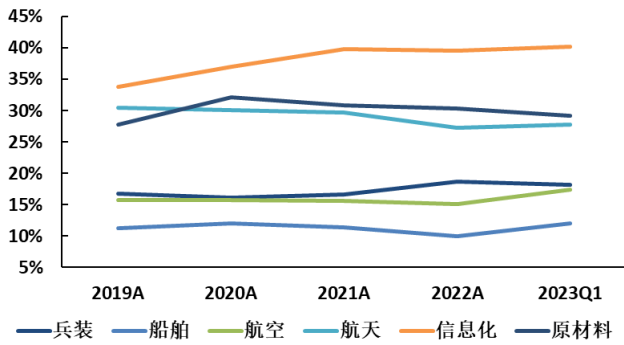


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

利润率角度: 信息化、原材料、航天板块毛利率较高, 原材料、信息化板块净利率较高。利润率的相对高低与板块公司所处产业链纵向环节有关, 信息化、原材料、航天板块多数公司处于产业链上游或者中游, 航空、船舶、地面兵装板块中体量较大的龙头企业多数为下游主机厂, 因而利润率有所差异。

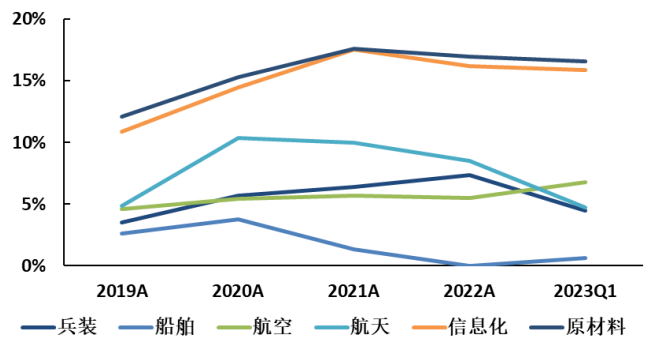
净利率变化趋势: 除船舶、航天板块外, 其余各板块近年来净利率均呈上升趋势。其中原材料、信息化两个板块首先受益于产业链景气拉动的规模效应, 净利率抬升速度较快。

图9：信息化、原材料、航天板块毛利率较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

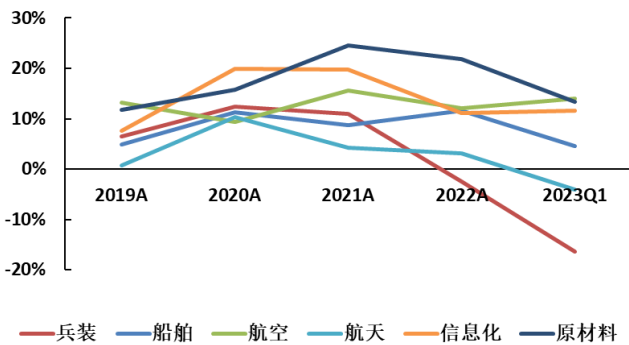
图10：原材料、信息化板块净利率较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

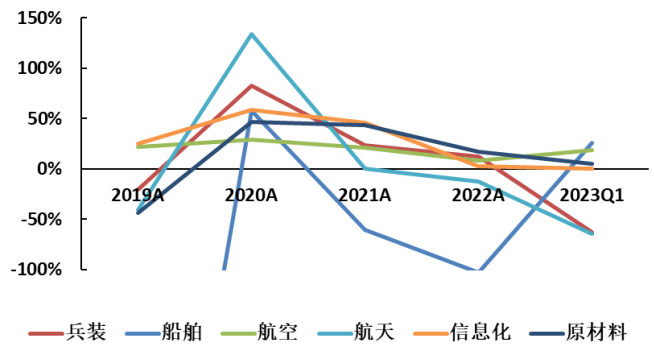
营收、归母净利润增速角度：2022年，原材料、航空、信息化板块整体营收增速较高，但同时需要关注原材料及信息化作为上游板块，利润增速不及营收增速，盈利水平有下滑趋势。2023年一季度，除航空、船舶板块外其余方向业绩增速均有下行趋势，航空及船舶板块作为当前景气度最高的方向，建议持续关注相关标的后续投资机会。

图11：板块营收增速有下行趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：2023Q1 航空、船舶板块利润增速有上行趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表1：信息化、原材料板块增速放缓，一季度航空、船舶板块业绩增速趋势向上

子板块	营收 (亿元)		营收增速		归母净利润 (亿元)		归母净利润增速		毛利率 2022	净利率 2022
	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
军工整体 (剔除船舶)	3779	797	11%	10%	361	81	6%	-3%	23.7%	9.5%
地面兵装	274	43	-2%	-16%	20	2	12%	-63%	18.7%	7.3%
船舶	1,696	295	12%	5%	-1	2	-103%	26%	10.0%	0.0%
航空	1,969	396	12%	14%	108	27	8%	18%	15.1%	5.5%
航天	239	45	3%	-4%	20	2	-12%	-65%	27.3%	8.5%
信息化	970	228	11%	12%	157	36	2%	0%	39.6%	16.2%
原材料	327	85	22%	13%	55	14	17%	5%	30.3%	16.9%

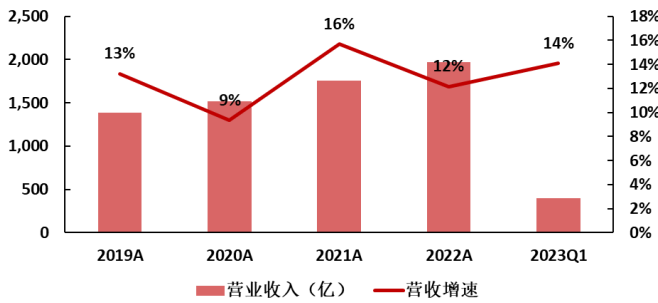
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 航空装备：受益于军机放量，营收、净利润增长持续加快

航空板块近年来受益于我国军机持续放量，营收呈加速增长态势。2022 年板块共实现营收 1969 亿元，同比增长 12%；实现归母净利 108 亿元，同比增长 8%。2023 年一季度板块共实现营收 396 亿元，同比增长 14%；实现归母净利 27 亿元，同比增长 18%。

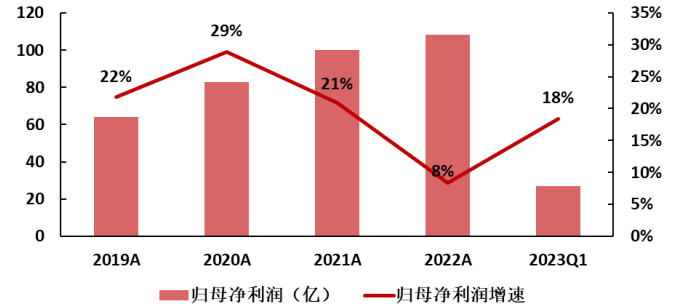
随着板块营收体量的增大，利润率也在持续提升。2022 年，板块整体毛利率为 15.1%，同比下降 0.5pct；净利率为 5.5%，同比下降 0.2pct。2023 年一季度板块整体毛利率为 17.5%，同比提升 0.8pct；净利率为 6.8%，同比提升 0.2pct。（2020 年板块净利润增速较高与部分龙头企业如中航沈飞大额政府补助等有关）

图13：2022 年航空子板块营收增长 12%



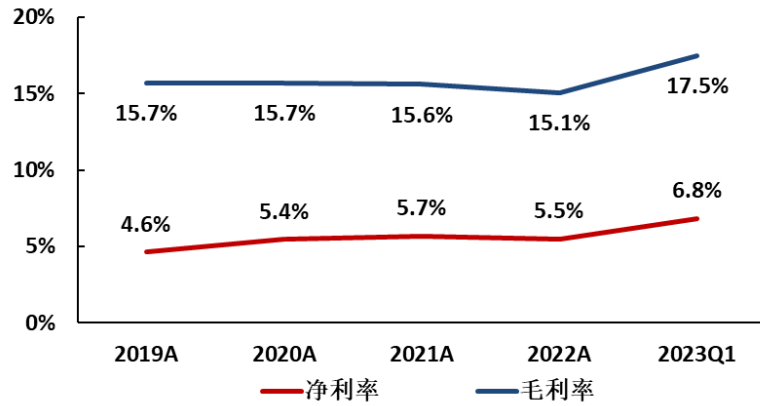
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2022 年航空子板块净利润增长 8%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：2022 年航空子板块毛利率同比下滑 0.5pct、净利率同比下滑 0.2pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2：航空：受益于军机放量，营收、净利润增长持续加快

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2022
600760	中航沈飞	416	92	22%	18%	23	6	36%	26%	9.9%	5.5%
000768	中航西飞	377	79	15%	6%	5	2	-20%	52%	7.1%	1.4%
600893	航发动力	371	62	9%	14%	13	1	7%	33%	10.8%	3.4%
600038	中直股份	195	32	-11%	99%	4	0	-58%	27%	10.3%	2.0%
600372	中航电子	112	25	14%	5%	9	2	9%	5%	31.5%	7.8%

600765	中航重机	106	23	20%	13%	12	3	35%	30%	29.2%	11.4%
600316	洪都航空	73	1	1%	-81%	1	0	-7%	-298%	2.7%	1.9%
000738	航发控制	49	13	19%	11%	7	2	41%	14%	27.8%	13.9%
002389	航天彩虹	39	5	32%	-30%	3	0	35%	-46%	21.0%	7.9%
600391	航发科技	38	7	8%	-1%	0	0	119%	-56%	13.1%	1.2%
605123	派克新材	28	9	60%	54%	5	1	60%	33%	25.4%	17.5%
603308	应流股份	22	6	8%	16%	4	1	74%	23%	36.7%	18.3%
300114	中航电测	19	4	-2%	-13%	2	0	-37%	-10%	36.2%	10.1%
300775	三角防务	19	7	60%	54%	6	2	52%	54%	46.2%	33.3%
688239	航宇科技	15	6	51%	80%	2	1	32%	-3%	32.1%	12.6%
300095	华伍股份	14	3	1%	-15%	1	0	-39%	-24%	29.7%	6.2%
688586	江航装备	11	3	17%	14%	2	1	6%	6%	40.2%	21.9%
300733	西菱动力	11	3	48%	37%	0	0	85%	-62%	19.9%	3.3%
002651	利君股份	10	3	6%	3%	2	1	10%	14%	39.9%	21.5%
002985	北摩高科	10	3	-12%	-15%	3	1	-26%	-13%	67.2%	31.5%
603131	上海沪工	10	2	-24%	-18%	-1	0	-188%	-35%	22.8%	-12.8%
000534	万泽股份	8	3	21%	106%	1	1	7%	79%	76.9%	12.8%
300900	广联航空	7	2	180%	51%	1	0	291%	50%	53.2%	22.6%
300696	爱乐达	6	2	-9%	-15%	2	1	-17%	-15%	52.0%	37.9%
688510	航亚科技	4	1	16%	83%	0	0	-17%	548%	29.7%	5.5%
002933	新兴装备	2	0	-22%	-43%	-1	0	3036%	-224%	31.6%	-30.3%

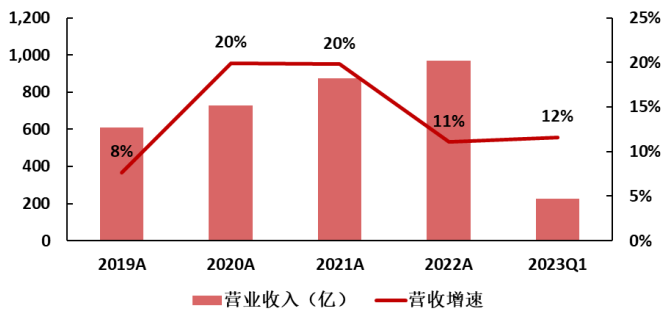
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 信息化：板块业绩增速有所放缓，关注盈利能力变化

信息化板块受益于下游终端产品放量和信息化程度提高的双重驱动，近年来业绩增速维持在板块第一的位置，2022 年受增值税、降价等因素影响增速有所放缓。2022 年板块共实现营收 970 亿元，同比增长 11%；实现归母净利 157 亿元，同比增长 2%。2023 年一季度板块共实现营收 228 亿元，同比增长 12%；实现归母净利 36 亿元，同比持平。

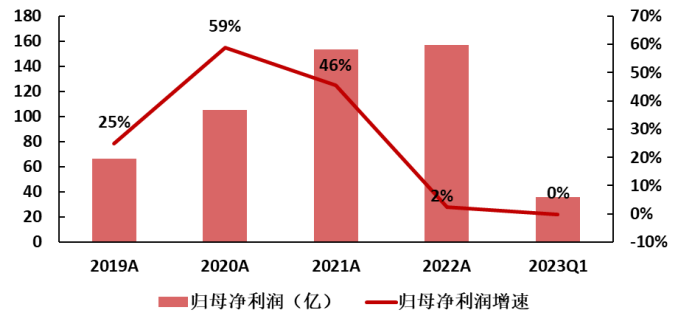
板块盈利能力有所下滑。2022 年，板块整体毛利率为 39.6%，同比下降 0.2pct；净利率为 16.2%，同比下降 1.3pct。2023 年一季度板块整体毛利率为 40.3%，同比下降 0.8pct；净利率为 15.9%，同比下降 1.8pct。我们认为，随着下游产品放量、中上游企业规模效应持续显现，规模效应所能带来的收益边际减少将是大势所趋，但受益于先进武器装备信息化程度的加深（不仅航空航天领域，地面兵装等各领域信息化程度均将加深），信息化子板块的需求增长源动力并没有改变。

图16: 2022年信息化子板块营收增长11%



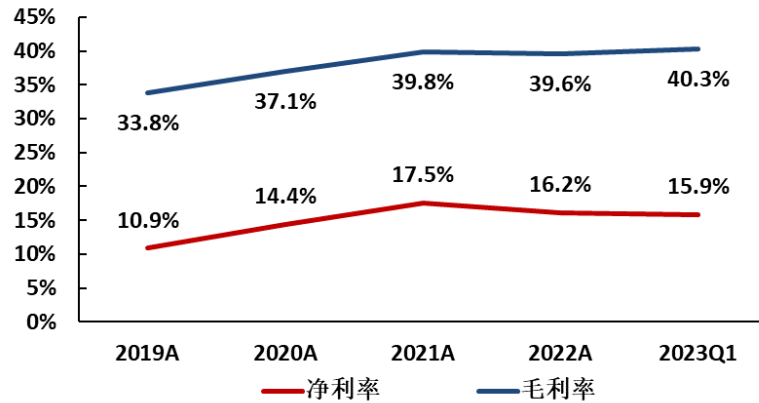
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2022年信息化子板块归母净利润增长2%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 2022年信息化子板块毛利率同比下降0.2pct, 净利率同比下降1.3pct



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 信息化: 板块业绩增速有所放缓, 关注盈利能力变化

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
600879	航天电子	175	45	9%	21%	6	2	11%	9%	19.6%	3.5%
002179	中航光电	158	53	23%	35%	27	10	36%	35%	36.5%	17.2%
000733	振华科技	73	21	28%	11%	24	7	60%	21%	62.7%	32.8%
002049	紫光国微	71	15	33%	15%	26	6	35%	10%	63.8%	37.0%
002025	航天电器	60	18	19%	18%	6	2	14%	38%	33.0%	9.2%
002465	海格通信	56	10	3%	10%	7	0	2%	-19%	35.0%	11.9%
603712	七一二	40	5	17%	15%	8	0	13%	16%	46.6%	19.2%
603678	火炬电子	36	6	-25%	-24%	8	1	-16%	-35%	42.4%	22.5%
688375	国博电子	35	7	38%	15%	5	1	41%	16%	30.7%	15.0%
600562	国睿科技	32	6	-6%	-3%	5	1	4%	30%	30.2%	17.0%
600990	四创电子	27	2	-13%	-10%	1	-1	-64%	-11%	19.5%	2.4%
688002	睿创微纳	26	8	49%	77%	3	1	-32%	471%	46.6%	11.8%
002414	高德红外	25	4	-28%	-40%	5	1	-55%	-80%	46.7%	19.9%
603267	鸿远电子	25	4	4%	-38%	8	1	-3%	-61%	50.1%	32.2%

300726	宏达电子	22	4	8%	-10%	9	1	4%	-17%	66.6%	39.5%
300593	新雷能	17	5	16%	6%	3	1	3%	31%	47.8%	16.5%
300101	振芯科技	12	2	49%	-4%	3	1	98%	-25%	55.4%	25.4%
300474	景嘉微	12	1	6%	-82%	3	-1	-1%	-191%	65.0%	25.0%
300447	全信股份	11	3	16%	6%	2	1	16%	16%	43.5%	17.3%
002829	星网宇达	11	1	40%	150%	2	0	34%	-357%	44.8%	20.1%
688776	国光电气	9	2	54%	-15%	2	0	1%	-51%	35.0%	18.2%
300516	久之洋	7	1	2%	-20%	1	0	5%	-45%	29.4%	11.0%
300065	海兰信	7	2	-20%	14%	-8	0	-1713%	-116%	18.3%	-108.9%
688636	智明达	5	1	20%	-32%	1	0	-32%	-115%	51.9%	13.9%
688311	盟升电子	5	0	1%	232%	0	0	-81%	57%	48.7%	5.4%
300762	上海瀚讯	4	1	-45%	343%	1	0	-64%	-59%	59.4%	21.4%
002977	火箭科技	3	0	23%	-73%	1	0	-35%	-15%	43.0%	21.2%
001270	铖昌科技	3	0	32%	98%	1	0	-17%	15%	71.3%	47.8%
688788	科思科技	2	0	-62%	-58%	-2	-1	-212%	106%	56.6%	-84.3%

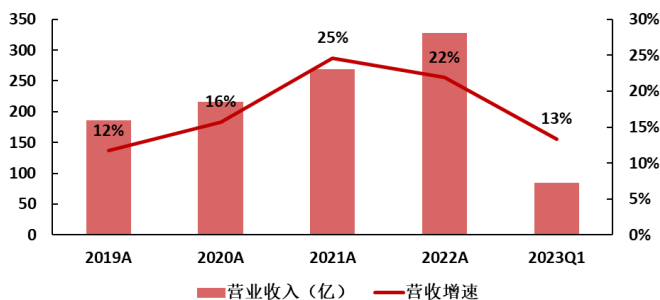
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 原材料: 短期受镍、钛等涨价扰动, 中长期仍将受益规模效应

原材料板块近年来营收利润稳健增长, 利润率逐年抬升。除 2019 年由于抚顺特钢完成重组加入计算导致板块总营收、利润出现一定波动外, 2020 年、2021 年板块营收增速加快, 利润率也显著提升, 主要得益于产品放量过程中的规模效应显现。2022 年板块共实现营收 327 亿元, 同比增长 22%; 实现归母净利润 55 亿元, 同比增长 17%。2023 年一季度板块共实现营收 85 亿元, 同比增长 13%; 实现归母净利润 14 亿元, 同比增长 5%。

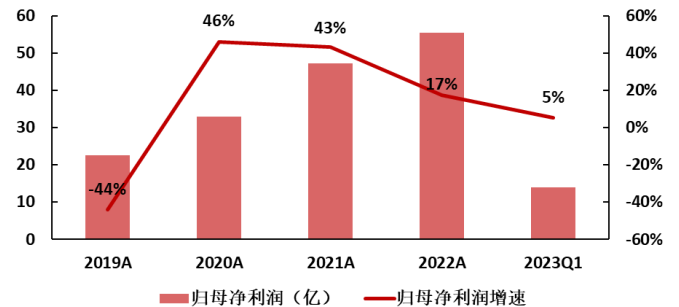
短期内更上游原材料价格存在扰动、展望未来终端产品需阶梯降价, 或导致利润增速逐步放缓: 2022 年原材料板块毛利率为 30.3%, 同比下滑 0.5pct; 净利率为 16.9%, 同比下滑 0.7pct。2023 年一季度板块整体毛利率为 29.2%, 同比下降 2.9pct; 净利率为 16.6%, 同比下降 1.3pct。镍、海绵钛等更上游原材料价格持续走高, 军工产品价格调整周期较长、反应较慢, 中短期内或对板块公司盈利能力产生一定负面影响。同时国防武器装备终端产品存在阶梯降价的需求, 原材料企业也面临降价压力。预计未来原材料企业规模效应仍将持续显现, 但利润率提升速度或趋于放缓。

图19: 2022 年原材料子板块营收增长 22%



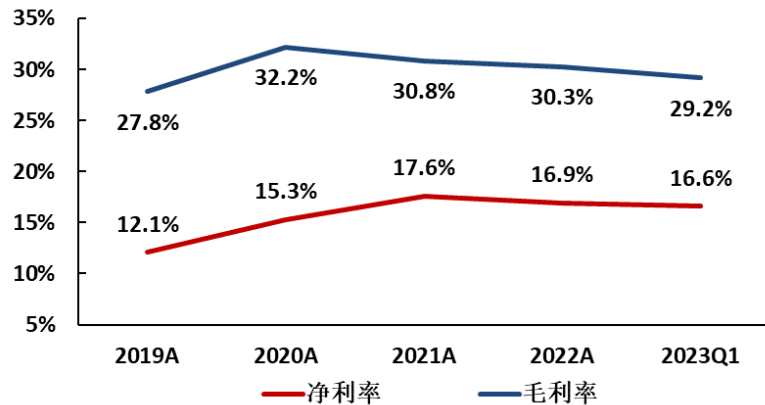
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 2022 年原材料子板块归母净利润增长 17%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21： 2022 年原材料子板块毛利率同比下滑 0.5pct、净利率同比下滑 0.7pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表4： 原材料：短期受镍、钛等涨价扰动，中长期仍将受益规模效应

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
600399	抚顺特钢	78	20	5%	10%	2	1	-75%	-29%	14.7%	2.5%
600456	宝钛股份	66	19	26%	18%	6	1	-1%	-29%	21.6%	8.4%
600862	中航高科	44	13	17%	8%	8	3	29%	15%	30.9%	17.2%
688122	西部超导	42	9	44%	4%	11	2	46%	-3%	39.5%	25.5%
300034	钢研高纳	29	6	44%	19%	3	1	10%	-2%	27.7%	11.7%
300699	光威复材	25	6	-4%	-6%	9	2	23%	-17%	49.1%	37.2%
300395	菲利华	17	5	41%	34%	5	1	32%	24%	51.2%	28.4%
300855	图南股份	10	3	48%	56%	3	1	41%	107%	35.0%	24.7%
300777	中简科技	8	2	94%	20%	6	1	196%	64%	75.6%	74.7%
688281	华秦科技	7	2	31%	31%	3	1	43%	49%	61.0%	49.6%

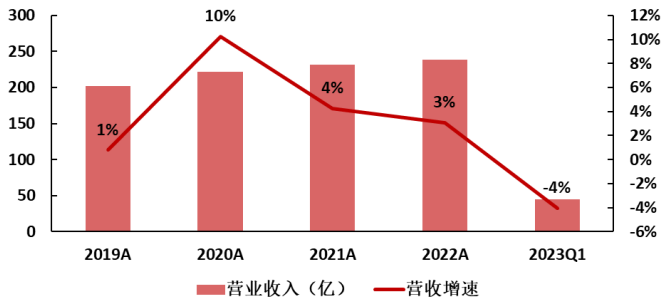
资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 航天：“外延”式增长潜力大，资产证券化率有望持续提升

航天板块近年来营收、净利润增速波动较大。2022 年板块共实现营收 239 亿元，同比增长 3%；实现归母净利 20 亿元，同比下滑 12%。2023 年一季度板块共实现营收 45 亿元，同比下滑 4%；实现归母净利 2 亿元，同比下滑 65%。部分原因是板块资产证券化率水平与其他板块横向对比相对偏低，行业部分重要资产不在上市公司体内，导致上市公司业绩代表性有限。预计在“国企改革”的大背景下，后续航天板块“外延式”增长潜力大，资产证券化率水平有望进一步提升。

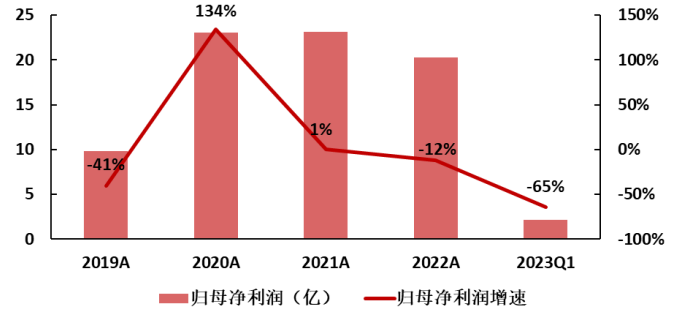
从当前数据来看，航天板块盈利能力有所下滑。2022 年，板块整体毛利率为 27.3%，同比下降 2.4pct；净利率为 8.5%，同比下降 1.5pct。2023 年一季度板块整体毛利率为 27.8%，同比下降 5.1pct；净利率为 4.7%，同比下降 8.2pct。

图22: 2022年航天子板块营收增长3%



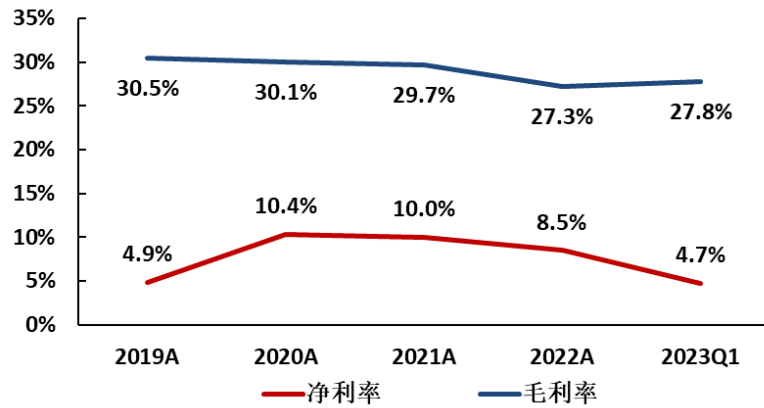
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: 2022年航天子板块归母净利润下滑12%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 2022年航天子板块毛利率同比下滑2.4pct、净利率同比下滑1.5pct



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表5: 航天: “外延”式增长潜力大, 资产证券化率有望持续提升

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利润 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
600118	中国卫星	82	13	17%	-5%	3	0	23%	2%	10.6%	3.5%
002151	北斗星通	38	10	-1%	30%	1	0	-28%	-56%	30.2%	3.8%
000547	航天发展	35	5	-17%	-46%	0	-1	-95%	-180%	27.3%	1.0%
601698	中国卫通	27	6	4%	1%	9	1	61%	13%	36.5%	33.7%
300627	华测导航	22	5	18%	21%	4	1	23%	18%	56.6%	16.1%
300177	中海达	13	2	-27%	-24%	-1	0	-332%	-147%	41.2%	-8.3%
002935	天奥电子	12	1	16%	77%	1	0	-5%	-10%	28.2%	9.3%
301050	雷电微力	9	2	17%	9%	3	1	38%	-16%	44.8%	32.2%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

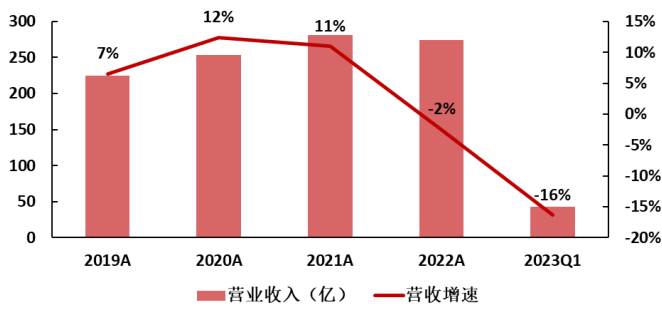
7 地面兵装：短期业绩存在波动，行业需求有望逐步向好

2022 年地面兵装板块共实现营收 274 亿元，同比下滑 2%；实现归母净利润 20 亿元，同比增长 12%。2023 年一季度板块共实现营收 43 亿元，同比下滑 16%；实现归母净利润 2 亿元，同比下滑 63%，

2022 年地面兵装板块毛利率为 18.7%，同比增长 2.0pct；净利率为 7.3%，同比增长 0.9pct。2023 年一季度板块整体毛利率为 18.2%，同比下降 2.4pct；净利率为 4.5%，同比下降 5.6pct。

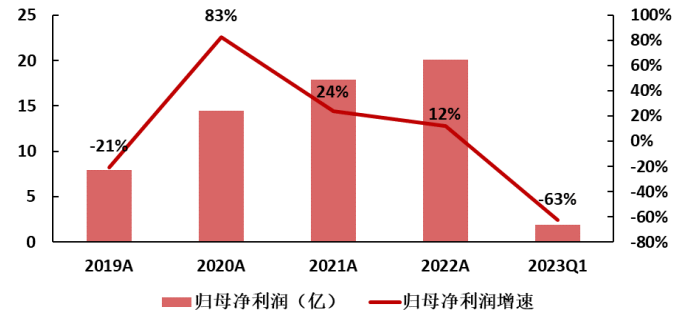
板块业绩和盈利水平波动较大主要系权重股内蒙一机交付节奏、中兵红箭业务盈利变化所致，建议关注相关标及后续投资机会。

图25：2022 年地面兵装子板块营收下滑 2%



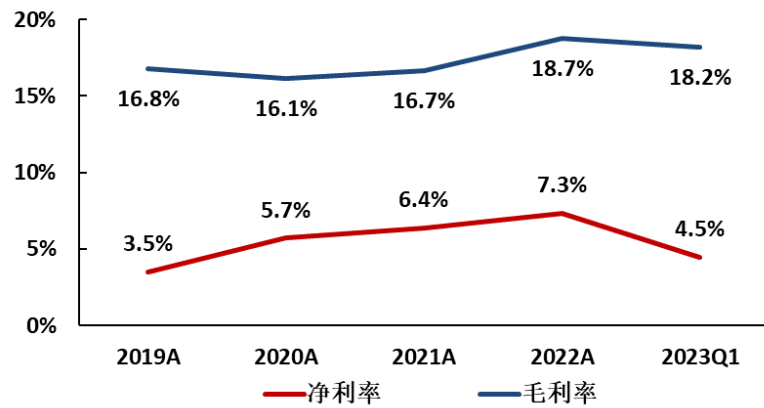
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26：2022 年地面兵装子板块归母净利润增长 12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图27：2022 年地面兵装子板块毛利率同比提升 2.0pct、净利率同比提升 0.9pct



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表6：地面兵装：短期业绩存在波动，行业需求有望逐步向好

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利润 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2022
600967	内蒙一机	143	26	4%	-8%	8	2	10%	4%	11.4%	5.7%
000519	中兵红箭	67	8	-11%	-44%	8	-0.3	69%	-112%	28.9%	12.2%
600435	北方导航	38	6	-4%	2%	2	0.2	39%	-31%	21.6%	4.8%

601606	长城军工	17	2	1%	-16%	0.8	-0.3	-41%	-3%	22.3%	4.7%
688084	晶品特装	3	0.1	-34%	-55%	0.5	-0.1	-25%	336%	42.2%	16.2%
300875	捷强装备	2	0.5	21%	240%	-0.2	0.0	-156%	-136%	46.0%	-7.3%
300922	天秦装备	1.5	0.3	-39%	-10%	0.3	0.1	-67%	-20%	30.2%	18.2%
688511	天微电子	1.1	0.4	-46%	-11%	0.4	0.2	-61%	-26%	62.1%	39.9%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

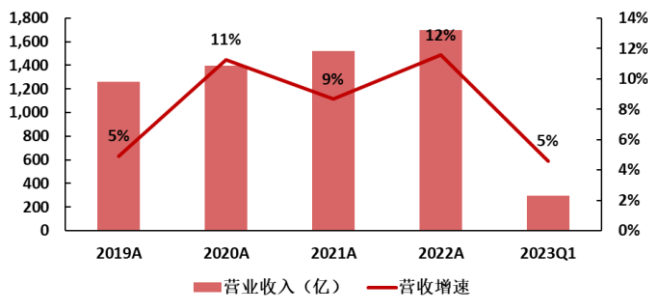
8 船舶: 造船业迎来复苏, 未来趋势向好

板块业绩低点逐步过去, 未来趋势向好。我国造船完工量、新接订单量、手持订单量在国际市场占有率保持稳健, 2023 年一季度我国造船完工量 917 万载重吨, 同比下降 5%; 新接订单量 1518 万载重吨, 同比增长 53%; 手持订单量 11452 万载重吨, 同比增长 16%。船舶板块未来 3-5 年趋势向好, 业绩待进一步释放。

2022 年船舶板块共实现营收 1696 亿元, 同比提升 12%; 实现归母净利-1 亿元, 同比下滑 103%。2022 年船舶板块毛利率为 10.0%, 同比下滑 1.4pct; 净利率为 0.0%, 同比下滑 1.4pct。2021 年板块归母净利润下降 61%, 主要原因为中船防务开展资产重组, 导致产生大额非经营性损益, 2020 年中船防务归母净利润达 37 亿, 2021 年则回落至 0.8 亿。2022 年板块归母净利润下降 103%, 主要原因为中国重工计提大额资产减值准备 18.7 亿元, 归母净利润从 2021 年的 2.2 亿元下滑至 2022 年的-22.6 亿元。

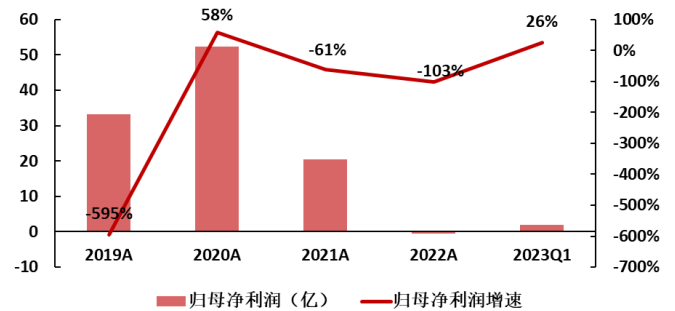
2023 年一季度板块共实现营收 295 亿元, 同比增长 5%; 实现归母净利 2 亿元, 同比增长 26%。2023 年一季度板块整体毛利率为 12.0%, 同比提升 2.1pct; 净利率为 0.7%, 同比提升 0.2pct。**船舶板块作为一季度除航空板块外唯一业绩、盈利能力趋势向上的细分行业, 建议持续关注相关标及后续投资机会。**

图28: 2022 年船舶子板块营收增长 12%



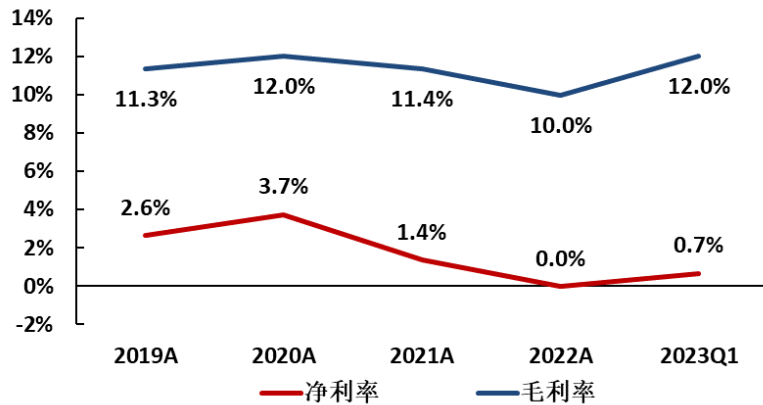
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 2022 年船舶子板块归母净利润下降 103%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 2022年船舶子板块毛利率同比下降1.4pct、净利率同比下降1.4pct



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表7: 船舶: 造船业迎来复苏, 未来趋势向好

代码	简称	营收 (亿)		增速		归母净利 (亿)		增速		毛利率	净利率
		2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1		
600150	中国船舶	596	90	0%	-31%	2	0	-20%	-16%	7.6%	0.3%
601989	中国重工	442	68	12%	12%	-23	1	-1128%	20%	7.8%	-5.1%
600482	中国动力	383	92	36%	54%	3	0	-46%	-50%	12.8%	0.9%
600685	中船防务	128	19	10%	68%	7	0	767%	116%	6.9%	5.4%
600764	中国海防	43	4	-12%	-4%	6	0	-31%	1%	31.3%	13.6%
600072	中船科技	33	7	39%	42%	1	0	37%	272%	11.8%	3.3%
300008	天海防务	28	7	94%	77%	1	0	443%	60%	9.6%	5.1%
300527	中船应急	17	1	-1%	8%	0	0	-98%	-67%	22.0%	0.1%
601890	亚星锚链	15	5	15%	38%	1	1	23%	122%	26.0%	9.8%
300589	江龙船艇	7	2	-1%	48%	0	0	-68%	23%	16.8%	1.9%
300600	国瑞科技	3	0	25%	-9%	0	0	-100%	-25%	35.4%	-0.2%
300810	中科海讯	2	0	8%	33%	0	0	11%	-307%	63.6%	5.8%

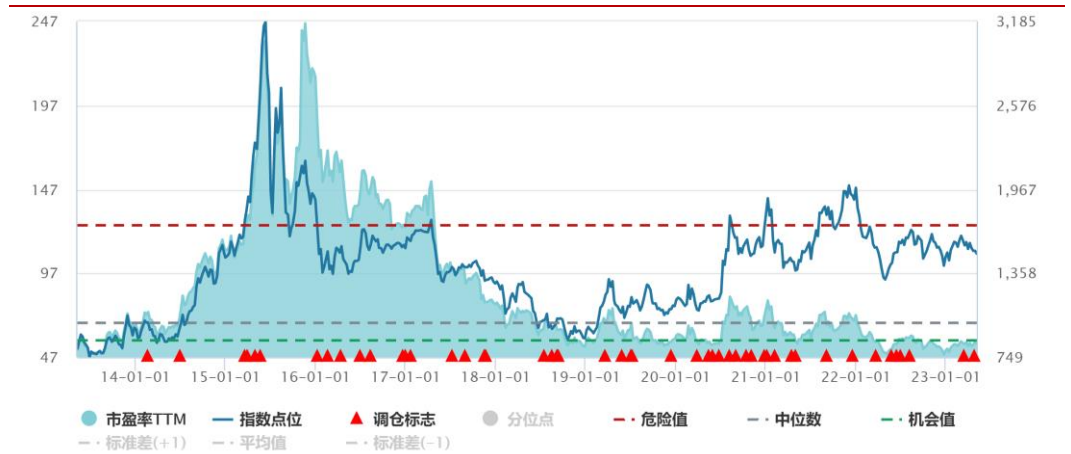
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

9 “内生外延、军品民品、内需外贸”，持续推荐军工板块

国防军工 2023 年度策略-内生外延, 下游渐强: 2023 年为“十四五”第三年, “时间过半、任务过半”, 国防行业整体趋势向上; 后期行业规模效应+精细化管理持续加强, “小核心大协作”为发展趋势; 相对上游和中游, 下游主机厂业绩弹性更大, 推荐下游主机厂及高壁垒、竞争格局好的上中游标的。

高景气度配合相对低估值, 当前处历史低位具高性价比。 年初至今申万国防指数累计上涨 1.6%, 当前整体 PE-TTM 为 55 倍, 处于过去十年历史的 12.6%分位, 中长期配置价值凸显, 建议加配国防军工。

图31: 中万国防指数处于过去10年历史12.6%分位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

国防军工12字核心理念: 内生+外延、内需+外贸、军品+民品。

1) 国防军工“内生”增长趋势强劲,“规模效应/股权激励/小核心大协作/定价改革/大订单+大额预付”等催化下,企业运行效率也将持续提升。

2) “外延”增长方向明确: 国家推动国企改革,未来几年军工资产证券化/核心军品重组上市有望掀起新一轮高潮,关注军工集团重组进程。

3) “民品+外贸”将为增长提供动力: 中国坦克/无人机/教练机/战斗机等具备全球竞争力,外贸需求逐步崛起; 国产大飞机/民用航空发动机相关民品自主可控也将提速。

投资建议:

2023年军工机会大于风险。看好导弹/信息化/航发/军机子行业,军机“十四五”有望大幅增长。航发受益“维保+换发”、未来空间大。导弹受益于“战略储备+耗材属性”,信息化受益于“信息化程度加深+国产替代”,增速更高。

1) 主机厂: 中航西飞、航发动力、中直股份、中航沈飞、洪都航空、中国船舶、内蒙一机。

2) 核心配套/原材料: 航发控制、中兵红箭、西部超导、中航高科、钢研高纳、宝钛股份、三角防务、航发科技、中航重机、派克新材、图南股份、亚星锚链。

3) 导弹及信息化: 紫光国微、火炬电子、鸿远电子、振华科技、新雷能、智明达、霍莱沃、高德红外、中国海防。

表8: 国防行业重点公司盈利预测与估值

子行业	代码	公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB(MRQ)	ROE(2022)	股价(元)
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E			
	600893	航发动力	1124	12.68	15.63	19.58	89	72	57	2.9	3%	42.16
	600760	中航沈飞	1102	23.05	28.69	36.15	48	38	31	8.2	18%	56.01

表8：国防行业重点公司盈利预测与估值

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)	ROE (2022)	股价 (元)
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E			
主机厂	600150	中国船舶	1125	1.72	26.55	64.37	654	42	17	2.5	0%	25.15
	600038	中直股份	244	3.87	7.82	10.44	63	31	23	2.5	4%	41.45
	000768	中航西飞	704	5.23	10.96	14.84	134	64	47	4.3	3%	25.30
	600316	洪都航空	174	1.41	1.71	2.15	123	101	81	3.3	3%	24.22
	600967	内蒙一机	160	8.23	9.64	11.23	19	17	14	1.4	8%	9.39
	688297	中无人机	327	3.70	5.16	7.24	88	63	45	5.6	6%	48.46
主机厂平均							79	54	40	3.8	6%	
零部件	000519	中兵红箭	251	8.19	10.18	12.67	31	25	20	2.6	8%	18.04
	600391	航发科技	68	0.47	0.83	1.28	145	81	53	4.4	3%	20.45
	688333	铂力特	143	0.79	2.66	4.41	179	54	32	9.3	5%	124.90
	002651	利君股份	74	2.20	2.25	2.37	34	33	31	2.8	8%	7.13
	002985	北摩高科	140	3.14	5.15	6.58	45	27	21	4.5	11%	42.31
	605123	派克新材	129	4.86	6.24	8.15	27	21	16	3.2	13%	106.28
	300855	图南股份	142	2.55	3.48	4.71	56	41	30	9.0	17%	46.94
	688510	航亚科技	48	0.20	-	-	240	-	-	5.0	2%	18.63
	000738	航发控制	313	6.88	8.75	11.08	45	36	28	2.7	6%	23.80
	603131	上海沪工	38	-1.27	-	-	-30	-	-	3.0	-10%	11.84
	000534	万泽股份	87	1.02	2.01	2.92	85	43	30	6.7	9%	17.03
	603308	应流股份	122	4.02	4.91	6.37	30	25	19	2.8	9%	17.90
	600765	中航重机	382	12.02	16.18	21.09	32	24	18	3.6	12%	25.93
	300775	三角防务	195	6.25	8.68	11.37	31	23	17	4.1	13%	35.57
	002414	高德红外	361	5.02	8.58	11.18	72	42	32	5.0	7%	10.98
零部件平均							67	37	27	4.6	8%	
国防电子	688002	睿创微纳	232	3.13	5.05	7.18	74	46	32	5.6	8%	51.93
	002179	中航光电	912	27.17	33.98	42.91	34	27	21	4.9	16%	55.95
	002025	航天电器	296	5.55	7.87	10.75	53	38	28	5.0	10%	65.45
	600562	国睿科技	194	5.49	6.97	8.72	35	28	22	3.7	11%	15.62
	600764	中国海防	189	5.85	8.92	11.17	32	21	17	2.4	8%	26.56
	600372	中航电子	670	8.72	10.51	12.80	77	64	52	5.4	7%	14.94
	603712	七一二	242	7.75	9.73	12.73	31	25	19	5.6	18%	31.40
	603678	火炬电子	167	8.01	11.19	13.60	21	15	12	3.1	15%	36.40
	002214	大立科技	80	-1.51	-	-	-53	-	-	3.5	-7%	13.38
	002049	紫光国微	860	26.32	34.97	46.04	33	25	19	8.5	27%	101.21
	688636	智明达	41	0.75	1.50	2.07	54	27	20	4.2	8%	81.14
	300593	新雷能	117	2.83	4.38	5.91	41	27	20	3.8	9%	28.32
	000733	振华科技	461	23.82	30.65	38.75	19	15	12	4.4	24%	88.66
	688682	霍莱沃	43	0.50	0.85	1.18	85	50	36	6.6	8%	82.20
	600990	四创电子	64	0.66	1.50	1.76	97	43	36	2.4	2%	30.28
300726	宏达电子	164	8.52	10.36	12.68	19	16	13	3.6	19%	39.91	
603267	鸿远电子	158	8.05	9.88	12.07	20	16	13	3.8	20%	67.98	

表8：国防行业重点公司盈利预测与估值

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)	ROE (2022)	股价 (元)
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E			
	300474	景嘉微	383	2.89	4.15	5.82	132	92	66	11.8	9%	84.10
	国防电子平均						45	34	26	4.9	12%	
	300699	光威复材	263	9.34	11.51	14.08	28	23	19	5.2	19%	50.71
	600456	宝钛股份	157	5.57	7.76	10.03	28	20	16	2.5	9%	32.87
	688281	华秦科技	267	3.33	4.59	6.22	80	58	43	6.9	9%	286.02
	600862	中航高科	312	7.65	10.11	13.04	41	31	24	5.4	14%	22.43
	300034	钢研高纳	176	3.37	4.69	6.48	52	38	27	5.5	11%	36.30
	688122	西部超导	355	10.80	13.88	17.70	33	26	20	5.7	18%	76.49
	国防材料平均						44	33	25	5.2	13%	

注：市值截止 2023 年 5 月 5 日收盘；加深为已覆盖。

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所

10 风险提示

- 1) 股权激励、资产证券化节奏低于预期;
- 2) 重要产品交付不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>